

清科观察：《资管新规》靴子落地，清科研究独家解读

2018.04.28 清科研究中心 邢珊珊 张蕾

目前，我国金融机构资产管理业务已实现快速发展，规模不断攀升，截至 2017 年底，资产管理总规模已达百万亿元¹。其中，银行表外理财产品资金余额为 22.2 万亿元，信托公司受托管理的资金信托余额为 21.9 万亿元，公募基金、私募基金、证券公司资管计划、基金及其子公司资管计划、保险资管计划余额分别为 11.6 万亿元、11.1 万亿元、16.8 万亿元、13.9 万亿元、2.5 万亿元。资管产品在满足居民财富管理需求、增强金融机构盈利能力、优化社会融资结构、支持实体经济等方面发挥了积极作用，但目前市场上资管产品多层嵌套加大监管难度、资金池模式带来的流动性风险加剧等已影响了金融服务实体经济的本质。为改变目前国内资管行业存在的乱象，2018 年 4 月 27 日，经国务院同意，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局日前联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号，以下简称《资管新规》）。本次《资管新规》的总体要求是“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”。最终实现对金融机构资产管理业务的规范，同类资产管理产品监管标准的统一，有效防控金融风险，更好地服务实体经济。

在适用对象方面，本次《资管新规》主要针对**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资产管理业务进行规范。值得注意，**对于私募投资基金、创业投资基金、政府出资产业投资基金的适用性，《资管新规》也给予了特殊说明，提出“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。”**²

本次《资管新规》按照产品类型而非机构类型制定统一监管标准，从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类，分别对不同类型的资产管理产品的投资范围、杠杆约束、信息披露等进行统一要求。同时，坚持产品和投资者匹配原则，加强投资者适当性管理，强化金融机构的勤勉尽责和信息披露义务。明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚

¹ 该资产管理规模根据“中国人民银行有关负责人就《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》答记者问”公布数据，且不考虑交叉持有因素

² 参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）第二条

性兑付。严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务。加强监管协调，强化宏观审慎管理和功能监管。

重点一：规范合格投资者认定标准，强调产品和投资者匹配原则

《资管新规》对合格投资者提出了具体的认定条件，从投资者的投资经验和金融资产状况两方面评估投资者的风险识别能力和风险承担能力，强调符合条件的合格投资者才能参与投资私募产品。这一点凸显了《资管新规》坚持严控风险的底线思维，以及坚持产品和投资者匹配原则，加强投资者适当性管理的意图。

具体来看，与《私募投资基金监督管理暂行办法》（下文简称《私募办法》）相比，《资管新规》对合格投资者提出的认定条件相对更高。在个人投资者资格认定方面，首先，《资管新规》将具备2年以上投资经历作为必备条件，这点《私募办法》并未进行强制性规定。另一方面，《私募办法》规定个人合格投资者的家庭金融资产不低于300万元，而《资管新规》则规定不低于500万元。此外，与此前出台的征求意见稿和过往相关法规不同，正式出台的《资管新规》首次提出了对个人家庭金融净资产的规定，要求个人家庭金融净资产不低于300万元。不过，《资管新规》在年均收入的规定方面所设置的门槛收入略低于《私募办法》中的相关规定。在机构投资者资格认定方面，相比于《私募办法》“净资产不低于1000万元”的要求，《资管新规》新增了时间上的限定，要求机构合格投资者在最近一年末的净资产不得低于1000万元。

清科研究中心认为，根据《资管新规》筛选出的合格投资者基本具备投资私募产品应当具备的风险识别能力和风险承担能力。但同时也应注意到，合格投资者资格认定条件的设定应是一个动态调整的过程，一定时期之后，随着人民收入水平不断提高，物价水平的不断上涨，具备一定资金条件的投资者的风险识别能力和风险承受能力可能已与私募产品不相匹配，届时应当根据实际条件对合格投资者资格认定条件进行相应的调整。另一方面，相关机构应当尽快制定关于合格投资者认定的实施细则，在投资经历、金融净资产等方面提出具备操作性的认定方法。

根据《资管新规》中私募投资基金对《资管新规》适用性的规定，私募投资基金的合格投资者认定目前还应当按照《私募办法》的相关规定执行，但在机构监管和功能监管相结合

原则的指导下，不排除私募投资基金相关法规在合格投资者认定方面与《资管新规》趋于统一的可能性。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第五条原文重点

五、资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。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或者其他组织。

(一) 具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，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。

(二) 最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。

(三) 金融管理部门视为合格投资者的其他情形。

合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。

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。

表 1 《资管新规》、《资管新规》征求意见稿以及《私募办法》合格投资者认定相关规定对比

	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	《私募投资基金监督管理暂行办法》
个人投资者资格认定	具有 2 年以上投资经历 ，且满足以下条件之一： (1) 家庭金融 净资产 不低于 300 万元 ， (2) 家庭 金融资产 不低于 500 万元 ， (3) 或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元 。	满足以下条件之一： (1) 家庭金融资产不低于 500 万元 ， (2) 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。	满足以下条件之一： (1) 金融资产不低于 300 万元 ， (2) 最近三年个人年均收入不低于 50 万元 的个人。
机构投资者资格认定	最近 1 年末净资产 不低于 1000 万元的法人单位。	最近 1 年末净资产 不低于 1000 万元的法人单位	净资产不低于 1000 万元的机构
投资金额要求	合格投资者投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。	合格投资者投资于投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。合格投资者同时投资多只不同产品的，	投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元

		投资金额按照其中最高标准执行。	
其他规定	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。		下列投资者视为合格投资者：（一）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；（二）依法设立并在基金业协会备案的投资计划；（三）投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；（四）中国证监会规定的其他投资者。

资料来源：清科研究中心根据公开信息整理

重点二 “去资金池”：股权投资基金运作受影响，但 LP 结构将趋于健康化

《资管新规》提出，“金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务”。其中，“滚动发行”是指连续发行金融产品，使得在资金端不断有资金流入及流出，并沉淀相当体量的资金可以用于投向期限较长的资产。“集合运作”是指利用统一集中管理的方法，将不同时间发行的各类产品所募集的资金，统一运用于符合该资产池投资范围各类标的资产。“分离定价”是指同一资产池发售的各款产品收益水平，一般不与该款产品存续期内资产的实际收益直接挂钩，未进行合理估值，而是根据资产预期的到期收益率分离定价。

长久以来，这类带有资金池业务属性的资管产品规模庞大，已成为股权投资基金重要的资金来源之一。《资管新规》出台之后，一方面，这些资管产品将面临逐步被清理的局面，已对股权投资基金承诺出资的资管产品将可能无法完成后续出资，股权投资基金的正常投资运作将受到一定影响。与此同时，为尽快完成整改，资管产品转让所持有的股权投资基金份额的需求将因此增多，再加上《资管新规》对“未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日”的规定，私募股权二级市场有望迎来发展机会。另一方面，股权投资市场资本供给量将相应减少，股权投资基金在竞争日益激烈的市场环境下将承担更大的募资压力。但清科研究中心认为，资金池业务实际潜伏着较大的金融风险，在《资管新规》出台之后，股权投资基金的 LP 结构将日益健康化，股权投资市场的风险将更加可控。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第十五条原文重点

十五、金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。

金融机构应当合理确定资产管理产品所投资资产的期限，加强对期限错配的流动性风险管理，金融监督管理部门应当制定流动性风险管理规定。

为降低期限错配风险，金融机构应当强化资产管理产品久期管理，封闭式资产管理产品期限不得低于90天。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。

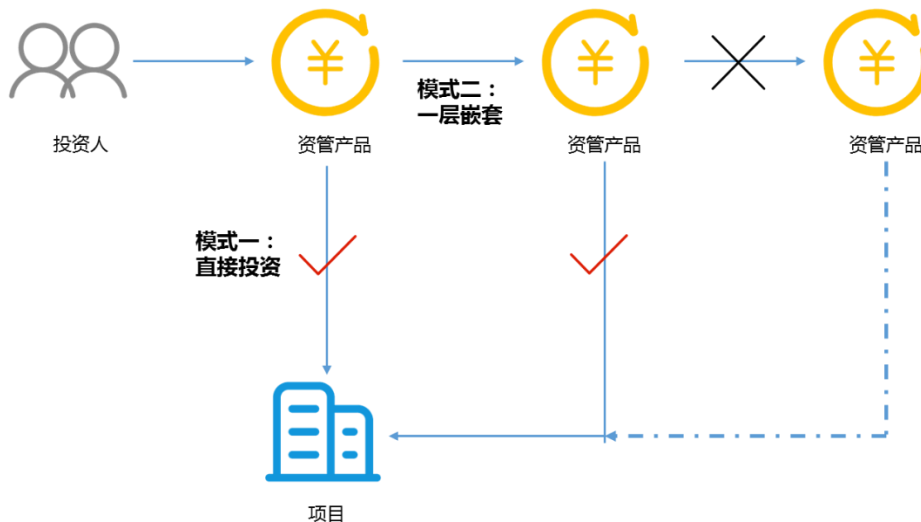
资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式资产管理产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日。

金融机构不得违反金融监督管理部门的规定，通过为单一融资项目设立多只资产管理产品的方式，变相突破投资人数限制或者其他监管要求。同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的，为防止同一资产发生风险波及多只资产管理产品，多只资产管理产品投资该资产的资金总规模合计不得超过300亿元。如果超出该限额，需经相关金融监督管理部门批准。

重点三 “去多层嵌套及通道”：资金回归资产管理本质，重构金融机构参与股权投资业务形式

《资管新规》严厉禁止金融机构提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，并明确了资管产品最多只可嵌套一层的运作结构。长期以来，资管产品多层嵌套，不仅增加了产品的复杂性，导致底层资产和风险难以穿透，也拉长了资金链条，增加资金体内循环和融资成本，加大了监管难度和流动性风险。而《资管新规》这一规定意在使资产管理产品发挥其“管理资产”的本职作用，解决“多层嵌套”带来的穿透式监管较难问题，消除“监管套利”，抑制资金“脱实向虚”趋势。在此，清科研究中心总结了在《资管新规》下，金融机构参与股权投资业务的几种模式：

图1 《资管新规》对于资产管理产品参与股权投资业务的模式限制



清科研究中心认为，在《资管新规》的影响下，一方面，如前文所说，资管产品采用多层嵌套结构参与股权投资基金的方式被严厉禁止，这些资管产品在清理过程中将会对股权投资基金的募资和正常投资运作带来一定的压力和影响。另一方面，金融机构的风险承受能力将因此降低，“主动管理”意识将进一步加强。金融机构在提高竞争力的内在驱动下，将不断提高自身投资管理能力。因此金融机构在 LP 业务和直投业务方面会与其他机构 LP 和 VC/PE 机构形成更加激烈的竞争关系。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十二原文重点

二十二、金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品，从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的，该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的机

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_14826

