

后新规时代之惑

李奇霖

联讯证券董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室特聘研究员

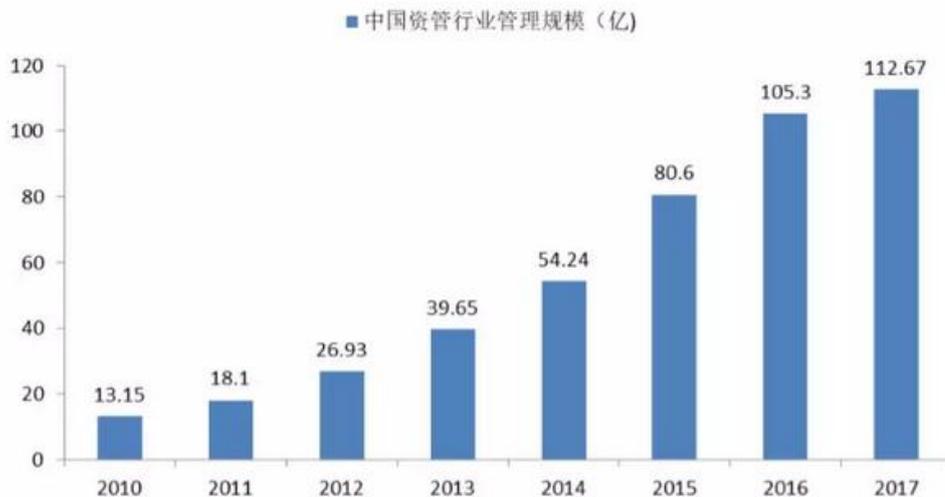
本文根据联讯证券董事总经理、首席宏观研究员李奇霖在某监管部门讨论会上所做分享整理而成。

一、起点

2010年时，资管行业的管理规模只有13万亿，但到了2017年，已经超过了百万亿。

规模在七年时间内出现了火箭般的蹿升，而这背后最主要的支柱是类存款化的资管产品。

图表1： 中国资管行业管理规模在过去七年时间内出现了火箭般的蹿升



资料来源：联讯证券，wind
专户、私募基金与期货资管

注：口径包括银行理财、信托、保险、公募基金及其子公司

联讯证券

类存款化的资管产品和存款是两回事。存款需要缴纳存款准备金，需要计提资本，有存款保险制度。而名义上非保本但实际刚兑的资管类产品，完全不受上述监管约束。

金融机构等同于在表外开了一个不受监管的新银行，会产生很多风险和问题。

1、从宏观的角度来讲，该模式会导致金融风险过度积聚，因为类存款化产品多以滚动发行、分离定价的资金池模式运营。

在机构以管理规模为考核核心的背景下，机构往往会过度负债，业务是负债驱动而非资产驱动，负债端的成本与资产端所能提供的回报分离。

为了谋求利润，弥补资产与负债回报缺口，管理机构会高度依赖加杠杆、加久期、加风险等手段。而这些手段均意味着金融机构在加大资产端的风险敞口，很容易引发市场的大幅波动。

除此之外，很多以资金池模式展开的同业合作会加剧上述过程。

比如，银行发行同业存单去购买另一个中小银行同业理财，然后该中小银行同业理财给券商资管做了笔委外，而委外账户成本可能早就高于资产所能提供的回报率。因为每层产品都是以预期收益+资金池滚动的方式进行的，成本已经经过了层层加码。

在刚兑文化下，机构不得不在资产配置端放大风险，“资金池”套“资金池”，将各个不同的资产汇总在一起构成一个“资产池”，投资人也难以辨别哪个资管产品的资金具体投资了哪些资产标的。

在这种模式下，负债与资产之间往往存在着流动性缺口。不过这不要紧，只要你的产品规模在不断膨胀，新发行的产品能及时滚动，就不会存在问题。

这里面的风险在于，一旦出现全局的流动性收缩，问题就会非常棘手。2013年6月“钱荒”就属于此类问题的集中体现。

在高度期限错配的背景下，流动性供需关系边际恶化，导致货币市场利率大幅波动，进而导致以货币市场利率作为定价基准的资产价格也出现大幅波动。

2、表内、表外风险不切割。由于期限错配和资产变现能力弱，产品一旦无法足额募集到后续资金，在维护声誉保证刚兑的考量下，机构往往会以自营的流动性或者资本金给客户贴补。

可是，不少机构的资产管理规模远高于他自身的资本金，这使机构表外资管业务的风险传递到了表内。

强监管是为了防范金融风险。但市场风云莫测，影响市场走势的因素千千万万，不可能都被监测到，控制住金融风险。所以，有效的金融防风险不是为了控制市场，而是尽量切断或减轻市场波动对金融机构的负面影响。

可是，在资金池+刚兑的运作模式下，资产价格大幅波动的风险不完全是客户自主承担的，机构也在共担。

当金融严监管慢慢使资金池模式终结，资管产品的规模会难以得到保证，产品净值化，分账经营，原本借由资金池隐匿的不良资产和

投资亏损会加速暴露，机构承担的风险将持续累积。

3、层层嵌套加剧了对底层资产的识别难度。

在资管行业多年的发展过程中，金融机构与监管有过多次的博弈。为了规避监管，部分资管业务（比如非标业务）会采取多层嵌套的模式，引入较多的中介机构和通道来进行跨监管部门的交叉金融业务。在分业监管模式下，这种交叉金融业务往往较难监管，很难识别到底层资产的风险。

此外，通道业务素有的弊病是管理人让渡出了主动管理权利，没有办法做到法律法规所要求的勤勉尽责的义务。

一旦业务的发起人与主导者过于激进，不重视投前尽调与投后管理，出现了信用风险或操作风险，损害了投资者的利益，那么在法院或监管机构追责时，参与其中的机构为保障自身利益，往往会陷入推卸责任、扯皮的泥潭里。

资管新规的出台实际上是瞄准了上述问题，很多具体的条款条例都是为了解决上述问题而设置的。

比如，根据资管新规，理财等预期收益型产品都要变成净值型产品，行业的盈利模式要由原来的“预期收益型+超额留存”转变为“净值型产品+固定管理费”。

在这种模式下，投资资管产品的客户自担风险，金融机构无需为资管产品的刚兑兜底。投资端的行为也会趋于理性。资管产品“高息揽储”的特征消失，资管行业将回归资产管理的本源。

目前来看，尽管在过渡期内，新规细则对老产品投资新资产和定开产品摊余成本法估值等方面有所放宽，但过渡期后，产品净值化转型的方向是确定的。

而且，针对现在不少银行资管机构以业绩基准等说法来代替预期收益给客户刚兑承诺，或以业绩基准+超额反补的组合模式来保证投资者的收益，变相保证刚兑的实现的现象，理财新规补发规定：“在理财产品宣传销售文本中只能登载该理财产品或者本行同类理财产品的过往平均业绩和最好、最差业绩。”向破除刚兑又迈进一步。

再比如，资管新规禁止非标做期限错配，禁止多重嵌套（两层以上）让过去层层通道绕监管的模式不再可行。

二、影响

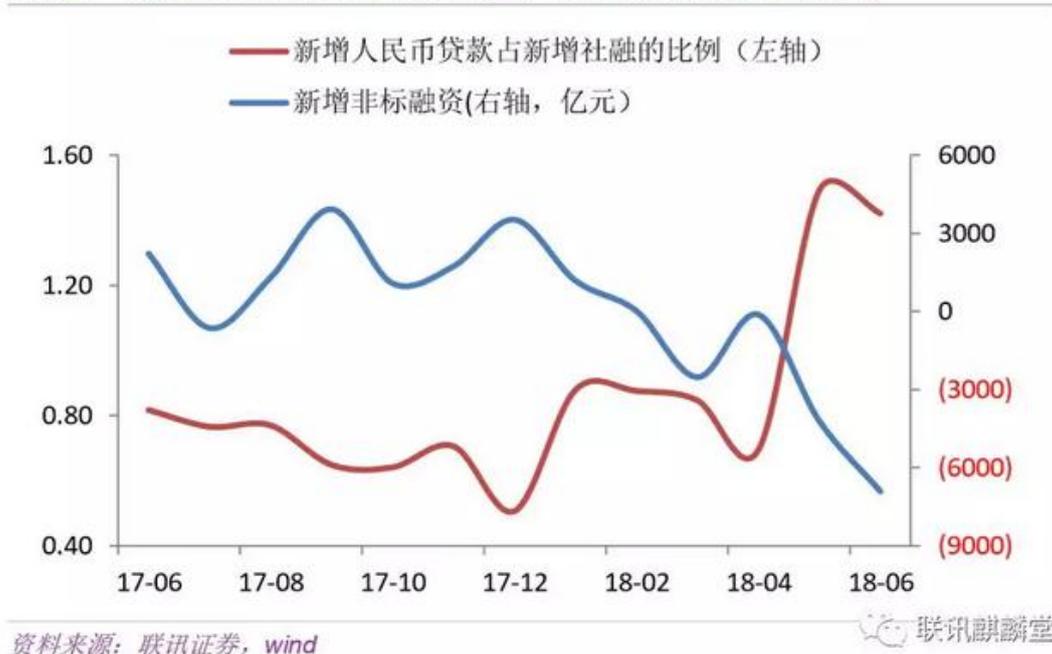
在这些具体的监管条例出台后，市场上的违规与灰色行为得到了显著的抑制，理财和券商资管的规模扩张速度显著放缓，金融体系的风险得到了缓释。

但是，监管清理影子银行实质上是一种紧信用的行为，在短期内高强度的监管后，信用开始大幅收缩，一度引发了资本市场对信用风险的担忧。

从信用总量看，今年上半年新增社融仅 9.1 万亿，较去年同期收缩 2 万亿；从信用结构看，9.1 万亿中新增人民币贷款为 8.76 万亿，占比高达 96%，能够承担相对高风险偏好的非标融资（委托贷款+信托贷款+未贴现承兑汇票）收缩了 1.2 万亿。

更重要的是，在 2015-2016 大资管扩容时，不少发行人以 3 年期或 3+2 期限的债务融资加足了杠杆。2018 年开始，这些债务进入偿还期。外部融资收缩叠加偿债高峰期，信用风险压力逐步显现。

图表2: 贷款在社融中的占比显著提升，非标融资绝对量持续收缩



金融严监管对信用风险的传导机制是什么？

1、金融监管加强，同业资金收缩，产品净值化改造后，市场缺乏风险偏好高的配置主体。

过去资管类资金多以资金池模式运作，其滚动发行、分离定价的特征意味着该类型资金对风险有较强的承担能力（违约了大不了滚动发行，借新还旧）。

现在强监管下，同业资金收缩，资管新规要求预期收益型产品改造为净值型。而净值型产品由于频繁申赎以及分账经营等特性，会更偏爱确定性强和流动性更好的的短久期资产和高等级资产。因此，市

场资金的投资配置风格会出现“嫌贫爱富”、“嫌长爱短”的变化。

目前陆续到期的债券和非标，其融资主体多为 2015-2016 年资管扩容时市场买债支持的低评级发行人，他们的融资链条现在由于债券投资主体的缺失趋于断裂。

若处理不善，极易引发较大规模的信用风险。而信用风险的爆发又势必会加剧金融机构存量资产处置的难度。在刚兑尚未完全打破的背景下，信用风险极易向金融机构传导。

从经济增长的角度来看，固定资产投资尤其是基建投资在债务短期化后，缺乏长期资金支持。

此外，过去几年在基建稳增长的过程中，无论是 PPP 模式还是产业基金模式，城投作为劣后方要么在优先端给理财资金差额补足，要么通过地方政府提供隐性财政承诺回购退出。

如今，在资管新规要求向上穿透投资人、禁止做优先级差额补足安排以及 23 号文禁止地方提供隐性融资担保、穿透项目资本金来源等约束下，这些均不再可行。

2、流动性传导机制不畅。

比如央行扩容 MLF 抵押品范围，是为了增加市场对低评级发行人配置力度，缓释机构投资者“嫌贫爱富”的特性。但由于低评级债主要由资管类资金持有，不是一级交易商，无法直接通过抵押券给央行来换取流动性支持。

对中小行来说，自营与资管类资金合作受流动性管理新规、现场

检查和自查等监管约束，部分农商行自营资金甚至被要求无法出省。对属于一级交易商的大型银行来说，监管指标的约束压力相对较轻，但大行内部由于风控、激励惩罚机制的不对称等原因不会主动拿低等级债。

3、非标缩水与非标转标的困难。

资管新规要求非标资产的期限与产品的期限相匹配，且向上穿透投资者来源。委贷新规则堵住了资管产品发放委托贷款的渠道，银信55号文加快了信托通道业务的压缩，叠加同业资金收缩和产品净值化改造，非标的资金来源会因此大幅收缩。

如果在过渡期内的非标还可以用老产品续，那么过渡期外到期的非标则不得不转标了。否则，对非标项目方而言，就面临债务偿还的压力，金融机构可能会要求提前打款。

但是非标转标较为困难。因为非标过去较快规模的增长，主要源于信贷额度约束、授信集中度约束、行业信贷约束以及相对于表内信贷较低的资本占用，因此，较多非标项目如果放在表内可能是不合规的，这些不合规的项目如果要用ABS的方式转标，事实上也很难通过交易所审批。

退一步讲，即使项目合规，非标转标也意味着表外资产回表。此前表外非标资本占用是0，表内借由同业包装的非标资本占用有可能仅为25%，在直接回表后，过往这些低资本占用的非标项目均要重新计提100%的风险资本，需要消耗较多资本金。

在目前不少银行都存在资本金的约束，缺乏资本金补充渠道的背景下，银行非标转标回表的动力显然是不足的。

三、调整

面对着资管新规发布后信用快速收缩的压力，监管政策做了微调，主要包括央行发布的《资管新规执行通知》和证监会发布的《证券期货类机构私募资产管理计划运作管理规定》等配套细则。

（由于理财新规基本和资管新规一脉相承，调整的内容不多，我们不再做进一步的分析）

对于央行发布的资管新规执行通知，主要有三点放松。

1) 公募产品可以适当投资非标，但应当符合期限匹配、限额管理、信息披露等监管规定；

2) 过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产，老产品的整体规模应当控制在《指导意见》发布前存量产品的整体规模内，且所投资新资产的到期日不得晚于 2020 年底。

3) 过渡期内，对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍。

银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。

从实际业务的角度来讲，这三点放松很难起到真正的效果。

1、公募产品可以适当投资非标，不意味着非标有更多的资金来源。

首先，资管新规就没有说公募产品不能投非标；其次，公募型产品投信贷或类信贷非标要放款渠道，有信托公司、银行两种选择。

但是如果走信托做放款渠道，一来信托仍然受到银信合作的 55 号文监管，在通道问题、多层嵌套等问题上没有得到放松，资管产品投资只能做被动投资，无法掌握项目一端；

二来信托是私募型产品，向上穿透投资者来源的问题不好解决。如果是走银行做放款渠道，那么银行这一端仍然受到委贷新规的约束，接受放贷的资金不能是募集所得的资管类型资金，也无法成行。

最后，1 年、半年的定开产品很难满足非标的融资期限，2 年、3 年的定开产品散户可能不接受。

2、老产品投资新资产效果有限。

该措施确实在边际上有助于让机构增加对债券和非标的配置，但从现在到 2020 年底只剩 2 年半的时间，受益的仍然是短久期信用债。市场近日交投活跃的也正是此类债券。

但金融机构需要处置的存量债券资产不少都是长期久期的 PPN、非公开甚至是永续债，固定资产投资缺乏的也是长期资金来源，投融资期限上仍未得到有效匹配。

同时，在流动性管理新规和大额风险暴露等同业严监管措施下，同业理财规模快速压降令老产品的流动性捉襟见肘，可能也支持不了

多少新资产。

3、封闭期在 6 个月以上的定期开放式产品可用摊余成本法计价。

这种估值方法上的好处是持有到期并以利息收入作为主要收入，可不必过度理会市场价格的波动带来的资本损益。

但是，资产到期不用变现，那就意味着产品到期可以通过其他产品调剂利润，或者是续发解决流动性问题。

当然，为了培育投资者和给投资者适应新的净值型产品时间，该放松条例具有一定的积极意义。但该模式与老产品投资新资产的问题一样，只能利好于短久期信用债和部分短期非标资产，长久期资产的资金来源在当前仍然是缺失的。

如果为了能够对接长久期品种，把产品期限进一步延伸到过渡期外，那就破坏了资管新规打破刚兑、去资金池化的本源，是不合时宜的。

对于证监会发布的私募资产管理计划运作管理规定（下面简称“私募规定”），大原则是与资管新规一脉相承的，虽然在过渡期等方面有所放松，但对非标的投资与信用方面反而在收紧。

1、双 20 限制和 35%的限制压缩了证券投资基金投资机构投资非标的空间。

按照私募规定，首先，一个集合资产管理计划投资同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的 20%。即一个集合计划投资非标的资金最多只有五分之一，其他五分之四的资金要投资其他资产来配合。

这样集合资管投资非标的效率会大幅降低，因为投非标需要做期限匹配，为投 20%的非标去做一个封闭期或定开期长的集合资管，显然是费力不讨好的行为。

其次，同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的 20%，即一个非标项目现在需要至少 5 个机构来配合。

考虑到各家机构对资产的偏好不同，项目资产端与资金端的匹配难度会显著加大，对于依靠非标工具来融资的企业来说，融资难度比之前反而是提高了。

最后，统一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于非标准化债权类资产的资金不得超过全部资产管理计划净资产的 35%，即未来券商资管将实施与银行理财一致的非标限额管理。

在双 20%抑制了集合对非标的投资后，这一点的要求可以看做监管抑制单一类资管计划投资非标的规模，从总量的角度限制了券商资管和基金子公司担当非标资管业务中的通道。

2、证券投资基金类通道业务加速压缩。

在私募规定中，证监会要求券商资管和基金子公司切实履行主动管理职能，不得为金融机构、个人和资管产品提供通道服务，不得指定第三方或委托人负责尽职调查或投资运作等。

考虑到这些都是通道业务的主要特征，因此这条要求事实上是禁止了券商资管担当非标资管业务的通道角色，与券商与基金子通道相

关的很多非标业务模式都会被清除，直接对非标的资金端构成打击。

同时，现在券商资管真正去做主动非标投资的并不多，对尽调与投后管理岗的设置也没有明确要求。在新规新增这两项要求后，券商资管是否愿意去花这种成本与费用做这种自己并不擅长的业务有较大的不确定性。

如果说和银行合作，采取半通道，即券商资管采取跟随银行做尽调和投后管理，那么一来两者的时间存在匹配问题，二来券商资管同样存在额外的费用负担，而这个负担费用该如何来分摊现在还是未知。

3、收（受）益权随意创设的时代结束，非标债权顶着收（受）益权的壳规避信托贷款和委托贷款等监管限制的做法被限制。

按照私募规定的要求，资产管理计划不得投资法律依据不完善的收（受）益权。所谓法律依据不完善，可以理解为没有法律法规规定保护或者在司法案例中缺乏认可。

按照这种标准，那么信托、券商资管和银行随意创设的非标债权收（受）益权较大部分得不到认可，会遭到监管的限制。

四、再改进

资管新规和一系列金融严监管措施固然对实体产生了信用收缩的冲击，也引发了机构在资本市场上避险的情绪。

但资管新规在促进金融机构运营稳健化、投资风格理性化以及防范金融风险方面，都起到了非常积极的作用，从长期看是利于资管行业的发展的。

1、不少银行在传统资管业务难以开展后，开始积极转型代销业务。

比如不少省联社已经要求当地农村金融机构优化线下经营渠道，加快零售与金融科技结合，丰富产品与服务条线，提高基层财富管理队伍人员的业务水平，深入挖掘细分客户需求，引入智能投顾等，来帮助资管业务转型。

也有不少城商、农商的银行资管部门，开始加强对市场风险研判和信用风险管理能力，并致力于建立研究、投资、交易专人专岗的独立、专业化的资产管理团队。

2、挤出伪金融创新后，才有望迎来金融真创新。

近几年大资管之所以繁荣，很大程度上是因为表外提供的是固定期限、固定利率的“类存款”产品。“类存款”产品以资金池的形式运营，产品发起容易，管理上的专业难度也偏低，抑制真正的金融创新，存在劣币驱良币的可能。

既然公众偏好的是产品净值波动小，回撤低，净值稳步向上的金融产品，那么后续金融机构如何利用大类资产配置、风险平价策略、量化套利等手段，设计出低回撤、低波动率以及长期稳定正收益的净值型产品来满足公众的偏好，是所有资管类机构都不得不考虑的问题，也将是新一轮金融产品创新的发力点。

3、机构投资行为趋于理性。

以债券投资为例，资金池运营下，负债决定资产的投资模式意味

着，决定机构是否买入某项资产标的不是来自于对市场走势、宏观经济和标的物信用风险的判断，而是产品有没有新增资金流入。

机构过度承担杠杆和久期风险也人为压低了市场的期限和信用利差，扭曲了市场定价。

在资金池+刚兑逐步打破的趋势下，产品净值化转型要求机构投资者强调流动性管理，投资风格趋于稳健，有条件的银行在严监管倒逼之下开始加强投研团队的投入，市场对基本面和政策面的定价也越来越有效。

后续对资管行业的监管，我个人认为可以改进的具体方向有：

1、吐故纳新。

传统资金池模式被严监管限制之后，市场高风险偏好的投资主体突然消失，在信用风险显著增大的市场环境下，不少机构对低评级发行人采取了一刀切的趋势。

但是，事实上对很多低评级发行人而言，目前最大的风险不是基本面风险，而是外部融资环境恶化带来的流动性风险。流动性风险强化信用风险又会进一步加剧流动性风险，形成恶性循环。

对此，央行通过 MLF 抵押品扩容到中低等级信用债，希望解决市场对低评级信用债一刀切的问题。短期内虽然会有一定的效果，但这并非长久之计，因为一级交易商的自营资金是保守型投资人。

长远来看，我们需要培训新的高风险偏好的投资主体，建立垃圾债投资基金。该基金的运作成功与否高度依赖于完善的市场制度建设。

比如，建立和完善信用风险对冲工具；再比如，提高违约处置的效率和回收率，推出针对小集合债券违约处置出台指引原则等等。

2、公平竞争。

既然资管产品都要求净值化转型，那么净值化的起点应当统一。对银行理财与公募基金而言，公募型产品和私募型产品均可发行，但银行认购起点是1万，还要求面签，而公募基金无此限制，还可以免税。

当然，理财起售点高可能也是因为目前利率市场化仍未完成，过低的理财销售门槛会进一步分流银行表内存款，在现如今社融贷款化倾向持续加重的情况下，表内存款的流失不利于银行对实体的支持，有一定的特殊性。

但是对券商资管而言，除非部分有公募牌照或者有存量集合产品的机构，可以继续发行公募型产品以外，大多数券商资管只能发行私募型产品。

这种竞争不太公平，导致不少券商资管产品在自有的代销渠道和其他一些可以合作的正规代销渠道很难募集足够的资金量。

产品端本身也存在一些不公平竞争。

举例来说，银行资管也可以做现金管理类产品。根据我们的草根调研，绝大多数银行均把类货币作为本行资管产品净值化转型最重要的方向。

但银行发行的现金类产品，投资范围没有受到货币基金新规的限

制，也没有明确影子定价和摊余成本法之间的偏离度。

3、合格投资人认定标准也存在不合理之处。

根据资管新规要求，合格投资人需要满足以下三个要求的任意一个：家庭金融资产不低于 300 万元，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。

但是，在实际操作的过程当中，由于真实的负债水平不容易发觉，买个资管产品还需要单位开收入证明，导致实际可以操作的认定标准就只有金融资产不低于 500 万元这一条，极大限制了私募型产品可以销售的对象和空间。

4、提高证券投资基金私募类产品的备案开户效率。

在 2013 年的一法两则后，券商资管产品由审批制转向备案制，按理是可以提高产品成立的效率。但在实际业务操作中，产品的备案时间没有制度规定，机构所需花费的时间较长，有些甚至能达到 10-15 天。

而按照私募管理办法的规定，产品自完成备案之日起成立，在成立前不得进行投资、证券的申购发行等。这意味着如果产品此前募集了资金，在长达 10-15 天的备案期内，资金无法得到有效的利用。

如果在产品的募集说明中，给予投资者的业绩基准较高，那么由于损失了一部分做收益的时间，在往后的时间内，管理人就必须采取更为激进的手段来补偿，这无疑加大了机构与投资者的风险。

因此，后续监管机构可以在产品的备案开户上加快效率，制定备

案开户的时间规定要求，完善券商资管的备案制度。