

论文 NO. 2017 年 11

发表时间：2017 年 11 月 20 日

资管新规的十大要点

曾刚、栾稀

摘要： 11 月 17 日晚，传闻已久的资管新规终告落地，“一行三会一局”联合发布了新规的征求意见稿（《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》）。这个首次横跨各类机构的纲领性文件，涵盖了资管业务的方方面面，与以往分散、分割的部门监管规定相比，有以下十个方面的要点：

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

一是明确资管产品的定位。明确资产管理业务是金融机构的表外业务，不得承诺保本保收益。金融机构不得开展表内资产管理业务。资产管理产品包括但不限于银行非保本理财产品，资金信托计划，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构发行的资产管理产品等。对产品按照募集方式和投资性质进行分类，不再按照机构分类，将机构监管转为功能监管。值得注意的是，在范围界定中，没有提到银行保本理财，在投资性质分类中，也没有提到货币市场基金。未来这两个产品如何监管，保本理财是要作为存款处理，是否要缴纳准备金和存款保险费，还有待金融监管部门进一步明确。

二是推动产品向净值管理转型，对刚兑有相应的惩戒和监督。在资管产品的定义中明确资管产品不允许承诺保本保收益。并明确了三种刚兑认定方式，基本囊括目前金融机构实现刚兑的主要手段：发行时承诺保本保收益、滚动发行实现保本保收益、自筹资金或委托其他金融机构代付以保本保收益，此外还有人民银行和金融监管部门共同认定的刚兑情形。如果发现刚兑，存款性金融机构需要将资管产品视作存款补缴存款准备金和存款保险费。非存款性金融机构由相应金融监管部门补缴罚款，未处罚的由人民银行纠正并追缴，最低标准为漏缴的存款准备金以及存款保险基金相应的 2 倍利益对价。同时还开展外部监督，对举报刚兑的单位和个人，情况属实，予以奖励。

三是合格投资者的界定标准更高。对合格投资者的资产要求和投资经验要求提高，要求家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本

人年均收入不低于 40 万元，且具有 2 年以上投资经历；或最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。并且对合格投资者投资各类型产品的额度也做了要求：合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。合格投资者同时投资多只不同产品的，投资金额按照其中最高标准执行。

四是未来银行资管子公司可能成为获批的方向。新规要求主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务，暂不具备条件的可以设立专门的资产管理业务经营部门开展业务。配套性地，也提出了资管产品资产应由具有托管资质的第三方机构独立托管的要求。在过渡期内，商业银行可以为单只产品单独开户，暂时托管本行的资管产品，但在过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务，该商业银行可以托管子公司发行的资产管理产品，但应当实现实质性的独立托管。资管产品需要由专门的子公司或法人机构管理，这一规定目的是为了实现风险隔离，未来银行资管子公司可能成为获批的方向，但金融监管部门可能还会另出规定对成立资管子公司的银行资质或评级进行要求。

五是对委外理财做出了规范而非限制，认可投资顾问模式。在不允许多层嵌套中，要求资管产品最多嵌套一层（公募基金除外）。其中，对当前委外的两种主要模式（投资顾问、FOF/MOM）在委外流程、

交易模式等方面均进行了规范。总体来看，新规承认了委外理财的客观需求，承认了投资顾问的模式，对委外理财采取了引导规范的监管方式。但在具体细则方面，如在新规中提到的“受托机构的准入标准和程序、责任和义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务以及退出机制”，这些细节上面是否还有进一步的规定，还有待理财新规的出台，才能明确。

六是对非标的定义有更新，同时允许投资信贷资产受(收)益权。2013 年银监会的 8 号文对非标准化债权的定义是：“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产”，此次新规对非标的定义出现了更新，“标准化债权类资产是指在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产，具体认定规则由人民银行会同金融监督管理部门另行制定。其他债权类资产均为非标准化债权类资产。”除了根据未来的认定规则认定的标准化债权，其他都是非标，拓宽了非标的界定范围。新规不允许资管产品直接或间接投资银行信贷资产，但是可以投资信贷资产受（收）益权，但投资限制由人民银行、金融监督管理部门另行制定。

七是鼓励资管产品投向国家战略或宏观调控引导的方向，银行在这些方向有优势，未来银行资管投向这类的产品可能会增加。虽然投资受（收）益权的具体细则还有待规定，但新规鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持国家重点领域和重大工程建设、科技创新和战略性新兴产业、“一带一路”建设、京津冀协同发展等领域。

鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持经济结构转型和降低企业杠杆率。同时提出，当前银行的公募产品以固定收益类产品为主，如发行权益类和其他产品，须经银行业监管部门批准，但用于支持市场化、法治化债转股的产品除外。预计银行资管类子公司（包括几家国有银行新成立的专门从事债转股的资管）未来投向这些领域的专项产品（如债转股专项资管计划或理财产品）会有一定的发展空间。

八是监管协调与监管分工，统计采用事后报备，分工明确一行三会的职能，原则上强调宏观审慎和穿透式实时动态监管。新规意见稿用了统计制度、监管分工、监管原则三个部分来阐述监管协调和监管分工。在统计制度上，采取事后报备的方式，并且要同时向人民银行和金融监督部门报备。除金融机构要在每只资产管理产品成立后 5 个工作日内、每月 10 日前、产品终止后 5 个工作日内同时向人民银行和金融监管部门报送相关信息外，还要求几乎所有金融交易、登记、结算、托管机构在每月 10 日前向人民银行和金融监督管理部门同时报送资产管理产品持有其登记托管的金融工具的信息。在监管分工上，明确人民银行负责对资产管理业务实施宏观审慎管理，金融监督管理部门实施资产管理业务的市场准入和日常监管，加强投资者保护。在监管原则上，主要是四点：机构监管与功能监管相结合，按照产品类型而不是机构类型实施功能监管；实行穿透式监管，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产；强化宏观审慎管理，建立资产管理业务的宏观审慎政策框架；实现实时监管，进行全面动态监管，建立综合统计制度。

九是智能投顾的监管探索。新规对智能投顾这一刚刚发展的资管产品运营模式进行定义和规范，先规范再发展，体现了人民银行和金融监管部门在金融监管上的主动性和敏锐度的提高。新规要求开展智能投顾需要获得金融监管部门许可，并符合投资者适当性、投资范围、信息披露、风险隔离等一般性规定。但在具体的规定中，还是框架性的条文居多，比如为了避免智能投顾可能产生的顺周期性，金融机构还需针对由此引发的市场波动风险制定应对预案；如果智能投顾影响金融市场稳定运行，金融机构应当采取人工干预措施，强制调整或者终止智能投顾业务；如果金融机构在对智能投顾的管理中违法违规或管理不当，应赔偿投资者，如果开发机构不当，金融机构应向开发机构追偿，等等。

十是此次文件是一个覆盖全面的纲领性原则性文件，具体还有待各领域的实施细则。总体上看，对于理财、非标、委外、智能投顾等均有涉及，对这些业务都是认可并规范的态度，有限制有鼓励，并且还给予了充足的过渡期（2019年6月30日）。短期来看，对金融机构和金融市场的冲击可能更多集中在预期层面。不过，意见也明确，未来各金融监管部门还要依照本意见会同人民银行制定出台各自监管领域的实施细则。因此，在理财、委外、非标、流动性管理、杠杆管理上，中长期的影响如何还要看各监管部门具体的实施细则，预计只会在资管新规的大框架内进一步从严、细化。

总的来看，我们认为，随着非保本理财明确表外化、净值化，未来将转变为纯粹的资管产品，考虑到转型调整需要一定时间，短期内

理财发行规模可能会出现一定收缩。但从中长期看，随着国民财富存量的持续提高，对多元化投资渠道的需求，仍会为资产管理行业提供极为广阔的发展空间。当然，从此次资管新规的设计上看，不论是集中度的安排，还是净值化管理，甚至是风险提示、信息披露，未来整个行业对投资管理人能力的要求会进一步提高，行业分化会进一步加剧。