

行业评级:

银行 增持 (维持)  
银行 II 增持 (维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

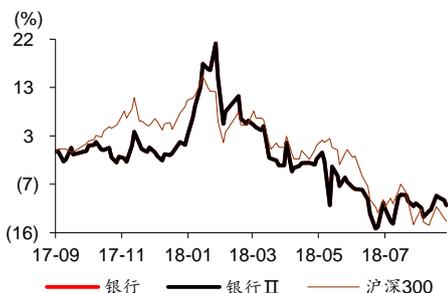
**郭其伟** 执业证书编号: S0570517110002  
研究员 0755-23952805  
guoqiwei@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《**银行: 半年报业绩靓丽, 未来看量价切换**》**2018.09**
- 2《**银行/非银行金融: 行业周报 (第三十五周)**》**2018.09**
- 3《**民生银行(600016, 增持): 规模增速加快, 息差改善明显**》**2018.08**

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 美国银行系资管机构如何投非标?

## 大资管新时代新发展之银行资管系列 (二)

### 公募产品可适当投资非标, 美国经验值得借鉴

2018年7月20日, 资管新规补充通知明确, 公募类资管产品可以适当投资非标资产, 非标资产再度广受关注。对“非标”的管理规定是资管新规的重要内容之一。通过对比美国与中国“非标”投资的差异, 我们认为向权益类发展是非标债权资产发展的重要方向, 培育机构投资者为解决长期资金来源的有效途径, 未来的非标投资将更关注主动管理能力。我们认为未来非标市场的参与者将更多样, 个股建议选择较早掌握专业管理能力、具有长期稳定资金来源的招商银行、光大银行、平安银行。

### 美国银行业深度涉足资管, 先进机制为非标投资奠基

美国具有全球最发达的资管市场, 银行系机构在美国资管行业中扮演着重要角色。2017年美国前十大资管机构中具有银行系背景的占4席。美国银行系资管机构主要配置权益、固定收益、现金类资产及另类投资四类资产。其中另类资产可视为广义“非标”, 而另类投资中的私募债权、债权类房地产及基础设施可与中国“非标”简单对应。美国银行系机构具有科学、灵活的薪酬激励机制, 人才稳定; 对风险实行矩阵式管理; 具有较强的投研能力, 且投研能力按类型可分为精细型及全能型, 这为其参与“非标”投资奠定了基础。

### 私募债权+房地产+基础设施可与中国非标债权直接对应

中国的银行理财资金配置于标准化资产的比例在70%左右, 广义非标准化资产的配置比例约30%左右, 显著高于美国的10%-15%。中国广义非标准化资产的主体为非标债权, 对应于美国另类投资中的“私募债权+房地产+基础设施”类资产。美国私募债权、房地产及基础设施投资在金融危机后快速发展。私募债权可分为直接借贷、夹层债、特殊机会债等, 其中私募债权以直接借贷为主。私募债权投资一般实行专项产品管理模式, 且以封闭式产品为主。资金主要来源于长期养老资金, 有专业机构管理, 资产投向以中小企业为主。由于流动性差, 信息披露少, 主动管理能力要求较高。

### “非标”未来有望重股权、吸纳长期资金及实行专业管理

与中国对比, 我们发现美国“非标”投资的主要特征有三点: 1) 收益率相近; 2) 发达的养老金体系可满足期限匹配要求, 不以资金池模式运营; 3) 交易结构简单, 不涉及嵌套; 4) 银行并不是唯一的主角。我们认为权益类资产是广义非标准化资产发展的主流方向。非标投资中长期资金来源是关键, 机构投资者将崛起。而未来对于管理人投研能力的要求更高。建议精选具有长期资金来源、专业管理能力的个股。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600036	招商银行	27.50	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	9.89	8.62	7.37	6.24
601818	光大银行	3.72	买入	0.60	0.65	0.71	0.78	6.20	5.72	5.24	4.77
000001	平安银行	9.97	买入	1.35	1.44	1.56	1.71	7.39	6.92	6.39	5.83

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

背景介绍：美国银行业深度涉足资管业，经验值得借鉴.....	4
另类投资：除股票债券现金外的其他资产，可视为广义非标.....	6
私募债权+房地产+基础设施：与中国非标债权可直接对应.....	8
基金类别：直接借贷占比约一半.....	9
基金募资：长期投资者市场发达.....	11
基金投向与管理：中小企业为主，专业机构管理.....	12
基金支持服务：银行扮演了重要角色.....	14
展望：“非标”未来将重股权、吸纳长期资金及实行专业管理.....	15
中美对比：收益率相近但美国“非标”投资专业程度更高.....	15
行业趋势及个股推荐：精选资金端及投资端禀赋优质个股.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1: 2017 年末美国前十大资产管理公司中, 银行系独占四席.....	4
图表 2: JPMAM 各类投资管理团队负责人的供职年限超过 10 年.....	4
图表 3: 纽约梅隆银行针对各类别风险的经济资本分配比例不同.....	5
图表 4: 贝莱德的阿拉丁系统具有较全面的功能体系.....	5
图表 5: 另类资产类别: 主要可分为 7 类.....	6
图表 6: 2017 年末美国银行系资管机构另类投资占比: 摩根大通达 33%.....	6
图表 7: 2016 年末美国银行业资管配置另类资产的比例: 私募债权仅占 18%.....	7
图表 8: 2017 年末中国银行业理财资金资产配置: 标准化资产约占 70%.....	7
图表 9: 中美非标债权资产对比: 中国非标债权可对应于私募债权+房地产 (债权类) + 基础设施 (债权类).....	8
图表 10: 可交易证券与不可交易证券的特征差异.....	8
图表 11: 2007-2017H1 全球私募债权、房地产、基建基金 AUM 规模: 实现翻倍.....	9
图表 12: 2018 年 Q2 末全球处于募资状态的私募债权基金: 直接借贷基金占比约一半.....	9
图表 13: 2006-2017Q3 全球直接借贷 AUM 变动: 期间规模扩大 18 倍.....	10
图表 14: 私募债权基金多为封闭式产品, 且收益率较高.....	10
图表 15: 2005-2015 年各类 Private Debt 风险收益情况: 风险偏好有差异.....	11
图表 16: 截至 2018 年 Q2 末, 全球房地产投资策略基金募资额占比: 债权基金占 24.5% .....	11
图表 17: 2018 年 Q2 末前 100 大全球 Private Debt 投资者机构类型: 养老基金及保险 公司共 66 个.....	12
图表 18: 2018 年 Q1 末全球配置私募信贷资产的前五大投资者.....	12
图表 19: 2016 年末全球私募债权基金投向分布: 中小型企业占比达 34%.....	13
图表 20: 美国十大 Private Debt 基金管理机构: 银行系占一席.....	13
图表 21: 贝莱德另类投资单位管理资产创造营收比率显著高于其他类别资产.....	14
图表 22: 2000-2018H1 全球 Private Debt 基金托管者排名: 规模大的基金银行优势显著 .....	14
图表 23: 2005-2015 年全球私募债权、债权类房地产、基础设施投资收益率: 均在 10% 左右.....	15
图表 24: 截至 2017 年 7 月全球私募债权基金设立持续时间: 56% 已达一年以上.....	16
图表 25: 中央在多个重要文件中表示对股权融资的支持.....	16
图表 26: 2017 年末银行理财产品资金近 67% 来源于个人.....	17
图表 27: 2017 年末银行理财产品 98% 期限小于 1 年.....	17

## 背景介绍：美国银行业深度涉足资管业，经验值得借鉴

2018年7月20日，资管新规补充通知明确，公募类资管产品可以适当投资非标资产，非标资产再度广受关注。回顾银行理财行业的监管历程，非标债权一直是投资运作管理中绕不开的话题。本文从发达市场的经验出发，通过讨论美国银行业参与“非标投资”的方式，以期为中国非标投资下一步发展提供经验。

美国具有全球最发达的资管市场，银行系机构的参与度很高。据 Tower Watson 统计，2016年全球前500名资管机构中美国市场管理资产规模占比达到53.47%。其中银行系机构在美国资管行业中扮演着重要角色。2017年美国前十大资管机构中具有银行系背景的占4席，分别是贝莱德、道富、JP 摩根资产管理、纽约梅隆资产管理。

图表1：2017年末美国前十大资产管理公司中，银行系独占四席

排名	公司名称	母公司性质	资产管理规模 (十亿美元)
1	BlackRock	银行系	6288
2	Vanguard Group	基金系	4900
3	State Street Global Advisors (SSGA)	银行系	2800
4	Fidelity Investments	基金系	2449
5	J.P. Morgan Asset Management (JPMAM)	银行系	2034
6	BNY Mellon Asset Management	银行系	1893
7	Capital Group	基金系	1778
8	Morgan Stanley	投行系	1760
9	PIMCO	基金系	1610
10	Prudential Financial	保险系	1394

资料来源：Relbanks, Bloomberg, 华泰证券研究所

美国银行系资管机构的投资标的中的“另类资产”为我们的重点研究对象。美国银行系资管机构 AUM 的主要配置领域有权益 (Equity)、固定收益 (Fixed Income)、现金类资产 (Liquid Assets) 及另类投资 (Alternative Assets)。另类资产可看作美国的广义“非标”，而另类资产细分的私募债权 (Private Debt)、房地产 (RE)、基础设施 (Infrastructure) 可看作美国的狭义“非标”。美国银行业机构具有先进的人才管理、风险管理体系及较强的专业投研能力，为其“非标”投资奠定了基础。

资管机构人才架构稳定，受益于科学、灵活的薪酬激励机制。资管机构可独立于银行自行制定薪酬激励计划吸引人才，由母公司薪酬与管理发展委员会会对薪酬福利计划进行审查与监督。美国大多数银行系资管机构的薪酬体系强调固定薪酬与激励薪酬相结合，其中激励薪酬可分为前期奖与递延奖，递延奖的期限通常为2~3年，通过递延奖金、限制性股票计划等方式与员工建立长期、可持续的绩效关系，成为吸引和稳定人才的重要抓手。以摩根大通资产管理 (JPMAM) 为例，其主要投资团队负责人的任职年限均超过10年。

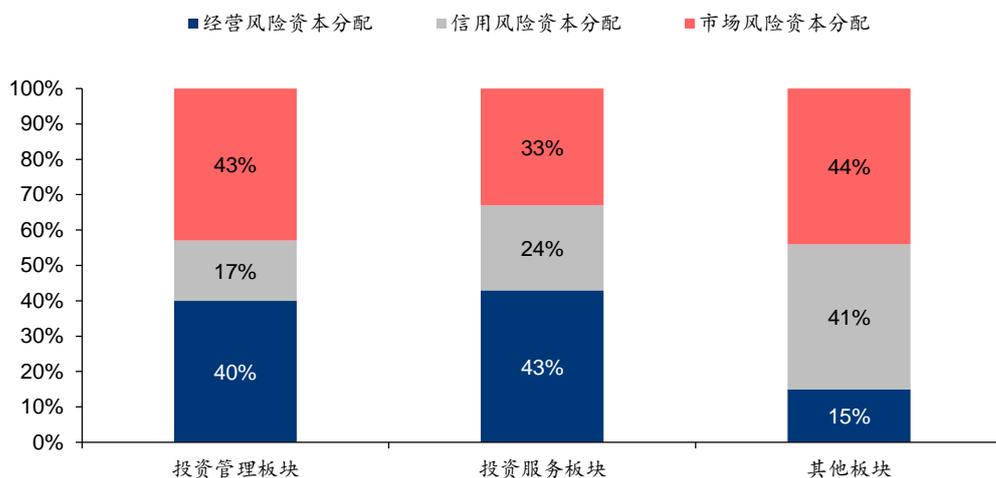
图表2：JPMAM 各类投资管理团队负责人的供职年限超过10年

投资管理人才	任职经验	任职年限
John Anderson	现任另类投资管理总裁，在贝莱德、保诚保险有过任职	14年
Kevin Faxon	房地产美洲区负责人，负责管理超过400亿美元的客户资产	29年
Paul Ryan	现任基础设施投资首席执行官、投资组合管理经理	15年
George Iwanicki	新兴市场及亚太地区宏观策略分析师	26年
Clare Hart	现任价值股权投资组合经理	19年
Lynn Avitabile	客户组合经理、提供多元化解决方案	33年
Daniel Oldroyd	Target Date Strategies 负责人	18年
Ted Ufferfilge	全球流动性资产管理负责人	17年

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

资管机构的风控部门针对投资管理业务实行矩阵式管理。首先，银行母公司风险管理委员会建立了按业务条线的风控结构，针对不同的业务板块提供大类的风控意见，包括风险分类、风险权重的划分等，如纽约梅隆银行将业务分为投资管理、投资服务以及其他板块，针对不同类别的风险进行经济资本的分配。资管子公司的风控部门将各类风险管理工作下沉到不同的基金产品中，有专门的风险管理人员与投资组合管理团队互动，在实施之前对每笔交易进行分析，根据投资性质和业绩更新频率定制风险管理办法，包括设定风险预算、衡量利用率和组合压力测试。

图表3： 纽约梅隆银行针对各类别风险的经济资本分配比例不同



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

美国资管机构具有较强的投研能力，且投研能力按类型可分为精细型及全能型。以纽约梅隆资产管理与贝莱德为例，两家资管机构投研能力的发展策略不同，纽约梅隆资管针对每个细分业务板块有专业的资管子公司自建模型、开发数字处理系统。贝莱德的投研优势在于其开发的阿拉丁系统复杂的风险分析与全面的投资组合管理、交易和运营工具结合在一个平台上，依托贝莱德强大的数据搜集和计算分析能力进行不同场景的压力测试，奉行“一个系统、一个数据库、一个过程”的宗旨。

图表4： 贝莱德的阿拉丁系统具有较全面的功能体系

功能	具体情况
风险管理	每天监测 2000 多个风险因素，每周执行 5000 次投资组合压力测试和 1.8 亿次期权调整计算，了解各类投资组合的风险敞口。
组合管理	将复杂的风险分析和绩效归因与项目组合管理，交易和合规工具相结合。
交易管理	有效管理订单，在关键领域支持强大的多组合功能，包括合并，拆分和交叉订单。
运营管理	所有的运营流程都在同一平台上运行，监督不同业务功能的日内活动。
合规管理	确保订单在交易周期的每个阶段都符合要求，管理解决方案工作流程。
技术管理	简化供应商流程，无缝为客户提供增强功能，无需升级。

资料来源：Blackrock 官网，华泰证券研究所

## 另类投资：除股票债券现金外的其他资产，可视为广义非标

另类资产主要可分为 7 类，增加了资管机构的资产配置灵活度。另类资产包括对冲基金 (HF)、私募股权基金 (PE)、房地产 (RE)、商品 (Commodities)、基础设施 (Infrastructure)、自然资源 (Natural Resources) 及私募债权 (Private Debt, 又称非流动信贷/ Illiquid Credit) 等。另类投资具有收益较高、流动性较差的特点，提高了资管产品的多样性，也增加了资管机构投资的灵活性。

图表5： 另类资产类别：主要可分为 7 类



资料来源：Preqin，华泰证券研究所

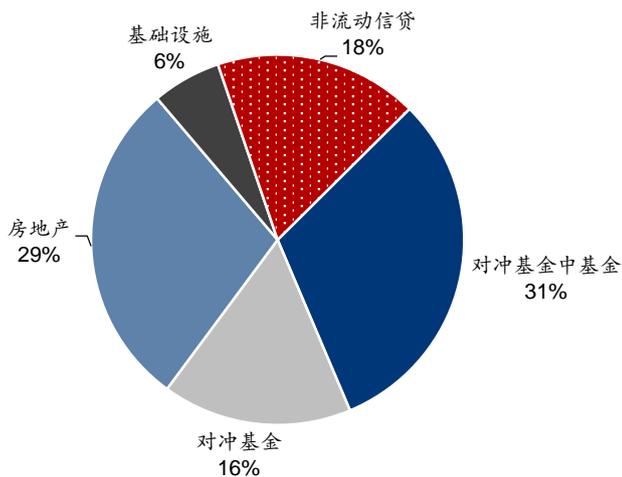
中国的银行理财资金配置于标准化资产的比例在 70%左右，广义非标准化资产的配置比例约 30%左右显著高于美国。根据美国各银行 2017 年报的数据，管理资产配置于另类资产的比例一般在 10-15%之间（摩根大通除外，达 33%）。据 Tower Watson 的数据，2016 年末 25 大银行资产配置比例最高的是对冲基金 FOF，其次为房地产，私募债权仅占 18%。据中国理财网《中国银行业理财市场年度报告（2017）》的数据，2017 年末中国的银行理财资产投资于债券、银行存款、拆放同业及买入返售的比例为 67.56%，加上银行通过委外等方式投向二级市场股票的部分（占比 9.47%的权益类资产中的标准化资产），理财资金标准化资产配置的比例在 70%左右。30%的广义非标资产中，16.22%为非标债权，银行业理财登记托管中心定义的“另类资产”+“商品类资产”不足 1%。

图表6： 2017 年末美国银行系资管机构另类投资占比：摩根大通达 33%

资管机构	另类投资及组合产品余额 (亿美元)	AUM (亿美元)	另类投资余额占比
摩根大通	6730	20,340	33%
贝莱德	6095	58367	10%
道富银行	2930	27820	11%
纽约梅隆银行	2140	18,930	11%
北方信托银行	1677	11,610	14%

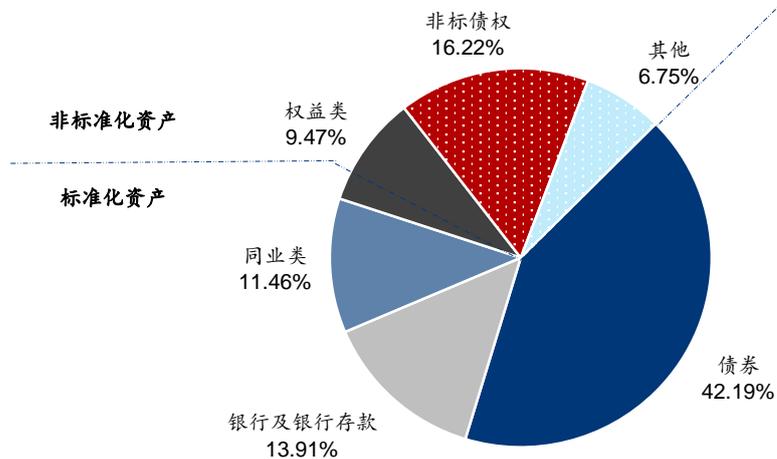
资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

**图表7： 2016年末美国银行业资管配置另类资产的比例：私募债权仅占18%**



资料来源：Tower Watson, 华泰证券研究所

**图表8： 2017年末中国银行业理财资金资产配置：标准化资产约占70%**



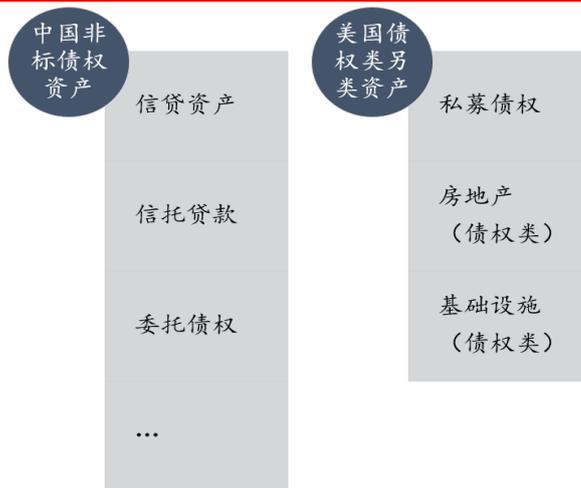
资料来源：中国理财网, 华泰证券研究所

## 私募债权+房地产+基础设施：与中国非标债权可直接对应

中国的非标债权资产可对应于美国另类投资中的“私募债权+房地产+基础设施”类资产。根据2013年8号文的定义，非标资产指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。2018年的资管新规对非标进行了重定义，不满足标准化债权资产5个条件的均视为非标债权资产。其中重要的区分因素是交易场所——在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。

而美国的标准化债权资产、非标准化债权资产的区分重点是流动性。美国债权市场存在可交易证券（Marketable Securities）和不可交易证券（Non-Marketable Securities）两种，划分的依据是是否可份额化转让交易、有一定流动性。流动性强弱的区更能反映非标的本质，也具有更强的弹性，“非标”和“标”之间可以互相转换。私募债权（Private Debt）是重要的一类不可交易证券，与中国“非标债权”相似。考虑到中国非标的重要底层资产为房地产和基础设施，我们将中国非标债权对应于美国的私募债权+房地产（债权类）+基础设施（债权类）。

图表9：中美非标债权资产对比：中国非标债权可对应于私募债权+房地产（债权类）+基础设施（债权类）



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

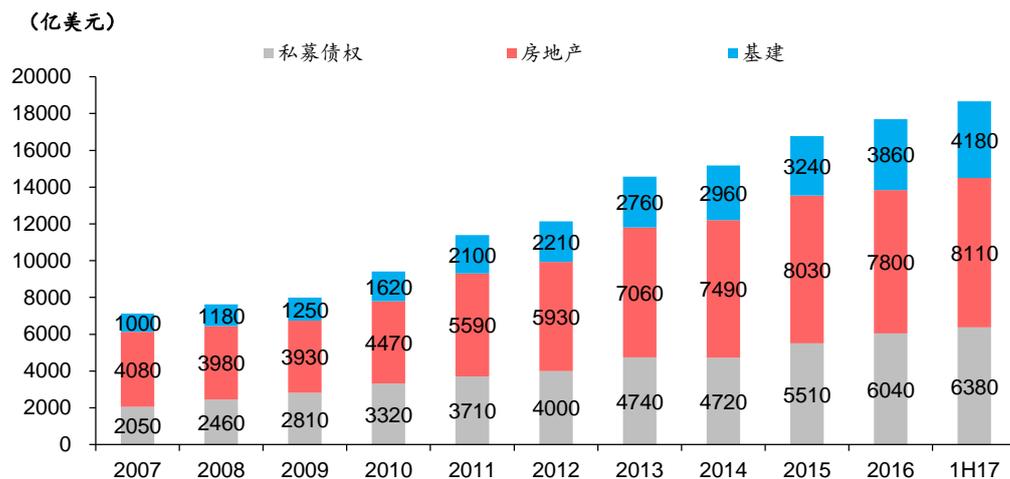
图表10：可交易证券与不可交易证券的特征差异

名称	流动性	价值	持有目的	收益来源	市场风险
可交易证券	有	市场价值、内在价值	到期兑付；交易	面值-购买价格；或 出售价格-购买价格	大
不可交易证券	无	仅内在价值	到期兑付	面值-购买价格	小

资料来源：华泰证券研究所

私募债权、房地产及基础设施投资在全球金融危机后迎来快速发展。中国非标投资崛起于2008年金融危机后，“四万亿”经济刺激政策后诞生了大量的基建类项目，而银行资本监管收紧，表内信贷供应不足。此外，资产质量问题的暴露也促使银行减少表内放贷。美国“非标”诞生已有较长时间，在危机后迎来快速发展。危机后沃尔克法则和巴塞尔协议III等法规提高了银行和银行控股公司的资本金水平和其他审慎标准，商业银行被迫收缩信贷投放，大量原可依赖银行融资维持正常经营的企业不得不转向其他融资渠道。一些资管机构成立了债务基金，后逐步发展为成熟的私募债权基金、房地产基金、基础设施基金。据Preqin的数据，截至2017年上半年，全球私募债权/房地产/基建基金AUM分别为2007年末的3.11倍、1.99倍、4.18倍。

**图表11： 2007-2017H1 全球私募债权、房地产、基建基金 AUM 规模：实现翻倍**

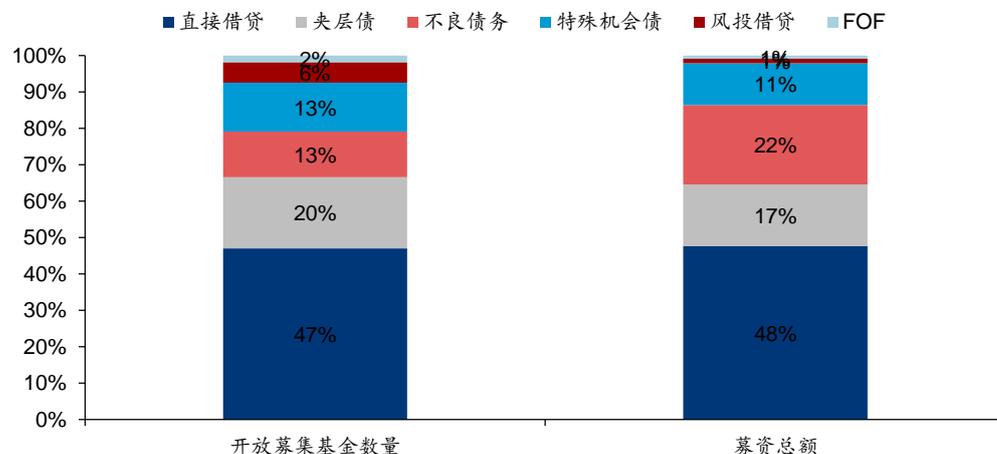


资料来源：Preqin, 华泰证券研究所

**基金类别：直接借贷占比约一半**

私募债权具有多样性，其中直接借贷的规模约占一半。除直接借贷 (Direct Lending) 外，私募债权根据借贷主体的不同还可分为不良债务 (Distressed Debt)、夹层债 (Mezzanine)、特殊机会债 (Special Situations)、风投借贷 (Venture Debt) 和基金中基金 (Private Debt FoF) 等。据 Preqin 的数据，2018 年 Q2 末全球市场共有 389 只私募债权基金处于募资状态，募资金额 1800 亿美元，其中直接借贷基金募资金额占 48%，不良债务占 22%。2017 年 Q3 末，全球直接借贷基金的 AUM 规模达 1809 亿美元，而 2006 年末仅 101 亿美元。

**图表12： 2018 年 Q2 末全球处于募资状态的私募债权基金：直接借贷基金占比约一半**



资料来源：Preqin, 华泰证券研究所

**图表13： 2006-2017Q3 全球直接借贷 AUM 变动：期间规模扩大 18 倍**



资料来源：Preqin, 华泰证券研究所

私募债权的投资一般会设立专项产品，且一般是封闭式产品。各类专项基金对接相应的私募信贷底层资产，强调投资运作的合理分工。私募债权类基金多为封闭式，根据全球另类投资管理协会 (Alternative Investment Management Association) 发布的《Financing the Economy 2017》，配置信贷资产的基金中有 70% 是封闭式基金。基金期限集中于 5~10 年，包括 3~5 年的筹资期，2~5 年的投资回报期。由于底层资产的流动性较差，会附加 2%~3% 的非流动性溢价，年化报酬率约为 10%~15%，而高收益债券 (High-Yield Bond) 的收益率仅为 5% 左右。

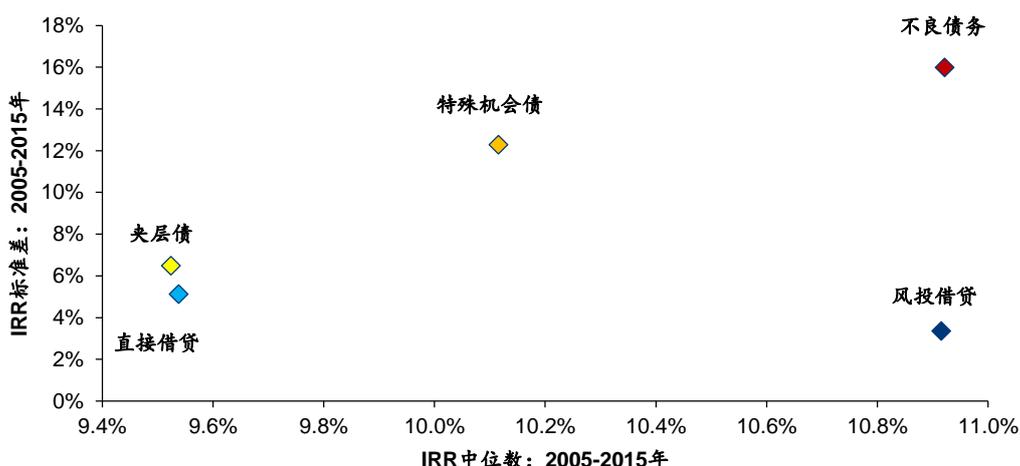
**图表14： 私募债权基金多为封闭式产品，且收益率较高**

基金项目	高级贷款 (直接借贷) 基金 (Senior Loan Fund)	夹层债基金 (Mezzanine Funds)	不良债务基金 (Distressed Debt Funds)	特殊机会债基金 (Special Situation Funds)
细分类别	优先债、次级债、Unitranche Investment	次级资本 (混合次级债、优先股、非担保债等资产)	不良资产证券化产品	私下谈判交易、二级市场投资
基金类别	封闭式基金	封闭式基金	封闭式基金或开放式基金	封闭式基金
回报形式	票面利息 (浮动利率)	票面利息 (浮动利率)	债务价格提升, 利息支付或债务重组后的价值恢复	通过主动服务提高现金流
IRR	6%~10% (非杠杆) 11%~15% (杠杆类)	13%~17%	>15%	7%~20%
投资期限 (年)	2~3	4~5	2~3	2~4
基金期限 (年)	5~8	8~10	6~10	5~8
应用	主要投资中小企业, 通常和私募股权投资机构合作	重要应用于中小企业的收购、资本重组	投资于陷入不良困境的大中型企业	因财务压力或事件驱动导致定价或流动性混乱的中小企业

资料来源：Cambridge Associates LLC, Insitute for Private Capital, 华泰证券研究所

不同类别的私募债权基金具有不同的风险偏好。直接借贷、夹层债的特征为低风险、低收益。而特殊机会债收益、收益波动均较直接借贷、夹层债高。不良债务投资一般面临较大的违约风险，因此收益波动性最大，但也保证了收益在所有私募债权品种中最高。2005-2015 年，不良债务内部收益率中位数为 10.9%，标准差为 16.0%。风投借贷的特征为高收益、低波动，与其他类别私募债权的风险收益匹配有所不同。风投借贷主要借贷对象为初创公司或成长性公司，在借贷的同时一般会附加认股权证以弥补风险，因此在实现高收益的同时保证了低波动。

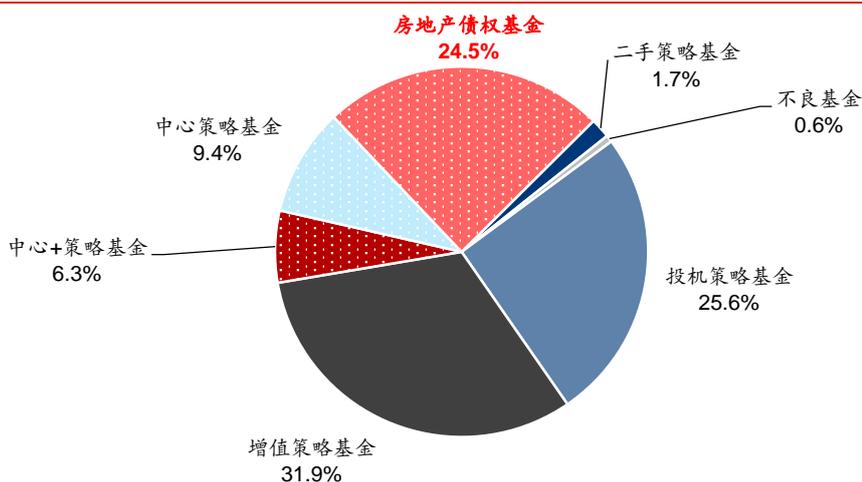
图表15: 2005-2015年各类 Private Debt 风险收益情况: 风险偏好有差异



资料来源: Preqin, 华泰证券研究所

房地产基金、基础设施投资基金中债权类基金占比较低。房地产投资策略基金根据策略不同可分为中心策略 (Core) 基金、中心+策略 (Core Plus) 基金、增值策略 (Value Added) 基金、投机策略 (Opportunistic) 基金、二手策略 (Secondary) 基金、债务基金 (Debt) 等。中心策略、中心+策略、增值策略、投机策略均为权益投资策略, 区别在于风险偏好的不同, 四者一般的加的杠杆率为 0、20%-30%、40%-60%、60%以上, 分别对应 6%-8% 左右, 8%-10%左右、8%-14%、18-20%或更高的收益率。债务型基金占比较低。截至 2018 年 Q2 末, 市场上的封闭式房地产基金债务类基金数量、募资总额占比分别为 18.8%、24.5%。基础设施基金也具有股权类占比高、债权类占比低的特点。截至 2018 年 8 月 20 日, 市场最大的 10 只基础设施基金中, 仅有一只债权类基金——Westbourne 基础设施债权机会基金 II。

图表16: 截至 2018 年 Q2 末, 全球房地产投资策略基金募资额占比: 债权基金占 24.5%



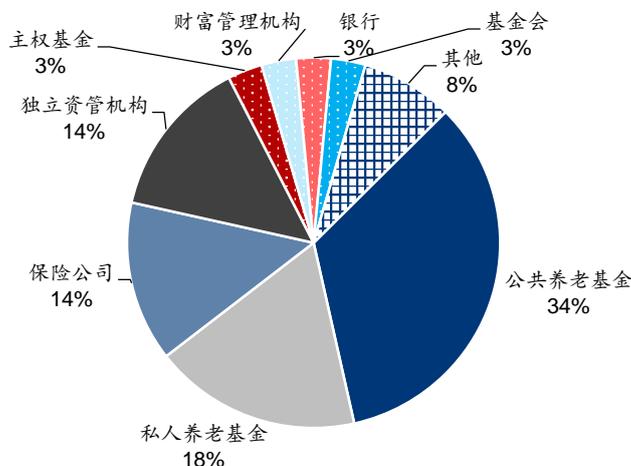
资料来源: Preqin, 华泰证券研究所

### 基金募资: 长期投资者市场发达

私募债权的资金来源主要是养老基金、保险资金等长期资金提供者, 以保证期限匹配。由于监管限制, 美国商业银行作为出资人参与有限。据 Preqin 的数据, 截至 2018 年 Q2 末, 前 100 大私募债权基金的投资者中共 41 家美国机构。由于私募债权一般期限较长且流动性较差, 可实现期限匹配条件的长期资金成为主要资金来源。前 100 大投资者中, 公共养老基金 (Public Pension Fund)、私人养老基金 (Private Sector Pension Fund) 及保险公司共计 66 个。而银行仅 3 家, 分别为非洲发展银行、洪都拉斯经济一体化银行及意大

利 Banca Generali 银行，均不是美国的银行。前 100 大出资人有 41 家美国机构而前 100 大管理者中有 68 家美国机构，且美国的银行也非主要出资人，表明美国资管机构主要扮演的角色为管理者，而管理的资金可能来源于全球各地。

**图表17： 2018 年 Q2 末前 100 大全球 Private Debt 投资者机构类型：养老基金及保险公司共 66 个**



资料来源：Preqin，华泰证券研究所

**图表18： 2018 年 Q1 末全球配置私募信贷资产的前五大投资者**

投资者	类型	配置规模 (亿美元)
TIAA	私募养老金基金	263
Netherlands Development Finance Company	政府代理人	74
Liberty Group	保险公司	58
Arizona State Retirement System	公募养老金基金	53
California Public Employees' Retirement System	公募养老金基金	50

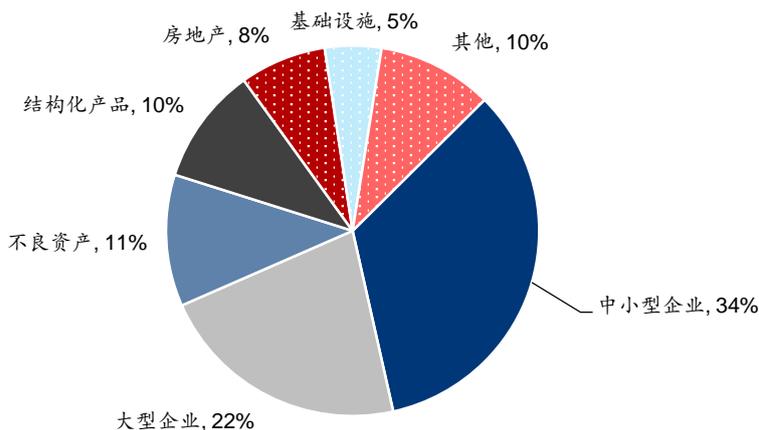
资料来源：Preqin，华泰证券研究所

美国商业银行自有资产和管理资产 (AUM) 均可出资投向私募债权，其中 AUM 投资无需计算表内风险权重。根据美国货币监理署 (OCC) 的规定，银行表内证券投资需计提风险资本，风险权重根据证券评级、投资分散度、债券优先级可从 7% 到 650% 不等。OCC 同时规定私募债权不属于投资型证券 (Investment Security)，商业银行应按对公贷款进行管理，计提对应的风险资本。但对于银行系资管机构管理的客户资产 (AUM)，则无按照贷款发放流程的风险资本计提规定，资本占用较低。欧洲的监管政策与之类似，以德意志银行为例，2017 年资产管理分部风险加权资产仅占总风险加权资产的 2.45%，而创造营收却占总营收的 7.72%，税前利润则占 58.68%。

### 基金投向与管理：中小企业为主，专业机构管理

私募债权基金的投资端强调资产配置的分散，融资方以中小企业为主。私募债权基金采取项目及行业的多元配置，以降低集中度风险。如纽约梅隆银行资产管理发行的私募债权基金 Alcentra European Floating Rate Income Fund 要求全部的投资组合要包含 60 个投资项目、涉及不少于 15 个行业，每个投资项目的净资产占比不超过 5%，每个行业的净资产占比不超过 20%。据全球另类投资管理协会的数据，2016 年末，全球私募债权基金的融资方主要有中小型企业、大型企业、房地产、基础设施等，其中中小型企业占比最高，为 34%。

**图表19： 2016年末全球私募债权基金投向分布：中小型企业占比达34%**



资料来源：全球另类投资管理协会，华泰证券研究所

私募债权基金、房地产和基础设施基金的管理者主要是专业资产管理公司，银行系机构以摩根大通为先。私募债权基金管理人大部分来自美国，全球前100大私募债权基金管理公司有68个位于美国，前15大中有14个位于美国。橡树投资、高盛商业银行部（Goldman Sachs Merchant Banking Division）和GSO（GSO Capital Partners，隶属于Blackstone）名列前三，2009年至2018年H1，三者的募资额分别为515亿美元、374亿美元、333亿美元。银行系资管公司在私募债权基金管理者中的扮演了一定角色，前10大管理机构中有摩根大通子公司HPS Investment Partners为银行系公司。房地产和基础设施基金较大的管理人黑石、Brookfield、喜达屋基本集团、KKR等，银行的参与度较低。

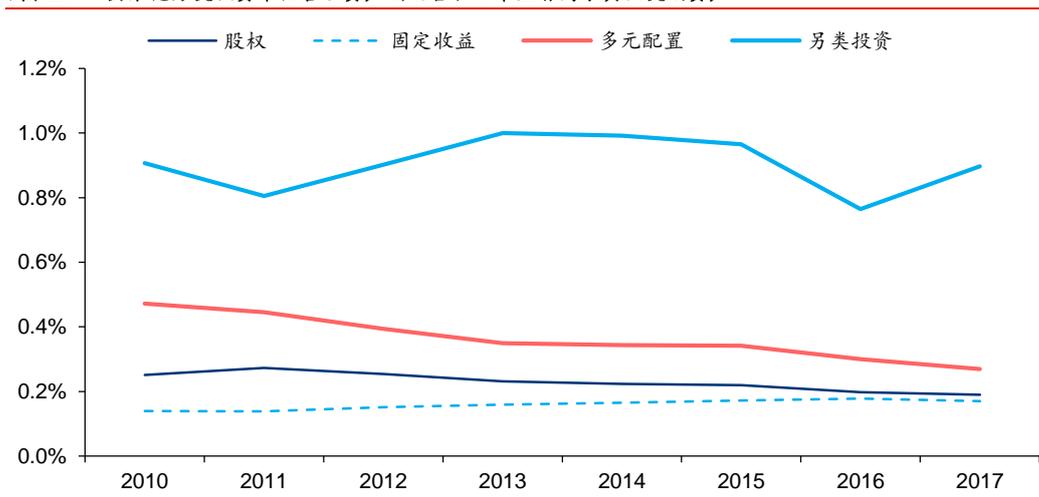
**图表20： 美国十大 Private Debt 基金管理机构：银行系占一席**

排名	名称	母公司	类型	2009-2018H1 总募资额 (亿美元)	2018年半年末可投流动性资金 (亿美元)
1	橡树资本	橡树集团	独立资管机构	515	129
2	高盛商业银行部	高盛	投行系	374	31
3	GSO 资本	黑石	独立资管机构	333	132
4	Ares 管理		独立资管机构	234	114
5	<b>HPS 投资</b>	<b>摩根大通</b>	<b>银行系</b>	<b>206</b>	<b>83</b>
6	阿波罗投资管理		独立资管机构	192	51
7	中桥资本		独立资管机构	189	55
8	Fortress 投资	软银集团	金融集团	164	32
9	Avenue 资本	摩根史丹利	投行系	155	10
10	贝恩资本	贝恩咨询	咨询系	141	28

资料来源：Preqin，华泰证券研究所

私募债权资产流动性、信息披露程度较低，对于主动管理能力的要求更高。目前大型资管机构的私募债权投资团队按照行业进行划分，如KKR、JP 摩根资管等。投资经理行业专业能力突出，主动管理能力强，可参与复杂的融资方案，并可在项目结束后通过再投资继续参与标的公司的运营。较高的管理水平带来的是管理费率的提升，以贝莱德为例，用（分项营收/ 分项资产 AUM 年初末平均值）表示单位管理资产创造营收比率，2017年，另类投资的比率为0.85%，显著高于股权（0.19%）、固定收益（0.17%）及多元配置（0.27%）。

**图表21： 贝莱德另类投资单位管理资产创造营收比率显著高于其他类别资产**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 基金支持服务：银行扮演了重要角色

美国的银行也在为私募债权基金提供托管服务 (Fund Administration) 方面扮演了重要角色。美国的基金管理人一般会将部分基金管理工作给予银行等机构。这些机构行使的职能与中国的托管服务相似，包括计算净值、提供定期报告、准备 SEC 文件、支付基金费用及监控基金清算等。2000-2018H1 期间，道富银行、摩根大通、U.S. Bancorp、北方信托银行名列前十大私募债权基金托管银行行列。而道富银行、纽约梅隆银行、北方信托银行则是前十大房地产基金托管银行之一。基金规模越大，管理人越倾向于选择银行作为托管机构。若基金规模在 15 亿美元以上，道富银行、摩根大通、西北信托银行的托管服务排名则上升至第 1 名、第 3 名、第 4 名。

**图表22： 2000-2018H1 全球 Private Debt 基金托管者排名：规模大的基金银行优势显著**

排名	Private Debt 基金托管者	规模 15 亿美元以上基金托管者
1	SS&C GlobeOp	道富银行
2	道富银行	SS&C GlobeOp
3	SEI 投资	摩根大通基金服务
4	Citco 基金服务	北方信托基金托管
5	摩根大通基金服务	SEI 投资
6	合众银行基金服务	Citco 基金服务
7	北方信托基金托管	Gen II 基金服务
8	PEF 服务	Aztec 集团
9	Gen II 基金服务	Estera
10	Sanne 集团	Alter Domus

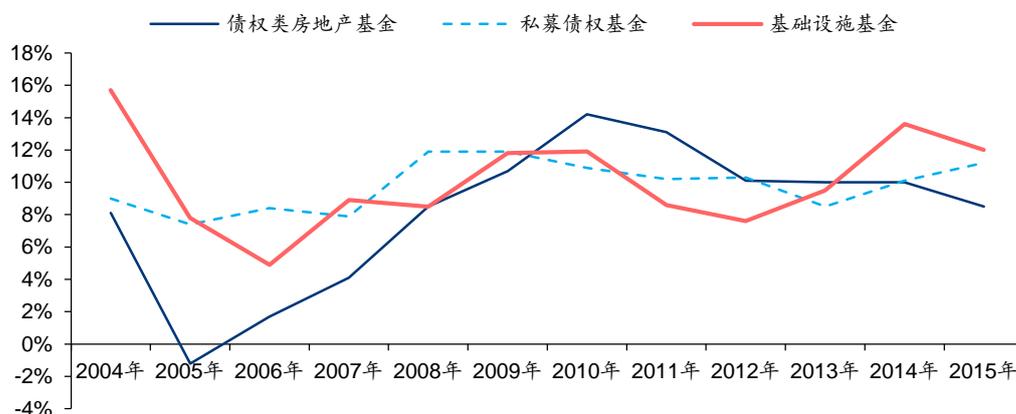
资料来源：Preqin，华泰证券研究所

## 展望：“非标”未来将重股权、吸纳长期资金及实行专业管理

### 中美对比：收益率相近但美国“非标”投资专业程度更高

与中国相比，美国商业银行投资“非标”的主要特征有四点。首先，两者的收益率相近。2005-2015年，全球私募债权投资的平均收益率为9%-11%，债权类房地产基金、基础设施基金收益率约为10%左右，与中国10-12%的“非标”收益率相近。但与中国“非标”主要投向能接受较高融资成本的房地产企业和地方政府融资平台不同，美国“非标”的种类更多，风险偏好差异性更大，投资标记甚至可涉及不良债务，相当于中国金融资产投资公司的职能。而美国房地产和基础设施的融资来源多样，债权融资占比低，也并不依赖于银行系统，这得益于美国多层次的资本市场及专业化、多样化的投资机构。

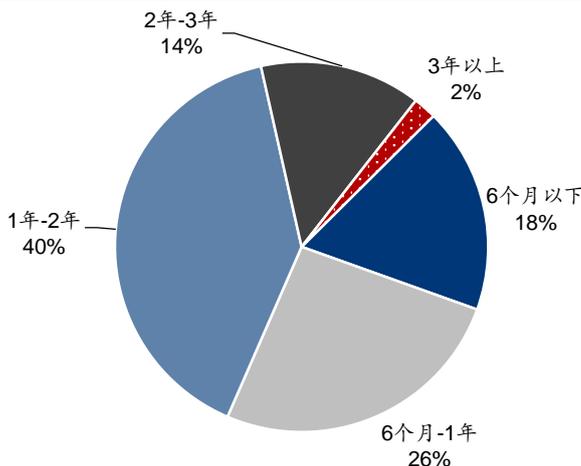
图表23：2005-2015年全球私募债权、债权类房地产、基础设施投资收益率：均在10%左右



资料来源：Preqin，华泰证券研究所

其次，与过去中国“非标”投资以资金池模式运营不同，美国“非标”投资均会设立专项基金产品。较长的期限对应较高的风险补偿，美国资管产品是完全的代客理财产品，取得的收益的会完全给予投资者。同时资管产品层次化，收益率可高可低，投机性房地产基金收益率甚至可高达20%。较高的收益率及解决了期限较长的募资难题。此外，中美投资“非标”的资金来源存在差异，中国主要以个人短期资金投资期限较长的非标项目，银行等管理机构可从中赚取期限利差。而美国投资“非标”主要依靠养老金、保险资金等长期机构资金，实现了期限匹配。美国的养老金体系发达，1974年即制定了雇员退休收入保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974），雇主、保险公司、工会、政府或其他机构均可设立退休计划，养老金可分为公共养老金和私人养老金。发达的养老体系为长期资金来源提供了保障。

**图表24：截至2017年7月全球私募债基金设立持续时间：56%已达一年以上**



资料来源：Preqin，华泰证券研究所

**第三，美国私募债投资交易结构简单，基本不涉及产品嵌套。**从交易结构来看，美国的私募债资产通常不含有“资管计划”或“类资产证券化”的交易结构，交易方通常只包括投资方金融机构和发行方企业。而我国的非标准化债权融资，通常含有“资管计划”、“信托计划”作为交易载体，交易过程涉及多个金融机构，包括出资人、资管计划管理人及服务机构等。美国简单的交易结构有利于降低融资成本，更能满足服务实体经济的要求。

**第四，与中国“非标”主要由银行资管投资不同，美国“非标”市场银行并不是唯一的主角。**截至2017年末，中国银行业理财投资非标的规模约为4.79万亿元，考虑银登中心等“非非标”资产，实际非标债权类资产规模可能更大。中国的银行具有绝对的资金优势，因此在“非标”投资中扮演中主要角色。而美国具有多层次资本市场，非银金融体系发达，且专业投资者市场发达，因此参与“非标”投资的并不局限于银行，且银行并不占据主导地位。相比之下，银行在托管服务方面扮演了核心角色。

**行业趋势及个股推荐：精选资金端及投资端禀赋优质个股**

权益类资产是广义非标准化资产发展的主流方向。与债权类非标资产相比，股权类非标准化资产是国际主流。从全球另类投资市场结构来看，对冲基金、私募股权等权益类非标准化资产占比显著高于私募债权类资产。在房地产投资基金中，核心、核心+等权益类策略基金的占比也显著高于债权类基金。但目前中国的银行理财除固定收益证券、同业类资产、现金类资产外的投资标的主要为非标债权。2017年的关于深化经济体制改革重点工作意见的通知、全国金融工作会议、2018年的政府工作报告均提出大力发展股权融资，除二级市场股票外，权益类非标资产投资也值得关注。

**图表25：中央在多个重要文件中表示对股权融资的支持**

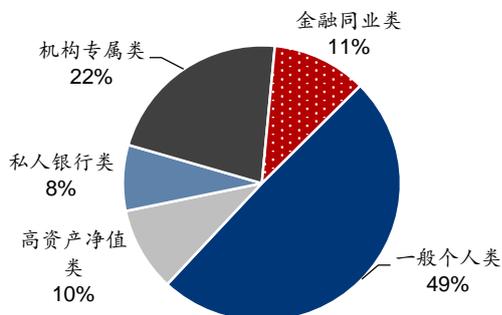
时间	重要文件	支持发展股权融资的表述
2017.4.18	关于2017年深化经济体制改革重点工作意见的通知	把降低企业杠杆率作为重中之重，促进企业盘活存量资产，推进资产证券化，支持市场化法治化债转股，发展多层次资本市场， <b>加大股权融资力度</b> ，强化企业特别是国有企业财务杠杆约束。
2017.7.15	全国金融工作会议文件	要增强资本市场服务实体经济功能， <b>积极有序发展股权融资</b> ，提高直接融资比重。
2018.3.5	政府工作报告	管好货币供给总闸门，保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定， <b>提高直接融资特别是股权融资比重</b> 。

资料来源：国务院，华泰证券研究所

资管新规规定了产品资产期限匹配，长期资金来源是关键，机构投资者将崛起。美国另类资产的资金来源主要为机构投资者，特别是养老金资金和保险资金等长期稳定资金。而反观中国的银行理财业，通过面向个人投资者的短期产品募集资金仍是主流。2017年末，个人类理财产品余额占67%，期限在1年以下的产品余额占98%。投资者期限偏好短、

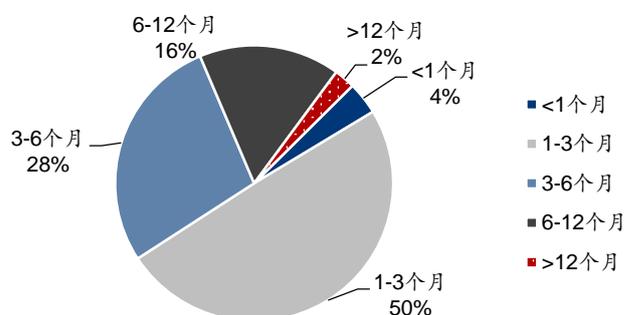
非标项目期限长的特征决定了期限错配成为常态，暗藏流动性风险。解决期限错配问题的主要途径有二：一是加强投资者教育，同时通过较高的收益率对投资者形成补偿，增加长期资金的募集。二是优化投资者结构，机构投资者有望崛起。

图表26： 2017年末中国的银行理财产品资金近67%来源于个人



资料来源：中国银行业理财市场报告 2017，华泰证券研究所

图表27： 2017年末中国的银行理财产品98%期限小于1年



资料来源：中国银行业理财市场报告 2017，华泰证券研究所

非标投资中的投研能力的提高也将变得重要。与标准化资产相比，非标资产的信息披露更不完整，风险及时反映的能力较差，因此非标投资对于管理人投研能力的要求更高。由于对另类资产本身收益较高，且对投研能力的要求更高，美国资管机构单位另类资产规模实现收入高于其他类资产（另类投资的管理费率更高）。资管新规时代，中国的银行理财将破除刚性兑付，实行净值化管理，投资者对理财产品的关注点将既考虑收益高低，又考虑收益波动大小，这要求资管机构尽快提高投研能力。另一方面，投研能力的提高也能为资管机构提供更强的议价能力，促进银行理财的管理费率向公募基金、国外资管机构看齐。

非标的主要转型方向为股权化、期限长期化、管理专业化，建议精选具有长期资金来源、专业管理能力的个股。总结美国经验，非标作为重要的资产类别，我们预计仍将存在于银行系资管机构的投资范围内。但随着多层次资本市场的发展，银行在非标投资领域的作用预计将有所削弱。我们预计非标的主要转型方向为股权化、期限长期化、管理专业化。我们沿着这三个方向选择个股，较早掌握专业管理能力、具有长期稳定资金来源的机构将脱颖而出。个股推荐具有强大私人银行及投行、股权投资经验丰富的招商银行，及分别有全牌照金控集团、中国最大保险集团支持的光大银行、平安银行。

### 风险提示

1. 经济下行超预期。2018年我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

务

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com