

资管新规解读专题一：资管新规下的资产管理业务

施扬 合伙人 郑祁 律师



2018-6-15

全文

一、资管新规出台的背景

资管行业的本质是管理资产，即“受人之托，代客理财”，而管理资产的核心主要包含价值管理及风险管理，即使资产取得收益的同时，将资产的损失可能性控制在资金所有者可以承受的范围之内。

近年来，我国资产管理业务发展迅速，规模显著扩张。根据前瞻产业研究院的《中国资产管理市场 2015 报告》显示，2012 年至 2015 年，我国资产管理规模年均复合增长率达到 51%，资管行业成为金融体系内最具活力和成长潜力的板块。根据中国人民银行金融稳定分析小组发布的《中国金融稳定报告（2017）》中显示，截至 2016 年末，剔除交叉持有的因素后，各行业金融机构资产管理业务总规模约 60 多万亿元。

尽管我国资管行业规模不断扩大，但由于分业监管体制下不同类型机构开展同类业务的行为规则和监管标准不一致，缺乏了统一的监管规则、标准，监管真空、监管重叠等问题频现，因而在资管机构监管理念下，若想对资产管理业务进行全流程监控和全覆盖监管较难实现。资产管理业务中存在着的期限错配、滚动发行、定价分离等方式，易造成流动性风险；产品嵌套结构复杂，杠杆效应放大，流动性风险进一步扩大的同时导致底层资产难以穿透，易形成监管盲区；影子银行规模膨胀，例如“表外理财”、“表外放贷”、“明股实债”类业务透明度低，易规避监管；非法从事资产管理业务频频发生。在这种现实状况下，我国资产管理业务仿若是脱缰之野马般的奔跑，资管行业急需树立协调管理理念及适用穿透式性的功能监管。

2017 年 7 月中旬，随着国务院金融稳定发展委员会的成立，标志着我国对金融统筹监管和监管协调的顶层设计已经建立。各方监管开始竞争性紧缩，发布

一系列严厉的政策，致力于化解资管领域金融风险。金融是国家重要的核心竞争力，党中央高度重视防范金融风险，对于金融的定位也不再是发展和创新，而是“稳”，焦点在于“防风险”。2017 年被称为“金融监管大年”，为了金融体系的健康有序发展，一行三会等监管机构针对资管、银行、公募、保险等行业出台了一系列的金融监管政策，大额罚单更是不断开出，金融监管是 2017 年资本市场波动的核心逻辑，金融周期进入收缩新时代。

二、资管新规的出台

原有的对于资产管理业务的监管是在分业监管体制下进行的，因此导致监管真空、监管重叠等问题频现。2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局联合正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”），资管新规作为首部由多部门起草、对大资管行业进行统一监管的纲领性文件，被业界视为资管领域的“宪法”。

此次资管新规对于资产管理业务规定的重点主要为去刚兑、去通道、去杠杆。

“刚兑”就是由金融机构对投资人进行承诺保本保收益，出现兑付困难时，金融机构要“兜底”。这看似对于投资者是好事，但是其实质无论是对个体金融机构、金融系统整体，亦或是实体经济都有着不可消除的负面影响。

金融机构不仅自身承担着由于市场调节亏损而需垫付的风险，且由于负债成本无法降低，又倒逼着金融机构加杠杆、加风险，金融体系的不安定因素进一步扩大。而实体投资回报率常常成为与刚兑的资管产品的比较对象，近几年投资回报率的低迷，使得刚兑资管产品成为了首选，实体金融化倾向愈发严重。而传统的资金池运作方式与“刚兑”更是密不可分，可以说传统的资金池运作方式某种程度上决定了刚兑的特性。传统的资金池模式下，所有的产品资金混合使用，根本无法辨别具体哪个产品的资金投资向了哪个资产，净值无法计算，只能识别出创造了多少的预期收益，这种产品资金混合使用更使得不良得以隐匿，这种一环扣一环的负面影响在不断的循环叠加，使流动性风险不断加剧。

打破刚性兑付早已是金融业的普遍共识，此次资管新规明确资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构不得承诺保本保收益，不得垫资兑付，禁止资金池业务（提出单独管理、单独建账、单独核算的管理要求）、禁止非标期限错配、要求实行净值化管理，使资产管理业务回归“代客理财，盈亏自负”的本源。

通道业务一般指由委托人或者第三方进行主导，借助通道方作为资金通道向资金方吸纳资金，为委托人或第三方指定的客户进行融资或者对其他资产进行投资的交易安排，通道业务的产生是金融机构为了规避外部监管与内部“红线”要求创造出的一种法律规避手段。资管产品的通道业务起源于资管行业长期以来的割裂监管，基于层层套叠的交易结构，尤其是三层以上的嵌套，动机往往是为了套利，多层嵌套增加了资管产品的复杂程度，底层资产难以穿透，使资金在金融体系内空转成为了普遍现象，更拉长了资金链条，还导致杠杆成倍聚集，使社会融资成本不断抬高，加重了资金的脱实向虚和风险积累。

此次资管新规明确了开展资产管理业务的各类金融机构在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面享有平等地位，金融监督管理部门对各类金融机构开展资产管理业务平等准入，从根源上消除多层嵌套的动机。同时明确将嵌套层级限制为一层，禁止开展多层嵌套和通道业务，对受委托机构的资质、利冲防范等等均提出了要求。

关于负债杠杆，此次资管新规明确规定了资管产品的负债杠杆（总资产/净资产），对于开放式公募产品、封闭式公募产品、分级私募产品等均分别设定了具体的负债比例上限，同时禁止金融机构以受托管理的产品份额进行质押融资。而在可分级的封闭式私募产品中对于不同产品的分级比例也进行了清晰的规定，即固定收益类产品的分级比例（优先级份额/劣后级份额）不得超过 3: 1，权益类产品不得超过 1: 1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品不得超过 2: 1，同时禁止转委托给劣后级投资者。

同时，资管新规对资产管理业务与产品进行了明确的定义与划分，将财产权信托、保本理财、ABS 业务、创业投资基金及政府出资产业投资基金排除在外。对资产管理业务主体的金融机构及业务人员提出了相关要求，明确将所有资管产品按照《证券法》的标准划分为公募产品与私募产品，对产品的设计、销售、运作、估值、投后管理等等均进行了规范。

三、资管新规引发资产管理业务新格局

此次资管新规坚持了有的放矢的问题导向，针对现存的资产管理业务中存在的套利严重、嵌套复杂、杠杆不清等问题，设置了统一的资产管理业务规则和标准，即同样的产品、同样的业务要按照同样的标准和规则，使机构监管与功能监管充分结合，实现对各类机构开展资产管理业务的全面、统一覆盖。同时，资管新规又坚持了防范风险与有序规范相结合，合理设置了过渡期的规定，充分把握改革、发展与稳定这三者关系的平衡，使我国资管行业就此迎来了新的发展格局。

资管新规作为对大资管行业进行统一监管的纲领性文件，传达了对大资管行业整改和行业转型的方向，意味着资管行业将摆脱野蛮生长的“旧时代”，迎来资管新规调整下的“新时代”。

以银行业为例，资管新规对其的影响将主要体现在理财业务中。保本理财产品不属于“资管产品”，其与非保本理财产品“代客理财”的资产管理属性存在本质差异，两者将进行清晰划分。由于资管新规的“去刚兑”，实行净值化管理，当前的银行理财市场将改变，未来银行发行的资管产品将只包括非保本的“净值型”理财产品，例如发行结构化的存款产品来弥补存款绝对额的减少。同时由于资管新规禁止资金池，要求进行单独管理、单独建账、单独核算，银行理财产品的周期将拉长，理财产品的投资标的及结构均将发生变化，非标准化债权资产端的投资将受限。银行将逐步成立资管子公司，以资管子公司的模式来专门运作资管产品，开展资产管理业务，实现业务分离，风险隔离。

再以信托行业为例，近年来，我国信托行业规模逐渐扩张，这主要由于信托公司承接了大部分银行理财资金，主要依赖于银信通道业务的增长，即信托公司依靠自身政策优势，或与券商资管和基金子公司合作，成为银行资金绕过监管投向禁止或限制行业的得力工具。但是信托行业整体呈现粗放的经营方式，主动管理能力不足，风控措施也并不完善。随着资管新规的“去通道”，多层嵌套和通道的消除将对信托行业的通道业务产生较大的影响，银信通道业务将大幅度的缩减，而“去刚兑”将显著影响对投资者的吸引力，部分缺乏优质项目资源、管理规模较小又没有强大股东背景的信托公司而言，信托产品的募集难度将进一步加大，而资管新规对合格投资者的标准要求，更将导致信托行业的客户来源的减少。

不过由于银监会已表态不再新发牌照，目前全国仅有的 68 家信托公司，信托牌照仍然具有极高的含金量。信托业务的本源是对委托人的财富进行专业化管理，信托公司在资管新规的出台后，应当压缩通道业务规模，根据自身的特点发展业务回归信托的本源，例如可开展家族信托等等。

资管新规强调按照资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资产管理业务做出一致性规定。资管新规属于非法源性的规范性文件，但其实际是系统规范资产管理业务最高效力的规范性文件。但同时，资管新规又仅仅是纲领性文件，在具体操作上仍比较模糊，还需更多的具有可操作性的细则落地。例如市场准入、日常监管等的实施细则，具体产品适用的估值方法，有关流动性管理等监管标准，对违规行为的处罚规则，独立法人地位的资产管理子公司的监管规则等等。