

Development Trend of Bank Asset Management under the New Asset Management Regulation

“资管新规”下银行理财的走向

■ 郑联盛

过去几年，资产管理行业经历了高速发展的“大时代”，但是造成了混业经营模式和分业监管体系的制度性错配，成为潜在的系统性金融风险的重要环节之一和影响宏观经济稳定性的重要变量。随着“资管新规”和其他配套监管举措的出台，资产管理行业迎来了统一监管和功能监管的“新时代”。作为资产管理行业的主力军之一，商业银行理财将面临着深远的影响，其转型发展已成为必由之路。

资管新规：统一监管“新时代”

统一监管框架

2012年以来，资产管理进入一个发展“大时代”，资产管理规模在2017年底达到约120万亿元，为经济发展、金融创新和财富增值提供了支撑。同时，由于综合经营、跨界交易、监管规避、成本提升等，亦带来了潜在的重大金融风险。在资产管理发展“大时代”中，中国金融体系形成了混业经营模式和分业监管体系的制度性错配，这可能引发系统性金融风险。

统一监管标准是“资管新规”的核心依托。基于功能监管目标的“资管新规”致力于构建统一的资产管理监管框架，缓解混业经营模式和分业监管体系的制度性错配，以防范化解潜在的系统性金融风险。随着2018年4月27日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称

“资管新规”）的出台以及行业监管者资管配套细则的颁布，中国资产管理行业进入统一监管和功能监管的“新时代”。

非标界定和投资原则

非标准化债权资产认定和相关的投资原则是“资管新规”的基础条款。非标准化债权资产是通过认定标准化债权资产的排除法来认定的。标准化债权资产需要同时符合五个条件：一是等分化，可交易；二是信息披露充分；三是集中登记，独立托管；四是公允定价，流动性机制完善；五是在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。

出于“资管新规”的普遍适用性考虑，“资管新规”对非标准化债权资产投资仅设置基本原则，即严格设置限额管理、流动性管理等监管标准，并且严格期限匹配。

打破刚性兑付

在打破刚性兑付上，“资管新规”主要致力于明确刚性兑付的标准和明确刚性兑付的处罚加以规范，同时推进资管产品净值化管理来降低刚性兑付的“生存空间”。“资管新规”明确了刚性兑付的三种普遍情形：一是资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，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机构代为偿付。

打破刚性兑付最好的方式是实施净值化管理。金融资产应坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认。当然，考虑到业务实践的现实要求，“资管新规”及“央行7·20通知”给予净值化管理留出一定的弹性空间，在特定条件下仍可适用摊余成本法。在过渡期内，银行现金管理类产品可暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。

去通道和去嵌套

通道模式和嵌套模式是此前资产管理行业中的普遍模式，是“资管新规”和“理财新规”整治的两个重点对象。在体制机制完善上，“资管新规”统一同类资管计划的监管要求，使得资管业务实现平等准入，不同资管机构具有同等主体地位，这使得此前通过嵌套来获得通道或实现监管规避的内在约束被消除，从体制机制上减少多层嵌套的内在动因。在去通道的规范上，“资管新规”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。更直接的监管举措是将资产管理产品的嵌套层级限制为两层，但第二层只能投资公募证券投资基金，本质上是禁止了

多层嵌套和通道业务。

与嵌套与通道去化匹配的制度安排是穿透式监管，即向上穿透至投资者，向下穿透至底层资产。严禁通过为单一融资项目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。比如，私募资管产品投资人不得超过200人。如果底层资产是非标资产，则需要满足限额管理、流动性管理和期限管理要求。在总额管理上，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。

银行理财的监管新约束

“理财新规”的监管重点

商业银行理财业务受到“资管新规”直接约束的同时，作为“资管新规”的配套行业监管细则，《商业银行理财业务监督管理办法》（简称“理财新规”）于2018年9月28日正式公布，对商业银行理财进行了更加细化的监管安排。

“理财新规”的核心目标是作为“资管新规”的行业配套细则，针对商业银行按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平的非保本理财产品进行针对性的监管。监管的核心是对理财业务实行穿透式监管，向上识别理财产品的最终投资者，向下识别理财产品的底层资产，并对理财产品运作管理实行全面动态监管。

“资管新规”对非标投资设置了原则性指引，资管产品投资非标应当遵守金融监管部门有关限额管理、流动性管理等监管标准，并且严格期限匹配。“理财新规”则细化了商业银行理财产品投资非标的原则和标准，主要体现为审批原则、限额管理和期限匹配，银行理财非标

债权资产投资受到严格限制。在审批原则上，确保理财产品投资与审批流程相分离，比照自营贷款管理要求实施投前尽职调查、风险审查和投后风险管理。在限额管理上，遵循两个规范：一是全部理财产品投资于单一债务人及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过本行净资产的10%。二是全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的4%。在期限匹配上，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式理财产品的到期日或者开放式理财产品的最近一次开放日。

在去通道和去嵌套方面，银信和银证信等业务受到了严格的监管。早在2017年12月《关于规范银信类业务的通知》中就将表内外资金和收益权纳入银信类业务范畴，明确银信通道业务的内涵并进行根据“谁出资，谁负责”严格限制通道业务。银信合作无论是否通道业务，需按照实质重于形式原则进行监管，且不区分表内外业务，只要银行实质承担信用风险就要穿透计提资本和拨备，且不能通过通道规避监管指标或虚假出表。“理财新规”进一步要求，商业银行理财产品可以投资持牌金融机构经监管机构许可后发行的资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资于其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）。

在“理财新规”中，针对商业银行理财业务的通道和嵌套又进一步进行监管强化但也预留委外和投顾的业务弹性。银行理财投资合作机构范围扩大，委外模式和投顾模式得到合法的认可。当然，合作机构需要实行名单制管理且定期评估，商业银行不能因委托其他机构投资而免除自身责任，同时要求不得由投资顾问直接执行

投资指令等。

资金池业务受到严格禁止。资金池业务可以集中管理资金、统一资产运用，缓释一对一的流动性、期限和风险管理压力以及规避部分监管要求，一度成为银行理财业务的流行模式，但是，这种模式使得期限错配、监管规避、风险非市场化定价、刚性兑付等问题被掩饰。“理财新规”要求每只理财产品与所投资资产相对应，做到每只理财产品单独管理、单独建账和单独核算，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理财业务。

理财子公司及其监管变化

“理财新规”鼓励商业银行设立独立的理财子公司开展资产管理业务。2017年10月19日，监管部门发布了《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》，在承接“资管新规”和“理财新规”的基础上，根据理财子公司特点对部分规定进行适当调整。如果未来理财子公司成为商业理财的主导业务模式，理财子公司管理办法的适用性将强于理财新规。

理财子公司意见稿在银行理财业务监管上具有四个显著的变化，整体监管要求比理财新规更具“包容性”。一是非标投资与母行“脱钩”。理财子公司投资非标无须参照自营贷款管理要求实施投前尽职调查、风险审查和投后风险管理并纳入全行统一的信用风险管理体系，同时，无须满足“全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的4%”。同时，非标准债权资产投资无须比照自营贷款管理。二是理财子公司公募产品“基金化”。首先，理财子公司公募产品不再设置销售起点金额，与公募基金一致，而商业银行理财业务的起售金额为1万元。其

次，理财子公司公募产品首次购买无须临柜面签，而商业银行理财业务首次购买仍需要临柜进行风险测评及面签。最后，允许理财子公司公募理财产品进行公开宣传，与公募基金的标准保持一致。三是扩大合作机构范围。理财子公司理财产品允许第三方机构代销。私募理财产品的合作机构、公募理财产品的投资顾问可以为持牌金融机构，也可以为依法合规、符合条件的私募投资基金管理人。四是允许发行分级产品。“理财新规”要求商业银行不得发行分级理财产品，而理财子公司可以发行分级产品，但要求同级份额享有同等权益、承担同等风险。

理财子公司监管仍存在两个不确定性。一是资本金要求。理财子公司管理办法要求理财子公司遵守净资本相关要求，具体规则另行制定，这意味着资本金要求存在不确定性。这可能是目前国有大行没有积极推进设立理财子公司的重要原因。二是关联交易。理财子公司管理办法要求加强关联交易管理，但是关联交易的界定可能存在不确定性。

银行理财的未来发展趋势 表外业务表内化

毫无疑问的是，“资管新规”“理财新规”以及流动性管理要求，对于商业银行整体带来表内业务和表外业务架构的调整压力，部分具有通道、嵌套和融资属性的理财业务可能须回归表内。从监管的逻辑上，总体上鼓励银行回归传统信贷业务，提高存款占比和贷款占比，减少对主动负债、非传统信贷资产的依赖。另外，叠加2018年7月1日实施《商业银行流动性风险管理办法》特别是流动性匹配率的要求，对同业业务依赖较大的股份行和城商行需要完善其表内主动负债和同业资产配置的结构，尤其须在负债端多寻找存款

为主的中长期负债，减少对同业拆入、同业存单、应付债券的依赖程度。银行需要考虑非保本理财、保本理财、结构性存款和存款之间的关系和潜在的替代性。由于“资管新规”和“理财新规”主要适用非保本理财，存款对于投资者的吸引力相对较低，是否可以通过发展保本理财和结构性存款作为替代方式来缓释监管压力、盘活表内外、实现结构优化是值得考虑的问题。

银行理财公司化

商业银行理财业务设立子公司或成为普遍模式。对于中型股份行和城商行来说，理财业务通过设立子公司来运行，可能成为其拓展业务的重要渠道。第一，子公司是一种重要的业务牌照，子公司牌照的本质是“公募基金+私募资管”，相对于商业银行理财资质来说更具有牌照价值。这种“公募+私募”双管齐下的牌照组合对于资金募集、投资和管理可能会带来显著的融合效应。第二，子公司监管标准目前相对低于商业银行理财业务监管标准，在与母行关联性、起售金额、发行销售、机构合作等都具有相对优势。第三，子公司模式将是中小型银行实现理财业务拓展、实现追赶策略的重要方式。中长期，理财子公司对母行的依赖性可能有所下降，主动管理能力将成为核心竞争力。

投资运作主动化

优质资产配置是主动管理的首要任务。在经济下行压力和外部冲击显著的阶段，宏观经济整体呈现“资产荒”状态，这个趋势将会延续较长的时间。在此背景下，商业银行理财的资金运用将面临配置难的问题，在“资管新规”和“理财新规”对非标资产和通道、嵌套业务进行限制或禁止之后，配置难将进一步凸显。同时，“资管新规”“理财新规”以及其他行业资管细则的叠加，此前流行的一对一

模式被打破，跨市场的资产配置以及非标资产配置极为困难。

资产价格整体稳定性是配置和计值的基本要求。未来净值化管理将是理财转型的主流方向，而净值稳定性是拓展理财业务的基础条件之一。但是，由于净值化管理核心原则是“以市定价”的市场原则，本质上将会加大净值波动性，甚至净值显示出亏损状况。虽然过渡期内可以采用“影子定价+摊余成本法”暂时缓释净值波动过大问题，但过渡期后的净值管理将成为重大的技术要求，其根本保障在于配置资产价格的整体稳定性。

机构合作逻辑分化，独立化运作或更显著。虽然“资管新规”和“理财新规”对于业务准入都实现双向平等准入，资管业务合作机构范围扩大，但是由于流动性、集中度、非标限额、期限匹配等要求，银行理财可深度合作的机构和业务范围实际上可能是减少了，这使得商业银行理财运作只能在更加独立化和更多委外化之间选择，大型银行和中小银行的路径选择可能存在差异性，但更加独立可能是中长期发展的必然选择。

理财产品违约将是主动管理最为棘手的现实挑战。在过去刚性兑付大环境下，银行理财几无“违约”，商业银行理财违约市场化处置机制仍不健全。同时，违约对银行理财业务的负面冲击没有市场经验可借鉴。整体而言，主动管理将是银行理财业务的核心竞争力，违约处置是银行理财稳健发展的核心约束。●

(本文系国家电网公司科技项目“金融经济与公司经营发展关系仿真技术研究”的阶段性研究成果。)

(作者单位：中国社会科学院金融研究所)

责任编辑：董治
Yfj_dz@126.com