

## 关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）解读及其对信托业务的影响

### 《指导意见》重点条文解读

#### （一）第 2 条 资产管理业务定义

《指导意见》第 2 条规定，资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构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金融服务。金融机构为委托人利益履行勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益。

首先，本条明确了资管产品的投资者与金融机构之间是一种受人之托，提供资产管理服务的关系。《信托法》规定，信托活动即委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益进行管理的行为。因此，资产管理业务属于《信托法》规定的信托活动，这种信托行为必须遵守《信托法》第 16 条的规定，将信托财产与受托人财产相区别。自然也就不能以资产管理机构的自有资产对委托人进行保本保收益的安排。同时，本条第二款规定资产管理业务是金融机构的表外业务，出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付。这两点奠定了整个《指导意见》打破刚兑的基调。其次，依本条规定，金融机构对受托的投资者财产进行投资，对于信托公司而言，以财产权为载体的财产权信托将不受本次《指导意见》的规范。

#### （二）第 4 条 产品分类

《指导意见》第 4 条规定，资产管理产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。

本条是新增内容，在 2015 年 8 月份对《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》重修的过程中，曾讨论过在新的《细则》中将资管计划区分为权益类、固定收益类、非标类和混合类四种。然而，不再以银行、信托、证券、基金、期货、保险这样的行业壁垒为区分，而直接对资管产品进行分类，《指导意见》尚属首次。《指导意见》继而从产品的角度上依照投资性质的

不同，将资管产品分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品，有利于监管部门未来针对不同的底层资产出台不同的监管规则。

对比信托业务的八大分类，八大分类主要以资金运用方式兼顾资金来源将信托业务划分为八大类；此次《指导意见》是依照底层资产投资属性兼顾业务属性对产品进行的分类，未来信托产品应当如何分类呢？我们认为采取此次《指导意见》的分类标准更具有可操作性，并且，《指导意见》明确提出了“混合类”产品的概念，具有更广泛的包容性与适应性。

### （三）第5条投资者

《指导意见》第5条规定，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。

（1）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，且具有2年以上投资经历。

（2）最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。

（3）金融监督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。合格投资者同时投资多只不同产品的，投资金额按照其中最高标准执行。

首先，本条对于合格投资者进行统一的规定，未来所有类型的资管产品都应当适用这一标准，有望打破目前多层嵌套导致的合格投资者穿透识别核查困难的问题；其次，合格投资者的门槛出现了颠覆性的变化，打破了100万的标准，尤其是债权类资管产品，起投资金额门槛降至30万，比较符合现在一般中产阶级的收入水平；第三，依照《信托公司集合资金信托管理办法》，单个信托计划的自然人人数不得超过50人，而依照《指导意见》，单个信托计划的发行对象不超过200人即可。这三点无异对信托资管业务的发展会产生到正向积极的作用。但是，依照《集合资金信托管理办法》，单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受人数的限制，而《指导意见》没有对合格投资者人数限制的突破规则，这一点殊值重视。此外，

《指导意见》对合格投资者的认定标准高于之前部门规章中设定的各类标准，《指导意见》规定合格投资者需满足家庭金融资产不低于 500 万元，而《集合资金信托管理办法》规定的门槛是 100 万元金融资产，这两点将会抬高投资门槛、限制投资者人数，将很多原来符合规定的投资者拒之门外。

#### （四）第 7 条 金融机构及资管从业人员资质要求

《指导意见》第 7 条规定，“金融机构应当建立健全资产管理业务人员的资格认定、培训、考核评价和问责制度……对于违反相关法律法规以及本意见规定的金融机构资产管理业务从业人员，依法采取处罚措施直至取消从业资格，禁止其 在其他类型金融机构从事资产管理业务。”

值得我们注意的是：本条统一了金融机构及资管从业人员的资质要求及处罚措施，明确规定了禁止被取消从业资格的人员在其他类型的金融机构从事资产管理业务。依照之前的处罚规则，受到银监系统处罚的从业人员还可以去证监、保监系统下从事资管业务，而此次《指导意见》明确禁止了这样“异地上岗”的情况。

#### （五）第 8 条 金融机构受托管理职责和投资者保护

第 8 条第 6 项规定：金融机构应当履行依法计算并披露产品净值，确定申购、赎回价格的管理人职责。

就信托公司层面，目前现有的资管产品，目前能做到净值披露的产品并不多，究竟信托产品净值披露应当怎么做，可能还需等待出台更详细的规定。结合《指导意见》第 12 条的规定，可以明确的是，信托产品作为一种私募产品，信托公司应当至少每季度向投资者披露产品净值和其他重要信息。

#### （六）第 11 条 投资限制及鼓励

第 11 条第 1 项规定，金融机构不得将资产管理产品资金直接或者间接投资于商业银行信贷资产。

2010 年《中国银监会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》即禁止银行理财直接购买信贷资产，并对信贷资产转让作出较为严格的规定（如真实转让、洁净转让、资本计提和风险加权资产计量的无缝衔接、与债务人重新签署协议等），监管本意是引入信托或资管机构进行风险隔离，但实际上该等资管机构都沦为通道，所以本次《指导意见》将此扩大成所有资管产品不得

投资信贷资产及收益权。这必然会对信托公司的通道业务造成影响，同时会影响到信托公司受让信贷资产收益权的银行出表业务。

#### （七）第 15 条 规范资金池

第 15 条规定：“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。”

其导致的直接结果是每个工作日开放的资产管理产品，投资非标准化债权类资产的，非标准化债券类资产的终止日不能晚于开放日，实际上就是按日开放的资管产品没有办法投资非标。由此，例如安鑫·悦盈这一类现金管理类产品，募集资金将无法再投资于公司的信托产品。

#### （八）第 17 条 强化资本和准备金计提要求

第 17 条规定，金融机构应当按照资产管理产品管理费收入的 10%计提风险准备金，或者按照规定计提操作风险资本或相应风险资本准备。风险准备金余额达到产品余额的 1%时可以不再提取。

资产管理业务属于金融机构的表外业务，投资风险应当由投资者自担，但为了应对操作风险或者其他非预期风险，仍需建立一定的风险补偿机制，计提相应的风险准备金。目前，各行业资管产品资本和风险准备金要求不同。对于信托公司而言，资管产品风险准备金与信托业保障基金的关系仍需明确，如果产生双重征收的问题，将会直接减少信托业务利润。因此，资管产品的风险准备金计提要求与现有各类机构的计提标准该如何衔接，仍是需要细化的问题。

#### （九）第 18 条 打破刚性兑付监管要求

第 18 条第 1 款规定，金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。按照公允价值原则确定净值的具体规则另行制定。

该条是《指导意见》公布后引起最多讨论的条款。刚性兑付严重扭曲资管产品“受人之托、代人理财”的本质，扰乱市场纪律，加剧道德风险，打破刚性兑付是金融业的普遍共识。为此，《指导意见》要求，金融机构对资管产品实行净值化管理。实践中，部分资管产品采取预期收益率模式，基础资产的风险不能及时反映到产品的价值变化中，投资者不清楚自身承担的风险大小；而金融机构将

投资收益超过预期收益率的部分转化为管理费或者直接纳入中间业务收入，而非给予投资者，自然也难以要求投资者自担风险。

实践中，若信托公司以自有资金刚性兑付投资者，则损害到股东的利益，如果信托公司打破刚兑，又不符合现有市场行情下的投资者预期。这无疑会使信托公司沦为两难处境。刚性兑付对信托公司来讲颇类似于饮鸩止渴，这杯毒酒喝还是不喝，始终是两难。值得我们注意的是，打破刚兑和按季公布净值的规定结合起来，会对现有业务产生较大杀伤力。

#### （十）第 19 条 统一负债要求

第 19 条规定，资产管理产品应当设定负债比例（总资产/净资产）上限，同类产品适用统一的负债比例上限。每只开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%，每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%。计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。

该条配合禁止资管产品持有人将持有的产品份额进行质押融资和禁止资管产品多层嵌套的规定，实质上是监管部门为了防止了一层一层加杠杆，拉长资金链条，增加投资风险。预计并购基金会受到较大影响。

#### （十一）第 20 条 分级产品设计

第 20 条第 1 款规定，以下产品不得进行份额分级。

- （1）公募产品。
- （2）开放式私募产品。
- （3）投资于单一投资标的私募产品，投资比例超过 50%即视为单一。
- （4）投资债券、股票等标准化资产比例超过 50%的私募产品。

以上四种产品都是不可以分级的，上述四条是“或”的关系，只要满足任一条件即为不可分级产品。可以分级的则是除此之外的：投资债券、股票等标准化资产比例不超过 50%，非投资于单一标的的封闭式私募产品。对于可以分级的产品，本条文第 2 款继续规定了固定收益类产品的分级比例不得超过 3: 1，权益类产品的分级比例不得超过 1: 1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2: 1。对分级产品和分级比率的限制，直接导致目前作为信托公司重要收入来源的，投资于单一项目的房地产、基础设施类信托计划将无法分级。

## （十二）第 21 条 消除多层嵌套和通道

第 21 条第 1 款规定：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。

资管产品借通道多层嵌套，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。为此，《指导意见》首先从根本上禁止了多层嵌套和通道业务。

## 二、《指导意见》对信托业务造成的影响

本次《指导意见》对资管产品的融资端和投资端都会产生重大影响。在融资端口，《指导意见》强调净值管理、禁止资金池、打破刚性兑付，这些无疑都是本着严控风险的底线思维，把防范和化解资产管理业务的风险放在最核心的位置，但也无疑会对信托公司资产管理业务的规模造成一定不利影响；在投资端口，取消通道业务，禁止多层嵌套再加上负债比例要求，杠杆比例要求，避免资金脱实向虚在金融体系内部自我循环，防止产品过于复杂，基本上扼死通过各种复杂交易结构，变相放大杠杆的可能。通过本次《指导意见》融资端、投资端两头一起堵的方式，信托公司未来的资产管理业务大概率还是要回归“卖者尽责、买者自负”本源。

### （一）资产管理规模上升的困难加剧

随着通道业务的限制，信托公司的管理规模可能下滑，截止今年 10 月底，百瑞信托存续信托规模 1,620 亿元，如果扣除事务管理类业务 507.82 亿元，剩余 1112.18 亿元。从全行业口径来看，依照中国信托业协会官网公布的 2017 年 2 季度末信托公司主要业务数据显示，银信合作的通道类业务占信托公司管理规模的 22.31%，剔除通道业务，可以预见到全行业整体管理规模的下滑。对通道业务的限制，不仅仅百瑞信托一家受到影响，全行业概莫能外。

剔除通道业务，对信托公司也并非百害无利。一方面，过去几年的资管行业是通道业务泛滥的几年，其中也不乏一些产品发生兑付危机或者爆仓等危机，作为通道方的信托公司仅能获取微薄的通道费，但作为名义上的管理人，会面临成为被投资者追责，成为投资者维权对象的风险，减少通道业务，就会减少这些不必要的损失和风险；另一方面，通道业务的禁止，如前文所述，也会使得全行业

管理规模迅速下滑，特别是一些通道业务占比较大的信托公司，将会面临管理规模断崖式的下跌。

《指导意见》第 21 条第 2 款明确规定资产管理产品可以投资一层资产管理产品，禁止除公募证券投资基金之外的资管产品的层层嵌套。这一规定一方面强化了对信托公司通道业务的限制，另一方面对信托公司也可能存在一定利好，第一，信托相较于券商资管和基金通道而言具有隔离效果强、投资范围广的特点，在将来，随着资金链条的缩短，在仅能使用一层嵌套的前提下，特殊目的信托(SPT)作为特殊目的载体(SPV)的优势将会愈发明显；第二，《指导意见》仅适用于资产管理业务，财产权信托不在其管辖范围，信托的灵活性在这里得到了充分的体现。

依照《指导意见》第 3 条规定，依据金融监督管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见。因此，资产证券化业务可以是未来信托业务发展的一个强力增长点，可以做大做强这一类业务。

#### (二) 现金管理类信托产品的投资能力要求提升

《指导意见》第 15 条对资金池的规范十分详细。延续了 2014 年银监会第“99 号文”、2016 年第 58 号的态度，应当说，信托公司对监管部门要清理资金池的要求是早有认识的。但对规范资金池出具如此详细的规定，还尚属第一次。依照《指导意见》第 15 条第 4 款的规定，现金管理类产品无法再直接或间接投资于非标准化债权资产。

在现金管理类产品未来只能投向标准化债权资产的前提下，提高现金管理类信托产品的投资收益是给信托公司投资能力提出的更高要求。信托公司可以适当地通过调配期限与标准化产品的种类等方法来提高现金管理类产品的投资收益。

#### (三) 刚兑打破的风险防范、净值管理实施的新要求

可以预见到，随着刚性兑付的打破和净值管理的实施，可能会造成来自客户流失和压力，从而信托管理规模的增长会面临较大压力。

未来，随着《指导意见》的实施，非标产品的净值型产品如何进行实时估值是业务操作的难点，非标产品的价格对接的资产价格不是实时变动的，进行实时估值的依据可能不足。我们计划把标品信托作为实施净值型产品的突破口。一是 FOF 投资管理模式，资产管理人能够基于根据委托人的风险收益偏好，根据经济

基本面及市场变化、投资者风险偏好、产品期限和预期收益等因素，投向由资产管理人自己管理或其他资产管理机构管理的货币市场工具组合、债券类资产组合、股票市场资产组合，能够有效地降低风险，提高产品的风险收益比，为客户提供相对稳定的产品。二是基于量化数据的二级市场标品信托，《指导意见》第 22 条明确对智能投顾的论述要求。因为二级市场的价格每日更新，以二级市场为投资标的的标品信托能够能够有效实现净值管理。

随着刚性兑付的打破和净值型资管产品的营销，在对信托公司投资能力提出更高要求的同时，也考验着信托公司的风险管理水平，对信托资产管理专业的专业素养、管理水平和风险防范水平提出严峻的挑战。同时，值得我们注意的是，在全资产管理行业都实行打破刚兑和净值管理之后，如果发生因为资管产品净值化发展，引发了市场赎回的增加，而导致产品净值继续下滑的情况，如何做好净值下跌阶段风险防范机制，是考验资产管理者管理能力的核心要点。

#### （四）限制产品分级带来的挑战

《指导意见》将可以分级的产品限定在非投资于单一标的且投资债券、股票等标准化资产比例不超过 50% 的封闭式私募产品。同时，《指导意见》将分级私募产品的分级比例限制在固定收益类产品的分级比例不得超过 3: 1，权益类产品的分级比例不得超过 1: 1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2: 1。对分级比例进行严格规定，是对监管去杠杆原则的贯彻。依照这样的规定，房地产类信托产品投资于单一标的的，将无法再进行分级。而这种分级房地产类业务，恰恰是公司重要的利润来源，《指导意见》的规定，对房地产信托业务的转型提出了更高的要求。

未来资产管理行业，没有刚性兑付、没有机构监管套利，资产管理能力作为核心竞争力的地位会得到凸显。努力提升自己的资产管理能力，才是信托公司长远发展之道。