



## 资管新规划定流动禁区

要让“聪明”的钱“安全”地流动，需要与之配套的“聪明”的监管。与以往业内热议的一行三会合并的大监管思路不同，近日央行牵头起草资产管理新规，则是一种从机构监管到功能监管的尝试，也为“聪明”的钱划定了一些禁区。

文 | 唐杰

“聪明”的钱，于资本市场而言，未必就一定是“安全”的钱，股市的暴涨暴跌、楼市的火热、乃至债市的动荡，无不牵动市场神经，让人疯狂亦让人不安。

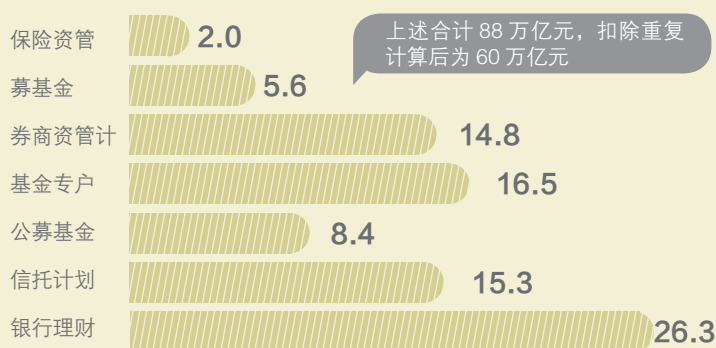
资本天然带有逐利的特性，混业经营、分业监管的市场格局让金钱更有可能或游走于灰

色地带，或运作于监管盲区，不知道什么时候就会引爆一个怎样的风险。

混业经营多发生于资管领域，目前在监管方面，银监会管银行理财和信托计划，证监会管公募基金、私募基金以及证券、期货公司的资管计划，保监会管保险公司的资管计划。

2016年6月底各大类资管产品的规模

(万亿元)



数据来源：证监会副主席李超的估计

**资本天然带有逐利的特性，混业经营、分业监管的市场格局让金钱更有可能或游走于灰色地带，或运作于监管盲区，不知道什么时候就会引爆一个怎样的风险。**

这种模式的缺点已经暴露出来：首先，不同资管产品在功能上大同小异，但监管政策差别较大，难以得到统一、公平的对待；其次，各监管部门存在竞相放松监管的趋势，为本行业抢食资管蛋糕大开政策绿灯；再次，市场力量可以利用分业监管的漏洞，将资金从监管较严的行业转移到监管较松的行业，以达到规避监管的目的；最后，上述监管套利带来交易链条加长、不透明度增加、资金投向政策限制的领域等问题。

要让“聪明”的钱“安全”地流动，需要与之配套的“聪明”的监管。与以往业内热议的一行三会合并的大监管思路不同，近日央行牵头起草资产管理新规，则是一种从机构监管转到功能监管的尝试，管住混业经营里最主要的资管领域，其他领域仍实行分业监管，是目前更温和、也更能被各方接受的改革举措。

这个资管新规和以前银监会、证监会、保

监会各自出台的针对本部门资管产品的规定不同，是第一次全面覆盖资管各行业。与此同时，银监会、证监会、保监会也在制定补充性的资管监管政策。规模高达 60 万亿元的大资管行业再加紧箍咒，对资管新规的解读也让我们看出“聪明”的钱在流动时也有一些禁区，对运作“聪明”的钱的管理者和投资人有了一定限制。

### 新规之一：禁止多层嵌套、限制通道业务

产品多层嵌套、通道业务泛滥，可以说是目前资管行业受到抱怨最多的问题，充分体现了分业监管体制的弊端。通道业务的主要功能就是规避监管。首先，银行业有法定存款准备金、资本充足率的要求等，运营成本较高，通过将资金转移到其他行业，可以提高收益率。其次，银行经常需要控制信贷规模，通道业务可以不占用贷款额度。最后，通道业务可以绕道投向原来被禁止的领域，比如房地产。因此，银行是主要的通道业务资金提供方。

根据证监会副主席李超的估计，截至 2016 年 6 月底，全国资管行业重复计算的部分达到 28 万亿元，占比约为 31.8%。这部分就是通道业务。2015 年底，基金子公司通道业务的占比为 62.7%，券商资管计划通道业务的占比为 74.4%，这两部分问题尤其明显。

央行资管新规最有杀伤力的一个要求是，资产管理产品不得投资其他资产管理产品，除非是 FOF 和 MOM。金融机构可以委托具有专业投资能力和资质的其他金融机构进行对外投资，但被委托机构不得再投资其他资产管理产品。如此能实现穿透式监管，鼓励金融机构培养主动管理能力。

### 新规之二：不得保本保收益

央行认为，资产管理属于金融机构的表外

业务，本质是“受人之托、代人理财”，收益和风险均应由投资者享有和承担。当前资管行业普遍存在刚性兑付问题，导致投资者道德风险严重，扭曲了资金价格，影响金融市场的资源配置效率。

银行理财产品受此规定影响较大。2016年6月，银行理财产品当中，保本保收益的占比为8.5%，保本不保收益的占比为14.7%，合计超过20%，共约6万亿元。按照资管新规，上述产品面临转型。

央行资管新规并没有明确提到万能险，但万能险也有保本保收益的问题。万能险客户的保费会分别进入保障账户和投资账户，客户可以自行调整两个账户的资金。投资账户的资金由保险公司代为投资，投资利益上不封顶，下设最低保证利率（3%左右）。在万科之争中，万能险因是宝能重要的融资渠道而广遭质疑，被批评为短债长投。

即便央行起草的资管新规不限制万能险，保监会也对万能险加强了监管力度。2016年5月至8月，保监会对9家公司开展了万能险专项检查。针对互联网保险领域万能险产品存在销售误导、结算利率恶性竞争等问题，保监会先后叫停了前海人寿、恒大人寿等7家公司的互联网保险业务，此外还要求前海人寿停止开展万能险新业务，华夏人寿、东吴人寿三个月内禁止申报产品。

受上述政策影响，今年前两个月，保户投资款和独立账户（万能险为主）本年新增交费1653亿元，同比下降61%。但在今年2月22日的发布会上，保监会副主席黄洪指出，万能险是一个成熟的产品，本身并没有问题。这说明保监会并不想完全废止万能险。

### 新规之三：限制投资和禁止投资的范围

央行资管新规要求，限制投资非标准化债权类资产，包括信托贷款、委托债权、承兑汇票、

信用证、应收账款等。具备评估和管控上述资产信用风险的金融机构也要符合限额管理等规定，控制并逐步缩减规模。

禁止投资的范围包括非标准化商业银行信贷资产及其收益权；非金融机构发行的资产管理产品或者管理的金融资产。这里所说的禁止投资不分公募私募，而是统统禁止投资。

上述规定对于资管业有较大冲击。2015年底，基金子公司投向非标产品的占比为84.4%，券商资管计划投向非标产品的占比为69.2%。

央行资管新规禁止设立资金池，要求金融机构确保每只资产管理产品与所投资产相对应，做到单独管理、单独建账、单独核算。这对于银行理财产品及信托计划影响较大。证监会在这方面要求较严，基金子公司、券商资管都不能做资金池业务。

### 新规之四：加强投资者适当性管理

央行将投资者分为社会公众与合格投资者。合格投资者包括机构投资者和符合以下条件的个人投资者：1、投资于单只产品的金额不低于100万元；2、家庭金融净资产不低于100万元，或者近3年个人年收入不低于30万元，且具有2年以上投资经历。公募产品面向社会公众发行，私募产品面向合格投资者发行。央行资管新规要求金融机构不得通过对资产管理产品进行拆分等方式，向不合适的投资者销售。

央行资管新规将银行理财产品分成公募、私募两类，减轻了对于银行理财产品的冲击。目前银行理财产品的门槛只有单笔5万元的要求。如果把银行理财产品都划入私募产品，门槛将会大幅提高，规模将会大幅萎缩。其他资管计划目前执行的门槛标准和上述规定较为接近，新规对其基本没有影响。☐

（作者系本刊编委）

**当前资管行业普遍存在刚性兑付问题，导致投资者道德风险严重，扭曲了资金价格，影响金融市场的资源配置效率。**