



北大汇丰

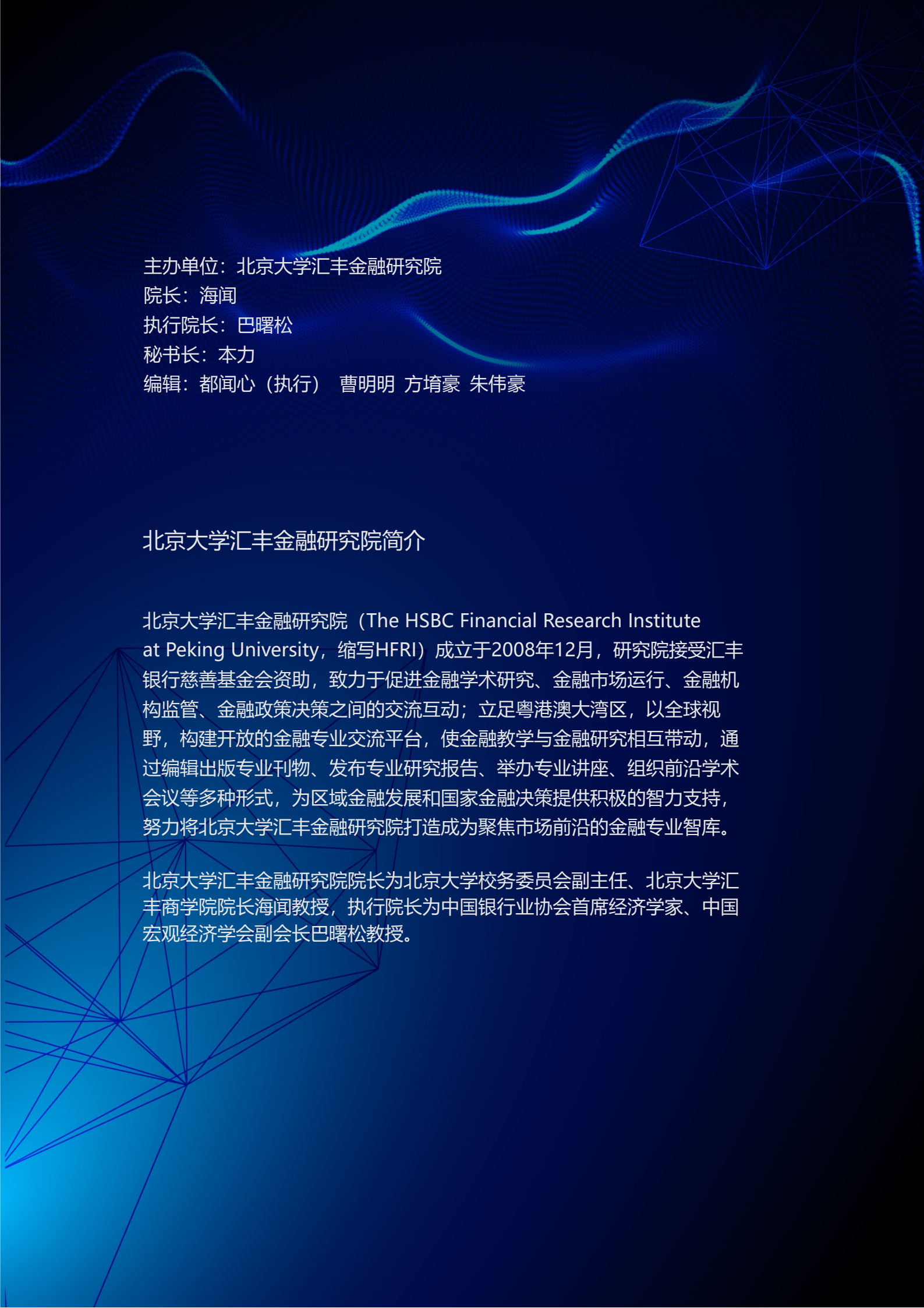
PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2021 年第 1 期 总第 87 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院



主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行） 曹明明 方垚豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写HFRI）成立于2008年12月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

中国资管转型最后一年：监管新谱系及机构新业态

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

周冠南（华创证券固定收益首席分析师）

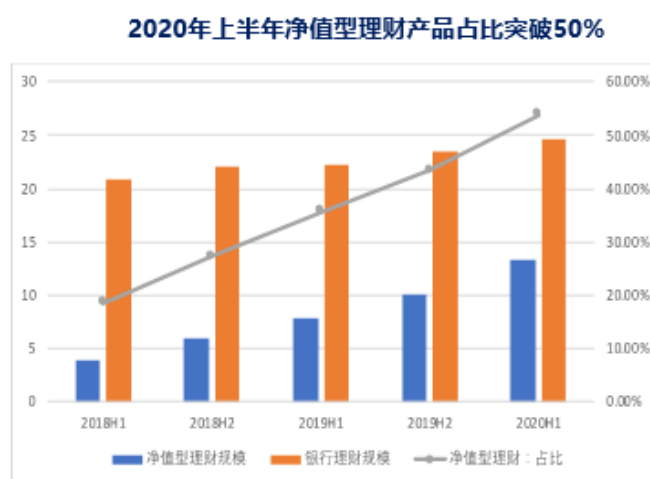
我分享的主题是在资管新规转型最后一年，对于当前资管行业整体监管框架、行业变化的一些观察。

一、中国资管新规发布后行业发展具有明显的“过渡期”特征

2016 年底中国金融监管开始去杠杆，2017 年针对银行的表外理财、银行同业和资管行业的影子银行都进行了大规模的监管强化。“三三四十”的监管检查，还有双支柱框架，即 MPA 监管、宏观审慎监管框架的设计，都是从 2017 年 3、4 月开始的，也导致国内债券市场出现大幅调整。2018 年 4 月，资产管理新规正式发布，行业开始进入正式转型期。刚开始的两个月，由于监管对转型的进度要求比较高，导致 2018 年 5、6 月社融大幅收缩，也引发了一些市场短期的担忧。2018 年 7 月 20 日，央行出台了资管新规的过渡期细则，要求各类机构都可以按照自己的实际情况进行产品整改，才稳住了资管产品的规

模以及社融的规模。

在过去两年，资管行业的整改基本上是稳步进行的，比如说要重新搭建信息系统，进行投资者教育，建设投研体系等。所以，我认为过去两年资管转型速度相对较慢。



资料来源：银行业理财登记托管中心，普益标准，华创证券

图 1 2020 年上半年净值理财产品

从图 1 可以看到，银行理财的净值化产品程度在 2020 年上半年时刚达到 54%。因此，在未来的一年时间里，整个净值型转型可能还有 40%的路要走。

银行	理财规模	净值型规模	净值型占比	备注
工商银行	26421			无披露
农业银行	19607	7819	39.88%	
中国银行	12319			无披露
建设银行	19685	4785	24.31%	
交通银行	10032	2745	27.37%	
邮储银行	8099			无披露
招商银行	22936			无披露
平安银行	5905			无披露
中信银行	12002		59.47%	
光大银行	7788	3344	42.93%	
浦发银行	14471			无披露
兴业银行	13292	7484	56.30%	
广发银行	2595			无披露
民生银行	8941			无披露
华夏银行	6522			无披露
浙商银行	3305			无披露
恒丰银行	1309			无披露
北京银行	3105	2304	74.22%	
上海银行	3048	1907	62.58%	
南京银行	2924			无披露
宁波银行	2676		51.00%	无披露
江苏银行	3286		50.00%	无披露
徽商银行	1807		54.00%	
杭州银行	2311	1748	75.62%	

表 1 银行理财净值化规模及占比（资料来源：法询金融）

从银行来看，现在各银行的净值型产品转型的速度可能有一些差别。做得比较快的银行，可能已经转型到 60%~70%，但是部分相对偏慢的银行可能只转型到 20%~30%。所以，未来一年作为资管新规过渡期最后一年，行业整改的压力还是比较大的。

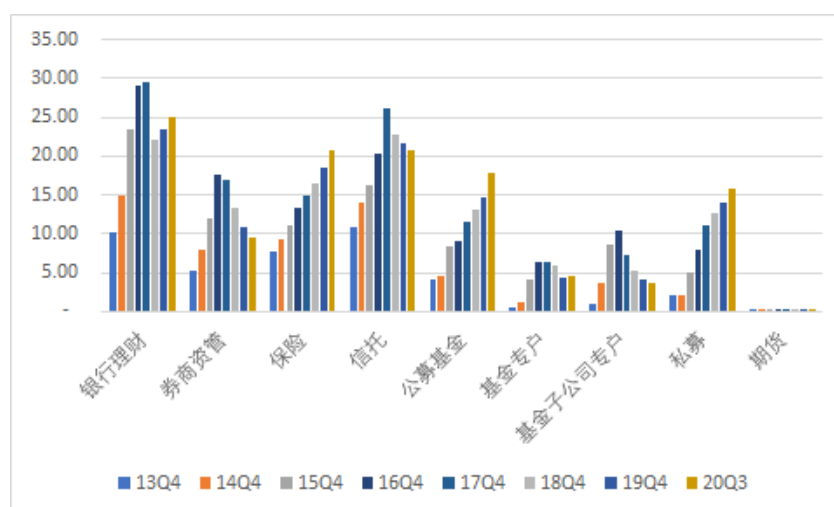


图 2 各大金融机构在资管新规之后转型比例（资料来源：Wind）

从各类的产品规模来看，现在银行理财产品整体上保持稳定。像

券商、资管、信托以及基金子公司的产品的压降速度比较快，主要是因为这一类机构此前的通道类业务比较多，这也是资管行业整改的一个重要方向。同时，保险、公募基金和私募等产品具有一定保险保障功能，或者比较本质的资产管理职能产品，他们符合新规要求，因而产品规模增长比较迅速。

可以看到，在资管转型过程中，各子行业其实出现了一些发展的分化。过去两年在整个行业整改过程中，市场出现了一些新的机构、产品和业态等，但是都有非常强的过渡性特征。



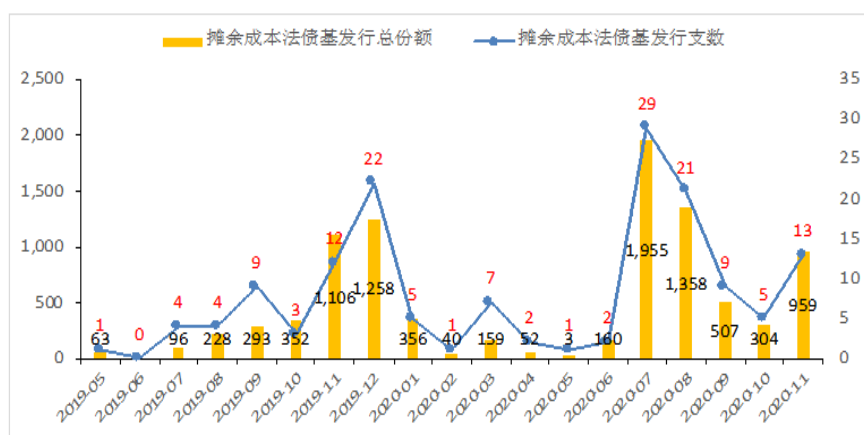
图3 资管转型后子行业的发展（资料来源：wind、普益标准）

什么是过渡性特征？我认为是借助短期的监管优势去发展一些产品。比如说现在银行在大力转型的方向是现金管理类产品，而现金管理类产品是2018年7月20日过渡期细则框架下产生的一类产品。现金管理类产品，可以像公募基金的货币基金一样进行摊余成本加影子定价的估值，理论上该产品应该是不会亏损的。因为现在还没有非常明确的监管要求，所以银行的现金管理类产品在投资限制方面比货

货币基金更宽松。比如说他们可以投资期限更长或者是评级更低的债券，使得银行现金管理类产品的收益比货币基金高。国内的货币基金自2013年快速发展之后，过去两年基本上处于规模逐步回落的过程，而银行的现金管理类产品则出现了比较明显的增长。我认为现金管理类产品具有很强的过渡性。因为2019年年底，监管已经针对这一类产品出了一个管理办法的征求意见稿，基本上是按照货币基金的要求进行监管。所以，未来如果监管明确，比如说出台了正式的监管文件，我们还是会看到这一类产品向货币基金去转变、去整改。

再比如说在银行做了现金管理的产品后，我们就会发现公募基金具有应对性的措施，比如，公募基金的货币基金现在是拼不过银行的现金管理类产品，就可能更多地去发展一些类货币产品，例如短债。所以，在过去的两年里，短债基金比较受当前产品体系的追捧。那么短债基金是不是有明确的定位和优势？我认为它确实还是存在一定的后续发展空间，但是从长期看它有很强的过渡性特征。如果以后银行现金管理类产品的收益率下降，那么短债基金的产品优势可能没有那么明显。

2019年Q4和2020年Q3公募基金“摊余成本法债基”放量发行



资料来源: Wind, 华创证券

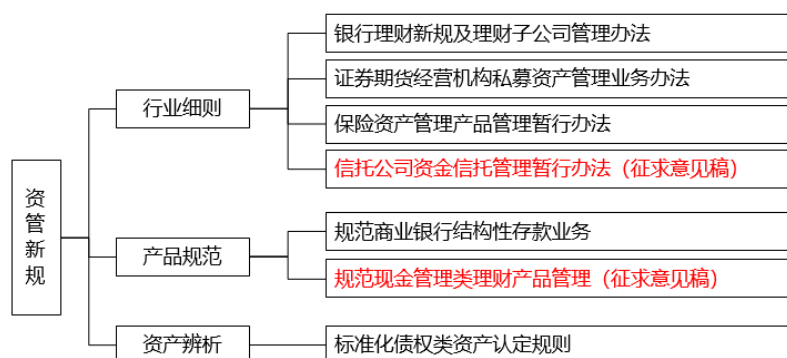
图 4 2019 年 Q4 和 2020 年 Q3 公募基金“摊余成本法债基”放量发行

另外，可以看到，2020 年有很多摊余成本法的基金发行。摊余成本法的基金是一个有免税效应、平滑波动的工具型产品。我认为，这种产品具备一定过渡期特征，因为过渡期细则说，半年以上的定开型产品，只要组合久期不超过产品久期的 1.5 倍，就可以用摊余成本法进行估值。所以，2020 年有很多摊余成本法的债基发行。该产品刚开始发的时候也具有一定的过渡性，比如有很多基金可能发了很多只，但是当监管发现其免税的工具性产品特征后，就开始对摊余成本法的债基进行管理。因此，我们所说的在过去两年的产品创新和行业竞争的过程中，都是围绕当前的一些过渡期的监管特征来展开的，所以具有较强的过渡期特征。我们并没有看到一些特别符合监管大方向、比如说主动管理能力强而导致其产品大幅增长的情况。

二、中国的新监管图谱：资管新规及配套细则的监管图谱

资管新规其实是一个顶层设计，对于整个资管行业提出了非常多顶层的系统性要求，但是落实到各个子行业，还需要不同的监管细则

对整个框架进行弥补。可以看到，在过去两年的时间里，整个资管新规配套细则的框架搭建速度是比较快的。可以把整个资管的变化分成三个维度，第一个维度是在行业领域的细则，比如说针对银行、券商、基金、信托等。第二个维度是在产品的规范方面开展的一些监管细则。第三是对于资产类别进行规范的细则。



颁布时间	发布机构	资管机构	文件名称
2018年9月	银保监会	银行	《商业银行理财业务监督管理办法》
2018年10月	证监会	券商	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》
2018年10月	证监会	券商	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》
2018年12月	银保监会	银行	《商业银行理财子公司管理办法》
2018年12月	证监会	券商	《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》
2019年10月	发改委	创投	《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》
2019年12月	银保监会	银行	《商业银行理财子公司净资本管理办法》
2020年3月	银保监会	保险	《保险资产管理产品管理暂行办法》
2020年5月	银保监会	信托	《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》

表 2 资管新规配套细则框架

首先就是行业端的一个配套细则。我认为行业的监管应该是这次资管新规框架下的最大转变，具体体现在逐步开始实现从机构监管向功能监管的转变。以前，中国对于资产管理行业的监管是分业管理方式，比如说相同类别或者相同功能的产品在银监会体系下和证监会体系下的监管要求常常是不一致的，比如信托和券商的通道业务监管要求可能是不一致的，其收费标准也有差别。所以，以前机构监管大家

大多比拼的是自己的牌照优势。



图 5 资管新规细则

但是在资管新规框架下，资管机构的监管在不断向综合监管和功能监管的方向转型。也就是说，如果做的是同一类业务，那么监管标准应该是大致一致的。举一个非常典型的例子，对于所有的资管产品分类方式都变成公募和私募。银行理财过去其实是没有这个分类方式

的，它只有个人、机构、高净值、私人银行客户这样的分类，但是在资管新规框架下，是按照私募和公募的方式进行分类。另外是标准统一，同一类业务在开展的时候，其规则应该是统一的。比如说各类机构投资非标可能没有一个统一标准，但现在都要求不能超过总资产的 35%，同时也会考虑一些机构资源禀赋不同的差异。中国的信托行业其实过去做的大部分不是真正的信托业务，很多都是类信贷的一些非标业务。所以，对于信托而言，如果要求它直接彻底转型，非标业务只能占 35%，压力就会比较大。当前，对信托出了一个征求意见稿，可能要求投资非标的规模限制在 50%。这就是在统一的监管框架下，稍微考虑一些各类机构过去的行业发展特征和资源禀赋的差异所做的一些细微的差异化监管。

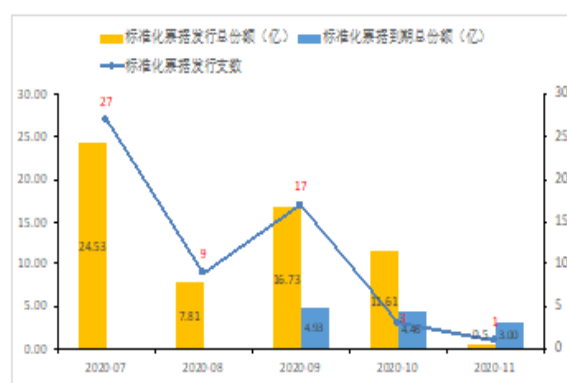
第二个维度是对一些产品进行规范。如银行现金管理类产品，是一类在资管新规的转型过程中产生的一类产品，可能后续要对其进行规范。现在监管部门出了一个征求意见稿，市场比较关注 2021 年是不是会有正式稿落地。另外，在过渡期的过程中，有一些老产品可能要进行新的规范，比如说以前银行的保本型理财都转成了银行表内的结构性存款，那么针对结构性存款就有可能要进行新的规范。

可以看到，从 2020 年 5 月份开始，监管要求银行对于结构性存款进行整改。目前结构性存款的存量规模已经回落到了 2019 年底的 8 成左右，所以整个结构性存款的整改其实非常迅速。这也导致从 2020 年 8 月份开始，中国商业银行的负债结构出现了一些调整，负

债压力也有所显现。我们看到银行同业存单的发行利率从 8 月份开始就一直攀升，直到 2020 年底才逐步稳定，开始有利率回落的趋势。因此，资管产品转型对于整个市场的影响其实都非常大。

最后一个维度就是资管新规细则。目前比较受关注的就是标准化债权的认定规则，与之对应的就是非标资产。我们知道非标资产其实是这次整改的一个大方向。2020 年中国银保监会也出了一个关于中国影子银行定义的报告，大部分的非标其实都被纳入了影子银行范畴，所以，对于非标的监管应该是治理影子银行的重头戏。过去国内的非标资产其实没有这种特别正式的认定文件，在 2013 年时，对于银行理财产品有一个 8 号文的监管里面说到了银信合作的一些非标资产，2019 年央行出了一个对于标准化债权类资产的认定规则，这个规则就是明确地定义什么是标债，除了标债以外全部都是非标。以前国内还有一块灰色领域就是非非标，在这个领域里面市场可能有一些打监管的擦边球，但是如果按照新的监管规则去认定的话，非非标全部都要被纳入非标的范畴进行严格监管。

2020年7月标准化票据开始发行，10月以来发行节奏放缓



资料来源：上海票据交易所 华创证券

图 6 2020 年 7 月标准化票据开始发行，10 月以来发行节奏放缓

机构名称	出资	托管资格	筹建获批	开业获批	注册地
工商银行	160	1998	2019/2/17	2019/5/22	北京
建设银行	150	1998	2018/12/26	2019/5/22	深圳
农业银行	120	1998	2019/1/4	2019/7/25	北京
中国银行	100	1998	2018/12/26	2019/6/27	北京
交通银行	80	1998	2019/1/4	2019/5/29	上海
邮储银行	80	2009	2019/5/29	2019/12/4	北京
光大银行	50	2002	2019/4/18	2019/9/25	青岛
兴业银行	50	2005	2019/6/13	2019/12/19	福州
招商银行	50	2002	2019/4/19	2019/11/1	深圳
中信银行	50	2004	2019/12/4	2020/6/12	上海
宁波银行	15	2012	2019/7/2	2019/12/20	宁波
徽商银行	20	2014	2019/8/23	2020/4/24	合肥
杭州银行	10	2014	2019/7/1	2019/12/20	杭州
重庆农商行	20	/	2020/2/19	2020/6/28	重庆
南京银行	20	2014	2019/12/19		
民生银行	≤50	2004			
浦发银行	100	2003			
平安银行	50	2008	2019/12/31		
华夏银行	30	2005	2020/4/27		
北京银行	≤50	2008			
广发银行	50	2009	2020/7/17		
上海银行	≤30	2009			
江苏银行	20	2014	2019/12/20		
青岛银行	10	/	2020/2/11		上海

表3 理财子公司开业进展（法询金融）

其中，值得大家关注的是 2019 年以来出现的一个新品种，就是标准化票据。目前，上海票交所发了一个新产品，就是标准化票据，类似于资产证券化产品，就是把一些票据的底层资产打包，打包之后就具备标准化资产的认定规则，这样就可以有除了银行以外的非银机构参与。比如，未来可能基金公司、券商资管产品也可以买，成为信用债的一类补充。

在监管规则逐步搭建完毕之后，这两年整体产品整改也在陆续推进。前面讲到，总体看产品整改的进度还是相对偏慢的。从监管的角度来看，如果按照原定计划，即资管新规之前要求在 2020 年底就完成这个产品的过渡，目前来看压力非常大，所以在 2020 年 7 月 31 日央行发布了一个通知，延长资管新规的过渡期到 2021 年底，在锁定存量资产的基础上，继续由金融机构自主调整整改计划，按季度进行

监测和实施。

资管新规过渡期延长一年，基本上符合市场预期。2019 年底开始市场对于过渡期延长就有了很多讨论，也有一些研究者提出是否要延长两年，比较满足现实的要求，特别是受到疫情的影响，整改进度可能偏慢，目前看到央行并没有太放松监管要求，最终过渡期只延长一年。

那么为什么要过渡期延长？应当说有客观的一些原因，比如过去有一些资管产品，确实是保存了一些期限比较长的资产，老资产处置难度比较大，卖不出去又不能转回表内，所以确实是有一些客观原因导致在原定的过渡期内无法完成整改。但是，更重要的是有一些主观的因素，因为市场在尝试博弈监管的让步。其实，从过去两年看，部分机构主动整改的意愿不是很强，在等过渡期延期，而且基本在 2019 年底时，一些大行内部都是有延期预期的。所以这一次央行官方明确了过渡期的延长期限，并且提出了如果整改不力的一些处罚措施。对于一些实在是困难的机构，央行也给出了一行一策的整改方法，就是实在是整改不了，可以跟央行商量一个针对你自己的个案处理方法。这样一套政策下来以后，预计各金融机构会按照 2021 年底过渡期来严格进行产品的整改。

需要看到，过渡期延长确实是存在一定的市场和监管博弈的结果，但也说明中国的资产管理行业的转型难度比较大。特别是对于投资者的认知，即如何去接受非刚兑的投资产品，难度还是比较大。虽然说

过渡期延长，但是并没有改变整个资产管理行业打破刚兑、回归资管本源、统一监管的长期转型方向。对于各类机构而言，转型是持续的，老产品可能在 2021 年就可以做完，但是新的业态还有新的竞争能力的建设，可能需要更长的时间去培育。

三、未来中国资管行业的转型特点

在未来的几年时间里面，中国的资管转型有一些特点值得去关注。

第一个就是要关注理财子公司的发展模式和路径。现在的理财子公司基本上还是延续了之前银行内部的产品或者资产管理部的运作方式。市场化的转型，现在看还比较困难。比如说激励机制、投研体系建设、风控标准等，可能还是需要一个比较长的时间来建设。可以看到，现在一些银行理财子公司在做固收业务的时候，可能会设立两个部门，一个部门所有的人员都来自于以前的银行体系，承接以前的银行的产品；另外一个部门就全部来自于市场化招聘的一些人才，他们没有产品资源，得自己去外面拉产品。所以，现在机构的管理可能有一些还是比较分化的，这种传统的银行经营理念和市场化的经营理念是没有做到很好的融合。

但是考虑到银行理财子公司确实体量非常大，对于其业态的模式发展是需要关注的，比如说理财子公司比较关注哪一类的竞争优势产品，是不是还是会以非标投资为主要收益来源？如何优化其流动性管理能力？另外，理财子公司和其他的资产管理机构怎么合作？现在因为要做净值化的转型，所以理财子公司还是会选择和一些外部机构合

作，比如说做委外的产品。未来如果理财子公司自己的投研体系建设完毕之后，是不是还要依赖外部机构，还是完全自己做，这对于市场会有很大的结构性影响。

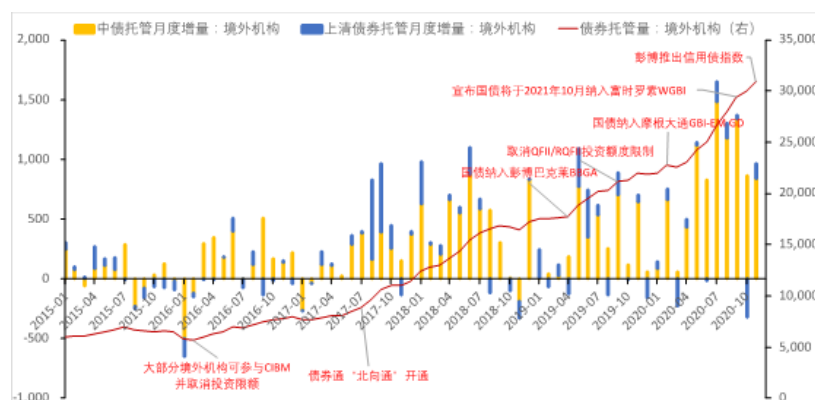


图7 外资流入国内债市进度情况（资料来源：Wind）

第二个就是要关注一下外资进场的进度。一方面是外资直接进入中国国内的资本市场，投资股票和债券，影响到国内市场的一些资产的定价。比如债市，可以看到2018年以来外资流入持续加速，目前，债券的托管总量也突破了3万亿，特别是在国债和政金债的领域，外资已经成为了一个非常主要的配置主体之一。在外资集中流入的一些时间窗口，可以看到它对国内债券市场有一定的趋势影响。第二个方面是国外的资产管理机构直接进入到国内市场，对国内的资管机构形成竞争。现在对于外资资管应该是逐步全面开放了，既可以做独资也可以合资。比如说理财子公司，现在就有一些国内的银行，或者是国内已经成立了理财子公司，再去和外资合作，再成立一个理财子公司。这样既可以借助国内的这种渠道优势，又可以借助外资的主动管理能力。所以，海外资产管理机构进入国内市场会产生哪些影响，需要特

别关注。

相较于国内的资管机构而言，外资机构在产品的多样性，风险控制能力以及跨境的资产配置能力，都可能是有一定优势。当然外资进入国内市场，也有很多的问题要克服，比如说在国内投资的时候，对于股票市场的定价，还有对于债券市场的一些风险识别，例如怎样理解城投债的政府信仰问题，可能都还面临比较大的一个本土化的难度。所以目前来看，虽然说外资加速进场，但国内资产管理机构还暂时有绝对优势。如果中国内地的资产管理机构不趁现在这个时间窗口加紧建立自己的核心竞争力，后续可能面临的竞争就会更大。

第三点就是要关注一下产品模式的变化。2020 年市场上特别火的就是“固收+”的产品，还有一些像指数型、被动型的工具型产品，这些产品未来都会有比较长足的发展。2020 年的很多公募基金，还有一些银行理财、信托、私募都在打“固收+”的牌子。因为国内的债券收益率也开始进入了一个跟随经济增长的潜在回报率下行而逐步回落的一个过程，那么债券确定性的票息回报是要降低的。第二个比较重要的原因就是资管新规打破刚兑之后，投资人非常需要找到一些波动比较小但是收益稳定的产品去替代过去的银行理财产品。所以像 2020 年比如公募基金的混合型债基，或者是二级债基，就有非常大的发行量。当然“固收+”也不是特别好做，还是需要投资者有比较强的大类资产配置能力。现在有很多机构做“固收+”，就是两个部门分开做股票做一块，债券做一块，这种模式不太能够发挥非常强的随时的

资产配置择机变化优势，这种产品的投资模式未来可能还要进一步优化。

另外就是被动型和指数型产品。从海外市场来看，被动型指数型产品规模非常大，品种也非常丰富，是很好的工具型产品。但是，中国本身指数市场的发展还相对欠缺，现在被动的工具型产品还比较少。特别是在债券市场，很少看到一些信用债或者是行业主题性的一些被动型产品。如果是一些银行或者是保险想做一些大类资产配置的时候，可能会缺少一些这种工具类产品，未来工具型的产品也会是一个主要的发展方向。

最后一个趋势，要重视金融科技的杠杆作用。现在国内有很多金融科技概念的公司，做一些智能投研，或者是用金融科技手段做一些风控等，很多的资产管理机构也在把金融科技嵌入到自己的常规性工作中去。一些外资，比如说贝莱德，在对自己的阿拉丁系统进行本土化，但是目前看本土化还是有很大的困难，如，因为国内信用债的违约是从2014年开始的，所以违约数据不是非常丰富，这也就使得现在有很多系统都没有办法直接从海外移植。这也给了本土的金融科技公司很多的发展机会，但是目前来看好像还是欠缺一些功能齐全或者是可以大幅提高资产配置效率的明星产品。所以，未来在资产管理行业发展的各个环节，可能都可以看到金融科技的投入，从而带来效率和管理能力的提升，这也是未来行业的一个大的发展趋势。

四、问答环节

Q1: 2021 年资管新规过渡期最后一年，市场比较担心产品整改引发“紧信用”的问题，目前看风险大么？

A1: 2020 年 11 月份，市场看到国内社融增速的拐点出现，社融增速从十月的 13.7% 回落到了当前的 13.6%。因考虑到中国经济逐步恢复常态化，刺激性的金融政策可能也要进一步退出。现在大家比较担心，资管新规整改最后一年里是不是会导致一些非标产品加速压价？比如说像信托贷款、委托贷款就导致社融出现断崖式下跌。当前，大家比较关注市场，也有一些观点在谈紧信用，但是我们认为目前确实还是处在一个经济恢复期，所以政策的退出力度短期内应该是没这么大。

从资管整改的角度来看，整个产品整改应该还是在稳步推进。其实资管新规并没有直接要求信托贷款或者是委托贷款要压降到什么额度。在 2018 年初的时候，监管出了一个委托贷款的管理办法，要求各机构根据监管部门的沟通对产品进行压降，所以我认为 2021 年从产品压降的角度来看，可能还是会延续这两年的速度，不会出现断崖式的下跌。

从资管行业的整改来看，可以看到，虽然理财产品在做整改，比如说理财产品是净值化 54%，但是它投资非标的占比依然是相对稳定的，就是从 17% 下降到 15%，所以需求端也不会出现断崖式下跌。对于紧信用的问题，我们要关注风险点，2021 年肯定会出现一个信用转折，但是预计不会出现类似于 2018 年 5、6 月份整个市场大幅回落，

导致社融快速收缩的这种短期过度紧信用的风险。

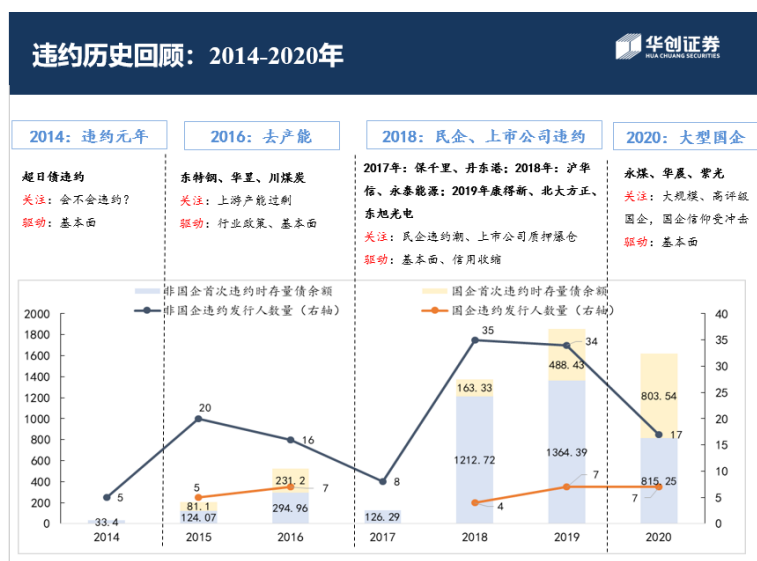


图8 违约历史回顾：2014-2020年（资料来源：wind、YY评级）

Q2：中国高收益债券市场，目前国内主要是 falling angels 而不是发行时就是投机级别的吧？

A2：2020年国内的信用债市场违约，从企业的违约数量和违约的规模来看其实相比于2018、2019年有所减少，但是2020年有一个比较大的特点，就是违约的国企在明显增加。2020年的11月份，因为永煤意外违约，导致大家对于是不是存在国企逃废债的问题比较担心。往后看，因为中国的相关部门现在在推进三年国企改革，像国企领域一些资质相对比较弱，历史包袱比较大，或者是不满足国企绩效评估的一些企业，后续可能还是会有一些违约风险存在的。

在这个过程中可能会看到一些结构性的变化，比如说中国的信用利差会明显压缩，未来这种信用利差会减少。打破刚兑的过程，就是企业违约的过程会持续对于各类信仰的担忧，比如说国企信仰这些问题可能会减少。所以，大的方向就是，在中国做信用债投资，第一个

就是对于相对保守的机构而言，就要精挑个券，不能再按照比如说某一个行业直接进行配置。对于这种风险偏好有差异的，比如说一些私募基金，或者是对于自己风险承担能力比较高的一些投资者，可以去关注国内的高收益债市场。现在国内的高收益债市场其实非常弱，但是 2020 年以来，做高收益债投资的私募机构在不断增加。伴随信用利差或者是中国违约事件发生增加以后，信用定价体系的重新建立，高收益债市场可能会逐步发展起来，慢慢向发达市场去靠拢。在这个过程中应该还是有一些投资机会可以把握，现在，四大资产管理公司等国内资产管理机构，也都在关注一些违约债券或者是风险债券的一些投资机会。

Q3：城投公司的违约会有变化吗？

A3：城投平台在国内确实是很有特点的另外一个体系，现在市场讨论城投违约这个问题也比较多，但是目前来看我觉得至少 2021 年城投应该还不会看到这种明显的违约，因为中国经济目前毕竟还处在一个经济修复的过程中。之前在调研的过程中，很多城投平台也是从 2019 年开始做化债工作，就是化解地方政府债务的工作，都是 3~5 年的一个工作计划，但是目前市场上对于 2022 年城投逐步打破刚兑，有一定的风险预期，所以现在如果是投资城投平台的话，对于这种资质存疑的一些城投平台，很多机构就买非常短期的债权。

Q4：如果信用真的有退出的预期，那么股票二级市场的风格也会发生重大变化吧？

A4: 信用退出对于二级市场股票的影响其实是这样的，我们在谈论紧信用的时候，其实是有很多股票的投资者过来交流这个问题，我们的观点和刚才也是一样的，我认为它可能是一个有序退出的过程。所以目前来看，我不太认同会出现大的信用收缩，导致整个市场风险偏好大幅回落、股债双跌，这个风险可能性比较小。

Q5: 理财子公司的未来发展方向如何？

A5: 国内理财子公司特别值得大家去关注，因为在海外我们其实是找不到它的对标机构，虽然说海外的资产管理市场也有一些银行系的资产管理机构，但是它毕竟没有在银行体内经过那么长时间的孵化。现在来看中国的银行理财子公司，和银行母行的关系还是非常紧密的，目前依然没有绝对脱离银行体系的管理，所以它现在其实还是处在一个婴儿期或者是一个非常初级的阶段。从未来看，我觉得各个银行对理财子公司本身的定位就存在很大的差异，未来发展方向也会有很大的不同。比如说一些市场化做得相对比较好的像招行、兴业，未来可能还是希望把理财子公司向专业化的资产管理机构去做转型。但是我们也了解到有一些城农商等相对来说规模比较小的银行，也去申请了理财子公司的牌照，但是其申请牌照最主要的目的是为了能够获取一些监管便利。因为理财子公司的监管要求可能相较于银行体内自己做理财业务的监管要求会松一点。比如说银行体内做理财产品起购金额是一万块钱，但是理财子公司和基金一样，是不设置起购门槛的。这种情况下，有一些银行它去申请理财子公司牌照，其实主要并不是为

了做专业化的资管机构，而是为了享受一些监管优惠。

所以我觉得未来银行理财子公司的发展方向会出现非常明显的分化。市场化的机构逐步独立运营，非市场化的机构和母行继续绑定。市场化的这类机构是不是会发展成公募基金？我觉得这个也不一定，它可能会有一些区别于公募基金的管理优势。比如银行理财在非标投资、流动性管理和大类资产配置方面的能力可能还是会比公募基金强。这样，可能会形成一些和公募基金去聚焦不同的差异化的投资偏好，或者是风险偏好的投资者的市场分割的这种情况。

Q6: 现在看监管布局比较全面，后续还会有什么新的政策？

A6: 后续新的政策发布，我们自己是比较关注讲到的现金管理类产品的管理办法。虽然现在有很多银行也按照货币基金在进行整改，但可能或多或少都是给自己留一些便利，比如久期比货币基金要长。那么有一个问题，如果说后续的正式监管政策出来，它的监管要求还是很严格，但是给的过渡期又不多，就可能导致在过渡期内出现比较集中的产品调整，这可能是市场比较担心的。第二，对于基金信托的管理办法，因为信托公司大部分都是做非标，现在让他们进行转型，转型的难度也比较大，就要看它的时间要求。

另外还有可能就是比如对于银行理财子公司，后续可能还会出台一些产品销售的要求，流动性管理要求等。但现在可以看到整体大的监管框架已经完备了，后续可能就是一些边边角角的补充，国内的资产管理行业应该说有了一个新的出发点。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百四十一期（2020 年 12 月 16 日）内容整理而成，特邀嘉宾为华创证券固定收益首席分析师周冠南。

周冠南女士现任华创证券固定收益首席分析师，2020 年水晶球卖方分析师第五名。曾任职于中信银行、华创证券资产管理部，兼任中央财经大学金融硕士研究生导师。长期关注资产管理行业发展趋势、金融监管与机构行为变化、债券市场投资策略，连续 10 年参与《中国资产管理行业发展报告》（2011-2020）课题组、参与编著《中国资产证券化项目剖析与实操指南》；多次受邀至证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所等监管部门交流。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和王志峰博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

