撰写日期：2020 年 07 月 07 日　　证券研究报告—市场点评报告

如果资管新规过渡期再延长两年

市场点评报告

分析师：蔡梦苑
执业证书编号：S0890517120001
电话：021-20321004
邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：张菁
执业证书编号：S0890520030001
电话：021-20321296
邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

根据中国财富管理 50 人论坛、清华大学五道口金融学院联合课题组 7 月 7 日发布的报告《深化资产管理业务监管制度改革、建设现代化的资产管理业务体系》中关于资管市场的相关建议的假设：

◆根据资管新规发布后不符合监管标准的“新产品”还原至老产品的假设，市场存续的大部分现金管理类产品回归老产品：资管新规之后，中国银保监会、中国人民银行曾于 2019 年 12 月就《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》公开征求意见，一旦规则正式发布，则现存的绝大部分现金管理类产品（存量 5 万亿以上）会被归为老产品。

◆根据老产品适用新规前的运作方式的假设，场景更接近我们推演的场景三：如果在过渡期内，所有的老产品都按照新规前的模式进行运营，则意味着延长的过渡期结束之前，投资的非标的老产品（包括投资了非标的被回归到老产品的现金管理类产品）全部都可以新发也可以存续。那么按照情景推演结果，净值化转型的进展会在过渡期结束前大幅缩减，转化进程陷入低速期。

◆根据老产品回归的假设，“新”老产品高速压降会带来资产腾挪：按照 2020 年底的过渡期时间，老产品的压降结果并不理想，如果延期两年，大量非标资产也不会自然到期，争取到的更多是产品处置的时间。对于现存老产品的压降，目前的瓶颈在于能压降的市场化资产已经尽可能地完成了，而尚未完成的通常是期限较长或存在风险的不好处置的资产。对于“新”的老产品，典型的如可能被划为老产品的现存现金管理类产品而言，其存在的主要问题包括投资非标、期限错配等，对于标准化资产的处置，可能会带来脉冲式的资产腾挪引发的市场压力，对于非标资产的处置，则会出现现存老产品压降后期的情景。

◆无论是净值化转型提速还是非标资产回表，都需要友好的资本市场配合：对于净值化转型：新老产品并行会对净值化产生很大的阻力，但是净值化固收+产品的发行如果遇到较好的资本市场环境配合，则可以形成最好的投资者教育，吸引更多投资者主动做净值化转型。对于非标资产回表，则需要商业银行完成资本的补充，良好的资本市场环境无疑是商业银行补充资本最好的条件。

◆风险提示：此分析基于资管新规延期两年的假设，分析仅代表作者观点，不代表监管意见。

内容目录

1. 事件回顾——资管新规延长两年的提出 3
2. 观点回顾——2020 年初对于资管新规过渡期延长的推演 3
3. 如果资管新规按照前述建议的具体要求延期两年..... 4
附件:《深化资产管理业务监管制度改革、建设现代化的资产管理业务体系》相关原文内容摘录 5

1. 事件回顾——资管新规延长两年的建议

中国财富管理 50 人论坛、清华大学五道口金融学院联合课题组 7 月 7 日发布了报告《深化资产管理业务监管制度改革、建设现代化的资产管理业务体系》。

在报告第三章“相关建议”部分第一节“优化影子银行治理方案，实现业务规范转型的平稳过渡”中，提出如下针对资管行业的主要建议：

（一） 建议将资管新规过渡期再延长两年，即延长到 2022 年底；

（二） 资管新规发布后不符合监管标准的“新产品”还原至老产品；

（三） 2020 至 2022 年底每年老产品压缩比例不低于 30%，2022 年底压缩至零；

（四） 老产品适用新规前的运作方式；

（五） 满足压缩进度的情况下实行一行一策；

（六） 压缩进度不达标予以惩罚；

（七） 鼓励老资产回表（考核与补充资本放宽条件）。

2. 观点回顾——2020 年初对于资管新规过渡期延长的推演

资产新规过渡期的变化，对于新老产品衔接以及净值型转化的进度都会产生较大的影响。截至 2019 年 6 月，非保本理财中净值型产品存量规模 7.89 万亿，相比 2018 年中资管新规发布后增长 4.3 万亿；相应的预期收益型产品存量有 14.29 万亿待整改

当时我们假设了 3 个可能延期的情景进行模拟推演：

1.1. 场景一：只有非标可存续不可新发

如果资管新规的延期仅针对资金池中的非标资产，且 2020 年 12 月 31 日之后，针对存量未到期非标可存续但不可新发行老产品对接，则银行需要在 2020 年底之前发行期限能够覆盖非标资产到期的长期限产品完成资产的对接，2021 年开始，老产品均不再新发。如此，则会造成 2020 年下半年市场“绝版”长期限预期收益型产品的供应增加，但对于净值化转型暂时没有影响。

此种场景下，需要考虑几个可能问题，首先，存量非标资产规模较大，是否能够找到足够多的长期资金来对接，如果无法完全接续，剩余资产如何处置？其次，存量非标资产中部分已经存在瑕疵甚至违约的可能，这部分资产如何剥离处理？最后，如果老现金管理类产品不能新发，则其中的非标资产如何剥离？

1.2. 场景二：非标可新发

如果资管新规的延期仅针对资金池中的非标资产，且 2020 年 12 月 31 日之后，针对存量未到期非标不仅可存续还可继续新发老产品对接该资产，进行错配型的滚动。那么对接非标资产的老理财产品将成为具备稀缺性的投资标的。2021 年以后，会存在高预期收益型非标产品与净值型产品共存的问题，会一定程度提升新产品转化和净值型转化的难度，理财子公司尤其是与老资产完全剥离的理财子公司，其生存难度会一定程度提升。但由于非标资产总量有限，因此对于净值型转化的进程不会形成致命性打击。

同时，这样的场景解决了场景一中的第一个问题，即不用担心没有足够的长期资金来对接，但资产质量问题和现金管理类产品中非标的剥离问题仍然存在。

1.3. 场景三：现金管理、非标都可新发

如果资管新规的延期不仅针对非标资产，现金管理类产品也被纳入延期范畴，且不仅可以存续，还在一定条件下可以新发。但按照监管原则，规模不会增长只能缩减，因此预期在规模缩减至零且延期结束前，市场会存在严重的新老产品并行，现金管理类产品和非标预期收益型产品对净值型产品发行形成巨大的压制，造成净值化转型进展成果被大幅缩减，转化进程停滞。

此场景下，前述场景中的三个问题，除了资产质量的问题，其余问题都可以得到解决，但牺牲的则是资管新规已经有的部分成果，我们预计此场景的可能性较小。

3. 如果资管新规按照前述建议的具体要求延期两年

根据前述中国财富管理 50 人论坛、清华大学五道口金融学院联合课题组 7 月 7 日发布的报告《深化资产管理业务监管制度改革、建设现代化的资产管理业务体系》中针对资管市场提出的建议的假设下，可能会产生如下市场影响：

市场存续的大部分现金管理类产品回归老产品

资管新规之后，中国银保监会、中国人民银行曾于 2019 年 12 月就《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知（征求意见稿）》公开征求意见，按照征求意见稿的要求，2018 年 7 月 20 日之后按照资管新规补充说明发行的现金管理类产品并不符合“新产品”要求，一旦规则正式发布，则现存的绝大部分现金管理类产品（存量 5 万亿以上）会被归为老产品，进行过渡期内规模压降。

抢发“不合规”产品的空子不再能钻

按照第（二）条的逻辑，只要发行的产品在延长后的过渡期之内发布了新的监管细则，则所有不符合新监管规则的产品都会被划归为老产品，进一步提升压降的难度，因此，从银行的角度出发，抢发“不合规”产品的行为代价较大。

场景更接近我们推演的场景三

如果在过渡期内，所有的老产品都按照新规前的模式进行运营，则意味着延长的过渡期结束之前，投资的非标的老产品（包括投资了非标的被回归到老产品的现金管理类产品）全部都可以新发也可以存续。那么按照情景推演结果，净值化转型的进展会在过渡期结束前大幅缩减，转化进程陷入低速期。

“新”老产品高速压降会带来资产腾挪

按照 2020 年底的过渡期时间，老产品的压降结果并不理想，如果延期两年，大量非标资产也不会自然到期，争取到的更多是产品处置的时间。

对于现存老产品的压降，目前的瓶颈在于能压降的市场化资产已经尽可能地完成了，而尚未完成的通常是期限较长或存在风险的不好处置的资产。

对于“新”的老产品，典型的如可能被划为老产品的现存现金管理类产品而言，其存在的主要问题包括投资非标、期限错配等，对于标准化资产的处置，可能会带来脉冲式的资产腾挪引发的市场压力，对于非标资产的处置，则会出现现存老产品压降后期的情景。

无论是净值化转型提速还是非标资产回表，都需要友好的资本市场配合

对于净值化转型：新老产品并行会对净值化产生很大的阻力，但是净值化固收+产品的发行如果遇到较好的资本市场环境配合，则可以形成最好的投资者教育，吸引更多投资者主动做净值化转型。

对于非标资产回表，则需要商业银行完成资本的补充，良好的资本市场环境无疑是商业银行补充资本最好的条件。

附件：《深化资产管理业务监管制度改革、建设现代化的资产管理业务体系》相关原文内容摘录

(一)优化影子银行治理方案，实现业务规范转型的平稳过渡

1、银行理财子公司要坚持新老划断，干净起步，建设符合国际标准的现代资产管理机构

银行理财子公司应当坚守初心，利用资本优势和母行支持，以建设大型现代化资产管理机构为使命，从起步阶段就严格要求，在公司治理、组织架构、信息系统、风险管理、运营保障、外包认证等方面全方位对标国际先进标准。银保监会和证监会应当加强合作，在取长补短的基础上，按照功能监管和机构监管相结合的原则，以《证券投资基金法》为基础统一公募资产管理业务的监管规则。

监管规则统一后，银行理财子公司应当转为公募基金业务资格，新增公募业务以及符合条件的存量公募银行理财产品应当按照《证券投资基金法》要求注册为公募基金。银行理财子公司及其公募产品从而依法纳入《证券法》、《证券投资基金法》的调整范围，新增公募产品与公募基金拥有相同的法律身份，均享受税收减免政策。对于具备公募基金管理人资格且公募基金业务超过一定比例的银行理财子公司予以政策激励，取消或优化净资本相关管理规定，优先考虑社保资金管理人，QDII 和 QFII 等各项业务资格。

2、多措并举防范化解老产品和老资产风险

一是统一明确过渡期延长两年，并以产品端为标准确定压降进度。建议将资产管理行业的过渡期再延长两年，即延长至 2022 年底。同时建议把资管新规实施路径的中间目标直接放在理财产品的压缩上（简称“负债法”），而把复杂的资产处置留给各家银行自行决策。具体实施路径上，建议：

第一，进一步细化和明确包括现金管理产品在内的各类新产品监管标准，将资管新规发布后发行的不符合监管标准的“新产品”还原至老产品，同时建议按延长后的过渡期重新明确压降要求。建议 2020—2022 年压缩每年比例不低于 30%，2022 年底压缩至零。

第二，老产品投资管理、产品形态、信息披露均按照新规之前的方式运作，适用新规之前的监管规定；

第三，老产品在压缩进度不低于上述最低监管要求的原则下，各行可根据自身的情况与监管部门协商，具体细节实行一行一策，但进度安排不得再突破统一的过渡期；

第四，监管部门应该加强对老产品压降的进度管理，均衡分布压力，对于未能达到进度的机构，及时采取惩罚措施予以校正。对于过渡期结束后的残存老产品，可以借鉴日本整治存款信托的经验，统一纳入存款准备金制度和存款保险制度管理；

第五，延长过渡期后，监管机构应确保法规严肃性，做好预期管理，严格执法，防止再次形成政策博弈。

二是多渠道处置老资产。第一，回表处置。银行应当根据自身情况制定过渡期内的回表计划。监管部门对于回表资产和相关银行适当放宽考核指标和限制，鼓励老资产应回尽回、尽回快回并在回表后按真实的资产质量计提准备。对于老资产回表后需要补充资本的，银保监会和证监会优先审批永续债、次级债和再融资。第二，资产证券化。银行理财作为滚动投资投向重

要基础设施等 PPP 项目的，可以转为公募基金基础设施基金的试点。同时允许银行理财子公司等机构为私募证券的创制和发行提供投资银行服务。第三，不良资产处置。将还有交易价值的表外不良资产打包推向市场。符合核销条件的老资产，应当回表及时处置，财税部门应当给予核销程序便利和税收支持。

三是建立健全风险处置机制。对于失去持续经营能力或者表外业务酿成重大风险的机构，应当及时启动风险处置程序，实现有序退出。对于主要是因流动性错配的金融机构，可以予以流动性支持，帮助机构平稳过渡。风险处置应当与对内对外开放结合起来，用市场化的方式引入国内外的优秀机构，通过引进机制和技术提升市场主体经营能力，优化市场结构。

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。