

## 正本清源，溫和重塑

### ——資管新規解讀

❖ **事件回顧與簡評：**上周五（4月27日），在經歷近半年的意見徵詢後，央行終於發布了《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》的正式稿，市場期待已久的資管新規正式落地。總體而言，新規在打破剛兌、消除多層嵌套及通道、淨值管理等根本性原則上未作鬆動與讓步，顯示了監管層面引導資管業務回歸本源的決心未變；但與徵求意見稿相比，正式稿在執行上略顯溫和，以預防因監管硬著陸帶來的次生危害。我們認為資管新規的正式出臺，短期而言消除了悲觀預期及政策不確定性的負面影響，對市場氣氛有一定穩定作用；在行業逐步規範過程中，對部分金融機構的業務及盈利能力的確會帶來短時間陣痛，但對於行業長期的健康及可持續發展無疑是有利的，同時也符合我國防範金融風險、引導金融業支持實體經濟發展的目標。

❖ **正式稿的“變”與“不變”。**正式稿較徵求意見稿做出多處修改，我們認為較為主要的變動有如下幾點：（詳細變動情況請見圖1）

- 1) **過渡期延長至2020年年底**，較徵求意見稿延長1.5年，並且在保證存量規模有序遞減情況下，允許在過渡期內發行老產品對接。
- 2) 鼓勵以市值計價，**但允許部分滿足條件的封閉式產品以攤余成本計價**，同時設定有偏離度5%的限制。意味著目前非標現有的計價方式還可以持續使用。
- 3) 對標準化債權資產定義進一步明確，**非標範圍拓寬**，對非標的認定進一步清晰、嚴格。其中一條標準化債券類資產規定應在“經國務院同意”設立的交易市場交易，意味著在銀登等交易所登記的資產或將成為“非標”。
- 4) **刪去對銀行公募產品投資權益和其他產品需批准的相關內容**，意味著銀行理財產品將能夠投資權益類資產，但具體細則仍待明確。
- 5) 管理費方面，**新增金融機構可與委托人實現約定取得合理報酬并計入管理費**，但須與產品一一對應、逐個結算，不同產品間不得串用；同時刪除要求產品管理期限越長費率越低的要求。

在做出以上主要改變的同時，資管新規在原有核心原則上并未放鬆要求，包括不得開展資金池業務、打破剛性兌付、對資管產品實施淨值化管理、非標資產不允許期限錯配、加強穿透性管理、消除多層嵌套和通道等。

❖ **金融機構層面：強調主動管理能力，利好龍頭**

我們認為正式稿中做出的較為鬆動的過渡期安排是監管機構對市場情況進行充分摸底測算後的結果，應能在保障平穩的情況下引導金融機構大致完成業務調整，也一定程度上消除了此前市場對於大量銀行存量非標面臨較短過渡期而造成產品遭拋售、市場大幅波動、發生流動性風險的顧慮。

但另一方面，監管大原則、大方向上的“不變”才是接下來對資管行業持續產生深遠影響的主題。

**非標資產規模預期收縮。**資管新規正式稿依然要求非標資產期限匹配，並提出進行信息披露等，最終引導非標存量有序減少。目前大部分銀行理財產品“以短投長”的狀況需要改變，但考慮到部分非標資產期限較長，發行期限完全匹配的產品對於投資者的接納度也是考驗，加之通道業務被禁，未來對於非標的需求我們認為將有較為明顯的收縮。現有存量非標面臨著轉標或回表的壓力，銀行的信貸額度和資本充足情況將加大消耗。這一方面，我們將關注後續是否會有貨幣政策上的邊際調整進行應對。

丁文捷，博士（宏觀及保險行業）

電話：(852) 3900 0856

郵件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

隋曉萌（銀行及證券行業）

電話：(852) 3761 8775

郵件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

**產品淨值化強調金融機構主動管理能力。**我們看到，在去年11月徵求意見稿公布之後，已有部分金融機構開始按照監管要求的方向調整業務，譬如商業銀行推出更多淨值型理財產品、證券公司提升主動管理規模等。產品淨值化將加大產品價格的波動性，對於金融機構產品創設和主動管理能力提出了更高要求，另一方面，對於投資者的接納度也帶來考驗。我們認為，大型銀行、領先股份行以及龍頭券商在這方面有先天優勢也有先發優勢，同時擁有資產較多、資質更好的投資客戶，而未來中小銀行在自身發展淨值型產品時將面臨投研、管理能力及客戶質素方面的一些困難，將更多依賴委外甚至是代銷業務，而此前主要依靠通道業務發展資管的券商也將面臨業務規模縮減的危機。

**推薦個股：**工商銀行（1398 HK，買入）、建設銀行（939 HK，買入）、中信證券（6030 HK，買入）、華泰證券（6886 HK，買入）及中國人壽（2628 HK，買入）。

- ❖ **政策層面：希望避免因去杠杆造成過度緊縮。**四月份，貨幣政策層面出現邊際放鬆。繼四月中旬央行定向降准、上周政治局會議重提“持續擴大內需”和強調“降低企業融資”之後，本次資管新規也較徵求意見稿更為寬鬆。在非標債權類投資、產品淨值化管理、消除多層嵌套等方面，均吸收了市場的反饋意見，在進一步明確的基礎上，給予一定的靈活性，尤其是延長了過渡期。政策的邊際放鬆，我們認為主要有“內憂”和“外患”兩大方面原因：

**“內憂”：**“防風險”為今年三大攻堅戰之首，但今年中國經濟下行壓力不減，一季度經濟表現較為平淡，基建投資、消費、收入增速均出現下滑，令人擔憂。政治局會議重提“持續擴大內需”意義深遠，在“穩妥地去杠杆”過程中，“穩妥”、“穩增長”的重要性更為凸顯。不能由于去杠杆和加強監管工作本身的“度”或者節奏把握不當而造成額外風險和不必要的市場動蕩。

**“外患”：**中美貿易戰升級，美國將在核心技術發展、市場開放（尤其是金融市場開放）等方面繼續施加壓力。金融業對外開放措施今年將陸續落地，外資銀行、保險機構、證券公司業務範圍擴大，或將帶來金融機構競爭格局（尤其是零售業務端競爭格局）的變化，中國金融機構面臨一定的挑戰。

我們預計政策層面，今年在去杠杆的同時將更注重穩增長，邊際寬鬆的政策還將繼續。預計今年還將有2次左右定向降准，重點在“降低企業融資成本”。

- ❖ **金融體系：統一監管、打破剛兌。**

**統一監管，真正實現監管穿透。**在以往分業監管的背景下，業務標準和監管標準不統一，存在空白區域，導致監管套利。新規按照資管產品的類型制定統一的監管標準，對同類資管業務做出一致性規定，能夠最大程度消除監管套利空間，真正實現穿透式監管。

**打破剛兌，降低實體經濟融資成本。**新規對於打破剛性兌付做出了一系列細化安排，比如規定資管業務不能承諾保本保收益，產品出現兌付困難時不得以任何形式墊資兌付，並明確剛性兌付的認定及處罰標準。當前資管業務剛性兌付普遍存在，偏離了資管產品“代人理財”的本質，抬高無風險收益率水平，干擾資金配置效率。新規旨在打破剛性兌付，影響深遠，將引導金融機構強化產品淨值化管理，降低實體經濟融資成本。

總體而言，懸在市場頭上長達半年之久的達摩克利斯之劍終於落下，資管新規略寬于預期的落地方式，短期內解除了市場過分憂慮和不明朗因素。長期而言，監管力度未減，行業轉型任重道遠。資管新規的正式稿仍是綱領性文件，未來我們將期待更多微觀層面細則的出臺和落實。我們相信監管部門仍將保持資管新規的現有風格，以較為溫和的方式重塑資管市場，令資管業務回歸本源。

圖 1: 資管新規正式稿與徵求意見稿主要差異比較

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	标准化债权类资产是指在银行间市场、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。	<b>鼓励使用市值计量；以下封闭式产品可使用摊余成本计量：</b> 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	金融机构为委托人利益履行勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托人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个结算，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“ <b>金融资产投资公司</b> ”（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 <b>不适用范围包括</b> “依据人力资源社会保障部门颁布规则发行的 <b>养老金产品</b> ”。
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“ <b>其他组织</b> ”；对自然人条件新增“ <b>家庭金融资产不低于300万元</b> ”。
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，资产负债率达到或者超出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) 办理与受托资产管理业务活动有关的信息披露事项；8) 保存受托资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	公募产品主要投资低风险、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； <b>删去银行公募产品相关内容</b> ；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， <b>支持市场化、法治化债转股</b> ，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。

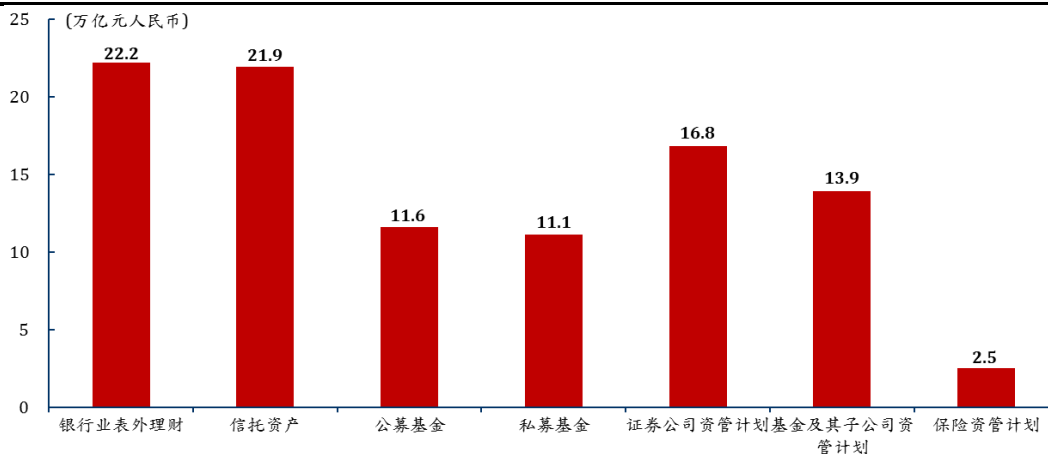
資料來源：中國人民銀行、招銀國際研究

圖 1: 資管新規正式稿與徵求意見稿主要差異比較 (續)

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。

資料來源：中國人民銀行、招銀國際研究

圖 2: 2017 年末各行業資管業務規模 (不考慮交叉持有)



資料來源：中國人民銀行、招銀國際研究

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45&46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。