

To Level Playing Field for Asset Management Industry

资产管理监管笃近举远

■ 郑联盛 张明

近日, 媒体《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《意见》) 的报导引发了金融市场参与者的诸多讨论。在30条资产管理业务监管新规中, 对国内资产管理发展实践中的诸多问题提出了具有针对性的监管举措。无论这30条监管新规在近期内是否能出台实施, 这些意见对于未来资产管理领域的有效监管都具有重要的指导意义。当然, 资产管理监管框架仍具有继续完善的空间, 资产管理机构亦需要考虑在新规可能实施后的微观监管与业务转型等现实问题。

资产管理具有系统重要性

随着经济的发展和居民财富的增长以及理财需求的提升, 资产管理成为了金融体系中快速发展的一个领域, 并且其作用日益显著, 甚至已经成为了具有系统重要性的金融领域。资产管理领域成为了国内仅次于银行、具有跨界特征的金融“子行业”, 缔造了一个所谓的“大资管时代”。

资产管理规模持续快速扩张, 已十分巨大。根据证监会副主席李超的数据, 金融子行业相关资产管理规模总计约为88万亿元, 由于在实际运作中, 存在着部分资管产品之间互相借用、产品互相嵌套、交互持有等重复计算因素, 剔除后我国资产管理业务规模约为60万亿元, 约为2016年GDP的80.8%。虽然与英美等资本市场主导型金融体系比较而言, 资产管理规模占GDP的比重仍有待进一步提高, 但是从自身规模上看, 国内资产管理规模已经非常巨大。我国资产管理的行业分布结构见图1。

资产管理运作存在跨界融合的特征。国内资产管理的运作存在诸多跨界操作的状况, “银行+信托” “银行+证券” “银行+信托+证券” “基金+信托” 等互为通道、交互嵌套和跨界融合十分普遍, 本质上形成了日益深化的综合化或混业化经营, 而国内目前仍然是分业监管体系, 这就导致了混业经营模式与分业监

管体系的制度性错配。在这个过程中, 存在部分金融机构主动跨界创新、刻意规避监管、深化跨界套利等行为, 在加上监管体系自身的分业监管、监管标准以及监管执行等方面的差异, 导致资产管理领域的风险逐步显性化, 并且风险跨界传染的可能性大大加强, 存在潜在的空间维度系统性风险。

资产管理是银行部门重要的业务延伸, 显著提高了银行部门与整个金融体系的关联性。除了银行体系自身超过26万亿元的资产管理规模, 银行体系之外的部分资产管理实际上是银行业务的延伸, 部分业务是以资产管理为名、行信用业务之实, 这使得国内的银行表外业务以及银行与其他金融子行业的合作仍然带有“银行的影子”, 或者说是具有我国特色的“影子银行”。在资产管理发展中, 银行部门的内在以及内外关联性明显提高, 而关联性则是考量系统性风险及应对最为显著的一个指标。

资产管理领域的风险点

由于我国货币金融和监管环境在过去几年中相对宽松, 银行、信托、保险、基金等子行业发展迅速且呈现出跨界融合发展的趋势, 我国的资产管理获得了快速发展。但是, 在该过程中, 资产管理领域确实存在两大风险点。

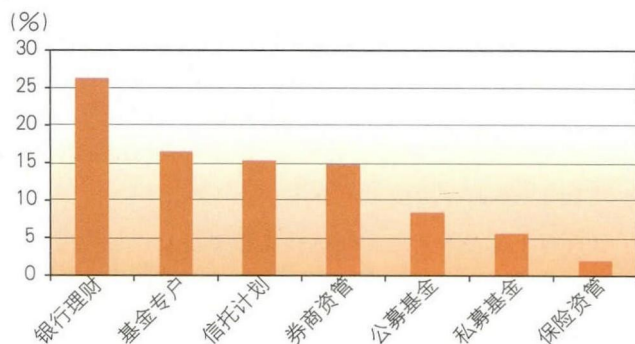


图1 我国资产管理的行业分布结构

非标准产品盛行

这实际上是非标产品与标准产品的关系问题。不管是新近发布的《意见》，还是此前的监管实践，对于资产管理领域中的非标准化资产投资都持审慎态度。信贷资产、信托收益权、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、带回购条款的股权质押性融资等悉数被银监会的8号文纳入到非标准资产之中。

就监管当局较为审慎的态度和政策而言，非标资产之所以盛行，其原因更加值得注意。首先，非标产品的监管整体是弱监管状态。从监管实践的角度看，我国对于金融行业的微观监管是较为严格的，这使得我国金融体系保持了较好的稳定性，即便在全球金融危机期间也基本安然渡过。但是，微观监管的趋严可能使得金融机构不得不收缩其相关业务，或者采取积极创新和主动规避的策略，非标产品就是金融机构积极主动创新的重要结果。由于金融监管的相对滞后性，使得非标产品在场外市场受到的监管相对更少，整体呈现相对较弱的监管态势，特别是国内缺乏统一的资产管理监管体系，导致了金融机构具有规避监管的空间，最后形成了非标监管相对滞后以及缺乏统一监管框架的状况。

其次，标准化产品的广度和深度不足。非标产品盛行的另一个原因是标准产品发展的问题，非标准债权的迅猛发展源于标准化的债券品种相对缺乏。在一个缺乏统一监管体系的债券市场中，存在的诸多问题使得标准化产品的供给整体是有缺陷的。比如，国债收益率曲线可能还有完善的空间，直到人民币加入SDR货币篮子，我国才实现3个月期国债的滚动发行。2016年12月，我国甚至出现了国债期货跌停的情况，使得无风险资产国债变成了典型的风险资产，其中反映出的是我国债券市场的深度不够，包括无风险利率以及信用利差的市场定价机制存在较大的完善空间。在监管非标产品的同时，我们需要考虑如何做大做强标准产品。

表外业务信用化

资产管理最为本质的特征就是表外业务，金融机构从事资产管理实际上赚的是管理费，资产管理机构本质上并不像银行表内业务一样经营风险。对于银行而言，表内业务属于间接金融，而资产管理业务属于直接金融，两个业务最为重大的影响在于对资本金以及其他微观监管指标的约束上。业务本质以及监管标准的差异使得表内表外业务出现了两个重大的趋势。

一是表内业务表外化。金融机构竞相将表内业务转化为表外业务，主要目标就是规避监管，这导致了非传统信用业务的蓬勃发展。比如，国外的影子银行与商业银行相对独立，成为“平行银行体系”，而国内的影子银行很大程度上是“银行的影子”。此前十分流行的信托收益权、买入返售以至应收账款投资等业务

实际上是与非传统信用业务紧密相关的。非传统信用扩张与传统信用的行政性调控是相关的，比如，地方融资平台和房地产行业的资金需求是十分强劲的，但是，调控之后的传统信用渠道无法满足其资金需求，导致的结果就是“迂回”进行。

二是表外业务信用化。理论上，资产管理是一个专业的中间业务，不应该涉及管理主体机构的信用问题，但是，在一个信用体系不健全的金融体系中，如果不嵌入金融机构自身的信用，那么资产管理业务的开展就十分困难。为了保障业务的开展以及作为风险暴露的管控方式，资管管理主体经常（此前甚至是一直）以自身的信用来承担本应由市场决定的信用风险，承担起了不应该承担的刚性兑付责任，这个趋势的结果就是刚性兑付盛行于金融市场。该格局也使得资产管理领域更加注重收益的潜在保障和兑付的刚性保证，但同时资金使用方的信用利差可能被低估。最后的结果是资产管理机构（包括银行）从一个资产管理专业中介变为资产负债信用中介。

资产管理监管的新趋势

面对日益强大且具有系统重要性的金融“子行业”，金融监管当局看到了其中的风险，相关当局亦对风险进行了相应的管控，票据空转、买入返售、信托收益权等都受到了较为严格的治理。本次《意见》在资产管理的表内业务与表外业务、管理中介与信用中介、投资范围与限制范围、风险控制等方面都有重大的举措，对于完善资产管理领域的监管具有重大的促进意义。

表内业务与表外业务。从界定上说，资产管理业务是一个典型的直接金融范式，资产管理公司在其中主要赚取管理费。但是，包括银行理财产品在内的部分资产管理业务都涉及到了金融机构的表内业务，比如银行表内理财业务，这使得资产管理的边界被混淆。此次《意见》明确资产管理业务明确为表外业务，金融机构不得开展所谓的表内资产管理业务。

管理中介与信用中介。从本质上说，资产管理公司是一个资产管理中介。但是，在现实的运作中，资产管理公司往往成为了一个信用中介，承担了承诺保本收益、进行收益保障、刚性兑付、隐性担保等非市场化的责任。《意见》要求，当金融机构开展名为代客理财、实为承担兑付责任的资产管理业务时，要适用资本约束机制，实际上要变成一个真正的信用中介。如果是一个管理中介，那么要求严格禁止刚性兑付、禁止资金池、禁止关联交易，要求产品期限与所投资资产存续期相匹配，并强化投资者适当性以及信息披露等制度的实施。

投资范围与限制范围。本次《意见》对于资产管理的投资方向提出了明确要求。在投资范围上，固定收益类资产、非标准化

债权资产、公开发行并上市交易股票、未上市股权、金融衍生品和境外资产都被纳入了资产管理投资的“正面清单”。在限制范围上,《意见》严格要求资产管理产品对于商业银行信贷资产及其收益权的投资,允许发专门产品,投资于其他非标产品,需要限额管理与禁止期限错配,逐步压缩非标资产规模。

风险管控问题。在资本约束与风险准备上,《意见》在资产管理领域的风险防控上最为重要的政策是,要求资产管理机构建立好资本约束机制,按照产品管理费统一计提10%的风险准备金。《意见》并没有对资产管理业务的资本金要求提出具体的建议,但是,根据宏观审慎评估体系的要求,银行等金融机构的表外业务也将纳入宏观审慎评估体系之中,未来表外业务的资本金约束机制可能会随之出台。在杠杆倍数与集中度上,《意见》对结构化产品的杠杆做出统一限制,抑制高杠杆操作,同时,单只资管产品投资单只证券或者基金的市值不得超过该资管产品净资产的10%(私募产品除外),全部资产管理产品投资单只证券的市值或者基金的市值不得超过该证券市值或者基金市值的10%。

从资本金监管看,我国金融体系子行业的宏观审慎管理逐步呈现出微观监管标准强化特征,特别是强调了资本金的重要性,“资本为王”的逻辑在过去几年的监管中实际上是被强化了。以资本约束来抑制金融发展的过快膨胀对于宏观审慎而言是一个重要的工作,但是,从微观主体发展角度来说,这实际上对于金融机构未来的扩张施加了较为显著的压力。

资产管理监管未尽的任务

过去几年中,我国监管当局针对资产管理领域的风险提出了较多的应对举措,特别是2016年以来,保险、银行等监管主体都出台了相应的指导意见或征求意见稿,此次央行主导的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》亦是较为及时的政策举措。但是,整体而言,对于资产管理领域的监管仍然具有较大需要完善的空间。

全面监管。一定程度上,资管管理领域的机构与监管主体进行了一场“猫和老鼠”的游戏。但是,由于分业监管和混业经营的制度性错配,使得资产管理领域的部分业务可能未被及时纳入监管体系之中。本次《意见》明确了资产管理的范畴,这对于践行全面监管或监管全覆盖是重要的举措,有利于减少监管漏洞和监管空白。但是,分业监管和混业经营的制度性错配对于全面监管仍然是一项长期的挑战。

统一监管。资产管理几乎涉及到了国内所有的金融子行业,但是,在分业监管体系下,统一标准一直是监管体系的体制性瑕疵,各个监管主体对于资产管理的管控力度及其微观监管标准的

约束都存在差异。即使在本次的《意见》中仍然可能存在微观标准不统一问题,《意见》中指出固定收益类、股票及混合类、其他类产品的杠杆倍数分别限定在3倍、1倍、2倍,对于结构化产品优先和劣后的杠杆倍数设置中固收类、股票类、其他类分别为3倍、1倍和2倍。但是,银监会对于银行理财产品的结构化安排可能持保留意见,这就需要建立一个全国统一的资产管理监管机制。

统一监管需要考虑到监管组织机构分工和监管目标实现的平衡,需要特别凸显功能监管。目前,我国是分业监管体系,近期内实现一个统一金融监管组织架构的可能性并不大,这就要求以“一行三会”为主的监管主体须形成一个分工合理、标准统一、协调有效的资产管理监管机制。更重要的是,要注重资产管理的功能监管。在机构监管、行业监管的基础上,需要关注功能监管,以缓释混业经营趋势和分业监管体系的制度性错配。

基础设施。资产管理领域发展迅猛,跨界特征亦十分明显,但是,针对资产管理监管的基础设施仍然是不完善的。第一,法律制度规范存在不健全甚至是适用混乱的现象,亟待建立全国统一的资产管理制度规范。第二,资产管理分布于不同的金融子行业,整体存在相对分离的状态,这使得资产价值、风险定价、资产负债匹配以及投资者保护等存在重大难题,亟待建立统一化的资产管理市场体系。第三,金融综合统计不完善,使得不同部门的资产管理业务交叉状况无法获得全面洞悉,无法推行具有针对性的跨界风险防控,亟待建立全国统一的金融信息综合统计系统。最后,资产管理既涉及高净值客户,也涉及众多的中小投资者,但是,投资者保护机制并未健全,资产管理机构被迫陷入刚性兑付的泥潭之中,亟待建立一个买者自负、卖者有责、监管有力、保护得当的投资者保护机制。

本次《意见》对于资产管理的表内业务与表外业务、管理中介与信用中介、投资范围与限制范围、资本约束与风险准备、杠杆倍数与集中度等都提出了具有针对性的监管措施,具有及时性和必要性。在深化短期监管实施,强化对非标准产品过度交易、表内业务表外化以及表外业务信用化等的监管,资产管理监管在未来更需要在全面监管、统一标准以及基础设施建设上进一步完善,以保障资产管理领域的稳定性和长期发展的可持续性。

(作者单位:中国社会科学院金融研究所,
中国社会科学院世界经济与政治研究所)