

资管新规影响简析（一）

市场研究处 胡瑜

[摘要] 自 2012 年以来，资产管理行业快速发展，产品规模迅速扩增至 100 万亿量级，在金融系统中的重要性不断提升。与此同时，资产管理行业混业经营特征日益突出，跨市场、跨机构金融产品的存在，使刚性兑付、多层嵌套等问题频繁发生，资产管理业务偏离匹配风险与收益的本质，推升金融领域系统性风险。在此背景下，央行及银保监会、证监会、外汇管理局于 2018 年 4 月联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），对各类金融机构开展资产管理业务进行统一规范，推动资产管理行业由快速发展进入规范与防范风险为主的阶段。为指导金融机构贯彻执行资管新规，央行于 2018 年 7 月发布《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》（以下简称“《通知》”），对过渡期内有关具体的操作性问题进行明确，以促进规范资产管理业务工作平稳过渡。本报告为资管新规系列报告之一，主要分析资管新规及《通知》对资产管理行业的影响。

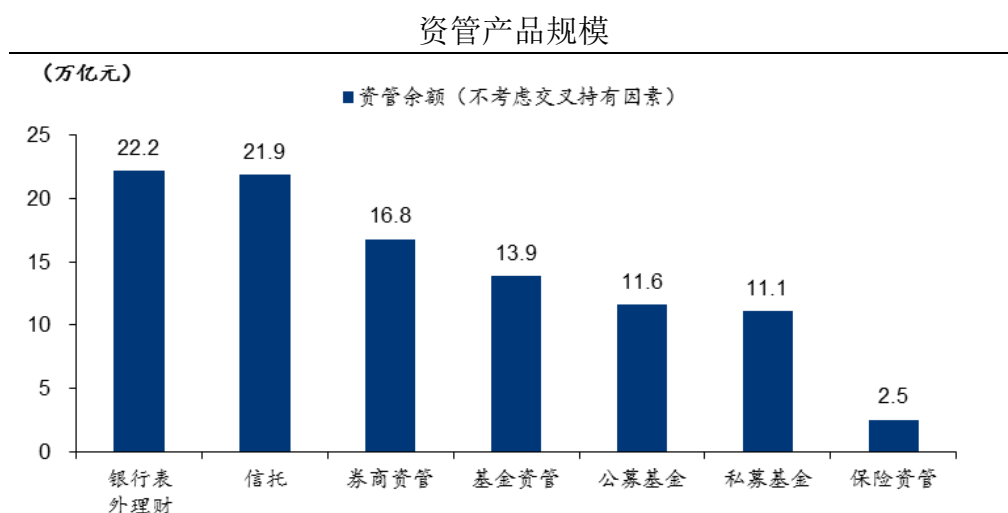
资管新规是金融稳定发展委员会成立以来，多部门联合发布的首个重要金融监管政策。资管新规的出现树立了资产管理行业统一的监管框架，最大程度消除了监管套利的空间；体现了功能监管、行为监管的监管导向，保障了监管的全面性，提升了监管效率。资管新规提出明确禁止“资金池”“通道嵌套”“刚性兑付”等业务模式、统一规范非标投资等监管要求将对资产管理行业产生深远影响。从业务发展的角度看，银行表外理财业务、信托公司资金信托业务、证券公司资产管理业务将面临较大调整。其中，银行表外理财业务中普遍采用的资金池模式以及刚性兑付的行为将被禁止，产品设计的嵌套层数将受限制。信托公司、证券公司的通道业务规模将收缩。从行业收入的角度看，由于各资产管理子行业在业务构成、主动管理能力等方面存在差异，资管新规对其收入的影响不尽相同。其中，银行表外理财业务占营业收入的比重为 3.22%至 10.52%不等。资管新规将从产品规模趋降以及超额收益难以留存两方面对表外理财业务收入形成负面压制。信托公司、证券公司通道业务占营业收入的比重分别为 8%-13%、1%-1.8%。资管新规规范下，通道业务规模趋降将对其营业收入造成不同程度的负面影响。

整体看，资管新规将推动资产管理行业由快速发展进入规范与防范风险为主的阶段。短期内资产管理行业收入将出现不同程度的下行，但中长期看，随着监管细则的逐步明朗，

资产管理行业将回归业务本源，各类资产的风险收益特征将更加清晰，有利于提升金融资源配置、降低金融系统性风险。

第一部分 资管新规出台背景

自 2012 年以来，资产管理行业快速发展，产品规模不断扩增。截至 2017 年末，按资管产品口径统计，资产管理市场规模已达 100 万亿元（不考虑交叉持有因素），超越同期 83 万亿元的 GDP 规模，与 164 万亿元的存款余额已相距不远。其中，银行表外理财产品规模 22.2 万亿元，信托公司资金信托余额 21.9 万亿元，证券公司资管计划 16.8 万亿元，基金及子公司资管计划 13.9 万亿元，公募基金 11.6 万亿元，私募基金 11.1 万亿元，保险资管计划余额 2.5 万亿元。



数据来源：中国人民银行

资产管理行业的蓬勃发展，是中国金融体系朝市场化改革深化的结果。在这一过程中，资管产品的不断丰富、金融市场参与主体的多元化、金融市场交易结构的丰富化在满足居民财富管理需求、优化社会融资结构等方面发挥重要作用的同时，也产生了许多问题。从业务发展角度看，资产管理行业的业务类型主要分为两种：一类是具有较为完整的信托

特性的、资产管理机构进行主动管理的、投资者自负盈亏的资产管理业务；另一类是具有明显刚性兑付特征的、实质上仍是“类信贷”式的资产管理业务。前一类业务中，资产管理机构通过主动管理，对风险进行定价，与资产管理业务合理匹配风险收益的本质相符；而在后一类业务中，资产管理机构运用自身信用，将资产端收益与投资者隔离，使风险与收益出现错配。随着资管产品规模的逐步扩大，资产管理行业在金融系统中的重要性不断提升。在此背景下，央行及银保监会、证监会、外汇管理局等机构先后发布资管新规及《通知》，对各类金融机构开展资产管理业务进行统一规范，推动资产管理行业由快速发展进入规范与防范风险为主的阶段。

与以往的监管政策不同，**资管新规首先树立了资产管理行业统一的监管框架，最大程度消除了监管套利的空间。**过去分业监管模式下，各监管部门对资管产品的理解认识不一致，导致监管的逻辑并不相同。如有些监管政策强调金融机构控制风险、对风险兜底，而有些监管政策则强调金融机构对风险充分揭示、买者责任自负。监管逻辑的差异导致监管尺度差异，进而为监管套利创造了空间。资管新规是金融稳定发展委员会成立以来，多部门联合发布的首个重要金融监管政策。资管新规中“穿透式监管”“实质重于形式”等要求突出了跨领域、跨行业的混业监管特征，有效压缩了监管

套利空间。其次，资管新规体现了功能监管、行为监管的监管导向，保障了监管的全面性，提升了监管效率。以往机构监管导向下，不同金融机构发行的资管产品无法实施统一监管，而非法从事资产管理业务的机构也无法查处。而功能监管、行为监管导向下，相同功能、相同法律关系的金融产品将按照同一规则由同一监管部门管理；从事某项金融业务的机构和人员，将以领取金融牌照的方式开展业务，无牌照者不得经营相应业务。资管新规的具体内容充分体现了功能监管、行为监管的要求。具体看，资管新规从资产管理业务的规范原则出发，定义了资产管理业务与资管产品，明确监管的主体及监管边界，并从募集方式和投资性质两个维度对资管产品进行分类，以便从产品设计原则、投资范围、杠杆约束、信息披露等方面提出统一的监管要求。

按照资管新规“本意见实施后，金融监督管理部门在本意见框架内研究制定配套细则”的规定，相关配套文件已陆续出台。近日，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（以下简称“理财新规”），对银行理财业务进行统一规范；证监会发布《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）》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》，对证券期货经营机构私募资产管理业务进行规范。预计未来围绕资管子公司管理问题还将出台相关细则。展望未来，在资管新规规

范下，统一的监管标准、公平的市场准入和监管将最大程度地消除套利空间，引导资产管理行业回归业务本源，有效防范化解金融风险。

第二部分 资管新规对资产管理行业的影响

按照资管新规对资产管理业务的定义，即“资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务”，我们对银行、信托、证券等主要资产管理子行业近年来发展情况、存在的主要问题、资管新规的相关规定等问题进行了梳理，分析上述行业所受影响，展望未来行业发展方向，主要结论如下文。

一、银行资管业务：理财业务模式面临重构

（一）业务起源及发展

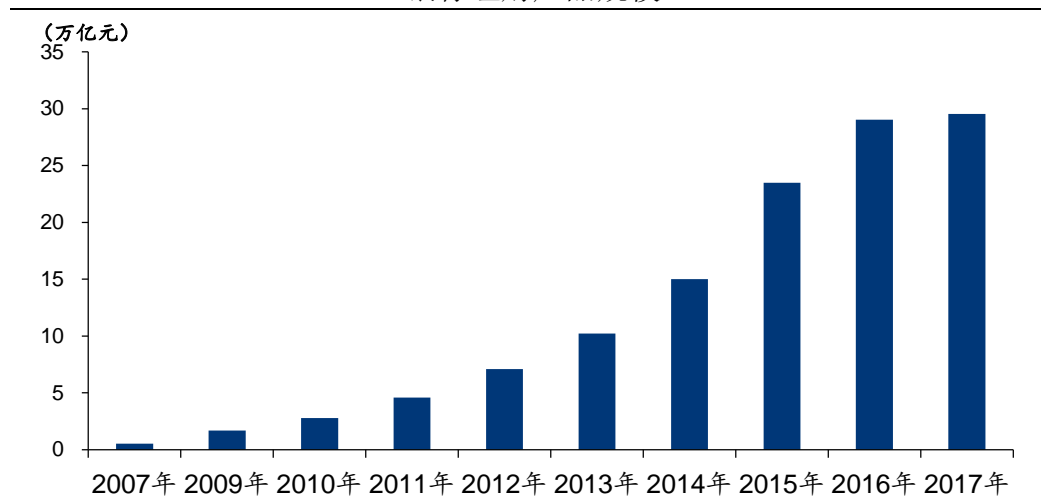
银行开展资产管理业务的主要形式是理财业务中的表外理财业务^①。银行理财业务起源于 2003 年。业务发展初期，商业银行积极加大理财产品创新力度，产品多元化不断提升，但规模并未显著增长。2009-2012 年，在利率市场化稳步推进的背景下，商业银行顺应客户需求推出期限较短、收益稳定、资金门槛不高的固定收益类产品，理财产品规模显著扩张。截至 2012 年底，理财产品余额从 2007 年的 0.53 万亿元上行至 7.10 万亿元^②。2013-2016 年中国进入降息周期，息差不断收窄，银行盈利能力面临较大挑战。表外理财业务不

^① 理财业务按是否反映在银行资产负债表中，可以分为表外理财业务以及表内理财业务。其中表内理财业务常以保本型式出现，主要作为银行高息揽储的工具之一。《资管新规》明确规定“资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益”。按此规定，表内理财业务不符合资管业务的定义。

^② 此数据口径为银行理财业务整体规模。受限于数据可得性，表内理财业务规模仅有 2017 年末时点数据 7.37 万亿元，无法取得时间序列数据，故后文分析银行资产管理业务的数据口径均为理财业务整体规模。

受存贷比、资本金的约束，产品规模迅速增长。2013-2016年期间，理财产品规模由 10 万亿元上升至 29.05 万亿元。2017年起，金融监管趋严，银行理财业务成为监管重点，规模几近停滞。截至 2017 年底，银行理财产品规模为 29.54 万亿元。

银行理财产品规模



数据来源：Wind

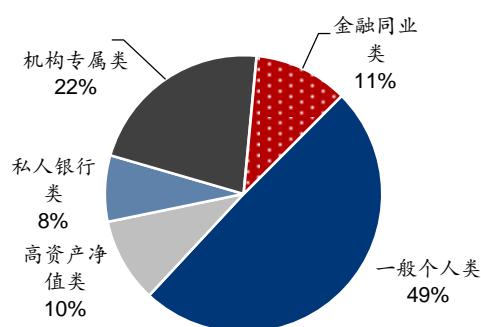
(二) 运营模式

表外理财业务的运营模式为，商业银行通过表外理财产品募集资金，并主要通过自营投资及与信托、证券公司等非银机构合作的方式，投向债券、股票、非标等底层资产。

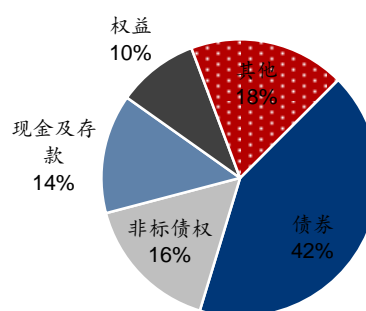
从投资者类别看，理财产品的投资者以个人投资者为主。截至 2017 年底，理财产品存续余额 29.54 万亿元。其中一般个人类产品存续余额为 14.60 万亿元，占全部理财产品存续余额的 49.42%；高资产净值类产品存续余额为 2.91 万亿元，占全部理财产品存续余额的 9.85%；私人银行类产品存续余额为 2.28 万亿元，占全部理财产品存续余额的 7.72%；机构专属类产品存续余额为 6.50 万亿元，占全部理财产品存续

余额的 22.01%；金融同业类产品存续余额为 3.25 万亿元，占全部理财产品存续余额的 11%。面向个人投资者发行的一般个人类、高资产净值类与私人银行类等理财产品存续余额占全部理财产品存续余额的 66.99%。其中，从增幅看，2017 年一般个人类产品存续余额增长 2.76 万亿元，增幅达 23.31%，高于全部理财存续余额 1.69% 的增速水平；从占比看，一般个人类产品占全部理财产品存续余额的 49.42%，较年初增长 8.68 个百分点。

银行理财产品类别及占比



银行理财产品投向



数据来源：《中国银行业理财市场报告 2017》

从产品投向看，银行理财产品主要集中于债券和非标资产^①。其中，债券投资占比为 42.19%，非标投资占比 16.22%，现金及存款占比 13.91%、权益投资占比 9.47%，其他投资占比 18.21%^②。

（三）潜在风险

①据 2013 年 8 号文的定义，非标准化债权资产指：“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等。”

② 根据《中国银行业理财市场报告（2017 年）》，其他投资项下包括拆放同业及买入返售、公募基金、新增可投资资产、同业存单、金融衍生品、代客境外理财投资 QDII、理财直接融资工具、另类投资、商品类资产等，各类资产占比数据不详。

1、资金池模式的潜在风险。银行表外理财业务通常采用资金池模式运营，银行发行短期理财产品，通过“滚动发行”“集合运作”“分离定价”等运作方式，投向期限较长的金融资产，赚取期限错配收益。表外理财业务并不反映在银行自身的资产负债表中，监管部门基于流动性、资本约束等建立的监管体系对表外理财业务的约束较小，相关风险隐患较大。具体看，“滚动发行”导致产品面临流动性风险，即募集资金出现缺失会导致资产端面临抛售压力；“集合运作”导致多只资管产品对应多种资产，单个产品的风险收益无法辨识，一旦资产端出现亏损将导致风险难以准确计量；“分离定价”，即产品负债端定价与资产端收益率分离，导致银行实质上承担了底层资产价格波动的风险，当资产端收益下降甚至低于负债端成本时，风险大概率将集聚于银行。

2、理财产品投向非标导致底层资产不明。由于表外理财信息披露不足，理财产品投资非标资产成为银行规避表内监管的重要渠道。相关的潜在风险是：一方面“非标”的投放领域不明，大量金融资源可能以类信贷的形式投向房地产、地方融资平台等国家信贷政策严控投入的领域，或以股权质押、配资等方式投向监管禁止投入的领域，导致金融资源效率降低，积聚金融风险。另一方面，理财产品投资非标中类信贷业务与表内信贷业务基本一致，但却并不受表内资本充足率、流动性等监管约束，导致相关风险无法真实反应。

3、多层嵌套带来了复杂的风险。为放大杠杆、获得免税优惠、投向限制性标的等，表外理财产品常通过多层嵌套的方式投资于最终标的。多层嵌套导致的风险有：一是在复杂的多层嵌套结构下，理财产品的风险特征不清晰，且风险传导路径不明，风险容易层层传递。二是嵌套层数的增加将导致最终融资方的成本抬升，不利于降低社会融资成本；三是对于权益类资产，由于嵌套过程中多存在结构化设计以提升杠杆率，杠杆资金的特性将加剧市场波动。

4、刚性兑付将风险转嫁至整个金融体系。银行理财业务常给予客户显性或隐性的刚性兑付承诺。当产品出现亏损时，发行人或管理人需采取滚动发行、自筹或委托其他金融机构代付等方式履行承诺。个别机构刚性兑付行为影响主要表现为刚性兑付承诺缺少资本约束，发行人或管理人以自身资产或利润进行垫付，对发行人或管理人的经营产生较大不利影响，从而将风险传导至银行整体。行业整体刚性兑付行为，实质上将无风险收益率提高至更高水平，间接提高企业的融资成本，影响市场的资源配置效应。

（四）资管新规对银行资管业务的影响

针对上述问题，资管新规提出了禁止资金池、统一非标认定、打破刚兑、去通道等要求，促进银行对表外理财存量业务的清理与规范。在新的监管要求下，银行资产管理业务面临重构。具体表现为：

从产品层面看，一是**资金池业务模式被禁止**，资管新规第十五条明确禁止资金池操作，要求“每只资管产品的资金要单独管理、单独建账、单独核算”，并要求降低期限错配风险。按此要求，未来合规的资管产品应满足：1、产品资金和底层资产清晰对应；2、产品需要严格管控期限错配风险。二是**理财产品禁止刚性兑付**，资管新规第六条要求资管产品应打破刚性兑付。第十九条提出刚性兑付的认定标准及处罚措施。第十八条规定资管产品应实行净值化管理。按此要求，未来合规的资管产品应满足：1、资管产品发生兑付困难时，相关金融机构不得代偿；2、金融机构在销售资管产品时需要清晰了解产品本身的风险收益特征，并与相应的投资者进行匹配销售；3、资管产品应为净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，以及时反应所投资产的风险收益情况。三是**多层嵌套业务模式被禁止**，资管新规第二十二條禁止多层嵌套的产品形态，要求“资管产品可以投资一层资管产品，但所投资管产品不得再投资公募证券投资基金以外的资管产品”。同时禁止金融机构为其他金融机构的资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。按此要求，1、存在多层嵌套的资管产品中，除少数符合要求的产品外（如FOF），多数产品将面临整改；2、现存通道业务由于大多涉及规避投资范围、杠杆约束等问题，难以续作。四、**非标投资受到限制**。《通知》明确公募资管产品可

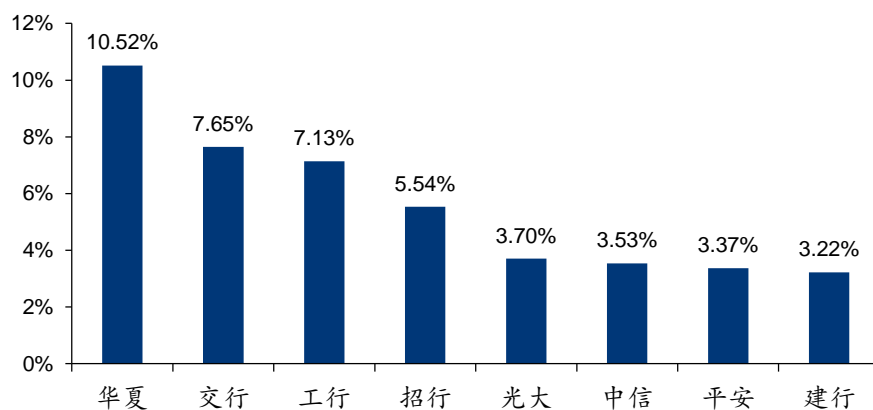
以适当投资非标，但应满足相关监管要求。资管新规第十一条统一了非标资产的认定标准，将不满足标准化债权类资产认定条件的债权类资产全部划分为非标。同时要求金融机构发行资管产品投资非标应遵守相关限额管理、流动性管理的要求。其中，理财新规第三十九条明确了投资非标资产的限额管理要求，即理财产品投资非标资产的余额不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过商业银行总资产的 4%。资管新规第十五条明确了投资非标资产的流动性管理要求，即资管产品投资非标时，非标终止日不得晚于封闭式资管产品到期日或开放式资管产品最近一次开放日。此外，按照资管新规第十八条中关于净值化管理的相关要求，投资非标的理财产品应为封闭式理财产品，采用摊余成本法计量。上述要求对理财产品投资非标的的影响是：1、非标认定标准趋严。资管新规出台前，非标资产认定标准并不统一，资管新规的非标认定口径较为严格，导致目前存量资产面临重新认定的问题。目前存量非标资产中类信贷资产普遍面临投资范围违规的问题，在资管新规第二十七条“穿透式监管”的原则下，该类资产难以再通过嵌套方式规避监管，规模将在过渡期内逐步收缩。但《通知》中明确了“过渡期内，金融机构可以继续发行老产品对接新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求”，将大幅减缓该类资产收缩速度。存量非标中股权质押类、明股实债类产

品则面临重新划分为权益类资产的风险，根据资管新规第十条“公募资管产品不得投资未上市企业股权”，该类资产或将不再属于理财产品可投资的范围。2、理财产品投资非标需要较长的产品封闭期。按照流动性管理要求以及净值化管理要求，若非标融资期限为 2-3 年，则投资该非标资产理财产品的封闭期将拉长至 3 年以覆盖非标到期日。这与前文提到的当前理财产品普遍为短久期的格局具有较大差异，长久期封闭产品的市场接受度如何还待进一步观察。

从银行业层面看，资管新规短期内将对银行收入造成负面影响。受资管新规影响，理财业务模式将面临重塑。一方面，理财产品规模趋降。老产品由于面临合规问题将在 2020 年底前逐步缩减，而在打破刚性兑付、净值化管理等要求下，新产品市场接受度具有较大不确定性。这将考验机构产品设计、投资能力，导致理财业务规模有下行压力。但近期《通知》允许过渡期内金融机构继续发行老产品投资新资产，且对满足一定条件的资管产品进一步放宽使用摊余成本法计量的约束，预计上述安排将显著减缓理财业务收缩速度。另一方面，目前银行理财业务由于采取资金池模式运作，负债端成本相对平稳，资产端收益超过负债成本的部分以超额收益的方式留存。资管新规第二条规定，金融机构可以与委托人约定收取合理的业绩报酬，应计入管理费用。该项规定将大幅压缩来源于超额收益的理财业务收入。综合来看，银行

理财业务的营收短期内将面临下行压力。从收入占比看，上市银行数据显示，理财业务收入占营业收入的比重为 3.22% 至 10.52% 不等。预计未来各银行理财业务收入将面临不同程度的下行。中长期看，随着理财产品的逐步规范，理财业务将逐步回归“代客理财”本质。理财产品设计将更注重深耕客户需求，对负债端渠道优势、资产端主动管理能力的要求更高。

银行理财业务收入占营业收入比重



数据来源：上市银行年报

二、信托公司资管业务：去通道，破刚兑，倒逼行业加快转型升级

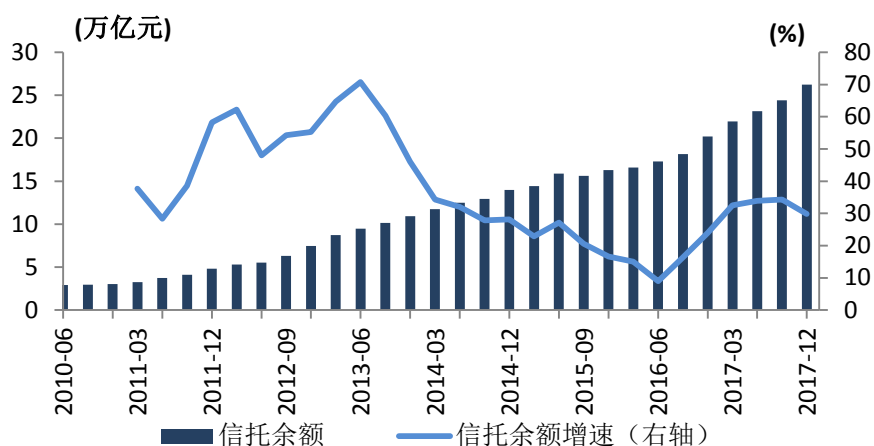
（一）业务起源及发展

2001 年《信托法》颁布实施，确立了信托公司以信托为主业，兼具运用自营资金投资的业务模式。2007 年起，信托公司重新登记，开启了行业发展的“黄金十年”。2007-2012 年，银行为突破贷款规模限制，大量开展“银信合作”^①业

^① 是指商业银行作为委托人，将表内外资金或资产（收益权）委托给信托公司，投资或设立资金信托或财产权信托，由信托公司按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。

务，信托公司通道业务的迅速发展，信托资产余额高速增长至 2012 年末的 7.47 万亿元。2012 年下半年，信托业务监管趋严，同时证券公司和基金子公司获批可以开展通道业务，导致通道业务竞争激烈，信托资产规模增速放缓。截至 2016 年二季度末，信托资产余额为 17.29 万亿元。2016 年三季度起，证券公司资管通道业务及基金子公司资管业务监管趋严，信托资产规模出现短暂扩张。之后随着金融监管趋严，信托行业通道业务受限，信托资产规模环比增速出现回落，截至 2017 年末，信托资产业务规模为 26.25 万亿元。

信托资产余额增速



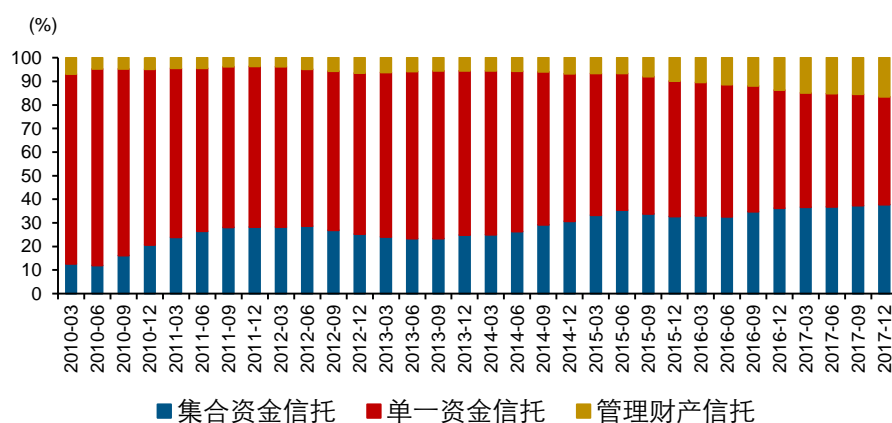
数据来源：Wind

(二) 运营模式及存在的问题

信托公司主营业务包括固有业务及信托业务。固有业务指信托公司以自有资金存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资以获取收益。信托业务指承接委托人委托进行资产管理，是资管新规监管的重点。该类业务按主动管理功能的程度差异又可进一步分成通道类和非通道类业务。在通道类业务中，

委托人设立资金信托或财产权信托，信托公司仅作为通道，信托资金或信托资产的管理、运用和处分均由委托人决定，风险管理责任和因管理不当导致的风险损失全部由委托人承担。在非通道类业务中，信托公司在管理、运用、处分信托资金或信托资产等方面发挥更多主动管理功能。

信托产品占比情况



数据来源：Wind

从产品端看，截至 2017 年末，信托产品分为：单一资金信托^①、集合资金信托^②和管理财产信托^③。其中，单一资金信托占比最大，规模为 12 万亿元，占比 45.73%；集合资金信托规模为 9.9 万亿元，占比为 37.74%；管理财产信托据规模为 4.3 万亿元，占比为 16.53%。微观调研显示，通道业务主要集中在单一资金信托产品中，占比近八成。参考单一资金信托产品占全部信托产品的比例后，通道业务占信托产品的比例近 40%。

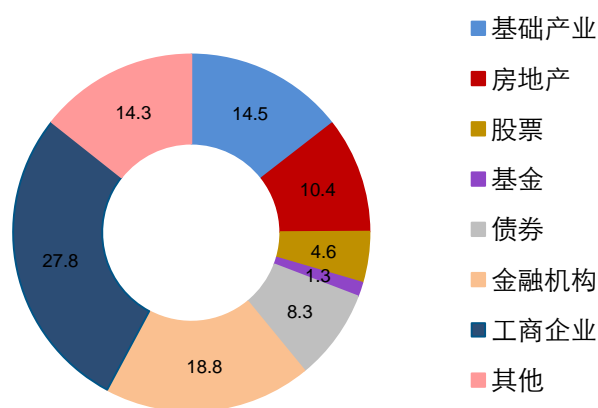
^① 是信托公司接受单个委托人的资金委托，依据委托人确定的管理方式，或由信托公司代为确定的管理方式，单独管理和运用货币资金的信托。

^② 集合资金信托计划，是由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务活动。

^③ 财产信托是指委托人将动产、不动产等非货币形式的财产、财产权，委托信托公司进行管理、运用和处分。

从产品投向来看，截至 2017 年末，信托资金投向的领域及规模为：工商企业（6.1 万亿元，占比为 27.84%）、金融机构（4.1 万亿元，占比为 18.76%）、基础产业（3.2 万亿元，占比为 14.49%）、房地产（2.3 万亿，占比为 10.42%）、股票（1 万亿元，占比为 4.62%）、基金（0.3 万亿元，占比为 1.28%）、债券（1.8 万亿元，占比为 8.25%）。

资金信托产品资产投向



数据来源：Wind

信托公司开展上述业务的主要风险有：一是通道业务占比偏高。通道业务常与杠杆、多层嵌套等问题同时发生，信托公司难以准确识别、有效管理通道业务底层资产风险，底层资产价格波动或违约发生时，相关风险传导路径不明。二是信托产品普遍具有刚性兑付的行业惯例，信托公司承担资产价格波动，扰乱风险收益匹配的市场规律，存在较大风险隐患。

（三）《资管新规》对信托公司的影响

针对上述问题，《资管新规》提出去通道、压杠杆、规

范嵌套、打破刚兑等要求。相关影响具体表现为：

从产品层面看，一是通道类产品规模将缩减。资管新规第二十二条明确要求“金融机构不得为其他金融机构资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”“资管产品可以再投一层资管产品，但所投资的资管产品不得再投资公募证券投资基金以外的资管产品”，相关规定将对通道类产品规模形成负面压制。二是打破刚兑。资管新规第六条明确要求资管产品应打破刚性兑付；第十九条提出了刚性兑付的认定标准及处罚方式。按此要求，1、信托产品中约 40% 的通道业务多数存在规避投资范围或杠杆约束的问题，将在过渡期内逐步收缩。2、信托产品刚性兑付的惯例将被打破，以往信托产品依靠“高收益、零风险”集聚的产品竞争力将不复存在。

从信托行业层面看，短期内通道业务收缩将对信托行业收入造成负面影响。截至 2017 年底，信托管理资产规模近 26.25 万亿元，其中单一资金信托规模 12 万亿元，按照“通道业务主要集中在单一资金信托产品中，占比近八成”的假设，通道类业务规模约为 10 万亿元，占全部资产管理业务规模的比例约为 38.1%。2017 年信托通道费率在 0.1%-0.15% 区间，相应通道业务收入约 100-150 亿元；按照 2017 年信托行业总收入 1191 亿元来看，通道业务收入占营业收入的比重为 8%-13%，即严格执行去通道政策将使信托行业营收下

降 8%-13%。此外，刚性兑付的打破也将使信托产品不再具备“高收益、低风险”的高竞争力，对收入产生一定负面影响。中长期看，随着产品层面逐步向主动管理型产品过渡，未来信托行业发展路径从主要依赖于制度优势转变为依赖于能力优势，走专业化、差异化之路。

三、证券公司资管业务：业务逐步回归本源

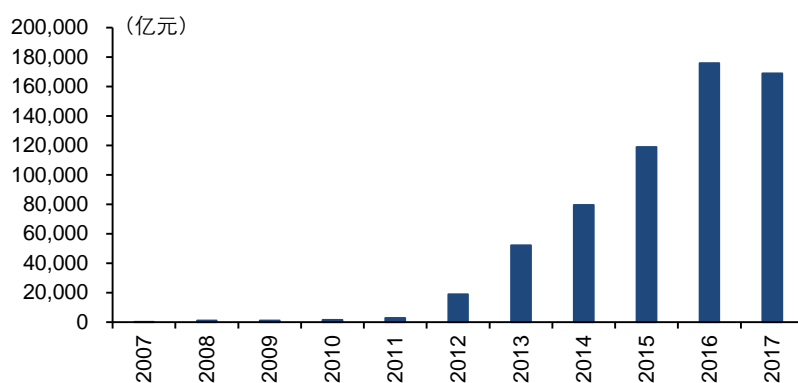
（一）业务起源及发展

2001 年，证监会下发《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》，首次界定了证券公司受托投资管理业务，证券公司资产管理业务由此起步。2003 年，证监会颁布《证券公司客户资产管理业务试行办法》，证券公司资产管理业务正式登上历史舞台。2012 年以前，受限于审批制度及投资范围等约束，该项业务发展较为缓慢。2012 年，证券公司开展资产管理业务从审批制转为备案制，且集合计划份额可以分级，证券公司资管业务规模开始快速增长。截至 2016 年 6 月，该业务规模为 15 万亿元。2016 年 6 月，证监会下发《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》，定向资管计划风险准备金计提系数大幅提高，证券公司资管计划规模增速开始放缓。证券公司资管业务规模在 2017 年一季度末达到峰值 18.77 万亿元后持续下行。截至 2017 年末，证券公司资管计划规模为 16.88 万亿元。

（二）运营模式及存在的问题

证券公司主营业务包括经纪、投行、资管、自营等多个条线，其中资管业务属于资产管理行业监管范畴。实践中，证券公司资产管理业务运营主体通常为资产管理部或资产管理子公司。证券公司资管业务按主动管理功能的程度差异可分为通道类和主动管理类。在通道类业务中，资管产品的投向和管理均由委托人决定，证券公司仅收取固定的通道费用，并不承担风险管理责任及相关损失。在主动管理类业务中，证券公司承担更多资管产品主动管理职责。从已公布的数据看，截至 2016 年末，主动管理产品 7245 只，资产规模 4.94 万亿元；通道产品 16594 只，管理资产规模 12.38 万亿元。

证券公司资管产品规模



数据来源：Wind

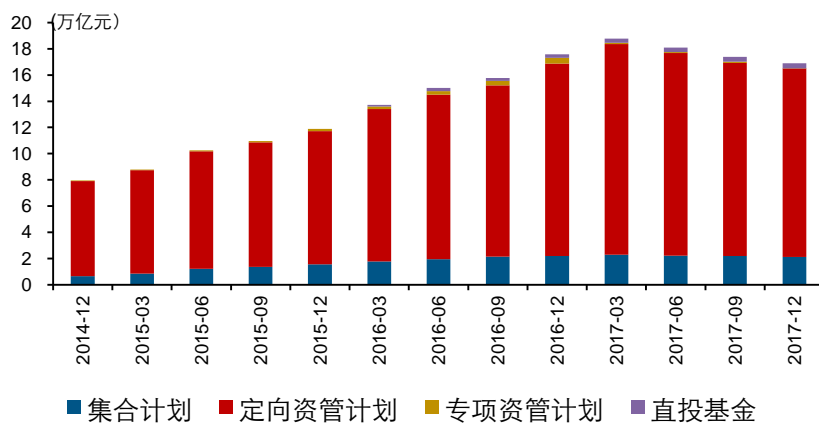
从产品端看，证券公司资管业务主要分为集合理财计划、定向资管计划、专项资管计划^①以及直投子公司的直投基金。

^① 集合理财计划是证券公司接受众多客户的委托管理资产。定向资管计划是指证券公司与单一客户签订定向资产管理合同，通过该客户的账户为客户提供资产管理服务的一种业务。专项资管计划是指证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务。

其中，定向资管计划占绝对多数，2017年末为14.4万亿元，占比为85%；集合理财计划为2.1万亿元，占比为13%；专项资管计划规模为89亿元，占比仅0.1%；直投基金为3691亿元，占比仅0.4%。微观调研显示，通道业务主要存在于定向资管计划中，通道业务占定向资管计划的比例约为75%。参考定向资管计划占比后，通道业务占证券公司资管业务的比例近64%。

从投资者类别看，按照已公布数据看，截至2016年末，机构投资者是证券公司资管业务主要的资金来源。具体看，定向资管计划中来自银行和信托公司委托的资金规模占比约90%。集合理财计划中来自机构投资者委托规模约占比50%。

证券公司资管产品结构



数据来源：Wind

从产品投向看，截至2016年末，存续产品投向交易所、银行间市场的规模约5.65万亿元，占比约32.6%；其他投向各类非标资产的规模约11.67万亿元，占比约67.4%，其中

包括委托贷款 1.75 万亿元、信托贷款 1.48 万亿元、票据 1.56 万亿元、资产收益权 1.77 万亿元等。

证券公司资管业务中，主动管理型业务模式本身符合资产管理机构的定位，通道类业务是监管重点。由于通道类业务性质较为一致，不同非银机构开展通道类业务仅在通道费率等方面略有不同，证券公司开展通道类业务面临的风险与信托公司相近，在此不再赘述。

（三）《资管新规》对证券公司资管业务的影响

资管新规约束下，证券公司资管业务面临一定调整，但考虑到资产管理业务并非证券公司主营业务，相关影响较为有限。具体表现为：从产品层面看，主动管理型产品符合《资管新规》精神，依然具有发展空间；通道业务规模将在过渡期内逐步收缩。从行业层面看，由于证券公司主营业务并不是资产管理业务，且通道业务费率较低，其规模的回落对营业收入的影响较为有限。截至 2017 年末，定向资管业务规模为 14.4 万亿元，假设 2017 年通道业务占定向资管计划的比例仍为 75%，则 2017 年通道业务规模约为 11 万亿元；按照通道费率平均为万三至万五计算，通道业务贡献收入为 33-55 亿元。2017 年全年行业资管业务净收入 310 亿元，则通道业务收入占资管业务收入比重为 10%-18%；全年行业总营业收入 3113 亿元，则通道业务收入占行业总营业收入的比仅为 1%-1.8%。中长期看，证券公司资产管理业务将由过

去依靠牌照红利的成长模式，逐步过渡到以市场竞争为主导的业务轨道，主动管理能力强的证券公司有望胜出。