

Essence of the Unified Regulation to Asset Management Industry May Go Beyond the New Regulation

资产管理市场统一监管的要义或在“意见”之外

■ 王增武 欧明刚

自2005年银监会颁布理财业务暂行管理办法以来,以银行理财为代表的国内资产管理市场在弥补传统信贷融资缺口、促进利率和汇率市场化金融改革、推动金融机构尤其是商业银行的转型发展以及满足居民日益增长的资产配置和财富管理需求均发挥了重要作用。我国资产管理的规模增长虽然速度惊人,但发展质量则有待进一步提高,这也是本次央行联合一行三会一局等机构制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《意见》)的初衷。鉴于此,本文从国际国内和个案对比两个层面来说明国内资产管理的潜在发展空间,以此佐证国内资产管理市场应遵循“宜疏不宜堵”的监管政策,最后着眼于对《意见》的评述。

国际国内市场概览

据波士顿咨询公司报告相关资料显示,2015年,全球资产管理行业的整体表现降至2008年金融危机以来的最低水平,资产管理规模增长止步,新增管理规模净流入、收入增长及收入利润率全线下滑,同时资产管理机构所承受的费率压力持续增长。以资产管理规模(Asset Under Management, AUM)为例,全球资产管理行业基本持平,由70.5万亿美元增长至71.4万亿美元,增幅仅为1%,而2014年的增幅为8%,2008年至2014年间的平均增长率约为5%。在低迷的全球资产管理市场中,除日本和澳大利亚之外的亚洲地区则表现抢眼,AUM平均增长10%,但与本地私人财富的迅速扩张相比却相形失色,因为资产管理在亚太财富管理市场中的渗透率依旧落后于其他地区(图1)。

亚太地区AUM逆势快速增长无疑得益于中国资产管理市场的快速发展。自2005年中国银监会颁布《商业银行理财产品暂行管理办法》以来,尤其是2008年金融危机以来,国内以信贷替代

的影子银行为代表的资产管理市场快速发展。为统一起见,我们首先对国内的资产管理和AUM做个初步界定,银监会、证监会和保监会下辖各类金融机构发售的金融产品(见表1)统称为资产管理,相应地,其规模则为AUM。据统计,2016年国内AUM是2008年的17.5倍,是同期GDP的1.56倍,主因在于为应对国际金融危机,中央政府推出“四万亿”经济刺激计划,以资产管理为载体的金融机构影子银行业务增长迅猛。从市场格局来看,2016年,银监会下辖的银行理财产品、私人银行和信托市场的AUM为50.79万亿元,占AUM总额的43.98%,与2013年相比,其市场份额下降了10%左右,主要原因在券商资管的通道业务、基金及基金子公司等类信托业务的快速飙升以及私募基金规模近年来的高速增长等。

即便如此,如果我们统计金融机构AUM中的“居民投资”部分可以发现,以2015年数据为例的181万亿元的居民可投资资产规模中,居民持有的金融机构的金融产品规模占居民可投资资产的比例不足35%。另据国家金融与发展实验财富管理研究中心



图1 全球不同地区的资产管理规模

统计，到2020年，居民的可投资资产规模有望达到415万亿元人民币。综上，我们至少可以总结如下三条初步结论：第一，亚洲是全球资产管理市场的下一波增长点；第二，国内资产管理市场发展迅猛，但模式有待进一步优化；第三，与以居民可投资资产规模为统计口径的国内财富管理市场相比，国内资产管理市场在财富管理市场中的转化率或渗透率依然较低，潜在发展空间巨大。

中美个案对比简析

从全球视角来看，不同地区的资产管理发展模式也不尽相同，如：以瑞士为代表的欧洲地区重在发展咨询顾问的私人银行或财富管理业务，而以美国为代表的北美地区则以产品为导向的资产管理业务为主。不同类型的资产管理业务模式也是与其底层的客户类型及其资金来源相吻合的，如：欧洲地区客户的资金来源以从祖辈继承而来的“老钱”为主，其目标是在给定收益水平下追求风险最小化，而北美地区客户则以新富为主，其目标是在给定的风险承受水平下追求收益最大化。反观国内，我国居民的“资产”或说“私产”意识的发展始于改革开放之后，财富意识则是解决温饱问题之后。如果要找个时间节点的话，那就是改革开放总设计师邓小平同志1992年的南巡讲话。简言之，国内资产管理客户中有来自1978年的创业群体，也有来自1992年的创业群体，更有进入21世纪以来的新富人群以及普罗大众。

鉴于此，国内金融机构在从事资产管理业务时选取的经营模式也略有不同，以新兴的私人银行业务为例，招商银行始终定位于以咨询顾问为主的财富管理业务模式，其私人银行业务发展模式也是如此，而工商银行设在上海的私人银行总部选择资产管理业务模式，并建立了400人左右的资产管理团队，还在自贸区设立了工银家族财富私募基金管理公司，旨在为客户提供全方位的

资产管理服务。为进一步说明国内资产管理业务的发展空间，我们从中美个案对比视角加以分析，案例分别是中国工商银行和摩根大通银行，二者的资产规模和资产管理规模均在各自国家内排名首位。对比的维度我们仅选取资产管理规模和资产管理收入两个指标而非其他，原因在于组织架构、业务模式、盈利模式、产品体系、风控模式、IT系统建设和人力资源等方面的可比性和借鉴性并不高，私人银行发展之初借鉴境外的事业部发展模式失败便是适例。

截至2015年年底，工商银行和摩根大通的资产规模分别为3.42万亿美元和2.35万亿美元，前者是后者的1.45倍，AUM分别为0.57万亿美元和1.72万亿美元，前者只占后者的24.13%，即不到四分之一，差距之大显而易见。进一步分析单位资产的AUM规模可以看到，摩根大通的单位资产AUM规模为0.73，而工商银行的单位资产AUM规模仅为0.17（图2）。从时序数据来看，2006年至2015年摩根大通的平均单位资产AUM为0.65，而工商银行的对应指标则仅为0.18。特别地，如果我们只考虑2014年和2015年两年的数据表现，则可以发现相应的指标值仅为

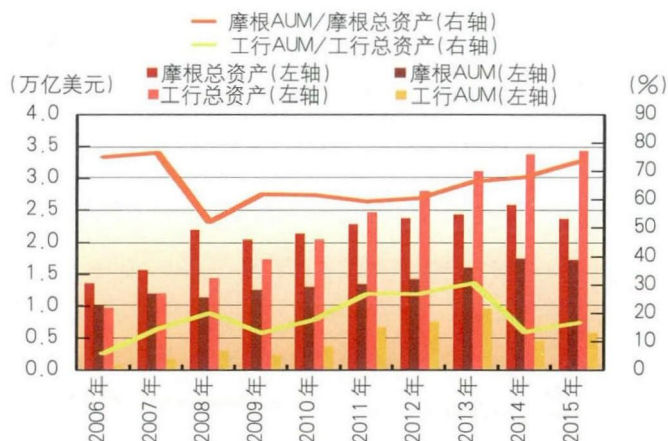


图2 工商银行和摩根大通资产规模及AUM对比分析

表1 国内资产管理市场规模及深化程度 (单位: 万亿元人民币)

年份	银行理财	私人银行	信托市场	券商资管	公募基金	基金及其子公司专户规模	期货资管	私募基金	保险资金运用	汇总	GDP	深化程度(%)
2007	0.9	—	0.71	0.08	2.23	—	—	—	2.67	6.59	26.58	24.79
2008	1.4	0.29	1.2	0.09	2.57	—	—	—	3.05	8.6	31.4	27.39
2009	1.7	0.82	1.98	0.14	2.45	—	—	—	3.74	10.83	34.09	31.77
2010	2.8	1.1	3.04	0.18	2.42	—	—	—	4.6	14.14	40.15	35.22
2011	4.6	1.88	4.81	0.28	2.19	—	—	—	5.52	19.28	47.31	40.75
2012	7.1	2.63	7.47	1.89	2.87	—	—	—	6.85	28.81	51.94	55.47
2013	10.2	3.6	10.91	5.2	3	—	—	—	8.28	41.19	56.88	72.42
2014	15	4.66	13.98	7.95	4.54	3.74	0.0125	2.13	9.3	61.31	63.65	96.33
2015	23.5	6.32	16.3	11.89	8.4	12.73	0.1045	5.07	11.18	95.50	66.67	143.23
2016	26.3	6.32	18.17	17.58	9.16	16.89	0.2892	7.89	13.12	115.72	74.41	155.52

0.14。换言之，工商银行资产规模是摩根大通资产规模的1.45倍，而前者单位资产AUM则高至后者约5倍，在资产管理方面的发展差距显而易见。

下面，我们来分析二者在AUM收入方面的差异表现（详见图3）。以工商银行年报中“理财产品及私人银行”收入作为其资产管理业务收入的统计口径。自2006年以来，工商银行资产管理业务占非利息业务收入的比例呈先升后降态势，2015年的占比为25.04%，拐点发生在2007年，其资产管理业务收入占非利息收入的比例高达45%。出现拐点的原因在于，2005年至2007年是国内以银行理财为代表的资产管理市场的粗放式发展前期，且在2007年达到顶峰。摩根大通自2006年以来的资产管理业务收入占非利息收入的比例相对稳定，且数值高于工商银行的相应表现，如2015年二者之间的差约为6%左右。如前所述，银行理财业务在推动商业银行转型发展，尤其在提高中间业务收入即非利息收入方面的作用明显，工商银行2015年年末的非利息收入占比仅为22.02%，而摩根大通占比则为49.05%，前者不足后者的一半，从这个角度看，国内资产管理业务的发展潜力依然巨大。

对《意见》的简要评述

无论是国际市场发展趋势，还是国内市场发展前景，乃至个案对比分析均表明一个核心观点：国内资产管理业务发展是大势所趋且潜在空间巨大，监管要义在实现粗放式发展向集约式发展的转变。《意见》指导思想是在严控风险的基础上坚持服务实体经济的基本目标，坚持宏观审慎和微观审慎监管相结合，坚持机构监管和功能监管相结合，在做到坚持有的放矢问题导向的同时，积极稳妥审慎推进。要义在于穿透资产管理业务的资金流向，并在做好风险防范的基础上更好地服务实体经济。鉴于此，我们从资产管理业务的资金流向视角对《意见》中的相关条目进行评述并给出相关政策建议。

第一，限制非标重在疏堵证券公司通道业务和基金子公司的专户业务。该两类业务的非标投资规模是银行理财非标投资规模的3.6倍（图4）。《意见》指出，“具备评估和管控非标准化债权类资产信用风险能力的金融机构”是可以投资非标资产的，实践表明“例外”即“套利”，所以在下一步的政策制定中，要真正做到宏观审慎和微观审慎的结合，谨防监管套利再次发生。

第二，禁止多层嵌套的要义在于“多层”，“穿透”的“多层”也在可控范围之内。《意见》中明确“资产管理产品不得投资其他资产管理产品，FOF与MOM除外，允许委外投资，但委

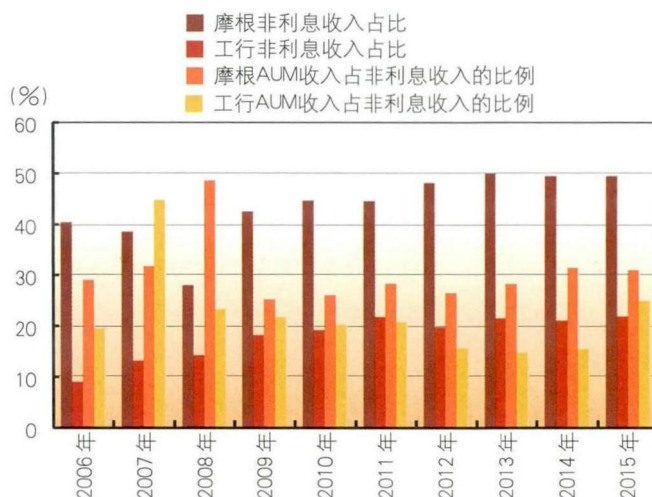


图3 工商银行和摩根大通在AUM收入方面的差异表现

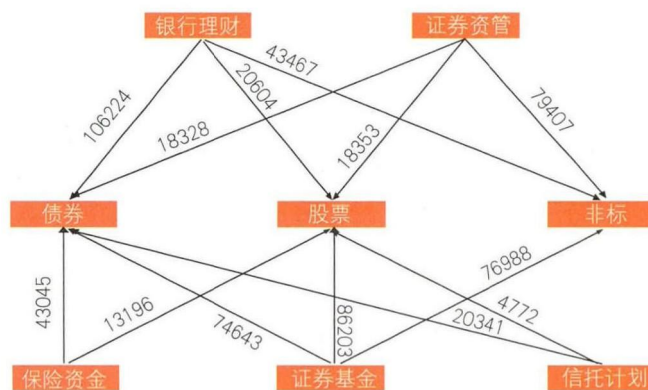


图4 资产管理投资债券、股票和非标的网络结构 (单位: 亿元人民币)

外资金不得再投资资产管理产品”。这表明《意见》允许单层的FOF、MOM或委外投资，但多层嵌套不在许可范围之内。

首先，如前所述，“除外”即“套利”，此处同样适用。其次，从金融投资的风险收益谱系来看，银行理财及其他资产管理产品是收益高于定期存款风险股票投资的中低风险中高收益型投资工具，对资产管理产品的适度投资可以优化客户的投资组合。从这个角度而言，“资产管理产品不得投资其他资产管理产品”值得商榷。再次，禁止“多层”嵌套的要义是防范类似“宝万之争”事件的再次发生。简单而言，“宝万之争”背后的资产管理嵌套链条是“银行理财—资产管理计划—私募基金—万科股票”，如事前要求金融机构报送其“穿透”后的资金去向或资金来源链条，“宝万之争”事件还是可控的。最后，《意见》第23条的统计制度中明确要求统一资产管理产品的信息报送，同时要求中债登、中证登等机构报送资产管理产品持有其登记托管的

金融工具的信息。如该条意见得以落实，至少可以规避资产管理产品债券投资规模和中债登记的资产管理产品持有的债券规模的巨大差异等类似问题，因为测算显示资产管理业务投资债券市场的规模为26.25万亿元，而中债登的“主要券种投资者持有结构”数据则显示，与资产管理业务相对应的“基金类”持有规模仅为6.55万亿元。

事实上，银监会的G06《理财业务统计表》将资产端细分为16大类，并对私募基金、资产管理产品、委外投资协议方式的资产进一步穿透至底层。然而，在各商业银行理财产品的公开信息披露中则对产品的投向含糊不清。建议在下一步的监管要求中公开详细披露产品的投资方向，如“某某机构的某某资产管理计划”等。

第三，《意见》总体上重原则轻细则、强统一弱差异，而且还有诸多界定不清的地方，如资金池及私人银行和高净值客户的界定等。其一，《意见》第16条明确“禁止资金池”。“资金池”可以说是资产管理市场中的“顽疾”，由来已久且屡教屡犯，原因在于界定不清且很难监管到位。以银行理财为例，据业内人士说，“在募集期或清算期当然可以做到单独管理、单独建账、单独核算，但在产品的运作期则很难做到”，《意见》第26条中的“发行销售、投资、兑付等环节的实时动态监管”以及“穿透监管”两者结合或许可以规避这一问题。其二，《意见》第12条指出，“银行向私人银行客户、高净值客户非公开发行的理财产品”属于私募产品，投资范围可以由合同约定。然而，银监会关于“私人银行客户、高净值客户”尚无统一的界定标准，实践中高净值客户的最低投资门槛可以降低到10万元，潜在操作空间巨大。

第四，统一监管的前提或在《意见》之外。众所周知，统一监管的前提是公平的竞争环境，《意见》第14条明确“金融机构应当设立专门的资产管理业务经营部门或具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务”，这算是统一监管的“公平”条件之一。除此之外，我们认为还应兼顾下面的“公平”条件。

一是法律基础的统一。目前证券投资基金法的上位法是信托法，信托计划遵从信托法，银行理财是委托—代理关系，诸如此类等等。如实现统一监管，则应依据相同的法理基础。以新兴的家族信托业务为例，商业银行为开展此项业务只能和信托公司合

作，如此则造成信托公司的天然牌照优势。

二是准入门槛的统一。《意见》中对资本约束、风险计提、产品分类等做了统一规定，但在业务准入、客户准入、投资门槛等方面的统一仍有欠缺。基金子公司专户业务快速发展的原因在于功能等同于信托业务，但基金子公司的资本金注册要求以及开展类信托业务的业务准入门槛则明显低于信托业务。

三是销售渠道的统一。《意见》第14条建议金融机构设立专营部门或独立子公司开展业务，在以银行为主导的间接金融体系中，银行系的独立子公司在销售渠道方面势必拥有得天独厚的优势或排他性。据研究，资产管理产品的销售市场依然处于商业银行垄断的市场格局，如何破解机构或渠道的垄断问题也应纳入统一监管的考虑之中。

四是产品评级的统一。截至2016年年末，整个资产管理市场的规模已达到115.7万亿元，《意见》中明确了产品信息的统计共享，但在产品收益风险评级和客户风险承受能力评估等方面则缺乏统一的指导意见或归口机构，这也需要予以考虑。

五是人才队伍的建设。产品信息的统一报送平台需要由专业的监管从业人员分析、发现并处置其潜在风险，进而做好系统性区域性风险的防范工作，专业人才队伍的建设则是统一监管的基础所在。

综上，我们的意见可以总结为如下四条：第一，限制非标投资重在疏堵基金子公司和证券公司通道业务的非标投资；第二，“穿透”是剖析多层嵌套的主要工具，防范“例外”条款的套利空间；第三，完善《意见》细则并厘清模棱两可的说法，如资金池的界定和私人银行或高净值客户的界定等；第四，统一监管的基础有法律基础的统一、准入门槛的统一、销售渠道的统一、产品评级的统一以及专业人才队伍的建设等。

（作者单位：国家金融与发展实验室财富管理研究中心，
外交学院国际经济学院）