

资管新规影响简析（二）

市场研究处 胡瑜

[摘要] 2018 年以来,《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”)、《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》”)等系列监管政策陆续出台,对资产管理行业及资本市场影响深远。本报告为资管新规系列报告之二,在初步梳理了资管新规等监管政策对资管行业潜在影响的基础上,本文进一步分析上述政策对宏观经济及资本市场的影响。

从宏观经济看,资管新规对宏观经济的影响主要体现在非标融资受限,进而导致基建投资及房地产投资增速面临下行压力。资管新规中对于资管产品投资非标资产的限制主要有:统一了非标资产的定义,禁止资金池模式、禁止通道业务,提出资管产品投资非标资产的集中度要求。《通知》放松了过渡期内资管产品投资非标资产的限制,但提出了明确的限制条件。资管新规系列政策对规范非标融资的态度十分坚决,预计非标规模将平稳收缩。实践中非标资产常以资产

收益权的方式投向基建、房地产领域。对基建投资、房地产投资资金来源的拆分显示，近年来非标融资占基建投资资金来源的比重持续回落，但依然是基建投资资金的最重要来源，非标融资收缩对基建投资的负面影响较大。而房地产投资资金来源较为分散，销售回款是最重要的部分，非标融资占比相对较低。

从资本市场看，**对债券市场而言**，资管产品配置债券市场的规模约为 20.8 万亿元（未考虑嵌套因素）。资管产品规模扩张带来的债券配置需求是近年来债券市场收益率趋势下行的的重要因素。资管新规“禁止资金池”“净值化管理”“减少期限错配”等规定，将推动资管产品向“开放式净值型”产品转型，对债券市场的影响主要体现在：一是新产品的收益波动加大，使资管产品配置债券的整体规模面临不确定性；二是为避免净值波动，高评级、长久期债券的配置比例有望提升，从而推动等级利差、期限利差的走扩。**对 A 股市场而言**，资管产品配置股票市场的规模约为 4.7 万亿元（未考虑嵌套因素），规模相对较小。从业务模式看，资管产品参与 A 股市场的业务模式主要包括委托外部投资、股权质押、融资融券等，受资管新规影响相对较小。

第一部分 资管新规对宏观经济的影响

资管新规等系列政策对宏观经济的影响主要体现在非标融资受限，进而使基建投资、房地产投资增速承压。对基建投资、房地产投资资金来源的分拆显示，非标融资的受限对基建投资的负面影响相对更大。

一、非标融资受限

截至 2017 年末，主要资管产品投资非标资产的规模如表 1 所示。若不考虑嵌套因素，简单加总后可得各类资管产品投向非标资产的规模约 33.1 万亿元，占比约 44.3%。

表 1 主要资管产品投资非标资产的规模及比例

单位：万亿元	规模	非标		备注
		规模	占比	
表外理财	22.20	3.60	16.22%	假设表外理财与银行理财产品（含保本理财）投资结构一致，数据源自《中国银行业理财市场报告（2017 年）》
资金信托	21.91	12.11	55.30%	按照资金信托按投向划分中“基础产业+房地产+工商企业+金融机构”扣减按运用方式划分中“长期股权投资+租赁+买入返售+存放同业”的方法进行估算，数据源自《2017 年 4 季度末信托公司主要业务数据》
券商资管	16.88	11.12	65.88%	数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报之二》
基金公司专户	6.43	0.13	2.02%	数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报之三》
基金子公司专户	7.31	6.11	83.58%	数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报之四》
合计	74.73	33.07	44.25%	

资管新规等系列政策对资管产品投资非标资产做出了明确规范，使非标融资规模面临下行压力。具体看，一是统一非标资产定义。资管新规出台前，监管部门对非标资产的认

定标准并不统一。银监会认定的非标资产主要是债权性资产；而证监会则认为未在交易所转让的股权、债权及其他资产权利的资产都是非标资产（详见表2）。资管新规统一了非标资产的定义，规定不满足标准化债权类资产认定条件的债券类资产均为非标^①。由于资管新规认定的非标口径较为宽泛，预计将有部分标准化资产重新认定为非标资产，这将导致相关资管产品因难以满足非标资产限额管理等监管要求，而降非标规模的情况。

表2 各类监管文件对非标资产的定义

监管机构	时间	文件	规定
银监会	2013. 3. 25	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8号文）	非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产
	2016	2017年1104非现场监管报表新制度：《理财业务统计表》G06表	(1)将股票质押式回购从原权益类资产转为非标类资产，纳入“待回购条款的股权型融资”。(2)新增“可投资资产”项目，明确该项目即信贷资产流转项目，主要包括在银登中心挂牌的项目，即不再将其列为非标。
证监会	2016	八条底线征求意见稿	非标类资产管理计划为根据资产管理合同约定的投资范围，投资于未在公开证券交易场所转让的股权、债权及其他资产权利的资产比例大于等于80%的资产管理计划。
	2018. 2	修订资管产品备案月报	在报表ZGYB1_2产品类别中增加了非标类，指投资于非标准化的资产。包括但不限于信托计划、委托贷款、银行理财、资产收益权、票据、股票质押、非上市股权。

二是禁止资金池模式，禁止通道业务。资管新规禁止资

^① 详见资管新规第十一条相关规定

金池业务模式，并提出为降低期限错配风险，“资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”^①的规定；同时提出“不得开展规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”。实践中，资管新规出台前，各类资管产品投资非标的主要模式是商业银行滚动发行短期表外理财产品募集资金，通过与信托、券商、基金公司合作投向期限较长的非标资产。其中，资金池模式主要是指表外理财产品通过滚动发行、集合运作、分离定价等方式募集短期资金投向长期非标资产，以赚取期限错配收益的运营模式；通道服务主要是指信托、券商、基金公司为承接理财产品资金而提供的不承担主动管理职能的各类资管产品。**按照禁止资金池的要求**，各类资管产品投向非标资产，需要满足单独管理、单独建账、单独核算的要求，同时需要满足产品到期日覆盖非标债权资产终止日的要求。按照非标融资普遍为 2-3 年的期限来看，投资非标资产的资管产品的封闭期将显著拉长至 3 年。这与当前理财产品普遍为短久期产品的市场格局有较大差异，使长久期理财产品的市场需求具有较大不确定性。**按照禁止通道业务的要求**，现存非标业务中涉及规避投资范围、违反杠杆监管的部分将面临收缩，预计该项规定将对非标融资产生

^① 详见资管新规第十五条相关规定

较大的负面压制。三是**集中度限制**。资管新规的配套文件中，对资管产品投资非标的集中度进行了明确要求，限制了非标资产的潜在资金供给，不利于资管产品投资非标资产（详见表3）。

表3 各类监管文件对非标投资集中度的要求

监管机构	监管文件	监管要求
银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	商业银行全部理财产品投资于单一债务人及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过本行资本净额的10%。
证监会	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于同一非标准化债权类资产的资金合计不得超过300亿元

需要注意的是，《通知》对资管产品投资非标资产做出了补充规定，有利于过渡期内非标融资的平稳压降。具体看：**一是允许过渡期内金融机构继续发行老产品投资新资产**。金融机构可以继续按照资金池模式发行产品募集资金投向非标资产。但需要满足以下条件：所投非标资产应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；老产品的整体规模不得增长；所投非标资产到期日不得晚于2020年底。**二是为非标资产提供新的处置方式**。具体指，对于符合条件的非标资产，通过调整宏观审慎评估（MPA）考核参数、支持有回表需求的银行发行二级资本债补充资本的方式，支持非标资产回表；对于过渡期结束后仍

难以回表的非标资产，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。

综上，资管新规等政策规范非标融资的态度十分坚决，对非标融资的放松有较为明确的限制条件，预计未来非标规模的收缩较为确定。

二、基建投资、房地产投资增速承压

非标规模收缩带动融资环境趋紧的负面影响将逐步体现。微观调研显示，非标资产多以资产收益权等形式投向基建、房地产领域。

对基建投资而言，非标融资是基建项目资金来源的重要组成部分。从基建投资资金来源及占比看，非标融资属于基建自筹资金范畴。近年来基建投资中自筹资金占比持续上升，2017年自筹资金占比已达62.59%，是基建投资主要资金来源。将自筹资金中剔除PPP、城投债、政府性基金、地方政府专项债等融资方式后，通过企事业单位自有资金、非标、其他融资方式等途径的筹资额合计占基建投资的比例约24%。虽然近年来该类融资占比由2015年的41%显著回落至2017年的24%，但与其他融资途径相比，该类融资依然是基建投资最重要的资金来源。非标融资的回落将使基建项目资金来源受限，对未来基建投资增速形成负面压制。

表 4 基建投资资金来源情况

单位：亿元		2015		2016		2017	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
非 自 筹	预算内资金	20,580	16%	21,663	14%	24,400	14%
	国内贷款	18,973	14%	21,084	14%	21,645	13%
	利用外资	285	0%	265	0%	296	0%
自 筹	PPP	4,180	3%	16,251	11%	30,479	18%
	城投债	11,254	9%	14,537	10%	5,302	3%
	政府性基金	16,939	13%	18,751	12%	24,280	14%
	地方政府专项债	1,000	1%	4,000	3%	8,000	5%
	企事业自有资金、非标、其他融资方式	53,642	41%	39,745	26%	40,684	24%

对房地产投资而言，非标融资不是房企到位资金的主要来源，对房地产开发投资的影响相对较小。具体看，房地产开发投资资金来源主要为国内贷款、利用外资、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款五项。非标融资主要包括非自筹资金中的非银行贷款及自筹资金中剔除企事业单位自有资金、境内发债、境外发债、股权融资、新增主动管理信托规模后的余额。从绝对规模看，2015-2017 年非标规模分别为 2.0 万亿、1.6 万亿、2.3 万亿。从占比看，2015-2017 年非标占房企到位资金的比重比分别为 16.10%、11.10%、14.64%。从变动趋势看，近年来定金及预收款及个人按揭贷款的占房企到位资金的比重逐年增加，由 2015 年的 39.3% 显著提升至 46.5%；非标占比整体平稳，略有下降，由 2015 年的 16.1% 小幅下行至 14.6%。考虑到房地产企业融资渠道较为广泛，且近年来销售回款占房企到位资金的比重持续攀升，非标融资的回落对房地产开发投资的影响相对较小。

表5 房地产投资资金来源情况^①

单位：亿元		2015		2016		2017	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
房企到位资金		125,203.06	100%	144,214.05	100%	156,052.62	100%
其他资金		6,462.97	5.16%	7,073.76	4.91%	7,170.21	4.59%
非 自 筹	合计	69,703	55.67%	88,007	61.03%	98,010	62.81%
	国内贷款	20,214	16.14%	21,512	14.92%	25,242	16.18%
	其中： 非银行贷款	2,798.92	2.24%	3,354.16	2.33%	4,756.47	3.05%
	利用外资	296.53	0.24%	140.44	0.10%	168.19	0.11%
	定金及预收款	32,530	25.98%	41,952	29.09%	48,694	31.20%
	个人按揭贷款	16,662	13.31%	24,403	16.92%	23,906	15.32%
自 筹	合计	49,037.56	39.17%	49,132.85	34.07%	50,872.22	32.60%
	企事业单位自有资金	20,318.71	16.23%	20,466.84	14.19%	21,847.37	14.00%
	境内发债	6,021.97	4.81%	10,249.10	7.11%	3,618.79	2.32%
	境外发债	338.94	0.27%	637.6	0.44%	2,553.27	1.64%
	股权融资	1,697.23	1.36%	1,443.83	1.00%	279.44	0.18%
	新增主动管理信托规模	3,302.03	2.64%	3,679.03	2.55%	4,478.89	2.87%
	自筹中的非标及其他等	17,358.68	13.86%	12,656.46	8.78%	18,094.46	11.60%
非标	非银行贷款+自筹中的非标规模等	20,157.60	16.10%	16,010.62	11.10%	22,850.92	14.64%

^①注：企事业单位自有资金披露至16年，之后没有披露，我们按照企事业单位自有资金占比房企到位资金的比重进行估算为21847.37亿元，以红色标记

海外发债中假设：

1 单位美元=6.7 单位人民币

1 单位港币=0.85 单位人民币

1 单位新加坡元=4.5 单位人民币

第二部分 资管新规对境内资本市场的影响

资管新规等系列政策对境内债券和股票市场产生不同程度的负面影响。对债券市场而言，各类资管产品增持债券是过去一轮债券牛市的重要推动因素。资管新规等系列政策的出台将使资管产品配置债券的需求面临不确定性，同时资管产品增配高评级、短久期债券以避免产品净值大幅波动这一结构性变化将导致等级利差、期限利差走扩。对股票市场而言，各类资管产品配置股票市场的规模较小，业务模式主要为委托外部投资、股权质押、融资融券等，受资管新规影响相对较小。

一、对债券市场的影响

（一）主要类别资管产品投向债券市场的规模较大

截至 2017 年末，主要资管产品投资债券资产的规模如表 6 所示。若不考虑嵌套因素，简单加总后可得各类资管产品投向债券资产的规模约 20.8 万亿元，占比约 27.8%。

表 6 主要资管产品投资债券市场的规模及比例

单位：万亿元	规模	债券		备注
		规模	占比	
表外理财	22.20	9.37	42.21%	假设表外理财与银行理财产品（含保本理财）投资结构一致，数据源自《中国银行业理财市场报告（2017 年）》
资金信托	21.90	1.81	8.26%	数据源自《2017 年 4 季度末信托公司主要业务数据》
券商资管	16.88	4.91	29.09%	主动管理类产品投资债券的金额+通道类产品投资证券类资产规模*（主动管理类产品投资债券的金额/主动管理类产品投资证券类资产规模）的公式计算券商资管投资债券的规模，数据源自《证券期货经营机构私募

				资产管理业务 2017 年统计年报之二》
基金公司专户	6.43	3.67	57.08%	数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报之三》
基金子公司专户	7.31	1.03	14.09%	基金子公司专户投资证券类资产的规模 *(基金公司专户投资债券的规模/基金公司专户投资证券类资产的规模)的公式来计算基金子公司专户投资债券的规模,数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报之四》
合计	74.73	20.79	27.82%	

由于资管产品投资债券市场主要以表外理财产品的直接投资和委托外部投资为主,而后者又涉及表外理财与资金信托、券商资管、基金公司专户等产品的多层嵌套,故简单加总各口径资管产品投资债券市场规模将存在高估。实践中,2014-2016 年间,资管产品快速扩张带动债券投资需求提升,是债券市场收益率快速回落的重要推动力量。从具体配置看,资管产品投资债券市场主要以配置信用债获取高收益为主,利率债的配置比例较小,主要目的是维持组合流动性。

(二) 信用债需求面临不确定性, 等级利差有望走扩

按照资管新规关于“禁止资金池”“净值化管理”等要求,资管产品投资债券资产将向“开放式净值型”产品转型。传统资金池模式下,资产端的债券价格波动并不能直接传导至负债端的产品收益波动,资产价格波动所带来的风险与收益全部由发行资管产品的金融机构承担。而净值化管理将使资产价格波动直接体现在负债端。这一方面将使新产品的需求具有较大不确定性,从而使资管产品配置债券市场的规模具有较大不确定性。另一方面为规避资产端价格大幅波动,资

管产品难以再通过拉长久期、降低信用评级等方式获得超额收益，其投向低等级、长久期信用债的比例将收缩，而投向高评级、短久期信用债的比例相应扩大；此外，资管新规中关于“减少期限错配”“控制久期”等要求，也将使资管产品对短久期债券需求提升。整体看，高低评级信用债间的等级利差及期限利差有望持续走扩。

二、对 A 股市场的影响

主要类别资管产品投向股票市场的规模较小。截至 2017 年末，主要资管产品投资股票资产的规模如表 7 所示。若不考虑嵌套因素，简单加总后可得各类资管产品投向股票资产的规模约 4.7 万亿元，占比约 6.3%。

表 7 主要资管产品投资股票市场的规模及比例

单位：万亿元	规模	股票		备注
		规模	占比	
表外理财	22.20	2.10	9.46%	假设表外理财与银行理财产品（含保本理财）投资结构一致，数据源自《中国银行业理财市场报告（2017 年）》
资金信托	21.90	1.01	4.61%	数据源自《2017 年 4 季度末信托公司主要业务数据》
券商资管	16.88	0.57	3.38%	主动管理类产品投资股票的金额+通道类产品投资证券类资产规模*（主动管理类产品投资股票的金额/主动管理类产品投资证券类资产规模）的公式计算券商资管投资股票的规模，数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报之二》
基金公司专户	6.43	0.79	12.29%	数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报之三》
基金子公司专户	7.31	0.22	3.01%	基金子公司专户投资证券类资产的规模*（基金公司专户投资股票的规模/基金公司专户投资证券类资产的规模）的公式来计算基金子公司专户投资股票的规模，数据源自《证券期货经营机构私募资产管理业务

				2017 年统计年报之三》
合计	74.73	4.67	6.28%	

从业务模式看，资管产品投资 A 股市场的方式主要包括委托外部投资、股权质押、融资融券等，受资管新规影响较小。**委托外部投资业务**是指银行将部分表外理财资金委托给信托、证券、基金公司等金融机构进行股票市场投资，并约定投资范围等，信托、证券、基金公司等受托机构对日常投资承担主动管理或投资顾问职责。目前该产品规模约 5000 亿元^①。资管新规等系列政策对委托外部投资业务的影响主要体现在资金来源的不确定性。在资金池模式下，资产端股票价格的波动并不能实时反映至负债端理财产品收益。而资管新规明确禁止资金池模式，未来银行表外理财业务将由其资产管理子公司开展，其产品形态也将向净值化管理转型。股票资产价格的波动将完全反映在产品净值中，这使该类产品的市场需求具有较大不确定性。**股权质押业务**是指证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并由客户交存相应担保物的经营活动。实践中，资管产品参与股权质押业务的方式按照场内股权质押、场外股权质押略有不同。资管产品参与场内股权质押的方式主要是表外理财资金先后嵌套信托计划、证券公司定向资管计划，最终通过交易所股票质押回购业务流向融资方。资管产品参与场外股权

^① 估算方法：银行委外规模 115900 亿元（源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报》）
*委外中理财资金占比 30%（估计值）*投向权益类资产的比例 15%（源自《证券期货经营机构私募资产管理业务 2017 年统计年报》）

质押的方式主要是表外理财资金投资信托计划，信托计划以收受益权转让及回购协议的方式将资金投向融资方。目前该类产品的规模约 1.7^①万亿元。资管新规等系列政策对该业务的影响主要体现在：股权质押收受益权为非标资产，且实践中期限多超过一年。按照资管新规关于非标融资的相关要求，股权质押资金来源应为封闭期超过非标到期的资管产品，考虑到目前以表外理财为主的资管产品期限多为 1 年以内，未来该类产品的市场需求将面临较大不确定性。此外，场内股权质押业务中的多层嵌套问题主要源自表外理财资金无法开具自有资金证明，从而无法完成证券账户的开立。目前中国证券登记结算有限公司已于 2018 年 9 月修改了《特殊机构及产品证券账户业务指南》，受托资管产品开户无需提供自有资金证明。**融资融券业务**是指证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并由客户交存相应担保物的经营活动。实践中，资管产品参与融资融券业务的主要方式是表外理财资金通过证券公司资管计划购买融资融券收益权，再由证券公司于约定时间以约定溢价返售。其实质相当于同业授信，即证券公司将融资融券资产收益权抵押，从而取得银行借款。目前该类产品的规模约 4000 亿元^②。融资融券资产收益权属于非标资产，同样面临资管新规对非标

^① 估算方法：场内质押=21600（源自 Wind，2018 年 10 月未解压市值）*质押率 50%（估计值）*理财资金占比 80%（估计值），另假设理财资金参与场外质押的规模与场内质押相等。

^② 估算方法：融资融券规模 10263（源自 Wind，2017 年券商两融数据）*理财资金占比 40%（估算值）。

融资的相关要求。但实践中，融资融券类资管产品期限基本以 1 年内为主，预计受新规影响较小。