

非标扩容，估值修复

——“资管监管”最新动态的深度思考

银行业最新动态信息

7月20日，央行出台《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称《通知》），银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）。

《通知》在以下几个问题上予以明确：①公募可以投符合资管新规要求的非标；②老产品可投新资产；③现金管理类理财和半年以上定开以摊余成本法计量；④对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，MPA考核将调整参数予以支持。同时，为解决表外回表占用资本问题，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。同时《办法》在与资管新规保持主体一致的基础上，也新增了若干关键点。两个文件的核心点均在“扩容非标”。

非标和经济增长预期是压制银行股估值的最后两根稻草，非标属于倒数第二根稻草，而经济增长预期为最后一根稻草。非标扩容，消除融资方式不匹配矛盾，同时也降低了信用市场风险，非标对估值的约束消除，银行股估值修复。但是经济增长预期需要逐步改善，最后一根稻草尚未消除。从而银行股此波估值修复空间我们从0.7倍PB看到0.9倍PB。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

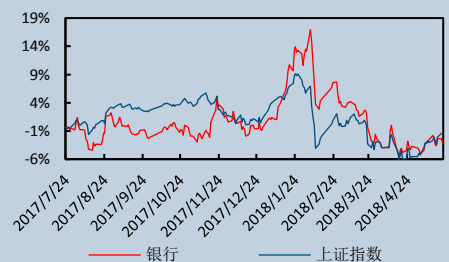
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018年07月23日

市场表现



相关研究报告

- 18.01.08 银行业周报 99 期：去杠杆细化政策出台降风险，资金利率全线回落提估值
- 18.01.03 银行业动态：IFRS 9 落地，对银行业影响几何？
- 18.01.02 银行业周报 98 期：流动性至降利率，银行股确定性向上

压制银行股估值的倒数第二根稻草消除——非标扩容

1、目前融资市场的核心矛盾：融资供给和融资需求方式不匹配

目前央行鼓励的融资方式是贷款，而市场需求的融资方式：非标，因为不符合银行贷款标准，从而出现了融资供给方式和融资需求方式之间不匹配的矛盾。从6月的信贷数据看，新增贷款没有全面弥补表外融资的下降，导致社融依然负增长。

2、解决融资不匹配的问题成为当务之急

中美贸易战不确定性导致净出口量压缩，18年全年的进出口额估计只有3000亿，较17年下降近2000亿，净出口受影响。由于可支配收入增速放缓和房贷导致的居民高杠杆，消费支出也在受限。经济增长的三架马车中，只能依靠投资支出，而投资增加的背后是融资，目前融资市场又出现融资的供给方式和融资的需求方式之间不匹配，主要体现在由于信托贷款和委托贷款大幅压缩导致社融规模大幅下降。从而从稳增长角度看，当务之急是：解决融资不匹配问题。

3、非标量减少是信用违约的始作俑者

4月27日，资管新规落地后，非标融资大幅下降，导致信用市场在收缩，其是导致信用违约的始作俑者。信用一旦收缩波及到债券市场，债券违约发生，银行风险偏好下降，信贷标准进一步提高，非标回表难度增加，信用市场进一步紧缩，从而以上的恶性循环不断持续。

同时，非标融资成为信用市场的鸡肋，非标规模下降，信用违约将持续恶化，由于金融的脆弱性不仅可能诱发系统性风险，同时也使投资支出受到冲击；而新增非标，提高非标规模，又不符合监管的要求。

在如此政策调控的困局中，监管政策做出了调整和让步：保增长才是第一要务，而非标扩容是必由之路。

4、资管行业的最新动态旨在非标扩容

上周五，央行的《通知》和银保监会《理财新规》都是告示市场，非标准许扩容。

其一、老产品可以投资新资产。何谓老产品？可以从两个角度理解，一方面，刚性兑付的产品为老产品，而破刚兑的为新产品。另一方面，按资产端来定，有非标资产的为老产品。也就是说，刚性兑付的产品可以扩容，可以投资新的非标。6月非保本理财规模21万亿，17年年末为22.17万亿。尽管要求非保本规模不能超过去年，但是下半年依然有1.17万亿的增量；同时，17年存量非标资产4.6万亿，占理财资产的比重为16%，而监管要求的红线为35%，可以投资非标上限近10万亿，存在非标的缺口近5万亿。

政策给出了非标投资许可，从理论上讲，按照非标扩容规模的上限看，相对存量非标，可以扩容1倍。要求新增非标必须在2020年年底到期，这就需要非标的期限最长也就2年半。

非标扩容上，银行的积极性势必提高，因为：非标投资的收益率高，而监管成本在降低。

其二、关于非标回表。如果到2020年年底，依然有存量非标没有到期，可以转表内，但是给出了MPA监管政策上优惠和回表后资本充足上的专项政策，比如：MPA监管框架上，对表外非标资产的系数做出调整，减

少对资本充足率的要求；再比如可以专门针对非标回表，发行二级资本债等资本补充工具来二级资本。如此政策安排，实在在解决存量非标问题，同时也在鼓励银行增加非标投放，消除未来非标回表担忧。

据我们了解，存量非标上，中国银行有 3000 亿，2000 亿在 2020 年前到期，1000 亿非标在 2020 年以后到期；北京银行存量非标为 700 亿，400 亿在 2020 年前到期，300 亿在 2020 年后到期。2020 年以后到期的存量非标，未来也将安全回表，不会带来新增资本金压力。

5、非标资本占用更少，信贷更大

表内信贷在资本消耗上更多，而非标作为表外资产在资本消耗上更低，而且最新的《通知》和《理财新规》上，也给出了资本占用上的优惠。在银行股估值低于 1 倍，资本又紧张的情况下，非标扩容更可取。

6、社融增长确定性恢复

为了确保社融的稳定增长，之前我们认为：表内信贷扩容是唯一的方式。而今看来，非标扩容在即，未来表外的委托贷款信托贷款势必会增加，其是非标的主要载体。下半年，表内信贷扩容，非标融资也将扩容，社融增长将确定性恢复。

7、压制银行股估值的最后两根稻草

我们认为：非标和经济增长预期是压制银行股估值的最后两根稻草，非标属于倒数第二根稻草，而经济增长预期为最后一根稻草。非标扩容，消除融资方式不匹配矛盾，同时也降低了信用市场风险，非标对估值的约束消除，银行股估值修复。但是经济增长预期需要逐步改善，最后一根稻草尚未消除。从而银行股此波估值修复空间我们从 0.7 倍 PB 看到 0.9 倍 PB。

资管新规执行通知：《又一个“稳杠杆”政策，理顺资金供求渠道》

1. 公募产品可以投一部分非标

《通知》明确了公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票外，还可以适当投资非标，但应当符合“资管新规”关于非标投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管规定。据一名银行资管部高层表示，目前银行新的理财产品投资非标资产的，备案时必须明确为私募类型产品，公募产品即使期限匹配也不予通过备案。由于非标大幅受限，实体经济融资受影响严重，若能放开，将会增加社会融资渠道，带来流动性的改善。

2. 老产品可以投新资产

在“资管新规”的规定中，老产品可以继续投资老资产，但是对于老产品能否投资新资产没有明确。现在考虑到市场需要扩大融资渠道，《通知》明确允许老产品投资新资产，但这些新资产应当优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业的融资需求。过渡期两个月以来，符合监管规定的产品发行规模和增速不达预期，老产品投资新资产，同样将带来融资渠道的增加和流动性的改善。

3. 银行现金管理类产品和 6 个月以上定开产品实行摊余成本法估值

定期开放型理财产品为银行理财资金池类产品改造的主要出路，投资者自然会将其与资金池报价类产品比

较，定期开放申赎意味着产品需定期公布净值，若使用市值法，会造成投资者的申购成本和持有收益随市场波动而波动，一旦出现净值大幅波动，投资人大量赎回，同时由于定开产品是信用债重要投资主体，会带来信用债市场的抛售压力，导致债市动荡。因此，对于现金管理类产品和定开产品实行摊余成本法有利于其避免因投资人大量赎回带来的压力，增强银行该类产品的竞争力。

4. 为解决表外回表占用资本问题，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本；对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，MPA 将调整参数予以支持。

“资管新规”要求，资产回表不能在 2020 年前一次性回表，必须逐年分批次进行，而回表的资产需按风险权重计提资本，对银行的资本补充产生巨大压力，而当资本补充的速度无法跟上资产回表的速度，必将给银行贷款投放也带来一定程度的压力。因此，如何补充资本是表外回表过程中银行面临的问题之一，而此次执行通知将对银行补充资本的措施予以明确，即支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。

另外，从目前看，资产回表进程并不令人满意。表内信贷难以承接表外融资的局面仍在继续，大部分表外融资需求难以向表内转移，是拖累社融的主因。而且，按原来新规的规定，各家银行均有在过渡期内无法自然到期的产品，尤其是一些长期限股权类产品和投向特殊行业比如“两高一剩”领域的产品，这部分产品期限很长并且难以通过回表或者其他渠道化解，而《通知》对这部分产品的回表问题也做出了安排，对于过渡期结束后难以消化的存量非标，可以转回银行资产负债表内，人民银行在 MPA 考核时将合理调整有关参数予以支持。将减轻银行的回表压力和实体经济的融资压力。

理财新规：《非标回表压力骤减，理财规范稳步推进》

1、《办法》主要内容与法律定位

《办法》与“资管新规”保持充分衔接，其主要内容包括：

一是实行分类管理，区分公募和私募理财产品，同时根据投资性质不同还可以分为固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类和混合类理财产品，并以投资比例 80% 为界；二是规范产品运作，实行净值化管理；三是规范资金池操作，防范“影子银行”风险；四是去除通道，强化穿透管理；五是设定限额，控制集中度风险；六是控制杠杆，有效管控风险；八是加强理财投资合作机构管理；九是加强信息披露，更好保护投资者利益；十是实行产品集中登记，加强理财产品合规性管理。

关系定位上，《办法》作为资管新规的配套实施细则，主要使用银行尚未通过资管子公司开展理财业务的情形，即需同时满足资管新规（为主）和《办法》；而在《办法》正式文发布后，银保监会还会出台《商业银行理财子公司管理办法》，作为《办法》的配套制度，其监管规定将于其他同类金融机构总体保持一致。

2、与资管新规的相比，《办法》的新增点

一是下调了公募理财产品销售起点从 5 万元至 1 万元。该条既呼应了普惠金融的要义，也有助于吸收更多社会闲置资金，降低净值化对零售理财规模的影响。银保监会数据显示，2018 年 5 月银行非保本理财余额为 22.28 万亿，与 2017 年底的 22.17 万亿差不多，但 6 月末降至 21 万亿，环比下降 1.28 万亿。

二是明确现金管理类理财产品在过渡期内可以暂时采用货币基金估值方法核算。按照《货币市场基金监督管理办法》的规定，货基可以采用摊余成本法估值，因此现金管理类理财若采用摊余成本法估值有助于减少净

值波动，降低潜在的客户赎回风险。同时，考虑到货基在采用摊余成本法的同时，也要在与公允价值偏离度大的时候修正估值（大致在 0.5% 水平）。因此，即便过渡期结束后，也不会对现金管理类产品估值带来冲击性影响。

三是明确规定“过渡期结束后，对于因特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经报监管部门同意，商业银行可以采取适当安排，稳妥有序处理”。该条是资管新规精神不变下的最大放松之处。非标资产回表的难点在于对银行本金的消耗，当前银行体系本金并不充裕，在银行估值偏低的情况下，外源融资也存在难度。因此，该条规定有助于极大缓解此前市场担忧“非标无法回表下，银行会集中处置，从而引发系统性风险”的情形。

四是现行银行理财业务监管制度规定公募理财产品只能投资货币型和债券型基金，《办法》放开了相关限制，允许公募和私募理财产品投资各类公募证券投资基金；同时，与“资管新规”保持一致，理财产品投资公募证券投资基金可以不再穿透至底层资产。

五是针对银行理财具体业务，提出了更为细节的规范要求。如从产品流动性管理、交易管理、压力测试、开放式理财产品认购和赎回管理等多个方面提出加强银行理财业务流动性风险管控的具体要求；对银行理财投资合作机构提出了需“持牌”的底线要求（但债转股下设的私募股权投资基金除外）；加强了理财产品集中登记、发行销售、管理制度、信息披露等合规性要求。

3、总结

《办法》在非标期限匹配要求、净值化管理、非标投资余额占比上限、不得嵌套投资、集中度限制、杠杆监管、过渡期安排等重要方面与“资管新规”高度一致，仅是调整适用于银行理财。

从定位上，《办法》更多的针对过渡期内银行理财的规范以及过渡期后未成立理财子公司银行的资管业务的规范。对理财子公司的规范还需要等待《商业银行理财子公司管理办法》的落地出台。

《办法》重大的亮点在于为过渡期结束仍无法回表非标留有“后手”，届时不至于集中处置，这将有效缓解系统性风险爆发的可能性。

我们认为理财新规征求意见稿表明，监管部门充分考虑了规范资管行业的迫切性与降低系统性风险之间的关系处理，监管政策在边际上确实是有所放松，将有利于稳定市场情绪。

投资建议

我们对银行板块的观点是：底部确立，右侧机会，4 季度行情好于 3 季度，估值可以从 0.7 倍 PB 回升到 0.9 倍。

其一、估值触底。0.7 倍行业 PB 对应隐含的不良率为 14%，而行业的资本充足率为 13.64%，从而目前估值已反映市场对银行资产质量最为悲观预期。

其二、政策边际宽松。在面对外部中美贸易战不确定和国内信用市场过度紧张背景下，国内宏观货币政策和行业监管政策在适度边际上放松。下半年会继续降准至少两次，信贷也将扩容，预计信贷扩容的规模在 1-1.5 万亿左右；行业监管政策从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，最近关于央行借助 MLF 奖励银行增加信贷投放和增持

AAA 以下评级债券，到《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》的发布，都是在“稳杠杆”。稳杠杆将有助于消除信用紧缩风险，同时切断信用市场风险向银行信贷资产的迁移。

重点推荐：优质银行股、宁波、南京、平安、工行、上海。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2016 年“新财富最佳分析师”银行业第六名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。

研究助理

方才：毕业于南开大学，金融学博士。2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859