



## 联讯证券专题研究

# 银行投顾手册

2019年10月31日

### 投资要点

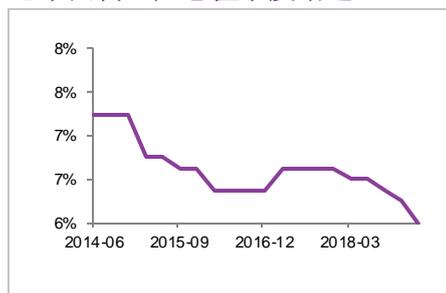
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

《GDP6.0 后的政策抉择》2019-10-18

《CPI 高位会维持多久？》2019-10-22

《四季度宏观经济与债券市场展望》

2019-10-25

《重塑中国区域经济大格局——粤港澳大湾区研究系列之 5》2019-10-28

《评 10 月制造业 PMI：对四季度经济无需悲观》2019-10-31

### ◇ 银行投顾手册

2017 年后产品形式的委外受到严格的限制，银行对非银资管存在较强的戒心与不信任感，但银行对投研服务的需求仍然比较旺盛。

投顾虽然有沟通交流时间长（可能会丧失最佳的投资机会）、投资范围狭窄（基本以平层债券投资为主，权益、国债期货等衍生品无法投资，甚至交易所的债券交易也不能做）等问题，但在产品形式被限制后，这可能是银行（中小行）为数不多的，能够获取外部投研支持的成熟渠道了。

而且，最关键的是，在投顾模式下，银行对资金业务的参与度会比产品模式更高，能时刻把握自身的投资与持仓，既对投研与业务体系的建设完善更有益，也能有效防范过去产品模式下可能出现的道德风险，缓解银行对非银机构的戒心与不信任感。

因此，我们认为投顾可能是未来中小行与非银资管之间合作的重要方式。

未来，要做好投顾，中小行可以学习大行“白名单+打分+动态调整”的体系，但在具体的设置与细节上需要做适当的修改，根据自身的情况进行调整。非银资管在勤勉尽职的前提下，建设强大的投研团队，加强对银行的服务。

### ◇ 风险提示：监管超预期



## 目 录

一、脆弱的平衡：信任感 VS 投研需求.....	3
二、投顾的未来.....	5
（一）大行与中小行的分化 .....	5
（二）中小行开展投顾业务的要点.....	7
（三）非银资管的发力点.....	10



## 一、脆弱的平衡：信任感 VS 投研需求

2014-2016 年，伴随着货币宽松与低迷的实体经济，金融市场出现了大规模的同业空转套利现象，多年来发展缓慢的资管行业凭借着这一波的同业互买嵌套，实现了飞跃式的发展，规模跨入百万亿大关。

但高规模之后，随之而来的是管理难题。中小银行的理财与同业业务大幅扩张，负债成本刚性化，对资产端做高收益的能力提出了高要求，但投研团队的资产配置、交易与风险评估筛选能力却没有跟上；大行虽有厚实且专业的投资团队，但与快速扩张超万亿的理财资金相比，团队的配置与建设速度依然落后。

于是，在要收益、要规模与自身能力无法满足管理需求的矛盾驱动下，委外业务开始兴起并蓬勃发展。

从形式上看，委外业务分为两种。一是产品形式，银行自营或理财资金通过购买证券公司资管产品的形式，将资金委托给证券公司的资管部门管理，银行获取固定的投资回报收益，证券公司获取管理费与超额收益；二是投顾形式，证券公司为银行提供投资建议，银行择机听取，在自身的系统与托管账户中操作，证券公司收取一定的投顾费用。

由于当时，1) 证券公司的资管产品还具备“刚兑”的光环，仍属无风险的金融资产；

2) 银行自身风控严格，在投资信用债的评级、杠杆等方面具有较多限制，下沉资质或高杠杆或利用国债期货等衍生品对冲等策略手段都无法在投顾的委外形式下进行，银行获得的收益要比产品形式的委外更低；

3) 投顾需要银行自身配备相应的交易与投资团队，不如产品形式的委外方便。

因此，在 2014-2016 年间，第一种形式的委外在市场上更为普遍。据普益标准的数据，不考虑投顾，2016 年三季度，银行理财的委外规模可能已经超过了 3 万亿，农村金融机构的委外比例达到了近 50%。

但 2017 年后，产品形式的委外规模尤其是中小行的委外规模趋于收缩。

一方面是因为 2016 年四季度债灾来临时，银行购买的券商资管产品出现了较大的浮亏，当产品到期或银行赎回时，券商无法对亏损做出有效的应对，“刚兑无风险”的声誉受损，银行逐渐认识到即使是委外，非银的投资水准也存在千差万别，不一定会取得更好更稳健的收益。

而且在委外的过程中，也一度出现部分非银机构为自身利益损害委托人利益的行为，这使得银行对非银资管的信任度明显下降，对再次合作存在戒心；

另一方面是因为在金融严监管去杠杆背景下，银保监会严查同业空转套利行为，不少地方的监管机构对银行施以更强的政策约束，如不让银行的委外资金出省，甚至不能做委外业务，存量项目到期不能再续等。

在政策压力与银行信任危机的影响下，产品形式的委外业务一度陷入停滞，非银资管的管理规模快速收缩，在金融机构资产负债表中，体现银行委外规模的对其他金融机构的债权这一项，在 2018 年初达到峰值后至今，已经收缩了近 5 万亿。

看起来，曾经盛极一时的银行委外浪潮在褪去。

但从根本上讲，银行委外的需求还在。因为委外出现的根源是银行管理资金所需的投研能力与实际的投研团队建设之间存在矛盾，这个矛盾在 2017 年后并没有出现根本



性的变化。

1、不少农商行曾在 2016 年利率低点的位置入场，存量资产现在依然处于浮亏的状态，需要利用交易等手段去处置，但很多银行自身交易能力有限，对存量资产的处置能力不足；

2、负债成本偏高，市场又再度出现资产荒，银行重新面对 2016 年的尴尬境地，配什么、怎么配再次成为很多银行资金业务管理的难题。

从负债端来看，表外同业理财趋于消亡，银行资管更依赖零售理财发力，但多年购买“刚兑”理财形成的思维在短期内很难转变，零售端接受净值型理财比较困难，很多投资者依然希望银行给出一个预期收益的报价，很多银行为中和监管的净值要求与客户需求，会给出一个业绩基准。

在过渡转型的关键时期，为保住客户与理财规模，这个业绩基准其实和“预期收益”无异，在某种程度上变成了银行理财的“隐性”负债成本，给了银行理财较大的做收益压力。

在表内，银行存款端未实现真正意义上的利率市场化，在净值化转型仍在路上、货币与类货币资管产品层出不穷以及同区域争夺市场份额要规模的竞争压力下，银行的揽储难度加大，很多银行被迫采取大额存单、结构化存款等高息揽储工具来吸收存款，负债成本明显提升，自营从资负部获得的资金成本水涨船高，在资产端做收益的诉求也明显提升。

但从资产端来看，现在又是处于缺乏优质高收益资产的状态。地产融资被抑制，实体经济创造资产的能力受限，非标增量虽有好转，但仍是负增长；

股票虽有结构性的机会，但表内自营受制于法规限制，无法直接投资，理财投资需满足较为严苛的条件，且需控制投资比例以避免高波动；

债券，利率的点位已经偏低（历史三分位数），信用债高评级的下不去手，因为收益太低；低评级的也下不去手，因为收益太高，风险太高。最放心的只有城投，但城投现在收益也很低，1 年期的大致处于 10%分位数的水平，对负债成本的保护非常单薄。

因此，中小银行很难再像过去一样简单的去做配置。

未来需要：1) 加强波段操作能力，提升资本利得收益；2) 加强信用个券筛选，挑选具有超额收益的个券。而这两点，对很多基础薄弱的银行来说，很难依靠现有的投研团队实现。

3、从长远来看，后资管新规时代，理财净值化转型是趋势。净值化产品在缺失了预期收益+资金池模式的“保护”后，将真实体现出管理人的投资能力，金融资产的价格走势、波动变化将直观的体现在投资者的面前，产品的投资回报率与净值的稳定性成为了银行理财规模竞争的核心，而投研能力是核心中的核心。

4、2018 年 4 号文之后，异地非持牌机构没有获得许可证不能异地开展业务，很多中小行的金融市场部或资管部被迫撤回归属地，一批专业的债券投研人员没有跟随中小行回去，而选择留在了北上深，中小行的投研人才出现了断档，对外部投研的需求进一步提升。

因此，综合以上几点，即使产品形式的委外现在仍然受到严格的限制，银行对非银资管存在较强的戒心与不信任感，我们也依然相信银行这端对投研服务的需求仍然比较



旺盛。

投顾虽然有沟通交流时间长（可能会丧失最佳的投资机会）、投资范围狭窄（基本以平层债券投资为主，权益、国债期货等衍生品无法投资，甚至交易所的债券交易也不能做）等问题，但在产品形式被限制后，这可能是银行（中小行）为数不多的，能够获取外部投研支持的成熟渠道了。

而且，最关键的是，在投顾模式下，银行对资金业务的参与度会比产品模式更高，能时刻把握自身的投资与持仓，既对投研与业务体系的建设完善更有益，也能有效防范过去产品模式下可能出现的道德风险，缓解银行对非银机构的戒心与不信任感。

因此，我们认为投顾可能是未来中小行与非银资管之间合作的重要方式。

## 二、投顾的未来

投顾模式起步比较早，但发展的一般。在 2014-2016 年间，虽然规模也出现了明显的扩张，但实际发展的比较粗放，业务开展过程中存在较多弊端。

在现在新的资管与监管环境下，中小行要利用好投顾，需要有新的思维与新的模式。

### （一）大行与中小行的分化

大行与中小行聘请外部非银机构充当投顾，对投顾的要求、筛选与投后管理等方面有不同的侧重点。大行更为规范复杂，中小行简单，更多看重投顾的报价，将其作为产品模式委外的替代品。

对国有行和股份行以及部分大型的区域性银行，他们主要以产品形式的委外为主，投顾模式下的委外偏少，因为现有的监管法规要求对他们的约束更低，采取产品模式能够有效扩展资金的投资范围，同时节省沟通成本。

但尽管如此，大行在做投顾时，仍有一套相对比较完善的体系，在投顾筛选、与投顾的交流互动等领域都比较成熟。

1、投顾的筛选采取白名单制+分指标打分的模式展开。其中，白名单是门槛，非银机构只有进入了大行设置的白名单，才有机会进入打分环节，与银行形成真正业务上的合作。

白名单的设置，大行一般看重金融机构的管理规模（公募、私募）、资本金规模（证券公司）和监管评级等因素，采用划线的方式确定白名单机构。比如某大行，在 2016-2017 年时，要求券商资管和基金综合排名前 50，私募债券管理规模超过 200 亿，才有资格进入白名单库。

在打分层面，银行会对公司概况（资本金规模、排名、监管评级、综合实力等）、历史业绩（收益率、回撤、风险收益比等）、投资团队（组成结构、经验等）、投资风格与策略、风控体系（信用风险、市场风险与操作风险的识别）以及其他因素分别赋予相应的权重，然后由资管部门、自营部门以及其他相关的合作部门打分。

另外，值得关注的是，随着委外模式的盛行成熟，越来越多的银行不仅关注非银机构的投研能力，对非银机构的产业链和能够带给银行的附加价值也越来越看重。

比如，因为存款对银行有着非常重要的意义，所以有些银行还会看非银机构能够给银行带来的存款规模，对此赋予相对比较高的权重，如证券公司就看能给银行带来的保



证金存款多少。

还有些银行会看重非银机构的投行与项目储备，因为在现在优质资产缺乏的情况下，投行承揽能力较高，能获得优质的项目，能带给银行优质的高收益资产，这对非银机构而言，无疑是一个有效的加分项。

因此，在此种筛选体系下，投顾管理人所处的平台和背景十分重要，中小机构往往会被排除在外，大行往往与头部机构结成投顾合作关系。

2、投顾不同于产品形式，最后的交易操作由银行执行，沟通交流上花费的时间会相对比较长，因此投顾模式下，沟通决策机制十分重要。

对这一点，不同的银行会有不同的做法，部分银行会在投顾协议中，约定双方的权力与义务，双方对市场的走势有不同的分歧与观点，要通过互动与交流协商解决，确定最终的投资建议。在大多数时候，以投顾机构的判断为主。

同时，双方会建立定期与不定期面对面的交流的机制，有些是按周，有些是双周，也有些是按月和按季。当金融市场出现大的波动，比如 2016 年四季度债券市场暴跌，银行还会与投顾机构进行临时的商讨。

当然，在平时的操作中，银行与投顾机构的频繁沟通是必不可少的。

3、白名单动态更新，实时淘汰。

在经过一段时间的合作后，银行会对投资收益做相应的归因分析，判断收益的来源。若依据分析，投顾的风格与此前承诺的相比，出现了明显的漂移，或者投顾在合作过程中，并没有展现出较强且稳定的市场的分析判断能力，那么银行可能会提前停止合作。

通过这样的规范，银行可以实现白名单内的金融机构与合作金融机构的最优化。

对中小区域性银行，以前投顾更多像是产品模式委外的替代品，面对不断扩张增长的高负债与资产荒，非银机构报出的预期收益成为了中小行的优先选项，能够帮助做到多高的收益水平，成为了这些银行筛选投顾的最重要的标准。

在非银机构充当投顾的过程中，银行自身的团队主要以交易复核、交易操作的身份参与，对投研分析、信用评估、调仓交易、投后监控等核心过程参与的不多，与产品模式基本无差别。

在投后管理上，中小区域银行也“简洁”化，较少去做归因分析，对投资者的风格缺乏有效的了解，无法淘汰低效、竞争力不足、收益的实现过度建立在风险之上的投顾合作机构。

后期，很多中小区域银行开始仿照大行，也设置白名单，学习大行相对成熟的投顾模式，但实践中仍然存在问题。

大行的投顾管理模式虽然有较强的借鉴意义，但一来其自身的筛选体系仍存在弊端，二来中小行有其特殊性，没有办法全面复制这种模式，不考虑自身情况而盲目照搬，投顾模式的效果可能会大打折扣。

比如依据大行的白名单门槛要求设置，能够入围中小区域银行投顾名单的机构大部分也会是头部的非银机构，这样，中小行固然可以充分享受这些头部非银机构相对严格的风控与投研体系，但资源是有限且排他的，中小区域银行要与大行“共享”，并不讨好。



从对应关系上来讲，头部的非银机构在层次上对应的就是大行。同样是客户，大行可能为头部机构贡献百亿以上的规模与数十亿计的投顾收益，而中小区域银行可能只有数十亿的规模和百万与千万计的收益，两者在头部非银机构心目中的位置是天然不对等的。

中小区域银行若与其合作，可能会被“冷落”，通过投顾提高自身投研实力的愿望也可能落空。

之前在产品模式委外盛行之时，我们调研了解到的情况也是如此，中小银行虽然同样购买了非银的资管产品，但在大型金融机构那边往往会被“忽视”，无法得到重视。

现在转为投顾模式后，银行对服务的要求提升，非银要花费更多的时间与精力去服务银行客户，我们更难期待大型金融机构能够改变这种现象。

而且，管理规模与综合排名靠前并不意味着投研能力就更强。在 2016 年四季度至 2017 年的债券熊市中，也同样有排名前列的非银资管出现大额浮亏、收益没有做到要求，与银行客户发生扯皮的现象。

再有，大行与中小区域银行对投顾服务的诉求存在细微的差异。大行有雄厚的资本与人才储备，在投顾服务上可能偏好自身比较薄弱的领域，比如量化、衍生品与权益等方面，对债券等传统的固定收益投资的要求不多，对估值、资金业务流程与风控等中后台的诉求几乎没有。

但中小区域银行在标债资产领域的投资都尚未做好，它要求的投顾，也不仅是在投研领域，在内部信用评级、风控与资金交易等领域也需要非银机构能够给予支持。

因此，中小区域银行的投顾体系不能够“鹦鹉学舌”式的照搬大行，需要根据自身需求与实际情况进行设定。

## （二）中小行开展投顾业务的要点

那怎样的投顾模式才是适合中小银行的投顾模式呢？

我们认为，整体框架上，中小行可以学习大行“白名单+打分+动态调整”的体系，但在具体的设置与细节上需要做适当的修改，根据自身的情况进行调整。

具体来说，

第一，筛选投顾过程中，白名单的设置门槛切勿唯规模与评级论，投资团队与投资经理才是真正应该被特别重视的因素。

中小区域银行在设置白名单时，可以模仿大行，对管理规模、注册资本金、监管评级和股东背景等基础情况做出适当的要求，但建议在控制风险的情况下，适当降低门槛。

一方面，管理规模与注册资本金固然能够在一定程度上反映出某个机构的投资管理能力与对风险的抵御能力。

但正如我们前文所述，具有较高管理规模和雄厚资本金的大机构往往会具有较多的客户，而当某个非银机构已经拥有一堆甲方客户时，再往里扎堆，反而可能会适得其反。

另一方面，为了控制风险，银行在筛选投顾时，确实应该关注证监会的权威评级，因为它“主要体现的是证券公司合规管理和风险控制的整体结果”。但不能过度重视，将评级作为一刀切的关键指标，建议将门槛定为 B 级以上即可。



因为投顾不同于委外，其投资决策行为最终还是要受银行自身的合规与风控体系限制，和非银资管所处的合规与风控环境关联不大。

而且监管评级也不能有效代表机构的投研能力，在 2015-2016 年承接了大量委外的高监管评级机构，同样也出现了很多浮亏。

说到底，对银行的资金管理提出投资建议的最终还是人，平台和机构的大小与评级不一定能代表投资团队的真实水平。

在现在这个环境下，跳槽变换机构是常有的事，大机构优秀的投资经理跳槽到具有较高待遇与较好激励机制的中小机构也不少见，所以应该更多将重心放在投资团队与投资经理筛选上。

中小银行在设置白名单门槛时，建议适当降低要求，将更多的中小机构纳入至白名单中，并在打分过程中，对投资团队这一项的评估给予较高的权重，更多关注投资团队本身；。

第二，以 FOF/MOM 的思维去打分评价，定量与定性相结合。

在明晰了白名单的设置后，接下来更为重要的是怎么对白名单里面的机构进行评价打分，找到最为合适的投顾机构。

在具体指标的设置上，我们认为至少需要包括公司概况、投资团队、研究团队三大类。在三类中，对公司概况要给予低权重，而对投资与研究团队给予高权重，比如按 20%、50%与 30%的比例来分配。

对公司概况，一来要常规性的考察公司的资本金、股东背景与公司评级等指标；二来考虑公司上下对资管与投顾业务的重视程度与支持力度，这直接决定了非银机构对这方面的投入以及部门协同合作为银行服务的可能性。

对投资团队，我们建议采用 FOF/MOM 评价基金或投资经理的方法去评估，不一定要选择收益最高的，但一定要选择最为稳健的，把握好风险与收益之间的平衡。

具体实施时，考察的因素至少要有：

1) 短中长期的历史业绩、风险收益比/夏普比例等经过风险调整后的收益率、风险偏离度、最大回撤、回撤率等涵盖风险与收益评价的指标；

2) 过去业绩的归因分析，确定投资团队擅长的投资策略与风格；

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_9328](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9328)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>