

理财新规：“好孩子要引导”

总体上看，“理财新规”的细则有所放松，在一定程度上可以恢复市场信心，适度缓解实体经济的信用紧缩压力。但金融去杠杆的大方向保持不变，只是考虑到内外部复杂的风险因素，政策执行力度上边际放缓。

文 | 张玮 赵伯超



7月20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）》（简称“理财新规”），向社会征求意见。

总体上看，“理财新规”的细则有所放松，在一定程度上可以恢复市场信心，适度缓解实体经济的信用紧缩压力。但金融去杠杆的大方向保持不变，只是考虑到内外部复杂的风险因素，政策执行力度上边际放缓。

“严格管教”为哪般

我们知道，现实中的银行业并非只有信贷这一种信用创造形式，银行购买债券、从事同业资产业务等都是信用创造的重要形式，称作“银行的影子”。在资产方，银行介入资本市场购买债券，或者银行通过同业业务为其他机构提供信用，后者又以各种形式在实体经济中创造出净额的新的信用；在负债方，银行可以在存款之外创造出契约型的理财产品和信托型产品，从而将现有的流动性（存款）转化为新的流动性（新的负债形式）。

理财产品就属于这类“银行的影子”，其资金流向可分为直接投资和间接投资两种方式。其中，间接投资又可分为结构化票据和结构化主体两种形式。以股票市场投资为例，直接投资方式包括新股申购型产品、二级市场投资产品等；间接投资方式主要是挂钩股票指数的结构化产品，以及银信、银资合作的FOF、MOM等。

直接投资和结构化票据是2012年以前银行理财市场业务的主要表现形式，而2013年以后则表现为结构化主体。结构化主体的演变路径是同业理财、银信合作和银证合作，这一变化与监管指向有关：同业理财的发展是由于银监会规定商业银行不得利用理财资金购买本行的信贷资产；银信合作的发展是由于银监会规定商业银行之间不能开展贷款对倒业务；银证合作的缘起则是由于银信合作需要入表和计提风险。

近年来银行理财规模急速扩张。据统计，银行理财资金余额在2007年仅为0.53万亿元。截止到2017年四季度，理财产品资金余额已突破40万亿元大关。从理财产品构成上看，保本和非保本理财的资金流向以流动性资产和债券市场投资为主，以非标资产和权益类资产投资为辅；结构化主体则以“应收账款”类的非标投资为主，以其他投资为辅。汇总后的非标资产在2016年末达到12.55万亿元，占当年银行理财规模存量的37.31%。如果按照“风险—收益”排序，则保本、非保本和结构化主体三类业务的收益水平逐渐提高，风险水平逐级提升，入表程度和商业银行的主导程度依次降低。

正是由于银行理财成为了资金绕开政策约束、投资“不鼓励”标的的手段之一，充当了“淘气孩子”的角色，而这个“淘气孩子”又抢了“乖宝宝”的食物，长得比都快，因而引来了监管当局的“严厉管教”。

去年的强监管直接指向“结构化主体”和“嵌套业务”，因为该类业务容易造成理财资金在金融体系内空转、降低资金使用效率、提高资金使用价格。本次“理财新规”即使给了市场一些缓和空间，但大的监管框架还是没有改变，依然坚持打破刚兑、期限错配。更多的是边际的改善，核心还是防止银行资产负债表外化。

“管教”是辅 “引导”是主

事实上，银行理财作为金融深化的产物，并非“万恶之源”。理财资金在于金融稳定、支持实体融资的“正面”作用不容忽视。正因此，监管层在“去杠杆”的大环境下才没有对银行理财“一刀切”，而是分清良莠，在防范风险的同时，对“积极部分”进行鼓励。

对于实体信贷，前期“去杠杆”背景下，金融抑制“过度强硬”，很多尚不明确的“灰色地带”都无人敢碰。在细则没有出台之前，

FOF

Fund of Funds，是一种专门投资于其他投资基金的基金，通过对基金的组合投资，大幅度降低投资基金的风险。

TIPS

MOM

Manager of Managers，即管理人之管理人模式。是指一个基金产品，分为母基金和子基金两种层面，母基金募资然后把资金分配给下层基金管理人管理。

银行理财成了资金绕开政策约束、投资“不鼓励”标的手段之一，充当了“淘气孩子”的角色，因而引来了监管当局的“严厉管教”。

新业务是停摆的。委托贷款、信托贷款急剧下滑，并导致社融一度“折半”。如果资金方继续“小心谨慎”，无论是非标融资还是银行不良的压力都会增加，而非标融资的压力又会进一步拉低经济增速。此次监管也是注意到了“过犹不及”的可能性，没有“一刀切”。细则出台相对放松，明确公募理财可以投资非标资产，缓解了实体经济信用短缺的困境。

对于金融市场，今年以来国内股市不断受到外国负面溢出效应的冲击：先是一季度伴随美股脆弱性逐渐暴露，我国股市也“跟随下滑”；二季度以后，中美贸易战不断深化，投资者风险偏好降低，国内股市更是砸破3000点的心理防线一路下探。为了提振股市信心，此次细则放开了公募银行理财对于权益型基金的投资，给银行理财资金投入股市提供了一个新途径，允许公募和私募理财产品投资各类公募证券投资基金。从资金端展露了政策层“稳定市场”的态度，令理财资金在特殊时期发挥了“市场

稳定器”的作用。

除此以外，“理财新规”在其他几方面也有放宽：

一是销售公募理财产品的门槛降低到1万元，相比于2016版的理财新规征求意见稿的5万元销售门槛而言，明显扩大了居民购买意愿。我们知道，货币基金的起售点是1元，而以前的银行理财要5万元，对于银行理财来说负债端是比较吃亏的。在资管产品“公平准入”、全市场竞争的趋势下，理财产品购买门槛的下调对于低风险偏好的普通投资者更具吸引力。

二是对于过渡期内的现金管理类理财可以参照货基估值方法，并且符合条件的封闭理财产品可以采用摊余成本计量方法，从产品估值的角度进一步提升了“被接受程度”。

三是对整改节奏的要求更加灵活，允许银行根据自身实际情况制定整改计划。对于银行而言，自主整改意味着可以更灵活的根据自身情况安排压降老产品和发行新产品的节奏。防止银行的一致性行动对于市场的影响更为集中，可能导致较大波动。另外，自主整改也给银行足够的空间寻找自身定位，研究和设计新产品。

当前“理财新规”还处于“征求意见稿”阶段，未来若能正式出台，对于庞大的理财市场而言，重要意义不言而喻。

总之，理财产品是金融深化的产物，在特定历史时期有其存在的正当性，理财新规的落地可以改善商业银行对于理财业务开展的预期，降低市场的不确定性，稳定市场情绪。所表现出监管的边际放松态度，特别是在过渡期当中给予商业银行的自主性安排权利，也对商业银行根据自身业态调整理财业务的努力具有积极意义。再者，对于非标部分的放松，间接稳定了社融增速，对国内经济抵御外部冲击提供了保障。□

(作者分别系昆仑资管首席宏观分析师、行业研究员)

银行理财产品结构

