

2019年12月27日

宏观研究

研究所

证券分析师: 樊磊 S0350517120001
021-60338120 fanl@ghzq.com.cn

《资管新规》边际放松影响几何？

——《资管新规》执行可能有更多缓冲点评

相关报告

《11月经济数据点评：部分行业存货回补与基建投资助推生产增长》——2019-12-18

《上市公司子公司分拆上市新规点评：分拆上市新规填补A股制度空白》——2019-12-15

《中美达成一阶段贸易协定点评：有助于减少经济运行的不确定性》——2019-12-15

《中央经济工作会议点评：高质量发展优先于高速度增长》——2019-12-13

《政治局会议点评：对2020年经济政策的一些指引》——2019-12-08

事件：

近日，针对市场传闻的资管新规过渡期可能延长，银保监会发言人表示“资管新规和理财新规发布实施后，银行理财业务按照监管导向有序调整，呈现出了更稳健和可持续的发展态势”，当然，“部分银行反映的理财业务存量处置过程中的困难和问题，按照资管新规补充通知的精神，过渡期结束后，由于特殊原因而难以处置的存量资产，可由相关机构提出申请和承诺。经金融监管部门同意，采取适当安排，妥善处理。”我们认为这种一行一策提供适当缓冲的做法有助于化解银行为2020年底落实《监管新规》而采取“一刀切”做法的风险，但是并不意味着社融表外部分会出现明显的增长。

投资要点：

- **银行原有理财产品的潜在风险。**《资管新规》发布前银行发行表外理财大都存在集合资金池，依靠滚动发行将募集的低价、短期资金投放到长期的债权或股权项目，以寻求收益的最大化。这种做法不仅仅存在期限错配的风险，而且由于多笔不同来源的资金投资于多个资产，单项投资的亏损被其他投资的盈利或新募集资金的流入所掩盖，导致财务报表无法反映出投资资产真实的风险水平。而对于投资者预期收益率的承诺又造成了刚性兑付，不但使风险在金融体系累积，也抬高了无风险收益率的水平，扭曲了资金的市场价格，影响了金融市场的资源配置效率，加剧了道德风险。
- **《资管新规》的整改措施。**《资管新规》明确禁止了资金池的运转；而且要求资管产品“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”，精准打击了非标资产的期限错配。
- **落实《资管新规》的挑战。**禁止资金池之后，投向标准化产品的理财资金可以通过市值法或摊余成本法计价的方式净值化，但是投向非标产品的理财资金则面临较大的处置压力。如果要用净值化和无期限错配的新理财产品替代，新理财产品会要求投资者持有较长的期限（例如三年或者更久），在没有了刚性兑付的情况下，投资者接受的意愿较低。当然，银行业也可以让非标资产回表，但是大规模回表对于银行的资本充足率、拨备率、信贷增速、流动比率等诸

多监管指标会产生明显的压力；此外，一些借助非标资产融资的融资者并不符合银行表内贷款的条件，这也使得大量非标资产难以在短期内回表。

如果既不能用新产品续接，也难以回表，原有短期理财产品不能持续发行就意味着立即存在理财产品对投资者违约的风险。而且，对于依靠非标融资的企业而言，即使原有非标产品可以自然到期，如果既无法发行新的非标资产也无法通过其它方式续做，也可能存在流动性风险并导致违约。

从目前的情况来看，许多银行存在难以在 2020 年前全面消化非标资产的压力。如果强行要求 2020 年过渡期结束，相关银行可能被迫采取一刀切的措施，有可能引发资金链断裂和其它风险。

- **《理财新规》边际放松做法务实。**“一行一策”可能允许银行对于短期难以消化存量非标资产用原有理财产品实施展期，有助于化解一刀切和资金链断裂的风险，是务实的做法。而这种边际放松，由于主要涉及存量资产，也基本不会导致社融表外融资大幅回升，不会让金融乱象卷土重来。

当然，无论如何展期，理财产品此前积累的相关风险，包括一些潜在亏损可能会暴露出来。此外，考虑到大量中小企业难以从正常的银行渠道获取贷款被迫依赖理财渠道的资金，在对理财产品整顿的同时，推动中小银行服务小微、改善正规金融体系服务没有固定资产抵押品客户的能力也迫在眉睫。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8141

