

# 研究报告

2018 年第 43 期

2018.4.28

执笔人：杨荇 刘新

邮箱：liuxin@icbc.com.cn

## 资管新规正式落地 银行理财转型谋变

--《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》简评

### 要点

- 4 月 27 日，资管新规正式颁布。相较征求意见稿，资管新规正式稿主要在延长过渡期、非标处置、产品计量、产品分级等方面进行了修订，向“尊重现实、积极稳妥”方向作出调整。不过，总体来看，监管层大的原则没有松动，进一步强化监管的专业性、统一性和穿透性是必然方向。近期出台的一系列监管新政也体现了上述思路。
- 短期来看，资管新规对银行资管业务的挑战较大。一是理财业务规模收缩，全国性股份制银行受到的冲击最大；二是银行资管面临净值化调整、投资范围调整和盈利模式调整三大压力；三是对于流动性风险冲击值得关注；四是大型银行的渠道优势可能有所弱化；五是需密切关注新规对银行负债成本、债券投资、资本充足率等方面的影响。长期来看，资管新规有助于防风险、降杠杆、优化资源配置，为银行资管健康发展提供机遇。
- 我行的应对建议：一是负债端要围绕资金流向稳定客户；二是资产端严控非标投资，提高标准化债权资产和权益类资产的配置比例；三是加强内部管理转型，实现“华丽转身”；四是组织架构上尽快启动资产管理有限责任公司筹备工作。

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。

3月28日，中央全面深化改革委员会第一次会议通过《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”）。4月27日，资管新规正式颁布。本文就资管新规正式稿与征求意见稿进行对比，并就资管新规“落地”对银行业经营影响进行了分析，提出相应对策建议。

## 一、资管新规正式稿的主要变化

在2017年11月公布的资管新规征求意见稿中，对净值型管理、打破刚性兑付、消除多层嵌套和通道、第三方独立托管等制定了非常严格的规定，尽管最终正式稿有不少修改，但大的原则并没有松动，**进一步强化监管的专业性、统一性和穿透性是必然方向**。不过，在征集了近2000条意见之后，正式稿也向“尊重现实、积极稳妥”方向作出调整：

**1. 过渡期有所延长。**相比征求意见稿，正式稿将过渡期从“2019年6月30日”延长至2020年底。同时，正式稿允许过渡期内可按规定发行老产品对接，存量逐步收缩，而非“一刀切”，过渡方式明显缓和。而在征求意见稿中，要求过渡期内金融机构不得新增不符合本意见规定的资产管理产品的净认购规模。

上述修订，一是有利于防止出现大量存量资产未到期而产品持续到期的情形，有助于降低理财产品期限错配可能引



发的流动性风险和对金融市场的冲击。二是留出了更充足时间以引导和培育投资者“风险自担、收益自享”的成熟投资理念。

2. 允许符合一定条件的金融资产以成本法计量。正式稿新增资管产品净值确定的具体规则，以及明确规定托管机构、审计机构、被审计机构在净值管理中的分工责任。鼓励投资以市值计量金融资产，同时允许对符合一定条件的金融资产以摊余成本计量。需要符合的条件包括：

一是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。

二是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者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。

这一调整解决了此前市场对于非标估值难题的顾虑。公允价值结合摊余成本来计价，有助于降低公允价值法可能引起的债券价格波动拉低理财产品净值的交互影响，并对可能出现的信用风险和流动性风险采取合理的应对措施。在更加符合相应的风险收益属性同时，又能在一定程度上降低银行理财产品净值的波动性。但同时也设定了双5%的限制：如果偏离度超过5%、或偏离5%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。

**3. 超额留存业务模式得到认可。**正式稿允许机构收取合理业绩报酬，并计入管理费，但规定必须与产品逐个对应结算。同时，删除了资管机构为不同期限资管产品设立不同的管理费率，产品期限越长，年化管理费率越低的要求。

我们认为，上述修订是对资管机构过往业务盈利模式的一种认可。长期以来，以银行表外理财为主的资管业务多采用“预期收益+超额留存”的业务模式，最终产品收益超过预期收益的部分即为超额留存，是商业银行表外业务的重要收入来源。由于超额留存部分的收益归属一直处于未明确划定的模糊状态，存在一定的黑箱性质，多数资管产品投资者对于超额收益的分配也并不知情，相关问题一直处于监管真空状态。本次正式稿规定，“金融机构可以与委托人在合同中事先约定收取合理的业绩报酬，业绩报酬计入管理费，须与产品一一对应并逐个结算，不同产品之间不得相互串用”，这意味着资管机构享有超额收益的分配权，但与此同时投资者也必须享有超额收益分配的知情权。进一步来讲，放开资管机构对超额收益的分配权本质上也是对资管机构开展资管业务获取合理业务报酬的默许，这也表明了当前资



产管理行业的治理目标并非控规模，而在于求质量。

**4. 对分级产品限制明显减少。**在征求意见稿中对于私募基金分级的要求，满足一定条件之后的封闭式私募基金才被允许分级：一是不能投资单一标的；二是投资标准化资产要低于 50%。正式稿中这两个条件取消，变成只要是封闭式私募基金就能做分级。考虑到目前不少银行理财投向的分级产品集中投资于股票市场，此次对分级产品限制的明显减少，将极大降低对于股票市场的负面影响。

**5. 私募委外限制放宽。**正式稿指出，以合格受托机构和投资顾问的身份与其它资管产品开展业务合作的，在规定范围内这一模式允许存在。同时，资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，且“私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人”，也就是说，明确允许银行委外资金或其他资管产品，投向私募基金，这对私募机构无疑是重磅利好，将为私募机构与商业银行未来直接合作打开一扇窗。

**6. 新增标准化债权资产条件。**正式稿明确标准化债权类资产的四个核心要素，即一是等分化，可交易；二是信息披露充分；三是集中登记，独立托管；四是公允定价，流动性机制完善；以和非标资产区别开来，提出期限匹配、限额管理等监管措施，引导商业银行有序压缩非标存量规模，以确



保政策实施的可操作性。

**7. 合格投资者门槛提高。**正式稿规定私募性质的资管产品合格投资者需要 500 万家庭金融资产证明+300 万家庭金融净资产证明，或者个人年收入连续 3 年 40 万。较征求意见稿，投资者门槛大幅提高。

**8. 对银行发行权益类产品和其他产品的监管要求下降。**在征求意见稿中需进行报备批准，在正式稿中予以删除。

**9. 在投资范围上实现了基本统一。**正式稿新增了“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。同时也有利于银行资管产品实现净值化管理、打破刚兑。

**10. 增加了非金融机构不得借助智能投顾变相开展资管业务的规定。**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，正式稿指出，“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不再允许从事相关业务。

总体来看，此次正式稿较之前的征求意见稿态度明显缓和，反映了与降准、“宽货币”一脉相承的思路。短期内，资管新规落地会对商业银行资产管理业务的转型发展和收入增长带来一定挑战，但资管新规已经过一估时间的充分酝酿，市场参与者也有了充分预期。从长期来看，随着商业银行的净值化转型步伐加快，再加上一定时间的过渡期，未来资管新规仍将有助于促进资产管理业务规范发展。后续在统一规则的监管框架内将会有更多配套实施细则陆续出台。

事实上，为确保新规顺利落地，近期监管机构已出台一系列配套政策，将“穿透原则”贯彻到底。主要包括：一是《关于规范银信类业务的通知》对银信类业务进行规范；二是《商业银行委托贷款管理办法》对委贷资金的来源和用途做了明确的规定。两个文件都是对业务“通道属性”的监管，也是对资管新规限制通道业务相关规定的进一步延伸和具体落地。三是构建金融业综合统计体系<sup>①</sup>。当前排在首位的就是以金融机构资产管理产品统计为突破口，推进交叉性金融产品统计，实施跨市场产品全流程、全链条统计监测，为

<sup>①</sup> 总体目标是建立科学统一的金融业综合统计管理和运行机制，建设运行“国家金融基础数据库”，建成覆盖“所有金融机构、金融基础设施和金融活动”的金融业综合统计。同时设立近期目标（2018—2019年）和中期目标（2020—2022年），明确目标推进单位与工作内容。

后续全面建设资管统计体系铺平道路。

## 二、资管新规对商业银行的影响分析

随着资管新规正式发布，大资管行业的发展方向和竞争格局必将面临重塑。对商业银行而言，主要影响有以下方面：

### （一）短期来看，资管新规对银行资管业务的挑战较大

第一，理财业务规模收缩，全国性股份制银行受到的冲击最大。从 2017 年的数据来看，虽然资管新规尚未落地实施，但银行理财业务增速已开始放缓。截至 2017 年底，银行理财产品余额 29.54 万亿元，同比增长 1.69%，增速比 2016 年下降 21.94 个百分点。可以预期，随着新规正式落地生效，今年理财业务规模将会明显收缩。

就银行系统而言，由于全国性股份制银行的资管业务发展最为迅速，资管新规对他们的冲击预计也是最大的。一是从绝对规模来看，全国性股份制银行理财产品余额占比最高（如表 1 所示）；二是从理财资金与银行负债的比例看，全行业均值为 13%，国有大型银行是 12%，而全国性股份制银行高达 29%。国有大型银行由于负债资金充裕、理财资金占比较低，故腾挪余地较大，受到的冲击相对较小。





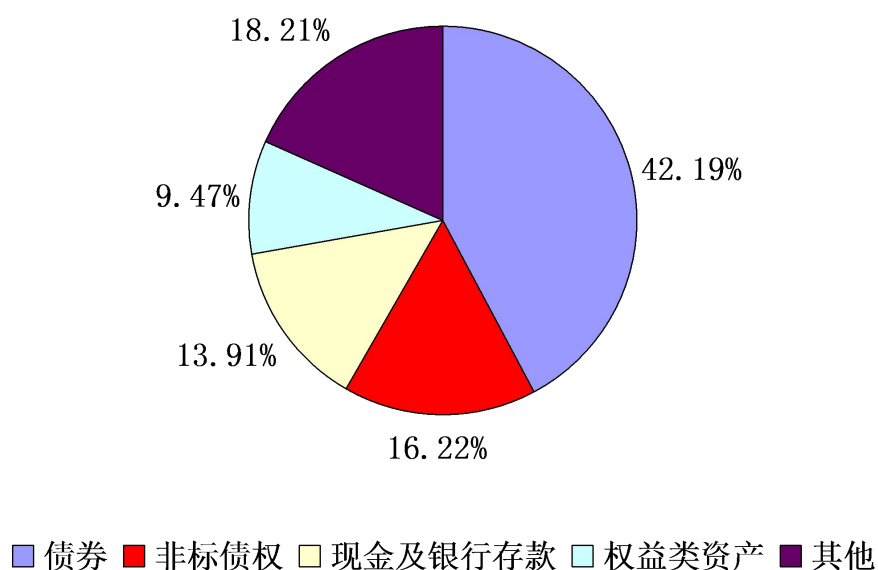
表 1：不同类型银行业机构理财产品余额（截至 2017 年底）

	理财余额（万亿元）	占比
国有大型银行	9.97	33.75%
<b>全国性股份制银行</b>	<b>11.95</b>	<b>40.45%</b>
城商行	4.72	15.98%
其他（含外资、农村金融机构等）	2.9	9.82%
<b>合计</b>	<b>29.54</b>	<b>100%</b>

**第二，银行资管面临三大调整压力。一是净值化调整的压力。**目前银行理财总规模中，具有“刚性兑付”特征的预期收益型产品占比近 90%。在打破刚兑、推动“预期+净值”双轨并行模式向净值化终极模式转型的过程中，如何确保业务与客户的连贯稳定、防止产品规模和业务收入出现大起大落，是一个现实挑战。**二是投资范围调整的压力。**资管新规明确了公募和私募两大类产品，同时按投资标的性质分为固定收益类、权益类等四类产品。目前银行理财一般是按照普通零售客户和高端净值客户（私银客户）分类的，两类理财产品的资产配置策略和新规要求存在较大差异。**三是盈利模式调整的压力。**净值化改造后的资管业务盈利模式将由“利差”模式转为“管理费”模式。虽然新规允许资管机构收取合理业绩报酬，但要求必须与产品逐个对应结算，对资管业务创收能力形成一定冲击；同时，管理费收入的 10%要用于计提风险准备金，这会造成当年中收递延，加剧盈利压力。

**第三，两大流动性风险冲击值得关注，新规也给予了特**

别“关照”。一是理财产品期限和非标资产期限错配带来的流动性风险。目前银行理财产品期限大都在1年以内，但其通过委外通道投资的非标债权期限大都在3-5年左右。新规考虑到这一期限错配风险，适当延长了过渡期至2020年底，但不排除仍有部分较长期限的非标（剩余期限超过3年），在过渡期后可能面临无流动性对接的困境。二是新规对资管机构的流动性管理能力提出更高要求。随着理财产品净值化转型，更为频繁的信息披露和估值波动可能导致客户更加频繁的申购和赎回操作，从而对资管机构的流动性管理能力提出更高的要求。不过，新规并没有一刀切地要求全部资管产品均实行净值化管理，而是在鼓励使用市值计量的基础上，考虑到部分资产尚不具备按市值计量的基础，对符合相关条件的产品可以按摊余成本法计量：比如所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期的封闭式产品。

图1 银行理财产品资产配置情况<sup>①</sup>

第四，大型银行的渠道优势可能有所弱化，主动投资管理能力将成为银行吸引客户的核心竞争力。目前，相较于大型银行4%左右的年化收益率，股份制银行和城商行的理财产品收益率更高。不过，由于大型银行实体网点较多、渠道优势明显，因此其理财销售规模并未因相对低的收益率而受到明显拖累。不过，随着理财产品净值化转型，大型银行的渠道优势可能会有所弱化，投资者将更加关注不同机构的投资业绩表现。主动投资管理能力、尤其是标准化资产投研能力将直接影响理财产品收益表现，成为银行吸引客户的核心竞争力。

<sup>①</sup> 图中数据截至2017年底，“其他”项包括拆放同业及买入返售、同业存单、公募基金等。

第五，需密切关注新规对银行负债成本、债券投资、资本充足率等方面的影响。负债端来看，随着理财产品净值化转型，考虑到客户接受度和收益率波动等情况，理财产品规模大概率萎缩，个人负债类资产将发生形态转换。其中，风险偏好较低的客户或有意愿将理财资金转为存款或货币基金，理财对存款的分流作用可能弱化。但银行存款成本能否下降尚存不确定性。考虑到客户对“高收益、低风险”产品的路径依赖，大部分银行将通过提供结构化存款等新型负债产品的方式，承接理财资金的转化。从目前市场上结构性存款的业绩表现来看，大多按照收益上限进行兑付，反映出银行负债成本上行压力依然不减。资产端来看，目前理财产品对债券的配置比例高达 42.19%，资金供给规模约 12.5 万亿元。如果理财规模收缩，有可能对债券市场、特别是信用债市场的资金供给产生比较大的冲击，引发市场波动，继而影响银行的自营债券投资。资本端来看，随着资管新规的落地，部分非标资产可能需要由表外转回表内，由此带来资本金占用和准备金计提压力。

## （二）长期来看，资管新规将为银行资管健康发展提供机遇

第一，防风险。一是化解银行理财“刚兑”风险。刚性



兑付扭曲了风险与收益的配比原则，导致银行表外业务表内化处理，风险在银行内部积聚。一旦投资项目出现风险，发生资金链断裂或到期无法还本付息等情况，就会影响金融市场稳定。因此，打破刚性兑付，能够使商业银行真正按照表外业务管理要求来管理理财业务，加强对投资者的风险教育，避免将理财业务风险全部转嫁于银行。**二是防范系统性金融风险。**一段时期以来，各类资管产品在交叉地带存在监管真空、监管盲区，导致跨行业风险识别、预警能力不足；且资管产品嵌套环节越多，风险的外溢性越强，带来了整个金融体系的系统性风险上升。资管新规关于统一标准、去通道、除嵌套等举措将有效防范系统性金融风险。

**第二，降杠杆。**高杠杆是宏观金融脆弱的总根源，表外理财和表内资金投资的主要区别在于杠杆率的约束：银行表内投资要计提资本，资本充足率即为一种杠杆率控制机制；而表外理财投资没有资本金约束，意味着理论上表外资金杠杆率可以无穷高。一段时期以来，部分金融机构为获取更高收益率，开发了不少长链条、结构复杂的资管产品，导致杠杆高企、资金空转，抬高了实体经济的融资成本。资管新规实质上是规范了两个大的方向：**或者打破刚兑、留在表外、不计提资本；或者回归表内、计提资本、控制杠杆率，进而**



降低社会整体杠杆率。

**第三，优配置。**在“刚兑”市场环境下，无论资产项目好坏，融资成本都较高，资金价格信号失灵，抬高了整体无风险收益率。打破“刚兑”，将有助于重塑资金价格的信号功能，鼓励金融机构提高主动管理能力，寻找更多优质的基础资产，优化金融资源配置，更好服务实体经济。

**第四，促发展。**新规将对规范资管业务发展和防范资管业务风险起到积极作用，有助于为真正规范经营、审慎管理的机构创造更好的发展机遇和发展空间。

### 三、工商银行的应对策略建议

**第一，从负债端来看，要围绕产品净值化转型导致的资金流向变动来稳定客户。**一方面，无论采用何种估值方式，净值化转型是必经之路。对于我行而言，不仅要重视投资者教育工作，灌输净值化理念，同时也要摸索规律，做好应对净值波动带来赎回冲击。**另一方面，要增加大额存单、保本理财、结构性存款等承接资金的优势产品供给，合理掌控发行节奏和灵活确定产品定价水平，为资管新规实施后平稳承接各类回流资金提供弹药。**要细分各类资金的留存与转化方案和营销话术，同时严格落实各层级目标责任并实时监控、及时通报、严肃问责。



第二，从资产端来看，一是严控非标投资，提高标准化债权资产和权益类资产的投资比例。未来非标资产，包括名股实债类资产如何承接是个难题。在此背景下，我行需要加大标准化债权资产和权益类资产的配置力度，同时加快推进非标转标。二是聚焦“固收+”投资策略。在资产配置上，银行理财将以“提质减量”为方向，该方向重在“提质”，“减量”是自然而然的结果。这意味着，我行要减少对“非标资产”的过渡依赖，深耕“固定收益+”的策略，形成固定收益、固定收益+权益/量化、股债混合、纯权益等多层次产品体系。

第三，加强内部管理转型，实现“华丽转身”。一是在运营上，要加强主动管理能力的提升，提高资产配置效率。统一监管大趋势下，产品业绩终将成为衡量资管机构优劣的首要标准，而净值化管理和标准化资产的提升也将倒逼商业银行加快向主动管理型银行转变。未来资管行业必须深度研究债券、股票等标准化产品，提升对大类资产市场走势的研判能力，不断增强主动管理能力以提升资产配置效率，从而打造核心竞争力。二是在渠道上，要实现资管与财富管理业务的结合，构筑客户粘性的渠道营销能力。未来需要将资管业务与财富管理业务相结合，充分发挥客户和渠道的优势，

引导资管业务开发创新契合客户需求、具有市场竞争力的产品。三是在风险防控上，要持续完善全面风险管理机制，**防控实质性风险**。按照新规要求强化底层资产穿透基础上的持仓监测，进一步完善准入要求、限额控制和存续期评价，主动控制委外业务面临的风险暴露。完善产品发行管理、投资审批、信用评级、合规交易审查、风险监测、风险处置、流动性管理等关键环节的系统功能建设，在资产穿透、风险控制、信息披露、估值核算等各个环节都要做到规范合规。

**第四，建议尽快启动资产管理有限责任公司筹备工作。**新规明确提出在过渡期后银行理财要通过资管子公司独立运作，这有利于与银行自营业务之间的风险隔离，也有利于明确银行理财的法律主体地位。与基金等资管公司相比，银行的资管子公司收益率可能偏低，但具有天然的客户渠道优势。如何利用这种优势，并增强资产配置效率将成为银行资管子公司能否脱颖而出的关键。据悉，目前招商银行、华夏银行、北京银行已明确表示拟设立资产管理有限责任公司，建议我行也尽快启动相应子公司的设立筹备工作。