

资管新规终稿与意见稿的差异及影响

曾刚;栾稀 时间：2018-04-28 来源：微信公众号“BRI 金融观察”

4月27日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式稿。本质上，资管新规是从功能监管的角度打破了机构监管壁垒，实现了资管业务监管制度的统一。其中，着重解决了刚性兑付、期限错配、多重嵌套、非标资产等多个问题。

一、对意见稿的修改

昨日发布的资管新规与此前的征求意见稿在净值管理、标与非标、投资限制、过渡期、金融科技等方面做了修改。具体如下：

（一）标准化债权和非标

正式稿对标准化债权的界定提出了清晰易识别的几条原则。并且明确除此以外都是非标准化债权。

标准化债权类资产应当同时符合以下条件：1. 等分化，可交易。2. 信息披露充分。3. 集中登记，独立托管。4. 公允定价，流动性机制完善。5. 在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。

而在征求意见稿中：“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。”

尽管具体认定规则仍由人民银行和金融监督管理部门另行规定，但此处不仅将金融监督管理部门批准设立的交易中心删除，同时还增添了等分化、可交易、信息披露充分等要求，对非标的界定更加严格，在此原则下，未来银登中心非标转标是否行得通还有待监管部门进一步确定。

（二）净值管理

在征求意见稿要求净值化管理的基础上，新规对具体的会计计价准则进行了规定：鼓励使用市值计量。允许以下两种情形的产品采用摊余成本法：1、封闭式产品且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期；2、封闭式产品且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。但同时也设定了双5%的限制：如果偏离度超过5%、且偏离5%或以上的产品数超过所发行产品总数的5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。

针对非标资产难以计价的问题，监管在该类产品的计价方法上有所放松。但这并不意味着监管对非标投资的选择性纵容：新规规定公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票，同时标准化债权要求“公允定价、流动性机制完善”，因此投向非标且能够用摊余成本法计价的产品只能是私募封闭式产品。私募产品的投资者需要

满足新规中的合格投资者要求。

（三）同等待遇

新规新增了“资产管理产品应当在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面享有平等的地位”，并且删除了意见稿中“银行的公募产品以固定收益类产品为主”，或意味着此后银行资管公司可以在股票市场开户，其发行的产品可以投资股票市场。在投资范围上实现了基本统一，同时也有利于银行资管产品实现净值化管理、打破刚兑。

（四）过渡期延长

此次将过渡期延长了一年半，从2019年6月30日延长至2020年底，并且对过渡期内金融机构发行资管产品做了详细的要求，对提前完成整改的机构给予适当激励，也可以发行老产品对接新产品，但需要严控规模，以避免金融机构在过渡期内的监管套利。

“对提前完成整改的机构，给予适当监管激励。过渡期内，金融机构发行新产品应当符合本意见的规定；为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，金融机构可以发行老产品对接，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减，防止过渡期结束时出现断崖效应。金融机构应当制定过渡期内的资产管理业务整改计划，明确时间进度安排，并报送相关金融监督管理部门，由其认可并监督实施，同时报备中国人民银行。过渡期结束后，金融

机构的资产管理产品按照本意见进行全面规范（因子公司尚未成立而达不到第三方独立托管要求的情形除外），金融机构不得再发行或存续违反本意见规定的资产管理产品。”

为保证资管新规的顺利实施，避免对产品调整和市场流动性造成过大的压力，新规放宽了过渡期的时长。为防止期限错配，新规要求“非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”，如果部分存续的非标产品在 2020 年底仍未到期，这部分资产和对应的产品应该如何处理，监管如何处理还有待后续政策安排。

（五）投资限制的调整

1、跟征求意见稿中不同的是，正式稿中的**公募产品不再可以投资债转股，而私募产品鼓励支持市场化、法治化债转股**。债转股存在一定的风险，且期限较长、非上市公司的股权的流动性较差，公募产品的投资者是普通大众，私募产品的投资者必须是合格投资者，如此修改，符合投资者适当性原则，更有利于保护投资者权益，同时也避免了金融机构利用债转股进行监管套利。

2、**银行公募产品可以投资上市公司交易的股票**。和征求意见稿中要求“银行公募发行权益类产品和其他产品，须经银行业监管部门批准”，此次正式稿删除了此句，对公募产品不分机构统一投资标准，

“公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票，除法律

法规和金融管理部门另有规定外，不得投资未上市企业股权。公募产品可以投资商品及金融衍生品，但应当符合法律法规以及金融管理部门的相关规定”，不再对银行公募产品做特殊限制。

3、私募发行分级产品不再受投资比例限制。正式稿和意见稿在“公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级”上保持一致，但删除了超过一定投资比例的私募产品不得分级的限制，“投资于单一投资标的私募产品，投资比例超过 50%即视为单一；投资债券、股票等标准化资产比例超过 50%的私募产品”，此要求被删除。相对而言，正式稿对私募投资基金的要求有所放松，并且明确“私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见”，使得资管新规的监管目的更加清晰化和有针对性。

（六）金融科技

此次正式稿似乎突出了监管有意将“金融归金融、科技归科技”的意向，让金融机构和科技公司对各自的职能边界有了更清晰的定位，有利于互联网金融和金融科技行业的健康发展，同时也一定程度上保护了传统金融机构。

在对人工智能的表述中，正式稿要求“运用人工智能技术开展投资顾问业务应当取得投资顾问资质，非金融机构不得借助智能投资顾问超范围经营或者变相开展资产管理业务”，即**非金融机构即便有投**

资顾问资质，也无法开展资管业务。

同时删除了对意见稿中对于开发机构的要求和责任，“开发机构应当诚实尽责、合理研发智能投顾算法，保证客户和投资者的数据安全，不得使用恶意代码损害投资者利益，如存在过错，金融机构有权向开发机构进行损失追偿或者要求承担相应的责任”。

同时明确，“资产管理业务作为金融业务，属于特许经营行业，必须纳入金融监管。非金融机构不得发行、销售资产管理产品，国家另有规定的除外”，按此规定，**目前没有获得牌照的互联网平台未来可能都不能再从事相关业务。**

二、影响

（一）从机构上看，银行资管子公司的陆续设立成为必然，**牌照将成为稀缺资源**。缺乏独立的财富管理能力和投资能力的中小银行在竞争中更加面临劣势，现有的 27 家托管行在存款争夺中有了先天的优势，相应的没有托管资质的中小银行随着理财出表在这方面的存款只能面临流失。如果无法获得资管牌照，中小银行将只能做好客户下沉、进一步巩固传统存贷款业务。

（二）银行资管发行的投向非标的私募封闭式产品可能会与当前

的私募投资基金和信托基金均形成竞争。当然非标资产的期限也将配合产品期限进行缩短。值得注意的是，按照新规，未来投资非标资产的产品只能是私募产品，而按当前的《私募投资基金监督管理暂行办法》，其投资标的没有明确包括非标准化债权。未来银行资管投资非标，可以间接投资嵌套一层信托产品，也可以依托于自己的资管子公司进行投资，或者直接申请信托牌照，这些都可能会对当前相关产品方面的监管提出新的要求。

（三）净值化管理将改变未来银行资管的盈利模式，银行资管将从利差模式转为管理费模式。尽管非标产品可以采用摊余成本法，但在新规的限制下，也只能是面向合格投资者的私募封闭式产品才能如此计价，银行的非标资产至少实现了和投向债权的资金信托类似的监管要求。同时，根据规定，各资管机构的公募产品在各方面的要求是平等的，银行资管脱离了预期收益模式，只剩下渠道优势，资管产品的竞争更加依赖于产品本身的业绩，资管行业将回归财富管理本质。

（四）对资本：短期内部分银行非标和表外不良回表，可能面临一定的资本压力，但中长期看，如果银行理财全部出表，或减轻银行的资本压力。因为在净值化管理模式下，客户和银行资管的关系是委托-受托关系，银行资管管理的资产规模并不是自己的资产规模，属于资管公司的表外资产、银行的表外资产，且客户自行承担风险，银行只需要按照对金融机构的股权投资 250%计提资本，无需对所有

投资资产均计提资本。类似的，银行开展债转股面临的资本问题也迎刃而解。

（五）或有利于直接融资体系的发展。尽管资管行业的扩张部分依赖于银行信用扩张，但不能忽视的是，居民对高质量的财富管理的需求是资管行业在近几年的发展迅猛的基础。未来如果银行资管开始投资股票，如果居民对于财富管理需求的要求提高能引领供给升级的话，可能会对我国直接融资体系的改革与发展产生有利的影响。