

资管新规按照资管产品的类型制定统一的监管标准,实行公平的市场准入和监管,最大程度地消除监管套利空间,为资管业务健康发展创造良好的制度环境

资管业务的宏观审慎管理思路

尹振涛

近年来,信托公司、基金管理公司、证券公司、商业银行、保险公司等金融机构,凭借其各自独有的资金或交易优势,争相推出各种资产管理产品,拓展其资产管理业务版图。据人民银行发布的数据,截至2016年底,中国资产管理行业总规模超过100万亿元,且这些具体的金融产品存在相互嵌套等复杂关联的结构化设计,对我国现有以“一行三会”为主导的分业监管体系造成了严重的冲击,成为诱发系统性风险的主要来源之一。

资产管理业务的系统性风险隐患

由于资产管理业务特有的产品设计,其传染性、关联性带有明显的系统性风险特征,成为当前跨市场金融风险传染的典型载体。其系统性风险隐患主要表现在以下几个方面。

一是跨市场传染性风险较大。目前我国金融市场上大多数的资产管理产品,均涉及银行、信托公司、券商等多种类型的金融机构,在跨市场间进行交易与流通,为规避监管或提高收益,将交易结构设计得十分复杂,或故意将交易链条拉长。与以往的金融风险特征相比,资产管理业务的风险更具隐蔽性,很难通过传统手段予以监测。

二是资金在金融体系内部往来、通道业务泛滥。在具体的资产管理业务流程中,由于各自的资金成本存在显著差异,在利益驱使下,各类金融机构扮演不同的角色,分食资管链条上的收益。

例如,在商业银行表内融资向表外融资转移过程中,证券公司的定向资管计划、基金子公司的资管计划以及信托公司的信托计划都只扮演通道角色,在风险不随通道转移的情况下,通道机构只为扩大规模赚取利差,享受固定红利。同时,此类资管产品只是在金融机构间往来,并未真正起到对实体经济金融支持的作用,有悖于“为实体经济服务是金融的天职,是金融的宗旨”,无法通过此类业务提升金融机构的主动资产管理能力。

三是存在监管盲区和套利空间。虽然分业监管能够提高监管的专业性,但对混业经营类的行业却束手无策。在分业监管框架下,各监管机构容易存在“铁路警察,各管一段”的定性思维,在风险面前监管责任不明,导致存在很多的监管盲区,留下无法估量的风险隐患。同时,由于监管思路的不同,即便是同类型的资产管理业务,但由不同的机构发起则享受不同的监管约束,造成显著的成本差异,为监管套利提供了巨大的空间。

四是扰动货币政策和金融稳定。很多资产管理产品形式上是表外业务,但本质上使用了银行信用,发生了信用派生,但在现实中却很难统计和掌握。同时,某些被信贷政策限制的借款人,因改由各种资管产品实现融资,相当于突破了信贷管制,弱化了监管当局的信贷投向调控和规模管控。而资管产品的杠杆率也在层层嵌套的过程中被无限放大和叠加,导致监管部门无法精确掌握真

实风险水平,侵蚀了金融稳定性。

资产管理业务的宏观审慎管理思路

党的十九大报告明确提出,健全货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控框架成为今后指导我国金融工作的主要方略。同时,在第五次全国金融工作会议上提出并设立的国务院金融稳定发展委员会也将成为贯彻落实宏观审慎管理的主要执行机构。打破资产管理行业存在的“五龙治水”和“各管一段”的监管困境,急需构建具有宏观审慎管理视角的监管框架体系,对防范系统性金融风险,维护金融市场稳定,具有重要的现实意义。

第一,尽快完善和统一资管业务监管的法律体系和制度安排。首先,在立法层面上,必须尽快完善或明确资管行业统一的上位法,现有的法律法规,如《信托法》《证券投资基金法》《证券法》《保险法》《商业银行法》中针对资管行业存在多处自相矛盾之处,未能做到法律层面一致性。同时,应完善相关配套的法律法规,明确各参与主体的权利与义务,避免刚性兑付对资产管理业务的风险叠加。最近接连出现的商业银行理财产品或信托产品的刚性兑付事件,既不利于资产管理行业自身的发展,也不利于行业监管的有效实施。其次,在执法层面上,对于违法违规行为则应予严惩。当前在银行理财产品、信托计划和私募产品的资金筹集和产品销售等环节,仍然存在大量的违法违规行为

为，严重影响了金融市场安全和金融消费者权益。

第二，强化市场数据监控与信息披露机制。从信息披露的角度看，主要包括三个方面的要求。首先，要建立统一、及时和完整的信息收集、处理和共享的系统与平台。其次，应统一各个不同监管机构、交易所、行业协会等部门的监管标准和数据统计口径，明确数据上报制度要求和流程，形成定期汇总、分析和发布的信息披露制度，保证资产管理业务链条上的各参与者能及时、充分了解相关信息。最后，加强对非标准化场外交易的信息披露和监管制度要求，尽可能地降低信息不对称程度，降低交易成本，预防交易风险，实现阳光化管理。

第三，构建宏观审慎管理框架体系。资产管理业务的特点之一就是金融混业发挥到极致，打破传统意义上的银行、证券和保险之间的鸿沟。因此，要加强资产管理业务的监管则必须打通监管机构和监管政策之间的壁垒。除加强政策配合、信息共享等具体措施之外，更应该考虑在新成立的国务院金融稳定发展委员会的统一管理和协调下，形成一个由央行负责政策制定、信息归集和风险预警等宏观审慎管理职责，由银监会、证监会、保监会及外汇局负责业务链条中的微观行为监管的“宏观审慎管理与微观审慎监管”相结合的资产管理行业监管框架，这既有利于监管标准的统一，也有利于具体监管措施的落地。

金融机构资产管理业务监管的政策解读

2017年11月17日，人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局正式发布《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“资管新规”)，针对金融机构资产管理业务监管进行顶层设计。资管新规按照资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资管业务作出一致性规定，实行公平

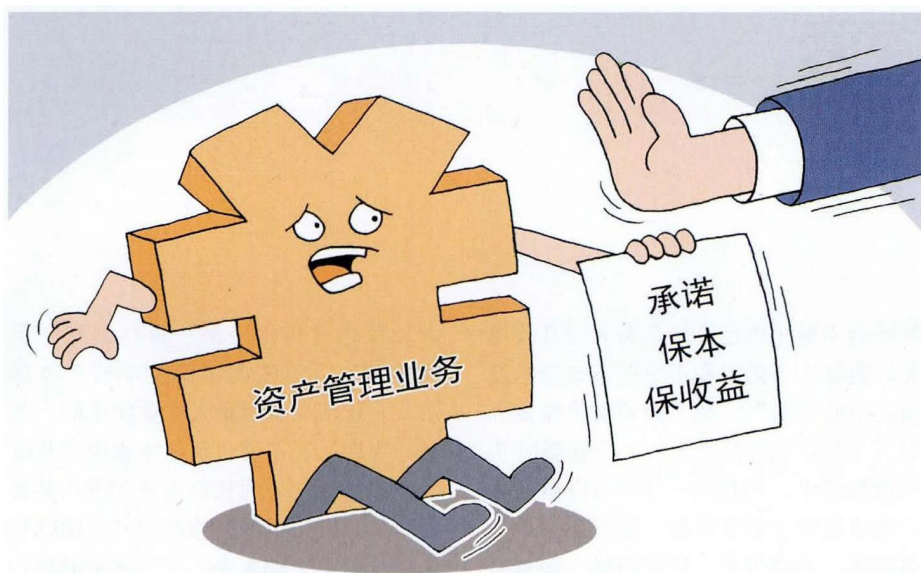
的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间，为资管业务健康发展创造良好的制度环境。

第一，加强金融监管的统筹与协调，贯彻宏观审慎管理意图。资管新规由人民银行牵头，银监会、证监会、保监会和外汇局共同参与，对各类资产管理行业进行统一管理，其中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，几乎涵盖了目前全部的大资管类产品。用一项规章对各类资管产品进行统一规范，这与2016年起开始执行的宏观审慎评估体系(MPA)的思路一致，也与加强监管部门之间的统筹协调方向一致。在“一行三会”的具体分工中，明确人民银行负责对资产管理业务实施宏观审慎管理，会同金融监督管理部门制定资产管理业务的标准规制。同时，人民银行负责统筹资产管理产品统计工作，拟定资产管理产品统计制度、建立资产管理产品信息系统，规范和统一产品标准、信息分类及数据格式等，并强调人民银行与监管部门之间要加强资产管理产品的统计信息共享。目前银行理财和信托计划归银监会监管，券商资管、基金及其子公司、期货资管和私募基金归证监会监管，保险资管归保监会监管，而这三个条线上的监管规则缺乏统一性，既不利用系统性金融风险的防范，也诱发金融机构进行监管套利的冲动。更重要的是，资产管理机构向人民银行和监管部门报送信息，也有助于对底层资产和最终投资者的穿透识别落到实处。

第二，对各类资产管理业务采取一视同仁的态度，避免监管套利行为。资管新规针对各类资管产品在资产组合管理及集中度限制、风险准备金计提、杠杆率管理和投资者适当性管理标准等方面均提出了具体要求，力求通过统一标准来杜绝监管套利和风险转嫁。资管新

规对各类单只资管产品投资单只证券(基金)、同一机构投资单只证券(基金)或者各类资管产品投资单一上市公司股票等各种情况进行了比例限制。此规定可以在一定程度上扩大产品的投资分散程度，从而可以避免风险波动对产品造成的影响，同时也可以减少大额赎回对资管产品的冲击。资管新规提出了统一风险准备金管理规定，要求金融机构按照资产管理产品管理费收入的10%计提风险准备金，这与此前银行理财的要求相类似，意在提升资产管理业务资金在金融体系内循环的成本，压缩利润空间，倒逼金融机构主动减少套利业务规模。同时，资管新规结合当前的行业监管标准，从负债和分级两方面统一资管产品的杠杆要求，投资风险越高，杠杆要求越严。资管新规指出，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。资管新规对公募和私募产品的负债比例作出不同规定，明确可以分级的产品类型，分别统一分级比例(优先级份额/劣后级份额)。总体来看，资管新规统一杠杆要求是在以往部分产品的基础上扩大至整个资管行业，对所有的产品实行统一标准，此举可以有效地减少不同资产管理机构的套利空间。资管新规力求进一步统一各类产品的合格投资者认定标准，加强投资者适当性管理，禁止金融机构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受能力低于产品风险等级的投资者销售资管产品。

第三，防止资金在金融体系内部往来，防范系统性金融风险。资管新规力图消除多层嵌套结构，对通道业务也进行了规范和限制。根据波士顿咨询之前的估计，在整个资管市场中，约30%的业务为通道业务，占比非常高。资管新规指出，除公募证券投资基金除外，资产管理产品只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。要求金融机构不



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。很多多层嵌套和通道类产品的发行意图主要在于规避监管,造成资金流向政策不支持的领域,投资者难以识别底层资产,同时提升了融资方的融资成本,所隐含的系统性风险很大。目前市场上,多层嵌套的资管产品一般通过银行发行理财产品提供资金,信托、证券、保险和基金及子公司等作为通道,各类结构化信托产品和资管计划嵌套其中。如果资管新规正式执行,不仅能防止大量资金在金融体系内部循环,避免机构间的风险扩散引发连锁效应,体现了人民银行防范系统性风险的初衷,也有利于鼓励资产管理机构回归资产管理的本职和提高主动管理能力。

第四,全面禁止表内资管业务,实行“卖者尽责、买者自负”市场原则。资产管理业务是金融机构的表外业务,金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。商业银行表外业务因不在资产负债表中反映,其负债端吸收的资金作为代理投融资款项,不形成银行表内负债。但从2017年初开始,央行将表外理财正式纳入广义信贷范围,作为宏观审慎评估的一项评估指标,因此,商业银行表外理财规模也将一定程度

上受到遏制。打破刚性兑付一直是监管层努力的方向,也是贯彻“卖者尽责、买者自负”市场原则的核心,但金融机构为了维持理财规模,防止客户流失,即使资管产品产生巨额亏损,也会利用其他资金进行填补,致使打破刚性兑付一直难以真正落地。资管新规再次明确提出打破刚性兑付,要求当出现兑付困难时,金融机构不得以任何形式垫资兑付。同时,资管新规详细列举了刚性兑付的认定标准和处罚标准,对打破刚性兑付提供了执行层面的支持。在不承诺保本的情形下,商业银行表外理财产品规模的扩张速度将受到限制,而“买者自负”理念的进一步深入人心,也会在一定程度上缓解金融机构压力,降低金融风险。

第五,规范资金池业务,加强对期限错配的流动性风险管理,推进第三方托管制度。资管新规要求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。目前,银行理财产品大部分是依靠资金池模式运作的,如果严格按照“三单”要求进行管理,部分类型的银行理财产品的发行规模将萎缩。同时,很多券商、信托的委外产品

也符合资金池业务的特征,那些集合类产品将受到更严格的监管限制。资金池模式和期限错配操作将长期融资拆成短期产品出售给投资者,实际上掩盖了资金的流动性风险,一旦出现投资项目的信用违约将对产品发行方产生严重冲击。资管新规还要求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托管机构独立托管,此举将进一步杜绝银行理财资金池业务,一定程度上可以倒逼金融机构打破刚性兑付,也将有助于监管核查底层资产,对通道嵌套具有很大的约束作用。

第六,限制非标资产投资,防止风险在银行体系内积聚。资管新规规定金融机构发行资产管理产品投资于非标准化债权类资产的,应当遵守金融监督管理部门制定的有关限额管理、风险准备金要求、流动性管理等监管标准。同时,明确禁止金融机构将资产管理产品资金直接或者间接地投资于商业银行信贷资产。过去,商业银行常常通过表外理财通道,绕过资本监管约束,将表内信贷资产腾挪到表外,但实际上风险仍留存在银行体系内部,造成大量的隐性风险。未来银行表内信贷资产将无法通过资管通道完成出表,只能更多地选择资产证券化等形式进行真实转让,在出表的时候真正实现风险转出。

为了防止对现有资产管理业务和金融市场产生重大冲击,引发不必要的市场波动,资管新规提出了设立近两年的“新老划断”过渡期,确保平稳过渡。同时,由于资管新规具有跨部门实施的要求,在正式出台后,各监管机构应该还会陆续出台相关实施细则或对已颁布的各类资产管理产品监管规则进行修改。■

作者单位:中国社会科学院金融研究所
(责任编辑 张 驰)