

资管业务现状及新规简析*

尤 婧**

摘要:《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》发布后引发了市场热议,新规涉及三会管辖下各类资产管理业务,重点在于预防整顿金融行业“大资管”市场格局形成过程中,交叉业务在分业监管体制下积累的叠加风险。本文梳理资管行业的系统性风险的来龙去脉,分析了本次新规重塑资管行业格局的意义,为更好地理解当下金融工作“防范和化解风险”的机制布局提供了注解。同时,对构建以信托关系为基础的资管行业提出了建议。

关键词:资产管理 刚性兑付 多层嵌套 信托关系

一、资管行业概述

2017年11月17日,央行等五部委发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)

* 本文仅代表作者本人观点,与所任职单位无关。

** 上海证券交易所上市公司监管一部员工。

见稿)》,2018年4月28日,央行等四部委正式发布了最终意见(以下简称“资管新规”),其核心内容在于破刚兑、去杠杆、引导资管行业回归主动管理本质,根本在于防范系统性金融风险。

近年来,我国金融机构资管业务快速发展,规模不断攀升。截至2017年12月30日,资管行业总体规模超过100万亿元。^[1] 总体而言,资管行业的格局主要有两个方面:从资金来源看,银行理财、基金和保险都有独立吸收资金的功能。但是,由于我国金融体系以银行为主导,银行在资金来源、客户渠道等方面都具有无可比拟的优势,使银行理财资金成为证券资管业务的重要资金源,同时银行本身运用如此大的资金存在困难或者监管障碍,衍生了投资管理需求和通道需求。在这种背景下发展起来的资管业务,形成了从银行到各资管机构、银行到券商定向资管计划到信托、各资管机构到基金的主要资金流向。从管理能力看,银行理财、公募基金、券商集合资管计划、基金专户的主动管理能力更强,资产配置更偏向于标准化产品债券为首,股票次之;而信托计划、券商定向资管计划、基金子公司的通道属性更强,偏好配置非标资产,占比可达到80%左右,债券和股票次之,其中信托计划主要是作为直接投向实体资产的通道存在,在经济面不好的情况下,实际承受刚性兑付压力最大。

二、资管行业埋藏的系统性金融风险分析

(一) 刚性兑付向下游沉淀风险

1. 何为刚性兑付

所谓刚性兑付,简单说就是无论产品的收益如何、是否亏损,金融机构都得按照约定向投资者按时支付本息。刚性兑付环境下,无论产品的法律关系如何,其本质更偏向债。刚性兑付通常并不约定在产品

[1] 银行业理财登记托管中心发布:《中国银行业理财市场报告(2017年)》,2018年2月2日;中国证券报告基金业协会发布:《证券期货经营机构资产管理业务统计数据(2017年四季度)》,2018年2月12日。中国信托业协会发布《2017年四季度末信托公司主要业务数据》,2018年4月4日。

发售文件中,而是出于声誉维护或者惯例,由发行方与投资者之间的“默认”形成。

银行理财产品在刚性兑付环境下,背靠国家信用,享有天然优势。截至2017年6月,个人投资者为银行理财产品贡献了超过60%的规模,一级风险和二级风险组成的低风险产品合计占比超过80%,^[2]银行理财产品吸引的客户主要是低风险偏好的个人投资者,刚性兑付对于银行理财业务的发展至关重要。

2. 如何保障刚性兑付

据统计,2017年发行的银行理财产品中,实际收益率小于预期收益率的占比不到0.34%,^[3]主要是刚性兑付环境下,银行理财业务受经营模式惯性影响,往往采用的是资产负债经营,即所谓的“资金池”,也叫“影子银行”。资金池能够平衡及赚取收益的三大工具之一是“资产负债的久期(duration)错配”,大量发行低价的短期理财产品(如3个月、6个月),但所获资金投向收益较高的长期资产(如3年、5年),这样使资金池中理财产品的平均期限低于资金投向的资产期限,以此提升资金池的利润。之二是滚动发行低价的短期理财产品,简单说当短期理财产品到期后,由于长期资产还没有到期收益,兑付短期理财产品的资金只能来源于新发的理财产品,也就是俗称的“借新还旧”。2017年上半年,银行发布的理财产品中,期限为1~3月的产品占比最大,为36.71%,其次为3~6个月的,占比为30.52%。^[4]之三是混同运作所有理财产品,不进行单独核算和估值定价,理财产品与资产并不一一对应,混同后投向“资产池”,统一调配资金进行资产配置。该种模式下,银行理财并不需要高超的投研能力,也能获取额外利润,本质是理财产品通过承担流动性风险获得收益。

3. 刚性兑付的风险

“资金池”投向“资产池”与银行借贷业务的经营模式相同,但却游离于银行风险监管体系之外。银行理财拥有28万亿元的规模,相当于

[2] 银行业理财登记托管中心发布:《中国银行业理财市场报告(2017年)》,2018年2月2日。

[3] 数据来源:东方财富Choice数据终端。

[4] 同上注。

工商银行加招商银行的负债体量,其对流动性的影响不可谓不大。

银行理财资金池在资产负债式经营下,可能承担两个风险:一是“借不到新”产生的流动性风险;二是资金投向不良资产而产生的流动性风险。银行理财化解该风险的方式是对上游刚性兑付,持续吸引资金;对下游要求保本保收益。下游的资管机构因为缺乏吸引投资者的信用能力,只能转而争夺银行理财资金市场,刚性兑付的惯例无论从需求上还是观念上,都被资管行业所接受。而下游为了能够保证兑付银行理财资金,要么依样采用了资金池模式,要么则通过发行结构化产品,保证银行理财资金的优先兑付地位,并由劣后方承担资产下行的风险。

4. 刚性兑付对资管行业的影响

刚性兑付的风险及其化解模式导致资管行业无法得到健康的发展。运作最为规范、真正做到“卖者有责、买者自负”的公募基金规模占资管行业比例在10%左右,而且面对银行的国家信用及网点优势,公募基金缺乏竞争力,只能发展基金专户及子公司专户,以此为银行理财资金定制产品。银行理财资金还作为各类资管机构分级产品的“优先级”助涨助跌,加剧投资者风险,也助长了市场迷信无风险高收益的投机文化,冲击资产管理本质,出现了“劣币驱逐良币”现象。资管链条基本都接受了刚兑文化,并且致力于此,最终发展出资管行业的嵌套模式。

(二) 多层嵌套传递放大风险

1. 多层嵌套的形成

如果说刚性兑付只是为银行理财及其他资管产品提供了向下游传递风险的动机和压力,那么多层嵌套则提供了实现路径,并且在实现过程中放大了风险。就风险监管的角度而言,各金融监管机构对于资金能够流向的底层资产有较为严格的限制,银行理财资金投向受到的限制更为严格,在股票及相关证券投资基金、未上市企业股权、信贷资产、房地产信托等风险较大但收益较高的领域投资均受到不同程度的限制。银行理财资金对高收益资产的配置欲望与监管对高风险资产的监管控制之间的矛盾,形成了下游的通道业务;资产规模与管理能力之间的矛盾,产生了委外业务。在这些业务的发展过程中,银行资金强势的

保本保收益态度结合金融创新和资本逐利,下游逐渐发展出了在嵌套过程中通过结构化设置加杠杆的经营模式。

嵌套模式源自银信合作,最开始银行主要通过信托实现信贷资产出表。2008年之后银信合作受到的限制越来越多,券商资管开始兴起,成为了银信合作的重要补充,并最终发展创新成为现今的模式。简单说,多层嵌套主要有以下几个形成原因:

一是为了扩大投资范围。三会管辖的资管机构业务本质虽然趋同,但各产品投资者适当性要求不同,出于对投资者风险承受力和投资风险匹配的考虑,各监管机构对产品投向规定不同:银行理财产品的投向理论上与客户类型挂钩,但是由于资金池模式,理财产品缺乏独立性及主体资格,在交易场所开户及投资非标均受限,实践中除债权之外的投资几乎都需要借助其他资管产品通道;信托计划号称实业投行,主要投向为委托贷款及非上市公司投资;券商集合和基金专户的业务存在相同之处,都是以投资场内标准化产品为主,差别在于券商集合还可以投资经批准备案的金融产品,为嵌套其他产品提供了极大的便利;而券商定向和基金子公司受到的限制较少,尤其是基金子公司,在2016年年底基金子公司管理规定出台之前被称为全能型通道。

资管产品之间相互嵌套扩展了投资范围,如银行理财通过投资券商集合,再借道信托计划实现表外放贷;通过先嵌套信托计划,再嵌套券商集合进入股票市场。此外,资管产品之间的嵌套也有效规避了宏观控制,如在私募资管备案4号文公布之前,利用基金子公司进行地产相关融资业务,以绕过银监会对地产融资的管控。

二是为了投资套利。嵌套是理财资金等加杠杆的必要结构,且各资管机构的风控指标不一,资管产品还可通过嵌套放大杠杆并降低风控水平,如银行对于债券的杠杆比例和信用等级要求较为严厉,理财资金往往会通过嵌套要求较低的券商资管产品放大杠杆比例和降低信用要求。再如比较经典的“银行理财—信托计划—券商资管计划—股票定增”结构,主要是因为银行理财不得投向定增股票,而通道中证监会下资管计划中劣后不得为优先级提供担保兜底,仅能借助信托通道实现劣后对优先级的增信,而信托计划又不得以客户资金参与定增,因此嵌套券商资管计划,最终达到投向定增的目的,这种模式下银行理财资

金通常处于主动管理地位,知悉底层资产情况,主要谋求的是投资的杠杆空间和保本保收益。

三是由于委外及资产配置的需求。对于银行而言,同业部门人员和交易能力有限,但管理资金规模庞大,因此券商和基金的投研优势对其具有吸引力,这种模式下券商资管或者基金大部分进行主动管理,为了保证实现事前约定的预期年化收益,券商资管和基金主要配置的是收益较为稳定的债券资产及少量股票,因此当市场无风险收益率下降或者债市风险频发时,该类机构会因为承压过重而减少接单量。委外模式的存在有一定合理性,考虑到银行面临的切实问题,对于下游承担主动管理责任的委外模式可以进行鼓励,但是应当限制委外模式中的杠杆。

2. 多层嵌套的风险

嵌套的风险本源在于底层资产与风险控制水平不匹配,与投资者风险承受能力不匹配,在嵌套过程中增加杠杆会放大上述风险。

多层嵌套在股票市场举牌事件中得到了充分的运用,如宝万之争中钜盛华动用了浙商银行、平安银行、广发银行、民生银行等若干银行理财资金,并利用信托、资管、私募基金等各种通道规避监管和加杠杆,一旦股票价格在控制权争夺中大幅下跌,则可能引发多个资管产品的连锁反应。这一事件暴露了多层嵌套的风险。

银行资金通过嵌套配置了收益更高的风险产品,在金融分业监管的环境下,监管机构对该种实质混业的监管能力有限。刚性兑付下,提供嵌套的机构虽然向银行承诺了优先兑付,但其本身并没有能力和意愿承担风险,而是同样充当分级产品的优先级向下游传导风险,直至到达底层资产。这样,原本由银行理财产品承担的投资风险,被层层推至下游资金需求方,最终沉淀在底层资产中,发酵成为潜在的系统性风险。这种系统性风险的具体爆发事件可能具有偶然性,但是这种状态令我们的金融处于一个不确定中,无人知晓最后一根稻草来源于何处。

(三) 底层资产成为最终的风险爆发点

资管产品之间多层嵌套后,底层资产投向得到了放大。

1. 底层资产投向

资管资金的投向大致可以分为标准化债权、股票及相关基金、非标

资产。其中非标资产和股票受限较多。

标准化债券是资管产品最偏好的资产类型,粗略估计占比超过50%。非标资产主要指未在银行间市场及证券交易所市场交易的资产。从监管的角度来看,非标资产由于缺乏流动性和统一监管,风险识别依赖于机构尽职调查和判断,因此对非标资产的投资者要求较高,但实践中嵌套导致低风险偏好资金流入了该等资产。截至2016年年底,银行理财投向非标资产的比例达6万亿元;信托业以债权或者明股实债模式投向基础产业、房地产、工商企业等行业的资金规模超过11万亿元;证券行业(券商资管和基金公司专户)非标债权类资产超过20万亿元,占百亿资管规模投向的1/3。^[5]非标资产基本是以各类形式投向实体经济体的债权,其中投向房地产行业的资金规模超过4万亿元。股市是交易型市场,价格波动较大,属于相对高风险资产。目前资管资金配置进股市的规模难以统计,粗估来看,银行理财资金配置股市及相关证券投资基金不到3万亿元,信托业超过6万亿元,证券资管的规模在2万亿左右,去除期间嵌套资金后,初步估计在3万亿~4万亿元左右。

2. 底层资产风险

服务实体经济是金融本质,资管资金大部分最终进入了实体经济,但是刚性兑付和多层嵌套下的资管体系下,事情变得复杂及充满不确定。仅仅考虑股市风险因素,都会发现这种体系的风险所在,如股市发生异动时,一旦银行理财在刚兑压力下被迫赎回,下游券商资管、基金、信托等机构可能会抛售手中产品撤回流动性,进一步加剧风险。再考虑前期固定投资及与地产行业大发展积累的风险、债券违约事件频发、当前面临的经济转型期等因素,无论是非标资产,还是以低风险著称的债券市场,其资产安全都存在不确定性。在当前结构性改革大局下,去除过剩产能和清理僵尸企业的推进过程中,底层资产的债务违约的可能性加大。

一旦底层资产发生风险而导致刚性兑付无法实现,底层最劣后的

[5] 上述数据是根据中国理财网、信托业协会和证券投资基金业协会发布的定期报告统计所得。

投资方实际已经失去兜底能力,那么多层嵌套的网状资金链条下,资金风险可能会向上倒推。一方面,“资金池”不可能对每款理财产品做到单独核算、单独估值定价,只能是整个“资金池”中理财产品的投资人对所投“资产池”进行风险共担,但是由于约定了较低的预期收益,投资人往往并不共享收益。底层资产风险的承担者,实际是上游的普通投资者;另一方面,多层嵌套下的资金网及嵌套内的杠杆,会加剧单项风险,最终引发系统性风险。

虽然这些都是极端情况下的极端风险,但是现行风险交叉聚集在下游的情况下,谁也无法预计某次“黑天鹅事件”是否会成为压死骆驼的最后一根稻草。金融的审慎性让监管不得不考虑隔离资金、分散风险,通过引导资管行业回归“代客理财、主动管理”的本质,将风险还原至相应的具备承担能力的投资者。一旦系统性金融风险得到化解和防控,实体经济改革也可避免投鼠忌器的局面,能够放开手脚引导经济转型。

三、资管新规的主要措施及影响

针对资产管理业务的突出问题,本次资管新规全部都是有的放矢,主要着力于统一资管监管框架、打破刚性兑付、去除杠杆、限制多层嵌套、穿透披露底层资产。

(一)统一资管监管框架,消除监管套利空间

三会管理的资管机构本质都是“受人之托,代客理财”,但是分业监管模式下,各主管部门对其管辖的资管机构能够投资的资产、杠杆比率设置、风险管理模式等方面各不相同,存在套利空间。资管新规规定了两个层面的“统一”:一是统一定义资产管理业务,将银行、信托、证券、基金、期货、保险资管机构等从事受托管理服务的机构纳入统一的监管标准,如提取统一按照资管产品管理费收入的10%计提风险准备金;二是统一监管,明确人民银行实施宏观审慎管理的地位,各监管机构按照产品类型实施统一监管,在实施处罚上,人民银行也有相对较高的话语权。虽然分业监管还是存在,规则落地尺度可能存在一定的差

异,但是监管套利空间将会大大降低。

(二) 打破刚性兑付,回归理财本质

针对破刚兑,引导资管业务回归正途,该部分是新规最核心也是产生最深远影响的一部分。主要包括以下具体规定:

1. 要求实行净值化管理。

新规要求资管机构对产品进行净值化管理,投资者享有产品的收益,承担亏损风险,机构只收取管理费,不得承诺保本及保留超额收益。净值化管理能够让投资者明晰风险、尽享收益,并迫使机构行使主动管理职能,不能坐等资金生钱,同时对于银行理财来说,净值化管理才可能拥有主体资格,以减少通道投资的需求。

新规规定了净值生成应反映基础金融资产的收益和风险,鼓励使用市值计量,但由于债券等市场并非充分交易,价格波动并不能反映其公允价值,新规也为摊余成本法留出了空间。

2. 规范资金池业务。

新规认定具有滚动发行、集合运作、分离定价等特征的产品为资金池业务,要求每只产品的资金单独管理、单独建账、单独核算,不得发行或者参与资金池业务,并就资金池业务提出了细化要求,包括:封闭式产品期限不得低于90天,以限制短募长投的资金来源;投资非标债权类资产的,终止日不得晚于封闭式产品的到期日或开放式产品的最近一次开放日,以免产品到期无法赎回;开放式产品不得投资未上市企业股权及其收益权,主要是为了避免利用资金池向地产、过剩产能等行业输送资金,造成债务风险。

证券行业的资金池业务存量相对较少,这条主要规范的是30万亿元银行理财产品。新规并未限死资金池业务,对于投资标准化债权的,还是存在一定的错配空间,旨在避免银行理财产品因政策性被迫赎回影响债券市场稳定,同时也是给予银行理财产品充分的缓冲空间。

3. 明确刚性兑付特征和罚则。

新规明确了承诺保本保收益、通过滚动发行拆东补西以保本保收益、机构垫付或者代偿无法兑付的收益等行为,均构成刚性兑付,并明确了罚则。

打破刚兑后,以银行理财为首的资管机构将不得不改变现有经

营模式,期限错配和向下游转移风险的情形会有所缓解,分散积累在资管投资底层的风险会逐渐化解。净值化管理、规范资金池业务及明确罚则,都是为了能够让本次新规落实到位。

(三) 限制多层嵌套,去除杠杆空间

1. 限制多层嵌套

新规明确资管机构之间不得相互提供通道服务,但是允许资管产品投资一层资管产品,所投资的产品不得再投资其他资管产品(公募基金除外),如银行理财通过资券商资管计划投资公募基金,是符合要求的。这主要是为缺乏投研能力的银行理财资金委外预留空间,因此新规也明确受托机构应当是具有专业投资能力和资质的持牌机构,且必须主动管理,不得转委托或投资其他资管产品(公募基金除外)。

新规在消除不必要通道业务的同时,关注到了庞大的银行理财资金的管理投资需求,为正常的委外投资留出发展空间,可以看出新规的目标在于推动资管行业主动管理。同时通过鼓励银行资管设立子公司的方式,为银行资管减少通道需求,提升主动管理能力创造条件。

2. 限制结构化产品

新规禁止公募基金及开放式私募产品进行份额分级。这主要是由于分级基金在2015年股市异常波动期间放大了市场波动风险,而且该类产品结构复杂,与当前投资者教育难以匹配,因此不适宜进行结构化运作。对于可以进行分级的产品,新规也根据产品风险大小,相应限制杠杆率,并明确中间级份额计入优先级。

虽然杠杆融资是金融业的固有属性之一,但是应当与安全垫相匹配,嵌套杠杆下放大杠杆的风险已经超过了底层资金的担保能力。新规下嵌套减少,杠杆比例受限,致力于资管杠杆水平回归正常。

(四) 规范底层资产投向,穿透披露资金资产

1. 规范底层资产

新规对底层资产的规定并不刚性,主要按照产品性质进行分类监管,公募产品主要投资于风险低、流动性强的债权类资产及上市交易的股票,在相关规定允许的情况下可以投资商品和金融衍生品,限制了公募产品投资未上市股权。同时,银行公募产品以固收类为主,发行权益类产品和其他产品,须经监管机构同意。但是由于新规规定投资于债

权类资产的比例不低于80%的为固定收益类产品,则银行公募产品理论上可以投资20%的权益类产品,和目前的投资范围相差无几,总体而言比公募基金的投资范围宽松,但具体要看后续细则。私募产品的投资范围相对广泛,主要由合同约定。

同时参照公募基金的监管要求和流动性管理新规,新规对公募产品投资市值比例做了一定的限制:一是为了分散股市风险;二是针对前期资管资金入市成为某些主体举牌助力的乱象,避免单一产品重仓某支股票引发不适当波动。

2. 穿透披露资金资产

新规对资产管理业务实施穿透式管理,对于已经发行的多层嵌套资产管理产品,向上识别产品的最终投资者,向下识别产品的底层资产。目前,市场上绝大部分集合资管计划都不向机构客户披露完整底层资产,一般只会提供前十大持仓,对于产品的穿透管理有利于监管机构监控资金和资产,及时发现及防控风险,也有利于推动资管计划信息披露的透明化。

新规还建立了资产管理统一报告制度,要求统一产品相关信息的报送,虽然是细枝末节的一个措施,但是具有深远而重大的意义。从微观上说,唯有各监管机构下的资管产品能够在一个数据系统中对接,监管才可能从资金资产两端看到真实的底层资产和杠杆情况,从而获得实际操作中具备威慑力的抓手;从宏观层面说,只有具备准确的数据信息,金融监管机构才能做到顶层风险监控,准确判断,及时出手,有的放矢。

四、关于资产管理基础制度的思考

新规虽然定义了资产管理业务,但更多是从业务层面,并未界定资产管理业务的法律属性。资产管理的基础法律关系在学界一直存在争议,大致而言,主要是信托关系〔6〕与委托代理关系之争,也有的认为

〔6〕 章晟、李士岩:《资产管理业务信托属性分析及其法律监管制度研究》,载《江汉论坛》2016年第3期。

证券公司定向资产管理业务属于委托代理业务,而集合资产管理业务属于信托业务,^[7]还有的认为是债权债务关系。基础法律关系之争在某种程度反映了在资产管理业务大发展的过程中,业务的应然与实然关系的错位。

资产管理的基本法律框架应当以信托关系为基础,信托在中国确立之时的定位即为理财制度,旨在社会财富增加的基础上,发挥科学理财、专家理财的作用,使之制度化、专业化,使财产所有人能按一定的制度委托他人管理和处分其财产。^[8]信托制度强调受托人管理能力和管理义务,同时赋予受托人按照约定管理运用处分信托财产的权利,受益人以受托财产为基础享有收益及信托关系的相对稳定,都有利于形成一个更为专业的资管行业,提高资产管理的水平,为个人和社会财富实现增值。但是在金融创新的过程中,一些资产管理业务超越了信托关系,如刚性兑付下名为投资实为借贷而形成的债权债务关系,通道业务下委托人直接管理取代受托人管理职责而形成的委托代理关系。资产管理回归信托架构,需要培养具备管理能力的资管机构和具有风险承担意识的投资环境,此外,也有一些分业经营政策环境下混业的矛盾需要解决。因此,资产管理制度的构建与金融监管的通盘考虑。

首先,对资产管理业务进行功能监管,以形成统一的监管尺度。我国金融业务框架为分业经营,不同机构经营不同业务,而不同业务对应的风险不同,机构监管能够有效的防控风险。但是现阶段资产管理业务已经打破了分业壁垒,机构监管存在监管真空及套利空间,同时各金融体系下的资产管理业务呈现“大同小异”态势,也为功能监管创造了条件。如前所述,我国资产管理业务的大发展与融资需求旺盛相关,围绕借贷关系产生了大量变态资管业务,并妨碍了资管机构专业能力的积累。对资产管理业务进行统一监管,才能通过杜绝各类变相业务,引导资管业务回购本源,从而形成专业的受托人市场。这也是能够形成以信托关系为基础的资产管理业务的前提。

[7] 杨江涛:《证券公司资产管理业务的法律分析》,载《河南省政法管理干部学院学报》2008年第5期。

[8] 《中华人民共和国信托法释义》,载中国人大网,http://www.npc.gov.cn/npc/flsyywd/jingji/2003-11/14/content_324178.htm,2018年3月13日访问。

其次,建立统一的资产管理上位法。现行资产管理业务的基本法律框架包括《信托法》、《基金法》、《证券法》、依据《基金法》制定的《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《保险资金投资股权暂行办法》等。资产管理业务以信托法为基础,证券投资基金是信托法律关系下的自益信托及单位信托,同时基金单位具备证券的性质,因此,证券投资基金既是证券投资行为,又是信托行为,基金法是信托法和证券法的特殊法。《信托法》和《基金法》共同构成证券公司和保险公司相应的资产管理业务办法的法律依据。而占据资产管理业务三分天下的银行业理财业务的主要法律文件为《商业银行个人理财业务管理暂行办法》,该办法是依据委托代理关系制定,主要是由于《商业银行法》禁止商业银行从事信托业务。而且由于《基金法》《证券法》及各监管机构所出的业务规则调整的主要业务及关系的差异,资产管理的法律体系呈现明显的机构监管印记,各司其职,缺乏通盘考虑,导致同一类型的业务存在不同的限制。虽然新规已经针对资管乱象的根源在业务层面进行了规定,但是其效力层级较低,无法解决不同监管体系下资管机构所适用的上位法的矛盾。因此,应当以信托法为基础,制定资产管理业务法,对资产管理机构的设立、治理、风控、职责、监管和责任等方面做出统一规定。

最后,为了平衡信托关系下投资者的利益及为创新业务留有一定的发展余地,可以预留一定的制度空间供受托人和委托人自由选择所适用的法律关系,但是应当对投资者资质及风险承受能力提出较高要求。

(编辑:张媛)