

# 研究报告

2017 年第 133 期

2017.12.13

执笔：马素红

ma.suhong@icbccs.icbc.com.cn

## 资管新规的核心内容、影响及下一步走向

### 要点

- 近年来，我国资产管理行业在服务实体经济、增加市场流动性和丰富居民财富管理市场的同时，实现了自身规模的迅速增长，但也存在业务发展不规范、金融风险隐患积累的问题。
- 针对过去的大资管行业缺少统一的业务管理标准、法律法规标准和监督管理标准的问题，中国人民银行等五部门近日联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《指导意见》）。该《指导意见》具有重要的积极意义，有利于统一同类资管产品的监管标准，消除监管套利，防范业务发展风险，引导资管业务回归本源，促进行业长期健康发展。与此同时，资管新规在中短期内将对各类金融机构的资管业务转型带来深刻影响乃至冲击。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 资管新规的核心内容、影响及下一步走向

近年来，我国资产管理行业在服务实体经济、增加市场流动性和丰富居民财富管理市场的同时，实现了自身规模的迅速增长，但也存在业务发展不规范、金融风险隐患积累的问题。针对过去的大资管行业缺少统一的业务管理标准、法律法规标准和监督管理标准的问题，中国人民银行等五部门近日联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《指导意见》）。该《指导意见》具有重要的积极意义，有利于统一同类资管产品的监管标准，消除监管套利，防范业务发展风险，引导资管业务回归本源，促进行业长期健康发展。与此同时，资管新规在中短期内将对各类金融机构的资管业务转型带来深刻影响乃至冲击。

### 一、核心内容

《指导意见》共29条，主要思路是统一监管标准、防控金融风险、有序规范创新。具体内容包括：净值化管理、打破刚性兑付、消除多层嵌套和通道、规范资金池、限制杠杆水平、提高资本和风险准备金要求、第三方独立托管、提高投资者门槛等。

#### 1. 实行净值化管理，打破刚性兑付要求

刚性兑付是中国金融业长期存在的痼疾，且实际监管中难以量化。《指导意见》明确了刚性兑付的认定细则：一是资产管理产品的发行人或者管理人违反公允价值确定净值原则对产品进行保本保收益。二是采取滚动发行等方式使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益。三是资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付。《指导意见》根据行为过程和最终结果对刚性兑付进行了明确界定显然是一次重要突破，有助于进一步规范金融市场主体行为。



《指导意见》规定，“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。”应当指出的是，资管产品的净值化管理与打破刚性兑付紧密相连。因为净值化管理有助于解决资产池的分离定价与资金流向透明化问题，降低资管产品的信息不对称性，从根本上杜绝了金融机构变相开展资金池业务的可能。这无形中也体现当前监管部门所强调的监管统一性与穿透性。

## 2. 消除多层嵌套和通道业务

《指导意见》规定，资产管理产品可以投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）。这意味着除公募基金外，资管产品的结构最多有两层，即资产管理产品 A-资产管理产品 B。

## 3. 规范资金池业务

《指导意见》规定，封闭式产品最短期限不得低于90天、非标债权资产严格期限匹配等。这在《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8号）对理财业务非标债权资产限额管理等基础上，将进一步限制非标债权资产投资，并对银行理财的流动性管理提出更高要求，同时导致银行理财产品收益率下降。

## 4. 限制资管产品的杠杆水平

过度加杠杆是造成金融市场波动的主要原因（比如，2015年股灾、2017年债市波动）。《指导意见》对资管产品的负债杠杆和分级杠杆均进行了严格规定，明确按照穿透原则核算负债杠杆，禁止资管产品持有人以所持产品份额进行质押融资等负债行为，同时明确指出四类产品不得分级，并对分级私募产品的负债杠杆和分级比例进行了严格限定。可以说，此次资管产品杠杆管理的精细化和严格程度均较以往有明显提高，对后续资管业务的盈利模式和操作方式会造成较大影响。

## 5. 强化资本和风险准备金计提要求

为应对操作风险和非预期风险，《指导意见》要求资管产品需计提风险准备

金，根据管理费来制定相应的风险准备金计提标准，并明确了风险准备金的使用范围，比如，用于弥补因金融机构违法违规、违反资管产品协议、操作错误或者技术故障等给资管产品财产或者投资者造成的损失。需要指出的是，资管产品的资本和风险准备金计提主要是防范金融机构违规行为，与传统意义上吸收损失的概念不同，并不是满足刚性兑付的需要。

#### 6. 第三方独立托管

《指导意见》规定，金融机构发行的资产管理产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管。这一规定将对银行类金融机构的资管业务带来深远影响。在实际操作环节，要实现全部理财产品第三方独立托管相当困难。借鉴互联网金融机构资金第三方存管的发展历程，这需要受托方和委托方实现业务流程对接和业务系统的搭建、实现每个理财产品“单独管理、单独建账、单独核算”，整个技术搭建流程相当漫长。

或许考虑到实际操作状况，《指导意见》还是设立了较长的过渡期（《指导意见》发布实施后至2019年6月30日）——过渡期内有托管资质的商业银行可以托管本行理财产品，过渡期后有托管资质的商业银行需要设立子公司开展资管业务。

#### 7. 提高投资者门槛

《指导意见》提高了合格投资者标准，意味着私募基金及其他资管产品的门槛均提高。“合格投资者”是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人：（一）家庭金融资产不低于500万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元，且具有2年以上投资经历。（二）最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。（三）金融监督管理部门视为合格投资者的其他情形。



## 二、对资管行业格局的影响

随着资产管理行业顶层设计统一标准出台，大资管行业<sup>1</sup>将迎来规范化发展和长期利好。从中短期来看，资管新规中的净值化管理、打破刚兑、去通道等要求，对银行理财、信托行业带来的冲击最大。由于新规中有关资管产品的杠杆率、投资者管理、信息披露、净值管理等要求，均是参照公募基金的监管标准制定的，因此公募基金行业受到的边际影响不大。应当指出的是，由于银行、券商、基金、保险等各类机构的跨行业资产管理合作日益密切，如果过渡期出现银行资管的萎缩或市场震荡，其他类型的金融机构恐难以独善其身。

### （一）银行资管亟待转型

资管新规之下，银行理财面临着净值化管理转型和打破刚兑的问题。之前，银行通过滚动续发、资金池模式实现资产与负债错配，给客户提供了稳定的预期收益率（某种程度上也是刚性兑付预期）。理财产品的保本保收益属性<sup>2</sup>是投资者最为看重的一点，打破刚兑之后，银行理财业务无疑将受到较大冲击。打破刚兑对银行资管的影响体现在：首先，银行须对资管产品进行净值化管理，根据公允价值原则生成产品净值并定期披露，资管产品稍有投资失误，就将通过净值下滑展现在投资者面前。其次，随着刚兑被打破，产品预期收益率对产品销售的作用将逐步下滑，投资者的关注点将转向这类产品以往的净值表现，以及不同机构的投资业绩表现，银行的主动投资管理能力将成为其吸引客户的核心竞争力。再次，保本型理财逐渐退出市场之后，银行需要通过结构化存款、大额存单等替代性产品来填补相应的产品空白。此外，考虑到新规中关于资管产品第三方托管的要求，银行目前多以内设部门形式开展的资管业务，下一步

<sup>1</sup> 根据《中国金融稳定报告 2017》：截至 2016 年末，银行表内、表外理财产品资金余额分别为 5.9 万亿元、23.1 万亿元；信托公司受托管理的资金信托余额为 17.5 万亿元；公募基金、私募基金、证券公司资产管理计划、基金及其子公司资产管理计划、保险资产管理计划的规模分别为 9.2 万亿元、10.2 万亿元、17.6 万亿元、16.9 万亿元、1.7 万亿元。剔除交叉持有的因素后，各行业金融机构资产管理业务总规模约 60 多万亿元。

<sup>2</sup> 据普益财富数据显示，截至 2017 年三季度保本类理财产品的存续规模仍超过 5 万亿元，其中全国型银行（包括国有银行和股份制银行）、城市商业银行、农村金融机构保本类理财产品占比分别为 20.99%、23.05%、32.04%。

恐须转型为银行系资管子公司的形式。由此衍生出的问题不仅涉及到资管业务的产品类型、业务类型以及投资方向的调整，还涉及到新的资管子公司与现有基金子公司如何差异化定位问题。

## （二）信托“去通道”

首先，信托公司的通道业务将受到重大影响，市面上绝大多数结构化通道业务都受到限制。目前，通道业务约占到信托业务的60%左右。《指导意见》发布后的一周（11月20-26）时间，信托规模环比突降，下跌近六成。这虽然与年底市场资金紧张相关，也与资管新规的影响密不可分。此外，严格禁止期限错配、份额分级、多层嵌套等，对信托产品影响也较大，传统的嵌套和通道业务的规模会大幅度下降。

其次，打破刚兑对信托产品影响也较大。虽然过去几年信托产品延期兑付和无法兑付的情况也屡屡发生，但是整体占比非常小，而且往往多数信托产品的兑付最终得到解决。

信托公司在当前过渡期内，应加强主动管理能力，寻找符合监管方向的业务增长点，尽早减少对通道业务的依赖。

## （三）券商承接银行委外<sup>3</sup>的难度加大

资管新规要求资管产品按照公允价值法进行估值，估值方法的改变对券商与银行的委外合作有不小影响，券商承接委外的难度肯定会加大。从以往的合作看，银行负债端有固定收益的产品需求，券商资管按照成本法估值恰恰可以提供这类资产。二者在刚性兑付产品的供需方面高度契合，使得银行对券商资管的委外规模不断膨胀。估值方法的改变将使得券商资管产品与公募基金债券产品一样，净值随市场变化而波动。短期来看，券商资管对银行的吸引力大大弱化。不过，估值方法的改变是大势所趋，券商资管与公募基金以后要在同一规则下投资，未来比拼的将是主动管理能力。

## （四）公募基金的分级基金将退出市场，基金子公司面临转型压力

<sup>3</sup> 委外也就是银行委外业务，它是指银行理财资金委托外部投资，基金公司资产管理计划、券商资产管理计划、信托计划、保险计划成为委外投资的四大形式。



运作透明规范的公募基金受资管新规的影响较小，但新规中有关分级基金、通道业务的要求，将对公募基金的产品结构、子公司业务带来重要影响。

### 1. 分级基金或将退出历史舞台

按照《指导意见》的明确规定，四类产品不得进行份额分级，其中第一类就是公募基金。这意味着公募不得再发行分级基金。分级基金诞生于2007年，曾在2015年牛市阶段实现爆发式大发展，但因其助涨助跌的性质，监管层今年对其实施了“去杠杆”进程。自2017年5月1日开始实施分级基金新规以来，分级基金市场总规模逐月下行，市场人气日渐低迷。据统计，今年以来市场有2只分级基金清盘，12只分级基金转型，且主要转型为LOF和定期开放产品。尽管资管新规仍在征求意见，但严监管大局已定，新的分级基金已经停止审批，在过渡期后，存量分级基金是否要统一清理退市尚待监管明确。

### 2. 基金子公司受到更严监管约束，需谋求业务转型

《指导意见》明确指出，将消除多层嵌套和通道业务，金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，这对于通道业务一度占比近八成的基金子公司来说，可谓是从政策红利秒变为政策高压，经营转型压力进一步增大。

基金子公司的成立得益于监管套利。即在信托公司开展通道业务受到银监会的监管约束的背景下，基金子公司快速“补位”，承接了大量信托公司未能开展的通道业务，一口气发展成为资产管理行业的庞然大物。基金子公司仅仅用了短短不到4年的时间（2012年底至2016年底）<sup>4</sup>，便实现了从零到约11万亿的资产管理规模跨越式发展。此前基金子公司新规<sup>5</sup>的净资本约束已经让很多基金子公司意识到通道业务的不可持续，但资管新规的要求更进一步，彻底终结了基金子公司重度依赖通道业务发展的路径，这势必倒逼基金子公司寻找新的发

<sup>4</sup> 2012年9月26日，证监会发布《关于实施〈基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法〉有关问题的规定》。当年11月16日，首批公募机构拿到了成立子公司的批文，开启了基金子公司跨越式发展的时代。

<sup>5</sup> 2016年12月2日，证监会正式下发并公布《基金管理公司子公司管理规定》（下称《管理规定》）及《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》（下称《风控规定》），对基金子公司在净资本、股东资格、业务规范性等方面提出多项要求。

展路径。在监管日趋严厉和公平的趋势下，唯有加大主动管理产品的配置，尽量淡出通道业务，才是基金子公司谋求的转型方向。

### 3. ETF 两融质押或受冲击

《指导意见》中“资产管理产品的持有人不得以所持有的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆”的要求，或将对 ETF 质押影响较大。有基金公司人士呼吁，鉴于 ETF 持仓分散透明、流动性较高，未来应当对 ETF 质押融资予以放行。

#### （五）私募基金门槛提高、产品结构或受影响

一是私募基金门槛的提高。《指导意见》提高了合格投资者标准，并规定：金融机构不得通过对资产管理产品进行拆分等方式，向风险识别能力和风险承担能力低于产品风险等级的投资者销售资产管理产品。事实上，投资者具备较强的风险识别能力和风险承担能力是打破刚性兑付的前提，也是“买者自负”可以逐渐落实的基础，所以加强投资者适当性管理有助于推动资产管理行业长期健康发展。

二是分级私募产品恐将退出。根据《指导意见》，除了公募基金外，还有三类产品也不得进行份额分级，这三类均为私募产品。一是开放式私募产品；二是投资于单一投资标的私募产品，投资比例超过50%即视为单一；三是投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的私募产品。显然，这对不少私募产品存在较大影响。

三是实施风险准备金制度。根据《指导意见》，私募基金应当参照金融机构，计提风险准备金。需要明确的是，计提风险准备金不是为了兑付投资者本金和收益，仅仅是为了弥补私募基金管理人因自身过失过错给投资者造成的损失。

## 三、资管新规落地仍需解决的问题

资管新规仍在征求意见中，如何进一步完善，使其更符合资管行业的实际情况，更具有操作性，并避免在实施过程中引发新的系统性风险，是需要监管当局和金融机构共同慎重考虑的问题。具体而言，资管新规从征求意见稿到落



地实施，还需要解决以下问题：

一是理财客户已经习惯了理财产品的预期收益率模式，如何做好投资者教育，并“有序”打破刚兑，避免出现群体性事件，无疑是一个对政策水平和政治智慧构成双重考验的难题。

二是期限错配问题。非标资产期限较长，一般为5-10年，如果在2年的过渡期之后，只能发行期限匹配产品，如客户不接受可能导致无法找到资金支持长期的非标资产，从而使非标资产面临巨大的流动性压力和规模枯萎。

三是银行存量资管业务的处置问题。银行表外资管转型有三个选择：一是表外回表内，近30万亿<sup>6</sup>的银行理财产品，将带来巨额的资本金占用，这将是银行不能承受之重；二是转型为资管子公司，因非标项目为类信贷业务，在打破资金池模式，采用单独账户、单独核算的净值化管理之后，一旦某项标的出现信用风险，其对应的理财账户可能面临着全部本金无法偿还。信用风险较高、期限较长等问题叠加，恐使此类资管业务难以持续。三是通过ABS（资产抵押证券）形式，将现有的银行非标资产存量打包发行，但如何评估、如何分级，也是一个难题。

**图 1 中国银行业理财市场月末存续情况**



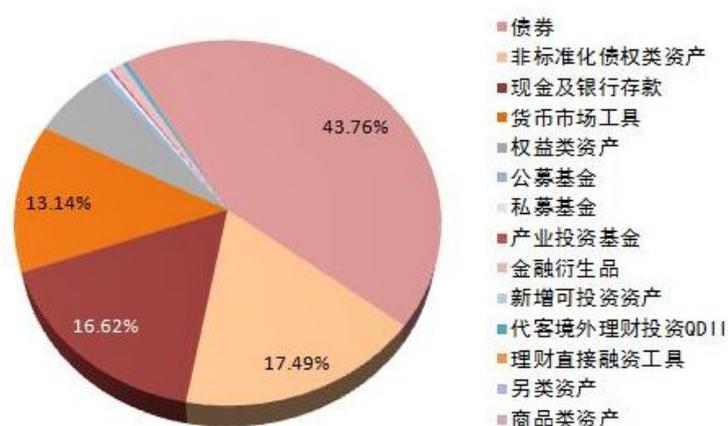
资料来源：《中国银行业理财市场年度报告（2016年）》

<sup>6</sup> 截至2016年末，银行理财产品存续余额为29.05万亿元，较去年年初增加5.55万亿元，增幅为23.63%。

四是理财产品净值化管理仍需配套的估值细则。《指导意见》提出按公允价值原则确定净值，但目前的实践状况而言，底层资产类型大多为非标债权资产等交易活跃度不高的资产，这类资产如何实现净值化核算，仍然有待进一步明确。

五是银行理财对信用债市场的连锁反应。目前，理财产品1/4以上（7.5万亿）投资于信用债市场，理财产品规模萎缩，将导致信用债市场的流动性下降、信用债价格下跌。信用债价格下跌导致净值型理财产品净值下降和赎回，进一步使得债券价格下跌，造成“负反馈循环”。

图2 2016年底理财产品资产配置情况



资料来源：《中国银行业理财市场年度报告（2016年）》

六是资管产品的质押问题。《指导意见》规定，持有人不得以资管产品开展质押融资，这一条款与2015年上交所发布的“两融”细则<sup>7</sup>有所不同。根据该细则，融资融券“保证金可以为本所上市交易的股票、证券投资基金、债券，货币市场基金、证券公司现金管理产品及本所认可的其他证券充抵。”对于ETF等场内交易基金，如何做到资管新规和“两融”细则的监管标准一致，仍待探讨和解决。

<sup>7</sup> 上海证券交易所融资融券交易实施细则（2015年修订）。