

研究报告

2018 年第 69 期

2018.7.26

执笔人：刘新

邮箱：liuxin@icbc.com.cn

严监管节奏微调 信用紧缩压力有望缓解

—《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》
和《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》简评

要点

- 7 月 20 日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》。同日，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》。两份配套细则出台的宏观背景是去杠杆初见成效，三大需求压力隐现，因资金链趋紧而引发的信用风险有上升迹象。
- 两份配套细则在整体监管口径上与资管新规保持高度统一，在非标投资、计价方式、过渡期整改等方面适度调整监管节奏，明确了监管标准和要求：公募资管产品可投非标资产；过渡期内摊余成本法适用范围放宽；过渡期内可以发行老产品投资新资产；支持非标资产回表，自主制定整改计划；保本理财将归口结构性存款或其他存款管理；非标资产实施限额管理和集中度管理；丰富开放式产品流动性管理工具，提高流动性管理要求；理财销售起点调至 1 万元，销售渠道仅限商业银行；理财业务计提操作风险资本。
- 随着两份配套细则落地，实体经济信用紧缩压力有望缓解，金融市场流动性压力有望减轻，金融监管政策在去杠杆与稳增长间寻求紧平衡。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

7月20日，中国人民银行根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称《通知》）。同日，银保监会根据“资管新规”发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）。《办法》与“资管新规”充分衔接，共同构成银行开展理财业务需要遵循的监管要求。

那么，“资管新规”的两份配套细则出台的宏观背景是什么？其中又有哪些值得关注的问题？将对金融市场运行和宏观经济发展产生什么样的影响？本文拟对上述问题进行探析。

一、配套细则出台背景：去杠杆初见成效，三大需求压力隐现

在“防风险、去杠杆”的政策背景下，2017年以来，人民银行和金融监管部门通过MPA考核、“三三四”专项检查、出台“资管新规”等多种措施抑制影子银行规模的增长，去杠杆初见成效。

第一，全社会宏观流动性收缩明显。一是M2增速放缓。今年1-6月，M2同比增速分别为8.6%、8.8%、8.2%、8.3%、8.3%和8.0%，与上年同期相比分别回落2.1、1.6、1.9、1.5、0.8和1.1个百分点。**二是社融增速大幅回落。**今年上半年，



社会融资规模累计增长 9.1 万亿，比上年同期少增 2.07 万亿；其中以信托贷款、委托贷款、票据融资为代表的表外融资累计负增长 1.26 万亿，比上年同期少增 3.74 万亿。

第二，宏观杠杆率上升势头放缓。一是总杠杆率得到有效控制。人民银行数据显示，2017 年我国宏观杠杆率上升 2.7 个百分点至 250.3%，杠杆率增幅比 2012—2016 年杠杆率年均增幅低 10.8 个百分点。二是杠杆结构呈现优化态势。2017 年企业部门杠杆率为 159%，比上年下降 0.7 个百分点，是 2011 年以来首次下降；2017 年住户部门杠杆率（55.1%）比 2016 年上升 4 个百分点，增幅比 2012—2016 年年均增幅略低 0.1 个百分点，上升速度边际放缓；2017 年政府部门杠杆率（36.2）比上年下降 0.5 个百分点，连续 3 年回落。

不过，在去杠杆初见成效的同时，我国内外部形势也发生了重大变化，三大需求压力隐现。从外部环境看，随着中美贸易摩擦不断升级，我国出口增速边际放缓。上半年，我国出口累计增长（以美元计价）12.8%，连续 4 个月呈现放缓态势；货物与服务贸易净出口拖累经济增长 0.7 个百分点^①。从内部环境看，基建投资增速受表外融资收缩、PPP 清理等因素影响，上半年仅增长 7.3%，比上年同期大幅放缓 13.8

^① 2017 年，货物与服务贸易净出口拉动经济增长 0.6 个百分点。

个百分点，拖累固定资产投资增速放缓至 6.0%。虽然在投资及净出口贡献率下降的背景下，上半年最终消费支出对经济增长的贡献率达到 78.5%，比上年同期提高 14.2 个百分点，但社会消费品零售总额同比增长 9.4%，较上年同期回落 1 个百分点，创 2004 年以来新低。

与此同时，融资环境趋紧导致企业再融资环境恶化，因资金链趋紧而引发的信用风险有上升迹象。由于各方面的原因，融资环境趋紧对中小微企业和民营企业的冲击更为明显，这与 4 月份中央财经委提出的“要以结构性去杠杆为基本思路”，“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”的政策目标不完全契合。^①

二、配套细则主要内容解读：严监管节奏微调，信用紧缩压力有望缓解

在去杠杆初见成效，三大需求压力隐现的宏观背景下，“资管新规”配套细则重磅出台，给未来一段时期的金融市场运行和宏观经济发展增添了一抹亮色。“资管新规”由中央深改委审议通过，文件规格之高可见一斑。《通知》和《办法》作为“资管新规”的配套性文件，进一步明确了监管标准和要求，在非标投资、计价方式、过渡期整改等方面适度

^① 2018 年上半年，共有 25 只债券违约，违约规模共计 253.01 亿元，违约主体已增至 13 家，超过 60% 是民营企业。



调整监管节奏，更充分地考虑了我国实体经济合理融资需求和金融市场发展现状，有助于消除市场不确定性，稳定市场预期，缓解信用紧缩压力，确保宏观经济稳定运行。以下将分别以《通知》和《办法》为基础，对其中值得关注的问题进行解析。

（一）《通知》中值得关注的问题

1. 公募资管产品可投非标资产

《通知》规定：“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，但应当符合资管新规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。”这并非新增规定，“资管新规”本身并未禁止公募产品投资于非标资产，《通知》将此进一步明确，有助于消除市场理解歧义和疑虑，推动银行顺利开展资管业务，缓解非标收缩压力。

2. 过渡期内摊余成本法适用范围放宽

《通知》规定：“过渡期内封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品、银行现金管理类理财产品适用摊余成本计量。”该规定考虑了银行理财业务发展实际，缓解了银行理财转型压力，意味着过渡期内预期收益型理财模式在受到一定限制的前提下仍能持续。对于定开资管产品，《通知》

明确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。由于要求的资产组合久期较短，且面临着过渡期结束后的资产清理处置问题，这意味着过渡期内发行的上述定开资管产品，投资偏好仍将集中于短期债券，对解决企业中长期融资困难的作用恐将有限。**对于现金管理类理财产品**，《通知》规定：“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。”这有助于投资者逐步接受净值化理念和估值波动。

3. 过渡期内可以发行老产品投资新资产

《通知》对于过渡期的安排，除了摊余成本法适用范围放宽之外，还规定过渡期内，金融机构可以发行老产品投资新资产，但老产品的整体规模应当控制在资管新规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。这有助于银行机构在新的资管业务体系搭建完成之前，连续开展业务，防止出现业务停滞现象。

4. 支持非标资产回表，自主制定整改计划

《通知》指出，发挥宏观审慎评估（MPA）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；由金融机



构自主制定整改计划，监管部门予以监督指导。这些规定有助于银行机构根据自身情况，合理安排新老产品发行进度，避免集中“转型”对市场造成冲击；同时，非标资产回表是大势所趋，央行和监管机构的政策已经为银行处理表外非标资产指明了出路。

（二）《办法》中值得关注的问题

1. 《办法》仅适用于银行资管部，资管子公司办法另行制定

《办法》的答记者问指出：“在‘资管新规’、《办法》和《商业银行理财子公司管理办法》三者的关系和定位方面，《办法》为‘资管新规’的配套实施细则，并与‘资管新规’监管要求保持一致，拟适用于银行尚未通过子公司开展理财业务的情形，银行开展理财业务需同时遵守‘资管新规’和《办法》。《商业银行理财子公司管理办法》拟作为《办法》的配套制度，其适用的监管规定与其他同类金融机构总体保持一致。”这就意味着《办法》的适用范围为银行资管部开展的理财业务，而资管子公司的监管规定将与其他资管机构（如公募基金）总体保持一致，目前尚未公布。

2. 保本理财将归口结构性存款或其他存款管理

《办法》规定：“商业银行已经发行的保证收益型和保

本浮动收益型理财产品应当按照结构性存款或者其他存款进行规范管理。”这意味着在《办法》正式落地之后，过渡期内为了对接老资产而发行的产品，也不能再有“保本理财”这一品种，已经发行的保本理财将视作存款管理。

《办法》还指出：“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。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。”这意味着对于未取得衍生品交易业务资格的银行，存量的保本理财业务，如果本身未挂钩衍生品，可以按照“其他存款”进行管理，而不必全部归入“结构性存款”。

《办法》规定：“结构性存款应当纳入商业银行表内核算，按照存款管理，纳入存款准备金和存款保险保费的缴纳范围，相关资产应当按照国务院银行业监督管理机构的相关规定计提资本和拨备。”这一规定并非新增，根据《中国银行业理财市场年度报告（2016）》，保本理财已经视同存款管理，执行上述存款准备金、存款保险、资本和拨备的相关规定。

3. 非标资产实施限额管理和集中度管理

《办法》对理财产品投资非标资产延续限额管理。《办法》规定：“商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类



资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%”，这一规定与 2013 年银监会《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8 号）基本相同，并体现净值管理的变化，将“理财余额”措辞改为“理财净资产”。

同时，《办法》对理财产品投资非标资产新增集中度要求。《办法》规定：“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%”。

4. 丰富开放式产品流动性管理工具，提高流动性管理要求

《办法》对于商业银行理财产品，特别是开放式理财产品的流动性风险给予了特别的关注，并制定了相应的规则，主要包括以下两点：

一是明确开放式理财产品可以使用多元化流动性管理工具。《办法》规定：“在确保投资者得到公平对待的前提下，商业银行可以按照法律、行政法规和理财产品销售文件约定，综合运用设置赎回上限、延期办理巨额赎回申请、暂停接受赎回申请、收取短期赎回费等方式，作为压力情景下开

放式理财产品流动性风险管理的辅助措施”。这一规定明确开放式理财产品可以使用多元化的流动性管理工具，与公募基金管理中常见的流动性管理工具基本一致。

二是要求开放式理财产品应持有不少于资产净值 5% 的高流动性资产。《办法》要求“开放式理财产品应当持有不低于该理财产品资产净值 5% 的现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券”。

5. 销售起点调至 1 万元，销售渠道仅限商业银行

《办法》针对商业银行理财产品的销售行为、投资者适当性、投资者分类等均进行了统一的规定，值得注意的主要有以下两个方面：

一是将公募理财产品的单一投资者销售起点金额由 5 万元调降至 1 万元。此前，银监会曾于 2011 年 10 月 9 日发布《商业银行理财产品销售管理办法》（银监会令 2011 年第 5 号），要求所有理财产品单一客户销售起点金额不得低于 5 万元人民币。而此次发布的《办法》则规定“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”。这一规定一方面将降低公募理财产品投资门槛，吸引更多投资者购买银行理财产品，一定程度上缓解银行负债端压力；另一方面也在一定程度上缩小了公募理财产品与



公募基金等其他同类资管产品之间的销售起点金额。

二是限制理财产品的销售渠道只能包括本行及部分银行业金融机构。《办法》规定：“商业银行只能通过本行渠道（含营业网点和电子渠道）销售理财产品，或者通过其他商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构代理销售理财产品”。这一规定意味着仅有可以吸收存款的银行业金融机构才能代理销售商业银行理财产品，部分商业银行现有理财产品的代销渠道恐需要进行调整。不过，2013 年 3 月 15 日证监会发布的《证券投资基金销售管理办法》（证监会公告[2013]19 号）则规定：“商业银行（含在华外资法人银行，下同）、证券公司、期货公司、保险机构、证券投资咨询机构、独立基金销售机构以及中国证监会认定的其他机构从事基金销售业务的，应向工商注册登记所在地的中国证监会派出机构进行注册并取得相应资格”。以上两项规定的差异，与“资管新规”中同类资产管理产品统一监管标准，平等对待的理念相悖。若按“一视同仁”的要求对待各类资管产品，则也应该允许证券公司、证券投资咨询机构等其他符合标准的机构代销银行理财产品。

6. 理财业务计提操作风险资本

《办法》规定：“商业银行开展理财业务，应当按照《商业银行资本管理办法（试行）》的相关规定计提操作风险资本”。虽然理财业务是商业银行的表外业务，不会导致商业银行产生信用风险或市场风险损失，但是理财业务作为商业银行各项业务的一部分，也可能产生相关操作风险，进而导致商业银行损失，因此商业银行开展理财业务，也应该按照规定计提操作风险资本。根据银监会 2012 年 6 月 8 日发布的《商业银行资本管理办法（试行）》（银监会令 2012 年第 1 号），我国大部分银行使用操作风险基本指标法，操作风险资本计提与营业收入直接相关，这意味着商业银行开展理财业务获得的营业收入越多，则其需要计提的操作风险资本越高。

三、配套细则主要影响：在去杠杆与稳增长间保持紧平衡

我国经济主动去杠杆以来，企业部门债务率迅速上升的势头得到有效扼制，去杠杆的重点领域和路径更加明晰，重大债务风险正在得到控制。与此同时，受融资条件收紧的影响，投资增速有所放缓，经济下行压力有所增加。此次“资管新规”配套细则的出台，有望从如下两方面发力，在去杠杆与稳增长间保持紧平衡。



第一，实体经济信用紧缩压力有望缓解。《通知》明确公募资管产品可以在符合期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求的前提下投资非标资产，还可以在过渡期内发行老产品来投资新资产，这些规定都有利于缓解当前信用紧缩压力。不过，资管产品投资非标资产的期限匹配要求，也是限制非标融资的重要原因。按照目前银行理财的主流开放期，非标期限将不得不主要控制在 3 个月或 6 个月以内，但如此短期的非标资产很少。长期来看，非标投资仍将呈现收缩态势。

第二，金融市场流动性压力有望减轻。随着“资管新规”配套细则落地，严监管节奏微调得以确认，此前市场的观望情绪将有所缓解，银行机构将根据监管细则恢复产品发行与资产配置行为。**就股票市场而言**，《办法》允许公募/私募银行理财投资各类公募证券投资基金，相当于放开了银行理财间接通过混合/股票型基金来投资股票，具体规定尚待制定。**就债券市场而言**，《办法》将理财购买门槛从 5 万元大幅降低至 1 万元，《通知》则允许封闭期在半年以上的定期开放式产品、银行现金管理类理财产品采用摊余成本法计量，这都将利好短久期、低风险理财产品的发行，利好短期债券。