

正本清源，温和重塑

——资管新规解读

❖ **事件回顾与简评：**上周五（4月27日），在经历近半年的意见征询后，央行终于发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的正式稿，市场期待已久的资管新规正式落地。总体而言，新规在打破刚兑、消除多层嵌套及通道、净值管理等根本性原则上未作松动与让步，显示了监管层面引导资管业务回归本源的决心未变；但与征求意见稿相比，正式稿在执行上略显温和，以预防因监管硬着陆带来的次生危害。我们认为资管新规的正式出台，短期而言消除了悲观预期及政策不确定性的负面影响，对市场气氛有一定稳定作用；在行业逐步规范过程中，对部分金融机构的业务及盈利能力的确会带来短时间阵痛，但对于行业长期的健康及可持续发展无疑是有利的，同时也符合我国防范金融风险、引导金融业支持实体经济发展的目标。

❖ **正式稿的“变”与“不变”。**正式稿较征求意见稿做出多处修改，我们认为较为主要的变动有如下几点：（详细变动情况请见图1）

- 1) **过渡期延长至2020年年底**，较征求意见稿延长1.5年，并且在保证存量规模有序递减情况下，允许在过渡期内发行老产品对接。
- 2) 鼓励以市值计价，**但允许部分满足条件的封闭式产品以摊余成本计价**，同时设定有偏离度5%的限制。意味着目前非标现有的计价方式还可以持续使用。
- 3) 对标准化债权资产定义进一步明确，**非标范围拓宽**，对非标的认定进一步清晰、严格。其中一条标准化债券类资产规定应在“经国务院同意”设立的交易市场交易，意味着在银登等交易所登记的资产或将成为“非标”。
- 4) **删去对银行公募产品投资权益和其他产品需批准的相关内容**，意味着银行理财产品将能够投资权益类资产，但具体细则仍待明确。
- 5) 管理费方面，**新增金融机构可与委托人实现约定取得合理报酬并计入管理费**，但须与产品一一对应、逐个结算，不同产品间不得串用；同时删除要求产品管理期限越长费率越低的要求。

在做出以上主要改变的同时，资管新规在原有核心原则上并未放松要求，包括不得开展资金池业务、打破刚性兑付、对资管产品实施净值化管理、非标资产不允许期限错配、加强穿透性管理、消除多层嵌套和通道等。

❖ **金融机构层面：强调主动管理能力，利好龙头**

我们认为正式稿中做出的较为松动的过渡期安排是监管机构对市场情况进行充分摸底测算后的结果，应能在保障平稳的情况下引导金融机构大致完成业务调整，也一定程度上消除了此前市场对于大量银行存量非标面临较短过渡期而造成产品遭抛售、市场大幅波动、发生流动性风险的顾虑。

但另一方面，监管大原则、大方向上的“不变”才是接下来对资管行业持续产生深远影响的主题。

非标资产规模预期收缩。资管新规正式稿依然要求非标资产期限匹配，并提出进行信息披露等，最终引导非标存量有序减少。目前大部分银行理财产品“以短投长”的状况需要改变，但考虑到部分非标资产期限较长，发行期限完全匹配的产品对于投资者的接纳度也是考验，加之通道业务被禁，未来对于非标的的需求我们认为将有较为明显的收缩。现有存量非标面临着转标或回表的压力，银行的信贷额度和资本充足情况将加大消耗。这一方面，我们将关注后续是否有货币政策上的边际调整进行应对。

丁文捷，博士（宏观及保险行业）

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

隋晓萌（银行及证券行业）

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

产品净值化强调金融机构主动管理能力。我们看到，在去年 11 月征求意见稿公布之后，已有部分金融机构开始按照监管要求的方向调整业务，譬如商业银行推出更多净值型理财产品、证券公司提升主动管理规模等。产品净值化将加大产品价格的波动性，对于金融机构产品创设和主动管理能力提出了更高要求，另一方面，对于投资者的接纳度也带来考验。我们认为，大型银行、领先股份行以及龙头券商在这方面有先天优势也有先发优势，同时拥有资产较多、资质更好的投资客户，而未来中小银行在自身发展净值型产品时将面临投研、管理能力及客户素质方面的一些困难，将更多依赖委外甚至是代销业务，而此前主要依靠通道业务发展资管的券商也将面临业务规模缩减的危机。

推荐个股：工商银行（1398 HK，买入）、建设银行（939 HK，买入）、中信证券（6030 HK，买入）、华泰证券（6886 HK，买入）及中国人寿（2628 HK，买入）。

- ❖ **政策层面：希望避免因去杠杆造成过度紧缩。**四月份，货币政策层面出现边际放松。继四月中旬央行定向降准、上周政治局会议重提“持续扩大内需”和强调“降低企业融资”之后，本次资管新规也较征求意见稿更为宽松。在非标债权类投资、产品净值化管理、消除多层嵌套等方面，均吸收了市场的反馈意见，在进一步明确的基础上，给予一定的灵活性，尤其是延长了过渡期。政策的边际放松，我们认为主要有“内忧”和“外患”两大方面原因：

“内忧”：“防风险”为今年三大攻坚战之首，但今年中国经济下行压力不减，一季度经济表现较为平淡，基建投资、消费、收入增速均出现下滑，令人担忧。政治局会议重提“持续扩大内需”意义深远，在“稳妥地去杠杆”过程中，“稳妥”、“稳增长”的重要性更为凸显。不能由于去杠杆和加强监管工作本身的“度”或者节奏把握不当而造成额外风险和 unnecessary 的市场动荡。

“外患”：中美贸易战升级，美国将在核心技术发展、市场开放（尤其是金融市场开放）等方面继续施加压力。金融业对外开放措施今年将陆续落地，外资银行、保险机构、证券公司业务范围扩大，或将带来金融机构竞争格局（尤其是零售业务端竞争格局）的变化，中国金融机构面临一定的挑战。

我们预计政策层面，今年在去杠杆的同时将更注重稳增长，边际宽松的政策还将继续。预计今年还将有 2 次左右定向降准，重点在“降低企业融资成本”。

- ❖ **金融体系：统一监管、打破刚兑。**

统一监管，真正实现监管穿透。在以往分业监管的背景下，业务标准和监管标准不统一，存在空白区域，导致监管套利。新规按照资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资管业务做出一致性规定，能够最大程度消除监管套利空间，真正实现穿透式监管。

打破刚兑，降低实体经济融资成本。新规对于打破刚性兑付做出了一系列细化安排，比如规定资管业务不能承诺保本保收益，产品出现兑付困难时不得以任何形式垫资兑付，并明确刚性兑付的认定及处罚标准。当前资管业务刚性兑付普遍存在，偏离了资管产品“代人理财”的本质，抬高无风险收益率水平，干扰资金配置效率。新规旨在打破刚性兑付，影响深远，将引导金融机构强化产品净值化管理，降低实体经济融资成本。

总体而言，悬在市场头上长达半年之久的达摩克利斯之剑终于落下，资管新规略宽于预期的落地方式，短期内解除了市场过分忧虑和不明朗因素。长期而言，监管力度未减，行业转型任重道远。资管新规的正式稿仍是纲领性文件，未来我们将期待更多微观层面细则的出台和落实。我们相信监管部门仍将保持资管新规的现有风格，以较为温和的方式重塑资管市场，令资管业务回归本源。

图 1: 资管新规正式稿与征求意见稿主要差异比较

涉及方面	征求意见稿	正式稿
1 过渡期	至2019年6月30日；已发行产品自然存续到期，过渡期内不得新增不符合新规的净认购规模。	至2020年底，对提前完成整改的机构，给予适当监管激励；过渡期内新发行产品必须按新规执行，但可发行老产品对接，以维持流动性和市场稳定，存量规模须有序递减，防止过渡期结束出现断崖效应。
2 标及非标定义	标准化债权类资产时指在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产。其他债权类资产均为非标准化债权类资产。	标准化债权类资产应符合：1) 等分化，可交易；2) 信息披露充分；3) 集中登记，独立托管；4) 公允定价，流动性机制完善；5) 在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。标准化债权类资产以外的债权类资产均为非标准化债权类资产。
3 金融资产公允价值计量	净值生成应符合公允价值原则，具体规则另行制定。	鼓励使用市值计量；以下封闭式产品可使用摊余成本计量：1) 所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期；2) 所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或在活跃市场汇总没有报价、不能采用估值技术可靠计量公允价值。但加权平均价格与资管产品实际兑付时金融资产的价值偏离度须小于5%。新增“由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门”。
4 管理费用	金融机构为委托入利益履行勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托入自担投资风险并获得收益。	新增“金融机构可以与委托人在合同中事先约定收取合理的业绩报酬，业绩报酬计入管理费，须与产品一一对应并逐笔结算，不同产品之间不得相互串用”。
5 资管机构	证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构。	新增有关私募基金内容，“私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”。
6 资管产品定义	资产管理产品包括但不限于银行非保本理财产品，资金信托计划，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构发行的资产管理产品等。依据金融监督管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见。	进一步明确为“人民币或外币形式的银行非保本理财产品”；发行主体新增“金融资产投资公司”（招银国际注：商业银行为实施市场化债转股而成立的金融资产投资公司）；新增不适用范围包括“依据人力资源社会保障部门颁布规则发行的养老金产品”。
7 合格投资者	合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人：1) 家庭金融资产不低于500万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元，且具有2年以上投资经历；2) 最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位；3) 金融监督管理部门视为合格投资者的其他情形。	在自然人及法人外新增“其他组织”；对自然人条件新增“家庭金融资产不低于300万元”。
8 投资者资金来源	个人不得使用银行贷款等非自有资金投资资产管理产品，资产负债率超过警戒线的企业不得投资资产管理产品。	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。
9 金融机构受托管理职责	1) 依法募集资金，办理产品份额的发售和登记事宜；2) 办理产品登记备案或者注册手续；3) 对所管理的不同产品受托财产分别管理、分别记账，进行投资；4) 按照产品合同的约定确定收益分配方案，及时向投资者分配收益；5) 进行产品会计核算并编制产品财务会计报告；6) 依法计算并披露产品净值或者投资收益情况，确定申购、赎回价格；7) 办理与受托财产管理业务活动有关的信息披露事项；8) 保存受托财产管理业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；9) 以管理人名义，代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为；10) 金融监督管理部门规定的其他职责。	新增“在兑付受托资金及收益时，金融机构应当保证受托资金及收益返回委托人的原账户、同名账户或者合同约定的受益人账户”。
10 公募私募产品投资范围	公募产品主要投资风险低、流动性强的债权类资产以及上市交易的股票；现阶段，银行的公募产品以固定收益类产品为主，如发行权益类资产和其他产品，须经银行业监管部门批准，但用于支持市场化、法治化债转股的产品除外。	公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票； 删去银行公募产品相关内容 ；新增“鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股”。
11 鼓励投资范围	鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持国家重点领域和重大工程建设、科技创新和战略性新兴产业、“一带一路”建设、京津冀协同发展等领域。鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持经济结构转型和降低企业杠杆率。	鼓励金融机构在依法合规、商业可持续的前提下，通过发行资产管理产品募集资金投向符合国家战略和产业政策要求、符合国家供给侧结构性改革政策要求的领域。鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持经济结构转型， 支持市场化、法治化债转股 ，降低企业杠杆率。
12 公募产品信息披露	按照规定或者开放频率披露开放式产品净值，每周披露封闭式产品净值，定期披露其他重要信息。	开放式产品按照开放频率披露，封闭式产品至少每周披露一次。
13 产品费率	金融机构应当根据资产管理产品的期限设定不同的管理费率，产品期限越长，年化管理费率越低。	相关内容删去。

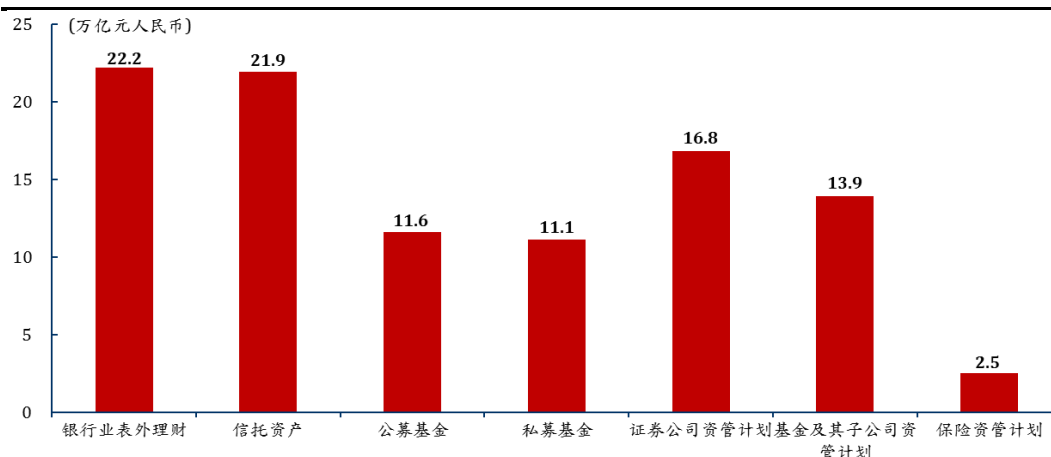
资料来源：中国人民银行、招银国际研究

图 1: 资管新规正式稿与征求意见稿主要差异比较 (续)

涉及方面	征求意见稿	正式稿
14 刚性兑付行为惩处	非存款类持牌金融机构发生刚性兑付的，认定为违规经营、超范围经营，由相关金融监督管理部门进行纠正，并实施罚款等行政处罚。未予纠正和罚款的由人民银行纠正并追缴罚款，具体标准由人民银行制定，最低标准为漏缴的存款准备金以及存款保险基金相应的2倍利益对价。	将量化处罚措施删去；追加对外部审计机构未能在审计过程中勤勉尽责的相关惩处，“依法追究相应责任或依法依规给予行政处罚，并将相关信息纳入全国信用信息共享平台，建立联合惩戒机制”。
15 分级产品范围	以下产品不得进行份额分级：1) 公募产品；2) 开放式私募产品；3) 投资于单一投资标的私募产品，投资比例超过50%即视为单一；4) 投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的私募产品。	删去后两项。
16 人工智能	金融机构运用人工智能技术、采用机器人投资顾问开展资产管理业务应当经金融监督管理部门许可，取得相应的投资顾问资质。	新增“ 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 ”，金融机构“不得借助人工智能业务夸大宣传资产管理产品或者误导投资者”。
17 统计制度	建立资产管理产品统一报告制度。人民银行负责统筹资产管理产品的数据编码和综合统计工作，会同金融监督管理部门拟定资产管理产品统计制度，建立资产管理产品信息系统，规范和统一产品标准、信息分类、代码、数据格式，逐只产品统计基本信息、募集信息、资产负债信息和终止信息。人民银行和金融监督管理部门加强资产管理产品的统计信息共享。	新增“金融机构应当将含债权投资的资产管理产品信息报送至金融信用信息基础数据库”。
18 非金融机构开展资管业务的要求	非金融机构不得发行、销售资产管理产品，国家另有规定的除外。非金融机构依照国家规定发行、销售资产管理产品的，应当严格遵守相关规定以及本意见关于投资者适当性管理的要求。	删去后一句。

资料来源：中国人民银行、招银国际研究

图 2: 2017 年末各行业资管业务规模 (不考虑交叉持有)



资料来源：中国人民银行、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之分析员，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&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。