

严监管的同时为市场留有余地

——央行《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号 S0280519040001

明确标债资产与非标资产的界限、认定标准。标准化债权类资产：一类依法发行债券、资产支持证券等固定收益证券（国债、地方政府债券、政府支持机构债券、金融债券、公司债、企业债、同业存单、信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易 ABS 等）；二是符合资管新规标准的债权类资产；三是监管部门根据标准化债权类资产认定的债券类资产。非标债权类资产：一是银登中心的理财直接融资工具，银行业信贷资产登记流转中心的信贷资产流转和收益权转让相关产品，北金所的债权融资计划，中证报价系统的收益凭证，上海保交所的债权投资计划、资产支持计划；二是不符合征求意见稿第一条、第二条、第三条所列条件的债权类资产；三是未符合标准化债权类资产所列条件且为单一企业提供债权融资的金融产品。新“非非标资产”：存款（包括大额存单），债券逆回购、同业拆借等形成的资产。

● **严监管的同时为市场留有余地。**由于不同类型金融机构对于标债资产与非标资产投资限制有所不同，一直以来对于银登中心的理财直接融资工具，银行业信贷资产登记流转中心的信贷资产流转和收益权转让相关产品，北金所的债权融资计划，中证报价系统的收益凭证，上海保交所的债权投资计划、资产支持计划等场所的传统“非非标”项目，由于之前未被纳入监管部门非标准化债权类资产统计范围，因此各金融机构在具体投资限制方面执行标准不一，成为了资管新规具体操作中的灰色地带。此次，征求意见稿严格了非标界定，这一方面高于市场预期，反映了监管层严控风险的决心；但是对非标资产投资以及监管标准执行上，做出了过渡期安排，在严监管的同时也保留了一定空间，也是为了“尽量避免由于标债资产认定造成市场大幅波动”在“充分尊重相关市场参与者及基础设施机构意愿”基础上，推动市场平稳过渡，有效防范非标处置风险的风险。

● **对不同市场主体和金融机构影响几何？**对实体经济影响有限。虽然非标投向主要是地产和城投，但地产和城投融资方式较多，例如 9 月地产通过信托融资占比仅为 17.89%，非标融资在地产和城投中占比较低，因此新规对实体经济影响主要为边际影响，整体影响有限。利好债市和标准化资产。各大机构对非标的投资规模将会进一步被压缩，更多的资金将会流向标准化资产，长期利好标准化资产中的高等级信用债和利率债；其次，利好通过向央行申报实现非标转标的资产。例如，票据的标准化处理试图改变之前票据不可“等分化”难以算作标债资产的困境，一旦票据标准化成为标准资产，将会有效扩大标准票据的投资范围，为企业增添新的融资途径。对银行理财子公司而言，征求意见稿倒逼银行理财子公司加强投研能力，摆脱对非标资产的依赖，转向股票、债券等风险资产寻找投资机会；对于信托而言，短期影响业务收入，规模也会出现一定程度收缩；对于券商而言，将会通过下沉信用资质挖掘中低等级信用债的投资机会，来获取较高收益；对其他类型资管机构而言，将会影响部分传统非标资产的压降，对相关持有机构带来一定程度的冲击。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 明确标债资产与非标资产的界限、认定标准.....	3
1.1、 何为标准化债权类资产？	3
1.2、 非标准化债权类资产的认定	4
1.3、 新“非非标资产”界定.....	4
2、 严监管的同时为市场留有余地.....	4
3、 对不同市场主体和金融机构影响几何？	5
4、 大类资产观察（2019.10.07-2019.10.13）	6
4.1、 股票市场	6
4.2、 债券市场	7
4.3、 外汇市场	8
4.4、 房地产市场	8
4.5、 大宗商品市场	9

图表目录

图 1: 发达经济体主要资本市场表现.....	7
图 2: 新兴经济体主要资本市场表现.....	7
图 3: 中债国债到期收益率曲线.....	8
图 4: 美国国债到期收益率曲线.....	8
图 5: 美元指数与人民币汇率.....	8
图 6: 日元、欧元、英镑兑美元汇率.....	8
图 7: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积.....	9
图 8: 一二三线城市商品房成交分化.....	9
图 9: 原油期货价格指数.....	9
图 10: 黄金价格指数.....	9
图 11: 南华商品涨跌幅度.....	9
图 12: 南华农产品涨跌幅度.....	9
图 13: 南华能化涨跌幅度.....	10
图 14: 南华工业涨跌幅度.....	10
图 15: 南华金属涨跌幅度.....	10
图 16: 南华贵金属涨跌幅度.....	10
表 1: 标准化债权类资产应当同时符合的条件	3

事件：2019年10月12日，央行发布公告称，为规范金融机构资产管理产品投资，强化投资者保护，促进直接融资健康发展，有效防控金融风险，拟明确标准化债权类资产与非标准化债权类资产的界限、认定标准及监管安排，引导市场规范发展，对外发布了《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》。

1、明确标债资产与非标资产的界限、认定标准

2018年4月27日央行等四部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）之后，标志着我国资管行业从野蛮生长时期步入规范发展的新时代，此后监管部门还颁布了《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”）、《商业银行理财子公司管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》等相关配套文件，均是资管新规在商业银行、银行理财子公司、私募资管等行业的配套实施细则，基本原则与“资管新规”要求大致保持一致。本征求意见稿延续了资管新规的要求，进一步明确了标准化债权类资产与非标准化债权类资产的界限、认定标准及监管安排，可以看作是资管新规配套监管措施的延续。

1.1、何为标准化债权类资产？

2018年4月27日颁布的《资管新规》第十一条明确了标准化债权类资产应符合五个条件，即一是等分化、可交易；二是信息披露充分；三是集中登记、独立托管；四是公允定价、流动性机制完善；五是在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。但随后资管新规又补充说明，标准化债权类资产的具体认定规则由中国人民银行会同金融监督管理部门另行制定。因此，此次央行对外发布的《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》可以看作是资管新规关于标准化债券认定条件的完善和配套监管措施的延续。

此次，征求意见稿明确了标准化债权类资产主要包括三类：一类依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，主要包括国债、中央银行票据、地方政府债券、政府支持机构债券、金融债券、非金融企业债务融资工具、公司债券、企业债券、国际机构债券、同业存单、信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券，以及固定收益类公开募集证券投资基金等；二是符合资管新规标准的债权类资产；三是明确由为债权类资产提供登记托管、清算结算等基础设施服务机构作为申请主体，向人民银行提出标债资产认定申请，人民银行会同金融监督管理部门根据标准化债权类资产认定申请所列的五个条件及有关规定进行认定的债券类资产。

表1： 标准化债权类资产应当同时符合的条件

符合标准化债权类资产条件	具体要求
等分化，可交易	以簿记建档或招标方式非公开发行，发行与存续期间有2个（含）以上合格投资者，以票面金额或其整数倍作为最小交易单位，具有标准化的交易合同文本。
信息披露充分	投资者和发行人在发行文件中约定信息披露方式、内容、频率等具体安排，信息披露责任主体确保信息披露真实、准确、完整、及时。发行文件中明确发行人有义务通过提供现金或金融工具等偿付投资者，或以破产隔离的基础资产所产生的现金流偿付投资者，并至少包含发行金额、票面金额、发行价格或利率确定方式、期限、发行方式、承销方式等要素。
集中登记，独立托管	在人民银行和金融监督管理部门认可的债券市场登记托管机构集

符合标准化债权类资产条件	具体要求
公允定价，流动性机制完善	采用询价、双边报价、竞价撮合等交易方式，有做市机构、承销商等积极提供做市、估值等服务。买卖双方优先依据历史成交价格或做市机构、承销商报价确定交易价格。若该资产无历史成交价格或报价，可参考其他第三方估值。提供估值服务的其他第三方估值机构具备完善的公司治理结构，能够有效处理利益冲突，同时通过合理的质量控制手段确保估值质量，并公开估值方法、估值流程，确保估值透明。
在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易	为其提供登记托管、清算结算等基础设施服务的机构，已纳入银行间、交易所债券市场基础设施统筹监管，按照分层有序、有机互补、服务多元的原则与债券市场其他基础设施协调配合，相关业务遵循债券和资产支持证券统一规范安排。

资料来源：中国人民银行网站，新时代证券研究所

1.2、非标准化债权类资产的认定

非标界定趋严。资管新规认为，标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。但是在此次央行对外发布的《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》明确了非标准化债权类资产的界定：**一是**对于银登中心的理财直接融资工具，银行业信贷资产登记流转中心的信贷资产流转和收益权转让相关产品，北金所的债权融资计划，中证报价系统的收益凭证，上海保交所的债权投资计划、资产支持计划；**二是**不符合征求意见稿第一条、第二条、第三条所列条件的债权类资产；**三是**未同时符合标准化债权类资产所列条件且为单一企业提供债权融资的各类金融产品，均是非标准化债权类资产。对于此外既不符合《资管新规》对标准化债权的界定，同时也不符合《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（8号文）的非标定义，定位较为模糊“非非标”产品，此次征求意见稿明确将其认定为非标准化债权类资产，因此征求意见稿对非标的界定趋严。

1.3、新“非非标资产”界定

此外，征求意见稿同时明确规定，非标准化债权类资产不包括存款（包括大额存单），以及债券逆回购、同业拆借等形成的资产。主要是上述资产既不符合标准化资产认定标准，实际操作中监管部门也未将其作为非标资产进行考量，主要为银行和非银机构提供流动性，也并非为非金融企业提供债权融资，因此将其认定为新的“非非标资产”。

2、严监管的同时为市场留有余地

资管新规对金融机构发行资产管理产品投资于非标资产方面进行了严格规定，明确要求投资非标资产应当遵守金融监督管理部门制定的有关**限额管理、风险准备金要求、流动性管理**等监管标准，尤其是非标到期后的续作除了期限难以匹配的，其余均需在净值管理、打破刚兑、信息披露等方面符合资管新规要求。

理财新规对于非标处置方面，商业银行理财产品可以投资于非标准化债权类资产，但不得超过理财产品发行银行资本净额的10%；理财新规也指出投资于非标准

化债权类资产的的限额：商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类资产余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%；**期限匹配方面**，商业银行理财产品直接或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理财产品的到期日或者开放式理财产品的最近一次开放日；商业银行不得为理财产品投资的非标准化债权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺，不得用本行信贷资金为本行理财产品提供融资和担保；于过渡期结束后由于特殊原因而难以回表的存量非标资产以及未到期的存量股权类资产，可以采取适当安排妥善处理。同时，为解决表外回表占用资本问题，央行在 MPA 考核时将合理调整有关参数，支持商业银行通过发行二级资本债补充资本。

此次，征求意见稿认为，未被纳入征求意见稿发布前金融监督管理部门非标准化债权类资产统计范围的资产，在资管新规过渡期内，可豁免资管新规关于非标准化债权类资产投资的期限匹配、限额管理、集中度管理、信息披露等监管要求。对于发布后新增的，不予以豁免。过渡期结束后尚在存续期内的，按照资管新规要求妥善处理。

整体来看，由于不同类型金融机构对于标债资产与非标资产投资限制有所不同，一直以来对于银登中心的理财直接融资工具，银行业信贷资产登记流转中心的信贷资产流转和收益权转让相关产品，北金所的债权融资计划，中证报价系统的收益凭证，上海保交所的债权投资计划、资产支持计划等场所的传统“非非标”项目，由于之前未被纳入监管部门非标准化债权类资产统计范围，因此各金融机构在具体投资限制方面执行标准不一，成为了资管新规具体操作中的灰色地带。此次，征求意见稿严格了非标界定，这一方面高于市场预期。但是对非标资产投资以及监管标准执行上，做出了过渡期安排，在严监管的同时也保留了一定空间，也是为了“尽量避免由于标债资产认定造成市场大幅波动”在“充分尊重相关市场参与者及基础设施机构意愿”基础上，推动市场平稳过渡，有效防范非标处置风险的风险。

3、对不同市场主体和金融机构影响几何？

对实体经济影响有限。由于非标投向主要是地产和城投，其中，地产通过信托等非标融资模式融资占信托余额上升为 15.38%，未来在“房住不炒”的背景下，这一比例将会持续下降。但是地产和城投融资方式较多，例如 9 月地产通过信托融资占比仅为 17.89%；通过发行定向融资工具、债券/收益权转让、发行资产支持专项计划、向金融机构借款、发行中票、委托贷款、股权融资、境外债券融资等融资方式依然占地产主要资金来源。可见未来随着征求意见稿的颁布，将会对房地产企业和城投平台产生一定影响，企图通过非标途径获得资金的融资方式将会被大规模压缩，由于非标融资占比较低，因此，征求意见稿对实体经济影响主要为边际影响，整体影响有限。

利好债市和标准化资产。由于资管新规对金融机构投资非标有较严格的限制，随着标准资产门槛认定标准的进一步明确，各大机构对非标的投资规模将会进一步被压缩，更多的资金将会流向标准化资产，这将是未来资管新规过渡期之后的长期趋势，因此长期利好标准化资产中的高等级信用债和利率债；其次，利好通过向央行申报实现非标转标的资产。例如，票交所过创设新产品的方式推出的标准化票据，目前尚未向央行提交进行标准化认定，但有较大可能成为新的“标准化资产”。其通过归集持票人手中的票据，由票交所作为存托机构将票据资产打包再分割成标准化资产出售，票据的标准化处理试图改变之前票据不可“等分化”难以算作标债资产的困境，一旦票据标准化成为标准资产，将会有效扩大标准票据的投资范围，为

企业增添新的融资途径。

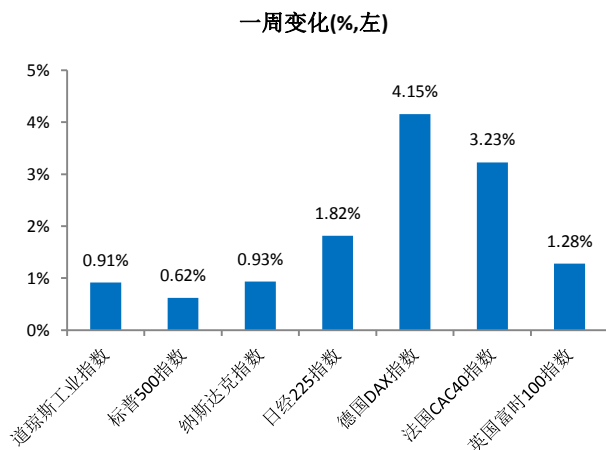
对不同机构的影响：**对银行理财子公司而言**，征求意见稿加速银行理财从非标债权资产向标准债权资产转型，资产端压力将会进一步增加，倒逼银行理财子公司加强投研能力，摆脱对非标资产的依赖，转向股票、债券等风险资产寻找投资机会，股市、债市等资产将是受益者。**对于信托而言**，城投、地产等非标业务将会被进一步压缩，投向房地产的资金将会减少，短期影响业务收入，规模也会出现一定程度收缩；**对于券商而言**，过去依赖高杠杆、通道业务非标投资将会面临转型，由于资金成本较高，将会通过下沉信用资质挖掘中低等级信用债的投资机会，来获取较高收益；**对其他类型资管机构而言**，征求意见稿为各类债权类资产提供了明确的标债资产认定路径，也为非标转标提供了可操作路径，对于传统“非标”资产并没有实质影响，主要是之前通过银登中心的理财直接融资工具、银行业信贷资产登记流转中心的信贷资产流转和收益权转让、北金所的债权融资计划、中证报价系统的收益凭证、上海保交所的债权投资计划、资产支持计划等路径可以实现非标转标，但是征求意见稿全部将其认定为非标资产，这样将会影响部分传统非标资产的压降，对相关持有机构带来一定程度的冲击。

4、 大类资产观察（2019.10.07-2019.10.13）

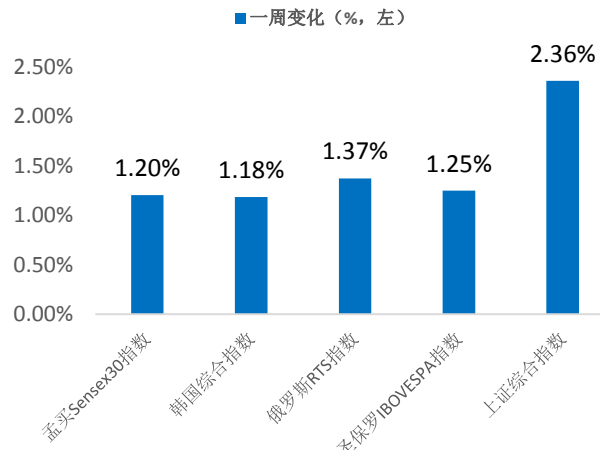
4.1、 股票市场

中美贸易摩擦缓和，美三大股指集体收涨。上周，特朗普在白宫椭圆形办公室就美中经贸磋商回答中外记者提问，他很高兴看到中美经贸磋商取得了实质性的第一阶段成果，这对美中两国和世界都是重大利好；叠加美联储表示，将自10月中旬起每月购入600亿美元国库债券，以重建资产负债表，避免9月货币市场的震荡局面重新上演。风险资产上行，美国三大股指集体收涨。其中，道指周涨0.91%，收于26816.59点；标普500指数周涨0.62%，收于2970.27点；纳指周涨0.93%，收于8057.04点。

欧洲和亚太股市大幅上行。上周，受贸易和英国脱欧利好消息提振，欧股集体收涨，德国DAX指数周涨4.15%，收于12511.65点，法国CAC40指数周涨3.23%，收于5665.48点；英国富时100指数周涨1.28%，收于7247.08点。**亚太股市全线上行**，韩国综指周涨1.18%，收于2044.61点；日经225指数周涨1.82%，收于21798.87点；上证指数周涨2.36%，收于2973.66点。

图1：发达经济体主要资本市场表现

资料来源：wind，新时代证券研究所

图2：新兴经济体主要资本市场表现

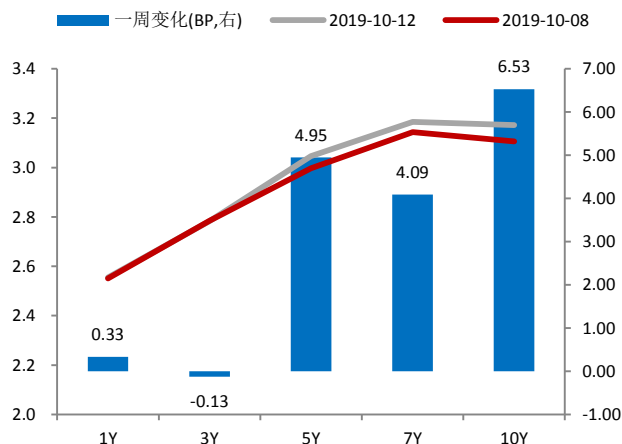
资料来源：wind，新时代证券研究所

4.2、债券市场

美债收益率多数上行，3月期和10年期美债结束倒挂。上周，新一轮中美经贸高级别磋商在华盛顿结束，双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展；同时美联储罗森格伦表示仍然没有看到10月美联储降息的理由，美联储货币政策当前是宽松的，经济继续表现向好，不需要采取刺激措施，美债收益率再度出现大幅上行。其中，1年期短端美债收益上行9BP至1.67%；3年期、5年期、7年期美债收益率均上25BP，分别报1.60%、1.59%、1.68%；10年期美债收益率大幅上行24BP，报1.76%；30年期美国国债收益率上行18BP，收至2.198%。

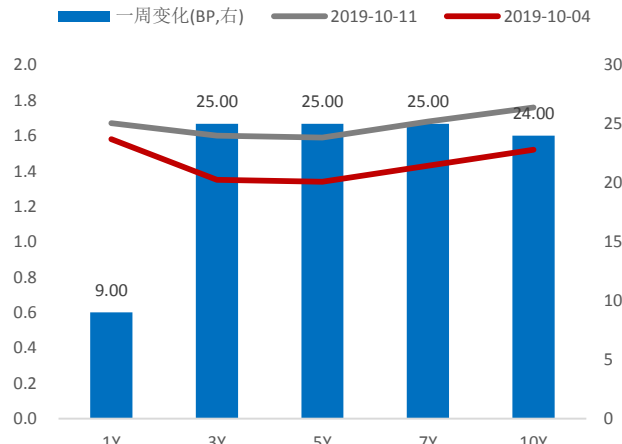
国内债券市场：期限利差走阔，国债收益率小幅上行。上周，央行未开展公开市场操作，公开市场共有3200亿元逆回购到期，实现净回笼3200亿元。资金面方面，银行间市场资金面持续宽松，货币资金多数下行，期中银行间隔夜质押式回购利率较节前下行53.25BP，至2.2187%；10月15日，央行对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率0.5个百分点，定向降准释放资金约1000亿元。整体来看，银行间流动性较为充裕。国债收益率纷纷上行，其中1年期国债收益率上行0.33BP至2.5546%，3年期国债收益率下行0.13BP，5年、7年期国债收益率分别上行4.95BP、4.09BP，10年期国债收益率上行6.53BP，至3.1716%。10Y-1Y期限利差走阔6.2BP至61.70BP。

图3： 中债国债到期收益率曲线



资料来源：wind，新时代证券研究所

图4： 美国国债到期收益率曲线



资料来源：wind，新时代证券研究所

4.3、 外汇市场

美元避险需求下降，美元指数连跌两周，非美货币上行。上周，美元避险需求下降，英镑因英国脱欧前景向好而大涨，美元指数连跌两周，周跌0.52%，收于98.34，非美货币多数上行，其中，英镑兑美元周涨2.54%，报1.2649；欧元兑美元创三周新高，周涨0.54%，报1.1037；美元兑日元周涨1.39%，报108.42。离岸人民币兑美元大涨158BP，美元兑人民币汇率中间价升值2BP，收于7.0727。

图5： 美元指数与人民币汇率

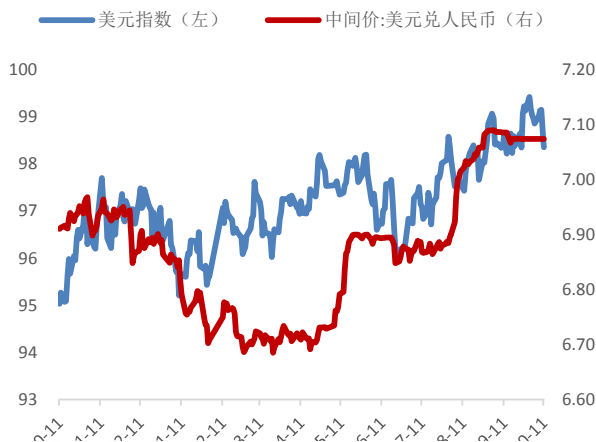
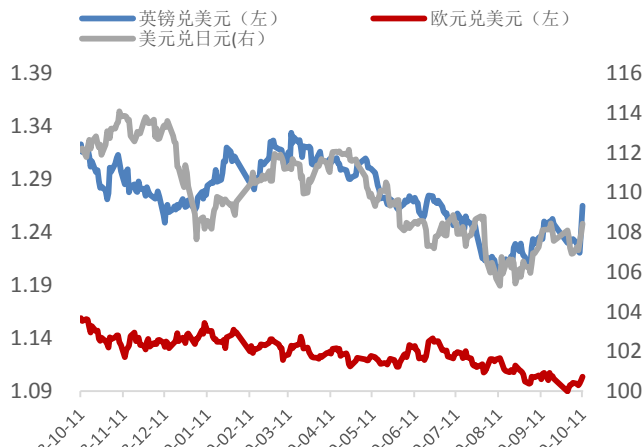


图6： 日元、欧元、英镑兑美元汇率



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_9692

