

资管新规监管背景及逻辑

沈宇锋*

摘要:2018年4月27日,央行、银保监会、证监会和外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106号),该文件系监管层对资管业务的首个统一监管文件,堪称资管新规。近年来,随着我国资管业务快速发展、资管规模逐步攀升,而资管新规的出台将对我国资管行业造成重要而深远的影响。笔者尝试以宏观外部视角,通过梳理分析新规出台的背景因素,帮助大家解读新规背后的监管逻辑,以便更好地理解 and 把握新规,并希望在此基础上对实际的资管业务有所指导和借鉴。

关键词:资管新规 资管产品 宏观杠杆率 影子银行 金融风险

一、资管行业历史发展脉络

根据我国资管行业的历史发展情况,可将资管行业分为四个发展阶段。

(一) 第一阶段(1998~2007年)

1997年11月原国务院证券委员会发布《证券投资基金管理暂行办法》;1998年国泰、南方、华夏、博时等公募基金公司纷纷成立,同年上述基金公司发起设立了国内首批封闭式基金。这标志着我国最早的资管机构——公募基金公司和资管产品——封闭式公募基金登上了历史舞台,1998年也成为我国“资管元年”。

2001年4月28日,《信托法》颁布,并于2001年10月1日开始实施。我国信托业在经历此前多次整顿后终于从法律制度上规范了信托关系和信托行为。2002年6

* 浙江五联律师事务所。

月和7月,央行又相继颁布了《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托管理暂行办法》,使信托公司业务向本源回归,即围绕“受人之托,代人理财”的信托内涵开展业务。

2003年7月16日,中国人保资产管理有限公司经批准设立。该公司是我国境内首家保险资管公司。2004年4月21日,原中国保险监督管理委员会(现为中国银行保险监督管理委员会)颁布了《保险资产管理公司管理暂行规定》,从制度上确立了保险资管机构的主体地位。

2004年10月光大银行以预期收益率的形式发行了国内首支银行人民币理财产品——“阳光理财B计划”,由此开启了商业银行理财(资管)业务的序幕。2005年9月银监会发布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》和《商业银行个人理财业务风险管理指引》,确立了商业银行此类业务监管的基本制度框架。

在此阶段,公募基金、资金信托、保险资管和银行理财等资管产品类型先后在市场上出现,但市场主要是以公募基金为主导,其业务本质也最能体现“受人之托,代客理财”的资管本质,投资标的则以标准化资产为主,包括股票、债券、货币和国债等,随着同期股票市场的一路走高,以投资股票为主的股票型基金和混合型基金市场需求猛增,公募基金资管规模在该时期迅速增长。

(二) 第二阶段(2008~2011年)

2008年美国次贷危机爆发进而引发全球金融危机,同期我国股市暴跌,2008年11月国家为了应对国际金融危机和稳定国内经济,决定实施一系列财政和货币政策,投资总规模约4万亿元,简称“四万亿计划”。

股市暴跌之后,公募基金规模增速下降,公募基金一家独大的市场格局逐步结束,银行理财、信托、保险资管等作为预期收益类资管产品逐步获得市场的青睐,其资管规模迅速赶上了公募基金。

由于实施宽松货币政策,2009年流动性直接推高了资产(房地产)价格,导致地方政府融资平台和房地产企业通过银行表内贷款大肆举债。2010年中央决定对房地产进行调控,在金融层面主要体现在央行对涉及地方政府融资平台和房地产项目的银行表内业务进行限制。由于表内资金受限,银行理财资金借助信托通道绕开监管通过“非标”投资在表外进行信贷扩张。因此,该时期银信合作业务迅速发展,银行理财和信托的规模同步上涨。该阶段由于银行手握资金端(表外理财资金)和资产端(表内业务受限的非标资产),信托在整个交易结构中仅作为对接资金端和资产端

的通道,因此,其原有“受人之托,代客理财”的资管属性逐渐向具有“通道”性质的纯工具属性发展。同时,由于银行将表内信贷资产表外化,突破了贷存比、贷款规模等约束,规避了监管层的信贷政策,表外资金多数流向“两高一剩”领域,造成了大量的债务风险。

2009年1月23日,原银监会发布《信托公司证券投资信托业务操作指引》,此前存在多年的阳光私募模式得到监管认可;同年深圳证券交易所推出创业板,将原有企业上市门槛降低,一批早期私募股权投资机构均借助创业板上市成功退出后获取高额回报。在此背景下,大批私募股权投资机构纷纷成立,并吸引大量社会资金投资私募基金。但同时,由于私募行业缺乏监管约束,造成泥沙俱下,一些以私募名义进行非法集资犯罪的案例层出不穷,这也为后续监管对私募行业进行严厉整顿埋下了伏笔。

(三) 第三阶段(2012~2015年)

2012年以来,我国资管行业迎来了一轮监管放松、业务创新的浪潮。这一轮的监管放松,体现为扩大投资范围、降低投资门槛、放开牌照资源以及减少相关限制等方面,打破了各金融机构之间原有的资管业务壁垒,使资管行业进入竞争、创新、混业经营的大资管时代。在该阶段,信托原有的通道优势随着其他金融机构资管牌照的放开而弱化,不同类型的资管机构相互竞争、合作,推动了整个资管行业和资管规模的迅速发展。同时,由于银行理财具有天然的吸收社会资金的渠道优势,因而形成了银行理财一家独大、其他资管机构并驾齐驱的市场格局。

(四) 第四阶段(2016年至今)

在前一阶段资管行业快速发展的背后,也积聚了大量的问题和风险,而同时期我国宏观经济也出现了增速下降的问题。为了有效应对和解决我国经济问题,自2016年开始中央实施了供给侧结构性改革,表现在金融领域则由此前的宽松监管进入去杠杆背景下的严监管。在该时期,“一行三会”纷纷出台相关监管文件,并对前期各机构存在的金融违规行为进行了排查和处罚。

二、资管行业发展背后的问题与金融风险

结合我国宏观经济背景,我们再将视角移回到资管行业。由于资管行业在近10年来的飞速发展,其在满足居民财富管理需求、增强金融机构营利能力、优化社会融资结构、支持实体经济等方面确实发挥了一定的积极作用。但同时也

产生了非常多的问题和风险,而解决这些问题和风险,也就成了本次资管新规出台的直接原因,以下笔者将就资管行业发展背后的问题与金融风险分别进行梳理分析。

1. 监管套利问题

资管行业存在监管套利问题,主要是由于我国金融监管的分业监管体系与资管行业的混业经营现状所造成的,由于不同金融监管部门对各自所监管的资管机构所采取的监管措施不一致,导致各个资管机构通过各种形式的合作实现监管套利,特别是银行的表外理财业务,利用银信、银证或银基等合作模式以规避监管,将表外资金投入监管在表内业务中严控的地方融资平台、房地产和“两高一剩”行业,实现了监管套利的目的。监管套利问题背后所造成的风险就是笔者在前文中提到的影子银行风险,由于监管套利问题产生影子银行风险,并导致我国宏观调控政策及监管措施无法有效执行,客观上干扰了宏观政策的执行,使政策执行的效果大打折扣。因此,要解决监管套利问题,必须解决资管行业的统一监管问题,改变原有分业监管模式的局限性。

2. 刚性兑付问题

预期收益型资管产品,特别是集合类资管产品(如银行表外理财、集合资金信托等),其背后始终存在刚性兑付的阴影。由于此类资管产品的投资者主要为自然人,资管机构往往以“保本保收益”和相对较高的“预期收益率”来吸引社会资金。因此,作为投资者而言,一方面,出于对金融机构特别是商业银行的天然信任,另一方面,也是由于资管产品“保本保收益”的自身宣传,资管产品就成了金融机构保本保收益的“类存款”产品。因此,若资管产品一旦出现投资风险,投资者就会要求资管机构进行刚性兑付,而资管机构出于各种原因(机构形象、社会稳定、牌照价值、后续销售等)也会通过各种各样的方式进行刚性兑付。虽然刚性兑付从投资者的角度来看非常有利,既保护了投资者的投资收益,又解决了资管机构的资金来源,但其背后却存在更大的风险隐患。一方面,刚性兑付将原本应由投资者承担的表外风险传导到表内,而资管机构为了瞒报风险或缓冲风险,又会通过资金池运作或同业交易掩盖或延缓风险的爆发。长此以往,将会在金融机构特别是商业银行的表外风险表内化问题积聚到一定程度将可能造成严重的系统性风险,这也是监管最担心的问题。另一方面,由于刚性兑付的存在,让投资者在选择资管产品时完全不考虑风险因素,而只关注收益率高低,因此,刚性兑付无形中推高了市场无风险利率,人为增加了实体经济的融资

成本。而资管产品无法反映风险溢价,直接影响了金融市场的资源配置效率,导致资金脱实向虚和金融空转套利,进而影响了我国实体经济的健康发展。因此,打破刚性兑付既有化解金融机构表内风险的需要,又有通过风险溢价和市场选择实现金融资源对实体经济进行有效配置的作用。

3. 多层嵌套和通道业务问题

多层嵌套和通道业务的本质其实是同一个问题,即资管机构之间为了规避金融监管指标和宏观调控政策所进行的业务合作,其背后的实质还是监管套利问题。同时,多层嵌套和通道业务除监管套利所造成的规避监管和产生影子银行风险问题以外,还存在下列问题和风险。

(1) 社会资金通过多层嵌套和通道业务层层叠加杠杆,直接放大了投资风险,并间接推高了宏观杠杆率。

(2) 多层通道的业务结构推高了资金使用成本,由于每个参与交易的资管机构都要收取一定费用的通道费用,而该通道费用本身只是反映了各资管机构的牌照溢价,资管机构本身所投入的管理成本和资源却非常有限,以致客观上增加了实体经济的融资成本,其背后则是金融资本对实体经济微薄利润的挤压和掠夺。

(3) 多层嵌套和通道业务背离了资管业务“受人之托,代客理财”的本质属性,资管机构在通道业务中不承担任何主动管理职责,仅利用牌照优势进行被动管理,最终造成除资金提供方的商业银行以外的其他资管机构沦为对接资金的无技术含量而只靠牌照红利获益的附属通道工具。

(4) 由于多层嵌套和通道业务的存在,资管产品的交易结构将变得异常复杂,无论是站在投资者角度还是监管角度都无法对资管产品的底层资产进行有效了解,甚至有些参与业务本身的资管机构也无法了解最终资管资金的真实流向。由于资金缺乏有效监控,即便采取穿透监管原则,也会存在客观上无法穿透的情况。因此,多层嵌套和通道业务直接导致了资管资金的流向不明,降低了资金利用的透明度,也提升了监管层对资金流向的监管难度。

4. 资金池问题

资金池问题是为了满足资管机构短募长投和刚性兑付的需求而产生的。由于公募类资管产品特别是银行理财从社会中募集的投资者资金大部分是1年以内的短期产品,而这些短期资金所投资的底层资产大部分是1年以上才能收回的投资标的(如非标资产),因此出现了短募长投的矛盾,即资金来源短期化和资金运用长期化的矛

盾。为了解决这一矛盾,必须通过其他资金来续接,而该续接资金一般是通过滚动发行的新资管产品的销售资金来对接;另外,资管机构为了维持其已发产品的潜在刚性兑付需求,则会通过滚动发行的新资管产品所获取的资金去满足已发产品的刚性兑付需求。因此,资管机构通过运作滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价的资金池业务解决了上述短借长贷和刚性兑付的问题,但背后却造成了更大的金融风险。一方面,资金池运作直接造成了资管机构的流动性风险,如果后续没有新入池资金,则将产生资管产品到期无法兑付的流动性风险,若资管机构以自有资金进行刚性兑付,则会造成金融体系内的风险积聚;另一方面,资金池运作造成资金端和资产端无法一一对应,因此,资管机构也无法对具体的资管产品进行合理估值,而只能按照预先确定的预期收益率向投资者先行进行兑付,若一旦资金池内的一个资管产品出现风险,则风险将传导到整个资金池内的产品,从而导致金融风险的传递和扩散。

由于资管行业快速发展背后的监管套利、刚性兑付、多层嵌套和通道业务、资金池等问题及由此产生的金融风险积聚,直接造成大量资金在金融系统内空转,整个金融业脱实向虚、畸形繁荣。由此推动了监管层对资管行业进行统一监管的进程,在此背景下,新规的出台也就自有其合理性与必要性。

三、资管新规出台的监管背景

1. 中央宏观经济政策背景

由于我国自 2012 年起整体经济增速回落明显,我国进入经济发展新常态阶段。一方面,我国 GDP(国内生产总值,Gross Domestic Product,GDP)总量已超过日本,仅排在美国之后,成为世界第二大经济体,已成功步入中等收入国家行列;但另一方面,我国经济的结构化发展不平衡和前期政策刺激所带来的产能过剩、高负债和资产泡沫等后遗症问题日益严重。因此,为了有效解决我国经济的结构性转型问题,2015 年 12 月召开的中央经济工作会议上提出了实施“供给侧结构性改革”,并明确了“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务。同时,由于“三去”条件下系统性金融风险的防范至关重要。如对“三去”采用的方法不当,则不仅会导致大量企业倒闭和大批工人失业,甚至会导致债务大规模的债务违约,如果叠加外部不可预知的负面冲击,则我国存在爆发系统性金融风险的可能。因此,整个中央宏观经济政策就在坚持“供给侧结构性改革”和“防控系统性金融风险”两个维度展开。具体情况如表 1 所示。

表1 中央宏观经济政策情况

时间	会议	内容
2016年12月	中央经济工作会议	强调2017年要继续深化供给侧结构性改革和深入推进“三去一降一补”;在去杠杆方面,要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重
2017年7月	全国金融工作会议	提出设立国务院金融稳定发展委员会,强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责;同时在该会议中进一步明确,要把国有企业降杠杆作为重中之重,严控地方政府债务增量
2017年10月	中共中央十九大	提出“坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”和“健全金融监管体系,守住不发生金融风险的底线”的要求
2017年12月	中央经济工作会议	未来三年工作重点是“三大攻坚战”:防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治,其中打好防范化解重大风险攻坚战方面,重点是防控金融风险
2018年3月	国务院机构改革方案	将银监会和保监会进行合并,成立中国银行保险监督管理委员会(银保监会),确定了“一委一行两会”的金融监管体系
2018年3月28日	中央全面深化改革委员会第一次会议	通过了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。会议指出,规范金融机构资产管理业务,要立足整个资产管理行业,坚持宏观审慎管理和微观审慎监管相结合,按照资产管理产品的类型统一监管标准,实行公平的市场准入和监管,最大限度消除监管套利空间,促进资产管理业务规范发展
2018年4月2日	中央财经委员会第一次会议	首次提出“结构性去杠杆”,为“打好防范化解金融风险攻坚战”划定基本思路。要以结构性去杠杆为基本思路,分部门、分债务类型提出不同要求,地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来,努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降

2. 监管层对资管行业的强监管背景

自2015年12月中央提出实施“供给侧结构性改革”的宏观经济政策和明确“三去一降一补”的五大任务后,监管层便开始着手对资管行业进行了一系列的强监管动作,直至2018年4月27日资管新规正式稿的落地,具体情况如表2所示。

表2 监管层对资管行业的强监管情况

时间	监管层	监管措施
2016年起	央行	对银行实施宏观审慎评估体系(Macro Prudential Assessment, MPA)考核
2017年起	央行	将银行表外理财纳入广义信贷测算范围
2016年6月22日	保监会	《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》

续表

时间	监管层	监管措施
2016 年 7 月 15 日	证监会	《证券期货经营机构私募产品管理业务运作管理暂行规定》(“新八条底线”)
2016 年 7 月 26 日	银监会	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》
2017 年 3 ~ 4 月	银监会	启动“三三四十”检查,连续下发 8 项文件,矛头直指金融风险防控
2017 年 8 月	国务院法制办	《私募投资基金管理暂行条例(征求意见稿)》
2017 年 11 月 17 日	“一行三会”、 国家外汇管理局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》
2017 年 12 月 6 日	银监会	《商业银行流动性风险管理办法(修订征求意见稿)》
2017 年 12 月 22 日	银监会	《关于规范银信类业务的通知》
2018 年 1 月 5 日	“一行三会”	《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》
2018 年 1 月 5 日	银监会	《商业银行股权管理暂行办法》
2018 年 1 月 5 日	银监会	《商业银行大额风险暴露管理办法》
2018 年 1 月 5 日	保监会	《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》
2018 年 1 月 6 日	银监会	《商业银行委托贷款管理办法》
2018 年 1 月 9 日	证监会	《关于进一步加强证券投资基金经营债券交易监管的通知》
2018 年 1 月 13 日	银监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》
2018 年 4 月 3 日	互联网金融 风险专项 整治工作 领导小组	《关于加大通过互联网开展资产管理业务整治力度及开展验收工作的通知》
2018 年 4 月 27 日	央行、 银保监会、 证监会、 国家外汇管理局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》

3. 资管新规的监管思路

将前述的中央宏观政策背景和监管层对资管行业的强监管背景通过时间轴串联起来以后,会发现在 2018 年 4 月 27 日资管新规正式稿落地以前,中央通过制定和实施“供给侧结构性改革”政策,确立了在金融监管层面对资管领域实施强监管的原则,整体的监管背景就围绕着配合中央实施“供给侧结构性改革”的五大任务和三大攻坚战而展开,因此,资管新规的出台并不是一个孤立的偶然事件,而是中央和监管在本轮强监管背景下有序推进的一个必然结果。

因此,笔者认为中央及监管层对于资管行业的监管思路可以明确为三个方面:一是补“短板”,通过设立金融稳定发展委员会和成立银保监会来补原有的分业监管原则下无法协同监管的“短板”,通过制定一系列的金融监管文件特别是资管新规来对资管行业进行统一监管,补原来资管行业混业经营造成监管套利的监管“短板”;二是控风险,通过一系列的监管文件和监管措施,将之前监管宽松背景下金融创新和金融扩张所积聚的金融风险进行有序化解,根据“新老划断”的原则进行过渡;三是结构性去杠杆或者稳杠杆,通过金融去杠杆分部门、分债务类型解决实体经济高杠杆的问题,通过金额监管努力使我国宏观杠杆率稳定和逐步下降。而这三种监管思路也全都体现在了资管新规的具体规定中(见图1)。

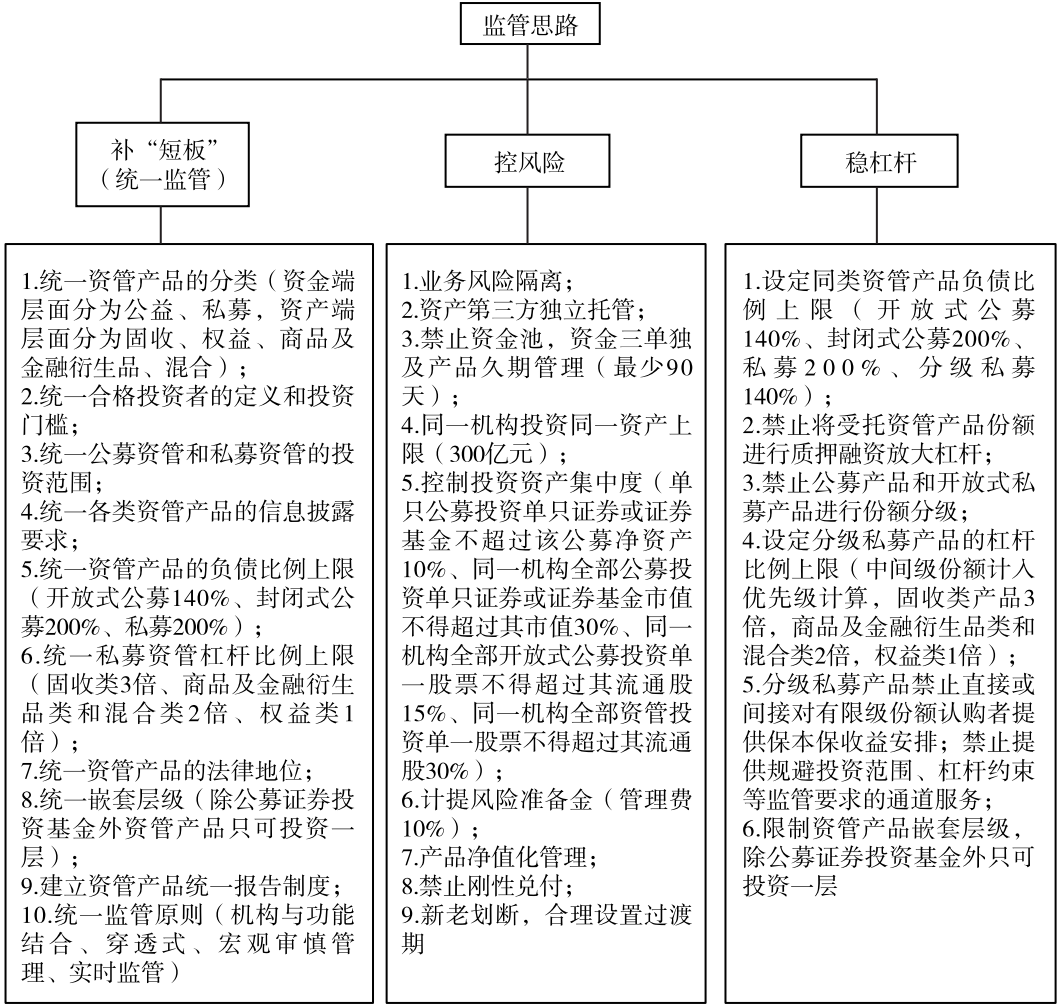


图1 三种监管思路

4. 资管新规的监管逻辑

在分析完资管新规出台的监管背景后,本次资管新规的监管逻辑就已经呼之欲出了。笔者尝试通过中央政策、监管政策、资管行业和实体经济四个维度去理解和分析本次资管新规的监管逻辑。

(1) 中央政策

中央政策应该是整个资管新规监管逻辑的大纲,所谓“纲举目张,执本末从”,只有先梳理和解读中央宏观经济政策,才能从宏观角度把握整个资管新规的监管逻辑。而本次资管新规出台的中央经济政策就是笔者在前文中多次提及的“供给侧结构性改革”和“防控系统性金融风险”。

(2) 监管政策

监管政策属于金融监管部门根据中央政策在金融领域进行执行的问题,因此,我们可以看到此次金融强监管就是在中央“供给侧结构性改革”政策制定后开始的,而在强监管背景下金融监管部门所制定的具体监管政策特别是资管新规都是有的放矢,其背后都是为了配合中央政策的有效推进和执行。

(3) 资管行业

如果说中央政策和监管政策都是属于政策维度,那么资管行业和实体经济则属于市场维度。政策维度是为了解决市场维度的问题,而市场维度的问题本身就为政策维度提供了决策依据和参考。因此,资管行业本身存在的问题就是政策维度的中央和监管制定具体政策的依据,由于资管行业在市场流动性宽松、监管放松和混业经营的大资管背景下飞速扩张和发展,一方面在金融体系内积聚了大量的金融风险,另一方面通过金融对实体经济的传导作用也产生了推高实体经济杠杆、增加实体经济融资成本和金融空转等负面效应。正是由于资管行业上述问题的存在,所以才促使中央和监管层面启动强监管,有针对性地解决资管行业的相关问题。

(4) 实体经济

实体经济同资管行业一样,都属于市场维度问题,也是政策维度制定具体政策的依据。同时,实体经济比资管行业更重要,实体经济问题直接关系到国家的稳定和发展,因此,中央层面对于实体经济的发展也特别看重和呵护。由于我国目前经济已经进入了“经济发展新常态”,为了有效解决实体经济中存在的产能过剩、资产泡沫、高杠杆和融资难等问题,中央实施了供给侧结构性改革,而在金融监管层面则启动金融强监管,通过整顿和改善金融环境,促使整个金融行业特别是资管行业更

有效地为实体经济服务,帮助实体经济健康发展。因此,实体经济不仅仅是所有中央宏观政策制定的归属和落脚点,也是本次资管新规监管逻辑的底层基础和最终目的。

四、资管业务展望

在监管合规的背景下,笔者建议资管机构及从业人员可按照以下角度分析构建未来的具体资管产品体系,通过设计和对接契合监管背景逻辑的资管产品,发挥资管行业对实体经济的积极作用,更好地为实体经济服务。

(一)宏观经济数据

宏观经济数据是客观反映我国实体经济的重要指标,也是制定和调整中央经济政策和金融监管政策的重要依据和参考。考虑到目前我国面临的国内国际背景日趋复杂,因此,未来我国实体经济的发展形势仍存在较大的不确定性,宏观经济数据应该是中央和监管判断实体经济发展情况的重要指标,因此,对该部分宏观经济数据必须保持高度关注和及时研判。

(二)中央经济政策

中央经济政策是整个经济工作和金融业务的核心,我们对于中央经济工作的整体政策必须吃透吃准,要顺势而为,贯彻领会中央经济政策的用意和重点。同时,由于未来经济形势的不确定性,中央经济政策及相关货币政策、财政政策根据经济形势的变化存在各种微调的可能性,因此,我们必须对中央经济政策具有高度的政策敏感性。

(三)资管新规及配套监管文件

除了资管新规的现有规定外,我们还要关注了解未来各监管部门即将陆续出台的配套监管文件。资管新规作为资管行业的纲领性文件,监管层肯定还需要构建新规体系下的配套实施细则,在遵循新规确定的监管原则前提下,细化各自监管领域内的管理问题,以便新规有效落地执行。

(四)监管窗口指导

我们发现,资管新规许多规定的表述均留有一定的“空间”,并没有直接明确,笔者认为这并非监管的不严谨,而是体现了监管艺术。由于经济发展的不确定性,因此,未来中央宏观政策和监管政策均存在根据实际情况进行微调的各种可能性。而

资管新规中的这些看似遗漏的“空间”都将成为未来监管对资管机构和资管行业进行政策微调的一个个窗口。因此,我们也应充分关注监管层根据实际情况所做出的各种窗口指导,未来资管行业的市场发展空间可能就会出现在这一个个窗口中。