

研究报告

2017年第126期

2017.12.5

执笔：鲁晓琳

luxiaolin@icbc.com.cn

资管新规对商业银行的影响及对策

要点

- 与年初的内审稿版本相比,《意见》在监管态度上依然从严,不过在一些细节问题上保留了一些余地,给资管机构实际业务的开展留下一定空间。
- 长期来看,《意见》有助于降低资管行业杠杆水平、消除监管盲区、引导金融机构认准行业发展的正确方向。但短期内会对银行资管业务现有模式产生冲击,如改变银行理财的现有产品体系,影响现有客户结构及股权投资模式、新增非标资产投资、资管业务现有运行模式、现有部分产品模式以及新增股权和对冲基金投资。
- 结合新规所带来的影响,商业银行主要可从投研、产品、风控三个方面进行转型:投研转型的核心是切实提高针对各类资产特别是标准化资产的投研能力,依靠资产配置和估值规则来创造稳定的投资收益;产品转型的核心是开发并完善以绝对收益目标为主的净值型产品体系;风控转型的核心是构建与净值型产品和标准化资产相适宜的全面风险管理体系。

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。

资管新规对商业银行的影响及对策

2017年11月17日，中国人民银行会同银监会、证监会、保监会、外汇局等五部门，发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《意见》）。本报告对《意见》的核心要点进行了梳理与解读，从机遇与挑战两方面分析了其对银行资管的影响，并就应对策略提出建议，供参考。

一、《意见》的主要内容及主要机构观点

《意见》是首个针对整体资产管理行业的框架性指导文件，每一条内容都对资管行业的生态重塑有着重要意义。相较于年初的内审稿版本，此版《意见》在监管态度上依然从严，尤其在刚性兑付、资金池、期限错配等原则性问题上，保持高压态势，且更具针对性。不过在一些细节问题上，如第三方独立托管、嵌套层数等方面，保留了一些余地，给资管机构实际业务的开展留下一定空间。

本部分主要围绕要点，对今年2月的内审稿和11月的征求意见稿进行对比，明确新版本的主要变化（表1）。表2对市场上的主要机构观点进行了梳理，业内对于《意见》的看法较为一致，基本观点是：正本清源，“去杠杆、防风险”政策延续，整体力度基本符合预期，资管行业业态将逐步重塑。


表1 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》与此前内审稿的比较

项目	内审稿	征求意见稿	变化方向	市场影响
资产管理业务定义	出现风险时，金融机构不得以 自有资本 进行兑付	出现兑付困难时，金融机构不得以 任何形式 垫资兑付	趋严	明确资管业务不得刚兑，表述更完备
资产管理产品	包括但不限于 银行理财 产品	①包括但不限于 银行非保本理财 产品 ②资产证券化业务不适用本意见	中性	①明确保本理财属于结构化存款，不属于资管产品 ②资产证券化业务约束少，未来发展空间大
产品分类	按照募集方式不同，分为公募产品、私募产品和小公募	①按照 募集方式 不同，分为公募产品和私募产品 ②按照 投资性质 不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类别产品和混合类产品	中性	对资管业务按募集方式和投资性质进行双重分类，明确何为同类业务，是统一监管标准规制的基础
投资者	①投资于单只产品的金额不低于100万元 ②家庭金融资产不低于 100万元 ，或近3年个人年均收入不低于 30万元 ，且2年上投资经历（金融机构管理人员以及具有相关职业资格的人员，可不受2年投资经历限制）	①投资于单只固定收益类产品的金额不低于30万元，单只混合类不低于40万元，单只权益类产品/商品及金融衍生品类不低于100万元 ②家庭金融资产不低于 500万元 ，或近3年个人年均收入不低于 40万元 ，且2年上投资经历（经验不可免） ③最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位	趋严	对于合格投资者的要求更加严格，门槛提高
非标准化债权类资产	① 正向定义什么是非标 ②资产管理产品不得直接或间接投资于商业银行信贷资产及其收益权	① 正向定义什么是标准化债权类资产 （具有合理公允价值&较高流动性） ②资产管理产品不得直接或间接投资于商业银行信贷资产，但 商业银行信贷资产受（收）益权的投资限制 由人民银行、金融监督管理部门另行制定	趋严	①首次正向定义了标准化债权类资产，体现出监管层意在进一步收缩“非标”相关的业务空间，将资管业务回归标准化、透明化； ②放宽信贷资产受（收）益权投资限制

<p>第三方 独立托管</p>	<p>资管产品资产应当由第三方托管机构独立托管</p>	<p>①过渡期内暂时允许有托管资质的商业银行托管本行理财产品（但要求为每只产品单独开立托管账户，确保资产隔离）；过渡期后商业银行设立独立法人子公司开展资管业务，并可托管子公司发行的资管产品（但要求独立） ②独立托管有名无实的，由金融监督管理部门进行纠正和处罚</p>	<p>中性</p>	<p>①过渡期条款的设计留出适度灵活空间，确保平稳过渡 ②明确违规需处罚</p>
<p>规范资金池</p>	<p>提出“禁止资金池”，不得“以短投长”或“长拆短卖”</p>	<p>①提出“规范资金池”，并对规范方式作了更多细节规定 ②期限错配方面：封闭式产品最短期限不得低于 90 天、非标资产的投资期限或未上市企业股权及其受（收）益权的退出期限小于资管产品期限 ③不得为单一项目融资设立多只资管产品；多只资管产品投资单一资产合计规模不超过 300 亿元</p>	<p>趋严</p>	<p>对资金池虽没有提“禁止”而是“规范”，但却作出了更为具体详尽的规定，有利于切实减少和消除资金来源端和资产端的期限错配和流动性风险</p>
<p>资产组合 管理</p>	<p>①除私募外，单只资管产品投资单只证券/证券投资基金的市值不超过该资管产品净资产的 10% ②全部资管产品投资单只证券/证券投资基金的市值不超过该证券/证券投资基金的 10%</p>	<p>①单只公募资管产品投资单只证券/证券投资基金的市值不超过该资管产品净资产的 10% ②全部公募资管产品投资单只证券/证券投资基金的市值不超过该证券/证券投资基金的 30% ③全部开放式公募资管产品投资单一上市公司股票不超过该上市公司可流通股的 15% ④全部资管产品投资单一上市公司股票不超过该上市公司可流通股的 30% ⑤非主观因素导致不符合比例限制，有条件后 10 个工作日内调整</p>	<p>放松</p>	<p>①放松全部公募产品的集中度要求 ②规定中包含更多落地细节，未来关于流动性管理的监管会逐步加强</p>



打破刚性兑付 监管要求	——	<p>①资管产品净值化管理，按照公允价值原则确定净值的具体则另行制定</p> <p>②对刚兑定义进行明确：一是违反公允价值确定净值原则对产品进行保本保收益；二是采用滚动发行等方式使得资管产品的本金、收益、风险在不同投资者之间转移实现保本保收益；三是自行筹集资金偿付或委托其他金融机构代为偿付；四是监管共同认定的其他情形</p> <p>③分类惩罚：存款类金融机构刚兑，需补交存款准备金和存款保险，适当处罚；非存款类持牌金融机构刚兑，相关监管部门先纠正并实施行政处罚，央行查漏补缺</p> <p>④鼓励举报刚兑，举报有奖</p>	新增	对刚兑行为、分类处罚方式进行明确，未来净值化管理、打破刚兑势在必行
统一负债 要求	<p>①在“统一杠杆要求”中（总资产/净资产）公募不超过 140%；私募不超过 200%</p> <p>②按照穿透原则计算总资产</p>	<p>①（总资产/净资产）开放式公募 140%；封闭式公募和私募产品 200%</p> <p>②按照穿透原则计算总资产</p> <p>③资管产品份额不得质押融资</p> <p>④个人不得使用非自有资金投资；资产负债率超标企业不得投资资管产品</p>	中性	放松封闭式公募杠杆比例，对负债端资金来源和杠杆比例加以明确
分级产品 设计	<p>①“统一杠杆要求”中对结构化产品的要求</p> <p>②固收类 3 倍；权益类 1 倍；其他类 2 倍</p>	<p>①将原“结构化产品”重新定义为“分级产品”</p> <p>②公募、开放式私募、投资单一标的超过 50%的私募、投资标准化资产比例超过 50%的私募，不得进行份额分级</p> <p>③分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%（中间级份额计入优先级）</p> <p>④不得直接或间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排</p> <p>⑤关于分级比例：固收类不得超过 3:1；权益类不得超过 1:1；商品及金融衍生品类产品、混合类产品不得超过 2: 1</p>	趋严	重新定义分级产品，对分级产品的管理更加严格

表 2 主要机构观点总结

机构名称	核心观点及策略
国泰君安	<p>正本清源，紧中有松。“紧”是指在销售端监管防风险的立场非常坚定，新规中在产品分类、合格投资者、刚性兑付等方面都细化、加强，力图使得资管回归“代客理财”的本质；“松”是投资端留有余地，新规并非“一刀切”，紧中有松，在加强监管的同时，也在投资范围、投资集中度、嵌套规则、期限错配、杠杆、托管等方面有所放松，为投资留出更大灵活性、可操作性。表内理财的退出和刚性兑付的打破将降低无风险收益率，且随着监管落地，行业隐藏风险将逐渐出清，市场对银行业的风险评价将降低，整体资金的风险偏好却会上升，对有利于各类资产估值回升。</p>
海通证券	<p>整体不超预期，执行力度趋严。其中，以下三方面需要重点关注：净值转型加速，打破刚性兑付；消除多层嵌套，清理通道业务；规范资金池，杜绝期限错配。关于对机构的影响：公募收益，理财转型，委外收缩。公募基金监管已较严而受新规影响较小，且不受多层嵌套限制，加之主动管理能力较强，新规后受益最为明显。银行理财产品打破刚兑，面临净值化转型，落实第三方托管，需成立专门子公司开展理财业务，净值型理财产品对公众吸引力趋降，理财规模高增时代或将落幕。禁止多层嵌套和穿透式管理或致委外收益率下降，且由成本法改为净值型，银行主动管理意愿上升，银行理财委外规模趋降，但投顾需求仍存，主动管理能力（而非监管红利）成为核心竞争力。</p>
中金公司	<p>金融生态重塑推进。首先，大资管膨胀年代将落幕，进入规范发展的新时代；其次，行业竞争格局方面，银行理财规模增速将明显放缓，通道机构面临萎缩，公募基金等赢得更公平甚至更具优势的发展环境，私募基金前途未卜；再次，规范资金池、打破刚兑和预期收益、净值化管理等措施的实施，都将颠覆现有资管业态；最后，对于结构性私募产品，由于不满足本次指导意见关于杠杆的要求，未来难有发展空间。</p>
兴业证券	<p>金融去杠杆继续，资管行业业态将逐步重塑。短期来看，监管给予了一定的过渡期，金融机构对监管亦有一定的预期，出现类似今年 4-5 月份的暴力冲击概率较小。对于银行来说，去刚兑意味着净值型的资管产品将对公众吸引力回落，加上去通道化和去资金池化，资管业务高增长时代可能已经成为历史。与此同时，禁止多层嵌套、穿透式检查，更加注重产品的主动管理能力，银行主动管理意愿将提升。</p>
广发证券	<p>正本清源，“去杠杆、防风险”政策延续。短期来看，资管新规或影响股债市场流动性预期，但“新老划断”、过渡期的安排意味着对市场的短期冲击会更加温和；中长期内，将引导行业健康发展，有助降低金融市场风险。对于非银机构的影响：对券商影响有限，对信托影响深远，其中，值得注意的两点，一是非标投资未禁止，二是资金池、嵌套、杠杆、风险计提四项均落实细化。对银行的影响：监管节奏趋缓且协同强化，供给侧改革利于银行业不良底层资产改善。</p>
中银国际	<p>引导大资管行业回归本源，整体力度符合预期。对银行的影响：短期影响表内外资产配置，尤其是表外理财业务面临深度调整，长期关注资管业务独立化。对非银金融机构的影响：通道业务继续压缩，回归主动管理。</p>



二、《意见》对银行资管业务的影响

（一）对银行资管的积极意义

此次《意见》的出台标志着资产管理行业统一监管的启动，有助于资产管理行业的长期稳健发展，为规范经营、审慎管理的机构创造更好的发展空间。

1. 有助于降低资管行业杠杆水平，提高金融运行效率和服务实体经济的能力

在实体经济的基础资产收益率下行背景下，银行、证券、保险等各类金融机构纷纷涉足资产管理领域，开发了不少长链条、跨行业、跨市场、层层嵌套、结构复杂的资管产品，导致资产虚增、杠杆高企、资金空转。资金空转拉长了资金流转链条，抬高了实体经济的融资成本，与金融服务实体经济的本原相违背。《意见》关于禁多层嵌套、禁错配、限通道、限杠杆等监管举措将有效降低资管机构杠杆水平，防止资金脱实向虚，强化服务实体经济的功能。

2. 有助于消除监管盲区，规避监管套利，降低系统性金融风险

各大类资管产品在产品准入、投资范围、募集推介、信息披露、资金资产托管、投资者适当性管理等方面，监管标准不一，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，风险传递速度越快，风险传染范围越大，带来了整个金融体系的系统性风险上升。《意见》关于统一标准、控制风险、独立托管、强化监测的举措将有效降低行业整体风险，强化宏观审慎监管效果。

3. 有助于引导金融机构认准行业发展的正确方向，寻求金融机构间互利合作

近些年资产管理行业特别是银行理财仍然难以完全脱离“资金池-资产池”模式，产品刚兑之风盛行，信息披露标准有待提高，投资者教育不到位，仍然存在产品与客户“风险错配”的现象。《意见》中关于打破刚兑、产品分类、投资者分类、限定非标等举措，有助于推动金融机构回归资管业务“受人之托、代客理财”的本源，把主要精力转向提高投资管理能力上来，在相关环节加强

创新，寻求金融机构间真正的互利合作，提升整个资管行业的业务水准。

（二）对银行资管的主要挑战

尽管《意见》提出将通过“新老划断”的方式，给予各金融机构一个过渡期适应新规，要求各机构在过渡期内对存量业务进行逐步规范，但短期内会对银行资管业务现有模式产生以下冲击：

1. 打破刚兑将改变银行理财的现有产品体系

《意见》要求金融机构对资管产品实行净值化管理，“出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付”，并首次对刚兑情形进行了认定，提出了分类惩处办法和投诉举报奖励制度。

当前，银行理财、信托计划、预定收益率产品等普遍隐含保本承诺，大量客户对刚兑产品存在“路径依赖”，监管导向与当前客户需求之间存在鸿沟。商业银行需要“架梁搭桥”来逾越这道鸿沟，按照“新老划断”的原则做好转型方案的顶层设计，推动“刚兑+净值”双轨并行模式向净值化终极模式的渐进转型。在此过程中，如何确保业务与客户的连贯、稳定，如何防止产品规模和业务收入出现大起大落，是商业银行面临的一个现实挑战。

2. 新投资者分类将会影响现有客户结构及股权投资模式

《意见》规定将资管产品按募集方式分为公募和私募两类，公募面向不特定社会公众发售，私募必须面向合格投资者发售，且未上市公司股权只允许私募产品进行投资。

本次《意见》所规定的新的合格投资者门槛，尤其对于个人投资者来说，较之前有大幅提高，如以往在信托、私募基金、资管计划、基金专户等产品中，其合格投资者门槛多为100万元至300万元，而《意见》则直接将其提高至500万元。因此，新投资者分类可能会直接减少合格投资者的数量，由此银行理财的相关产品规模也会受到牵连，且如果维持现有客户结构，私募的合格投资者占比过少，则将影响未来对于未上市公司股权的投资。

3. 期限错配的流动性风险管理将影响新增非标资产投资

《意见》规定“投资非标准化债权类资产，应当遵守金融监督管理部门制



定的有关限额管理、风险准备金要求、流动性管理等监管标准”。《意见》虽未禁止期限错配，但却为降低期限错配风险作出了更为具体的规定，如“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”。

我国资产管理市场的普遍情况是资金来源期限短、资金运用期限长，如银行理财的期限一般情况不超过1年，而非标资产的期限往往要超过1年，这种局面短期内不易改变。在长期资金规模有限的市场背景下，非标规模的增长将面临资金制约：一方面，未来新增的非标资产将没有对接的银行理财资金；另一方面，由于当前存量的非标资产期限较长，过渡期之后久期仍要超过银行理财的期限，存量的非标资产缺少新增资金进行对接，这将使得非标资产面临较大的抛售压力。

4. 第三方独立托管将会影响资管业务现有运行模式

《意见》规定“金融机构发行的资产管理产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管”。虽然长期来看这符合银行理财透明化、规范化的管理要求，但是目前具备托管资格的银行其理财一般由本行托管，且募集期内一般会形成较大的沉淀资金并记为本行存款。这意味着未来资管产品将从自我监督改为相互监督，这对在托管市场占主导地位的商业银行来说，第三方托管对产品过渡以及托管收入的影响会比较大，且在一定程度上会增加相关业务流程的复杂度，影响信息获取的效率，同时也对银行甄别第三方托管机构的能力（如一些复杂的产品与投资品务需要开展第三方托管机构的系统测试与模拟运行）提出了要求。

不过，《意见》允许银行在过渡期内托管本行理财，在过渡期后通过设立资管子公司进行资管业务，由银行进行托管，这有利于银行理财监管的平稳过渡，也有利于降低产品调整难度。

5. 规范资金池业务将会影响现有部分产品模式

《意见》规定“金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特

征的资金池业务”。

从目前大中型商业银行的实际运作看，所有理财产品都按照基金的组合管理模式，每只理财产品单独建帐、有独立的核算和托管账户，募集资金投资的每一笔资产，一段时间内投资的所有资产的估值变动，均能通过三表核算展现，即资产和产品是对应的，不存在明显的资金池。但是部分产品存在期限错配和分离定价的特征，譬如大量期次产品的期限短于所投非标资产期限，部分无固定期限产品客户收益变动不完全取决于资产收益变动，不同购买起点的客户享受的收益水平不一样等。

6. 禁止多层嵌套将影响新增股权和对冲基金投资

《意见》规定“资产管理产品可以投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）”，此外还允许开展一层嵌套的委托投资业务。

由于在股权以及对冲基金投资领域普遍存在一层以上的嵌套，而当前银行理财尚未获取股权以及部分衍生品直接投资的开户或主体资质，与此同时，未来股权和对冲基金这两类资产是成长性较好的资产，投资占比会逐步提高，因此《意见》将会对当前的新增投资造成影响。

三、银行资管业务适应监管新规的转型方向

资管新规所明确的“产品净值化”与“资产标准化”的监管导向，是未来银行资管业务适应监管转型的总方向与总目标。其中，产品净值化是最终目标，要让资管产品稳步打破刚兑，收益与风险由客户来承担，让资管行业真正回归代客本源；而资产标准化则是实现产品净值化的必由之路，只有资产透明、规范、可估值，才能真正使产品净值真实反映资产价格。

结合新规所带来的影响，商业银行主要可从投研、产品、风控三个方面进行转型：

投研转型方面，其核心是切实提高针对各类资产特别是标准化资产的投研



能力，依靠资产配置和估值规则来创造稳定的投资收益，放弃依靠“收益调节”来平滑收益的原有模式。首先，坚持大类资产配置为导向，构建以此为基础的多元化资产结构，打造标准化资产与非标准化资产有机互补、全市场覆盖的投资品管理体系；其次，提高权益类、商品类、外汇类及另类投资等资产的配置比重，避免债权类资产的过度集中。再次，构建以研究为基础、多个专业投资团队并行的“宏观+中观+微观”的全方位投研联动体系，加强投资策略创新，强化自身投研能力建设。

产品转型方面，其核心是开发并完善以绝对收益目标为主的净值型产品体系。首先，考虑到客户的接受程度，通过结构性产品的布局，将单一被动固定收益变为多档收益或区间收益，深化“风险收益”对客户行为的影响，淡化传统的“期限收益”理念，稳步推进产品净值化改造；其次，不断丰富产品种类，通过建立与投资相适应的产品体系以及建立体现商业银行稳健风格的产品体系，形成差异化产品布局。此外，搭建理财产品交易平台也是产品转型发展的重要组成部分，可借鉴股票市场的交易撮合模式，按照价格优先、时间优先的规则，以固定频度对买卖双方的理财产品挂单交易进行撮合匹配，搭建银行理财产品在客户间的二级流通市场，为个人客户和法人客户提供便捷的未到期理财产品撮合交易服务。

风控转型方面，其核心是构建与净值型产品和标准化资产相适宜的全面风险管理体系。首先，分离前中后台，建立独立的资管业务风险管理中台，强化独立风控中台的机制作用，筑牢理财投资业务风险管理的事前、事中和事后三道防线；其次，实现风险管理的计量化，逐步建立收益率、波动性和久期控制等风控指标体系，将各类压力测试、估值模型以及减值准备作为风险量化管理的重要手段。另外，加强IT系统建设，将资管业务的全流程嵌入IT系统，发挥大数据分析的风控作用，提高精细化管理程度，切实防范市场风险、流动性风险和操作风险。

另外，商业银行应充分发挥银行系资管特色，加强集团协同以及与外部机构的合作。提升集团内部相关部门的联动性，形成资源互补联动优势。同时，

加强与券商、基金、保险、私募等市场化机构的业务合作，不断创新委托投资策略类型，将委外投资作为自主投资的有效补充。