

# 理解理财新规与央行指导意见

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银行研究中心 特聘研究员

钟林楠

联讯证券宏观组

如同此前的媒体报道，今日下发的理财新规与央行的《通知》较预期与资管新规的口径要求有明显的放松，具体包括：公募理财产品销售门槛降低、非标投资增添集中度要求、过渡期内银行现金管理类产品可采取摊余成本法计价、公募可投资非标资产等。

总体而言，这种放松与现在国内面临的经济金融环境有着显著的关系，根本目的是在内忧外患的环境中达到防风险、提高经济增长动能的政策目标。

1、虽然现在货币政策已经做了微调，金融市场流动性充足，但是，由于高收益债投资主体的缺失与流动性传导机制的不畅，资金淤积在高等级债与利率债，低资质企业无法从中获益，债券市场一度呈现“低等级无人要，高等级抢不到”的分化局面。

同时，严监管压缩表外非标后，融资需求回表由于存款荒、资本荒、资产质量、行业授信额度限制等原因遇到阻碍。民企、中小企业与部分资质较差的国企城投的外部融资环境恶劣，随着 2015-2016 年

扩张的债务大量到期，现金流缺口显现，出现债务风险的可能性在上涨。

在货币政策已经释放显著暖意并仍需兼顾内外均衡的条件下，防风险需要其他政策的配合与协同。理财监管的放松是这一思路的体现。

2、由于非标压缩与回表的困难及信用债融资功能的受损，社融绝对量与存量增速已经出现明显的下滑，M2 增速由于信用派生减弱、存款挤水分等多方面原因也一并下滑，实体受到的金融支持较 2017 年已经有明显的减弱。

考虑到金融数据是经济的领先指标，社融与 M2 的走弱无疑在预示经济增长动能的衰减，紧信用与融资渠道收缩对经济的负反馈在三四季度可能会进一步显现，经济面临一定的失速风险。

由于未来经济形势不明朗，金融资产价格出现了明显的跌势，汇率连续突破 6.7、6.8 的关键关口，给现有的宏观环境增加了更多的忧虑与不确定性。

此种情况下，监管层需要援助信用，给实体更多的政策支持，避免陷入被动加杠杆的陷阱。（即经济增速降低而债务增速不减带来的杠杆被动提高）

在相对偏松的理财新规呵护下，银行资管业务开展的不确定性减弱，空间更大，对债市是喜忧参半。因为理财监管的放松实质是释放信用的一种手段，融资环境会进一步得到改善，经济增长动能会得到一定的修复，不利于打开长端利率的下行空间。

同时由于现有非标资产收益率较高，在比价效应下，理财可能会更多增配非标资产，进入信用债市场的资金会遭到削减。

不过，不管资金的流向怎样，城投与低资质企业的外部融资环境在央行与监管的呵护下得到改善，信用风险较此前减弱是确定无疑的。投资者可重新考虑票息为王的投资策略，仍具“信仰”的城投为佳。

对股票而言，理财新规为公募产品投资股票市场开拓了渠道（间接投资股基和混合型基金），至少在消息面上是利好。

但作为保守型的理财资金，在不确定性与确定性面前，必然选择具备确定性的资产，因此只有股票市场自身出现明显的触底反弹迹象，消息面上利好才能转为实质利好，否则理财资金借由公募流入股票市场的规模将十分有限。

下面是我们对理财新规（征求意见稿）的具体解析。

考虑到理财新规（征求意见稿）在禁止资金池、向上向下穿透、去通道等方面与资管新规表述基本一致，已被市场充分讨论，我们在接下来的解析中将着重强调不同于资管新规的细节与变化。

### 1、产品销售松紧有致

在销售领域，理财新规主要有两大细节变化值得关注。

1) “商业银行发行公募理财产品的，单一投资者销售起点金额不得低于1万元人民币。”；

2) 商业银行发行理财产品，不得宣传理财产品预期收益率，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，并以醒目文字提醒投资者“理财产品过往业绩不代表其未来表现，不等于理财产品实际收益，投资须谨慎”。

前者是资管行业统一监管，银行理财向公募基金看齐的反映，有利于降低公募理财销售的难度。但与公募基金基本无门槛的资质要求比，仍有较大差距。

这种差距一方面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，表内存款的流失无疑是不利于银行对实体的支持的。另一方面监管部门之间需要进行利益权衡，从五万到一万可能是各部门与各金融系统之间协商互相让步的最好结果。

后者是打击刚兑、去除刚兑文化，改变投资者旧思维的需要。虽然现在预期收益率或预期收益率区间等形式在银行理财宣传过程中已经大幅减少，但是不少银行资管机构会以业绩基准等说法来代替，并发挥着与预期收益率一样的“保刚兑”效用。

同时也有部分银行的新型理财产品中，以业绩基准+超额反补的组合模式来保证投资者的收益，变相保证了刚兑的实现。

在理财销售宣传只能标注历史业绩的情况下，各银行资管业务的差距与分化会进一步显现。投资管理能力强、业绩优异的银行资管在宣传销售时的优势会更加突出，而过往依靠资金池与刚兑浑水摸鱼的银行资管机构将逐渐丧失市场，或转为代销机构，会退出理财市场，

理财业务的集中度也将因此提高。

当然如果银行宣传销售一套，实际兑付给投资者的收益又是另一套（即依旧保证刚兑），那么我们上述的理论分析可能仅仅只是理论分析。监管方面必须要有制约刚兑的可置信惩罚。在这一点上，理财新规做的要比资管新规更具威慑力与可行性。

商业银行开展理财业务，根据《指导意见》经认定存在刚性兑付行为的，应当足额补缴存款准备金和存款保险保费，按照国务院银行业监督管理机构的相关规定，足额计提资本、贷款损失准备和其他各项减值准备，计算流动性风险和大额风险暴露等监管指标。

不再仅仅是补缴准和存款保险，也要计提资本、贷款损失准备与受各类监管指标约束让银行在选择刚兑时的成本显著加大。

## 2、银行类货基产品与定开产品受到认可

“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。”

我们在此前多篇资管行业展望的文章中，反复提及，现金管理类产品将是理财中短期转型的方向，因为投资者“刚兑思维”需要时间消除，对类存款理财产品的偏好很难在短期逆转。

尤其是考虑到在过渡期内，旧形式的产品依然可以发行来对接未

到期资产，报价式的预期收益型产品将与净值型产品共存的情况下，银行资管更需要具有稳定收益的产品类型来留住客户，保住规模。

但此前，银行开发类货基产品的一个顾虑在于估值方法，现在要求按照货基估值核算规则来进行估值，即采取摊余成本法计价，那么无疑是在打消了银行做类货基产品的顾虑。

考虑到与货基相比，银行现金管理类产品有需要面签、起售点偏高、无法避税等劣势，未来银行如果与货基甚至与同银行机构产品竞争，需要不断强化优势，即投资范围广，不受货基新规限制，并在灵活在灵活申赎的特点上多下文章，比如与网上银行结合，做实时赎回的产品。

对于封闭期在 6 个月以上的定期开放式产品可用摊余成本法计价，我们看到需要两个要求，一是以收取约定合同现金流并持有到期的债券；二是久期不能长于封闭期的 1.5 倍。

前者确保了资产是理论上具有流动性的债券资产，消除了以定开形式来做资金池的可能，同时由于持有到期以利息收入作为主要收入，因此也可不必过度理会市场价格的上行波动带来的资本损益。

但是正如货基对资产久期有明确要求，这类产品也有明确要求，其背后的目的在于避免久期偏离封闭期过长，使市场价格与摊余成本法下的净值偏离过多造成的风险。

### **3、公募投资股票市场实质放开**

“公募理财产品投资境内上市交易的股票的相关规定，由国务院

银行业监督管理机构另行制定。”

在这一点上，理财新规看似是延续了公募不能投资股票市场的老规定，在流动性上对股票市场无实质性的影响。

但是在理财新规中，监管对公募和私募理财产品投资范围的定义是各类公募证券投资基金，包括了股基和混合基金，同时延续了资管新规的精神，理财投资公募基金无需穿透至底层资产。

这意味着公募理财事实上可通过间接投资股基和混合型基金的做法来投资股票市场，对股票市场而言是消息面上的利好。

但是，作为保守型的理财资金，在不确定性与确定性面前，必然选择具备确定性的资产，因此只有股票市场自身出现明显的触底反弹迹象，否则理财资金借由公募流入股票市场的规模有限。

当然，从长期来看，公募理财必然会有增配股票的时候，届时，银行理财借公募基金便可实现大类资产配置的愿景，FOF 类产品会有较好的发展。

#### 4、非标投资的松与紧

1) “商业银行全部理财产品投资于单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过理财产品发行银行资本净额的 10%。”

2) “公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票，还可以适当投资非标准化债权类资产，但应当符合《指导意见》关于非标准化债权类资产投资的期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求。”

这两点是监管在原有限额基础上，对理财投资非标债权资产的新要求。

对于第一点，其政策目的与《大额风险暴露管理办法》一致，都是为了降低投资的集中度风险。如果以 10%来倒推，则某银行所有理财产品要投资某家企业 5 个亿的非标，则需有 50 亿的资本金，要求属于中等水平，对部分集中度偏高的银行资管会形成制约。

对于第二点，其政策目的在于为现在焦头烂额的实体经济纾困，改善民企、中小企业与部分城投国企的外部融资环境，从而降低债务风险、稳定经济增长。

事实上，如果我们去考察公募产品和私募产品投资非标资产的区别，其差异在于两者的风险承受能力与识别能力不同，公募产品所面向的投资者金融投资的经验与能力要差于合格投资者，在投资过程中一旦出现风险事件，容易出现集中赎回、挤兑、扯皮闹事等非理性行为。

这种情况下，如果理财产品以期限错配的方式投资了流动性差的资产，则很容易引发流动性风险，并损害银行的声誉。

现在要求在满足期限匹配、限额等私募产品监管条例的情况下，开放公募产品投资非标，可在一定程度上规避上述所说风险，但对于非标踩雷后造成巨额损失引起普通投资者集体出现非理性行为的风险仍然存在。

更进一步，公募理财投资非标，有哪些途径？

就目前来说，信贷类产品难以成行，因为委贷，资金不能来源于资管产品，借信托计划投资信托贷款，违反了公募产品不能套私募的规定，因此投资范围可能相对有限。

## 5、结构性存款新政与银行资本金新要求

1) “商业银行发行结构性存款应当具备相应的衍生产品交易业务资格……衍生产品交易部分按照衍生产品业务管理，应当有真实的交易对手和交易行为。”

2) “对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，在宏观审慎评估（MPA）考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。”

我们将这两项放在同一个大点中进行解析，主要因为两者都与银行表内的情况密切相关，一个是负债，一个是资本金。

这两项在货币政策微调释放暖意时都在不同程度的阻碍了流动性向实体经济的传导。如今两者在监管层的调控下出现了不同的运作方向。

对第一项结构化存款要求银行具有衍生品资质和需要具有真实交易行为的要求，一来直接断了很多中小行开展结构性存款的诉求，二来进一步围剿了必定行权的假结构化存款，对现在利率市场化尚未完成，吸储仍有困难的银行而言，是一大损失，表内负债的压力会进一步加大，对同业负债、大额存单的依赖度也会进一步提升。

对第二项资本金的要求，在 MPA 考核项中适当放松，降低银行的指标考核压力，显然是为非标回表需要占用较多资本金扫清障碍，但除央行的 MPA 外，银保监会的资本充足率考核也是银行资本金考核中的一道坎，加之非标回表还存在行业、授信额度等多方面的限制，资本金考核的放松可能会以一定的效果，但想单单依靠这一点来解决融资缺口，显然是不可能的。

## 6、过渡期安排

1) “过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求，但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。”

2) “过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。”

理财新规与《通知》在过渡期上的要求显然是给了银行较大的自主权，既可以自主决定整改节奏，又可以自行安排超长期非标与股权资产，有利于防止运动式监管对存量业务强制性压缩引发的债权人流动性风险。

同时过渡期内金融机构可以发行老产品投资新资产但总规模不能大于资管新规发布前的存量规模，是在争取时间，在过渡期逐渐降低债务滚动规模，降低债务风险。新资产到期日不能晚于 2020 年底意

味着资产的期限将控制在两年半以内，短久期的信用债可能会因此有所受益。