

资管新规细则落地序幕拉开：核心未变，边际放宽



❖ **事件回顾与简评：**上周五（7 月 20 日），一行两会分别发布了资管新规正式出台后的执行细则，包括央行的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（“《通知》”）、银保监会的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（“《理财新规》”）以及证监会的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》及配套文件。总体而言，我们认为 1）新规风格上符合我们之前的预判，即在目前社融加速收缩情况下，为避免对实体经济造成进一步冲击，监管政策的推行上将呈现边际宽松，但监管整体破除刚兑、消除嵌套、净值化管理以及去杠杆的大方向并没有发生改变；2）细节落地，消除操作上的不明朗，也解除了部分因前期规定不够明晰而导致的新理财产品发行节奏的放缓甚至停滞，有助于资管新规的平稳推行，以及 3）此时细则的出台信号意义较强，以市场期待的温和平稳方式落地，有利于市场忧虑的缓解和市场情绪的的稳定。

❖ **央行《通知》：监管呵护，社融压力边际缓解。**央行发布的《通知》是对资管新规的进一步说明与补充（具体内容详见图 1），主要是因应当前宏观经济面对的“内忧外患”的局面，对资管新规在过渡期期间的执行力度稍有放松。要点包括以下几个方面：

1) **明确公募产品可以投资非标债权**，在资管新规原有“公募产品主要投资标准化债权以及上市交易股票”基础上，增加“可适当投资非标债权”的叙述，增强确定性。

2) **过渡期内，允许发老产品对接在过渡期内到期的新资产**，在资管新规原有可以在过渡期内续作老产品的基础上，新增可以老产品对接新资产，有利于减轻银行在过渡期业务调整导致理财规模大幅下滑的压力，同时也是降低理财资金收缩对实体经济融资造成负面影响。不过，央行强调公募投资非标需符合资管新规关于期限匹配、限额管理等的监管要求，因此我们认为非标总量整体未来依然将呈收缩趋势，但以上两条释出的边际宽松信号，对于缓解目前信用加速收缩对实体经济带来的压力具有积极作用。

3) **过渡期内部分产品可用摊余法进行估值**，减少净值型产品资产估值波动带来的冲击，也更利于投资者逐步接受产品转型。

4) **监管支持存量非标回表需求，对过渡期结束未完全消化的存量或予以特殊安排。**央行表示对于确实难以消化、最终需要回表的存量非标，在 MPA 考核时将合理调整有关参数；而在过渡期后难以回表的存量非标及未到期存量股权资产，经金融监管部门同意，可采取适当安排妥善处理。监管明确支持回表，并将在考核等方面将银行进行更多呵护，一定程度上减小了银行接收非标回表的难度和压力。

❖ **理财新规：有松有紧，核心不变。**银保监会出台的理财新规是资管新规后第一份行业细则，主体内容与资管新规保持一致，因此过去版本相比要求更为细化和严格；边际宽松部分符合市场预期，属有限宽松（新规主要内容详见图 2），主要体现在以下几个方面：

“松”：1) **降低公募理财投资门槛**，销售起点由过去 5 万元人民币下调至 1 万元人民币，有利于提升银行理财产品吸引更多客户，缓解银行理财规模下降的压力。2) **理财产品可投资公募证券投资基金**，同时提到对于公募理财产品投资境内上市股票，监管部门将另行制定规则。而理财资金若能够入市，对于提振股市情绪将带来一定帮助。

同步大市

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文干森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国银行业

“紧”：1) **新增穿透原则要求**，向上穿透最终投资人，向下穿透底层资产，从严监管方向不变；2) **重申对投资非标资产的额度限制**，在 8 号文基础上，新增要求对单一机构及其关联企业的投资额不得超过银行净资本的 10%，非标投资需遵循额度限制；3) **银行理财产品不得分级**；4) **新增针对刚兑行为的监管措施**，包括补足存款准备金和存款保险费等，监管破除刚兑的决心没有改变；5) **新增对保本理财/结构性存款监管要求**，由于资管新规仅将银行非保本理财定义为资管产品，理财新规中明确将保本理财产品划归结构性存款或其他存款进行监管，新增要求与此前监管部门打击“假结构性存款”相一致，且规定只有具备衍生品交易业务资质的银行才能发行结构性存款，进一步破除刚兑。

- ❖ **其他细则仍待落地，预期整体风格保持稳定。**一行两会此次发布的细则，相信为接下来更多资管新规涉及的行业新规拉开了序幕。此外，此次理财新规中提到的对于公募产品投资境内上市股票的细则以及理财子公司管理细则等，都有待监管部门另行制定。我们预期未来其他新规在风格上与本次相若，在防范金融风险和支持实体经济发展的前提下，将以较为温和的方式落地。
- ❖ **有助银行板块情绪恢复，强监管环境下依然利好龙头。**理财新规的出台为银行当前理财业务的开展扫清了前期的不明朗因素，由于监管规定不明确而导致的产品新老断层、理财规模下降。同时，新规的边际宽松部分在一定程度上维护了银行理财产品的吸引力，也保障了理财资金对实体经济一定的支持力度，有利于缓解目前社融塌陷的局面，整体而言利好对银行板块的情绪恢复。不过，宽松仅限于边际性，资管新规的核心并未改变，银行理财未来向净值型产品转型、向更规范化发展是大势所趋。因此，具备较强投研能力、客户群体对转型接受度较高、业务合规性更强的银行在理财业务上具备更强的优势。目前，H 股上市国有大型银行的平均估值为 0.69 倍 2018 年预测市帐率，而除招商银行（3968 HK，未评级）外，其他股份制银行的平均估值为 0.57 倍 2018 年预测市帐率，持续接近五年历史低位。我们依然维持看好大行的观点，首选**工商银行**（1398 HK，买入，目标价：8.2 港元）。

图 1: 央行《通知》主要内容

主要内容	具体内容
进一步明确公募资产管理产品投资范围	公募资管产品除主要投资标准化债券及上市交易的股票，还可适当投资非标债权资产，但应符合资管新规关于非标债权投资者的期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求。 过渡期内可发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目及中小微企业融资需求，但老产品整体规模应控制在资管新规前的存量范围内，且投资新资产的到期日不得晚于2020年底（即过渡期结束时）。
进一步明晰过渡期内相关产品的估值方法	过渡期内，封闭期半年以上的定期开放式资管产品，投资以收取合同现金流为目的并持有到期的债券，可是用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍；银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金“摊余成本+影子定价”法进行估值。
进一步明确过渡期的宏观审慎政策安排	对于确实难以消化、需要回表的存量非标资产，在MPA考核时，合理调整有关参数，发挥逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表，同时支持有回表需求的银行发行二级资本债补充资本。 过渡期结束后，对于有特殊原因难以回表的存量非标，以及未到期的存量股权类资产，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。 过渡期内，有金融机构按照自主有序方式确定整改计划，经金融监管部门确认后执行。

资料来源：中国人民银行、招银国际研究

图 2: 银保监会理财新规主要新增内容

主要范畴	主要内容
监管原则	银行业监督管理机构应当对理财业务实行穿透式监管，向上识别理财产品的最终投资者，向下识别理财产品的底层资产，并对理财产品运作管理实行全面动态监管。
产品分类 - 募集方式不同	公募 ：面向不特定社会公众公开发行；公募投资境内上市股票的规定将另行制定。 私募 ：向合格投资者非公开发行的理财产品；合格投资者定义与资管新规一致；私募可投资债权类及权益类，权益类指境内上市股票、未上市企业股权及其受（收）益权。
产品分类 - 运作方式	封闭式 ：有确定到期日，且自产品成立日至终止日期间，理财产品份额总额固定不变，投资者不得进行认购或者赎回的理财产品； 开放式 ：自产品成立日至终止日期间，理财产品份额总额不固定，投资者可以按照协议约定的开放日和场所，进行认购或者赎回的理财产品。
集中统一管理	商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务，暂不具备条件的，总行应设立理财业务专营部门； 理财子公司监管规定另行制定。
理财业务管理制度	商业银行应当按照国务院银行业监督管理机构关于外部审计的相关规定，委托外部审计机构 至少每年对理财业务和公募理财产品进行外部审计。
理财销售总体要求	不得宣传理财产品预期收益率，在理财产品宣传销售文本中只能登载该理财产品或者本行同类理财产品的过往平均业绩和最好、最差业绩，并以醒目文字提醒投资者“理财产品过往业绩不代表其未来表现，不等于理财产品实际收益，投资须谨慎”
销售起点	公募：单一投资者销售起点金额不得低于1万元人民币。 私募：合格投资者投资要求与资管新规一致。
销售渠道	只能通过本行或其他吸收公共存款的 银行业金融机构
投资范围	可以投资于国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场发行的信贷资产支持证券、在交易所市场发行的企业资产支持证券、 公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产 以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。
投资范围负面清单	不得直接投资于信贷资产，不得直接或间接投资于本行信贷资产， 不得直接或间接投资于本行或其他银行业金融机构发行的理财产品，不得直接或间接投资于本行发行的次级档信贷资产支持证券 ；面向非机构投资者发行的理财产品 不得直接或间接投资于不良资产、不良资产支持证券 ，国务院银行业监督管理机构另有规定的除外；不得直接或间接投资于其他由未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产， 金融资产投资公司的附属机构依法依规设立的私募股权投资基金 以及国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。
非标债权投资要求	商业银行全部理财产品投资于单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过理财产品发行银行资本净额的10% ；商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%。
杠杆控制	不得发行分级理财产品 ；公私募杠杆要求与资管新规一致。
流动性风险管理	封闭式理财产品的期限不得低于90天；开放式理财产品所投资资产的流动性应当与投资者赎回需求相匹配，应当持有不低于该理财产品资产净值5%的现金或者到期日在一年以内的国债、中央银行票据和政策性金融债券。
开放式理财产品认购和赎回管理	本办法所称巨额赎回是指商业银行开放式理财产品单个开放日净赎回申请超过理财产品总份额的10%的赎回行为，国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。
刚兑行为监管措施	经认定存在刚性兑付行为的，应当足额补缴存款准备金和存款保险保费，按照国务院银行业监督管理机构的相关规定，足额计提资本、贷款损失准备和其他各项减值准备，计算流动性风险和大额风险暴露等监管指标。
保本理财监管	商业银行已经发行的保证收益型和保本浮动收益型理财产品应当 按照结构性存款或者其他存款进行规范管理 。结构性存款应当纳入商业银行表内核算，按照存款管理，纳入存款准备金和存款保险保费的缴纳范围，相关资产应当按照国务院银行业监督管理机构的相关规定计提资本和拨备。 衍生产品交易部分按照衍生产品业务管理，应当有真实的交易对手和交易行为。

资料来源：银保监会、招银国际研究

图 3：H 股上市银行估值表

公司名称	股份代码	市帐率			股息率			股本回报率		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
工商银行	1398 HK	0.83	0.75	0.68	5.0%	5.4%	5.9%	14.6%	14.0%	13.8%
建设银行	939 HK	0.87	0.78	0.71	4.9%	5.4%	5.9%	14.9%	14.4%	14.3%
农业银行	1288 HK	0.75	0.67	0.61	5.7%	6.0%	6.5%	14.9%	13.9%	13.6%
中国银行	3988 HK	0.65	0.59	0.54	5.7%	6.0%	6.4%	12.2%	11.9%	11.9%
交通银行	3328 HK	0.59	0.52	0.49	6.1%	6.1%	6.5%	11.6%	10.9%	10.7%
邮储银行	1658 HK	0.91	0.83	0.74	3.4%	3.6%	4.1%	13.1%	13.3%	14.1%
中信银行	998 HK	0.55	0.49	0.46	6.3%	6.1%	6.6%	12.0%	11.3%	11.5%
光大银行	6818 HK	0.56	0.51	0.46	6.3%	5.7%	6.0%	12.3%	11.3%	11.2%
民生银行	1988 HK	0.47	0.53	0.47	3.1%	3.5%	3.7%	13.8%	12.9%	12.3%
招商银行	3968 HK	1.40	1.22	1.08	3.4%	3.9%	4.5%	16.5%	16.6%	17.0%
浙商银行	2016 HK	0.71	0.75	0.67	4.8%	7.4%	8.0%	14.1%	16.8%	16.2%
哈尔滨银行	6138 HK	0.44	0.34	0.30	7.3%	6.5%	7.5%	13.5%	13.3%	13.2%
重庆银行	1963 HK	0.56	0.45	0.40	6.8%	5.4%	6.0%	14.9%	14.2%	13.6%
徽商银行	3698 HK	0.56	0.61	0.53	2.1%	2.7%	2.9%	13.9%	14.4%	14.1%
中原银行	1216 HK	0.90	N/A	N/A	3.5%	N/A	N/A	9.6%	N/A	N/A
天津银行	1578 HK	0.54	N/A	N/A	4.6%	N/A	N/A	9.1%	N/A	N/A
青岛银行	3866 HK	0.95	N/A	N/A	3.3%	N/A	N/A	8.8%	N/A	N/A
盛京银行	2066 HK	0.45	N/A	N/A	4.5%	N/A	N/A	15.6%	N/A	N/A
郑州银行	6196 HK	0.60	N/A	N/A	6.1%	N/A	N/A	16.0%	N/A	N/A
锦州银行	416 HK	0.64	N/A	N/A	3.7%	N/A	N/A	21.0%	N/A	N/A
甘肃银行	2139 HK	1.01	N/A	N/A	0.0%	N/A	N/A	22.5%	N/A	N/A
江西银行	1916 HK	1.14	N/A	N/A	1.8%	N/A	N/A	13.1%	N/A	N/A
重庆农商行	3618 HK	0.61	0.54	0.48	5.2%	5.7%	6.4%	15.4%	14.4%	14.3%
九台农商行	6122 HK	1.24	N/A	N/A	4.6%	N/A	N/A	10.8%	N/A	N/A
广州农商行	1551 HK	0.89	N/A	N/A	4.8%	N/A	N/A	13.9%	N/A	N/A

资料来源：彭博、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。