

演讲 NO: 2018 年 7 月

## 资管新规下金融业面临的机遇与挑战

李扬

国家金融与发展实验室 理事长

演讲时间：2018 年 7 月 21 日 来源：金牛理财网

**演讲背景：**第六届“金牛财富管理论坛”暨 2017 年度“金牛理财产品”颁奖典礼于 7 月 21 日在京举行，中国社会科学院学部委员、国家金融与发展实验室理事长李扬发表题为《资管新规下金融业面临的机遇与挑战》的主旨演讲。

## 演讲内容：

尊敬的各位嘉宾、女士们、先生们，大家下午好，非常高兴受邀再次参加金牛财富管理论坛，我刚才和段总说，我作为一个研究者和中国证券报有很长的历史渊源，追溯起来是上个世纪的事情，我的研究对象主要是集中在资本市场上，那时候常有大篇文章在中国证券报发。

关于现在的政策动向，最近我想大家都知道，昨天深夜有记者就这个资管新规问题采访我，我既然跟他们说了那在这里也说说。题目很简单就是资管出新规。我们知道 20 号，从上午到晚上接连三个新规出台了，第一是中国银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，第二是中国人民银行《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，第三是中国证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》，一行两会就此事做了解释，非比寻常。在中国的金融历史上，三个机构同时出台政策是很不寻常的事情。所以我们还是应当认真地去琢磨，在实践中加以落实。

既然是这么大的一个事情，我们就不妨回头看一下，我找出来在去年讲金融形势的时候的一张 PPT 基本没动，那时候我们用的词是“严格监管的第一枪”，这是资管新规征求意见稿。当时是一行三会一局，现在已经变成了两会了，一局没有参与。这个“指导意见”的精神依然在新的规定里得到了体现，也就是说，它的主题的思想是没

有变的，我们当时归纳了一下这几个方面，现在看起来还是这几个方面：

第一，有效改善金融系统的透明度，降低系统性风险，严禁资管产品多层嵌套和通道业务，禁止金融机构开展参加资产池业务，降低期限错配风险。现在还是这样一个问题。当时出这个资管新规是因为我们连续几年来在市场上特别是在资本市场上出现了很多的问题，这样的一些问题是越来越透明，所以资管新规首先是从提高透明度的角度入手，然后关于嵌套的问题，通道的问题，银行表外的资产池等于是办了两个银行。这是第一个着眼点。

第二，金融纪律的问题，要严肃信用纪律，要求委托人自担投资风险并获得收益，打破资产市场的刚性兑付。中国的资产市场，特别是资本市场上、特别是债券市场上刚兑是一个老问题，2015年开始出现了市场违约，今年继续出现了市场违约，各方反应不一，我们作为研究机构，对市场违约的情况做研究和分析。因为如今的市场违约就要回到过去我们大家所共同承认的中国的债券市场，主要的问题就是刚兑，如果刚兑就是信用的问题，市场失去了它作为市场运行的基础。所以，打破刚兑一直被认为是市场健康发展的必要条件之一，现在通过市场违约的方式在打破刚兑，其实应当说也还是值得欢迎的事情，没有什么值得大惊小怪的。

第三，降低期限错配风险，打破刚性兑付，有助于收益曲线的陡峭化、有助于形成有效的收益率曲线，利好资质优良的金融机构。体

制和机制的建设，落实在金融运行上会对金融收益率曲线的形成起到正面的作用。市场配置资源，配置资源需要有信号，我们的标准就是利率、汇率一个是收益率曲线，如果这个不能有效地形成，金融市场配置资源会落在实处，甚至出现扭曲。

第四，严控资金杠杆，实施风险准备金管理，这个现在也还在继续实施。

最后，有一个关于大资管定义，这个定义是说，资产业务要回归“受人之托、代客理财”的本质，这样就把整个的资管行业定义为信托了。当然，当初出这个规定的时候我们就谈到，它确实是信托，但我们目前没有一个法去规范和保护它。中国的《信托法》事实上是一个《信托投资公司法》，信托业务在市场经济国家，几乎所有的机构、银行、非银行金融机构、甚至是非金融机构都可以做的信托业务。把它唯一界定为信托投资公司业务，所以在中国才会出现要通过信托投资公司这个桥去嵌套、银信等等事情。最终我们觉得在法律的角度来说，资管行业必须要有一个上位法。这是当时的情况，现在看这个也依然成立。

但是，为什么要调整？直接原因当然是因为落实上遇到了一些问题，归纳起来有三个方面的原因：

第一，经济下行趋势在延续，大家都知道今年上半年 GDP 同比增长 6.8%，比上年同期小幅回落 0.1 个百分点，固定资产投资增速连续创 2000 年以来的新低，消费市场继续回落，社会消费的总额的增

速也创了新低，对外今年很可能出现逆差，这是我们已经很少见到中国的经常账户出逆差了。过去长期是双顺差，我们觉得这是问题，研究界花了很多的精力说双顺差不正常，可是这种不正常的现象在中国持续的将近 20 年。这样一个不正常的事情要逐渐消失了，有可能会出现双逆差，这就出现了新的问题。社会固定资产投资增速的影响，资本形成总额贡献率下降 3.2 个百分点，这段的表述其实相对上一段的表述更精确，因为货物贸易的顺差大幅度收窄，服务贸易逆差扩大的影响，货物和服务经济出口贡献率下降 11.0 个百分点，应该说实体经济层面的问题日渐凸显。当然它依然是在我们的计划和意料中的，也是在我们的战略规划中的，我们从高速增长到高质量发展，包括了速度缓慢下降的要素。

第二，金融的情况，M2 同比增长了 8%，比上年同期低 1.1 个百分点，M1 同比增长 6.6%，比上年同期低 8.4 个百分点，M0 同比增长 3.9%。做分析的人知道，这 3 个指标其实都已经和国民经济疏远化了，如果说什么更接近，应该是 M0，也就是现金更接近实体经济增长的状况，也就是他们的关系更密切。我们的团队做宏观经济分析的时候，比较常地用现金，也就是 M0。社会融资规模累计 9.1 万亿，比上年同期少了 2.03 万亿元，这个量级是非常大的。总的来说，我国的金融去杠杆取得了初步的成效，一些领域的风险得到了控制，但是债券违约、流动性紧张、汇率下行，最近破了 6.7 了，最近几天人民币汇率跌得很厉害，股市下调相继发生，这个趋势需要稳定。

第三，贸易摩擦。

这个会不会很快就过去呢？我们觉得短期内矛盾较难调整，也不要多分析了。有人列出四种前景，一种是中国最好的前景，中国让利、输一些钱，整个的原则不破坏，整个的规范不破坏，整个的关系得以维持。第二种是 WTO 框架升级及扩展，就是应美国的要求，我们认为 WTO 的框架很好，因为我们加入了 WTO，但以美国为首的发达国家制定的，我们按照你的条款一条一条谈，我们觉得这是一个合理的、有效的解决的方式，但他们认为不是这样的。比如说关于发展中国家的定义的问题，关于他们的权利和义务的不对等问题需要修改，第二种前景就是修改这个东西，那么修改显然是对中国就不太有利了。第三种前景是争端常态化，谁都说服不了谁。第四种前景是美、欧、日之间形成新的同盟，这是昨天还是前天有一个报道，说到了欧洲和日本达成了自由贸易协定，再往前 5 月份，日本、美国、欧洲三方的商务部部长在一块谈判，达成了三个协议，这三个协议也是指向美、欧、日形成自由贸易区的前景。果若如此，形势就非常严峻了。我们要拭目以待。

中国面对这种情况，要应对冲击了，那么改革开放是中国唯一的出路，最关键的方面，第一是产权；第二是国企改革；第三是市场规则，而且依据市场规则来开始创新；第四是财政改革、金融改革；第五是十八届三中全会对政府和经济的关系说得很清楚，到了落实英明决策的时候；最后是基于市场原则的对外开放。这是整个的框架。

面对这么复杂的局面，面对这么严峻的任务，政策当然有必要调整？一行两会在一天里集中出这些资管新规，就是在落实这样一个战略的安排。我们要试试积极的财政政策，要货币政策的基调保持稳健、中性，适当开展偏松的调节。多策并举，针对性、有节奏地防范和化解金融风险，在促进信用化定价科学化和结构化去杠杆的同时，避免出现系统性的流动性问题和政策的共振。房地产调控短期内有很多的问题，一下午不太容易说得清楚；继续进行供给侧结构改革，落实破、立、降各项举措。

我们在讨论这样一个问题的时候，资管是一个具体的事实，虽然涉及到几十万亿资产，但它还是一个片面、一个部分，对这样一个部分的理解要放在一个大的背景里。

调整的要义有四点：

第一，增强政策的确定性，稳定预期。我们在防范金融危机的时候，我们中国政府说“信心比黄金更重要”，如今这句话依然是有效的，对这么复杂的局面，稳定预期保持信心，当然是重要的。保持信心最主要的就是政府能够想市场之所想，想企业之所想，相应地采取政策，这样调控部门、政策部门和市场有效地实现互动，这个就是增强信心的最主要的途径。我想应该产生这样的作用。

第二，明确了细节，增强了可操作性。本来有一些细节不明确，比如说新旧产品对接的问题，这些事都没有特别明确的说法，大家都

猜。在目前的严监管的环境下，大家都宁可严、宁可紧，所以市场整个就出现了我们不想看到的東西。

第三，注重协调配合把握节奏和力度。又有协调配合的问题，又有把握节奏和力度的问题。实际上整个的方向肯定是对的，整个的原则也是没有问题的，但这么一个好的东西，在这么复杂的背景下来推行需要讲究它的节奏、力度，资管新规就是在这几个方面做文章。

最后，支持实体经济运行发展。因为资管今天来大家都是搞金融的，我也参加过很多企业的会，我参加了之后才知道资管——我们目前资管行业做的事是多么深入地渗透在我们经济生活中，很多的企业没有这个东西没法儿活了，因为他一直就是靠着这些再融资。不是说金融机构，实体经济也没有。

要点列举：

第一为新产品发行创造了有利条件，还是要发展，我们对资产进行管理不是说不搞它了而是要健康地发展，健康发展就需要有新产品，那么就是说原来大家的理解是新产品有问题等等，现在这几个新规告诉你，新产品还是要搞的，同时，澄清老产品的投资范围，增强实体经济的投资来源，新老的连接问题等等，这三个文件都有涉及。

第二是估值，很多人说估值的方法怎么算这个事，因为它很技术性，最重要的是我们理财的、资产管理中的资产有很多的非标，非标的估值一直是一个问题，要说公允价值也没有，市场价值也没有，如果说大家放手去估值，资产市场会一泻千里，好资产也会变成坏资产

了，市场会出现恐慌，这种情况需要防止。所以一个技术问题很可能会涉及到市场能不能延续的问题，能不能健康发展的的问题。所以，很明确地把定价的方法列出来了。

第三是明确表外资产回表的宏观审慎政策和资本支持政策。回表有很多的要求，其中有一个是不消耗资本，现在回表就要消耗资本，资本从哪走起、从哪儿补充都有规定。过渡期结束后未到期存量资产的安排，现在也有了弹性，即使到那个时候你没有搞完，依然可以商量。这就是很务实的。

第四，是不硬性提阶段性压降要求，由金融机构自主有序地整改，监管部门予以指导，避免整改措施过快对实体经济和金融市场产生负面影响。还是节奏的问题，力度的问题，协调的问题，配合的问题。对金融机构过渡期整改，给出了更为柔性、可行的安排。

这样的话，从“摇篮到坟墓”都给了切实的安排，大家可以放心去做了。我相信新规是想从这些方面，每一个环节都有解释，每一个环节都有沟通，都对市场上的一些想法有响应，意在稳定市场、坚定信心、稳定预期、攻克时间。我想资产管理应当是这样来看的。

同理，如果刚才我们说的几个环境，第一经济的环境，第二金融的环境，第三中美贸易摩擦再进一步发展的话，还可能不可能进一步放松呢？其实这是可以期待的。

所以，我想这几个政策出来之后，整个金融界应该吃了一颗定心丸。凡是有利于金融健康发展的，凡是有利于我们宏观经济正常运行的，凡是有利于支持实体经济的，都会得到支持的。

谢谢各位！