

# 资管产品有序转型，形成 “直接融资+间接融资”并重配置

◎阮健弘 张璇

**摘要：**国际金融危机以后，我国金融机构资管产品体量逐渐增大，资管产品风险隐患一度非常严重。经过两年多治理，资管产品平稳有序转型，风险明显收敛，服务实体经济的总量扩大、方式优化，逐渐形成“直接融资+间接融资”并重的配置结构。但同时，资管产品发展仍然面临资管风险未完全消除和金融市场容量、深度有限的挑战。当前我国资管产品已从“抓防范、防风险”进入“促转型、归本源”为主要特征的新发展阶段，建议做好四个方面工作：一是充分发挥“双支柱”调控框架的有效性，保持合理适度的流动性，为资管产品转型提供稳健的宏观环境。二是在稳妥做好资管新规过渡期整改工作的基础上，进一步完善相关监管措施。三是大力发展多层次健康的金融市场，为资管产品提供长期有效的资金来源和优质稳健的资产配置渠道。四是持续深化利率市场化改革，使资管产品在资源配置中发挥更有效的作用。

**关键词：**资管产品 资管新规 风险

---

作者阮健弘系中国人民银行调查统计司司长，张璇系中国人民银行调查统计司统计制度处副处长。

国际金融危机以后,随着金融业态的扩展和跨行业、跨市场经营的扩张,以银行理财、资金信托为代表的金融机构资管产品体量逐渐增大;2012年以后,券商资管、基金专户等证券业资管产品也加入快速增长的行列,逐渐形成了由银行理财、信托公司资管产品、证券公司及其子公司资管产品、基金管理公司及其子公司专户、期货公司及其子公司资管产品、保险资管产品、金融资产投资公司资管产品和公募基金八大类产品组成的资管产品市场。以资管新规为分界,我国资管产品经历了一个从野蛮生长到转型发展的过程。2020年9月末,金融机构资管产品资产合计89.2万亿元,接近金融业表内<sup>①</sup>总资产的三成,仅次于银行业金融机构,是我国金融体系的重要组成部分。资管产品实现规模稳步增长的同时,整体风险得到有效控制,在直接融资和间接融资两方面都发挥了重要作用。但资管风险仍未完全消除,部分产品风险仍需密切关注。未来,应进一步发挥“双支柱”调控框架的有效性,提高资管产品监管的精细化程度,进一步拓展金融市场的广度和深度,持续深化利率市场化改革,为资管产品规范发展提供条件。

## 一、我国资管产品风险隐患一度非常严重

2016年末,金融机构资管产品资产规模约达到89万亿元,同比增长超过30%,约为同期我国金融业总资产增速的2倍。2017年,资管业务增速虽然比2016年有所放缓,但到年末规模继续扩张至94万亿元。在规模大幅扩张的同时,资管业务风险不断聚集,乱象丛生。

一是影响货币政策有效性。以银行理财为代表,存在事实上的刚性兑付,成为银行业除M2之外为社会提供流动性的渠道,表内资金投资资管产品对贷款也有明显的替代效应,影响对流动性和传统货币传导机制的判断。2016年是银行理财增速最快的时期,如果将理财募集资金与M2相加衡量社会流动性,比同期M2的增速高4个百分点左右。从价格上看,也抬高了无风险

<sup>①</sup> 含银行业、证券业和保险业金融机构。

收益率水平，扭曲了资金价格。

二是利用资金池进行期限错配。资管产品普遍存在资金池运作，资产和负债两端期限错配比较严重，一旦难以募集到后续资金，又无法通过市场解决流动性问题，可能发生兑付风险，并通过嵌套产品链条向其他机构传导。

三是资管产品演化为银行表内资金的资金通道。为了绕道规避监管，银行以银信合作、银证合作、银保合作、银基合作等模式迅速发展通道业务，最终投资“非标”资产，这类业务与银行信贷本质近似，但不受严格的银行信贷监管，是最典型的“影子银行”业务。2016年末，银行通过拆借、回购等方式为资管产品提供流动资金同比增长32%；银行直接购买资管产品同比增长93%。券商资管、基金专户等产品中，超过60%为银行“通道”业务。

四是层层嵌套，杠杆叠加。2016年前后，资管产品之间嵌套的规模很大，层级复杂，甚至出现过嵌套层级超过七级的产品。同时，部分资管产品负债运作，借助信用债质押回购等方式在嵌套过程中循环放大杠杆。导致2015年股灾的场外配资的资金来源中，很大一部分就是银行理财资金。理财资金本身无法直接进入股市，但可以通过对接伞形信托—私募基金—配资公司的嵌套路径，最终进入股市，路径上的每个环节都可以加杠杆，一旦市场波动，影响将成倍放大。

五是底层信用资产质量堪忧。以信托产品为例，2015—2016年，信托公司的延期兑付和违约事件频频发生。截至2016年末，信托风险项目共545个，比2014年末增加185个；涉及信托资产1175亿元，比2014年末增加394亿元。

## 二、资管产品转型的效果和特点

针对资管产品野蛮生长的乱象，人民银行与银保监会、证监会、外汇局认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，以资管新规为核心，制定并推进落实一系列政策措施；同时建立了覆盖银行、证监、保险业金融机构的资管产品统计，基本摸清资管产品底数。统计数据显示：经过两年多的治理，金融机构资管产品平稳有序转型，来自住户和非金融企业的稳定资金来源持续增

加,从整体看,风险明显收敛,服务实体经济的总量扩大、方式优化,逐渐形成“直接融资+间接融资”并重的配置结构;分产品看,各类资管产品的运行特点和转型效果存在差异。

(一) 总量上经历了从下降到稳定增长的过程,来源于住户和非金融企业的资金持续增加

资管新规后,资管产品总体资产规模最初经历了一个逐渐收缩的阶段,2019年末比新规前(2017年末)减少约8万亿元。2020年以来,资管产品资产规模进入稳定增长阶段。到9月末,金融机构存续资管产品共13.5万只,直接汇总的资管产品资产合计89.2万亿元,同比增长4.4%;比年初增加3.1万亿元,同比多增4.7万亿元。如果剔除资管产品相互之间的交易,增加更为明显,9月末资管剔除交叉后资产合计72.7万亿元,同比增长8.6%,比年初增加4.5万亿元。从募集方看,9月末资管产品募集资金余额82.2万亿元,同比增长3.6%,比年初增加2.8万亿元。

从资金来源的构成看,资管规模的增长主要源于住户和非金融企业资金的增加。一是资管来源于住户的资金放量增长。9月末,来源于住户的资金余额为34.3万亿元,比年初增加2.8万亿元,占全部资金来源增量的九成。二是来源于非金融企业的资金也有所增长,9月末余额为7.3万亿元,比年初增加3604亿元。

(二) 主要风险指标明显改善,整体风险呈收敛状态

一是净值型资管产品占比稳步上升。9月末,净值型产品募集资金占全部资管产品募集资金余额的64.2%,比年初提高8.7个百分点。二是去通道进程加快,同业交叉持有明显下降。9月末,资管产品来源于同业的资金规模<sup>①</sup>为42.4万亿元,同比下降5.3%,比年初减少1.6万亿元;同业资金来源占全部资金来源的比重为47.5%,比年初下降3.5个百分点。三是杠杆率冲高后回落,

<sup>①</sup> 包括来源于资管产品、金融机构表内以及其他特定目的载体的资金。

保持基本稳定。2020年一季度，资管产品平均负债杠杆率（总资产/募集资金）短暂冲高，此后有所回落。到9月末，资管产品平均负债杠杆率为108.6%，与年初持平，其中，理财产品杠杆率比年初下降0.5个百分点。四是非标债权资产持续减少。9月末，资管产品投资贷款、资产收益权和票据等非标准化债权类资产同比下降8.2%，占资管产品净资产的比重比年初下降2.1个百分点，规模和占净资产比重均已降至新低。

### （三）服务实体经济的总量扩大、方式优化

在服务实体经济方面，资管产品较过往发挥了更有效的作用。一方面是总量扩大。9月末，资管产品底层资产配置到实体经济的资产余额合计39.4万亿元，同比增长6.3%，比年初增加2.3万亿元，同比多增2.4万亿元；占资管产品规模的44.2%，比年初提高1.1个百分点。另一方面是资产结构改善。从资产类别看，非标资产不断减少，企业债券和股票等标准化资产占比不断提升。9月末，资管产品配置于非金融企业债券和股票资产余额合计为21万亿元，同比增长25.9%，比年初增加3.6万亿元；标准化资产占投向实体经济的比重比年初提高6.4个百分点。从行业上看，新增资金以投向基建行业<sup>①</sup>为主，投向房地产业资金持续减少。9月末，投向基建行业的资金余额为15.2万亿元，比年初增加1.3万亿元；投向房地产业的资金为4.1万亿元，比年初减少3920亿元。

### （四）资管产品在直接融资和间接融资两方面都扮演了重要角色

在非标资产受到严格控制的情况下，资管资金的主要运用渠道已经转向标准化资产和金融机构表内，分别在直接融资和间接融资两方面发挥作用。

直接融资方面，住户和企业通过资管产品投资金融市场上的标准化金融资产，促进了直接融资发展。对客户来说，可以依靠资管机构专业的金融服

---

<sup>①</sup> 基建行业包括建筑业，租赁和商务服务业，水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业。

务,获得市场投资收益。对资管产品本身来说,是回归代客理财本源的表现,有利于提升金融市场发展的深度和广度。一是持有债券规模快速增加。9月末,资管产品持有的各类债券(不含票据)余额为27.6万亿元,同比增长19.9%,比年初增加3.8万亿元。资管持有公司类信用债规模市场占比在五成左右,其中,银行理财持有占比约为两成。二是加大对股票资产配置。9月末,资管产品持有的股票资产余额为5.9万亿元,同比增长50.2%,比年初增加1.6万亿元。资管持有的股票资产约占同期A股总市值的8%,占流通市值的10%。

间接融资方面,资管产品吸收住户和企业资金,并以金融债、同业存款和存单等形式配置到银行表内,通过表内资金运用为实体经济提供间接融资。9月末,资管产品投向同业存款、存单和金融债的余额合计为23.3万亿元,同比增长19.9%,比年初增加2.2万亿元。回表资金最终通过表内信贷和债券投资等投向实体经济,9月末银行表内贷款同比增长12.8%,债券投资同比增长17.2%,都保持在较高水平。

#### (五) 不同品种的资管产品运行特点和转型效果存在比较明显的差异

一是公募基金规模快速攀升。2020年以来,公募基金在所有资管产品中发展最为亮眼,9月末公募基金资产余额19.4万亿元,前三季度累计增长3.3万亿元,规模在八大类资管中已跃居第二,仅次于银行理财。公募基金传统投资领域是债券、股票等标准化资产,加上净值化程度高,信息披露比较充分透明,在八大类资管产品中转型压力最小。同时公募基金还拥有募集方面的优势,资金来源中四成以上为住户部门资金。2020年大部分时间,股市、债市收益较好,一方面吸引公募基金加大投资,另一方面也支持了净值的增长。

二是银行理财规模增长,净值化转型效果明显。9月末,银行理财资产余额为29.2万亿元,比年初增加1.5万亿元;净值型产品占比为59.4%,比年初提高14.2个百分点,在全部资管产品中提高最为明显。但银行理财目前仍然是银行调节表内外流动性的工具,募集资金呈现明显的季节性波动。

三是保险资管持续增长,重点配置协议存款。保险资管总量不大,9月末

为3.5万亿元，仅占全部资管的4%，但2020年开始快速增长，下半年各月同比增速均超过30%，远高于资管产品整体的增长速度。保险资管新增的资金重点用于配置协议存款，前三季度配置的银行协议存款增量占保险资管全部资产增量的64%。

四是券商资管、基金专户和信托产品规模持续收缩。这三类产品通常位于资金链下游，随着去通道、去嵌套的推进，规模收缩比较明显。9月末，券商资管资产余额为9.8万亿元，比年初减少1.4万亿元；基金专户资产余额为9.2万亿元，比年初减少3294亿元；信托产品资产余额为18万亿元，比年初减少8878亿元。

### 三、当前资管产品发展面临的挑战

经过两年多的治理，资管产品野蛮生长已经得到控制，在获得明显转型成效的同时，仍然面临以下挑战。

一是资管风险仍未完全消除，部分产品风险还需密切关注。从整体上看，资管产品各项风险持续收敛，特别是产品之间、产品与金融机构之间的复杂嵌套明显减少，与新规前相比，风险的传染性得到控制，由个体风险引发系统性风险的可能性降低。但部分产品风险还需密切关注，其中，信托产品净值化程度不高，不少底层资产投向非标债权，转型压力较大，若投资风格比较激进，流动性紧张，一旦遭遇外部冲击，兑付出现问题的可能性比较大。

二是金融市场容量和深度有限，制约资管产品长远健康发展。资管产品是债券和股票市场重要的参与者。从近两年资管产品转型的成效和长远目标来看，资管产品转型发展需要依托成熟健康的债券和股票市场，通过加大标准化金融资产的配置，实现净值化、控制非标、减少错配等目标，同时通过市场化手段消化和对冲金融风险。但我国目前债券和股票市场存在容量和深度不足的问题：（1）债券市场交易不够活跃，流动性不足，债券市场交易量、平均换手率等与成熟市场还有差距，活跃程度也有待提高。（2）股票市场容

量有待扩大,投资者结构有待完善。2019年末,我国股票市场总市值为59.3万亿元,而美国同期为我国的5~6倍。当前我国股票市场机构投资者持有流通市值占比不到20%,而美国机构投资者持有市值占比超过90%。金融市场承载能力的不足,对资管产品按资管新规要求选择资金来源和开展资产配置都会形成制约,不利于资管产品长远健康发展。

#### 四、未来发展的方向与风险防控重点

当前我国资管产品已从“抓防范、防风险”进入“促转型、归本源”为主要特征的新发展阶段。下一步,要深入贯彻落实中央经济工作会议提出的“巩固拓展防范化解重大金融风险攻坚战成果,处理好恢复经济和防范风险的关系”的要求,实现资管产品平稳有序转型和长远健康发展,在支持实体经济的同时防范金融风险。建议做好以下几方面的工作:

一是充分发挥“双支柱”调控框架的有效性,保持合理适度的流动性,为资管产品转型提供稳健的宏观环境。资管产品体量庞大,目前风险防范虽然已见成效,但要在化解风险的同时实现稳定发展,仍依赖于稳定的流动性环境。合理适度的流动性还可以稳定市场预期,增强公众对资管产品的信心,进而维护资管产品和整个金融体系的稳定。

二是在稳妥做好资管新规过渡期整改工作的基础上,进一步完善相关监管措施。坚持底线思维,强化资管新规的纲领性基础性作用,压缩监管套利空间;针对各类资管产品不同的专长和特点,提高各类产品监管的精细化程度;密切关注资管转型中的信用风险和流动性风险,及时制定有针对性的措施。

三是大力发展多层次健康的金融市场,为资管产品提供长期有效的资金来源和优质稳健的资产配置渠道。金融市场是资管产品转型以服务实体经济的关键依托。深化债券市场改革,夯实信用基础,增强债券市场流动性;扩大股票市场容量,提高金融市场深度,加强长期资金供给,为资管产品发展提供多元资金支持和有效投资渠道。

四是持续深化利率市场化改革，使资管产品在资源配置中发挥更有效的作用。在净值化转型的基础上，进一步提高资管产品风险定价能力，使净值真正反映风险和收益，在更广范围和更深程度上实现资源的有效配置。