

## 资管新规如何影响社融？

### ——从金融监管看金融条件

宏观简报

#### ◆ 要点

资管新规规范的不当行为包括通道嵌套、资金池业务、刚性兑付等。当前金融体系资金空转现象显著改善，难点在于期限错配现象的整改。截至2019年6月末，银行非标理财产品规模近4.3万亿，今年上半年新发行封闭式非保本理财产品的加权平均期限为185天，产品可能不足以与资产端的长久期非标做到期限匹配。银行按期完成资管新规整改的可能性较低。

在2017年1季度及以前，广义社融增速高于官方社融增速，影子银行整体处于扩张状态，而在资管新规后广义社融增速呈现迅速下跌，今年以来有明显好转，今年3季度末增速为10.1%。虽然近两年广义社融与官方社融变化趋势一致，但金融条件的改善程度远非官方社融表现的那么好。

整体而言，随着社融表内外的非标监管规则逐步趋于一致，广义社融与官方社融口径的增速差异有望继续保持收敛。同时，资管新规过渡期若延迟有助压降非标的进度有序可控，稳住社融增速。我们预计明年信贷增速在11.0-12.0%之间，社融增速在10.0-10.6%之间。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

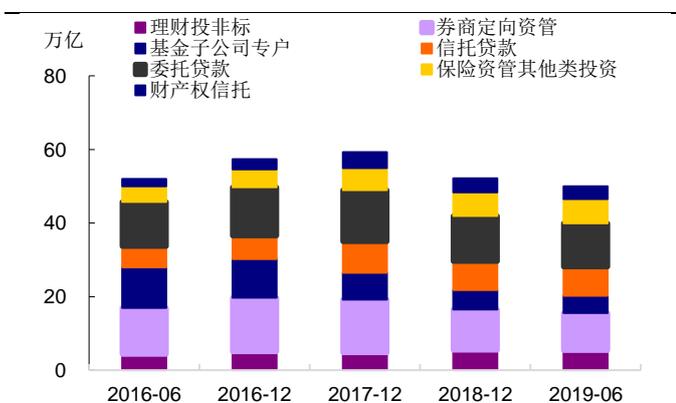
邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebcn.com](mailto:dengqiaofeng@ebcn.com)

2020 年为资管新规过渡期的收官之年，从监管态度的缓和看，金融机构确实存在整改难题。从 2018 年 4 月资管新规下达至今，资管市场整改进度如何？面临哪些难题？如果政策延期，对信贷社融影响几何？

### 资管新规整改进展如何？

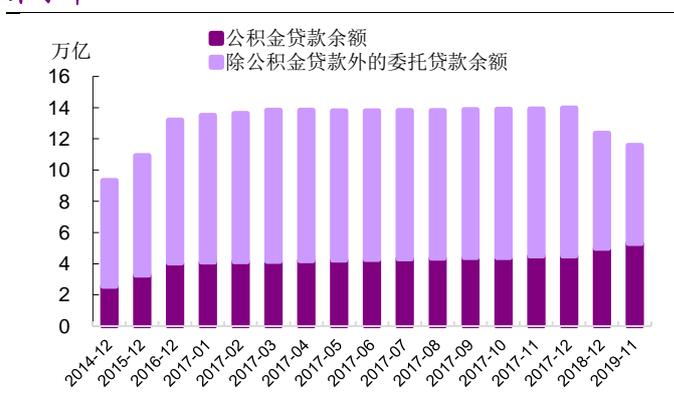
资管新规规范的不当行为主要包括通道嵌套（资金空转）、资金池业务（期限错配）、刚性兑付等。当前金融体系资金空转现象显著改善，以同业理财为例，2019 年 6 月底全市场金融同业类产品存续余额为 0.99 万亿，较 2018 年初已减少 2.27 万亿，而通道机构如券商资管、基金子公司专户等资管规模有明显收缩（图 1）。而随着通道规模的压缩，相伴而来的是非标资产回表对银行资本补充的压力（不排除有自然到期可能）。

图 1：非标资管的规模演变（未去除嵌套）



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

图 2：公积金贷款外的委托贷款余额已经压至 2014 年末水平



资料来源：Wind，光大证券研究所估算

相较而言，资管新规落实的难点在于期限错配现象的整改。过渡期内银行仍可发行老产品以续接到期资产，但其到期期限不得晚于 2020 年底。而在资管新规实施之前，市场上存在相当比例的非上市股权、明股实债（存在部分政府产业基金久期较长的可能）等资管产品，在 2020 年底前完成此类产品到期的难度较大。目前委托贷款（刨除公积金贷款）余额已经压降至 2014 年底的水平，但截至 2019 年 6 月末，银行理财产品中非标规模仍有近 4.3 万亿，占比 17.0%，今年上半年新发行封闭式非保本理财产品的加权平均期限为 185 天，产品可能不足以与资产端的长久期非标做到期限匹配。同时，2019 年 11 月末银行非保本理财余额较 6 月末续升 2.12 万亿，非标规模有进一步增加的可能。

如此看来，银行在 2020 年年底完成资管新规整改的可能性较低。

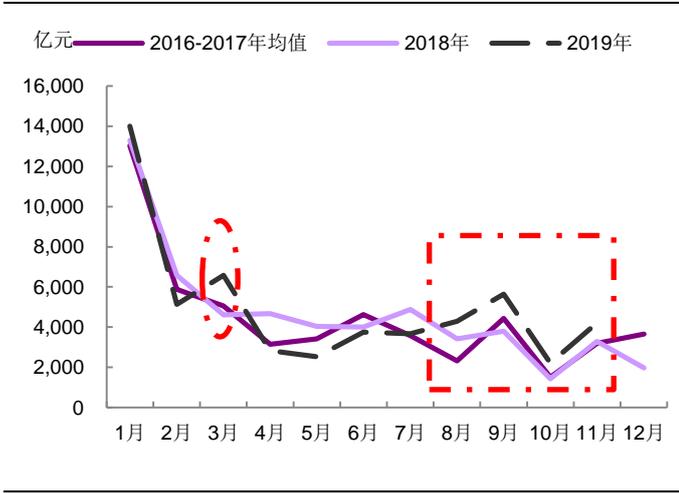
### 资管新规进展如何影响金融条件？

今年以来社融增速逐步企稳，11 月底稳定在 10.7% 左右。如果考虑到广义社融，会是怎样的演变呢？我们曾在 2018 年的报告<sup>1</sup>中深度拆解中国的影子银行体系，在此我们将继续从广义社融角度分析今年以来金融条件的变化。

<sup>1</sup> 光大宏观深度报告，张文朗、邓巧锋，《监管刚跨“半重门”》，2018.5.27。

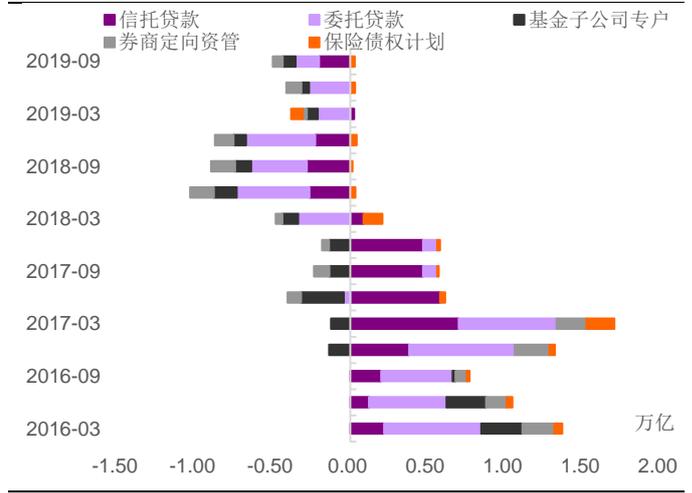
首先，今年8月以来银行新增中长期贷款持续高于去年同期，这是否意味着实体信贷好转呢？由于基金子公司专户、券商定向资管、保险债权计划等有部分资金直接投向实体经济，在去除嵌套后，此三类非标投资的合计规模仍处于收缩状态（图4）。中长期贷款改善，存在城投表内外非标置换的可能，其对经济的领先意义有所减弱。

图3：企业新增中长期贷款连续4月高于去年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

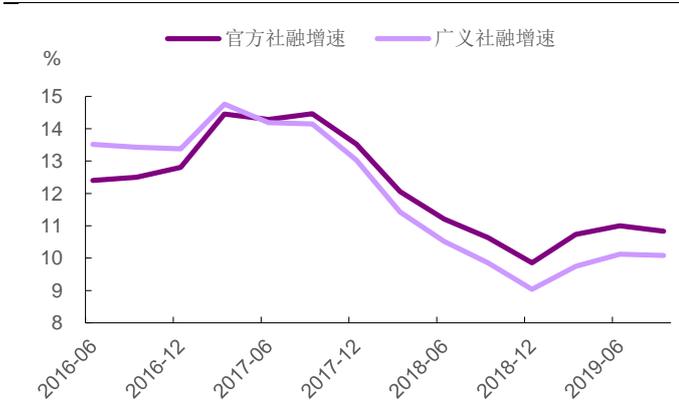
图4：影子银行非标投资的季度变动情况（去除嵌套）



资料来源：Wind，中国证券投资基金业协会，光大证券研究所估算。注：官方社融口径中的非标主要包括信托贷款和委托贷款，口径之外的非标主要包括券商定向资管计划、基金子公司专户投向的资产收益权，保险资管的债权计划等。

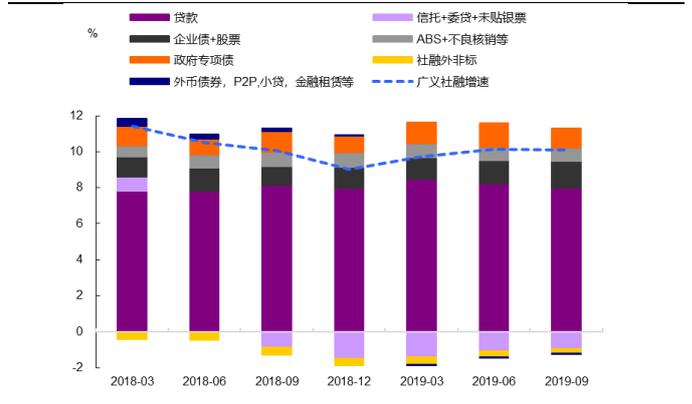
在影子银行基础上，我们进一步考虑进P2P融资、小贷公司、金融租赁以及企业外币债券，得到的广义社融增速会呈现怎样的形态？图5显示，在2017年1季度（实行“三三四检查”）及以前，广义社融增速高于官方社融增速，影子银行整体处于扩张状态，而在资管新规后呈现迅速下跌，今年以来有明显好转，今年3季度末增速为10.1%。虽然近两年广义社融与官方社融变化趋势一致，但金融条件的改善程度远非官方社融表现的那么好。

图5：官方与广义社融增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所估算，截至2019年9月末

图6：广义社融增速拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所估算，截至2019年9月末

### 如何看待后续金融条件？

我们认为资管新规存在过渡期延迟的可能，但资管产品仍需按规定对非标进行必要压降。资管新规过渡期如果延迟，将会对金融条件形成利好。首先，资管机构寻求业务转型的时空扩大，影子银行收缩对社融的冲击有望保持在当前力度。

其次，资管新规过渡期延迟有助缓解银行资本补充压力，降低银行扩张信贷约束。国内系统重要性银行评估实施在即，部分银行面临系统重要性附加资本要求。由于四大行已经被列入全球系统重要性银行名单，股份行受影响可能更大，而其影子银行扩张的速度也相对较快。过渡期延迟有助缓解其资本补充压力。

整体而言，随着社融表内外的非标监管规则逐步趋于一致（如近期公开的《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》规范非标比例等），广义社融与官方社融口径的增速差异有望继续保持收敛。同时，资管新规过渡期若延迟有助于压降非标的进度有序可控，稳住社融增速。我们预计明年信贷增速在 11.0-12.0% 之间，社融增速在 10.0-10.6% 之间。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_8187](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8187)

