

银行资管计划：开启资管时代新篇

2013年12月

事由：2013年10月，银监会批准首批11家银行同时进行债权直接融资工具、银行资产管理计划两项试点工作，试点发行时间为10月18日，22日完成缴款，各银行的试点额度为5亿元至10亿元。“银行资产管理计划”将由中债登负责登记托管，所对应的具体投资品暂定名为“债权直接融资工具”。

点评：

一、银行资产管理计划详析

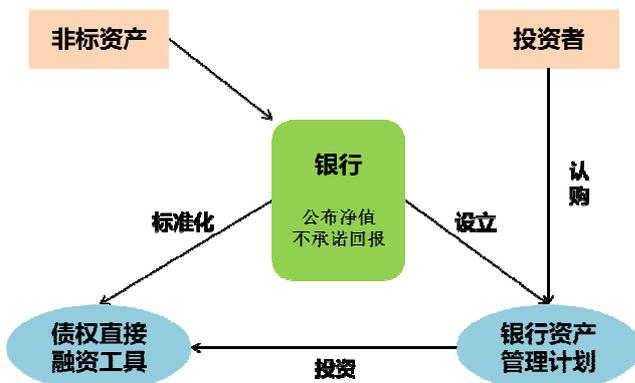
（一）银行资管计划内容

银行资产管理计划（以下简称“银行资管计划”或“资管计划”）是银行作为管理人发起设立，按照与客户约定的方式和投资范围等对客户委托的资金进行投资、运作、管理的特殊目的载体，资管计划财产独立于管理人和托管人的固有财产，独立开户，单独管理、建账和核算。其具体内容包括：

（1）银行可将信贷资产或其它资产转化为在同业债券市场上交易的债权直接融资工具（DDFI），这样DDFI便可以从非标准化银行贷款转化为可交易、具有公允价值的标准化投资工具；

（2）银监会希望通过允许投资者基于对公允价值的判断交易银行资管产品的方式，来提高银行理财产品的透明度。借助市场价值的波动，银监会希望这些产品能够较传统银行理财产品（以下统称“银行理财产品”或“理财产品”）更切实地令投资者体会到投资者应承担投资损失的概念，从而降低银行的隐性担保风险。

图表1 银行资管计划操作流程



资料来源：课题组

同时，银监会也对债权直接融资工具提出了以下关键要求：

（1）融资企业通过申请设立债权直接融资工具所融入的资金，应优先投入符合国家产业政策要求、转变经济增长方式和调整经济结构要求的行业，不得投向宏观调控政策限制的行业和领域；

（2）商业银行应当聘请合格的评级机构对债权直接融资工具融资企业进行主体信用评级。

在整个资管项目中，银行的债权直接融资工具是资产端融资工具，类似于保险的“债权计划”，银行作为项目发起人为项目融资，并且可以在中债登登记托管；而银行资管计划是负债端产品，类似于目前的银

行理财产品，可以认购债权直接融资工具。

（二）银行资管计划不同于一般的银行理财产品

银行资管计划本质上是一种非保本浮动收益的银行理财产品，但相比传统银行理财产品，银行资管计划有诸多不同之处：

图表 2 银行资管计划与一般理财产品的区别

普通银行理财产品	银行资管计划
不定期公布净值	公募基金净值化产品操作模式，以净值交易，定期公布产品净值，在开放期内可申购赎回
不可挂钩非标资产	可投资理财直接融资工具
银行提供隐性担保和刚性兑付	摆脱“刚性兑付”的枷锁，不再承诺预期收益率，风险由客户自担
非独立开户	独立开户，单独管理、建账和核算，其产品透明度提高
托管费+销售费的收费模式	仅收取管理费
持有至到期，获得固定收益率	浮动型收益率
资产池运作模式，资产端和负债端无法一一对应	资产负债一一对应

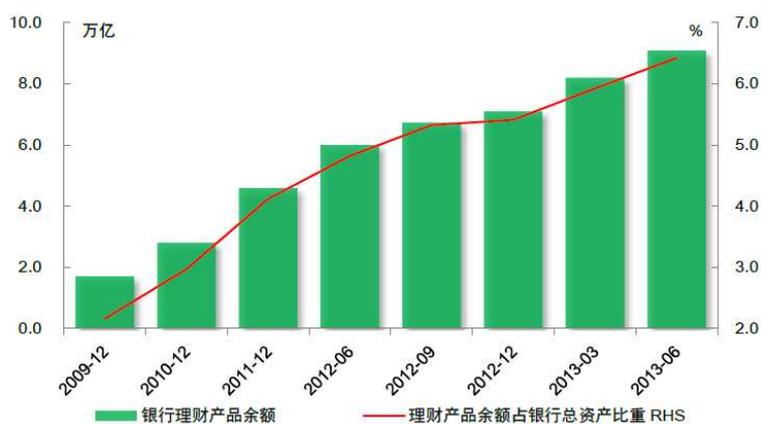
资料来源：课题组

（三）银行资管计划推出的背景

1、银行理财业务发展遇到诸多瓶颈

自2004年2月民生银行发行第一支理财产品起，中国银行理财产品规模出现了爆炸式的增长。但尽管如此，我国银行理财产品只占银行业务资产的5%左右，还有相当大的发展空间。

图表 3 银行理财产品的爆发式增长



资料来源：银监会，wind

对银行而言，理财产品在资产和负债两端都具有强烈的吸引力。

负债端：

存款利率高度管制，存款收益率过低，银行有动力推出理财产品以揽储；为弥补网点上的劣势，中小

银行大力推动理财业务发展以扩张存款市场份额；通过将到期时间设定在季末，理财产品资金到期后可以转化为存款，应对流动性指标监管。

资产端：

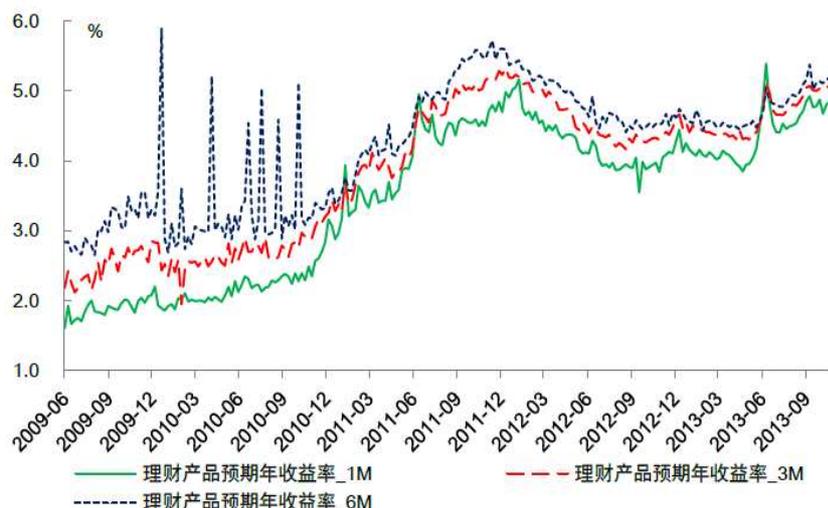
首先，非保本理财产品属于银行的中间业务，只收取手续费，投资风险由投资者自行承担，对银行而言风险非常小；其次，理财产品可以通过信托、基金、券商等通道将表内信贷资产表外化，从而规避存贷限制；此外，相关资金可以通过通道流向信贷被限制的领域，如房地产、城投平台等，从而获取高收益。

但是受限于银行业的监管指标，以及法律框架的不完善，理财产品的发展逐渐产生瓶颈，其中最显著的是非标资产的快速膨胀和刚性兑付的潜在风险。

(1) 非标资产快速增长带来的兑付风险

一方面，2010~2012年间，房地产调控和地方融资平台风险监管使得银行对房地产开发贷款和融资平台贷款的投放受限，因此银行纷纷通过发行理财产品来购买信托产品、资管计划，借助信托、基金和券商的通道，实现对受限领域的贷款投放；另一方面，在存贷比考核压力下，资金稀缺性愈发体现，理财产品充当揽储主力，预期收益率节节升高，迫使对标的资产的收益率有着更高的要求。两方面原因共同导致近年来理财产品中的非标资产配置比重逐渐提高。

图表 4 银行理财产品收益率节节提高



资料来源：Wind

非标资产最大的潜在风险在于其期限长（普遍在1年以上）、流动性低（缺乏二级市场），使得资产负债两端形成错配。当非标资产的比重越来越高时，理财产品资产负债两端的久期无法匹配，兑付风险便成倍上升，尤其是在当下资金紧张的环境中。

此外，银行通过理财产品规避信贷监管的行为亦引起监管层的重视。自2009年7月起，银监会针对银行理财产品违规领域先后出台10余项政策，而银行则通过不断引入其他参与者来规避监管条例，从而拉长整体业务链，提升了潜在的流动性风险。

图表 5 银监会出台文件规范银行理财产品

时间	出台文件	要求
2009.12	《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》	银信合作理财产品不得投资于发行银行自身的信贷资产或票据资产
2010.8	《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》	融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%
2010.12	《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》	规定银行业金融机构不得使用理财资金直接购买信贷资产
2011.6	《理财业务监管座谈会会议纪要》	叫停信托公司发行集合信托产品，将募集资金用于购买银行信贷资产；叫停通过购买信托受益权规避监管

资料来源：课题组

（2）刚性兑付隐患渐增

从法律上来看，银行理财产品并未被赋予独立主体的资格，在客观上加大了分账核算的监管难度；资金池模式的盛行，使得每个产品成本与收益无法一一对应，操作信息难以透明。为确保声誉，银行不得不为理财产品提供刚性兑付的承诺；但是在当下理财产品余额向 10 万亿元冲刺、收益率不断走高的情况下，银行刚性兑付的隐患正在不断增强。

图表 6 在资金池现金流短缺情况下银行面对刚性兑付的解决方法及风险

解决方法	系统性风险
动用表内资产 利用新发行理财产品所募集的资金支付	表外风险表内化 拆东墙补西墙，意味着需要更高的收益率来吸引更多的客户，进而恶性循环
从银行间市场拆借	理财产品集中到期的特性使得月末、季末银行间市场利率的波动性变大，为央行货币政策执行带来难度

资料来源：课题组

2、通道业务多元化带来监管难题

随着基金子公司的开闸、保险债权投资计划的推出、证券资管业务监管的放松，加之日益成熟的信托产品，通道业务的主体范围和竞争越来越激烈。然而，在目前的银信、证信等通道业务中，资金、项目均来自银行，为了规避监管，才不得不走其他金融机构的通道。这无形中加大了监管的难度，因此与其在通道末端截流，不如在通道开始处透明化，银行资管计划相当于使银行自己成为了独立的通道。

图表 7 基金、保险、券商资管业务逐步放开

时间	行业	出台文件	说明
2011.4	保险	关于调整《保险资产管理公司管理暂行规定》有关规定的通知	允许保险资产管理公司代客理财，大大放宽了保险资产管理公司可运用资金的范畴
2012.9	基金	基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法	(1) 要求基金公司设立子公司开展资产管理业务；(2) 投资范围新增未通过证券交易所转让的股权、债权
2012.10	保险	基础设施债权投资计划管理暂行规定	保险资产管理机构可将资金以债权方式直接投资给基础设施融资方
2012.10	证券	证券公司资产管理业务管理办法	(1) 取消资管集合计划的行政审批，改为事后由证券业协会备案管理；(2) 集合计划份额可以通过证券交易所等交易平台转让
2012.10	基金	证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定	对基金子公司的设立、运营、监管等做出进一步的说明

资料来源：课题组

二、对目前资管行业的影响

1、监管层态度发生转变——8号文监管作用淡化

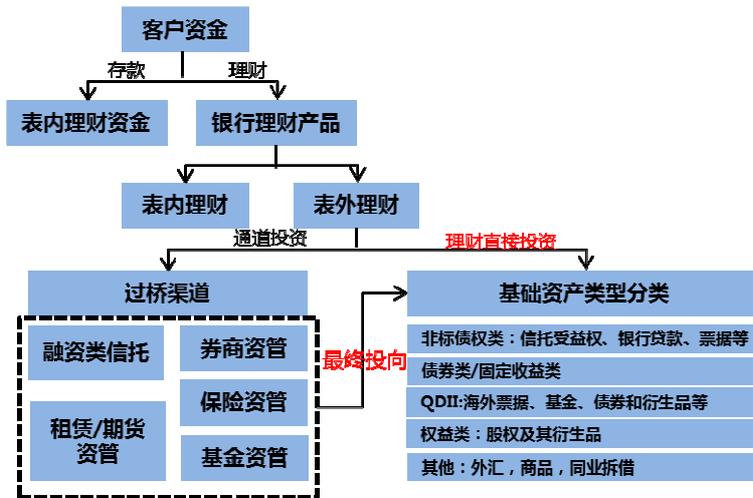
此次银行资产管理计划推出之前，银行在理财产品推出方面花样层出，试图摆脱 8 号文对于非标资产的监管；而监管部门则围追堵截。而此次试点银行的债权直接融资工具可以在中债登登记托管，未来可能上市交易，这是一种标准化的债权工具，从而不受 8 号文的限制。这可能意味着银监会的监管思路在“堵歪门”之后开始“开正道”。而监管理念的变化是适应金融业创新趋势的必然选择，银行在追求盈利的目标下，任何限制性的政策都可以被银行绕开，最后反而造成风险的积累。通过开正道，便于监管和规范，预计未来债权直接融资工具和银行资产管理计划会较快的扩大试点并推广实施。

2、引入竞争思路——资管通道价值下降

银行开展资产管理计划，可以直接投资于自身的债权直接融资工具，也可投资于其他银行的债权直接融资工具，从而使得其他金融机构的通道价值下降。

之前由于银行为绕开监管限制，在自身拥有项目和资金的情况下，需要借助信托或证券公司或基金子公司等通道实现资金的投放。在以后的运作中，债权融资工具相当于资产端的项目，资产管理计划相当于资金端的融资，从而有效实现了项目和资金的直接对接、资产端和资金端的一一匹配，信托、证券公司的通道价值下降，从而也倒逼非银机构的资产管理业务从被动向主动转型。

图表 8 银行资产管理计划的推出意味着信托等通道价值下降



资料来源：课题组

3、釜底抽薪——从根本上减少期限错配风险

此前理财产品不能流通转让，资金来源短期且滚动发行，但投向是长期项目，因而产生了“借短配长”的期限错配问题。未来债权直接融资工具可转让，相当于资金来源可以是长期资金，“借长配长”，同时资金成本又比现有的长期资金成本要低，因为投资者自己在二级市场转让又可以满足短期流动性需要。银行通过债权融资工具和资产管理计划的直接对接，有效避免了资金和资产不匹配的问题，提高了透明度，并可以降低期限错配风险。

三、对私人银行业务的影响

无论发展模式如何，私人银行都必须提升自己的服务功能，以帮助客户实现自身的财富管理目标。未来私人银行应该更加重视资产管理能力的提升，而资产管理能力强弱的直接表现就是私人银行产品的研发和管理。银行资管计划和债权直接融资工具的推出是银行理财业务的一项重大改革，直接冲击现有的以预期收益率为主的理财产品发行方式，将提升商业银行自主管理能力，同时令理财产品向“去通道化”的方向迈进一大步。可以预见，未来私人银行在产品方面的竞争会更加激烈，然而，竞争的层面将不仅仅局限在产品的收益率，而是完整考虑产品收益、风险和投资品种的综合竞争。

尽管银行资产管理计划的试点运行从长远来看意义重大，但短期内恐将难以对私人银行产生大的影响，原因有三：

原因之一，试点规模较小，预计 50 亿元至 100 亿元；而目前银行理财产品规模超 10 万亿，未来很长一段时间，理财业务和银行资管计划应是并存，且理财业务并不会快速没落。但如果试点成功，银行资管计划“复制”的速度会很快，因为银行显然不缺乏可做的项目，手续又较通道更为简便。

原因之二，银行资管部门的定位在银行体系内部并未明确，未来推进资管计划是成立银行资管子公司还是通过银行资管部，可能要涉及到监管机构博弈；如仅仅是推出银行资管计划，并不太可能完全解决刚性兑付问题。

原因之三，银行内部架构不同可能导致银行资管计划推进较慢。各家银行内部进行银行理财业务的部门在业务架构上并不一致，有些是由私人银行部门统一操作，有些银行则是零售、投行、资管、分行都有理财业务权限，因此业务板块的协调也很有可能影响银行资管计划的推进；但从长期趋势来看，银行的资产管理和投资管理服务会趋于独立化，人力、技术等资源配置会逐步提高，这将对其他金融机构的业务形成长期竞争。

需要说明的是，由于没有独立的法人地位，银行资产管理计划尚需要完善，以应对以下三个主要问题：

（1）和表内的资金尚需对接

银行资产管理计划如做到与资产池一一对应，再无银行表内资金的流动性支持，则收益率很难大幅超越债券基金。因此，预计银行资产管理计划仍需要银行表内资金的对接，并不完全是独立运作的。

（2）刚性兑付尚难打破

由于银行资产管理/理财部门并无独立法人地位，刚性兑付尚难打破，个人投资者尚难接受银行主动管理的产品价格大幅下降，银行本身为了维持自己产品的竞争力也有刚性兑付的激励。

（3）监管分割更趋严重

银行债权直接融资工具和资产管理计划由银监会管辖，在中债登托管、交易、估值，原本债券的发行审批已有银行间协会、证监会、发改委多头管辖，托管分割在中债登和上清所，如债权直接融资工具扩大，则使得原本已分割较为严重的债券市场分割更趋严重。