

# 资管新规下地方法人金融机构的挑战与机遇<sup>1</sup>

付秋虹

**【摘要】**：2018年4月27日，四部门联合印发规范金融机构资管业务的指导意见，统一同类资管产品监管标准，有效防控金融风险。资管市场的统一监管是中国金融监管体制改革的重要风向标，对金融机构乃至整个金融市场都影响巨大。本文以江西省银行理财与信托业务为样本，分析了地方法人金融机构资管业务的现状及特点，归纳了资管新规减少监管真空和监管套利的重要举措，认为其对地方法人金融机构及其资管市场的挑战大于机遇，预测未来行业将进入由粗放式野蛮扩张向差异化有序竞争转型的新阶段，并据此指出了未来市场发展趋势和重点。

**【关键词】**：资产管理；金融监管；银行理财；信托业务

**【中图分类号】**：F832.5 **【文献标识码】**：A **【文章编号】**：1006-169X(2018)07-0080-05

**【DOI】**：10.19622/j.cnki.cn36-1005/f.2018.07.013

资产管理（以下简称“资管”）本质上是一种投资理财活动。资管业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务<sup>②</sup>；其资金来源于个人、非金融企业或金融机构，可投资于贷款、债券、股权等金融工具，也可以投资于其他资管产品，具有涉及面广、关联性强、灵活性高的特点，成为跨机构、跨行业、跨市场风险传染的典型载体。2018年4月27日，中央银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“新规”），按照资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资管业务做出一致性规定，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。

新规的核心内容是打破刚兑、禁资金池、去通道、限制非标、严控杠杆，标志着中国金融监管体制改革的风向，与党的十九大报告提出的健全货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控框架的金融工作主要方略一致，符合第五次全国金融工作会议提出的“回归本源、优化结构、强化监管、市场导向”金融工作原则，是整个资管行业正规、透明、健康发展的新起点，将倒逼资管市场由粗放式野蛮扩张向差异化有序竞争转型。邓海清（2018）提到，打破刚兑对实现金融市场健康稳定发展和防范金融系统风险具有重要意义，但可能使银行理财业务面临一定的潜在风险。为明确资管新规对金融市场，尤其是地方法人金融机构及其业务的影响，预期行业未来发展趋势，本文以江西省资管市场为例，研究新规带来的挑战、机遇及转型中应重点关注的问题。由于江西省券商资管业务量很小，而省内保险法人尚未开展资管业务，因此本文以江西所有法人银行及信托公司为样本（共29家），重点讨论辖内银行理财及信托业务。

## 一、地方法人金融机构资管业务特点

（一）银行理财出现收缩，信托规模稳步增长

巴曙松（2017）在2017年中国资管行业发展报告提到，2012~2017年全国资管行业快速发展，规模不断攀升。从新规中披露的数据看，截至2017年末，不考虑交叉持有因素，全国资管业务总规模已达百万亿元。其中，银行表外理财产品资金余额

<sup>1</sup>【作者简介】：付秋虹（1986-），江西宜春人，中国人民银行南昌中心支行，硕士，经济师。（江西南昌330008）

<sup>2</sup>①该定义与《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中的规定一致。

22.2 万亿元，信托公司受托管理的资金信托余额为 21.9 万亿元，公募基金、私募基金、证券公司资管计划、基金及其子公司资管计划、保险资管计划余额分别为 11.6 万亿元、11.1 万亿元、16.8 万亿元、13.9 万亿元、2.5 万亿元。互联网企业、各类投资顾问公司等非金融机构开展资管业务也十分活跃。同期，江西省银行理财与信托行业于 2012~2016 年期间亦加速扩张，但进入 2017 年，在监管趋严、流动性收紧的背景下，银行理财在快速发展后迎来行业发展拐点，同比增速降至个位数。2017 年末，全省存续的理财产品余额同比增长 4.46%<sup>①</sup>，较上年同期下降 36.90 个百分点，增速低于同期本外币各项存款增速 7.33 个百分点。相对地，江西省信托资产规模增速在 2015 年到达低谷后开始反弹，2017 年末，江西省信托公司总资产同比增长 26.72%，高于 2016 年 3.46 个百分点，其中，信托资产同比增长 27.07%。

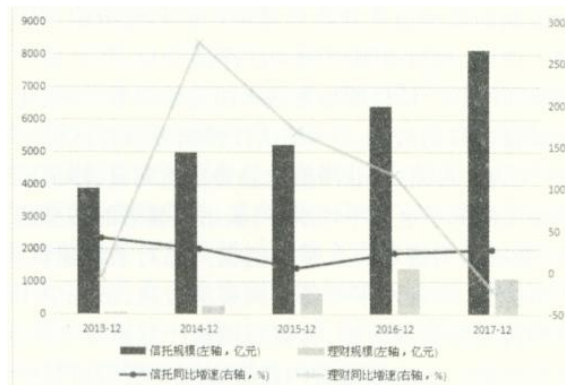


图 1 江西省 2013~2017 年末银行理财、信托规模及其增速

这一发展特点与市场监管环境密切相关。2014 年，监管机构出台了《关于信托公司风险监管的指导意见》，使信托通道业务承压，同时券商及基金子公司等快速发展并以低通道费抢占市场份额，使信托业务，尤其是其通道业务陷入低迷。但 2016 年以来，为防范金融风险，防止资金脱实向虚，监管部门对银行理财资金使用、券商资管及保险资管的合规性及风险管理提出了更严格的要求。其中，《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》

明确规定，银行理财资金只能通过信托通道业务进行非标资产投资。此后，大量通道业务回流信托业，助推信托规模迅速增长。另外，信托牌照权限较全，可开展融资、贷款、证券投资、债券承销、股权投资等几乎全部金融业务，渠道优势较其他资管产品更显著。因此，银行理财规模虽现收缩，但信托行业呈现了“V”形发展（如图 1）。

### （二）产品模式单一，资金募集成本偏高

从产品类型上看，江西法人机构绝大部分资管产品都为预期收益型。其中，仅 2017 年 11 月九江银行发行过 1 支净值型理财产品，其余全部银行理财皆为预期收益型；而存续的净值型信托产品占比亦不足 7%，显著低于全国水平。从产品期限看，受投资习惯较保守影响，江西客户更偏好中短期产品。2017 年全年新发产品中，期限在 1 年以内产品数量占全部产品的 98.91%。其中，期限 90 天以内产品数量最多，占全部产品的 49.54%。产品模式的单一，导致全省资管业务差异化特征不显著、销售模式同质化，资金募集成本较高。2017 年江西省新发银行理财及信托产品的平均年化收益率<sup>②</sup>分别为 4.62% 及 7.90%，较上年同期上涨 0.78 及 0.59 个百分点。此外，由于银监会严查同业资金空转，发布流动性管理新规，使银行同业理财规模锐减，2017 年末江西省同业理财余额较上年同期下降 65.55%，也进一步推高了资金募集成本。

### （三）地方法人主动管理能力不足，收入增速不及规模

<sup>①</sup>包括法人机构自主开发和代销总行产品两类。

<sup>②</sup>各期限、各类型产品简单平均年化利率。

江西法人机构主动管理能力普遍不足，产品投资集中度较高。从银行理财看，大多数城商行和农商行投资资质较低，导致全省超 70% 的理财产品通过证券资管计划等进行投资或管理，且投资的底层资产近八成为标准化债券，资产端收益率受债券市场波动影响较大。从信托产品看，2017 年江西省信托公司新发产品中通道项目占 61.05%，同比提高 6.69 个百分点；2017 年末信托通道业务余额同比增长 40.02%，高于上年同期 23.95 个百分点，且高于同期主动管理业务 27.60 个百分点。信托通道业务的迅猛增长，一方面导致信托募集资金余额中金融同业资金占比较高，2017 年末较上年同期增加 1262.14 亿元，占全部募集资金的 62.31%；另一方面由于过度依赖通道业务，信托业务规模虽增长较快，但收入增长相对较缓。2017 年，全省信托业务收入同比增长 11.02%，低于规模增速 16.05 个百分点。主要原因是主动管理业务收入显著高于通道业务收入，2017 年主动管理信托产品清算规模占 41.37%，平均年化报酬率为 1.36%，通道产品占 58.63%，但报酬率仅为 0.19%。

#### （四）六成信托资金直接投向实体，但经营风险加剧

从江西信托业务来看，信托资金主要投向实体行业，特别是主动管理项目，较少嵌套其他资管计划。2017 年末，江西省信托资金直接投向工商企业、基础产业、房地产、债券市场资金分别为 2326.52 亿元、1200.80 亿元、757.51 亿元和 632.52 亿元，合计占比达 60.31%，与 2016 基本持平。而中国信托业协会发布的《中国信托业 2016 年度社会责任报告》指出，“截至 2016 年末，信托业直接投入实体经济领域的信托资金占比为六成以上”，江西水平与全国基本一致，在区域经济发展中发挥了较好的作用。同时，2017 年末信托资金分布结构更为优化，直接投向工商企业的比重同比提高 3.65 个百分点，投向金融机构的比重同比下降 1.33 个百分点。但由于通道业务快速发展及基建平台、房地产等领域监管趋严，江西资管市场风险整体上升。以信托业务为例，2017 年末，风险、涉诉及逾期的信托项目规模同增（如图 2）。具体来看，风险项目规模同比增长 6.96%，涉及诉讼信托项目规模同比增长 24.73%，信托公司逾期贷款同比增长 48.44%，且 2017 年及 2016 年逾期贷款最多的行业分别为制造业和房地产业。

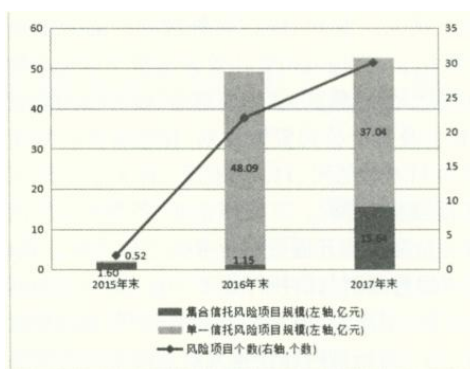


图 2 江西省信托项目风险情况

## 二、地方法人金融机构面临的挑战

新规重点整治了资管市场现存的几大问题：一是规避监管多层嵌套，导致金融链条过长、透明度降低，风险源与风险实际承担者脱节。二是刚兑难以打破，导致风险积累在金融体系中，扭曲了市场化定价基础。三是非标资产等削弱了传统信贷工具地位，表内资产向表外过度转移，弱化了宏观调控政策效果。四是发展不规范问题显著，资金池运作、严重期限错配、盲目加杠杆等乱象并存，加速风险传染。因此，新规将对整个资管行业的格局、未来盈利模式产生深远影响，给金融机构，尤其是地方中小法人机构带来不小的挑战。

### （一）净值化转型将重塑资管业务格局

---

新规要求金融机构对资管产品实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。这意味着未来投资者在购买资管产品时，机构必须给出一个产品的净值，且存续期间该净值往往会伴随资产的公允价值产生较大波动，投资者要时刻关注净值变化，在合适时机赎回产品。从目前地方法人机构情况看，净值化转型整体压力较大。一是从江西新发及存续的资管产品看，封闭式、非净值化趋势依然明显，净值型产品比例低于全国平均水平，未出现显著的转型迹象，基础较为薄弱。二是净值型产品对系统建设、人员能力、管理水平等各方面要求较高，部分中小机构若无法实现转型，将被迫退出产品研发市场，转型代销。三是江西省内投资者对于资管市场形势的认知尚停留在保本保收益阶段，对净值型产品接受程度较低。预计资管新规出台初期，江西法人机构缺乏推动净值型产品发展的动力，大多数将保持观望，处于逐步消化政策阶段。因此，在募集资金成本较高的背景下，在能力水平不足以达到监管要求的转型初期，部分机构或将减少业务量以规避风险，资管规模增速将持续收缩，甚至出现下降，其中部分中小银行可能倾向于回归传统信贷业务，增加信贷投放。

## （二）打破刚性兑付任重道远

新规发布前，基于声誉和客户资源及部分地方政府、监管者维持稳定等方面考虑，资管市场普遍缺乏打破刚兑动力。目前，除部分证券类信托项目外，江西所有资管产品均未打破刚兑。虽然大部分产品实现了按时兑付，但存在少数产品投资收益不能覆盖资金成本的情况，此时会使用其他产品中间业务收入或自有资金进行兑付。而新规表现出的打破刚兑决心异常坚决，不再提“逐步有序打破刚兑”，同时列明具体四大类行为属于刚兑，并明确惩处措施，只要违反便执行处罚。江西打破刚兑之路尤显任重道远：一是辖内投资者对资管产品“受人之托、代为理财”本质的认知程度低，尤其是省内多数农商行主要面临县级及以下农村居民，客户风险容忍度低、投资者教育难度大。二是新规中对信息披露进行了大篇幅论述，并认为充分的信息披露是打破刚兑的前提。但信息充分披露不仅涉及系统化建设，更涉及部分投资信息保密问题，江西这两方面的基础皆较为薄弱。此外，随着产品刚兑被打破，产品设计环节需要更加关注增信措施，以提升产品的吸引力，需要花费更多的人力成本。由于银行机构较非银机构积累了更多低风险偏好客户，预计打破刚兑会使来自非银机构的竞争压力加大，对银行的渠道和品牌优势形成冲击。

## （三）资金募集及产品管理难度双升

从规范性操作的规定看，新规要求金融机构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。而在 2014 年，银监会就明确规范了资金池业务，且在 2017 年的“三三四十”专项业务检查中开展了进一步的专项整顿清理。因此，新规中有关资金池管理的操作细节，对地方法人机构影响相对较小，但其他规范性要求或将使其面临来自资金募集及产品管理方面的压力。

一是为降低期限错配风险，新规对产品久期管理提出了更高要求，比如要求资管产品投资非标资产不允许期限错配，非标资产及非上市企业股权期限不能长于产品期限，同时封闭式资管产品最短期限不得低于 90 天等。受投资习惯影响，江西客户更偏好中短期产品，新规导致的产品期限拉长或使资管产品销量下降，若无资金续接可能丧失部分投资渠道。二是新规对分级产品的发行限制较为严苛，而目前存量产业基金等政府引导资金业务多为分级结构，随着财政部规范政府项目的步伐加快，新项目恐难以募集符合监管要求的资金对接。加之新规严禁一层以上的资管嵌套行为，同业理财规模将进一步缩减，资金成本面临进一步上行的压力。三是新规去通道、禁止多层嵌套的规定对机构资产投资及主动管理能力提出了更高要求，而净值化初期资产价值的不稳定性将使机构投资策略更为保守，预计将出现产品资产端收益下行的情况，“资金荒”与“资产荒”矛盾进一步加剧，将使产品整体利差收窄，机构实现收益或出现下滑。四是新规提高了合格投资者，尤其是自然人合格投资者的要求，显著高于目前银行理财和信托产品投资者门槛。同时，也对金融机构代销资管产品做了相关规定，这将使客户资源的竞争趋于激烈，加剧行业分化，对缺乏管理能力的中小法人机构具有更加不利的影响。

## 三、资管市场转型的机遇与对策

---

新规在倒逼转型的同时，也将为资管业务健康发展创造制度环境，形成更良好、有序的竞争模式。随着大资管时代的到来及制度红利的逐步消失，原有的粗放式增长难以为继，地方法人机构应高度关注改革过程中的风险隐患，同时从提升专业水平、加快创新升级、优化业务系统、充分履行职责几个方面加快步伐，抓住转型中的机遇，迎接挑战。

### （一）新规正式稿规定更有利于市场软着陆

新规自征求意见稿至正式稿发布，经过了五个多月的充分酝酿，市场参与者有了充分预期，正式稿也兼顾市场诉求，给了金融机构更多的缓冲空间，主要体现在两方面：一方面适当延长了过渡期。目前，存量的银行理财及信托产品资金端以一年以内的短期产品为主，而据测算，产品对接的资产端期限多为3~5年，存在一定的期限错配。因此，资管业务结构调整无法一蹴而就，将持续较长时间。新规正式稿将征求意见稿中“2019年6月30日”的过渡期延长至“2020年底”，能较好地避免存量资产未到期，而无新产品进行续接的情况。在过渡期，对于标准化资产，重点是解决估值方法和预期收益率宣传问题，对于非标产品，重点是要发行期限足够长的产品募集资金，确保过渡期后所有非标产品符合新规的期限匹配要求。另一方面净值化管理规定更加灵活。产品净值化是资管产品打破刚兑的重要手段与必经之路。正式稿考虑到部分资产尚不具备以市价计值的条件，允许符合一定条件的金融资产以摊余成本法计值，并对这些情形进行了详细列举，尤其针对封闭式产品投资没有活跃交易场所的标准化资产，或估值技术不可靠的标准化资产，或非标等流动性较差的产品，解决了其净值化处理问题。此外，正式稿明确表示，对提前完成整改的机构将给予适当的监管激励，增强了机构转型动力。

### （二）地方法人机构应高度关注及防范市场风险

转型中，地方法人金融机构要更加注重风险管理。一是流动性风险管理。新规的净值化要求会导致客户的申购、赎回更为频繁，使机构面临较大的净值损失风险，有可能造成短时资管产品发行困难，出现资管业务流动性风险。此外，同业资管规模的持续下行、低风险偏好客户的流失也将加剧此风险。而标准化债券是江西地方法人机构资管产品最主要的投资渠道，应重点关注债券熊市可能造成的产品净值波动。二是声誉风险管理。新规中要求的管理人“勤勉尽职”<sup>①</sup>是一个模糊定义，很难清晰界定。尤其在相关法律环境尚不健全的情况下，金融机构的风控管理、尽职调查是否满足打破刚兑的要求，即便满足又如何证明自身的“勤勉尽责”，都是打破刚兑道路上的难题。前者可能引发道德风险或逆向选择，后者可能给金融机构带来声誉风险，甚至引发区域性系统风险。三是风险传染管理。净值化管理及刚性兑付实现初期，大规模低风险偏好的客户资金该何去何从，是否会外流或投向其他领域造成资产泡沫都是值得关注的问题。同时，如果资金募集困难使得资产无法续接，可能产生抛售，进而引发系统性风险传播。此外，新规实施后，非银机构资产端风险可能向银行理财传递，因为前者打破刚兑的基础较好，成本及难度都小于银行理财，导致其他行业风险向银行业传播的可能性加大。

### （三）地方法人机构提升主动管理能力的方向及对策

资管行业在逐渐回归本源的过程中，投资者是否还会选择投资或者购买资管产品，很大程度上取决于金融机构综合资产管理能力，机构进一步提升自己的核心能力将成大势所趋，要由追求“搭结构、绕监管、做通道”，向不断提高管理人主动管理能力和渠道方资金募集能力转变。从具体对策看：

一是加强交易对手管理和筛选。产品销售时，应积极进行投资者教育，对客户进行真实而严格的风险接受能力评级，加强客户细分，让客户根据其风险接受程度选择相应的产品，培养客户风险投资意识，保证合规销售，从资金端降低刚兑依赖客户的比例。项目投资时，应从追求数量转向追求质量，对合作者及资金投向要有更高的要求，严格尽职调查，增强主动选择性。

二是规范业务流程，重视内部管控。进一步完善资管业务的制度和流程，使其制度化、流程化，做到前、中、后台隔离审查风险，自营资金与受托资金相分离、资管产品之间资金资产相隔离，切实降低业务的政策风险、操作风险等。严格按照行业

---

<sup>①</sup>①新规中明确金融机构为委托人利益履行勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益。

---

监管标准、公司内部管理制度要求，进行前期尽调、项目评审、合同签订、收益分配、信息披露、清算报告各环节，最大程度保障委托人利益，避免后续纠纷。继续加强业务人员培养及人才队伍建设，提升资管业务风险审查能力、盈利能力、市场研判能力等，实现长期健康发展。

三是提升专业能力，强化管理能力。不断提升机构专业投资和管理能力，增强行业发展质效。如银行可成立资管子公司，以专业的资管模式和经验，实现资金多元化运用及与母公司的风险隔离。当前，招商银行、华夏银行和北京银行公开表示过将成立资管子公司。信托机构亦可设立专业子公司，从事股权投资、私募股权投资、海外投资的创新业务。

四是抓紧改革重点，加强项目储备。紧跟供给侧改革、制造业升级、区域发展战略等市场机遇，着手布局绿色环保、供应链金融、普惠金融、教育医疗、高端制造等重点领域，加大优质项目储备。同时，降低债权融资类业务占比，重点发展以证券投资、并购投资、投贷联动等为资金运用方式的资管业务，更多地对接标准化债权资产、权益类资产投资，摆脱影子银行色彩。

**[参考文献]:**

[1]巴曙松, 杨惊等. 2017年中国资产管理行业发展报告[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2017: 10~11.

[2]邓海清. 资管行业出新规刚性兑付有望被打破[J]. 金融与经济, 2017, (12): 1~2.