



证券研究报告·深度·“金融平台公司”深度研究系列之二：银行系

宽度上谋求协同，深度上掌控风险（下篇）

银行业综合经营的现状：

1、银行业综合化经营是个常话常新的主题，近3年以来，银行在综合化上的实践也取得长足发展。银行综合化经营主要从宽度和深度两个纬度展开，宽度上就是非银子公司的牌照的获得，而深度就是银行和非银子公司在业务上的参与范围和参与规模。我们最终的结论是：银行和非银子公司需要在宽度上谋求协同，在深度上掌控风险。

2、我国已有15家银行设立金融租赁公司，12家设立基金管理公司，7家设立保险公司，5家设立消费金融公司，4家设立信托公司。从牌照的角度来看，信托的牌照稀缺性最难获得，即使是总资产最大的工商银行也没有信托牌照；从资产规模和盈利水平上讲，大型国有银行要远高于其他商业银行，工商银行2016年租赁公司资产规模为3006亿元，而招商银行的租赁公司规模为1370亿元，不及工商银行的一半。

3、我们从牌照、资产规模、盈利三个角度对上市银行综合经营情况展开同业比较分析，得出我国银行业综合化经营的四个核心特点：

其一、各项非银业务协同发展不平衡，主要集中在租赁、信托行业。这和银行与融资租赁、信托相互需求有关。

其二、租赁资产规模较大，但是券商、保险、基金由于“大资管”时代的到来几年发展迅速，与银行的融合仍有待提升。

其三、大型银行综合化优势明显，城商行综合化不足，未来主要着力于消费金融，综合化经营需要量与质的双提升。

其四、资产规模、利润占比太小，占比大多不到银行的5%，而且盈利能力低于行业平均水平。

4、案例分析：（1）建设银行是牌照最为齐全的大行，在证券、保险、信托、基金、租赁全面发展，而且有养老金管理、期货牌照，其中各类业务发展程度较好，尤其是寿险业务，2016年保费收入461.17亿元，排名第11名。其管理层对把建设银行的综合化经营当做未来几年的重要战略。（2）招商银行是将非银子公司发展主要是为了巩固和发展零售银行业务优势，其注重在保险、券商、基金、租赁发力，2016年招商银行对旗下的券商子公司招银国际增资4亿美元，净资产同比增长131.78%，可见招商银行对银证协同的重视。招商银行还通过组织架构与领导层的调整，逐步实施“投行+商行”战略。

请参阅最后一页的重要声明

银行业

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

发布日期：2017年4月21日

市场表现



相关研究报告

- 16.07.19 银行业简评：政策暖风去杠杆，债务率下降提估值——《关于深化投融资体制改革意见》点评
- 16.07.18 银行业周报：大股东增持潮来袭，互金酝酿崭新变化
- 16.07.10 银行业周报：负面消息频出，潜在变化蕴酿

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

5、一般从国际经验来看，综合化经营将提高非息收入占比，不仅佣金手续费收入增加，交易账户的收益比重也会凸显。佣金手续费相对稳定，而交易账户的收益波动较大。2015 年，我国非利息收入占比平均 25.55%，而欧美发达国家平均在 40% 以上。非息收入提高潜力巨大。通过综合化经营提高非息收入占比，摆脱对传统信贷业务利息收入的过分依赖是中国商业银行积极投身于综合化经营的重要动力。

银行和非银子公司业务协同和核心风险点

1、银行和非银子公司业务协同图谱：我们总结出银行综合化经营的框架，传统商业银行业务的零售业务对接消费金融公司，而对公业务对接金融租赁公司与债转股专营子公司；资管业务分为高端理财与大众理财，其中高端理财可以与信托公司进行良性协同，而对大众理财而言，基金公司是天然的协同对象；银行自身的投行业务可以和现在的券商子公司或者未来通过申请券商牌照成立的子公司进行资源及业务的整合；客户服务可以与保险公司实现无缝连接。这一整体框架是现在乃至未来银行综合化协同的指导。

2、银行与消费金融的业务协同和核心风险点：2016 年年末，中国消费贷款余额大约为 5.4 万亿元，其中银行发放的消费贷款（不含按揭贷款）余额是 4.93 万亿元，持牌消费金融公司的贷款余额估计 1000 亿元出头，京东白条、蚂蚁花呗余额估算分别为 1000 亿元和 2000 亿元，可见持牌消费金融公司在消费金融领域仍处于萌芽期。银行系消费金融公司与银行的协同可以扩大银行客户规模，拓展银行零售业务，实现资金互补与经营管理互补。信用风险与风险感染是其面临的首要问题，互联网企业的竞争也是一个不得不考虑的问题。

3、银行和金融租赁公司的业务协同和核心风险点：截至 2016 年 6 月末，共计 49 家金融租赁公司成立，其中 33 家由银行主导发起设立。以工商银行旗下的工银租赁资产规模最大，利润水平最高，其在整个融资租赁行业是不可撼动的霸主。银租合作可以实现客户资源共享、降低资金成本及风控成本、国际业务方面的合作。在协同过程中，承租人信用风险控制与授信业务期限配置是两个风险点。

4、银行和基金公司的业务协同和核心风险点：我国已有 11 家商业银行参与设立基金管理公司。工商银行旗下的工银瑞信是银行系基金公司资产规模和利润水平最高的基金公司，在基金公司规模排名第二。银基合作可以实现客户资源与渠道的共享，带来品牌效应。银基合作未来可以致力于非标资产的通道业务或者参与 PPP 产业基金以及资金委外业务。2016 年，资金委外业务是银行系基金净利润快速增长的重要动力。不过仍需要关注其市场风险、流动性兑付风险以及经营性风险。

5、银行和信托公司的业务协同和核心风险点：目前，在 A 股上市的商业银行中，4 家银行持有信托牌照，分别是浦发银行、建设银行、交通银行、兴业银行。过去两年，由于监管层的调控，以及券商、资管和基金子公司的竞争，银信合作规模占比明显下滑。不过，2016 年以来监管层对券商、资管和基金子公司监管趋严。券商、资管和基金子公司将逐步失去价格的优势，而未来银行理财新规的落地，将使得信托牌照价值更加凸显，银信规模占比预计将得以回升。银信协作现在的主要合作模式有贷款类银信合作产品、权益类银信合作产品、股权类银信合作产品、组合投资类。银信合作在未来需要防范信用风险、操作风险、声誉风险，也要预防银信合作可能带来信托子公司主动管理能力的降低和风险披露机制的不完善。

6、银行和证券公司的业务协同和核心风险点：在 A 股上市的商业银行中，已有 8 家银行通过子公司持有券商 H 股牌照，商业银行中中国银行的步伐最快：在内地其有中银国际证券，2016 年总资产 424.39 亿元，在香港有中银国际控股，总资产 608.7 亿港元。银证合作对银行整合资产管理业务，规避资本充足率的束缚，进行信用扩张，增加利润具有重要意义，投行业务合作开启银证合作全新的业务增长点。不过，银行与券商的结合对券商

业务带来的好处远大于给银行业务带来的好处。银证合作需要关注期限错配与信用错配、流动性风险、市场风险、操作风险等。市场风险与期限、信用错配以及流动性风险是最值得重视的风险点。

7、银行和保险公司的业务协同和核心风险点：当前，银行系险企已达 11 家，建设银行在内地的寿险业务领先，2016 年在寿险公司中排名 11 名。2016 年建信人寿资产规模同比增长 59.15%，保费收入达到 461.17 亿元。银行系保险规模扩大迅速、利润增长态势喜人，同时带动中间业务收入增加，2015 年，中、农、工、建、交五大行的保险业务收入分别为 161.66 万元、77.49 万元、206.33 万元、199.75 万元、40.51 万元，占其他业务收入比重分别为 50.09%、91.10%、65.94%、94.21%、65.84%，都达一半以上。但是，银保合作仍面临信用风险、经营风险、信誉风险、操作风险。银保协同未来需要着力于其价值链的整合。

银行系金融平台的风险管控

1、银行系金融平台一方面可以通过业务的分散化来降低整个体系的非系统性风险，但是另一方面，银行系金融平台可能会造成“1+1>2”的效应，扩大系统性风险敞口，增加了金融平台的脆弱性。花旗银行就是在综合化经营中通过信贷投放、担保增信、自营投资、提供杠杆等行为不断扩大风险敞口，最终在 2008 年陷入危机。

2、银行系金融平台的综合化经营会带来各种风险：信用风险、操作风险、市场风险、监管风险等等。可以通过业务调整与建立科学有效的指标体系进行审慎监管，也可以建立隔离墙制度。次贷危机以来，各国仍然不断摸索新的思路。我国已经初步建立起了银行业综合化经营的监管框架。如银监会颁布的《金融租赁公司管理办法》、《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》等配套法规，另外还建立起了防火墙制度，如出台了关联交易、互保互换等业务的一些规定要求。

3、近两周，银监会公布了银监发 4-7 号文，银监办发 45-46 号文，53 号文，主要针对同业业务、理财业务、从业务、监管层面来加强监管，降低银行业风险偏好，严格监管“三套利”、“三违反”、“四不当”，银行业风险面临大洗礼。

4、我们认为：银监办发 46 号文，属于银行综合化经营的相关规范文件，这些政策落地将彻底降低银行业综合化经营的风险。46 号文重点强调了对关联套利的监管，关联套利主要是：（1）违规向关联方授信、转移资产或提供服务，主要集中在限制性政策的突破、授信集中度、股权管理方面的突破上。（2）违反或规避并表管理。我们认为：首先，这条重点在规范银行业综合化经营，避免银行借助非银子公司的渠道向客户提供融资、规避监管要求。比如：违规借助子公司向房地产企业授信，购买房地产企业发行的债券等。其次，也将堵住银行借助基金、券商、信托等渠道实现非标资产持有，最后也将杜绝借助非银子公司逃避监管指标。

目录

前言.....	错误!未定义书签。
一、银行系金融平台公司的现状	错误!未定义书签。
(一) 银行系金融平台的经营实践.....	错误!未定义书签。
(二) 综合化经营的几个特征.....	错误!未定义书签。
(三) 案例一 —— 建设银行.....	错误!未定义书签。
(四) 案例二 —— 招商银行.....	错误!未定义书签。
(五) 银行系金融控平台建设——国际经验.....	错误!未定义书签。
二、银行和非银子公司的业务协同和风险管控	23
(一) 银行综合化协同前景.....	23
(二) 银行与消费金融公司的协同.....	23
(三) 银行和金融租赁的协同：对公信贷业务的延伸.....	26
(四) 银行和基金公司的协同：打造大资管平台	28
(五) 银行与信托公司的协同.....	31
(六) 银行与证券公司的协同：未来的“蓝海”	34
(七) 银保协同：融入价值链.....	37
三、银行系金融平台公司的风险管控	43
(一) 协同效应的风险分析.....	43
(二) 花旗集团案例.....	45
(三) 综合化经营：增加风险 OR 降低风险？	51
(四) 银行系金融平台的风险管控.....	54
四、结论.....	55

二、银行和非银子公司的业务协同和风控管控

（一）银行综合化协同前景

图 19：银行综合化经营协同图谱



我们由此可以总结出银行综合化经营的框架，传统商业银行业务的零售业务对接消费金融公司，而对公业务对接金融租赁公司与债转股专营子公司；资管业务分为高端理财与大众理财，其中高端理财可以与信托公司进行良性协同，而对大众理财而言，基金公司是天然的协同对象；银行自身的投行业务可以和现在的券商子公司或者未来通过申请券商牌照成立的子公司进行资源及业务的整合；客户服务可以与保险公司实现无缝连接。这一整体框架是现在乃至未来银行综合化协同的指导。

（二）银行与消费金融公司的协同

银行系消费金融公司背景概括

在不少发达国家和地区，消费金融公司已经具备了成熟的运作模式，并与信用卡业务、商业银行个人贷款业务共同构成个人信贷领域的重要组成部分。目前，我国消费信贷占银行贷款比重只有 10%，相比发达国家 50% 到 70% 的比重而言，消费金融还有巨大的发展空间。

近年来，银行传统存贷款业务压力只增不减，净息差仍持续下滑。在此背景下，各银行开始走零售路线，而消费金融公司则成为银行零售业务战略布局的一个重要版块。消费成为经济结构转型的新动力，消费信贷逐渐成为银行开展零售业务的新引擎。银行紧紧抓住消费金融崛起的战略机遇，推动消费金融与银行经营转型紧密结合。

2010年3月，我国首批4家消费金融公司北银消费、中银消费、锦程消费、捷信消费金融公司成立。面对消费金融公司这片“蓝海”和政策鼓励，银行作为主发起人，不断地加入消费金融战局。2016年，伴随着P2P泡沫的破裂，消费金融成为新的风口，银行纷纷申请消费金融牌照，成立的消费金融子公司或者联营公司井喷式增长。

2016年年末，中国消费贷款余额大约为5.4万亿元，其中银行发放的消费贷款（不含按揭贷款）余额是4.93万亿元，持牌消费金融公司的贷款余额估计1000亿元出头，京东白条、蚂蚁花呗余额估算分别为1000亿元和2000亿元，可见持牌消费金融公司在消费金融领域仍处于萌芽期。银行系消费金融公司中南京银行参股的苏宁消费金融公司最有特色。其推出的任性付已经在苏宁平台实现消费闭环，通过采用大数据技术，借苏宁易购电商平台和1600多家实体门店，创新性地践行了“线上引流、线下体验”的O2O消费金融模式。

表 14： 我国银行参控股的消费金融公司

公司	获得牌照时间	银行股东	其他主要股东	注册资本（亿元）
中银消费金融	2010年1月	中国银行	百联集团、陆家嘴金融发展控股公司	8.89
四川锦程消费金融	2010年1月	成都银行	马来西亚丰隆银行	3.2
北银消费金融	2010年1月	北京银行	联想、万达	8.6
招联消费金融	2014年8月	招商银行旗下永隆银行	中国联通	20
兴业消费金融	2014年10月	兴业银行	特步、泉州市商业总公司	3
湖北消费金融	2014年12月	湖北银行	TCL集团	5
马上消费金融	2014年12月	重庆银行	重庆百货、物美控股、北京中关村科金技术、阳光财险、小商品城	13
中邮消费金融	2015年1月	中国邮政储蓄银行	拉卡拉	10
杭银消费金融	2015年7月	杭州银行	海亮集团、西班牙对外银行、网盛生意宝	5
盛银消费金融	2015年12月	盛京银行	—	3
富银消费金融	2016年1月	富滇银行	视觉中国	3
晋商消费金融	2016年1月	晋商银行	奇飞翔艺	5
陕西长报消费金融	2016年11月	长安银行	汇通信诚	3.6



哈银消费金融	2016 年 11 月	哈尔滨银行	苏州同城软件有限公司、 北京博升优势科技有限公 司	5
尚诚消费金融	2016 年 12 月	上海银行	携程	10
中原消费金融	2016 年 12 月	中原银行	上海伊干网络信息技术有 限公司	5
包银消费金融	2016 年 12 月	包商银行	深圳萨摩耶互联网科技有 限公司	3
长银五八消费金融	2016 年 12 月	长沙银行	北京城市网邻、通程控股	3
河北幸福消费金融	2017 年 1 月	张家口银行	神州租车、蓝鲸控股	3

资料来源: wind 资讯, 中信建投研究发展部整理

银行系消费金融公司协同效应

银行与消费金融公司本质上均从事信贷业务, 二者优势互补, 其协同体现以下几个方面:

1、扩大银行客户规模

在我国尚不健全的信用制度和银行经营监管包括不良率等要求下, 商业银行消费金融业务仅将目标定位为具有充分还款能力的低风险人群, 很难做到全面覆盖, 大量潜在客户则被排除在银行服务之外。消费金融公司的目标客户主要是中低收入人群, 遍布三四线城镇及农村, 因此消费金融公司可以触摸到更广阔的客户群体, 帮助银行客户下沉和扩展客户规模。

2、拓展银行零售业务

银行的个人信贷业务主要集中在房贷、车贷业务, 消费品的贷款规模还非常小, 创新步伐滞后。我们看到, 上表中消费金融公司的参控股股东除银行外, 大部分包括实业企业, 涉及百货、电信、旅游、互联网科技等多个行业。近年来, 消费金融公司的合作商户也逐步从传统零售商逐步拓展到教育、旅游、健康、互联网等新兴消费领域, 顺应社会消费发展趋势, 追赶时尚消费方式, 满足客户个性化的消费需求。此外, 消费金融公司拥有全国性牌照, 可在全国范围内开展业务, 帮助地区性商业银行突破地域限制。

3、资金互补

消费金融公司不吸收存款, 只发放贷款, 其盈利也主要依赖于较高的利息收入。其放贷资金主要是自有资金, 一旦放贷资金短缺, 资金链断裂, 公司将很难维系经营和发展。但是, 银行系的消费金融公司可以从母公司获得相应授信, 因此, 银行系消费金融公司相对能够抵挡资金不足的压力。

4、经营管理互补

大量消费金融公司都是新设立的, 他们缺乏较为成功的、长期的经营管理经验, 而这些管理经营经验均可以从银行母公司中得到学习和借鉴。银行的零售业务中很大一部分就是消费金融业务, 在办理信贷业务方面已



经有了良好的条件，同时银行的网点是无可比拟的优势，这些优势都可以移植到银行系的消费金融公司。这样，银行既可以发挥既有业务优势，也能让新的组织结构、管理体制变化的优势进一步发挥。

潜在风险和竞争

1、信用风险

目前，我国征信体系建设尚不完善，征信人群覆盖有限，信用信息难以有效整合，银行及消费金融公司有时很难准确判断客户信用水平，这加大了消费金融公司的风险管控难度。另外，消费金融公司主要发放小额贷款，而社会对小额失信行为的惩戒力度不够，一些客户认为拖欠贷款不会给自身带来严重后果，从而加剧了消费金融公司面临的欺诈风险。

2、风险传染

消费金融公司不吸收存款，只发放贷款，贷款的主要资金来源于自有资金，也可来源于母银行，且采用“无担保，无抵押”的授信模式。其盈利主要来源于较高的利息收入。不够充足的资金来源和脆弱的收款机制使得消费金融公司难以抵御信用风险，同时将风险传递给母银行。一旦消费金融公司同时发生多起坏账，资金链断裂，母银行投放资金以维系经营，这将加大银行维系资本充足率和控制不良率的压力。因此，银行和消费金融公司有必要建立完善的风险监管机制和防火墙机制，将风险控制在合理范围内。

3、竞争风险

消费金融是块大蛋糕，自然是各方机构逐利的领域，电商就是一个非常强大的对手。京东推出“京东白条”，阿里推出“天猫分期”、“蚂蚁花呗”，去哪儿网推出“拿去花”等等。这些电商企业发展消费金融主要基于平台的需要，由于平台本身开展的就是购物消费服务，其推出消费金融可以便类似衍生品，十分自然，比起银行开展消费金融更具成本优势。因此银行系消费金融公司在应对互联网公司可能会面临压力。

（三）银行和金融租赁的协同：对公信贷业务的延伸

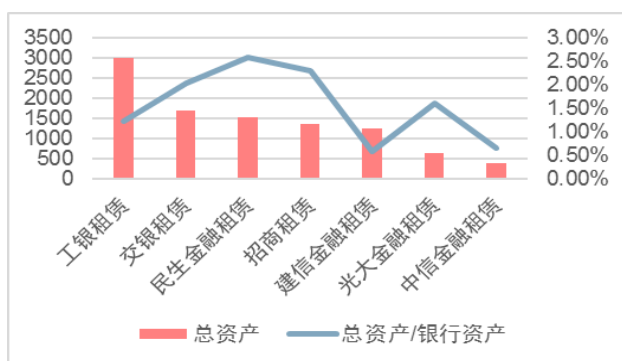
大背景概括

当前我国经济增速放缓、利率市场化提速、金融“脱媒”加速、金融创新层出不穷，与美国银行综合化经营高速发展期的背景有相似之处，无论是银行自身扩展业务范围保持盈利能力的主观要求还是金融全球化时代提升国际竞争力的需求上，我国银行业综合化经营的趋势已经形成，银行业非利息收入占比持续提升，各大国有行、股份制银行纷纷通过设立子公司或成立金融控股公司的形式开展混业经营，发展已经到了加速阶段。同时，为了深化金融供给侧改革、服务经济转型发展、加强金融服务属性，我国上市银行或其控股集团均进行了综合化经营的尝试，通过设立综合化单位子公司或金融控股集团的方式渗透到了保险、证券、基金、信托、租赁等金融子行业。在各银行系子金融子公司中，融资租赁业务设立最为广泛，贡献利润占比最大。虽然我国金融租赁行业起步时间较晚，但自 2007 年《金融租赁公司管理办法》出台并重新允许银行投资设立金融租赁公司后，由银行控股的金融租赁企业数量迅速增长；根据中国融资租赁三十人论坛研究部发布的研究报告，截至 2016 年 6 月末，共计 49 家金融租赁公司成立，其中 33 家由银行主导发起设立。尽管在政策便利支持下，我国融资

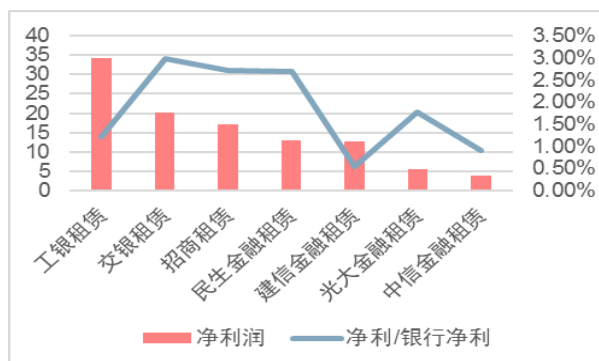
租赁业得到快速发展，但截至目前我国的融资租赁 GDP 渗透率（年租赁交易量总额/年 GDP）仅为 5% 左右，与租赁业发达国家 18%-30% 的水平相比仍然存在着很大的差距。从这个角度来看，我国租赁业务市场还有广阔的发展空间可以探索。

其中，以工商银行旗下的工银租赁资产规模最大，利润水平最高，其在整个融资租赁行业是不可撼动的霸主。2016 年总资产 3006 亿元，净利润 34.2 亿元，注册资本金 110 亿元，总资产和净利润双双夺魁。总资产上，交银租赁、民生金融租赁、招商租赁紧跟其后，但是总资产远不及工银租赁。不过，民生金融租赁和招商租赁的总资产在银行总资产的比重非常高，分别位于第一、第二。在净利润上，交银租赁第二，而招商银行的净利润第三，比总资产第三的民生金融租赁要高。净利润在银行总利润占比中，交银租赁、招商租赁、民生金融租赁位列三甲。中信金融租赁由于发展较晚，无论是总资产和净利润都比较低。

图 20: 2016 年各银行系金融租赁子公司总资产及占比(亿元) 图 21: 2016 年各银行系金融租赁子公司净利润及占比(亿元)



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

协同经营近况

1. 客户资源共享

银行母公司利用自身客户资源数量众多和覆盖行业范围极广的优势，可以向租赁子公司介绍有租赁需求的优质客户。例如，轻资产运营模式是目前诸多行业发展的主流经营理念，银行母公司可以借助与企业客户的长期合作关系，发掘出有资产“瘦身”需求的企业，并将这些企业介绍给旗下的租赁子公司。除此之外，租赁子公司还可以通过将自己独立发展的用户推介给银行母公司的方式来“反哺”银行。比如，租赁子公司可以将与自己签署了租赁合同的客户推介到银行母公司开设资金结算账户，并且由银行母公司提供租赁款项收集服务以及后期的一些列监管等服务。由此方式，租赁子公司既可以为自身寻找到低风险且高效率的资金托管机构，也能够为银行母公司带来更广的客户资源。

2. 降低资金成本及风控成本

由于背靠银行母公司，使得租赁子公司有条件享受融资便利。在银租协同模式下，由于银行母公司拥有自主决定贷款利率的权力，所以可以向租赁子公司提供相较更为优惠的利率，从而降低租赁子公司的融资成本；

另外，由于租赁公司属于银行控股子公司，属于汇报关系，银行在风险评估过程中能够更直接、更透明的获取相关信息，从而降低风控成本和违约风险。

3.国际业务方面的合作

随着全球化进程的逐渐深入，我国的各类金融机构也越来越多的开始加快“走出去”的步伐。例如近日，波音与国银航空金融租赁公司宣布了一份 30 架 737 MAX 8 飞机的订单，该订单按照当前目录价格计算价值约 33 亿美元。当租赁公司在现行监管大框架下面对此类大额交易时，银行母公司为其提供一些列协助所产生的协同效应显得尤为重要。在国际业务方面，银行母公司可以为租赁子公司提供的协助主要可以分为传统和新型两大类：传统业务主要为国际结算、结售汇和外汇衍生品等；新型业务主要为内保外贷，即由境内的银行开出保函或备用信用证为境内企业的境外公司提供融资担保，无须逐笔审批，和以往的融资型担保相比，大大缩短了业务流程。

潜在问题与风险

由上文可以得知，在银租协同发展过程中，租赁公司的资金主要来源于银行授信渠道，且占比极高；由此，也产生了银租协同的“副作用”。由于融资租赁业务覆盖范围广并且交易结构较为复杂，导致银行的风险暴露。我国融资租赁业务发展银租协同发展中存在的风险主要存在承租人信用风险控制和收银业主期限配置这两个方面。

1.承租人信用风险控制

在银租协同发展中，银行控股的租赁子公司作为授信主体，主要的信用风险都有其来承担。因此在银行信用风险评估的过程中，容易过多的以租赁子公司作为审核主体而忽略了实际承租方的信用风险和偿还能力。在租赁公司运作过程中，由于许多项目与资金属于“精准”对应，不存在闲置资金来作为缓冲，一旦违约现象出现，流动性风险激增，资金链会有随时断裂的可能性。

2.授信业务期限配置

作为租赁公司的母公司，银行在为控股租赁子公司努力提供资金支持并降低其资金成本的同时，往往容易忽略了授信业务期限配置的问题。银行母公司向租赁子公司提供短期流动性贷款用于设备的租前采购任务，一般情况下，短期流动性贷款的期限不会超过一年；然后设备租赁的租期在大部分情况下都处在 3-5 年的时间区间里。虽然短期融资能有效降低租赁公司的资金成本，但是如果长期依赖短期融资资金，在租赁业务的特质下，流动性风险激增，从而对银行母公司带来不利影响。

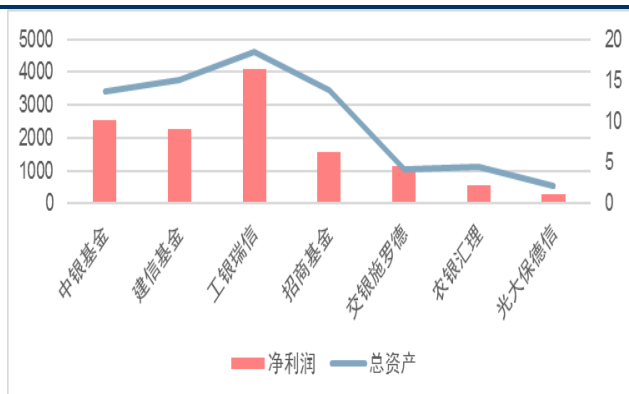
（四）银行和基金公司的协同：打造大资管平台

银行与控股基金子公司协同

据不完全统计，我国已有 11 家商业银行参与设立基金管理公司。近几年来，得益于居民资管需求以及股债双牛，旗下的基金管理公司发展迅速。工商银行旗下的工银瑞信是银行系基金公司资产规模和利润水平最高的

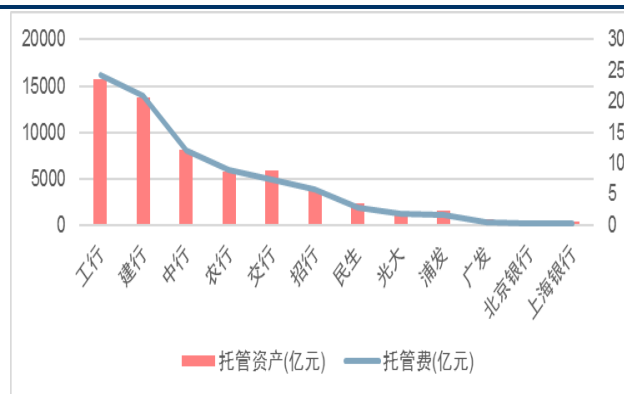
基金公司，在基金公司规模排名第二，仅次于天弘基金。2016 年工银瑞信基金共管理 99 只公募基金和近 600 个年金、专户、专项组合，管理资产总规模 1.13 万亿元。总资产已经达 57.54 亿元，而净利润为 16.41 亿元，同比增长 27.21%。银基合作未来空间仍然广阔，除了传统单向的销售与托管业务，未来还有更多的模式实现协调发展。

图 22：2016 年各个银行系基金子公司总资产与净利润状况（亿元）



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 23：2016 年各个商业银行托管资产与托管费（亿元）



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

1、资源的共享：

客户资源共享：银行母公司可以利用营业网点多的优势，分配网点营业人员在零售端发展用户数量，加强用户粘性，从而推进交叉销售的策略。在高净值人群数量快速增长以及通胀预期的大背景下，个人资产的保值增值将会是未来投资理财的主旋律；基金利用自身投研人员人数多且专业的优势，为用户进行资产管理和提供资产配置解决方案将是银行与基金协同的新甜点。

渠道共享：基金可以借助银行母公司资质优势进行基金的托管和销售，同时银行母公司也可以利用基金设立资管产品的权限进行通道业务，在渠道上做到互联互通。并且紧跟国家政策发展，加大马力推进与政府合作建立 PPP 产业基金项目的工作，在服务实体经济发展的同时突破自身传统业务发展限制。

品牌效应：基金子公司可以借助银行母公司的品牌价值与社会认可度的优势，与更多的个人银行客户建立联系并在短时间内赢得客户信任，使客户有意愿将资金授予托管。注重零售业务发展，加大对个人客户关系建立和维系的力度，使得银基金协同更好地发挥出银行的金融服务属性，完成由金融机构向金融服务机构的转型，从而更好地支持国家实体经济发展和为用户提供一站式理财服务。

2、非标资产通道

随着金融市场发展日趋成熟和市场规模的不断扩大，一系列为预防金融市场系统性风险的监管制度也日渐完善。在实现风险可控的同时，银行自身业务发展也受到了一定限制。各银行为保障业务持续扩张和实现利润稳定增长，发掘业务新通道的需求也随之出现。其中，银行控股子基金在业务新通道的探索中起到了举足轻重的作用。例如，由于基金可以设立资管产品，当一些有融资需求但受自身条件限制的企业想要向银行申请资金借贷时，银行可以向所控股的基金申请借用其资管产品下的资金通道来帮助企业完成融资从而扩展新的业务。

3、参与 PPP 产业基金，服务宏观实体经济发展

为支持国家实体经济稳进发展，近年政府与社会资本合作的 PPP 模式热度直线上升，成为地方投融资平台转型的重要方向，一方面缓解了地方政府债务压力，另一方面也为银行提供了新的银政合作模式，解决了银行在传统政府平台投融资上倍受监管的问题。目前我国 PPP 产业基金一般分为公司型、契约型和有限合伙型产业基金，基金子公司在契约型和有限合伙型产业基金中扮演着举足轻重的作用，通过为 PPP 产业基金提供特殊载体 SPV 或是直接作为基金管理人 GP，使得银行资金可以突破短期限、杠杆低、资金用途受限、投资行业范围受监管等多种限制。目前银行优质资产不断减少，银政合作是各家银行重点业务板块，PPP 产业基金规模在未来较长的时间内会不断增长。

4、资金委外

2016 年年底，银行理财余额接近 30 万亿，银行理财资金规模日益庞大，对于部分商业而言，管理体量相当庞大的理财资金的确存在一定的难度，所以委托专业投资理财机构来管理部分资金的必要性随之显现。对于拥有基金子公司的银行而言，其旗下基金公司就成为了委托方的最佳选择。基金子公司可以设立特定资管产品，例如债券投资基金，来帮助银行母公司实现正收益率。

以工行旗下的基金公司工银瑞信为例，截至 2016 年底，全年新发 6 只百亿级别债券基金，如工银恒享纯债债券基金、工银泰享三年理财债券基金、工银恒丰纯债债券基金、工银恒泰纯债债券基金、工银丰益一年定开债券基金，市场预计，以上几只基金均属于委外定制基金。根据工商银行 2016 年年报显示，截至 2016 年底，工银瑞信旗下管理 99 只公募基金和近 600 个年金、专户、专项组合，管理资产总规模 1.13 万亿元，总资产 57.54 亿元，净资产 44.71 亿元，年度实现净利润 16.41 亿元。与 2015 年 12.9 亿元的净利润水平相比，2016 年工银瑞信基金的净利润增长了 27.2%。定制基金在利润贡献中起到了至关重要的作用。估计，工银瑞信 2016 年的公募定制产品由首募规模 515 亿增加到 2016 年末的 1174 亿元，增量高达 659 亿元，工银瑞信也是 2016 年中唯一一家机构定制规模超千亿的基金公司。

不过，委外模式也存在一些风险点：

1. 市场风险

银行委外资金多与银行控股的公募基金子公司设立委外定制基金，且定制基金中绝大部分为债券类基金。在目前市场利率存在诸多不确定因素的情况下，债券类基金的收益波动也会随之加剧，由此也使基金收益面临较大的不确定性。

2. 流动性兑付风险

虽然在近期的债市波动中，并未出现银行委外资金大规模赎回定制基金的现象。但是，潜在的风险仍然不容忽视。由于占比不小的一部分资金在此前的债市的相对高位入场，银行委外资金又主要来源于银行理财产品，而银行理财产品又存在刚性兑付的需求。所以，若债市持续走低，兑付的压力也会随之增大；其中，中小银行将会面对更明显的压力。

3. 经营性风险

由于银行系公募基金与银行母公司的协同程度高，且存在资金通道和筹资渠道的相互依托。因此在结构复杂且资金规模较大的关联交易中，风险的评估变得更为困难，风险不可控性增加。所以在经营过程中，银行与基金享受协同发展带来的红利时也更容易受到关联交易的风险传递困扰。

国外案例

自 2008 年金融危机之后，纯正的投行不复存在，高盛和摩根士丹利都转型为银行控股集团，直接接受美联储管理并有条件获得政府流动性救助。在这种大背景下，银行与资管的协同发展变得更有意义。

高盛资本合伙是高盛在 PE 业务领域坚实的臂膀。依靠高盛的品牌、业务和渠道，高盛资本以投资合伙形式从投行业务、客户以及员工处募集数百亿美元的基金来进行杠杆收购和成长型资本的全球投资；以协同发展的方式使客户有机会参与到 PE 交易中，为客户实现资产增值的目标。资产规模超过两万亿美元的巨无霸摩根大通在综合化经验中也有着自己的心得。

摩根大通旗下有四大分支机构，分别为摩根大通银行，摩根资管，摩根证券，和美国大通银行。摩根资管在综合化经营中完美扮演了资产管理者的角色，为客户资产配置提供解决方案。在遍布全球 30 多个国家将近 1000 人的专业投研团队的支持下，摩根资管为各类客户提供了 400 余种投资策略和解决方案，涉及所有主要资产并覆盖全球主要市场。

（五）银行与信托公司的协同

自 2006 年年初民生银行与信托公司合作发行了第一款银信合作理财产品以来，银信合作理财业务便在我国蓬勃发展起来。2009 年，“银信合作”特色业务得到大幅度发展。目前，在 A 股上市的商业银行中，已有 4 家银行持有信托牌照，分别是浦发银行、建设银行、交通银行、兴业银行。另外中信银行集团母公司下有中信信托。

银信合作的政策变动

由于监管层的调控，以及券商、资管和基金子公司的竞争，银信合作规模占比明显下滑。不过，2016 年以来监管层对券商、资管和基金子公司监管趋严。券商、资管和基金子公司将逐步失去价格的优势，而未来银行理财新规的落地，将使得信托牌照价值更加凸显，银信规模占比预计将得以回升。

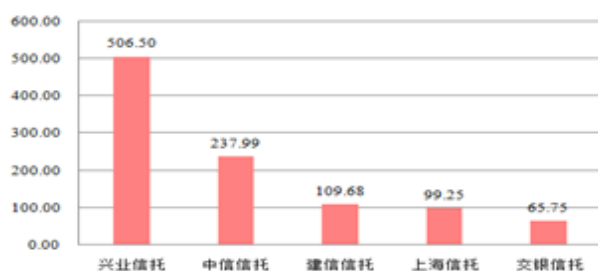
券商和基金监管趋严，信托发展空间打开。在鼓励创新的政策影响下，券商资管、基金子公司曾是信托公司最有力的竞争者。2012 年下半年以来，证监会陆续出台了一系列涉及券商资管、基金子公司的创新规定，允许前两者进入实业投资领域，扩大投资范围，使得券商、资管和基金子公司开展的资管业务与信托公司形成同质化竞争，具体表现在券商、资管的定向和专项资产管理计划以及基金的特定客户资管计划与信托的投资范围区别较小，项目资源竞争加剧等，一定程度上削弱了信托公司的牌照优势，另一方面券商、资管和基金子公司凭借更优惠的费率条件，赢得了许多先前信托公司开展的业务。银信合作，曾经是支撑信托业高速增长主要动力之一。但是，近年来，由于监管层的调控，以及券商、资管和基金子公司的竞争，银信合作规模占比明显下滑，截至 2016 年四季度末，银信规模占比降至 23.51%。

随着 2016 年以来监管层对券商、资管和基金子公司监管的趋严，券商、资管和基金子公司将逐步失去价格的优势。而未来银行理财新规的落地，信托的发展空间得以扩大。银行理财新规要求银行理财资金投资非标资产只能通过信托计划实现。《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》中要求理财资金直接或间接投资非标准化债权资产只能通过符合监管要求的信托计划实现，意味着此前在该领域与信托存在竞争关系的券商、基金等机构的资管计划将退出，信托公司的牌照优势更加凸显，银信规模占比有望回升。

银信合作的业务协同

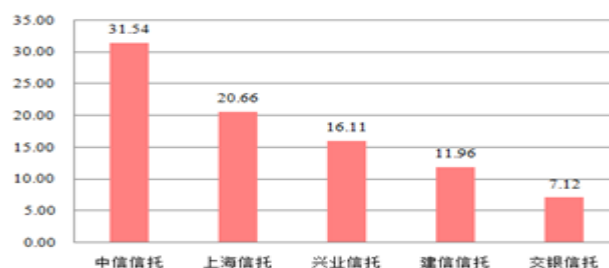
根据 2015 年年报，在持有信托牌照的 4 家银行控股的信托公司以及中信银行集团母公司下的中信信托中，兴业信托资产总额规模最大，为 5066.5 亿元；中信信托、建信信托、上海信托、交银信托的资产总额分别为 237.99 亿元、109.68 亿元、99.25 亿元、65.75 亿元。中信信托净利润最高，达到 31.54 亿元；上海信托、兴业信托、建信信托、交银信托净利润分别为 20.66 亿元、16.11 亿元、11.96 亿元、7.12 亿元。中信信托的利润占母公司利润比例最高，7.56%；上海信托、兴业信托、交银信托、建信信托的利润占比为 4.05%、3.18%、1.07%、0.52%。

图 24：2015 年银行系信托公司资产规模（单位：亿元）



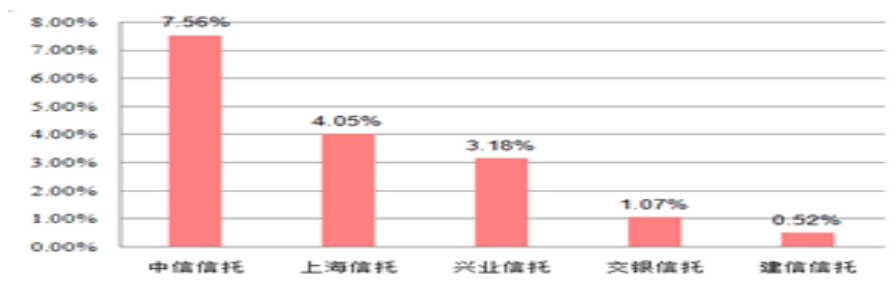
数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 25：2015 年银行系信托公司净利润（单位：亿元）



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 26：2015 年信托公司净利润/母公司银行净利润



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

下面以上海信托、交银信托为例，分析银信协作的主要合作模式。

1、贷款类银信合作产品。此类产品就是将所募集来的资金投资于某公司的信托贷款。在某些情况下，有些银行为维护与某些大客户的关系，在信贷规模收紧时，借助银信产品为大客户融资。银行通常会和信托公司合

作发行一个信托计划，通过信托贷款的方式促成企业融资。交银信托的信托融资业务中，包括信托贷款（流动资金贷款、固定资产贷款）、PPP 项目融资、应收账款融资、项目收益权融资、并购融资、房地产融资、外汇资金信托等产品。

2、权益类银信合作产品。此类产品募集来的资金用来购买某公司的应收债权，并且多数是有期限的。上海信托银信债权投资类信托产品就是将募集的信托资金运用于购买各种债权，主要包括银行信贷资产、各类依法合规的受益权以及优秀工商企业的应收账款等，通过回收本息或转让等方式兑现信托财产，实现信托收益。

3、股权类银信合作产品。此类产品将募集而来的资金投资于某公司的股权。如上海信托的公司及项目金融类信托产品就是如此，通过信托贷款、债权融资以及股权投资等方式，协助优秀企业获取融资，推动基础设施类项目顺利开展。

4、组合投资类。组合投资类作为新型理财产品，已经占据了大半市场份额。原因在于其资金来源复杂性，可以躲避监管当局的监管。如交银信托的信托投资类业务，公司运用信托跨市场、多领域、组合投资的专属优势和银行系信托公司品牌优势，为客户提供丰富信托投资理财产品，主要包括固定收益类投资、受托境外理财（QDII）、证券投资信托、私人股权投资（PE）和产业投资基金等产品。

银信合作新的风险点

1.信用风险

商业银行通过信贷资产转让行为，虽然优化了资产负债结构，但其并未反映真实风险。商业银行通过信贷资产转让或票据资产转让等行为，将这些资产转移到表外，从而降低了贷款资产规模，改善了资产负债比例关系。但是，按照银信合作协议的一般规则，这些贷款资产仍然由银行负责管理，包括贷款的回收。如果贷款到期不能按期收回本息，则损失由银行承担。银行虽然转移了资产，却不能转移相应的风险。因此，仅看银行的资产负债表，并不能真正反映其真实的全部风险敞口。

银信合作的最初目的是最大程度发挥各自的比较优势，实现规避监管、互利双赢。信托机构可以利用银行的客户资源和销售渠道扩大自己的市场份额，弥补自身无法在注册地以外的异地设立分支机构和信托产品面对的受众不足。银行则更多看重信托机构可以自由进入实业领域。银信合作权责界定不清晰、尽职调查缺失、银信合作通道等弊端无形中增加了银信理财产品的信用风险。

2.操作风险

在信托理财产品的运作过程中，商业银行作为信托资金的托管方，对信托资金的使用监管负有责任。如果作为托管行商业银行忽视了对信托资金的后期管理，未能对融资方的信贷资金流向进行监控，也不了解其日常经营管理，管理流于形式，则会缺失最为关键的银行账户监管。

3.声誉风险

我国信托产品流通市场建设落后使信托产品难以在市场流通、信托产品信息披露的不足等特点需要信托公司提供担保来消除投资者的担忧。为了符合投资者风险自担的法律规定，信托公司良好的声誉对于投资者来说是一种隐性担保。所以有时声誉风险对信托公司而言是致命的。信用风险是最容易使信托公司声誉受损的，是最主要的原生风险。当信托理财产品的交易对手方发生违约时，信托公司作为信托计划的受托人，如果任由投资者来承担资金的损失就会产生声誉风险。

4、降低信托子公司的主动管理能力

不管是上述哪种合作方式，这些做法都会加大银行的后续风险。虽然在扭曲发展中银行是“主谋”，但信托公司摆脱不掉“嫌犯”的嫌疑。

随着合作的深入，商业银行的主导地位的不断加强，双方平等的合作逐渐转变为商业银行将信托视为灵活的政策手段和投融资工具。随着政府信贷政策的变化，以规避信贷规模控制为主要目的而发行的融资类理财产品占比逐步上升。信托公司作为商业银行曲线放贷的“平台”及“通道”，主动管理能力严重丧失。

现行模式不利于信托公司提升主动管理水平。其一，在银信合作业务中商业银行长期处于强势地位，这导致资产转让及信贷类产品的发行规模不断上升，信托公司被动发挥通道作用，产品设计及资产管理优势难以发挥。其二，融资类银信合作业务使信托公司在短时间内做大资产规模成为可能，因此该类业务逐渐成为某些信托公司掩盖其资产管理能力不足的手段，进而导致信托公司提高自身核心竞争力的动力不足。

5、风险披露机制不完善

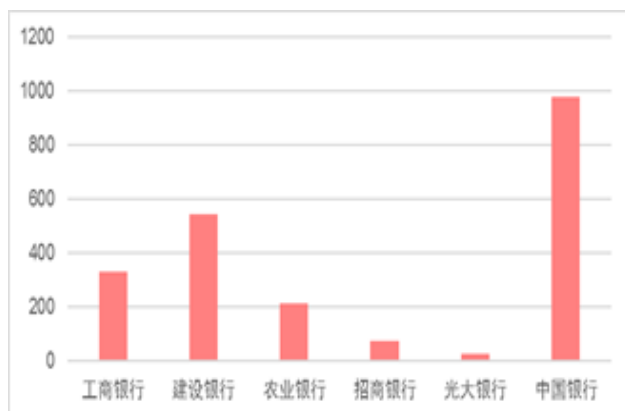
信息不对称现象充斥银信合作业务市场。首先，银信理财产品对投资者的风险披露机制不完善。其次，融资类银信理财产品导致商业银行风险披露机制不完善，主要表现为银行通过银信合作业务调整存贷比、不良贷款率、中长期贷款比等监管指标。银行资产质量下降会导致银行自身经营风险加大，进而可能损害投资者的利益。

（六）银行与证券公司的协同：未来的“蓝海”

近年来，混业经营已成为金融业发展的一个大潮流，银行业与证券业的合作与竞争呈现如火如荼之势。各个实力强悍的银行虽然无法直接申请券商牌照，但是通过子公司收购等方式间接获得了券商牌照。在 A 股上市的商业银行中，已有 8 家银行通过子公司持有券商牌照，分别是中国银行、工商银行、建设银行、农业银行、交通银行、招商银行、兴业银行和浦发银行，另外中信银行集团母公司下有中信证券。商业银行中中国银行的步伐最快：在内地其有中银国际证券，2016 年总资产 424.39 亿元，在香港有中银国际控股，总资产 608.7 亿港元，在香港投行界颇有影响力，多项核心业务市场排名位居前列。

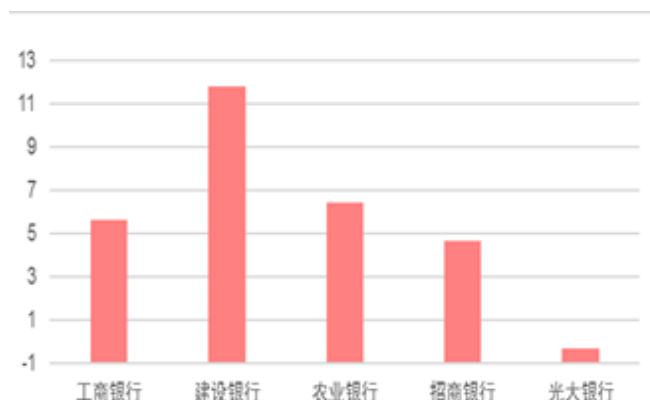
在这些银行子公司收购的券商里，除了中国银行通过全资控股的中银国际设立并控股了中银国际证券，获得了内地证券承销牌照，可做香港和内地券商业务外，其他几家银行子公司收购的券商业务范围基本都在香港。虽然拥有内地券商牌照的银行并不多，但是随着资本市场的繁荣，直接融资比例扩大，直接融资与间接融资的界限逐渐模糊，银证合作是未来发展的必然趋势。

图 27：2016 年主要银行系券商总资产（亿元）



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 28：2016 年主要银行系券商净利润（亿元）



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

银证合作的协同效应

1. 对银行整合资产管理业务，规避资本充足率的束缚，进行信用扩张，增加利润具有重要意义

近年来，商业银行将券商当做资金通道，实现信贷的投放，但是其不透明性、权责的不明确、刚性兑付、破产隔离的欠缺等一系列问题让投资者心怀疑虑。未来银行获得券商牌照后，在法律制度的完善以及利润的激励下，商业银行深化资产管理业务，开展资产证券化，不仅提高银行的流动性，更好地满足资本充足率，提高自身盈利能力，同时也使商业银行的风险更加透明。

2. 投行业务合作开启银证合作全新的业务增长点

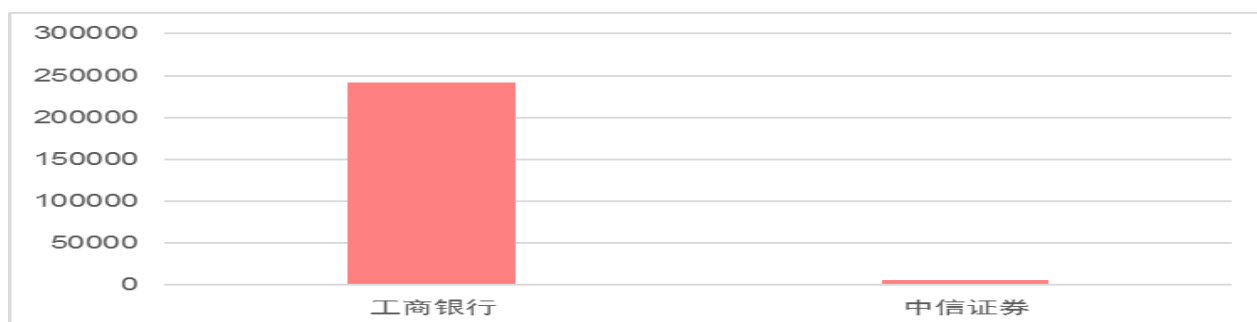
银行和券商各自都有专门部门或人员进行一级市场承销，但二者功能有所差异。商业银行投行业务更偏向于债券和银团融资，且这部分收入在总收入中占比不大，这在追求更低风险的四大行中尤为明显。随着制度不断完善，资本市场的融资功能将重新回归，公司间资产置换重组、集团整体上市、融资收购其他资产、实际控制人资产注入、引进战略投资者等业务机会呈持续上升态势。目前国内虽已形成券商投行、商行投行、资管投行、精品投行的大投行格局，但未来债券融资和股权融资领域业务机会的爆发式增长可能重塑各类投行的竞争优势，银行与证券公司在投行领域有效结合并对客户提供一揽子服务，将对原有投行业务单一服务模式造成颠覆，开启银证业务合作全新增长点。

3. 银行与券商的结合对券商业务带来的好处远大于给银行业务带来的好处

我们可以看到中国最大的商业银行工商银行资产规模与收入水平远远高于中国最大的券商中信证券。银行获得券商牌照给银行业务本身带来的利润相比于之前巨大的利润基数是有限的，而银行的客户资源、网点优势、资金实力却可以给券商带来焕然一新的改变。银行可以直接为自己的高净值客户推荐自己券商的经纪服务与研究服务；银行也可以直接将自己优质企业客户的信息交给券商使用，券商在这些信息的基础上，既可以为这些

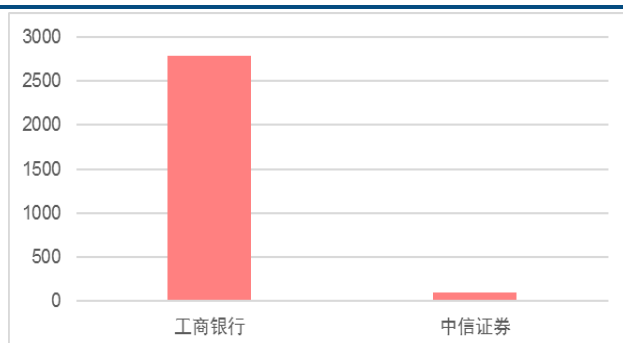
企业做承销债券、股票以及并购业务，同时也可以直接投资，直接参与企业的成长。商业银行的雄厚的资金可以助推券商的融资融券业务，为其提供成本低廉、稳定性较好的资金。券商的资产管理业务也会得益于银行的客户资源与资金优势，未来不仅仅是银行的资金通道，也会为资产管理业务提供人才、技术、管理、信息全方面的支持，主动资产管理比重上升。

图 29：2016 年工商银行和中信证券总资产对比（亿元）



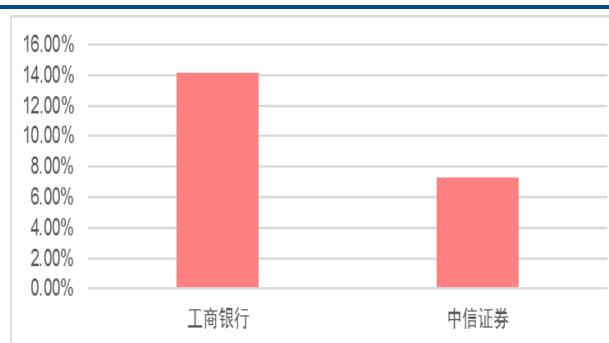
数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 30：2016 年工商银行与中信证券净利润对比（亿元）



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 31：2016 年工商银行与中信证券净资产收益率对比



银证合作带来新的风险点

1. 期限错配和信用错配

银证合作会可能使银行将资金通过券商的资管计划购买更多的期限长，风险高的资产，这会加剧期限错配和信用错配。

2. 流动性风险

流动性风险一般有两种，一种是由于自我经营管理造成的，即过度的期限错配、信用错配导致的，比如银行对券商子公司放松债券回购中证券标的的标准，给券商子公司更方便、更廉价的授信，券商子公司将这笔资金投资于风险高且期限长的资产，一旦券商投资资产出现亏损或无法变现而银行持有的债券标的物质地差，不易变现，这会导致流动性风险；另一种流动性风险是由于同业金融机构出现危机引起公众恐慌，导致群众性挤兑。

3. 市场风险

银证合作使银行与证券业务相互融合，这不可避免使银行相对之前增加了来自资本市场的风险敞口。而且这里面存在一个索罗斯所讲的反身性过程：银行通过债券回购市场为券商提供融资，券商将资金用于购买债券，推高债券价格，使债券成为更受欢迎的抵押物，进而债券回购市场更加繁荣，券商又进一步加杠杆购买债券，直到债券回购市场和债券市场之一出现拐点。另外，银行资产负债表内大部分资产实质以账面价值或者摊余成本计价，而券商的业务与资本市场密切相关，有些业务可能会采取公允价值计价，如果严苛的话，会采取逐日盯市制度，银行获得券商牌照开展券商业务时，表内表外将更易受到资本市场的影响，同时这也会通过增大市场风险加权资产提高资本充足率的分母，不利于商业银行的正常经营。

4. 操作风险

银证合作后，银行将进行大量资产管理业务与自营业务，这是操作风险的高发地，百年老店巴林银行的倒闭就是来自于交易员的自营业务的巨额亏损；如果各个部门的业务与管理没有进行较好的隔离，银行的超额准备金很可能涌入资本市场进行高风险投机。另外，银行与券商的各个业务的利益冲突以及管理机制的不协调也可能造成操作风险。

5. 信誉风险

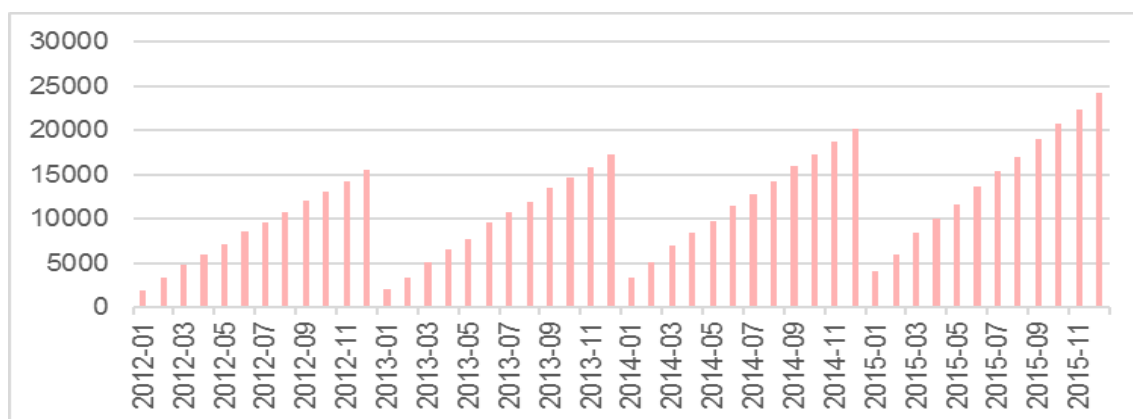
银行是高负债行业，其之所以能够正常运转离不开公众对其的信心。银行获得券商牌照后，业务种类会更繁多，难度会更复杂，券商业务的故事很可能成为坏了一锅汤的老鼠，影响公众对银行的信心，造成挤兑风险。

从国外的经验看，银行如果持有券商牌照风险防控主要包括三方面：第一，禁止商业银行自营买卖；第二，禁止商业银行向自己证券业务融资，或严格限制融资比例；第三，禁止商业银行将表外业务转售给自己的证券公司以回避监管，隐藏风险。但是，2008 年次贷危机证明了欧美发达国家的银证风控并不完善，风险控制仍然是一个值得讨论的话题。

（七）银保协同：融入价值链

内地保险保费收入由 2012 年 15487.93 亿元增加到 2016 年的 30959.1 亿元，复合增速高达 18.92%。2016 年全国保费收入更是同比增长 27.50%。未来几年，随着人们对养老、医疗保障等方面需求的增加，保险业务的发展空间将进一步扩大。随着利率市场化的推进，必然造成存款成本的上升，而发展保险业务可以有效对冲和弥补由此带来的负面影响，形成银行业务和保险业务资源共享和优势互补。

图 32：近年来保费收入累计值（亿元）



数据来源：wind 资讯，中信建投研究发展部

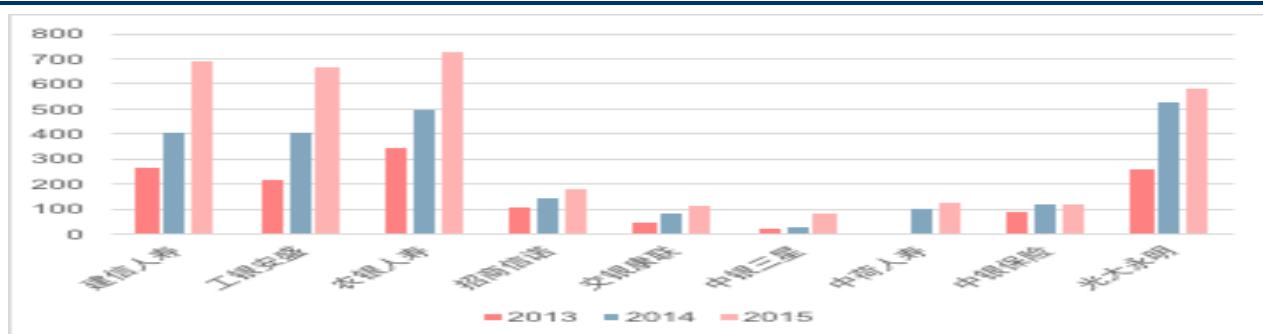
当前，银行系险企已达 11 家。主要包括国有五大行——工商银行旗下的工银安盛人寿，农业银行的农银人寿，交通银行的交银康联人寿，建设银行的建信人寿、建信财险，中国银行的中银三星人寿、中银保险。其他则如招商银行的招商信诺人寿，光大银行的光大永明人寿、邮储银行的中邮人寿、北京银行的中荷人寿等。

在目前所有的商业银行中，建设银行在内地的寿险业务领先（中国银行的保险业务主要在香港），2016 年在寿险公司中排名 11 名。2016 年建信人寿资产规模同比增长 59.15%，保费收入达到 461.17 亿元。工商银行旗下的工银安盛也非常突出，只是在 2016 年被建设银行保费收入反超。今后，预计建设银行和工商银行仍是银行中经营保险业务的先锋。

银行系保险规模扩大迅速、利润增长态势喜人

银行系险资规模持续扩张。2015 年，规模前三甲的农银人寿、建信人寿、工银安盛总资产分别达到 729.4 亿元、691.91 亿元、665.68 亿元。自 2013 年至 2015 年，工银安盛、建信人寿、交银康联、农银人寿和中银三星总资产增长幅度分别为 209%、163%、139%、113%、235%。

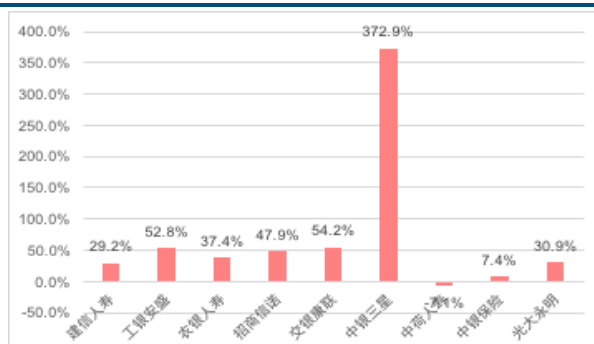
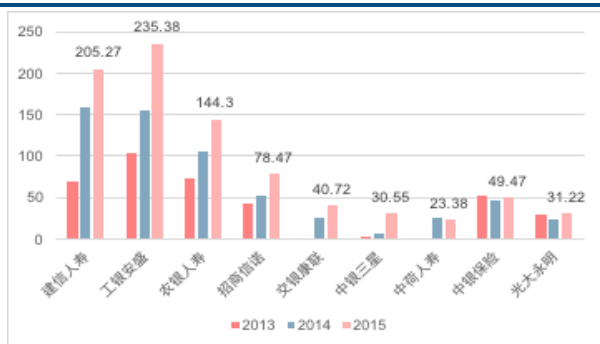
图 33：银行系险企 2013-2015 年资产规模（单位：亿元）



数据来源：企业年报，中信建投证券研究发展部

经历全行业快速增长之后，保险公司 2015 年大多交出了较理想的年报成绩单，银行系险企则获得了超越行业平均水平的业绩增长。2015 年，工银安盛、建信人寿、交银康联、农银人寿和中银三星 5 家公司合计实现保险业务收入 656.23 亿元，同比增长 45%。其中，工银安盛的保险业务收入排名第一，高达 235.38 亿元；中银三星的涨幅最大，从 2014 年 6.46 亿元增长到 2015 年的 30.55 亿元，涨幅为 373%。

图 34: 银行系险企 2013-2015 年保险业务收入（单位：亿元） 图 35: 银行系险企 2015 年保险业务收入同比涨幅



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

在投资收益方面，5 家银行系险企在去年合计实现投资收益 109.11 亿元，同比增长 98.34%，成为 5 家公司最重要的业绩拉动力量。交银康联在去年实现了投资收益 14.14 亿元，同比增幅达到 217%，是投资收益增长最快的银行系险企，该收益为交银康联带来了 26.51% 的营业收入。此外，同样实现了投资收益快速增长的险企还包括工银安盛和中银三星，两家公司分别在去年实现了投资收益 29.59 亿元和 2.38 亿元，同比增长达到 152% 和 88%。此外，建信人寿和农银人寿在去年分别实现投资收益 36.4 亿元和 26.59 亿元，分别同比增长 81% 和 52%。

在保费收入和投资收益双拉动下，5 家险企中除了去年才改名的中银三星亏损 1.36 亿元外，其余四家银行系险企均实现净利润大幅增长。具体而言，交银康联在去年实现了净利润 2.04 亿元，同比增幅达到 871%，增速排名第一；农银人寿和工银安盛在去年分别实现净利润 2.23 亿元和 4.5 亿元，业绩增幅分别达 597% 和 534%；建信人寿净利润增幅较低，但也实现了业绩翻番，实现净利润 4.13 亿元，同比增长 140%。

图 36: 银行系险企 2013-2015 年净利润

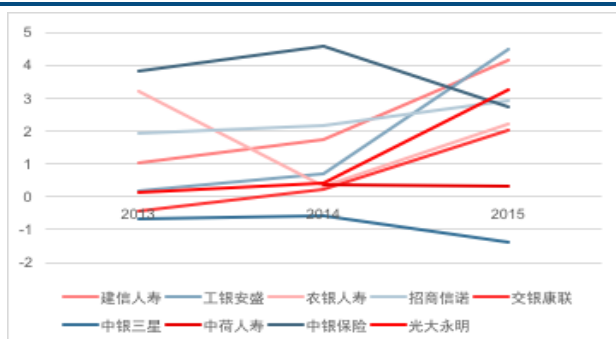
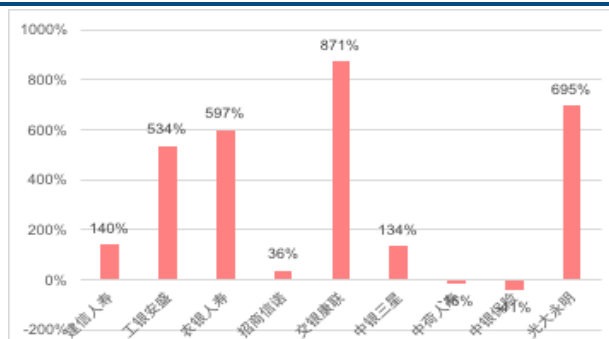


图 37: 银行系险企 2015 年净利润涨幅



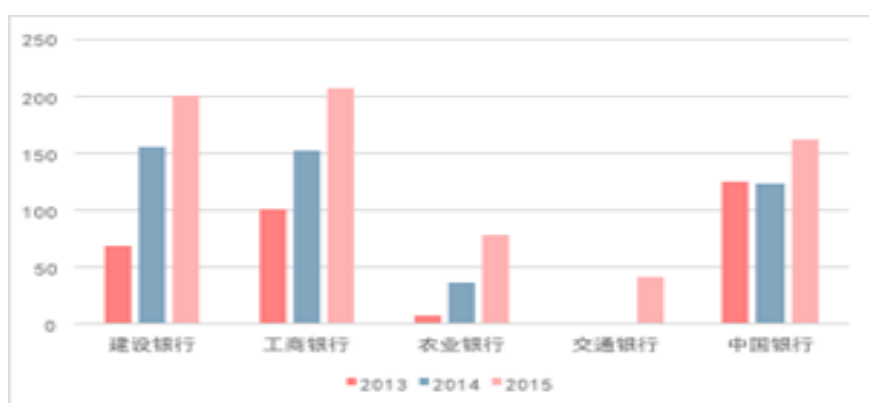
数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

虽然银行系保险公司在规模和利润增长都取得了喜人的成绩，但在整个寿险业，银行系险资的业务和利润规模排名依然靠后。2015 年保险公司保费收入排名中，工银安盛、建信人寿、交银康联、农银人寿和中银三星 5 家公司的排名分别为：18、19、45、23、56，规模保费都在 10 名开外。相比大中型保险集团，银行系险企的规模较小，在一定程度上导致其规模保费排名靠后。

控股银行保险业务收入、中间业务收入增加

随着利率市场化改革深入推进，长期同质化经营的国内商业银行竞争更加激烈，市场风险越来越大，银行息差空间进一步收窄，银行作为融资中介的生存空间不断受到挤压。银保合作的多元化经营为银行增加了中间业务收入。中、农、工、建、交五大行保险业务收入不断攀升，成为中间业务收入的主要来源。2015 年，中、农、工、建、交五大行的保险业务收入分别为 161.66 万元、77.49 万元、206.33 万元、199.75 万元、40.51 万元，占其他业务收入比重分别为 50.09%、91.10%、65.94%、94.21%、65.84%，都达一半以上。

图 38:五大行 2013-2015 保险业务收入（单位：亿元）



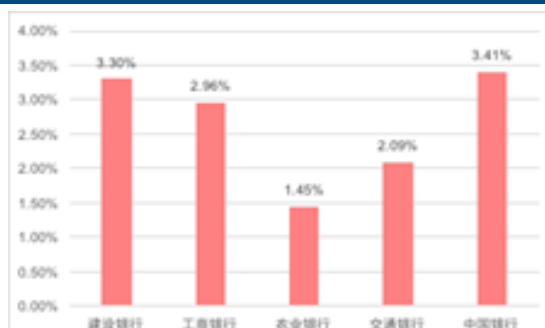
数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 39:五大行 2015 年保险业务收入占其他业务收入比重



数据来源：企业年报、中信建投证券研究发展部

图 40:五大行 2015 年保险业务收入占营业收入比重





五大行在 2015 的年报中均对旗下的控股寿险公司有所表述。工行的年报中提及工银安盛积极推进期交转型，保费收入增长 52.8%，业务规模和市场地位持续提高；建行亦在年报中称，2015 年建信人寿规模保费收入居银行系首位，经营区域进一步拓展，投资收益稳步提高；交行 2015 年年报显示，交银康联积极融入交银集团业务体系，与集团合作开发的“交银安贷”保障计划完成保额 81.84 亿元，面向集团企业客户的团体意外险“交银乐业”完成保额 351.56 亿元；中行 2015 年年报称，中银三星人寿上线中国银行银保自助通项目，推进中国银行电销项目，加大产品创新力度，开发面向高端客户的产品，结合银保渠道特点和客户需求开发专属产品。

然而，尽管五大国有行控股的险企在去年业绩有了爆发式增长，然而不可否认的事实是，这些险企能够为大股东贡献的利润微乎其微。2015 年，五家银行系险企净利总和 11.43 亿元，与此相比五大行实现净利润 29234.22 亿元。按照 2015 年 366 天计算，五大行日均净赚 25.23 亿元。这意味着，五大行一天的净利润是旗下各控股险寿子公司利润总和的两倍。中、农、工、建、交五大行 2015 年保险业务收入占营业收入比重分别为 3.41%、1.45%、2.96%、3.30%、2.09%，保险业务收入仍有很大提升空间。

虽然银行系险企对银行的利润贡献不大，但对于银行来说，在自身净利增速下滑及息差收入缩窄、坏账率攀升的情况下，没有放弃这块看似渺小的市场。银行对于旗下子公司肯定会加大协同合作的力度，这不仅对于未来的银保渠道产生影响，同时也会逐步增加银行自身的中间业务收入。

银保合作带来的风险点

1. 信用风险

银行风险偏好较低，风格稳健，但随着保险资金运用政策不断放宽，各保险公司推出的多期限负债配套长期资产模式，以不同期限和成本引入资金，资产端大量配置长期股权投资、地方城市基础设施建设项目、房地产等高收益资产，来获取较高的风险投资收益。银保的综合化经营可能导致业务过度渗透、资金在集团内随意流动，出现运用银行或保险资金进行投机操作的现象。

2. 经营风险

虽然银行系保险保费收入增长迅速，但另一方面，银行系保险公司面临着退保增加及满期给付的压力。以中邮人寿为例，其 2015 年保费收入 247.4 亿元，退保金数额从 2014 年的 121.7 亿元猛增至 188.4 亿元，同比增加 54.8%，退保金占当年保费收入超过 76%；同期，中荷人寿退保金为 4.4 亿元，同比增加 81.07%，占其当年保险业务收入的 18.8%。快速增长的退保金会影响保险公司及集团的流动性和盈利能力。

从业务结构来看，银行系保险公司多以销售中短期分红、年金保险产品为主，通过这类业务，实现保费规模快速增长，进而缩短保险公司的盈利周期。2015 年，工银安盛和农银人寿经营的所有保险产品中，保费收入前 5 位的保险产品都是分红型。其中，工银安盛前五大产品保费收入合计占公司 2015 年保费收入的 77.05%，农银人寿占 81.19%。在大型保险公司推动期缴、加强个险的大背景下，这种以银保分红型为主的保费结构，并非一种优质的保费结构。尽管银行系保险公司在母银行的支持下，在较短时间实现盈利，但由于产品结构、规模快速增长等原因，依然需要不断投入资本金，以保障充足的偿付能力。

3. 信誉风险

虽然银保渠道发挥着协同效应。但是，个人代理渠道也具有银行渠道无法比拟的优势，代理人的保险专业知识丰富，对保险产品的熟悉程度及销售熟练程度较高。而部分银行销售人员在保险产品的销售过程中为提高销售额、冲业绩，模糊保险与银行存款的概念，强调保险的投资功能而忽视其保障功能，隐瞒理财型保险的潜在风险等，使投保人对产品不完全理解下仓促投保，易引发投诉。在保险产品兑付风险及销售道德风险影响下，银行将面临较大的声誉风险，引发银行与客户间矛盾，降低客户甚至社会对银行的信心。银行良好的声誉和形象是发挥银保协同效应的保障，其声誉的受损会影响整个集团的稳健经营和发展。

4. 操作风险

长期以来，银行和保险处于分业经营的状况，各自的经营模式和经营文化都有所不同。保险机构由于成立时间短、经营模式粗放等因素影响，在经营管理和风险防控方面的经验远不及银行机构。银行控股之前，销售风险是由保险公司承担的，而控股之后，银行也需要承担风险管控压力，但监管机构又禁止驻点，银行要实现管理方式的转变是很困难的。同时，经营文化和模式的冲突使得设计出银行和保险高层都认可的激励制度的难度极大。

当然，除了带来的诸多风险，银保合作在风险控制层面也有优势。就工银安盛来说，公司的风控室纳入工行总行的风险管理体系中的，包括风险敞口、风险准入、风险动态跟踪、风险偏好等。公司投资某个项目之后，要把信息报到总行进行备案，纳入总行的风险敞口。同时，能够从总行拿到所投项目信用主体的财务状况，实现信息共享。就这一角度而言，银保合作给集团带来的风险处于可控范围之内，其或许小于银证合作带来的负面效应。

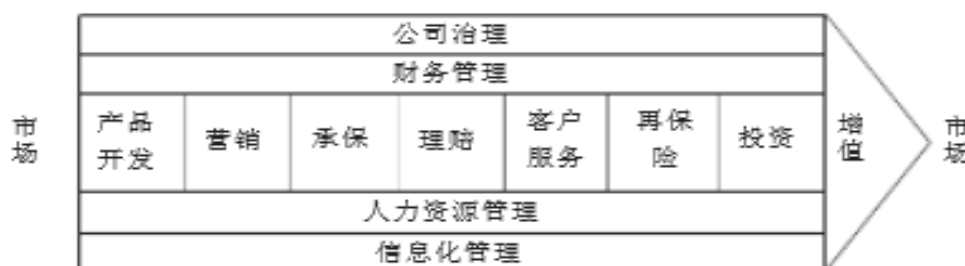
银保协同未来的发力点

纵观国际市场，银行与保险按照所有权结构和一体化程度分为四种不同的组织结构形式：销售协议、战略联盟、合资企业、金融集团。现有的银行保险集团可以分为三种类型：1、保险公司主导的金融集团（CNP、安联、苏黎士）2、实力相当的保险公司与银行合并而成的金融集团（ING、富通）3、银行主导的金融集团（汇丰）等。其中1、2类公司占主流，3类公司占比相对较低，还出现了花旗剥离（旅行者集团）保险业务的负面例子，其根源在于保险业务通常收益率较银行为低，客户由低价值业务转移至高价值业务上容易获得溢价，而银行业务本身收益率较高，对于销售保险产品存在一定的疑虑。

银行保险业融合的实质在于通过改变或改善现有业务流程，最终为客户创造价值，实现银行和保险价值链的全面协同。银行保险的整体价值难以在一种较为宽松的合作形式中或者通过银行与保险的简单结合方式获得，我们认为，在银行控股保险公司的自营模式下，保险子公司与银行母公司深度整合，为构建客户导向的价值链提供了条件。

按照波特波特的价值链分析银行与保险公司的价值链：传统的银行价值链非常简单，基本活动分为三部分，资金取得、服务供给、资金运用，支持活动包括基础设施、人力资源、技术与运营等。保险公司价值链相对复杂，核心要素包括：产品开发、营销、承保、理赔、再保险、客户服务等，支持活动包括财务管理、信息管理、人力资源管理。

图 41：保险公司价值链



数据来源：中信建投研究发展部

在综合经营框架下，实现银行与保险业务的协同，应该在基于专业化分工的原则下对二者的流程和价值链进行整合。从两种业务的价值链相似性及互补性上来看，基础设施维护和后台管理所产生的协同非常有限，主要的协作方向在于产品设计和生产，以及销售和分销环节。从大的方向上看：首先，打造银保业务及其他金融服务的一体化分销平台，保险公司无需在银保环节派驻销售人员，充分利用银行的人力及渠道，保险产品弥补银行产品线不足，为银行提供产品，为客户提供服务；其次，保险产品、承保、理赔、基金选择等中台职能由保险子公司完成；再者，资产管理是保险业务的核心，与银行紧密协作，未来在银行资管大发展后可以进行业务外包。

在客户市场方面，银行的产品与服务需要与细分客户市场紧密对接，通常而言，银行零售客户需求有低到高依次为消费金融、信用卡、个人贷款、住房抵押贷款、财富管理、私人银行，国外银-保集团的通行做法是将保险业务成功嵌入到零售银行和私人银行/财富管理的销售模式中，保证银行经营保险业务的充分整合性，由此可以将银行保险分为零售银行保险与私人银行保险两类，前者产品简单、标准化，适合通才型银行渠道销售人员营销，后者指向高端财富管理、私人银行客户，为其提供复杂性的保险产品，需要更加训练有素的销售力量。

未来几年，银行业务与资本市场的关系会更加密切，传统银行业务与证券业务的融合、创新会进一步加快，借助渠道优势，主要银行系保险公司在过去 3 年保费收入快速增长，其中建信人寿与工银安盛的增长最为迅猛。虽然由于粗放发展，价值链尚未完成融合，业务拓展及期盈利能力较保险业平均水平有差距，但随着规模的扩张及管理的改善，保险业务对商业银行的业务补充作用将日益显现，尤其在银行业面临从资产持有向资产管理转型的背景下，银-保的协作融合更为重要。

三、银行系金融平台公司的风险管控

（一）协同效应的风险分析

通过对银行和其他金融行业的协同的了解，我们可以概括银行综合化经营协同效应带来的风险。

信用风险



在金融活动中，最基本的风险是信用风险。金融发源于人与人最初的借贷，借贷面临的首要问题就是信用风险：借款方是否会违约。在当代，尽管先进的科学技术大量应用于金融活动中，评估信用风险的技术与工具不断完善，但是信用风险仍然存在，在金融各种风险中处于基石地位。2008 年金融危机起因便是次级贷款的违约：次级贷款的违约摧毁了所有建立在次级贷款基础上的资产证券化工具以及更加复杂的衍生品，进一步“牵一发而动全身”，使整个金融体系陷入瘫痪状态。近几年我国信用债频频出现违约，以及萝卜章事件都引发了投资者与监管层对信用风险的重视。

在协同效应的过程中，信用风险主要体现在融资租赁、信托。融资租赁、信托的许多业务和银行传统信贷业务非常相似，可以说本质上都是贷款。因此，信托、融资租赁的信用风险和银行传统贷款一样，必须把信用风险放在基础地位。以上市公司安信信托为例，2016 年其发放贷款及垫款 38.94 亿元，占总资产 20.36%。可见信托行业与银行业务非常类似，一样具有大量贷款，一样要评估借款方和担保方还款能力与还款意愿。

市场风险

随着金融市场的发展与直接比例的提高，金融资产呈现证券化的趋势：即过去流动性相对较差的资产比如贷款通过证券化技术转换为流动性非常好，可以在公开市场上交易并有公开报价的证券。资产证券化是一把双刃剑，既增加了资产流动性，提高金融体系运行效率，但是同时由于其使许多资产在会计记账上由账面价值或者摊余成本转变为公允价值记账法。这会加剧金融机构资产负债表价值的波动，对以银行为代表的金融机构信用扩张产生巨大的影响。

比如，消费金融公司将消费贷款交给券商进行证券化，券商将特定资产组合成资产池并移交到 SPV 下，SPV 用资产池收益做 ABS 的发行，最后将其卖给以银行为主的金融机构。本质上来讲，银行其实是发放消费贷款的最终主体。当银行积极购买 ABS 时，银行处于信用扩张的过程；当银行纷纷抛售 ABS 时，银行处于信用紧缩过程。虽然仍是发放贷款，但是受市场风险影响是不同的。之前，银行发放贷款，更重要的是银行个体自身的风险管理能力。但证券化之后，由于证券的流动性，其价格必然整个市场的价格走势影响。某种意义上说，银行的信用扩张与紧缩已经和金融市场的资产价格息息相关。此时，银行作为放贷主体必然受整个证券市场的影响。如果证券市场繁荣，自己购买的 ABS 的价值膨胀，金融资产收益的刺激很可能刺激银行过分冒险，进一步大量购买 ABS，推高 ABS 的市场价格，形成索罗斯在《金融炼金术》中阐述的反身性，最终必然带来资产价格泡沫，此时银行会过分悲观，纷纷抛售，越抛越跌，越跌越抛，形成相反方向的反身性，在这个痛苦的过程中，资产负债表左侧可能巨幅缩水，以至于资产负债表由于资不抵债无法平衡，此时银行面临破产的风险。

操作风险

操作风险是当今世界无论是监管层还是学界都极为关注的风险。《巴塞尔协议》把操作风险当做重要的风险指标，并且计算操作风险权重。操作风险同信用风险、市场风险一样，会耗费资本金。可见操作风险的重要性。无数个历史案例证明了操作风险对银行生死存亡的影响。

巴林银行曾经是历史显赫的英国老牌贵族银行，世界上最富有的女人伊丽莎白女王也信赖它的理财水准，并且是它的长期客户。其旗下的期货公司的一个交易员尼克在未经授权的情况下，他以银行的名义认购了总价 70

亿美元的日本股票指数期货，并以买空的做法在日本期货市场买进了价值 200 亿美元的短期利率债券。结果交易出现巨额亏损，使这个银行破产倒闭。

流动性风险

只要有负债，就无法避免流动性风险。一般来说，杠杆率越高，流动性风险越大；期限错配越严重，流动性风险越大。银行综合化经营过程中由于较高的杠杆率、较多的期限错配存在，流动性风险是必须要面临的问题。

以美国大萧条的历史经验为例：在 1920 年-1929 年，美国迎来了经济腾飞、股市繁荣的时代。不过也出现了投机性泡沫的迹象。最有特色的是金融与实体的双重杠杆：上市公司预期未来经济继续繁荣，加大财务杠杆，已获得更高的收益；而投资者在购买上市公司股票时，为了提高投资收益，大量使用杠杆。央行把钱借给银行，银行把资金借给券商，券商把钱借给投资者。保证金交易在股市非常流行。双重杠杆既刺激了实体经济的繁荣，也带动了股市的泡沫。最终当股市大跌、经济萧条时，投资者由于杠杆过高，无法足额偿付券商，这引发了券商、银行的危机。一些银行由于过分放贷给券商，造成资不抵债；可是还有一部分银行其资产负债表相对健全，但是由于居民的恐慌情绪，也出现了的大量挤兑，同时胡佛政府反应迟钝，仍然坚持紧缩货币政策，这些相对健康的银行陷入流动性危机。直到罗斯福上台，宣布银行停业，直到恢复公众对商业银行的信心。

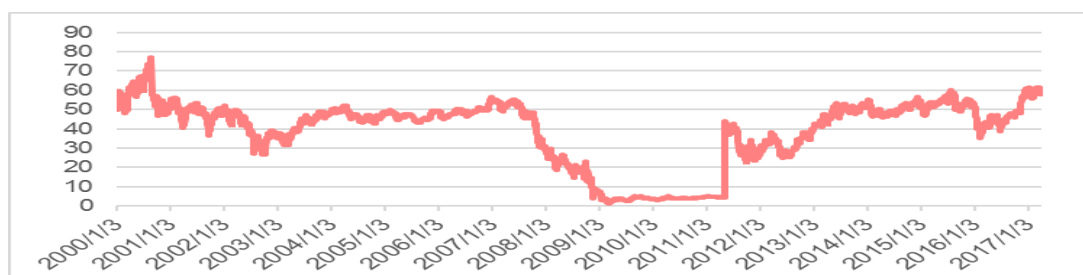
（二）花旗集团案例

混业经营给银行带来的风险之经典案例-花旗集团

花旗集团是商业银行向金融控股集团转型的典型代表，而资产证券化产品就是典型的“产品转型”的成果。花旗在资产证券化市场中的全面投入，是“机构转型”与“产品转型”这两股时代变革最终融汇的典型案列。

花旗银行拥有四大业务板块，包括全球消费信贷，环球财富管理，替代性投资业务，资本市场与银行业务。依靠综合化的业务架构，花旗集团在证券化市场中扮演了包括发起行、担保行、承销行、投资服务行等多重角色，并由此承担了证券化市场的全面风险。其中，按揭贷款风险主要体现在全球消费信贷的美国国内消费信贷业务部分；证券化业务开发、交易以及投资机构授信风险主要体现资本市场与银行业务。

图 42：花旗集团股价走势图



数据来源：wind，中信建投研究发展部

1.花旗业务的转型过程

美国 1999 年颁布实施的《金融服务现代化法案》奠定了美国金融市场综合化转型的政策基础。在这一基础之上,通过机构和产品的双重维度,以花旗为代表的传统商业银行迅速转型为金融控股集团,并扩张到大多数金融业务领域。一方面,其通过自生或并购的路径进行组织扩张,形成为开展综合性业务的金融控股集团。另一方面,在金融工程技术的支持下,通过赋予那些局限于间接融资性质的银行传统金融产品以信贷融资、证券投资、信用支持等功能,实现了间接融资市场、直接融资市场和担保等市场间的融合,从而形成在覆盖了多个金融市场环节的综合金融衍生产品。

但是这种革新大大增加了银行风险暴露的广度和深度,改变了银行风险的范围和性质,由于业务的综合性而可能受到多个金融市场领域风险的直接影响,容易造成系统性风险的形成。次贷危机的爆发从本质上看是全面的系统性风险。转型为金融控股集团的花旗银行积极介入次贷市场和资产证券化业务,为资产证券化市场提供了便利之门,虽然表面上将风险稀释转移,但却最终导致本已转移的信贷风险的循环回归。

资产证券化在其转型过程中发挥着重要作用。资产证券化是企业将存量资产或可预见的未来现金流转化为可以在资本市场上销售和流通的金融产品的过程。作为复合的衍生金融产品,资产证券化产品在经济价值上受到多种金融活动的实质性影响,主要包括银行信贷、担保、评级、证券承销与交易等,产品属性涵盖了银行、证券、保险、期货等各个市场类别。通过贷款证券化,作为间接融资中介的商业银行退出市场,使得资金需求者和供应者之间建立起直接的融资关系。与此同时,间接融资机构本来承担的融资风险也相应地转移给了资本市场中的证券投资者。

在上述经典的证券化模型中,商业银行在出售信贷资产的同时也转移了风险。然而,综合化转型后的银行全面覆盖了信贷发放、信用增级、证券投资、基金发起、杠杆授信等市场环节,在回收了间接融资市场的信贷风险的同时,还主动地吸纳了证券市场的投资风险。这种风险循环改变了证券化设计的基本功能,把银行推入全面市场风险之中。在资产证券化业务中,银行面对的主要风险来自于信贷资产逐渐累积的系统性风险。

信贷资产是证券化产品的收益基础,也是证券化市场风险的根本肇事者。在美国经济的繁荣时期,低利率的环境下,出于利益驱动,银行发放了大量资质较差的所谓次级贷款(Sub-prime Loan)。从 1996-2007 年,美国次级抵押贷款从 650 亿美元攀升至 16700 亿美元。而当原始借款人在 2006 年遭遇利率上升,难以还贷后,大大降低了 MBS 及其他衍生证券的价值,从而完全动摇了证券化市场的根基。2007 年第 4 季度美国抵押贷款拖欠比率高达 5.82%,为 1985 年来最高。

07 年末次贷危机爆发之后,花旗集团明显收缩了抵押贷款业务。08 年第 3 季度花旗集团通过直接发放和二级市场购买方式新增持有的抵押贷款为 228.52 亿美元,比 07 年同期(425.24 亿美元)减少了 46.26%。花旗集团自身持有的抵押贷款组合中,自 07 年第 1 季度开始逾期 90 天以上的违约率就开始加速飙升,至 08 年第 3 季度已上升至 4.61%,比 03 年第 1 季度时的历史峰值(2.82%)足足高出 1.8 个百分点。

2.表内和表外的投资业务风险

与衍生产品欣欣向荣的发展相反,银行的传统内控机制却难以有效跟进和管理高度专业化和复杂化的证券投资业务。从业务分类的角度来看,花旗的风险点主要包括内部投资部门,其收益纳入表内核算,不过很多业



务逐渐表外化，不透明增大了经营风险；包销制度下必须自行承担未能卖出的资产支持证券从而影响证券承销部门的收益；由银行设立的投资机构，在次贷市场崩溃面临投资者赎回压力时，银行被迫出面承担流动性供应，进而接手市场风险。

其中，投资业务机构的表外化成为花旗银行综合化经营的显著特征，并成为最终拖垮银行的负累。具体分析来看，花旗的表外业务风险主要集中在两点：

（1）担保服务的信用增级风险

作为内部担保，出让资产的银行可能自行购买部分次级受偿的证券，从而保留了部分风险。虽然一般情况下，为了满足破产隔离和会计下账的严格要求，这种风险留存比例一般很小。然而随着市场竞争的激烈与过分地追逐利润，银行为了提高证券化产品的吸引力，开始通过信用违约互换，即互相提供外部信用担保后，这样大幅增加了银行的风险敞口。

（2）直接融资市场的杠杆授信风险

为了从日益繁荣的直接融资市场中分取利益，花旗银行放任大量银行资金通过投资机构注入证券化市场。这种授信业务具有高度的杠杆性，尤其是衍生品对冲交易信贷往往能达到数十倍的杠杆，其破坏性远比信贷资产内含的违约风险要大。当使用杠杆授信的投资机构深陷困境时，商业银行也会出现坏账。

3.花旗按揭贷款的风险分析

按揭贷款是证券化产品的基础资产，是证券化产品的价值源泉，按揭贷款蕴含的信贷风险也是证券化市场的系统性风险的源头。

分析花旗集团按揭贷款的 90 天以上延迟还款比率可以发现，由于美联储从 2002 年开始实施宽松的货币政策，房地产市场处于上升通道，贷款客户的经济承受力较强，所以从 2003 年到 2005 年，一次按揭的延迟率从 2.81% 开始持续下降，而二次按揭的延迟率也只是略有上浮，从 0.06% 提高到 0.14%。而这一比率在 2007 年 4 季度达到 2.56%，其中，次级贷款的按揭延迟率达到 7.83%，而二次按揭的延迟率也从 0.14% 上升至 1.38%。低信用级别，高按揭比的贷款就成为主要的风险敞口，并最终构成花旗集团的贷款损失。

4.花旗集团证券化产品业务风险分析

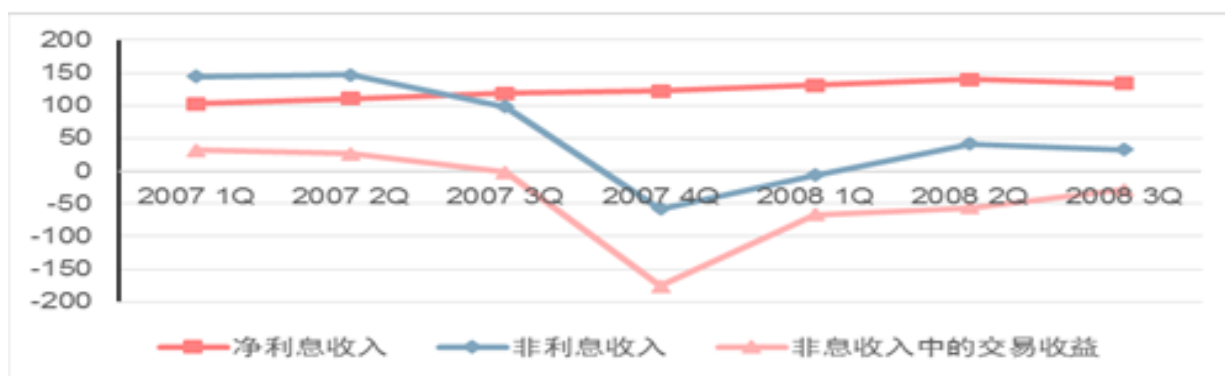
花旗集团是全美排名较前的债券承销商。据估计，仅在 2006 年度，花旗就占据了 CDO 承销总额的 6.95%。据估计，仅在 2006 年度，花旗就占据了承销总额的 6.95%。由于美国债券市场一般采用包销制，市场动荡造成的大量积压债券由承销商自行负担，造成花旗集团相关损失 26 亿美元，占 4 季度披露的次贷相关损失的 14.3%。

在并购 Smith&Barney 等投资银行后，花旗集团全面涉入金融衍生品设计与营销领域，成为信贷风险的受让者。在通过证券化转让自身按揭贷款的同时，花旗又购入其他银行发行的次级按揭贷款，并设计成资产支持证券进行出售。基于乐观的市场预期，花旗积极参与资产支持证券的交易，其持有的相关证券头寸成为主要的风险敞口，截至 2007 年底，经过对冲后的花旗集团的表内证券敞口为 293 亿美元，在 4 季度计提的相关损失达到 169 亿美元。截止 2007 年 3 季度，购入次级贷款的风险敞口为 42 亿美元，并在 4 季度导致了 2 亿美元的损失。

为了分享资本市场的高额收益，花旗集团积极开展了针对资本市场投资机构的杠杆授信业务。截至 2007 年 4 季度，花旗针对资本市场的信贷业务收入达到 989 亿美元，比去年同期增长 88%。增长动力主要就是对于对冲基金的授信业务。这方面的损失被计入了相关信贷成本 7.44 亿美元之中。分析花旗的业务可以看出，在金融市场化的大背景下，资产证券化和抵押证券等产品，以及其为标的而通过证券市场的杠杆交易使得花旗在低利率时期获取的丰厚的利润。作为风险转移措施，花旗也确实将高风险资产通过打包卖出等方式“甩”了出去，保持了其报表内资产风险的平衡。然而，广泛参与市场的花旗银行在一方面创造次级贷衍生品、贪婪获利的时候，花旗银行中的证券投资部门也在二级市场上创造和购买以花旗次级债产品为基础的，更为复杂的证券衍生产品。最终，各种复杂的衍生品随着购房者无法支付房贷的违约爆发露出了风险，花旗原以为已经抛售掉的风险资产，却通过那些复杂的产品和自身庞杂的机构，重新回流到企业内部，导致了花旗危机的爆发。

5.花旗集团经营亏损主要原因：非利息收入的大幅减少和贷款损失准备的大笔计提

图 44：花旗集团次贷危机期间的利息收入和非利息收入状况



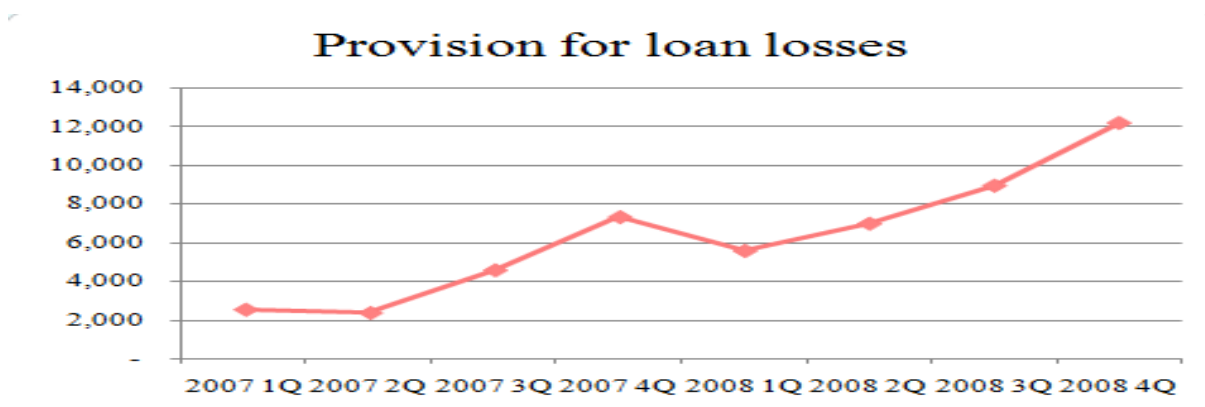
数据来源：wind 资讯，中信建投研究发展部

07 年第 2 季度以前，花旗集团的非利息收入平均盈利在 100 亿美元以上，非利息收入占总收入的比总超过 50%；07 年第 3 季度之后，非利息收入占比急剧下降，甚至亏损。08 年第 4 季度，花旗集团的非利息业务亏损就高达 76.58 亿美元。从非利息收入结构来看，非利息收入大幅减少主要是由于自营交易(Principal Transactions)亏损、佣金手续费(Commissions Fees)和其他收入(Other Revenue)的大幅减少。

这些在财务报表上带来的是非息收入的占比提高，在过去几次经济危机中起到业绩平滑的作用。但是在非息收入中，交易类业务占比极高。交易类业务风险极大，风险可控性差。也正是交易类业务在次贷危机中给花旗银行带来巨大亏损。2007 年，随着房地产市场的崩盘，次级贷款偿付率剧烈下滑，在以次级贷款为基础的一切衍生工具价值剧烈缩水，花旗集团交易账户巨亏。2007 年四季度花旗集团的交易亏损甚至远超净利息收入。如果没有存款保险制度和政府救助，花旗集团破产是大概率事件。

虽然花旗的混业经营和多元化收入在过去的几次经济危机中起到收入和盈利缓冲剂的作用，但由于非利息收入中交易类业务占比较高，直接加大银行整体风险。交易类业务受资本市场波动影响较大，风险可控性较差。从 2007 年第四季度起此类业务部分开始出现巨额亏损，而此后的一年内花旗交易损失高达 328 亿美元。

图 45：花旗集团次贷危机期贷款损失准备状况



数据来源：Quarterly Earnings Releases and Supplements of Citigroup, 2008、中信建投证券研究发展部

由于资产质量的持续恶化，花旗集团不得不计提大笔的贷款损失准备。08年第4季度，花旗集团计提的贷款损失准备高达121.71亿美元，为历史最高记录。随着美国实体经济衰退的加剧，信用卡贷款和商业地产贷款的资产质量正在恶化，花旗集团还将继续面临进一步资产减记的压力。由于短期内大量机构业务的急速大额亏损，对花旗的盈利能力是致命的打击。

花旗在混业经营的过程中业务过多的涉及于风险较大的机构客户及自营业务，获得高收益的过程同时面临较大不可控风险。花旗08年3季报资产项下交易资产及投资共6629亿美元，占花旗总资产的32%，而较为稳定贷款业务余额占总资产的34%左右；07年同期这两个占比分别为35%和32%（07年末花旗风险敞口要大于目前）。而这部分资产是非利息收入下交易收益的源头。由于可控性风险较小，这部分收益表现出较高的波动性。07年3季度，花旗交易类业务出现2.5亿美元亏损，而第四季度亏损额度激增至176亿美元，而后包括07年四季度的一年内花旗交易损失高达383亿美元。由于花旗资产项下高风险按揭贷款及相应证券衍生产品余额较大，在资产价格大幅下挫情况下，面临巨额拨备；在去杠杆化的过程中资产规模缩水较大，导致花旗出现巨额亏损，流动性风险激增。

6.为应对危机，美国政府的救助以及花旗内部所采取的改革措施

1、财政支持计划的援助。2008年，花旗受益于美国政府的财政支持计划，包括：（1）通过向美国财政部出售无表决权股票、累积优先股和购买普通股的权证，筹集了450亿美元的资本。（2）与美国各国政府实体签订了一项涉及301亿美元公司资产的损失分摊协议。（3）发行56.5亿美元由联邦存款保险公司（FDIC）担保的高级无担保债务（除此之外，还包括美国联邦存款保险公司向花旗集团子公司担保的260亿美元商业票据和同业存款）。关于这些计划和协议，花旗集团需要向美国政府考虑，包括优先股股票和其他费用的股息形式。并且，花旗集团已同意自2009年起3年内，不得向普通股股东支付每季每股交易0.01美元以上的股利，不得未经美国政府实体同意的情况下回购普通股。

2、强化财务平衡，增强花旗的资本与结构流动性。除了财政部和不良资产救助计划，花旗集团在2008年通过私募和公募的方式筹集320亿美元的资金。这些资金有利于帮助花旗在动荡的市场中承受可能的经济下滑。向

私人投资者以及通过 TARP 计划募集了大量资本，截至2008年底，将第一类资本比率提升到11.9%，使花旗的第一类资本比率在行业内名列前茅。在 2008 年第四季度将结构流动性提高到占总资产的66%。降低资产负债表的费用、员工人数，降低整个企业的风险。

3、调整股息。2008年1月，公司将股息调低至0.32美元，这有利于花旗能在业务成长上继续投资，同时保证花旗始终处于良好的经营状态，无论经济形势好坏。

4、妥善运用 TARP资金。2008年10月3日，美国国会通过了《2008年经济紧急稳定法案》，该法案的核心是“不良资产救助计划”（Troubled Asset Relief Program, TARP），稳定金融市场。（1）花旗参与了TARP，其目的在于向银行注入更多资本。2008年11月，花旗再次获得美国政府投资，保障3010 亿美元的资产；（2）通过TARP资金支持的各项举措，调动资金从而协助扩大对美国消费者、社区和企业发放信贷；（3）运用内部资料库及对客户的了解，可以侦测出可能违约的客户，在他们陷入违约困境之前主动建议这些客户们进行债务重组。建立的花旗房贷户援助计划（Citi Homeownership Assistance Program - CHAP）是一项主动型计划，协助客户避免丧失住房，并维持其信用评分与未来借款能力。花旗通过新援助计划协助大约440,000 名房贷户渡过经济困难时期。

5、2009年1月16日，花旗集团宣布重大重组计划，将旗下的业务一分为二，拆分为花旗公司和花旗控股。花旗公司将专注于传统银行业务，其中包括商业银行、零售银行、私人银行等，主要集中为大企业和较富裕的个人客户提供服务。花旗控股则持有约8500亿美元的风险资产管理和消费信贷等拟摆脱或缩减的非核心业务，其中包括专门售卖人寿保险、互惠基金和其他金融产品的经纪人公司Primerica；消费金融业务公司Citi Financial和私人标识信用卡业务；在日本的多项消费者相关业务；以及约3000亿美元的抵押贷款等风险资产。

6、2009 年2月宣布执行一项股份转换交易，将美国政府通过TARP 计划收购的一部分优先股以及花旗的一部分私人优先股转换为普通股。这项股份转换交易的目的是增强花旗的有形普通股，提高对花旗资本实力的信心。这是在两难之间权衡取舍的结果：一方面要防止稀释普通股股东的股份，但另一方面又要增强花旗的资本基础。

7、剥离花旗控股持有的非核心资产，稳步缩小企业的规模，大量退出自营交易业务。自2007年底以来，完成了超过35项的资产剥离，其中获得的资金返还至花旗公司。风险最大的资产是由花旗控股集中管理。总体上，花旗控股的资产在2007-2008年期间已减少3,510亿美元，降幅近40%。彻底改组风险管理部门、缩小花旗的规模，大量退出自营交易业务。截止2009年底，自营交易业务在营业收入中仅占2%。

改革措施成效：

2009 年，花旗的管理营业收入为 910 亿美元，支出为 480 亿美元，同时资产负债表杠杆率从最高点 19:1（2007 年第四季度）下降至 12:1。净亏损 16 亿美元，每股摊薄亏损 0.80 美元，亏损额远远小于 2008 年。花旗公司（Citicorp）名下整合的花旗集团核心业务保持赢利，净收入达 148 亿美元，而 2008 年的净收入为 62 亿美元。花旗控股（Citi Holdings）名下整合花旗集团要剥离的非核心业务和资产，2009 年亏损 82 亿美元，2008 年亏损 360 亿美元。在进入 2009 年的时候，因为“问题资产解救计划”（TARP）的施行，欠美国纳税人一笔极大的债务，而在 2009 年结束的时候，不仅偿还了 TARP 借款，还给纳税人带去了丰厚的红利。

花旗银行在危机之前已经创立十多年的“金融超市”模式，以 2009 年 1 月 16 日花旗集团宣布的重大重组计划——旗下的业务一分为二，拆分为花旗公司和花旗控股为标志，宣告终结。

（三）综合化经营：增加风险 OR 降低风险？

混业经营能否降低风险的主要依据是马科维茨的投资组合原理。根据这一原理，我们可以得到两个基本结论：首先，只要投资组合足够分散化，且各个资产的相关性足够小，非系统性风险可以很好的化解；其次，分散化不能解决系统性风险，系统性风险由其自身的风险敞口决定。

因此，我们可以将这个问题分解为以下两个问题：

一、混业经营能否降低甚至消除非系统性风险

二、混业经营对系统性风险怎么影响

混业平台降低风险论

从国际银行业的经验特别是 2008 年国际金融危机过程来看，综合化经营不仅提高了服务效率，降低了经营成本，还有效地分散和降低了经营风险，并最终增加了盈利。业务经营多样化，收入来源多元化，使得银行经营更为稳定，应对危机的能力也较强。

现有的金融机构分业经营，金融创新产生的“脱媒”现象日益显著，银行业务局限在传统存贷业务上可能会导致市场增长乏力，不利于风险分散。过于依靠存贷款利差作为利润来源，会增强银行的放贷的倾向，忽视信用风险，从而造成呆账坏账上升。商业银行通过介入证券、投资、保险等业务，可以降低信贷业务比重，优化资产结构，增加利润来源，可以有效降低信用风险。通过开展适度的表外金融产品业务，可以降低市场风险。综合化经营扩展了银行业业务范围，可以通过全方位开展收费型业务，以较少的资本投入，实现尽可能多的资本回报，其规模效益和范围效益使得传统信贷业务及非利息收入迅速增长，其资产规模也迅速扩大；交易账户收入增加了银行业的弹性，其周期与信贷业务的差异性也部分化解了银行业的经营风险。

佣金与费用收入与成本的稳定性强，是银行稳定的利润贡献点，可以说是银行业绩的稳定器。而交易账户收入同样受到经济、金融环境的影响，是银行业绩弹性的放大器。从实践上看，由于与交易账户密切相关的金融市场在周期性上与信贷坏账周期有不同（一般而言金融市场的调整与反弹均比实体经济要早），其互补性在客观上也起到了平滑利润的效果。

混业平台增加风险论

银行混业经营发展到较高程度后，当发生信用风险、市场风险、操作风险或监管风险时，银行的信用将受到严重威胁，导致银行破产风险增加。

1. 信用风险

第一，综合化经营下的证券承销、资产管理等业务，会倾向于将信用投放作为新业务的竞争手段，这样就扩大了信用风险的覆盖面。

第二，综合化经营银行下辖的各金融机构对客户的评价标准不再是一致的，因此客户可能在一个银行内部得到不同的商业条件，在业绩考核压力下很可能放松信用审批条件。

第三，综合化经营后，商业银行的表外业务发展十分迅速，而在一定条件下表外业务会转换成表内业务，从而使得信用风险急剧上升，并且难以监测和管理。

第四，金融控股公司存在资本重复计算的问题，使整个集团的财务杠杆比率过高，使抗风险能力大打折扣。为了实现资金利用效率的最大化，金融控股公司可能会在母公司和子公司之间多次使用同一笔资本，金融控股公司总公司以外来资本拨付给子公司的资本金，在总公司和子公司的资产负债表中都同时反映出来。而实际上控股公司“净”偿付能力或“合并”偿付能力远低于控股公司成员“名义”偿付能力之和。资本重复计算意味着有限的资本要承担多倍于自身的风险，是一个巨大的隐患。

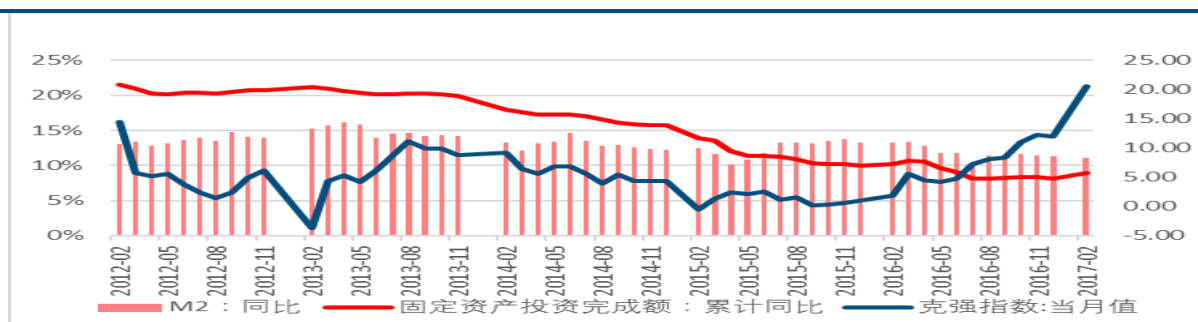
2. 市场风险

银行系金融平台未必拥有高效率 and 安全性。协同性无法发挥，反而加剧了收入的波动性，因为协同性只有在经济平稳运行，系统性风险不显著的宏观环境下发挥，而在经济危机期间，协同性在放大系统性风险。

银行业面临的宏观形势存在不确定性，即系统风险。在金融控股公司中，无论将部门的风险分散化到怎样的程度，既使系统内部不发生风险，系统外的风险也会波及到系统内。在金融控股公司或全能银行体系中，这种不能分散的风险可能导致系统风险。利率市场化改革深入推进，长期同质化经营的国内商业银行竞争更加激烈，市场风险越来越大，银行息差空间进一步收窄，银行作为融资中介的生存空间不断受到挤压；宏观经济增速放缓，经济增速换挡对降低社会融资成本的需求迫切，随着我国经济脱离高增长，进入新常态，银行反哺实体经济情况下，经营将面临新的变革和转型。

更值得注意的是银行系金融平台的系统性风险。根据马科维茨的理论，通过业务分散只能降低非系统性风险，但是无法解决系统性风险。根据历史经验，银行系金融平台往往带来系统性风险“1+1>2”的效果。金融平台相较于传统的银行具有更多的腾挪空间来规避金融监管，为其过度冒险提供了温床。

图 46：我国固定资产投资、信贷增速以及克强指数



数据来源: wind 资讯, 中信建投研究发展部



综合化经营后大部分银行所涉足市场的宽度和深度已经远远超过传统商业银行，而且可能会改变银行对待市场风险的态度，由此带来了市场风险管理理念和方法的改变。对冲基金、证券公司、信托公司等金融机构往往会使用各种高比例的财务杠杆，希望通过战胜市场获取超额利润，这些理念很可能通过各种渠道传递到银行的传统业务部门，从而影响整个银行的市场风险的管理。

3. 操作风险

金融控股公司的内部控制相当复杂，体现为子公司的内部控制和控股公司对整个集团的内部控制。综合化经营后，银行下辖了多个经营不同金融业务的独立机构，每一个独立机构都设计了针对自身业务特点的内部控制制度，但是银行整体的内部控制制度很难适应综合化经营下业务跨度大、业务流程差异化、评价体系不一致等特点，内部控制制度就可能存在缺陷，不能完全涵盖风险管理的需要。同时，由于缺乏相应的能力和技术手段，银行高管层将很难检查下级机构的内部控制制度。而控股公司内部各部门之间的协调和沟通更加困难，在危机发生初期无法事前预警，造成灾难性后果。

此外，综合经营过程中极易产生关联交易行为，从而形成风险传染。控股公司内部的关系，使得一个部门的风险传染到其他子公司。商业银行与其他金融机构面临的是不同性质的风险，如果混业，就可能无法切断风险传递的渠道。比如在次贷危机中，本来是次级房贷证券化这一金融衍生品出现了问题，但部分商业银行购买了这一高风险、高回报的金融衍生品而造成亏损，使自身的流动性变差，失去造血功能，最终导致破产。目前我国典型的银行综合化子公司模式中，总行与子公司以及子公司之间比较容易产生交叉持股、授信和担保、资产转让、应收应付、服务收费以及代理交易等形式的利益冲突和内部交易，可能导致风险沿着业务关联等链条传播到其他子公司或总行，系统风险增大。

4. 监管风险

（1）“九龙治海”问题

在我国现有的金融分业经营模式下，银监会、证监会、保监会分别监管银行、证券公司以及保险公司，分工明确，令行禁止。在混业经营条件下，银行与保险、券商等金融机构的分工将被打破，缺乏一个能对银行母子公司、金融控股公司进行经常化、系统化监管的机构，各个监管机构的监管职责不明确，可能导致监管效率低下，陷入“九龙治海”的难题。

（2）监管套利和道德风险

监管安全网只能覆盖到控股公司业务的一个或几个方面，控股公司有监管套利的动机，可能采取规避监管的行为，将集团风险转移或隐匿到不受监管或受监管较少的子公司。“Too big to fail”的金融控股公司会凭借在经济中的特殊地位产生道德风险。一旦金融平台做大，对整个金融体系具有不能撼动的作用，金融平台便有了“大而不倒”的资本，这会使其产生过分冒险的动机。

对于上文第一个问题，混业经营能否降低甚至消除非系统性风险：一些资产分散化做的较好商业银行在混业经营后，由于在合并财务报表里面有大量来自子公司的资产比如保险、券商子公司的股票投资以及长期股权投资，这使其分散化更加完善，非系统性风险是降低的。不过如果混业经营后，银行的资产组合和券商的资产



组合相关性高、不够分散，未必能够很好地降低非系统性风险。混业经营前，一些商业银行由于风险管理意识和水平的缺失，资产组合尤其是贷款、应收款项投资往往集中于某一行业，而城商行的资产先天地与某一地区的经济发展息息相关，分散化并不好。一旦经营券商业务，由于券商资产规模相对银行较小且券商的资产和银行资产相关性可能较强，分散化的效果也不是想象中的明显。例如商业银行评估采矿业未来发展前景良好，向采矿业放贷，而自己控股的券商自营部门基于相同的理由买入采矿业股票，虽然股权与债券在风险收益结构不尽相同，但是都是同一个行业，此时二者的强相关性对降低非系统性风险的作用可能微乎其微。

对于上文第二个问题，混业经营对系统性风险怎么影响：混业经营可能更倾向于增大系统性风险。首先，混业经营加大了资金链条的复杂性，在这链条上，可能会不断叠加杠杆，信用风险以担保、评级各种方式暂时性地隐藏或者转移，期限错配越来越严重，整个系统性风险不断扩大。其次，银行由于其自身极高的杠杆，自身投入的资本金非常有限，再加上商业银行对政府因为“大而不倒”会在银行遇难时救助的预期，银行过度冒险去追求高额利润的动机非常强烈。混业经营有利于银行规避监管，银行综合化经营之后就好比“狡兔三窟”，可以不断腾挪在银行、证券、保险、信托、基金之间，这为其过分冒险提供了有利条件。比如，今年令监管层头疼的影子银行问题就是一个金融机构为了追求利润在混业经营大潮下上下其手，声东击西的游戏。银行为了规避银监会对其贷款规模以及对象的限制，通过券商、信托将资金投向房地产企业、过剩产业或者地方融资平台。

混业经营对风险的影响一直是一个多有争论的话题，至今仍然未有共识。一方认为混业平台增加了业务的多样性，不再仅仅依靠利息收入，所以混业平台降低风险；另一方认为混业平台带来了更多信用风险、市场风险、操作风险、监管风险，最终带来了更大的系统性风险敞口，因此，混业平台增加风险。从这里我们可以看到争论的本质是混业经营带来的系统性风险边际量与非系统风险边际量的比较。

（四）银行系金融平台的风险管控

1. 业务调整与风险指标预防

通过大力拓展低风险、低资本消耗的业务，提高非利息收入比重，科学调控风险加权资产总量，满足监管资本的硬性要求，防范可能发生的系统性与非系统性风险。保持充足的自有资本，主动调整风险资产结构，使之随时与资本状况相适应。此外，在资产份额中保持一定的准备金，平时分期提取专项的风险补偿金，如风险基金和坏账准备金等，以补偿将来可能出现的损失。

决策时，事先预测风险发生的可能性及其影响程度，对超过商业银行风险承受能力、难以掌控的活动予以回避；如对于风险较大、难以控制的贷款，必须规避和拒绝；资产结构短期化，以降低流动性风险和利率风险；债权互换扬长避短，趋利避害；外汇业务，努力保持硬通货债权、软通货债务，规避汇率变化带来的风险。

此外，对于风险指标要做到及时自查、尽量严格要求，包括流动性比例、核心负债比例和流动性缺口率，不良资产率、操作风险损失率，正常贷款迁徙率、资产损失准备充足率和贷款损失准备充足率，核心资本充足率和资本充足率等等。

2. 建立“隔离墙”等风险内控制度



构建全面的风险管理平台，中国商业银行要从内部控制环境、风险识别与评估、内部控制措施、信息交流与反馈、监督评价与纠正五大基本要素入手，运用科学的方法对银行风险进行全面的识别和控制。在制度层面应对商业银行开展综合经营可能带来的一系列关联交易、跨市场风险等问题进行规范，进行有效的风险隔离，防止金融风险传染，子公司倒闭风险内部化。要在银行系金融控股集团内部的银行、证券、保险各个金融机构之间建立“防火墙”和“信息隔离墙”等隔离机制，既要有一道“风险防火墙”，强调将异业风险限制在各自业务领域内，防止风险的扩散和蔓延。又要有一道“资讯隔离墙”，禁止或限制跨部门、跨领域的信息传递，借以防止滥用信息和内幕交易行为的发生。与此同时，要避免局部风险系统化，强化风险管理和内控制度，建立风险控制文化，构建独立、权威性的风险监督、评价管理体系。建立完善的内部控制制度，明确责任，设立独立的内部审计部门，对内控系统进行综合性审计。

3.监管部门新思路

我国已经初步建立起了银行业综合化经营的监管框架。如银监会颁布的《金融租赁公司管理办法》、《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》等配套法规，另外还建立起了防火墙制度，如出台了对关联交易、互保互换等业务的一些规定要求。前银监会主席尚福林曾明确提出，综合化经营是一把“双刃剑”，既可能带来服务能力、整体效益和竞争力提高的好处，也可能带来风险传染性、复杂性、破坏性加大等问题。在综合化经营深化的背景下，银监会设置了三大“隔离”原则：机构、业务和退出三大隔离。机构隔离，明确与子公司之间管理职务不得兼任，以增进子公司的公司治理独立性。明确对子公司的责任底线，锁定风险责任上限。业务隔离，则是指合理设定子公司的业务职能、市场定位、经营目标。明确与子公司之间按照市场原则进行交易，相关业务标准、价格和收费不得优于独立第三方。退出隔离，即在一定时期内，如果子公司的资本回报率和资产回报率达不到所在行业平均水平，商业银行要主动退出，防止子公司经营不善影响银行整体盈利能力。

进行谨慎的监管和建立有建设性的定量模糊的政府安全网，出台规范金融控股公司运作的法律法规。加强金融监管制度体系的建设，实施有效的功能性监管，引入风险预警机制，建立强制信息披露制度等。建立有效的行业监管机制，确定一个主要的监管部门或监管协调机构。除分业经营本身需履行的职责外，还应明确金融控股公司的设立条件，审批业务范围，允许或禁止金融控股公司以自己的名义或通过控股子公司从事某些业务，全国财政部门研究确立控股公司内各公司会计报表的并表原则，研究实施对整个金融控股公司的风险监管—包括资本充足率、流动性要求、监督大额内部交易、防止集团内不良关联交易等。

四、结论

银行系金融平台近些年发展较快，纷纷抢夺各个金融牌照，在综合化经营上初具规模，尤其在金融租赁、基金等领域，大型国有商业银行在综合化经营中无论是资产规模还是利润水平都遥遥领先，工商银行 2016 年租赁公司资产规模为 3006 亿元，而招商银行的租赁公司规模为 1370 亿元。不过，现阶段综合化经营中金融租赁、信托这些和信贷业务类似或者仅仅作为信贷通道的业务比重较大，综合化经营子公司中金融租赁公司的规模往往远远高于其他子公司。随着大资管时代的来临，保险、券商、基金发展也较快。

另外，城商行综合化相对迟缓，对消费金融表现出较大的热情，南京银行参股的苏宁消费金融就采用了最时髦的O2O模式以及大数据技术，进行消费授信。非银子公司规模仍然太小，资产和利润大多不足母公司的 5%，另外，盈利能力不够强，盈利能力指标往往低于行业平均水平。建设银行综合化子公司净利润仅占比 2.22%，

平均ROE11.06%，招商银行综合化子公司净利润占比 4.89%，平均ROE11.88%。

建设银行综合化经营无论是深度还是宽度都发展的较好，基本上实现了全牌照经营。建设银行子公司突飞猛进，建设银行旗下的建信人寿紧跟时势，迅速扩张，资产规模由 14 年的 405.87 亿元增加到 16 年的 1101.16 亿元，复合增速为 64.71%，保费收入也在银行系居于首位。建银国际资产规模由 14 年的 178.5 亿增长到 16 年 544.43 亿元，复合增速 74.64%。建设银行的管理层也不断表达对综合化经营的决心。

招商银行在宽度上不及大型国有银行，但是有的放矢，步步为营。最近几年，加大券商、保险行业的发展力度，保险行业上，招商银行不断增资，16 年注册资本已达 28 亿，仅在 16 年就增资 13.5 亿元；16 年，招商银行对招银国际增资 4 亿美元，资产规模迅速膨胀，利润也迅速增长，总资产由 14 年的 21.23 亿元增长到 77.50 亿元。根据招商银行的组织架构调整，招商银行未来将积极实施“投行+商行”战略，在资本市场大发展的机遇下抢占蛋糕。

国际经验证明，商业银行综合化经营之后往往会提高非息收入占比，花旗银行在通过合并重组之后，非息收入占比提高，由一个传统的商业银行转型为一个全能型的银行控股集团。我国商业银行平均非息收入占比不到 30%，而国际平均水平在 40%以上，我国商业银行通过综合化经营实现非息收入增加仍然有较大空间。

银行与综合化子公司协同过程中，既要充分发挥各自的优势，同时应该注意防范协同过程可能产生的信用风险、期限错配、流动性风险、操作风险等。

银行综合化经营一方面通过分散化经营可能会降低非系统性风险，通过非息收入平滑利息收入的过分波动。但另一方面可能会增大系统性风险敞口，加剧银行金融平台的脆弱性，花旗银行在金融危机陷入巨大的漩涡和其综合化经营中不断增大的系统性风险密切相关。

在构建银行系金融平台过程中，我们可以通过调整业务结构、构造系统地风险指标体系以及建立“隔离墙”等风险内控制度来防范综合化经营带来的风险。在我国，已经初步建立起了银行业综合化经营的监管框架。如银监会颁布的《金融租赁公司管理办法》、《商业银行投资保险公司股权试点管理办法》等配套法规，另外还建立起了防火墙制度，如出台了关联交易、互保互换等业务的一些规定要求。在综合化经营深化的背景下，银监会设置了三大“隔离”原则：机构、业务和退出三大隔离。这为银行系综合化经营提供了良好的监管环境，有利于银行系金融平台健康发展。



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。对中国银行业转型和银行新兴业务有深入研究，包括：资产托管、财富管理、村镇银行、中小微企业信贷、理财业务、移动支付、银行业国际化等。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 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

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

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

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

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

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

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

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

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

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@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。本报告清晰准确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。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622