

论文 NO. 2018 年 6

发表时间：2018 年 6 月 8 日

资管新规的“要点”

尹振涛

摘要： 近日，中国人民银行联合银保监会、证监会和国家外汇管理局正式公布《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》(以下简称资管新规)，对去年11月份发布的《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《征求意见稿》)进行了调整。从资管新规的内容上看,基本延续了征求意见稿的全部精神和原则，在统一监管要求、打破刚性兑付、禁止资金池、抑制通道业务、消除多层嵌套等严控风险等方面进行了规范。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

要点一：限制投资集中度和统一风险准备金。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，或者按照规定计量操作风险资本或相应风险资本准备。 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空转的成本，压缩利润空间倒逼金融机构主动减少套利业务规模。

要点二：控制资管产品的杠杆率。 资管新规要求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%。总体来看，资管新规限制杠杆率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担能力低于产品风险等级的投资者销售资管产品。

要点三：规范资管业务的多层嵌套。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。资产管理产品可以再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公募证券投资基金以外的资产管理产品。很多的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。资管新规不仅能防止大量资金在金融体系内部空转，避免机构间的风险扩散引发连锁效应，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。

要点四：打破资管产品的刚性兑付。资管新规指出，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。打破刚性兑付也一直是监管层努力的方向，是贯彻“卖者尽责、买者自负”原则的核心，但金融机构为了维护理财规模，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，资管新规详细地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。

要点五：严格非标准化债权类资产投资要求。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、流动性管理等监管标准。同时强调，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、回购等代为承担风险的承诺。资管新规明确禁止金融机构将资产管理产品资金直接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出表外，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ABS等形式进行真实转让，在出表的时候真正实现风险转出。

要点六：禁止开展资管资金池业务。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，一定程度可以倒逼金融机构打破刚性兑付，也将有助监管核查底层资产，对通道嵌套具有很大约束作用。

从调整的内容看，资管新规相比《征求意见稿》的大多数调整更多地体现在与市场现实接轨，尽可能地降低政策出台给市场带来的新的负面风险，并补充了征求意见稿中的未尽或含糊之处。

调整一：适当延长过渡期。相比《征求意见稿》，资管新规将过渡期从“2019年6月30日”延长至“2020年底”，延长了一年半的时间，给予金融机构更为充足的整改和转型时间。更为重要的是资管新规删除了过渡期内违规业务不能新增的禁令，而是允许为接续存量产品所投资的未到期资产而继续发行老产品，但需做到有序压缩递减，并制定整改计划和时间表。这一变化主要考虑到了市场实际情况，因为当前大多数的理财产品均存在期限错配问题，即短期的资金端投资了长期的资产端。如果严格控制存量业务，并在一年多的时间内清零，势必可能会带来资管产品的资金荒，进而引起资产端由于“断供”而产生新的风险。

调整二：允许有条件地使用摊余成本法。虽然资管新规和《征求意见稿》都提出“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理”，但其他相关内容却进行了大量的修改。一是将净值生成符合“公允价值原则”改为符合“企业会计准则”规定。二是在封闭式产品投资流动性不高的标准化资产等情况下，可以按照企业会计准则以摊余成本计量，但同时也要要求限定在5% 偏离度以内。市场普遍认为，在当前的金融市场环境下，完全的净值化管理和公允价值容易引起客户频繁申购和赎回等操作行为，从而带来一定的流动性紧张。而以公允价值为主，以摊余成本为辅的估值体系，既能符合相应的风险收益理念，又能在一定程度上降低理财产品净值的波动性。

调整三：收窄了标准化债券类产品范围。《征求意见稿》提到，标准化产品是经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。但在资管新规中，直接删除了“金融监督管理部门批准的”这个要求。也就是说，今后以银登中心、机构间私募产品报价与服务系统、各地金融资产交易所等渠道开展的非标转标业务被叫停。同时，资管新规对标准化债权类资产提出了另外四个基本要求，即等分化、可交易，信息披露充分，集中登记、独立托管，公允定价、流动性机制完善。

调整四：明确私募投资基金等产品的特殊性。与《征求意见稿》相比，资管新规明确提出私募投资基金适用私募投资基金的专门法律和行政法规，而创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定也将另行制定。同时，资管新规进一步明确，资产证券化业务和人社部养老金产品，不适用资管新规。

调整五：允许委托人收取业绩报酬。正式版增加一条，即“允许金融机构和委托人在合同中约定收取合理的业绩报酬，业绩报酬计入管理费”。此举可视为对于浮动管理费收取问题的肯定，也将在合法法规的情况下，支持市场竞争，维护市场秩序、营造激励氛围，极大地调动市场参与和活力。

调整六：对智能投顾作了大量修改。一是将智能投顾统一替换成人工智能。二是明确非金融机构不得借助智能投资顾问超范围经营或者变相开展资产管理业务，与之前发布的互联网资产管理整治通知相一致。三是要求金融机构向金融监督管理部门报备人工智能模型的主要参数以及资产配置的主要逻辑，并充分提示人工智能算法的固有缺陷和使用风险等。四是删除《征求意见稿》中默许的金融机构委托外部机构开发智能投顾行为。

