

2022年,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)正式颁布实施。

在资管新规政策背景下,信托通道类业务“应清尽清”,融资类业务持续压降,加之破刚兑、

净值化管理等新政策要

求,信托行业的发展面临巨大压力。

虽然近年来业内始终强调“回归本源”“代客理财”,但是很多问题依然需要思考

。例如,

我国信托

行业的“本源”包

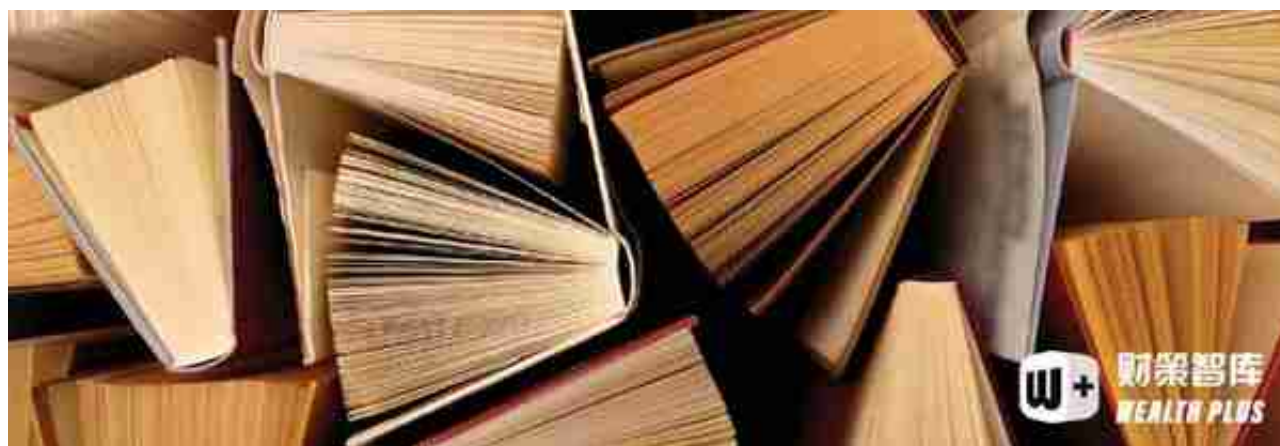
含哪些方面?“理财”的资产端应如

何布局?

因此,探索后“资管新规”时代信托行业的发展路径成为关乎行业发展的重要议题

。

面对政策监管,探索行业发展路径须首先理解监管逻辑。自1979年中国国际信托投资公司成立以来,监管与整顿贯穿了信托行业的发展全过程。行业监管的历程能够充分展现监管部门对行业职能的定位,梳理行业监管的逻辑有助于更好地理解资管新规对信托行业的导向,从而更合理地展望行业发展路径。



我国信托行业的政策特性

01 增值税案例分析

我国信托行业的主要政策变动具有明显的宏观经济导向特征。

改革开放后，信托行业的起步源于国家对激发经济活力的需求，尤其是，在改革开放初期的大环境下，国家的发展对外汇和国际资本有较高的需求，正是在这种情况下，信托行业作为外汇融资的重要窗口发展起来①，并定位于补充银行功能的不足。

此后，信托行业的重要监管时点与我国宏观经济波动具有密切的一致性

(如图1所示)。20世纪80年代之后，我国经济的每一次高速增长、过热发展都伴随着信托业规模的扩张，并导致信托行业的整顿。2000年前，在国内经济增速不断放缓期间，信托行业的风险也逐步暴露，并在1999年受到了监管部门第五次大力度整顿。



资管新规的政策逻辑

2020年

《信托公司资金信托管理暂行办法(征求意见稿)》

发布。上述政策被认为是对包括信托在内的资管行业的又一次规范和整顿。对于信托行业而言，资管新规的监管要求和影响主要体现在以下几个方面：

- (1)在资金端，要求破除刚性兑付；
- (2)在资产端，要求压缩非标融资，鼓励投资业务；

(3)在业务模式方面，要求去通道业务和资金池业务。[7]

结合我国信托行业的历史政策逻辑可以发现，本次资管新规对于信托行业的规范具有以下逻辑：

第一，资管新规对于信托行业的规范是经济增速换挡期的一次前瞻性管理，其主要目的在于控制风险

过去10年间，
我国经济发展呈现

“三期叠加”的重要特征，潜在风险
压力突出

。从信托行业的历史经验看，在经历持续经济增速放缓阶段后，信托行业的风险将逐步暴露。面对这一严峻的挑战，资管新规主要从防控风险的角度规范信托行业的发展。

其中，压降非标融资的目的是逐步控制信用风险规模；破除刚兑能够及时纾解风险，防止信用风险积累在金融系统内部；取消资金池业务旨在防止风险积累，排除系统性风险隐患；限制通道类业务是治理风险收益错配，防止风险传导至银行体系。

整
体来
看，资管
新规对于信托行业
风险防范的导向是基于风险收益匹配
的原则，将风险及时、分散地疏导至对应投资者。

第二，通过打破刚兑实现风险收益的正确匹配，倒逼信托转型

信托公司的隐性刚兑扭曲了风险收益机制[8]，引导资金端客户偏好高收益产品，推高了信托的融资成本，使得信托的业务大量集中在房地产企业、政府融资平台和高风险制造业企业。

高集中度、高风险和隐性刚兑进一步加剧了信托爆发系统性风险的可能性。

同时，
刚兑引致的客户偏好也阻碍了低风险、低收益项目(如固收投资)的发展，限制了信托的转型

。通过打破刚兑，不仅能够及时纾解风险，实现风险收益组合的合理回归，更能够引导投资者正视风险，根据真实偏好选择适合的风险收益组合，从财富端约束信托

公司盲目追求高风险高收益，倒逼信托公司完善信息披露制度，强化产品创新能力、资产配置能力和风险管理能力，更好地服务低风险企业等资质优良的经济主体。

第三，资管新规对于非标融资类业务和通道类业务的管理具有明显差异

市场中，部分项目的风险超过银行能够容忍的范围，同时又由于资质、时间成本等问题无法通过股权、债券市场进行融资。非标融资作为一种合理的市场化融资形式，能够很好地服务于此类项目，提高市场活力。

信托公司能够

作为信息中介撮合投融资双方，有效隔离、分配风险。

遗憾的是，刚兑、资金池等业务模式使得信托公司实际上成为信用中介，积累了系统性风险隐患。

加之房地产等领域过高的投资收益，大量资金被引导至少数领域，非标融资激发市场活力的作用受到了极大限制。所以，对于非标融资的整顿并不是针对非标融资制度本身，而是针对当前信托公司的非标融资对象，通过压降非标融资在控制风险规模的同时限制了信托公司对房地产等领域的业务，为后续更大范围服务实体经济清理障碍。

然而银信通道类业务本质上是政策套利。信托作为通道并不能实质性降低项目风险或提升项目效率。银行资金通过信托通道规避监管，扰乱宏观调控效率；市场风险通过信托通道传入银行体系，增加系统性风险的隐患。

因此，

银信通道成为资管新规的严格整顿对象。从信托的整顿历史来看，以政策套利为目的的银信合作始终是监管部门严格打击的对象。

因此，

银信通道成为资管新规的严格整顿对象

。从信托的整顿历史来看，以政策套利为目的的银信合作始终是监管部门严格打击的对象。

第四，系统性剥离信托信用中介职能

资管新规要求的破刚兑、压缩非标融资以及鼓励投资类业务都具有剥离信托信用中介职能的意图。

在资管新规的政策框架下，信托公司通过破刚兑，将风险直接传递至投资者，通过净值化管理实现风险的动态揭示，实质上是要求信托公司

从“信用中介”向“信息中介”转型，这也是“回归本源”的一项重要体现。

从“信用中介”向“信息中介”转型，这也是“回归本源”的一项重要体现。

同时，资管新规通过系统性的要求严格约束所有信托公司，从而破除信托行业的“囚徒困境”，保障信托公司剥离信用中介职能。