



孙彬彬：理财监管怎么看？



意见领袖 | 孙彬彬



摘要：

理财全面规范真正进入了倒计时阶段。

理财从一开始的无序扩张到逐渐规范，理财监管也从分治阶段到搭建监管框架、再到逐步完善，无序发展的乱象得到遏制，有效化解金融系统性风险。

当前理财监管执行到什么阶段？

总体来看，银行理财规范化程度有所提高，年底前绝大部分银行机构可完成整改。但对照资管新规进行逐项观察，银行理财净值化转型仍有压力。

未来还有哪些方面需要进一步整改？

要严加防范部分银行保本理财反弹、现金管理类理财占比仍触监管红线、影子银行死灰复燃风险，同时还有监管层面关注的其他风险，例如风险隔离、关联交易、资金投向、信息披露等。

在同类资管业务监管标准趋同的框架下，考虑到公募基金总体规则最为透明和规范，银行理财监管在总体向公募看齐的方向较为明确。

对于债券市场意味着什么？

首先从大资管角度出发，银行理财的总体优势被大幅削弱，逐步与其他类型机构趋同竞争。这就直接带来标准化资产的竞争。

所谓资产荒，始终是供需两端，供给在于新旧动能转换和监管，而需求则部分在于理财全面转型背景下的净值化和非标转标。

高等级信用（特别是交易所质押券），短久期信用债和其他流动性较好的品种，是理财加速净值化转型过程中，显著青睐的品种。我们可以从相关利差变化中看到对应的影响。

其次，考虑到理财产品需求的客群特征，转型过程中仍然需要借助一些特定策略实现净值稳定。比如适度运用成本法以稳定定开产品净值。

第三，理财转型进入倒计时和监管态度，意味着擦边球策略可能面临逐步退出，从而进一步加大组合产品的流动性管理要求，可能增加市场流

动性压力。

第四，对于仍然犹豫的中小银行进一步明确资管转型难度，从而加速退出，而总体理财子能否全部承接仍有不确定性，毕竟理财收益稳定性和净值化存在或有矛盾。

方向上，需要关注后续银行理财总体规模变化，规模增长则净值化需求稳定，如果规模无法实现增长，则今年前三季度资产荒的供需状态可能有所改变。

总体上，债市关键还是看央行，稳字当头与言行一致，则无需担忧什么。但是在边际上，考虑目前市场总体做多的组合久期和策略方向，面对 2 附近的隔夜，仍然需要关注边际的扰动，理财监管的走向可能成为年底前边际扰动之一。所以我们还是建议关注未来利率的位置，我们给出的十年国债区间是 2.75-3.15%。

策略展望：理财监管怎么看？

8 月下旬以来，有关银行理财监管的新闻频频发布，自规范银行理财业务以来，有哪些监管文件落地？后续还有哪些待执行？将对债市有何影响？

1.1. 理财从扩张到规范

2013 年以来，银行借助“银信”、“银证”等通道，借助“同业存单-同业理财-委外”等方式，依托资金池将表内资产表外化，银行理财规模

出现高速增长。因为理财扩张中伴随着诸多问题，其中影子银行扩张、资产质量不实、同业空转和金融部门杠杆率过快提升的问题陆续引发监管关注。

图 1：2010 年以来理财规模快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2016 年以前金融部门杠杆率快速上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1.1. 银行理财监管有哪些内容

2016 年 7 月 27 日，银监会发布《银行业理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，《2016 年第三季度货币政策执行报告》中提到“正在着手研究将表外理财纳入宏观审慎评估中的广义信贷指标范围，引导银行加强对表外业务的风险管理”，随后于 12 月 19 日正式将表外理财纳入 MPA，理财业务监管拉开帷幕。

总体来说，银行理财监管可以划分为三个阶段，即分治监管、统一监管和监管完善阶段：

(1) 第一阶段（2017 年-2018 年初）：分治监管阶段

在此期间，央行、银保监会针对银行业乱象、信托、债券交易、同业

业务等方面逐步实施监管整治，银行理财产品贯穿其中，没有提出整体规范性框架。

2017 年 3 月，银监会启动“三三四十”，整治银行市场乱象、监管套利和不当行为，指出银行业发展“十大乱象”，明确了十个重点领域的落实方针；2017 年末发布《商业银行流动性风险管理办法》(征求意见稿)。2018 年 1 月，银监会再度出手整治市场乱象，延续“三三四十”自查。

表 1：2017 年-2018 年初银行业监管文件

时间	发布机构	相关文件或会议
2017/03/28	银监会	《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》
2017/04/07	银监会	《关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》
2017/04/07	银监会	《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》
2017/04/10	银监会	《关于银行业风险防控工作的指导意见》
2017/04/10	银监会	《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》
2017/04/10	银监会	《关于进一步排查企业互联网贷款风险隐患的通知》
2017/04/10	银监会	《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》
2017/04/12	银监会	《关于切实弥补监管短板 提升监管效能的通知》
2017/12/06	银监会	《商业银行流动性风险管理办法》(征求意见稿)
2017/12/22	银监会	《关于规范银信类业务的通知》
2017/12/26	银监会	《金融资产管理公司资本管理办法》
2018/01/05	银监会	《商业银行大额风险暴露管理办法》征求意见稿
2018/01/05	银监会	《商业银行股权管理暂行办法》
2018/01/06	银监会	《商业银行委托贷款管理办法》
2018/01/13	银监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》
2018/03/06	银监会	《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》
2018/03/12	银保监会	《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》
2018/05/25	银保监会	《商业银行流动性风险管理办法》

资料来源：原银监会、银保监会，天风证券研究所

同时，监管层对同业投资也进行限制。

表 2：与同业业务相关的监管政策

时间	监管部门	政策文件/事件
2017/08/12	《2017 年第二季度货币政策执行报告》	拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。
2017/08/31	《中国人民银行公告〔2017〕第 12 号》	修改《同业存单发行管理办法》，要求自 2017 年 9 月 1 日起，金融机构不得新发行期限超过 1 年（不含）的同业存单。
2018/04/05	银监会《商业银行大额风险暴露管理办法》	提高了单家银行对单个同业客户风险暴露的监管要求，与当前治理同业乱象的政策导向一致，有助于引导银行回归本源、专注主业，弱化对同业业务的依赖。
2018/05/11	《2018 年第一季度中国货币政策执行报告》	拟于 2019 年第一季度评估时将资产规模 5000 亿元以下金融机构发行的同业存单纳入 MPA 考核。

资料来源：中国人民银行、原银监会，天风证券研究所

郭树清在“防范化解金融风险，奋力跨越重大关口”专题会议[1]上指出，“在化解‘类信贷’业务风险过程中，合理安排过渡期，先由机构自查再由监管部门检查，有计划、分步骤，渐次达成目标。在整治同业业务时，先从规范同业投资和同业理财入手，使特殊目的载体投资放慢增幅，继而出现负增长。同业理财余额逐月下降，至今已压减三分之二。与此同时，同业存放和同业存单则只有较小变化。直至去年底今年初，才开始启动规范委托贷款和信托贷款，同样没有采取‘一刀切’和急刹车的办法”。

总体来看，这一阶段中金融部门监管取得初步成效。

（2）第二阶段（2018 年初-2018 年末）：统一监管阶段

2016 年 7 月银监会下发的理财新规（征求意见稿）并未有进一步下文。2017 年 11 月资管新规（征求意见稿）出台，随后于 2018 年 4 月正式落地，统一同类资产管理产品监管标准，实行公平的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间，力求针对性解决部分业务发展不规范、多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题，由此开启统一监管

阶段。

随着理财新规和理财子新规相继落地，作为资管新规在理财领域的配套监管措施，针对性建立了银行理财产品及银行理财子公司的监管框架，银行理财发展方向明确。

表 3：第二阶段理财监管框架性文件

时间	主旨方向	相关文件或会议
2017/11/17	资管新规（征求意见稿）	中国人民银行关于《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见的公告
2018/4/27	资管新规	人民银行、银保监会、证监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见
2018/7/20	资管新规补丁	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
2018/7/20	理财业务监管（征求意见稿）	中国银保监会就《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见
2018/9/28	理财业务监管	中国银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》
2018/10/19	理财子公司监管（征求意见稿）	中国银保监会关于《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》公开征求意见的公告
2018/12/2	理财子公司监管	中国银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》

资料来源：中国人民银行、中国银保监会等，天风证券研究所

（3）第三阶段（2019 年初至今）：监管完善阶段

2019 年初开始，理财监管逐渐细化，针对资管新规、理财新规和理财子新规查缺补漏、深化监管要求。期间相继对理财子净资本监管、理财子销售管理、现金管理类理财、理财产品流动性提出更明晰的监管指引，进

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_35078

