

测算银行理财监管对股市资金的影响

王剑

国泰君安证券股份有限公司 行业分析师

中国人民大学国际货币研究所 研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

资管新规对银行理财业务的规范，会进而影响多少股市资金？

要搞清楚这个问题，得依次回答这几个问题：

（1）理财资金有多少输送给股市？分别以什么产品或交易的形式？

（2）资管新规对上述产品或交易是否有影响？若有影响，如何处置？

（3）按新规要求，新的理财产品会有多少比例投股市？

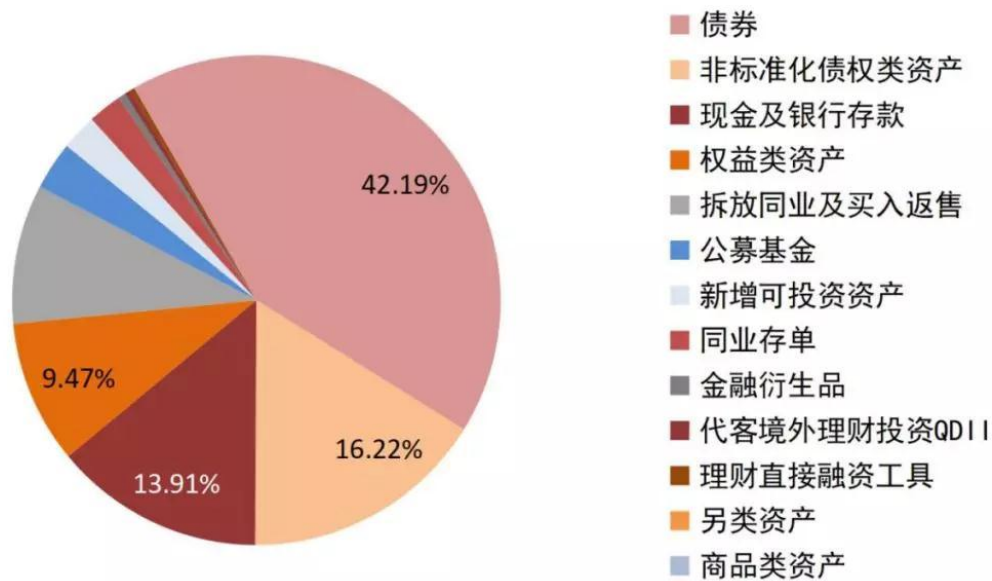
当然，有些问题我们不可能有准确的答案，只能结合新规，尽可能给个大概。

01 理财资金入股市

在资管新规发布前，符合条件的银行理财产品是可以投资于股票的。

根据仍然生效的《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》（银监发 2009[65 号]）第二十条的规定，对于具有相关投资经验，风险承受能力较强的高资产净值客户，商业银行可以通过私人银行服务满足其投资需求，不受本通知第十八条和第十九条限制（即不受理财资金不能投资于二级市场股票和非上市股权的限制）。同时该文件也明确，理财资金参与新股申购，只需要国家法律法规和监管规定即可，《65 号文》并未对此进行限制。故而，在资管新规出台之前，银行理财资金即可在满足一定条件的情况下，合规进入股市，主要就是高净值客户。只是，在实际的投资操作中，有一个部门间协调不畅导致的 bug，即银行理财计划在证券交易所开户时，证券交易所不允许理财计划开立的账户进行股票交易，从而造成了理财资金不得不使用嵌套的方式进入股市。

据银行业理财登记托管中心发布的《中国银行业理财市场报告（2017 年）》，截止 2017 年末，全部银行理财中，投向“权益类资产”的，占比 9.47%。资产总规模按 29.54 万亿元估计，则理财产品持有的权益类资产余额大约为 2.8 万亿元。由于银行表内资产不能投向权益类，因此这 2.8 万亿元权益类资产基本由表外理财对接。



然而，权益类资产并不全部是股市里的股票。这一大类其实包括三小类：

（1）投资二级市场股票；

（2）为股票投资做的配资业务（主要包括理财资金为员工持股、二级市场股票投资、打新股、定向增发等业务提供优先级资金。其本质是固定收益投资，高度类似非标债权资产，但由于底层基础资产是股票，因此也统计入权益类资产）；

（3）非上市股权（有些是明股实债，本质就是非标债权资产，但有的银行因为非标额度紧张而高净值及以上客户基础比较好，将其列入权益类资产）等。

很显然，第一类是直接入股市的，第二类是为股票投资提供配资，第三类跟股市基本无关，本文忽略之。可惜，《理财年报》未披露详细的数据，只披露了权益类资产总共2.8万亿元。根据经验，

第二类占比一半以上（约 1.5 万亿元。根据经验估测数据，并不精确，仅供参考。后同），剩下一小半又以第三类居多（可能在 1 万亿元上下），第一类直接入市的，占比很小（5000 亿元以下）。

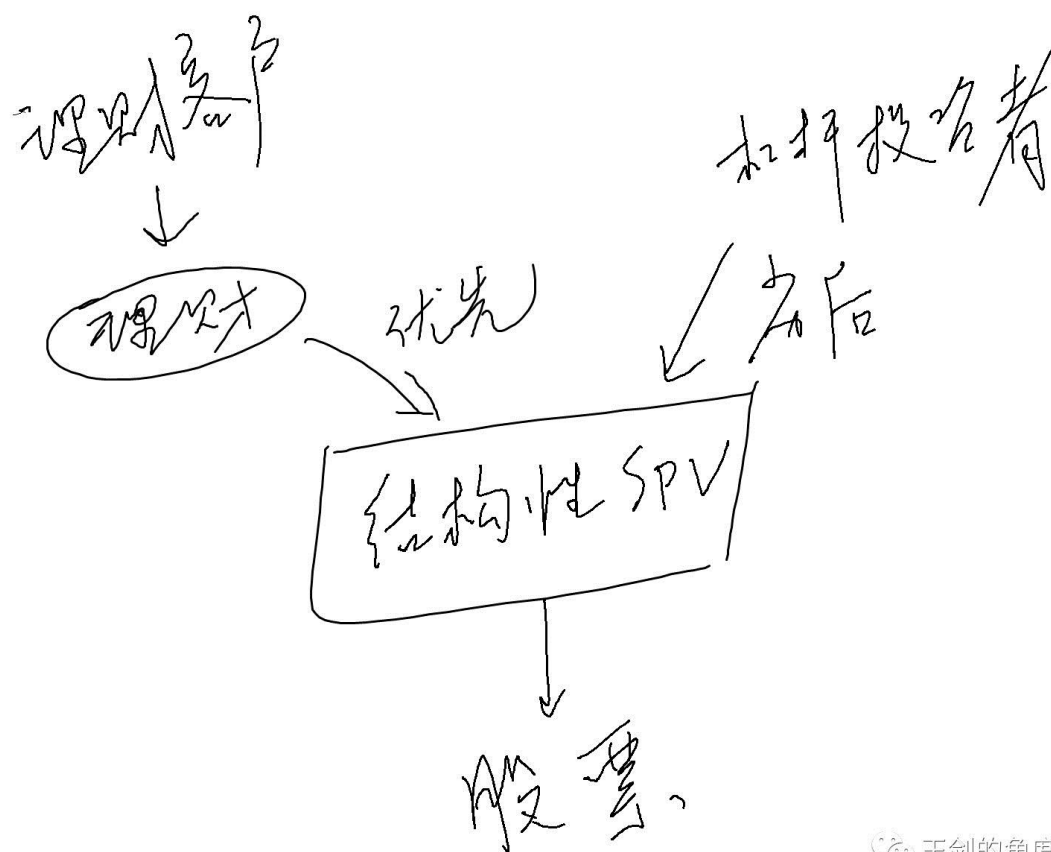
直接投资股市	结构性配资	非上市股权
• 通过SPV投资于股票二级市场 • 约5000亿元以下	• 为员工持股、定增、打新、股市投资等做的配资 • 约1.5万亿元	• 非上市股权（含明股实债） • 与股市无关

王剑的角度

其中，第一类，由于理财产品不具备在证券交易所开户买股票的资格（注意，是证券交易所不让买，而不是理财不能投，高净值客户的理财其实是可以投的。这是一个不同部门监管条款冲突导致的 bug，相信将来资管标准统一后可解决），因此，一般是银行理财资金直接购买一个产品（SPV，比如信托），再由这个 SPV 入市，或以 FOF、MOM、委外等形式投资于股市（这样的话还要多一层 SPV），这里就至少需要两个 SPV（理财产品本身也是个 SPV），属于一层嵌套（如下图）。如果理财产品下面套多层 SPV（比如 FOF 等），则属于多层嵌套。



第二类，则是理财资金为各种股票投资（包括定增、员工持股等）提供优先级资金配资，收取固定收益。通行做法，是中间也需要一个 SPV，即一个结构化产品，SPV 的份额分为优先级和劣后级，理财认购优先级，加杠杆的真实投资者认购劣后级。然后，这个产品再投资于股票。这里也至于一层嵌套。



王剑的角度

传统上，很多人习惯性地把优先级收益理解为固定收益，但其实不是，结构化产品的原意，并不是劣后级要去保障优先级的本息，而是当资产投资产生收益时，要优先按约定收益率分配给优先级，其余的才分配给劣后级（类似优先股与普通股的关系），而不是说劣后级要去为优先级保本保息。新规也已明确：“分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。”如果资产收益达不到优先级的利息，那也没办法。

除上述“权益类资产”之外，理财投向中还有一类会和股票有关，就是股票质押融资（回购），即向上市公司股东提供的融资，以其持有的股票为质押。这类业务本质是对股东的债权，统计在非

标债权之中。这类资产主要非标监管中讨论，但在极端情况下，如果跌破质押线且无法及时补足资产，可能会导致所质押的股票被抛售（但在业务实践中，强行抛售极其罕见，一般是双方通过协商解决）。

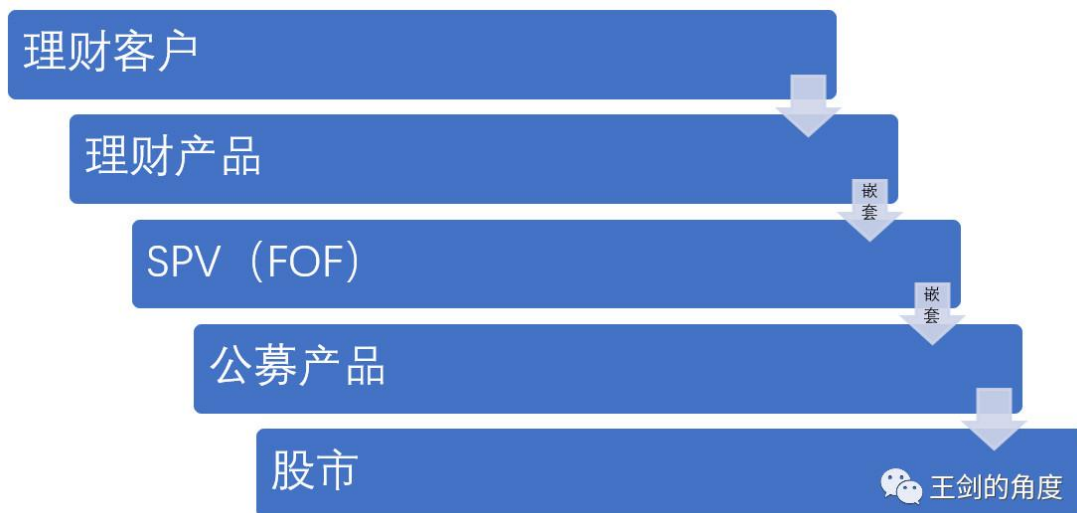
02 这些产品符合新规吗？

资管新规已于 2018 年 4 月公布，立即执行。按照新规要求，银行理财投资的现有做法要调整。

（1）第一类：投资股市

针对第一类，初步判断，调整的幅度并不太大，因为现行做法并没有严重违反新规，甚至有些细节比新规更严。主要关注点有以下几个细节：

现行做法，是有一层以上嵌套，且投资者准入有门槛，基本上符合新规要求，即使要调整，动静也不太大。比如，新规中要求，嵌套的产品要向上向下穿透到底（公募产品可不穿透至底层资产）。但由于现行规定下，权益类理财产品就是仅允许卖给高净值客户的，因此不太会出现向上穿透后发现投资者资质不合格的情形。至于嵌套层数，如果只有一层嵌套，也符合新规，如果有二层以上且第二层不是公募，则需要去通道，只保留一层（或保留二层且第二层是公募，如下图）。



而且，如若新规执行到位后，银行理财资金直接入股市更为方便（即，有些细节老规甚至比新规更严）。首先，按照所有资管产品统一标准的原则，银行理财产品也将获得直接在交易所开户交易的资质，不再需要为了开户交易问题而嵌套 SPV（但依然可以因 FOF、MOM、委外等目的而嵌套）。其次，基金公司和银行资管的公募产品也一视同仁，银行公募产品的销售门槛也不再是高净值客户（原有要求），普通投资者都能购买，反而销售受众面更大。

但按新规要求，也有些其他地方可能需要调整，比如投资股票的集中度要求等，但预计调整很小（原来也不会过于集中地投资于单一股票）。还有个调整的地方，就是这些理财产品，其中有一些是刚兑的（如果是卖给高净值客户或私人银行客户，那么刚兑的比例估计不多），那么这些刚兑产品也要逐步清理。

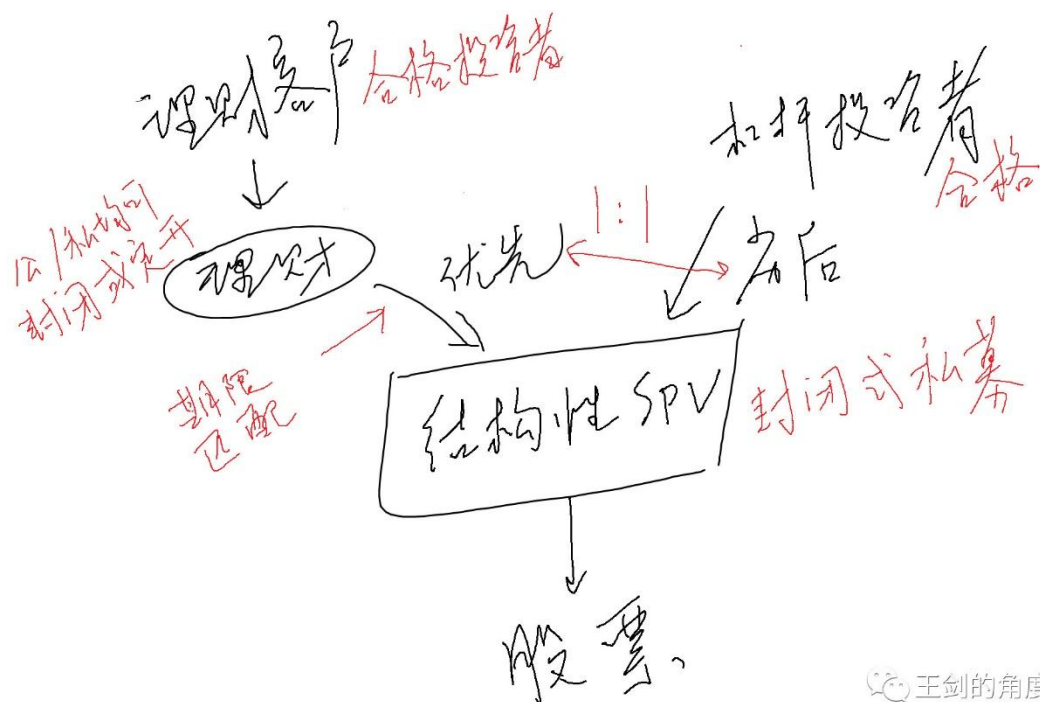
因此，理财产品投资股市的这一类，好像影响并不太大。况且，这一类本身规模也小，5000 亿元以内，不用担忧。

（2）第二类：结构化配资

配资优先级的性质更类似于非标债权资产，我们预计要参照非标的处置方案来清理。

首先，按照新规要求，分级产品只能是封闭式私募产品（公募和开放式私募均不得份额分级），只能由合格投资者来购买（可以是间接购买，比如合格投资者先买一个理财产品，理财产品再购买这个分级产品的优先级、劣后级）。

然后，新规还有其他要求：（1）公募产品投资于标准化资产为主，因此很少投资于配资优先级，这些主要是私募产品参与投资。但这一点关系不大，反正不管公募还是私募，均是面向合格投资者销售，而老规要求投向权益类资产的理财本身就是面向高净值、私银客户销售的，预计没问题。（2）新规对优先劣后比例有硬性要求，即“权益类产品的分级比例不得超过 1：1”，因此，现在有些产品杠杆比例超过 1：1，则要调整。（3）新规还对期限匹配有要求，如果优先级资金期限为 1 年，那么理财产品期限要长于 1 年（封闭式或定期开放式），不得错配。（4）不得刚兑，劣后级不得为优先级保本保息，分级的意义是分配资产收益时的先后次序，而不是劣后级去保优先级。万一投资亏损了，优先级也可能损失本金。



王剑的角度

也就是说，在新规要求下，合格投资者的理财产品（公募私募均可，需是封闭式或定开式）依然可以期限匹配地投资于股票配资优先级。但公募产品被要求主要投向标准化产品，因此投向配资的比例有限，比较麻烦，一般不会成为主流做法。最为主流的每日开放的公募产品，没法投资于股票配资。

综上，现行的产品的违反新规之处，主要包括：（1）分级比例不符合规定，有些超过 1: 1；（2）期限不匹配，理财产品期限短于优先级期限；（3）可能存在刚性兑付。按照新规过渡期安排，这些不符合新规的老产品要逐步清理，过渡期内（即 2020 年底前）到期时就不再续做。过渡期结束后仍未到期的，新规还没有说法，但这些产品期限普遍不长，这种情况应该极少，暂忽略。

现在问题就在到期不再续做的具体处置方式上。最简单粗暴的方式，当然就是到期后产品清盘，在市场上卖出股票，这可能会带来一些市场波动，按照监管层要求，并不提倡使用该方式（实践中，直接强平也存在较大阻力）。对于分级比例问题，还可以通过劣后级追加资金，从而达到 1:1 来满足（前提是劣后级投资者得有钱）。最理想的方式，是按前文要求，发行符合新规的新产品，承接老产品持有的优先级。但是，由于优先级不再刚兑，可能会来参与的投资者的会变少，当然也不可能一点都卖不出去。

哪怕新产品发行不力，无法承接，那么发行理财的银行也会提前安排，与客户协商解决方案，寻找其他融资手段，去承接。换言之，这 1.5 万亿元的配资资金，不会全部都需要在 2020 年底前在二级市场上直接抛售。

03 新产品如何买股票

当然，最值得期待的是，正如前文已提及，新产品（尤其是公募产品）投资股票更为方便，不用为开户交易而嵌套，销售也不局限于高净值客和私人银行客户，可以面向公众。因此，可以肯定的是，至少从法规允许上，银行理财投资股票的比例是可以更高的。当然，现实中还涉及两个问题：

（1）投资股票的比例更高，金额则未必，因为总的理财产品投股市规模可能下降。但反正比例本来就不大，因此对股市资金影响并不大。

（2）允许投更多，但未必一定会投，因为银行也要考虑自己的投研能力、管理能力、销售能力等，不是说投就投的。这些能力，也需要在过渡期内慢慢提升，客户的投资习惯也需要培养。自身能力建设暂时未到位的，有可能先进行 FOF、MOM、委外等。

而第二类产品（股票配资），在新规下发行产品对接，总量预计是下降的，还会使配资杠杆下降，使股市整体杠杆水平下降。或许，这也是管理层期望的目标吧。