

资管新业态

资管新规印发已过半月。有的细则正在紧锣密鼓地敲定，有的已经对市场产生影响，市场上已呈现出新的业态。比如由于嵌套一层的限制，券商、基金子公司融资类业务已经减少，信托产品的收益率持续走高。而这或许仅仅只是开始，百亿资管产品的变局还在继续。（杨志锦）

21世纪经济报道记者从多家券商、基金子公司人士处获悉，在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称《资管新规》）打破刚性兑付、净值化运作的要求下，券商、基金子公司的资管业务正从融资类领域退出。

上海一家券商资管部副总裁告诉记者，由于资管计划不具有法定放贷人资格，因此在从事融资类业务时往往需要借助银行委托贷款或信托产品，但资管新规有关嵌套层数“最多嵌套一层”的规定，使券商、基金子公司融资类业务面临约束，这亦促使不少此类业务向信托等其他领域转移。

与此同时，由于近期部分信用债及融资类资管产品出现违约，一些资管机构正在对存量融资类项目展开自查，并提前准备风险预案。

此外，记者获悉，由于诸多业务无法开展，一些融资类业务人员离职前往信托或互金企业；这种情况下，个别券商资管和基金子公司则陷入了人才流失的困局。

券基资管大退潮

“融资类项目很少做了。就算团队想把这一期钱赚了，公司也知道往后越来越难做，而且还容易带来风险。”5月17日，华东一家券商资管子公司负责人表示，“从转型、合规几个维度考虑，券商和基金子公司再做这些业务风险收益比是不划算的。”

据该负责人透露，早在今年年初该公司的融资类业务已经处于基本停滞状态。

除增量停滞外，不少券商先前形成的融资类资管存量业务也成为如今的“麻烦事”，据21世纪经济报道记者获悉，部分券商、基金子公司内部已启动了针对融资类项目的自查，这也与近期多只资管项目被曝违约有关，例如日前华创证券的一只1.5亿元资管产品到期未能兑付。

“近期信用风险高企，一些资管产品投向的公司正在面临流动性压力，加上整个市场资金更加紧张，不排除会有更多违约风险暴露。”北京一家AMC系券商资管部投资经理表示，“我们内部也在排查存量项目风险，并提前准备好应对预案。”

此外，更多券商资管选择了向委外等二级市场业务转型。

“我们目前做得比较多的还是委外等与二级市场有关的业务。”前述资管子公司负责人告诉21世纪经济报道记者，“尤其是在债券投资方面有优势。”

不过由于近期多起信用债违约事件在市场上发酵，这让委外业务也面临新的考验。

“每家券商都害怕自己买到违约的债券，因为一旦出现一起，往往会影响到后续和一些银行、险资的合作。”上述资管子公司负责人表示，“这种环境也给投资经理带来了比较大的压力。”

业务层面的退潮也让券商、基金子公司的资管规模进一步承压。

据基金业协会最新数据显示，截至2018年3月底，券商资管、基金及子公司专户、期货资管规模合计为27.93万亿元，环比上月缩水近万亿，降幅比例达3.2%。

“规模的代谢和减小主要是融资类业务退潮导致的，而且监管层也在敦促资管行业回归本源。”北京一家中小券商非银金融分析师指出。

嵌套限制压顶

融资类资管的退潮与《资管新规》也有直接关系。

多位业内人士表示，《资管新规》有关嵌套限制条款的落地，成为阻断券商资管、基金子公司开展融资类业务的关键因素，其原因在于券商资管计划和基金子公司专项计划并不具有法定放贷人资格。

“资管产品作为融资资金的直接出口比较难，特别是在对不动产等资产的抵押环节上，由此难以成为他项权利人，这在风控上会存在瑕疵，所以资管机构开展融资类业务，都要借助银行委贷或信托计划。”上海一家中小券商资管部投资经理表示。

然而，正式落地的《资管新规》向资管产品提出了嵌套行为最多只能嵌套一层的要求，这让此类资管计划嵌套信托等其他产品变得不再可能。

业内人士表示，嵌套限制对通道、集合两类融资类资管业务都形成遏制。一方面，银行理财对接资管计划、再以信托计划放款来开展的非标业务将不可为继；另一方面，集合类融资类业务的开展条件也将变得更加苛刻。

“只嵌套一层的情形只剩一种，就是募集集合类资管对信托产品上放贷。”

上述投资经理表示，“但这类条件过于苛刻，而且信托本身在与券商资金合作时也更加审慎了。”

值得一提的是，亦有部分机构在研究通过改变产品结构、引入衍生金融关系等方式来对嵌套限制进行规避。

“资管新规对嵌套的定义主要还是‘间接投资’，相当于以资管名义出资金，投资设立新的信托或其他资管产品再投资到实体企业，这个过程中前端产品的资金成了后端产品的资金来源。”北京一家基金子公司负责人表示，“但目前也有机构在尝试研究通过创新结构，比如考虑用场外互换等方式进行非嵌套的运作。”

“具体方式比如和其他资管产品签署收益互换协议来对换风险收益等，相当于变换投资载体的关系，之前的信托收益权投资也属于这种形态。”上述基金子公司负责人坦言，“不过这种操作目前也处于观望、研究阶段，未来是否能够常态化开展也要看后续监管的态度。”

然而亦有合规人士指出，若按照“实质大于形式”的原则执行监管，上述“探索”仍然将受到严格的限制。

“按照实质大于形式的原则，改变产品结构、引入衍生关系未必不会被监管所限制。虽然形式上没有构成SPV的资金流转和间接放贷行为，但实质上仍间接承受了嵌套投资的风险与收益。”西南地区一家券商合规部人士表示。