

“资管新规”解读

- 一、要点梳理
- 二、推出背景
- 三、政策导向
- 附：要点对应的原文

2017年11月17日，央行联合银监会、证监会、保监会及外汇局发布了《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“新规”）。此次“新规”搭建了国内资产管理行业的统一监管框架，将对资管行业的规范和健康发展起到重要作用。

➤ **要点梳理：**“新规”原文的29条可梳理为如下9个要点：

1. 明确资产管理产品的范畴
2. 规范资产管理产品的投资标的
3. 明确定义非标准化债权资产
4. 规范资管产品运作模式，特别是“资金池”的运作模式
5. 引导资产管理业务独立发展
6. 明确要求打破“刚性兑付”
7. 限制资产管理产品的杠杆规模
8. 明晰资产管理产品的结构，压缩资金流动链条
9. 规范资产管理业务主体

➤ **推出背景**

本次资管“新规”的推出，延续了监管层面金融去杠杆的意图。因此应该将其放在“金融杠杆”这个背景下来理解。

✓ **金融杠杆的结构**

目前，国内的金融体系杠杆的结构主要由银行同业负债、表外理财和委外投资三个节点搭建起来：银行同业负债及表外理财供给资金，债券及非标资产吸纳投资，货币市场加大负债规模，委外投资及通道业务拉长资金链。（如图一）

商业银行通过同业负债及发行同业存单（CD）从银行同业体系中获得融资，所得的资金通过表外理财投向5类资产：1）其他银行的CD；2）其他银行的理财；3）非标资产；4）债券市场；5）委外投资业务。

在链条1“同业负债→银行理财→他行CD或表外理财→同业负债”以及链条2“同业负债→银行理财→他行金融债→表外理财”中，资金一直留在金融体系中，并没有进入实体经济。

在链条3“同业负债→银行理财→非标资产”中，资金实际上是流向了严重的产能过剩行业——房地产。

而只有在链条 4 “同业负债→银行理财→企业债”中，资金能够流向实体经济，但由于实体经济领域中存在刚性兑付的问题，违约问题被投资者忽略。资金仅仅追逐高的收益率，忽略信用风险，因此很难区分出企业的好坏，大部分资金也都流向了产能过剩的行业。

而委外投资又重新投资于银行 CD、银行理财、非标资产及债券市场，实际上是拉长了资金运转的链条。同时，利用债券质押融资和优先劣后的结构设计，增加了自身的杠杆。

这样的结构带来了很多问题。如：

1) 通过负债的增加，银行在增加杠杆的同时做大了自己的资产规模，但很大一部分资金在金融体系内空转，无法进入实体经济中，无法起到刺激经济的作用。

2) 无论是同业负债还是理财的滚动发行，这种资金来源的期限均较短（一般在一年以内）。而当资金投向债券市场或非标资产时，资产的期限一般长。这样就形成了资金期限的错配。对于债券资产，交易市场的存在一定程度上保证了其流动性，投资于债券上面的期限错配风险相对较小。但对于非标资产，由于其没有可流通的交易市场，变现的能力较差，投资于非标资产的期限错配风险相对较大。

期限错配的风险在于，一旦期限较短的负债由于某种原因无法继续运转而期限较长的资产又由于流动性的问题无法及时变现，就可能带来资金链断裂。

虽然说银行需要通过经营期限错配来赢利，但是传统的业务由于向央行缴纳存款准备金并计提足够的风险拨备，期限错配的风险是可控的。

而无论是同业负债还是表外理财募集的资金，均不需要缴纳存款准备金。理财或委外投资也无需计提风险拨备，因此其错配风险相对较高。

3) 无论是委外投资和通道业务的模式，还是理财再投资他行理财的方式，均加长了资金链。而在这种资金链上每经过一个节点，机构都会要求投资的收益要大于“资金成本+通道费”，这样就提高了实体企业发债融资的成本。而这种成本的增加，仅仅是为了监管套利而产生的虚增，和实体经济当中经由价值链的增值是完全不同的。

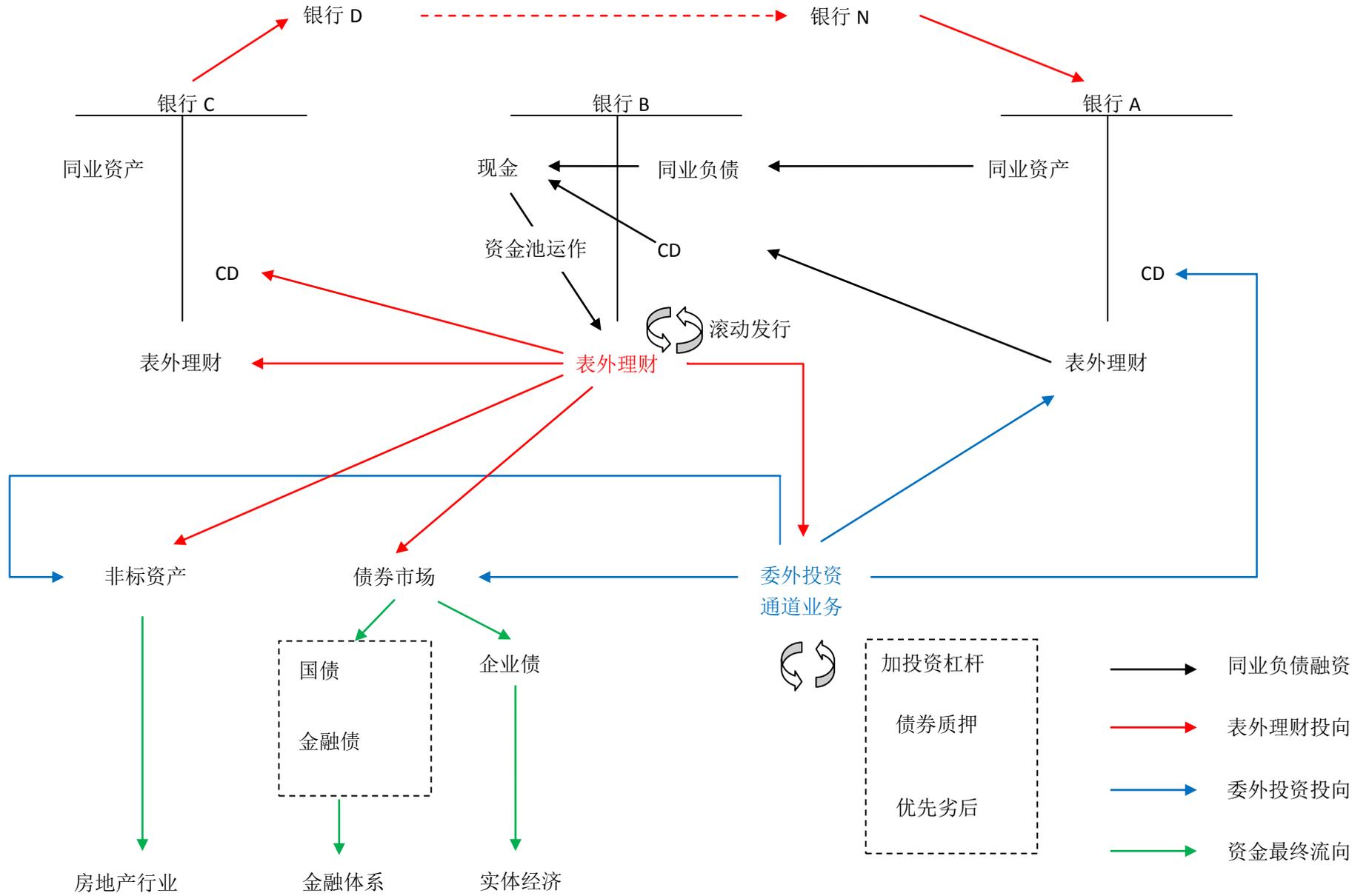
4) 刚性兑付。现行的模式中，无论理财资金最终的投向是否发生风险，银行均保证理财购买者的本金和收益。

而理财究其根本是一种投资行为，投资一定同时伴随着风险和收益，两者都应由投资者自身承担。当前刚性兑付的方式，将投资的收益归由投资者，风险归由银行承担。一方面对于银行的经营产生了压力，另一方面也无法区分出机构的投资能力高低，从一定程度上破坏了资产管理行业的健康发展。

5) 投资杠杆规模过大。利用杠杆来提升投资收益本身有其一定的合理性，但一味的通过放大杠杆而不是通过审慎的研究做出投资决策来获取收益，就为违背了“在风险可控的前提下获取稳定收益”这一投资交易的根本，一定程度上乱了市场正常的秩序。

因此，在这样的背景下，监管层为了打击资金空转及金融杠杆过大的问题，在一系列政策之后，又出台了本次“新规”。

图一 金融杠杆结构示意图

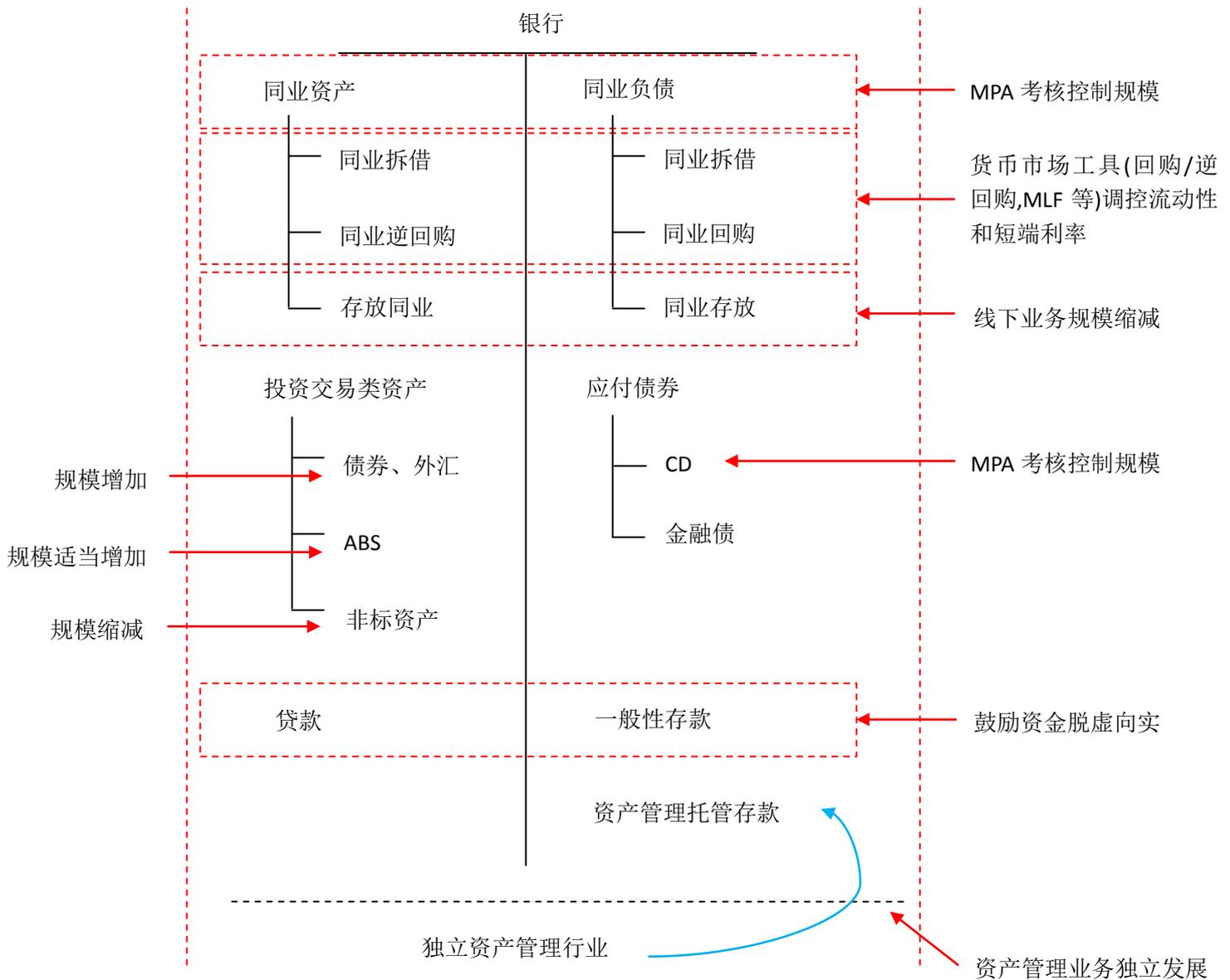


➤ 政策导向

理解了上述背景,就很容易理解这次出台的资管“新规”所涵盖的监管意图。总的来说,本次“新规”的意图可以归纳为以下几点:

- 1) 清理金融体系内的资金空转、压缩资金链长度至合理水平,引导资金脱虚向实;
- 2) 打破刚性兑付,明确投资风险的收益与风险对等,为资产管理业务市场化健康发展打下基础
- 3) 明确资产管理业务的主体地位,为后续推动其独立发展做准备;
- 4) 降低金融体系及投资环节中的杠杆,限制低流动性资产规模,引导资金从线下业务流向线上标准化产品

可以用一张图来表示未来监管层想要引导的银行业资产负债表及资产管理行业的基本样貌。



➤ 附：要点对应的原文

1. 明确资产管理产品的范畴

【“新规”原文】资产管理产品包括但不限于银行非保本理财产品，资金信托计划，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构发行的资产管理产品等。依据金融监督管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见。

2. 规范资产管理产品的投资标的

【“新规”原文】资产管理产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。固定收益类产品投资于债权类资产的比例不低于80%，权益类产品投资于股票、未上市股权等权益类资产的比例不低于80%，商品及金融衍生品类资产投资于商品及金融衍生品的比例不低于80%，混合类产品投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准。

金融机构不得将资产管理产品资金直接或者间接投资于商业银行信贷资产。商业银行信贷资产受（收）益权的投资限制由人民银行、金融监督管理部门另行制定。

依据金融监督管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见。

3. 明确定义非标准化债权资产

【“新规”原文】标准化债权类资产是指在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产，具体认定规则由人民银行会同金融监督管理部门另行制定。其他债权类资产均为非标准化债权类资产。

4. 规范资管产品的运作模式，特别是“资金池”的运作模式

【“新规”原文】金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。

金融机构应当合理确定资产管理产品所投资资产的期限，加强对期限错配的流动性风险管理，金融监督管理部门应当制定流动性风险管理规定。

为降低期限错配风险，金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品最短期限不得低于90天。金融机构应当根据资产管理产品的期限设定不同的管理费率，产品期限越长，年化管理费率越低。

资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。

资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式资产管理产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日。

金融机构不得违反相关金融监督管理部门的规定，通过为单一项目融资设立多只资产管理产品的方式，变相突破投资人数限制或者其他监管要求。同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的，为防止同一资产发生风险波及多只资产管理产品，多只资产管理产品投资该资产的资金总规模合计不得超过300亿元。如果超出该限额，需经相关金融监督管理部门批准。

5. 引导资产管理业务独立发展

【“新规”原文】主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务，暂不具备条件的可以设立专门的资产管理业务经营部门开展业务。

金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或者回购承诺。

金融机构开展资产管理业务，应当确保资产管理业务与其他业务相分离，代客业务与自营业务相分离，资产管理产品与其代销的金融产品相分离，资产管理产品之间相分离，资产管理业务操作与其他业务操作相分离。

6. 明确要求打破“刚性兑付”

【“新规”原文】**净值管理：**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。按照公允价值原则确定净值的具体规则另行制定。

刚兑认定：经人民银行或者金融监督管理部门认定，存在以下行为的视为刚性兑付：

(一)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)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)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。

(四)人民银行和金融监督管理部门共同认定的其他情形。

分类惩处：经认定存在刚性兑付行为的，区分以下两类机构加强惩处：

(一)存款类金融机构发生刚性兑付的，认定为利用具有存款本质特征的资产管理产品进行监管套利，由银监会和人民银行按照存款业务予以规范，足额补缴存款准备金和存款保险基金，并予以适当处罚。

(二)非存款类持牌金融机构发生刚性兑付的，认定为违规经营、超范围经营，由相关金融监督管理部门进行纠正，并实施罚款等行政处罚。未予纠正和罚款的由人民银行纠正并追缴罚款，具体标准由人民银行制定，最低标准为漏缴的存款准备金以及存款保险基金相应的2倍利益对价。

投诉举报：任何单位和个人发现金融机构存在刚性兑付行为的，可以向人民银行和金融监督管理部门消费者权益保护机构投诉举报，查证属实且举报内容未被相关部门掌握的，给予适当奖励。

外部审计机构在对金融机构进行审计时，如果发现金融机构存在刚性兑付行为的，应当及时报告人民银行和金融监督管理部门。

7. 限制资产管理产品的杠杆规模

【“新规”原文】资产管理产品应当设定负债比例（总资产/净资产）上限，同类产品适用统一的负债比例上限。每只开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%，每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的200%。计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。

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。

个人不得使用银行贷款等非自有资金投资资产管理产品，资产负债率达到或者超出警戒线的企业不得投资资产管理产品，警戒线的具体标准由人民银行会同相关部门另行规定。

分级产品设计：以下产品不得进行份额分级。

(一)公募产品。

(二)开放式私募产品。

(三)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。

(四)投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的私募产品。

分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。

固定收益类产品的分级比例不得超过 3: 1, 权益类产品的分级比例不得超过 1: 1, 商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2: 1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理, 不得转委托给劣后级投资者。

分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。

本条所称分级资产管理产品是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿, 收益分配不按份额比例计算, 由资产管理合同另行约定的产品。

8. 明晰资产管理产品的结构, 并缩短资金流动链条

【“新规”原文】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。

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)。

金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品, 从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的, 该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的金融机构, 并切实履行主动管理职责, 不得进行转委托, 不得再投资其他资产管理产品(公募证券投资基金除外)。委托机构应当对受托机构开展尽职调查, 实行名单制管理, 明确规定受托机构的准入标准和程序、责任和义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务以及退出机制。委托机构不得因委托其他机构投资而免除自身应当承担的责任。

金融机构可以聘请具有专业资质的受金融监督管理部门监管的机构作为投资顾问。投资顾问发出交易指令指导委托机构在特定系统和托管账户内操作。

金融监督管理部门和国家有关部门应当对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇。金融监督管理部门基于风险防控考虑, 确实需要对其他行业金融机构发行的资产管理产品采取限制措施的, 应当充分征求相关部门意见并达成一致。

9. 规范资产管理业务主体

【“新规”原文】资产管理业务作为金融业务, 属于特许经营行业, 必须纳入金融监管。非金融机构不得发行、销售资产管理产品, 国家另有规定的除外。非金融机构依照国家规定发行、销售资产管理产品的, 应当严格遵守相关规定以及本意见关于投资者适当性管理的要求。

非金融机构违反上述规定, 为扩大投资者范围、降低投资门槛, 利用互联网平台公开宣传、分拆销售具有投资门槛的投资标的、过度强调增信措施掩盖产品风险、设立产品二级市场等行为, 按照《国务院办公厅关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》(国办发〔2016〕21 号) 等进行规范清理, 构成非法集资、非法吸收公众存款、非法发行证券的, 依法追究法律责任。非金融机构违法违规开展资产管理业务并承诺或进行刚性兑付的, 加重处罚。

金融市场部 交易中心

2017/11/29