

# Discussion on the Development of Asset Management Business in the Era of “New Regulation of Post-capital Management” — Based on Financial Regulation and Business Forward-looking Perspective

Qin Li<sup>1</sup> Xuan He<sup>2\*</sup>

1. Jinyuan Securities Asset Management Branch, Shenzhen, Guangdong, 518048, China

2. Wuhan College, Wuhan, Hubei, 430000, China

## Abstract

Although the new regulations issued in 2018 have effectively curbed the management chaos, China's asset management market is still in the exploration stage of transformation and normative development, and there are still many problems to be solved. This paper first combs through a series of problems such as unclear legal relationship between asset management products, confusion between direct financing and indirect financing, and unclear boundary between market and supervision, and puts forward some policy suggestions for correctly handling functional supervision and institutional supervision, lifting financial suppression and unblocking direct financing channels, and finally puts forward its own views on the development of commercial bank financial subsidiaries, brokerage asset management business and trust business in the “post-new regulatory era”.

## Keywords

new asset management regulations; asset management; financial supervision

# 论“后资管新规”时代资产管理业务发展——基于金融监管及业务前瞻角度

李钦<sup>1</sup> 何璇<sup>2\*</sup>

1. 金元证券资产管理分公司, 中国·广东 深圳 518048

2. 武汉学院, 中国·湖北 武汉 430000

## 摘要

虽然2018年发布的资管新规使资管乱象得到有效遏制,但中国资产管理市场尚处于转型与规范发展的探索阶段,仍有诸多问题亟待解决。论文首先梳理了一系列问题如资产管理产品法律关系不清、直接融资与间接融资混淆以及市场与监管的边界不清等,并针对问题提出正确处理功能监管和机构监管的关系、解除金融抑制疏通直接融资渠道的政策建议,最后针对商业银行理财子公司、券商资产管理业务和信托业务对“后新规时代”的发展提出了自己的看法。

## 关键词

资管新规; 资产管理; 金融监管

## 1 引言

2018年4月27日,中国人民银行联合中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会以及国家外汇管理

【作者简介】李钦(1974-),男,中国湖北武汉人,硕士,从事金融资产管理行业研究。

【通讯作者】何璇(1990-),女,中国湖北武汉人,硕士,从事宏观审慎、货币理论等研究。

局正式发布《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)。资管新规在认定合格投资者、打破刚性兑付、去除资金池运作、解决多层嵌套、抑制通道业务等方面制定了明确要求<sup>[1]</sup>。2020年7月31日,资管新规过渡期由2020年底延长一年至2021年底。

虽然自资管新规发布以来,资管乱象在一定程度上被遏制了,影子银行风险逐步收敛,资管业务回归本源成趋势。但目前中国资产管理市场仍然处于转型和规范发展的探索阶段,过渡期的结束远不是改革的终点。

## 2 大资管格局形成历史背景

“规模大、监管弱、管制多”是中国金融体系的显著特点，这和中国经济的独特历史发展轨迹有关。中国政府实施的是总体双轨制改革，计划与市场、国企和民企两轨同时并存。国企在经济中占主导地位的背景下，改革期间政府继续支持国企的发展，与此同时政府又努力为民企发展提供更好的政策与市场空间。在这种改革模式下，国有企业虽效率相对较低但也保持了高速增长，对社会稳定、经济稳定及政治稳定起到了至关重要的作用。为了支持国有企业这种高速发展，国家对要素市场尤其是对金融部门实施各种干预。

中国虽然目前是国际第二大经济体，但金融体系抑制程度相对较高，麦金农认为，政府对金融活动和金融体系采取过度的干预措施会压制金融体系的发展，金融体系的发展落后不利于经济增长，进而形成了金融抑制和经济发展落后的恶性循环<sup>[2]</sup>。基于中国实际情况而言：在相当长的时期内，金融抑制对中国的经济增长与金融稳定发挥了正面的作用，但随着中国经济增长模式由要素投入型向创新驱动型转变，金融抑制逐渐展现出其负面作用，包括大资管业务的发展历程也是如此。

2008年为了应对全球金融危机，中国政府出台了一系列经济刺激政策，进一步扩大内需以拉动经济增长，商业银行内生资本增长速度远跟不上实体经济融资需求增长速度，商业银行资本充足率当时已经与国际标准接轨，所以商业银行需要寻求体现在资产负债表外的方式释放信贷规模。

从2012年开始，市场需求持续增长，中国监管制度进行了一系列调整，金融机构竞相涉足资产管理业务，中国资产管理业务迎来了爆发式的增长。

大资管业务的产生本应是金融发展与实体经济增长自发性匹配过程中应运而生的，本应顺应实体经济迅猛增长中产生的日趋丰富的融资需求和居民财富需求，但相关业务制度和监管体系并未跟上业务的发展速度，产生了灰色地带进而出现监管套利空间。受到抑制的各种金融业务都堆积在制度凹地，以资产管理的名义开展业务，最终致使金融风险藏匿于监管边界，实质上却向银行业不断积聚，进一步加剧了金融脆弱性，悄然成为身边的“灰犀牛”。

## 3 中国大资管业务中存在的问题

### 3.1 资产管理产品法律关系不清

目前在金融工具的四种基础法律关系中，信托关系是最容易被模糊化的，特别容易与委托代理关系混淆。信托关系是指受托人以自己名义来管理及处置委托人交付的财产、资金；而委托代理关系中，受托人根据委托人的指令，以委托人名义进行管理及处置委托人交付的财产、资金。两者在行

使权利的名义和自由度方面存在差异。信托关系中，受托人在合同范围内以自己名义主动进行资产管理，有很大自由裁量权；而委托法律关系中，受托人须被动根据委托人指令对资产进行管理<sup>[3]</sup>。

虽然资管新规将各类私募资产管理业务的法律关系界定为信托关系，但中国目前资产管理市场上立法仍处于缺位状态，《信托法》《证券法》中对法律关系的界定仍不够明晰，建议进一步对上述两法进行修改，同时在司法实践中培养和建设法治市场。

### 3.2 直接融资与间接融资混淆

论文将直接融资和间接融资的区别主要聚焦在金融中介是否承担相应的风险上。若购买某金融产品后风险仍由金融中介机构承担，例如保本型理财产品、隐含刚性兑付条款的信托计划等，即是间接融资。若某产品风险直接由投资者承担，则应当属于直接融资。

而目前资产管理业务存在着直接融资和间接融资混淆的问题，即大量资产管理业务名义上是开展间接融资业务，实则将风险转嫁到金融中介主体上。例如银行为了突破资本充足率限制，通过资产管理产品将资金投向银行选定的项目，实质风险仍由银行承担，最终演变成银行的信用创造，异化了的资产管理业务，使得市场中各类风险向银行业集中。

资管新规要求金融机构使用公允价值计量原则对产品实施净值化管理，及时反映基础资产的收益和风险，从而推动中国资产管理行业摆脱刚性兑付。但中国隐性的刚性兑付对公众的误导影响深远，短时间难以消除，投资者教育仍任重而道远。要想让原来集中在银行体系内的信用风险转移出来，就必须由投资者承担投资风险并获取相应的风险收益，进而真正促进直接融资的发展与金融结构的优化。

### 3.3 市场与监管的边界不清

中国资本市场尚处于“新兴加转轨”的发展阶段，监管部门的机构改革和职能转变未完全到位，仍然处于“半监管、半主管”的混合态。因此资产管理机构经营自主权在某种程度上被剥夺了，进而呈现行政化的特色。

在实际监管过程中，监管部门本应执法处罚的，却往往以批评教育代之，本应以法律法规形成固定化的指导意见，却往往以窗口指导代之。监管部门本应是“裁判员”的角色，但由于市场主体之间的竞争部分转化为了主体和监管部分的较量，监管部门沦为“运动员”。

## 4 政策建议

### 4.1 处理好功能监管和机构监管的关系

随着金融发展和竞争的不断加剧，金融机构不断提高创新能力，为客户提供种类丰富的金融产品和范围广泛的金融

服务。与此同时，金融机构和金融市场两者之间的边界变得越来越模糊，监管重叠和监管空白可能同时出现，这是传统的机构监管必然会出现的负面结果。

资产管理市场中同一功能的业务即便由不同监管者监管也应该适用相同监管标准，这样才能消除因为监管套利产生的不公平竞争和市场混乱。例如目前银行理财子公司的公募产品和基金公司发行的公募产品在税收优惠、投资限制和信息公开方面的各项规则均有不同，后续需将两者规则统一化。

总而言之，我们必须转变思路，由机构监管模式向功能监管模式靠拢。在此过程中，需要加强审慎监管和行为监管，同时也应把握好二者之间的独立性，一方面借助金融科技手段，另一方面依赖市场自我调节机制提高金融监管效率。

#### 4.2 解除金融抑制，疏通直接融资渠道

运营宏观调控和相应监管措施创造和谐的资本市场环境，例如健全债券发行和交易体系及配套机制，积极培育高收益债市场发展环境，优化科创板设计，努力提升股票市场服务于小微企业的能力，大力发展资产证券化，利用灵活的金融工具盘活存量资产，改善企业资金流动性<sup>[4]</sup>。使被金融抑制中产生的溢出融资需求通过一级市场消化吸收，加强资金配置效率。

### 5 后资管新规时代各机构发展前瞻

2021年底《资管新规》过渡期结束，又正逢国家“十四五”规划迎来开局之年，站在新起点，包括银行理财子公司、公募基金、证券公司资管、信托公司、保险资管、私募基金等业务都将面临持续的业务优化进程，下面以银行理财子公司、券商资管和信托公司为例阐述各机构业务展望。

自2019年第一批银行理财子公司成立后，理财子公司稳步推进净值化转型，回归理财业务本源，逐渐崛起成为银

行理财市场的主力军，在渠道建设、产品设计和客户基础等方面具有其他资管机构无法匹敌的巨大优势，后续需打破客户对以往银行产品的刚兑预期，提升投资能力尤其是权益投资能力，建立有效的激励机制，把握绿色低碳经济发展热潮。

券商资管方面，首先因其长期涉足固收与权益类资产投资，积累了较为丰富的投研经验，一般拥有较为完整的投研体系和较为先进的清算系统。其次券商应利用其投资策略覆盖广泛的优势，根据市场情况构建基金组合 MOM 和 FOF 业务。最后，券商应大力发展资产证券化业务，尤其是基础设施公募 REITs，助力实体经济。

首先信托产品不仅在财产独立性和风险隔离方面有天然的制度优势，信托公司在财富管理尤其是高端财富管理领域的客户资源积累上也有一定优势，所以应大力发展家族信托、慈善信托。其次，信托公司应充分发挥自身多工具、跨领域的独特优势，切实服务实体经济。最后，信托公司应深耕 FOF 和 MOM 等标准化产品，满足投资者多样化的投资需求。

### 6 结语

展望未来，资产管理行业将逐步实现统一监管，在趋同的规则下，各资管机构发挥各自的优势百花齐放，为营造活跃成熟的二级市场以及完备的一级市场做出贡献。

#### 参考文献

- [1] 彭俞超,何山.资管新规、影子银行与经济高质量发展[J].世界经济,2020,43(1):47-69.
- [2] 谈儒勇.金融发展理论的新发展:90年代金融发展理论[J].经济研究参考,1999(77):23-29.
- [3] 吴晓灵.准确界定金融相关概念实现资产管理市场统一监管[J].清华金融评论,2019(11):87-90.
- [4] 夏炎,熊启跃.资管新规下我国社会融资结构转型研究[J].金融与经济,2019(3):79-82.