

资管新规： 促进行业精耕细作

指导意见的核心就在于：统一监管标准、打破刚兑、消除多层嵌套、规范资金池、控制杠杆水平、实现穿透式监管等，充分体现监管层不留监管死角的监管理念。随着资管新规的落地，我国的资产管理行业或将从规模扩张步入精耕细作，逐步形成新的竞争格局。

文 | 潘向东

4月27日，四部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，这是自去年11月17日监管部门发布资管新规征求意见稿、今年3月28日深改委审议通过后，资管新规靴子终于落地，这是我国资管行业正式审批发布的第一份监管文件，标志着这一行业从野蛮生长时

期进入规范发展的新时代。

在疏不在堵

资管新规由征求意见稿时的29条增加为31条，与之前的征求意见稿相比，主体增加了金融资产投资公司，变化主要体现在以下一些方面。

合理设置过渡期。资管新规将过渡期延迟至 2020 年底，比征求意见稿向后延迟了一年半时间，甚至过渡期内，为维持必要的流动性和市场稳定，在控制规模的前提下，金融机构可以发行老产品对接；过渡期结束后，存在因子公司尚未成立而达不到第三方独立托管要求的情形时，可以暂缓按照资管新规执行。可见监管部门通过延长过渡期，以监管激励等市场化手段引导金融机构资产回表、资管产品向规范方向发展的意图，其根本出发点在疏不在堵，从而确保市场的平稳过渡。

产品净值化管理方面，鼓励金融机构以市值计量所投金融资产，对于尚不具备以市值计量的部分资产，明确了摊余成本计量的原则。这一原则有效避免了因公允价值计量带来的市值波动，主要用于固定收益类资管产品的计量。新规明确刚性兑付的认定及处罚标准，坚决打击金融机构的刚性兑付，增加了通过建立联合惩戒机制，外部审计机构要做到勤勉尽责，否则也会被处以行政处罚，并将相关信息纳入全国信用信息共享平台。

对于统一杠杆监管，新规修改为公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。新规在考虑了市场需求和承受能力的同时，明确可以根据不同产品的风险等级设置不同的负债杠杆，参照不同行业监管标准，对允许分级的产品设定不同的分级比例。投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资产管理产品。

在消除多层嵌套方面，新规将嵌套层级限制为一层，且限定了嵌套层必须为公募证券投资基金，禁止开展多层嵌套和通道业务。

在人工智能开展投顾方面，资管新规明确要求首先取得资质，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。新规反对利用人工智能的噱头夸大宣传资管产品或误导投资者，避免算法同质化加剧投资行为的顺

周期性导致羊群效应，影响金融市场稳定运行。

对症下药

近年来，我国金融机构资管业务快速发展，规模不断攀升，截至 2017 年年末，不考虑交叉持有因素，总规模已达百万亿元，成为我国金融体系中举足轻重的重要组成部分。其中，银行表外理财产品资金余额为 22.2 万亿元，信托公司受托管理的资金信托余额为 21.9 万亿元，公募基金、私募基金、证券公司资管计划、基金及其子公司资管计划、保险资管计划余额分别为 11.6 万亿元、11.1 万亿元、16.8 万亿元、13.9 万亿元、2.5 万亿元。同时，互联网企业、各类投资顾问公司等非金融机构开展资管业务也十分活跃。

与此同时，我国的资管行业混业发展迅速，交叉融合趋势也愈发明显，成为真正的系统重要性行业。然而，相应的监管制度却相对滞后，与之不符的分业监管体制往往会产生某些监管盲区，引发监管套利、资金脱实向虚、期限错配等问题，统一监管标准是避免以上问题的根本所在。

指导意见的核心就在于：统一监管标准、打破刚兑、消除多层嵌套、规范资金池、控制杠杆水平、实现穿透式监管等，充分体现监管层不留监管死角的监管理念。随着资管新规的落地，我国的资产管理行业或将从规模扩张步入精耕细作，逐步形成新的竞争格局。

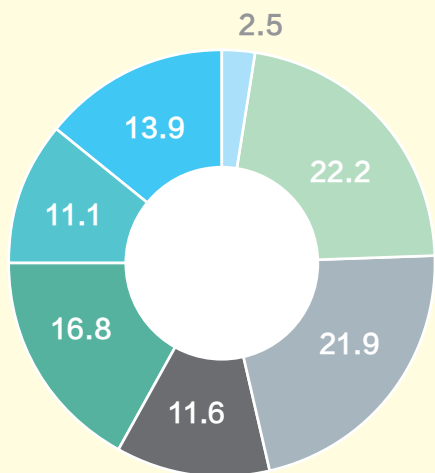
对商业银行而言，资管新规加速了银行非保本理财从预期收益向净值化管理转型，打破刚兑促使银行理财业务回归本源，部分资金可能转向私募或公募基金；消除多层嵌套强化银行的资本金约束，通过加杠杆多层嵌套资管产品将面临收缩；规范资金池限制银行理财的增量，清理存量产品。较之其他类型资管产品，短期商业银行理财受到的冲击较大。

监管部门通过延长过渡期，以监管激励等市场化手段引导金融机构资产回表、资管产品向规范方向发展的意图，其根本出发点在疏不在堵，从而确保市场的平稳过渡。

资产管理行业规模

(万亿元)

- 银行表外理财
- 信托
- 公募基金
- 券商资管
- 私募基金
- 基金及其子公司资管计划
- 保险资管



资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

对公募基金资管而言，尽管指导意见中多处涉及公募基金的身影，但多数是对以往监管要求的推行，监管要求并没有改变很多，比如指导意见中关于杠杆率的规定早在去年8月就已经全面实施，而关于投资集中度的规定基本与“双十规定”差别不大。指导意见中对公募基金资管影响较大的是“禁止分级基金再发行”，而现存分级基金自然存续至投资资产到期之日。

对私募基金资管而言，指导意见并未覆盖私募基金，但同时要求私募基金需要参照执行。一方面，指导意见明确区分公募产品与私募产品，且公募产品的监管要求明显高出私募产品很多，例如设定公募基金与私募基金的杠杆上限分别为140%和200%。另一方面，指导意见框定了资管

市场合格投资者的适应性要求，将合格投资者的门槛从100万~300万元直接提高到300万~500万元，由此带来的募资压力会强化私募基金资管产品的优胜劣汰，助推私募基金资管行为的规范。

对其他类型资管而言，合格投资者门槛的提高同样会推动券商、基金专户资管的大洗牌。去杠杆、降通道、回归主动管理，一直是今年券商与基金及其子公司的资产管理发展基调，指导意见对这些资管产品影响相对较小。

重塑资管格局

本次资管新规3月28日经深改委审议通过，经过一个月时间的酝酿才由央行联合其他监管部门发布，对我国资本市场影响深远。资管新规给出了同类资管业务的统一监管框架，有助于整顿金融乱象与资管行业长足发展。

对于股市而言，资管新规将限制整个股市的资金池总量，会冲击滞留于股市的杠杆资金与非法进入资金，公募分级杠杆基金将退出市场，私募基金多层嵌套通道将被禁止，银行理财产品资金将大幅缩水。资管新规的落地将会对股市的并购重组、借壳等造成阵痛，不过监管部门近来一直对股市从严监管，此次受到资管新规的影响相对较小，短期资金池总量小幅萎缩，长期股市将迎来规范发展。

从债券市场角度看，在当前债券市场情绪较为脆弱的情况下，资管新规的出台有望逆转过去几年的大资管规模爆发态势，债市资金将由表外回归表内，债市加杠杆能力或将降低，债券配置需求趋降。在短期，债券市场经过2016年年底以来的深度调整，已经基本预期此次监管举措，资管新规的影响尚在可控范围；在长期，新老划断原则下的过渡期给予金融机构足够的整改与转型的时间，会降低资管新规对债市的负面影响，保证债券市场平稳运行。E

(作者系新时代证券首席经济学家)

TIPS

公允价值计量

是指资产和负债按照在公平交易中，熟悉情况的交易双方进行资产交换或债务清偿的金额计量。



国网英大集团

STATE GRID YINGDA GROUP

英大泰和人寿保险股份有限公司

YINGDA TAIHE LIFE INSURANCE CO., LTD.



服务国网 产融结合

携手英大人寿 安享泰和人生

英大人寿

中美直投

国网保险

健康长寿

您·最重要



全国客户服务热线：4000-188-688

公司网址：www.ydthlife.sgcc.com.cn



英大人寿公众号