

# 金融监管全面升级，大资管新时代起步

——远洋资本·中国经济金融展望报告（2019年）

2018年12月10日

研究发展部：盖新哲、张晓

声明：本文为远洋资本研究报告的部分内容节选，其内容通过公众平台推送会存在一定时滞。本文信息仅供一般性研究使用，并非旨在对第三方提供投资决策参考依据。未经许可，任何机构和个人均不得以任何方式转发、复制、修改或者刊登。

2018年是中国金融监管升级、去杠杆不断深化的一年，也是金融业尤其是大资管业态告别粗放扩张，发生剧烈调整的一年。在监管风暴中，被动管理多、通道属性强、资产波动率高的资管业态规模都有所下降，只有公募基金、私募基金实现了显著规模增长。从长远来看，2018年的剧烈调整反而可能成为大资管新时代的开端，公募权益型REITs、夹层投资等更多的资管创新正在孕育。

## 二、2018年金融形势回顾与2019年展望

### （一）2018年是金融渠道紧缩的一年

#### 1. 金融去杠杆深入推进，金融业态全面调整

2018年是中国金融监管升级、去杠杆不断深化的一年，也是金融业尤其是大资管业态告别粗放扩张，发生剧烈调整的一年。资管新规、理财新规、理财子公司新规、信托、委贷、私募资管新规等重磅政策落地，银行理财、信托产品、券商资管、基金专户规模全面收缩，公募基金、私募基金增速大幅放缓。

从一系列新规出台的预期变化中，能看到“从严”和“从稳”两个基调之

间的平衡。2017年第五次全国金融工作会议召开前后，堵后门、治乱象、下猛药的基调越来越严厉，但2018年一次次新规出台后各方发现，正式文件往往比征求意见稿略有放松，央行又多次降准形成流动性充裕环境，力求稳妥的基调有所显现，这也与2018年比2017年经济压力增大、企业融资渠道断裂等问题暴露有关。总体而言，早先“从严”是为了金融稳定，减少金融风险，后来“从稳”则是为了经济稳定，避免因处置风险而产生新的风险。无论文件如何微调，防风险的根本目的没有改变，这是落实十九大报告三大攻坚战任务的具体体现。

表 1：2018 年资管行业代表性重要监管文件

时间	部门	文件	备注
1月6日	银保监会	《商业银行委托贷款管理办法》	限制委贷资金来源
1月13日	银保监会	《关于进一步整治银行业市场乱象的通知》	“三三四十”检查收官
4月27日	一行两会	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	资管新规
7月20日	央行	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	放松过渡期安排
8月17日	银保监会	《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》	信托细则
9月28日	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	银行理财新规
10月22日	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》 《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	私募资管新规
10月26日	银保监会	《保险资金投资股权管理办法》（征求意见稿）	放松险资投向PE限制
12月2日	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》	银行理财子公司新规

资料来源：远洋资本研究发展部

一系列监管新规完全改变了行业生态，各类资管出现规模收缩或增速放缓。银保监会体系的四十多万亿资管规模有所收缩，但幅度较小。按银保监会新

闻口径,2018年二季度末银行非保本理财规模为21万亿元,比上年末下降5.3%。按信托业协会最新统计,2018年三季度末信托资产规模23.1万亿元,是首次出现连续三个季度环比回落,比上年末下降11.8%。

证监体系的五十万亿资管受较大冲击,部分业态规模倒退至三年前。截至2018年末,券商资管规模比上年末下降20.6%,回落至2016年初水平;基金管理公司及其子公司专户规模比上年末下降17.8%,回落至2015年末水平;只有公募基金、私募基金规模比上年末有所增长,增速分别为12.1%、15.3%。

表 2: 各类资管产品规模增速变化

资管类型/AUM	2014-17 年均增速	2018 年比上年末
银行理财	25.3%	-5.3%
券商资管	28.5%	-20.6%
信托	23.4%	-11.8%
公募基金	36.7%	12.1%
基金子公司	32.7%	-17.8%
私募基金	73.4%	15.3%

注: 银行理财为 2018 年 Q2 末数据, 信托为 2018 年 Q3 末数据, 其他为 2018 年末数据  
资料来源: Wind, 银保监会, 中国基金业协会, 远洋资本研究发展部

## 2. 货币增速创历史新低, 金融机构负债压力增大

货币增速未能如期反弹, 货币供给收缩超过实体经济调整。金融去杠杆进程在 2017 年开启之后, M2 增速在上年末已经放缓至 9% 左右, 市场普遍预期 2018 年将有所反弹, 有央行专家认为会回到 10% 以上, 但现实与预期相差较大, 金融去杠杆在 2019 年形成明显冲击。截至 2018 年末, 广义货币 (M2) 同比增长 8.08%, 创下历史同期最低水平。8% 的货币增速已经低于同期名义 GDP 增速, 说明货币供给收缩快于实体经济调整。

图 1: M2 增速与 GDP 增速



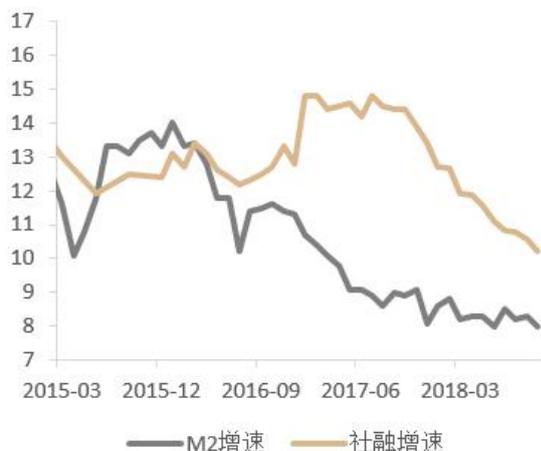
资料来源: Wind, 远洋资本研究发展部

### 3. 社会融资增速低迷，融资难贵问题难解

社会融资规模增速超预期放缓，表外渠道收缩是主要因素。社会融增速与 M2 增速曾在 2017 年四季度形成背离，社融增速高达 14% 左右，M2 则是 9% 的低增速，于是有央行专家认为金融去杠杆不会太多影响实体企业，预计 2018 年社会融资增长继续保持稳定，M2 增速向社融增速靠拢。但 2018 年实际情况跟预期截然不同，实体企业融资渠道转换、资金接续不畅，社融指标超预期减速，反而向 M2 收敛。

2018 年央行将存款类机构 ABS、贷款核销、地方政府专项债纳入社融口径，但社融增速依然继续放缓。截至 2018 年末，新口径的社融同比增速降至 9.8%，比上年同期放缓 3.6 个百分点，与 M2 增速一样创下历史新低。按旧口径的社融增量，2018 年为 15.2 万亿，同比少增 3.6 万亿。其中，表外渠道是主要拖累。新增委托贷款、信托贷款持续为负值，累计值分别为 -16100 亿元、-6901 亿元，合计同比少增 5.3 万亿。

图 2：社融增速与 M2 增速从背离到趋同 图 3：委贷和信托贷款持续负增长



资料来源：Wind，远洋资本研究发展部

## （二）2019 年的金融压力从渠道收紧转为需求收缩

### 1. 社融依然受非标拖累，有效融资需求收缩

M2 和社融增速预计 2019 年低位运行，难现大幅反弹。尽管 2018 年央行 4 次降准，多次扩大再贷款再贴现额度，但在新的融资渠道尚未成型、融资需求从被动受限转为主动收缩的背景下，流动性难以简单通畅的向实体经济传导。

一是表外渠道未来继续拖累社融扩张。目前委托贷款和信托贷款合计存量依然超过 20 万亿，其中委托贷款存量达 12.7 万亿。这些存量中相当一部分非标业务模式都已经被系列监管新规封堵。尽管银行新发理财依然可以投资非标，但在期限匹配要求下需要发行长期限理财产品，市场尤其是居民需求又集中于短期产品，新增资金无法满足存量到期需求。因此，2019 年表外渠道将继续存量下跌，拖累社融扩张。

二是有效融资需求不足问题日益浮现。如果说 2018 年是监管升级造成社融被动收缩，那么 2019 年融资需求主动收缩对社融的压力可能越发突出。不仅经

济总需求周期下行会造成信用创造放缓，而且房地产持续调控背景下居民房贷和房地产开发融资意愿也会走弱，这些将促使金融机构缺乏好的资产投向，压低 2019 年社融规模增速。

## 2. 债券市场供需两旺，利率持续下行

金融环境将进入长期低利率环境，对 2019 年债市形成支撑，整体延续稳中向好态势。当 2019 年实体经济高回报资产不足问题加剧，金融机构将增加其他金融资产的配置。随着逆周期调控政策不断出台，央行与银行间流动性较为充裕，债市配置需求将大幅增加。监管新政出台后，新发净值型理财产品也会扩大对债券配置需求。所以国债收益率将代表广谱利率持续下行，进入较长一段时期流动性充裕、低利率的金融环境。

## 3. 股市经受盈利重估，科创板注册制寻突破

企业盈利周期下行底部确认之前，股市仍将维持底部震荡。经历 2018 年的估值冲击之后，2019 年股市将经历盈利冲击。单单 2018 年估值进入底部区域并不会带来交易活跃，只有 2019 年盈利下行周期的底部出现之后，市场才会有大量资金入场交易，悲观预期随之消化，乐观预期逐步积累。此外，2018 年 11 月习总书记提出在上海设立科创板的讲话后，预计 2019 年科创板及配套的注册制将会开花结果、落地生根，科技类成长股迎来历史机遇。

## 4. 金融去杠杆转向稳杠杆，疏通货币政策传导机制

金融去杠杆作为“三去一降一补”的一部分，也到了重新审视政策节奏的转折点。疏通货币政策传导机制的关键在于降准、补充银行资本、取消贷款基准利率、实现利率市场化传导。

金融去杠杆已经取得阶段性成效，稳杠杆成为下一阶段导向。我国宏观杠杆率（M2/GDP）已经从2016年高峰的208%降至2018年的大约200%。再进一步去杠杆也不利于保持经济稳定增长，误伤合理融资需求。央行行长易纲在10月表示未来杠杆水平将继续保持稳定，并且强调“稳定的杠杆率”。这意味着紧缩两年之后，货币政策在2019年将维持宽松状态，为信用扩张提供必要的流动性环境。

**信用扩张需要降低准备金率。**短期来看，银行表内贷款仍将占据新增社融的绝大部分，这需要降低存款准备金率、补充银行资本，释放银行信贷的融资供给能力，直至一般贷款利率转为回落，与实体经济回报率相匹配。

**不会降低贷款基准利率，但可能取消这一管制工具。**一是要想解决民营企业小微企业融资难，问题不是基准利率太高，而在于现有金融渠道的风险偏好较低，民营和小微的风险溢价太高。二是降息挂钩按揭房贷利率，对房地产放松调控的信号作用太强，只有更强的保增长诉求才能匹配。三是基准利率是金融管制时代的工具，随着利率市场化推进，理应从央行工具箱里逐步弃用，放开利率管制，转而考虑调整MLF等新型调控工具。

## 5. 资管业态开始重塑，公募权益型REITs等新渠道粉墨登场

**主动管理崛起，另类资产更受青睐。**在2018年的监管风暴中，被动管理、通道属性强的金融业态规模都有所下降，只有主动管理能力较强的公募基金、私募基金实现了规模增长。截至2018年末，私募基金资管规模达到12.8万亿，与公募基金13万亿基本相当。若剔除7.6万亿货币基金，考察大类风险资产，另类资产已经远大于传统资产。代表另类资产的私募股权、创投及其他私募基金达10.5万亿，超过了代表传统资产的股债类证券基金（共7.6万亿元，其中

公募 5.4 万亿、私募 2.2 万亿)。预计 2019 年，银行理财子公司与私募基金如何合作将会有新的政策出台。

监管变革中孕育金融创新，公募权益型 REITs 等新产品呼之欲出。近期，上交所、深交所分别透露将加大力度推进公募 REITs 规则出台及业务试点。中国证监会原主席肖钢带领的课题组发表文章《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》，成为监管层推动 REITs 制度建设的又一信号。2018 年是 REITs 规模扩进和品种创新的一年，首单工业地产、首单物流地产储架、商业物业储架 REITs 你方唱罢我登台。2019 年或将成为公募权益型 REITs 元年，制度、配套法规和试点将纷至沓来。