

2017年3月16日

分析員 劉雅瑩

資管監管走向統一的分析

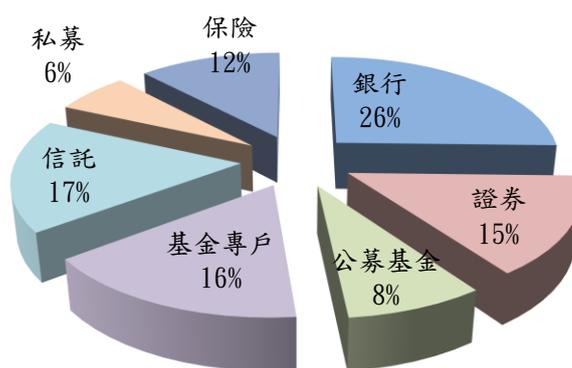
日前，中國人民銀行副行長易綱、央行調查統計司司長阮健弘、以及三會（證監會、銀監會、保監會）官員均表示，大資管統一監管政策正在研究中。兩會期間，中國人民銀行行長周小川亦提及，“最近確實研究了資產管理問題，一行三會已經就大的問題初步達成一致。金融監管協調機制在達成一致意見的情況下，還可能提升到更有效的層次。”一行三會的官員接連發表關於監管政策的講話，使得市場情緒維持謹慎。截至3月10日當周，10年期國債和國開債收益率均上行超5BP。事實上，媒體於2月22日報導，央行會同三會及其他有關部門制定資管產品的統一監管辦法《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見（徵求意見稿）》。受該消息影響，當日債券市場曾出現下跌，10年國開債收益率全天上行約8BP。《意見稿》的核心在於按照資管產品的類型而非按照金融機構的類型，統一資管產品的標準規制。《意見稿》主要內容共30條，核心包括打破剛性兌付，限定杠杆倍數，消除多層嵌套，限制通道業務，強化資本約束和風險準備金計提要求等。若該政策正式落地，將由人行對資管業務統一監管，三會只對機構的行為進行監管。這意味著資產管理行業監管的大方向是統一監管以減少監管套利，未來資管行業有望更加規範有序。

一、混業監管造就了資管業務的繁榮

2012年以來，證監會、保監會頻出新政為資管業務鬆綁，以降低投資門檻和拓寬投資範圍，造就了資管業務的繁榮。在中國金融自由化以及混業經營背景下，各類資管產品相互投資更加便利，資管產品大多存在交叉投資的情況，資產管理市場迅速膨脹。截至2016年末，資管行業規模已超100萬億元。其中，證券公司和基金管理公司的資產管理業務總規模約52萬億元，保險業資管業務規模1.65萬億元，信託資管規模逾18萬億元，銀行理財規模近29萬億元。《中國基金報》報導稱，在這逾100萬億的規模中，約近一半規模屬於相互嵌套，而這也是跨監管機構核查底層資產的難點。

資管產品嵌套業務的誕生和繁榮主要是出於規避監管、擴大投資範圍、以及滿足交易結構需求等目的，資管嵌套業務熱點也從最初的非標準化產品領域過渡到股市和債市。以債市為例，近年經濟下行導致了資產荒的出現，在缺乏有效信貸的情況下，部分銀行通過發行同業存單進行委外投資債券的模式賺取無風險利差。資料顯示，2016年包含同業存單在內的銀行債券發行同比增速高達 25.7%，銀行業表外理財資產同比增速超過 30%，均遠高於 M2 的增速 11.3%。由於債券剛性兌付的存在，激進的金融機構還會通過再融資以多次購債，這種加杠杆的方式使其賺得更高收益。可觀的收益驅使各類金融機構紛紛採取這樣的模式套利，2016 年非銀機構對銀行的負債增速高達 60%，各類資管產品的層層嵌套亦造就了當時債券市場的亮眼表現。但與此同時，頻繁的市場監管套利活動催生了大量多層嵌套產品和通道業務，導致資金在金融體系內空轉，並累積了系統性風險。

圖1：2016年各類資管產品規模占比



資料來源：市場訊息整理，中銀香港經濟研究

二、資管業務累積系統性風險 引監管機構關注

去年底，債市的大幅調整暴露了同業鏈條中隱藏的各種風險，也引起了監管者的密切關注。今年 2 月 28 日，中央財經領導小組第十五次會議專門聽取央行彙報，討論了防控金融風險的問題。習近平總書記在會議上強調，“防控金融風險，要加快建立監管協調機制，加強宏觀審慎監管，強化統籌協調能力”，以及“要及時彌補監管短板，做好制度監管漏洞排查工作。”顯然，防控金融風險已成為年內首要的工作任務之一。

央行調查統計司司長阮健弘也指出，“近年來基礎資產收益率下行，使金融體系內部的交易行為出現了偏差，這集中體現在資管產品

快速發展和同業業務功能變異上。”統計司認為統一監管規則的缺乏滋生了大量監管套利活動，金融機構以創新之名開發大量結構複雜的資管產品，而金融產品剛性兌付盛行也令這些產品缺乏市場化退出機制。在金融產品創新中，剛性兌付、杠杆聚集和期限錯配都會積累風險，只是這些風險通過產品嵌套暫時被隱藏了。但在國內經濟低位運行、企業負債高企，以及信用風險未出清的宏觀背景下，系統性風險十分容易爆發，這也是監管層如此重視資管行業統一監管的原因。

日前銀監會新任主席郭樹清回歸金融監管系統的首秀，也是圍繞“監管、防風險和脫虛向實”的主題。3月2日的國新辦新聞發佈會，郭樹清及其他三位副主席提及“風險”二字近50次。郭樹清表示，“影子銀行、監管套利、通道業務鏈條太長這些話題是共同關注的問題，在不同的金融機構，商業銀行、信託公司、基金公司、證券公司，包括保險公司都開展了資產管理業務。部分交叉性金融產品跨市場，層層嵌套，底層資產看不見底，最終流向無人知曉”。郭樹清認為監管制度缺失導致脫實向虛的現象，因此監管部門正在研究一個共同的監管辦法，能夠提高資管產品透明度，縮短鏈條，去掉影子。

三、資管產品的統一監管辦法正在醞釀當中

兩會期間，多位高級官員提及有關資管產品的統一監管辦法正在醞釀之中。此次資產管理新規主要特點在於，其傳達的是統一規範資管產品監管的標準，目的在於通過監管協同化來有效防範監管套利的情況。這象徵著資產行業監管從各自為政到一行三會統一監管，信號意義較強，也折射出中國金融監管體制改革的大方向。資產管理新規較以往金融監管政策有數個主要變化，對資本市場也有一定影響，而新規對債市的影響程度則取決於各項規則最終落地情況。

第一、將資產管理業務定向為表外業務，金融機構不得開展表內資產管理業務。

禁止表內資管業務意味著金融機構不得承諾保本保收益，需打破剛性兌付。這一條款影響最大的應該是銀行的表外理財，打破剛兌或令銀行流失部分客戶，使表外理財增速趨緩，亦會減少通過表外理財流入債市的資金。而銀行保本理財也將從資產管理業務轉為資產負債業務，需消耗銀行資本總額。這些規定將會對資管行業產生深刻的影響。實際上，人行在2016年四季度的貨幣政策執行報告中已經提出，由於表外理財底層資產的投向與表內廣義信貸同樣發揮著信用擴張作用，而且表外理財一定程度上存在剛性兌付，因此將表外理財納入廣

義信貸範圍有利於更全面地反映銀行體系信用擴張狀況，便於人行對其進行管理。可見，近期對銀行表外理財的監管不斷收緊。但從監管範圍來看，《意見稿》並不只針對銀行理財，而是包括所有資產管理業務。

第二、明確投資範圍，限制非標投資，統一杠杆要求和投資比例要求

根據《意見稿》，對於結構化產品，優先份額/劣後份額的杠杆倍數分別為固收類 3 倍、股票類 1 倍、其他類 2 倍。對公募產品和私募產品，總資產/淨資產設定 140%和 200%的限制，同時對單只產品，按照穿透原則，合併計算總資產。此次統一杠杆比例是在以往部分產品的基礎上，擴大至整個資管行業。按產品類型統一杠杆要求並且進行穿透式核算，有助於抑制資管產品之間的監管套利。《意見》還控制風險集中度，首次提出雙十規定。即單只產品投資單只證券或證券投資基金不得超過該資管產品淨資產的 10%（私募產品除外）；全部資管產品投資單只證券或證券投資基金的市值不得超過該證券或證券投資基金市值的 10%。這一定程度上擴大產品投資的分散度，可能會影響投資債券市場的資金規模。

第三、禁止多層嵌套、限制通道業務

資產管理產品不得投資其他資產管理產品，但 FOF、MOM、單層委外除外。市場資料顯示當前大多數資管產品都是相互嵌套的，例如銀行理財產品一般通過先後嵌套券商資管計畫、基金子公司專戶以及信託計畫進行投資。多層嵌套會加倍聚集杠杆的同時，導致底層資產難以穿透，增加了監管難度。根據《意見稿》，金融機構可以委託具有專業投資能力和資質的其他金融機構進行對外投資，但被委託機構不得再投資其他資產管理產品。這一要求會迫使金融機構收縮同業鏈條，短期內對債市的衝擊較為明顯。但長遠來看，該要求能增加資管產品的透明度，方便監管機構進行穿透管理和風險識別，從而減少資產管理行業杠杆高企、資金空轉、風險共振的問題。

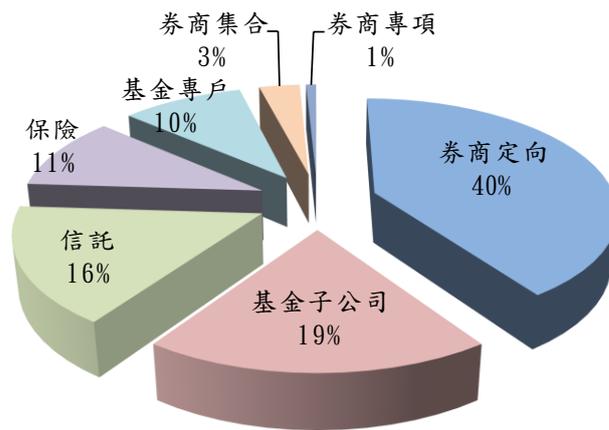
四、各類金融監管政策或將繼續升級

事實上，近日國內各類金融監管機構逐漸開始升級其監管措施。2月17日，證監會對《上市公司非公開發行股票實施細則》進行修訂，同時發佈了《發行監管問答—關於引導規範上市公司融資行為的監管要求》，圍繞定增規模、再融資週期、再融資募資用途三方面作出相

關調整。根據 Wind 資料統計，2016 年有 767 家上市公司購買理財產品總金額達 7268.76 億元，同比分別增長 23% 和 39%。其中，銀行理財產品認購金額達 5526.24 億元，占比 72%。不少企業是在 A 股市場通過再融資募集資金後再購買理財產品進行套利。再融資新規有助於抑制目前市場存在的過度融資、募集資金脫實向虛等現象。根據媒體報導，不久的將來證監會還將修正創業板超出市價發行不鎖定的規定，使參與定增的機構無法在發行首日拋售股票。監管層的目的是堵上一二級市場上無鎖定期套利的漏洞，鼓勵機構投資者進行價值投資。另一方面，保監會最近頂格處罰激進投資的前海人壽和恒大人壽。據媒體報導，目前監管正在起草分紅險、萬能險、投連險等人身險業務分級分類制度，只有滿足監管規定條件，保險公司方可開展分紅險、萬能險、投連險等新型產品業務。可見，國內保險業將受影響，險企過於激進的業務方式會受到抑制。而近期一行三會共同制定資管檔則凸顯了近期監管的思路在於避免監管層各自為政下的監管套利，也是監管趨嚴的體現。在此背景下，去年金融機構通過大幅加杠杆、拉長資金鏈條和多層嵌套進行套利活動的情況將受到抑制，流入債市的各路資金規模也會有所縮減。

兩會期間，銀監會副主席曹宇透露，“目前由人民銀行牽頭、會同三會正在制定統一的資產管理產品標準規制進展很順利，此外銀監會目前正在研究制定新的理財管理辦法也基本成熟了。但由於大資管辦法是最低標準，理財新規會比央行標準還要高，從大的程式講，會先出央行的資管辦法，再出銀行的理財辦法”。根據銀監會統計，截至 2016 年底，全國銀行業理財資金帳面餘額大數為 30 萬億元，未來銀監會將進一步完善銀行理財業務的規制建設。其中包括引導理財產品更多地投向標準化金融資產；要求理財產品單獨管理、建賬、核算；嚴控期限錯配、嵌套投資；強化穿透管理和縮短融資鏈條等。由此可見，即將出臺的理財新規或較以往更為嚴格，2017 年銀行理財規模增速或顯著放緩。此外，媒體報導“統一監管”將從資管產品延伸至債市交易，證監會已要求各證監局加強對證券公司和基金公司等債券交易業務的監控和監管。監管方向包括要求將代持業務根據買斷式回購進行會計核算和計算相應風險資本、統一債券交易杠杆上限、嚴禁“團隊制”部門承包和過度激勵等。由於監管層未來可能直接對債市交易進行整頓，債券市場情緒將持續受壓。

圖2：銀行理財資金流向估算



資料來源：市場訊息整理，中銀香港經濟研究

總的來說，今年各方面的監管確實較以往加強。首先，今年第一季度的MPA考核首次要求把表外理財納入廣義信貸增速考核，中小銀行資金面因而存在較大的不確定性。此外，MPA考核或加碼，人行可能取消MPA計算資本充足率時的容忍度，從全口徑上約束金融機構的信用擴張。近日人行官媒報導有兩家銀行因去年未能通過MPA考核而失去一級交易商資格，此外還有一家銀行被暫停MLF資格，MPA考核趨嚴。其次，在銀監會所述的“最低標準”的資管產品統一監管辦法出臺後，更為嚴格的各類金融監管規定，如銀行理財新規和債券交易業務監管規則或將相繼落地。未來一行三會將提高對於同業鏈條的監管要求，並加大協同監管力度。這會導致負債成本上升，進而迫使金融機構收縮同業業務，可能會對債市形成實際性的衝擊。今年防風險、去杠杆的主線除了穩健中性的貨幣政策外，還有不斷升級的監管政策。在貨幣政策和金融監管雙管齊下的背景中，資本市場短期內難以避免會有所波動。但長遠來看，加強監管會令國內資本市場和資管行業更加規範有序，最終有利於各類資產的理性定價。