

资管业的前世和今生

殷剑峰 时间：2018-05-02 来源：财富管理杂志

自上世纪初起步以来，我国资管业已有近 20 年的发展历程。在这近 20 年的历程中，如果以 2009 年为界，大体可以将 2009 年前划分为资管业的前世，2009 年后至资管新规发布之日为资管业的今生，而 2020 年资管新规过渡期结束后又将是资管业的来世。《三世因果经》说：欲知前世因，今生受者是；欲知后世果，今生作者是。欲展望资管业的来世会如何，我们需要了解资管业的今生，而资管业的今生又与其前世有着牵扯不清的关系。

之所以将 2009 年作为划分资管业前世今生的界限，是因为此前和此后的市场规模、结构和运营存在巨大差异，而资管业今生的一些关键特点又是其前世遗留下来的。我们知道，我国金融体系是以银行为主导的，非银行金融机构及其赖以生存的资本市场处于从属地位。不过，在我国的资管业中，至少 2009 年前的主导者并非银行，而是以基金和保险为主的非银行金融机构。例如，2008 年包括银行理财、私人银行、信托计划、券商资管、公募基金、保险在内的全部资管规模是 8.6 万亿，银行系资管（银行理财、私人银行）仅占不到 20% 的份额，而且，在一些市场领域、特别是权益市场，银行理财无法与基金、券商竞争。

2009 年后资管业在规模迅速扩大的同时，其主导者也发生了深刻变化。以 2016 年为例，银行理财、私人银行两个银行系资管规模上升到全部 165 万亿资管规模的 30%，而其他非银行系资管、如基金子公司专户、券商资管和信托的资金来源都依赖银行，资金运用也与银行资管无异。换言之，非银行系资管不仅规模相对变小，而且更多地是扮演银行系资管的“影子”（见笔者团队著作《钱去哪了——大资管框架下的资金流向和机制》）。2017 年随着监管环境的变化，资管规模和结构发生了一些变化，但银行主导、非银行从之的格局没有改变。

总体看，我国资管业前世和今生的最大差异就在于“前世”的规模小、以非银行系为主导，而“今生”的规模大、以银行系为主导。那么，是什么原因引致了这样的变化呢？其关键在于以银行理财为主的银行系资管在 2009 年后迥异于此前。

首先，从发行机构看，2009 年前银行理财以国有银行、股份制银行和外资银行等大型机构为主，2009 年后中小银行机构迅速崛起。2009 年前，无论是统计理财发行的资金规模，还是理财产品的发行支数，大型机构均占到整个银行理财的 95% 甚至更高，其他中小银行基本可以忽略。2009 年后外资银行逐渐式微，而国有银行和股份制银行虽然理财规模依然远高于中小机构，但从发行支数统计看，以城商行、农商行为主的中小机构已经占到整个银行理财的近 60%。与此同时，

2009 年前曾经以人民币、港币、美元为三大发行币种的银行理财在 2009 年后变成完全由人民币主导。在发行方面另一个值得注意的变化是，2009 年前理财产品发行多数都有至少在形式上显得正规的募集说明书，其中会载明投资标的、运营结构、买卖权责等，而 2009 年后几乎只能看到预期收益信息。

其次，从资金运用看，2009 年前有着多样化投资标的的银行理财在 2009 年后变成了准信贷产品。从理财的资金运用看，在 2009 年之前，银行理财根据其最终资金运用渠道，可以分为权益、固定收益、商品、利率、汇率、信用、另类、混合等，种类繁多，投资标的的不仅限于国内资产，且底层资产依据公开信息容易获得。例如，即使是对于投资于信贷、信用债券的信用类银行理财，我们也可以根据理财产品的募集说明书识别出其投资的行业结构。在 2009 年之后，银行理财的资金运用途径迅速收窄，原先以境外资产为投资标的的理财产品消失，理财资金运用完全转向了固定收益和非标资产，理财产品在很大程度上变成了准信贷产品。而且，由于理财产品的发行再也没有此前至少在形式上显得正规的募集说明书，因而根本无法穿透识别其底层资产。

最后，从理财的结构和负债端看，2009 年前许多产品至少是名义上的净值型产品，而 2009 年后完全变成了刚性兑付的准存款产品。从结构上看，2009 年前，每支理财产品都有其对应的投资标的，理财

产品最终的收益率与投资标的间的结构相对清晰，可以计算出投资标的的价格变化与理财收益率的关系。当然，当时也存在大量复杂的结构化产品，普通投资者没有能力判断投资标的对最终产品收益率的影响。2009年后理财的结构就完全模糊了，由于理财的资金运用没有清晰、一一对应的投资标的，资金池成为理财的主要运营模式，因此，从负债端看理财自然就变成了具有刚性兑付的准存款产品。

随着银行理财蜕变为准存款、准贷款产品，原先以受人之托、替人理财为目的、以主动资产管理能力为竞争力的整个资管业就变成了传统银行存贷款业务的延伸，银行系和非银行系资管机构的地位随即转变。那么，银行理财为什么会发生巨变呢？

首先要看到的是，“今生”的刚性兑付与“前世”行将结束时发生的风险事件有关。2008年，在全球金融危机的冲击下，银行理财、尤其是挂钩境外投资标的的产品发生了大面积的亏损，许多银行理财产品的净值被腰斩。为了维护“社会稳定”和自身的商誉，多数银行都对投资者实施了明里暗里的补偿。事后看来，那次事件有银行的过失，因为不少挂钩境外投资标的的结构化产品是普通投资者难以理解的，但是，那次事件也使得刚性兑付成为资管业、甚至监管层默许的行业规则。

当然，引发巨变的根本还是在于2009年后的经济金融环境。2009年后的“四万亿”放出了数以几十万亿的信贷，而两年后的信贷收缩

又使得前期的信贷投放项目面临断炊的风险。在这种背景下，理财成为对接信贷的自然渠道。同时，由于地方政府的信贷资金缺口最大，与地方政府紧密联系的城商行、农商行等中小机构自然成为理财发行的新的主力军。不仅银行理财如此，从最终资金投向看，与银行理财密切相关的信托、券商资管、基金子公司专户等也都将地方平台、房地产作为最重要的标的。所以，银行理财乃至整个资管业趋于存贷款化的根源在于地方政府推动的以基建房地产和固定资产投资为主导的经济发展模式。

银行理财的存贷款化还与我国宏观金融体制存在的缺陷有关。缺陷之一是高额法定存款准备金率。在经常项目和资本金融账户“双顺差”时期，高额法定存款准备金率成为央行锁定外来流动性的有效手段。但是，随着“双顺差”的结束，这不仅造成银行业越来越大的成本负担，而且压缩了银行长期资金来源，迫使银行通过发行短期的理财来弥补流动性亏空。缺陷之二是基准存贷款利率的协调机制，这使得存贷款市场的利率依然处于实质性的管制环境下，而银行理财成为突破这一管制、为存款人提供市场化利率的必然渠道。

结语

随着资管新规的出台，资管业和银行理财的“今生”已经结束。至于“来世”，我们大体可以猜测到一些较确定的情景，例如，存贷款化的资管业一定会回归到受人之托、替人理财的本源，同时，资管

业竞争将会加剧，集中度将会提高。但也有一些无法确定的问题，例如银行系资管全面进入权益市场后会对非银行系资管产生何种影响？银行系的资管子公司与基金、券商相比究竟有何比较优势？社会经济环境是否能真正允许全面、实质性打破刚性兑付？处理失败资管机构的兼并重组、破产清算机制是否能迅速建立起来？

不过，“来世”还未到来——那得等到 2020 年过渡期结束之后。按照藏传佛教的说法，“今生”和“来世”间的“空档期”被称作“中阴”：上辈子的肉身已失，下辈子去所未定，灵魂只能在空中漂浮。今生已去，来世未定，“中阴”阶段因而是最不确定的——下辈子投胎为人还是为畜，全在漂浮的刹那间。