

理 解 资 管 新 规 ， 理 解 投 资 者 适 当 性 要 义

# 资管 新时代

杨峻  
—  
著

## 投资者适当性理论与实践

受人之托，代客理财，卖者尽责，买者自负  
资管新时代，回归资管业务本源



合适的产品卖给合适的人

格致出版社



上海人民出版社

# 资管 新时代

杨峻——著

投资者适当性理论与实践



图书在版编目(CIP)数据

资管新时代:投资者适当性理论与实践/杨峻著.  
—上海:格致出版社;上海人民出版社,2018.6  
ISBN 978-7-5432-2881-8  
I. ①资… II. ①杨… III. ①资产管理-研究 IV.  
①F830.593  
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 122263 号

责任编辑 忻雁翔  
封面设计 路 静

资管新时代  
——投资者适当性理论与实践  
杨 峻 著

出 版 格致出版社  
上海人民出版社  
(200001 上海福建中路 193 号)  
发 行 上海人民出版社发行中心  
印 刷 苏州望电印刷有限公司  
开 本 720×1000 1/16  
印 张 16.5  
插 页 2  
字 数 200,000  
版 次 2018 年 7 月第 1 版  
印 次 2018 年 7 月第 1 次印刷  
ISBN 978-7-5432-2881-8/F·1119  
定 价 68.00 元

## 序 一

投资者保护是现代金融发展与稳定的重要内容,也是衡量一个金融市场是否健全成熟的重要标志。与国外发达市场以机构投资者为主不同,中国金融市场中个人投资者数量多、占比大,不同的投资者个体对金融产品的理解及其风险承受能力存在很大差异。而金融市场瞬息万变,产品结构日趋复杂,个人投资者在面对带有强烈销售冲动的金融机构时,往往因信息不对称而处于弱势地位。在成熟的金融市场,投资者既不能裸身于寒风之中,也不能把政府信用作为最终靠山。在这种背景下,如何有效落实投资者保护显得尤为重要。

随着行业纲领性文件《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的正式颁布,国内资管行业势必回归“受人之托,代客理财”的本源。在这个过程中,无论是资管机构还是个人投资者,都将面临新的考验。对于银行而言,过往的理财产品在隐性刚兑的“加持”下发展迅猛,成为资管市场规模最为庞大的主力军。但随着产品净值化转型及打破刚兑进程的不断提速,银行理财如何更全面地了解客户真实需求,更精准地评估客户风险承受能力,从而实现“将合适的产品卖给合适的人”,打造自身差异化竞争优势,是银行业的一大崭新课题。

和国外拥有发达金融市场的国家相比,我国的投资者适当性管

理起步较晚且做得不够。其中一个重要原因就是依赖传统手段效率过低、成本过高,与金融机构的盈利性相冲突,且彼时必要性也不够迫切,故在实施过程中往往流于形式,未起到有效保护投资者的作用。诸多金融与科技融合的案例表明,利用科技手段可不断提升金融运行效率、降低金融运行成本,使得解决这些问题成为可能。

我和杨峻曾在浦发银行共事多年。多年来他不仅在工作中时刻秉持全力以赴、精益求精的态度,更令人欣慰的是,他在专业研究上一直保有旺盛的钻研热情。很高兴杨峻能够在不断实践中,对投资者适当性这一资管行业的“基础设施工程”进行深入研究和思考,致力于通过金融科技解决投资者适当性管理中的一些痛点。

此书融国外实证与国内现状于一体,集自身实践与理论体系于一身,难能可贵。希望更多的金融从业者从书中得到参考和启发,参与到金融与科技的融合发展中来,积极、稳妥、有序地开展科技驱动的金融创新,助力我国从世界金融大国向世界金融强国转变!

刘信义

2018年6月2日

## 序 二

2018年4月底,在数个月的征求意见后,“资管新规”即《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》终于正式出炉,不仅在当下引起了金融市场的剧烈反响,相信在不久的将来回头看也将是对中国金融行业秩序影响极其深远的一次重大变革。“资管新规”旨在打破隐性刚兑,引导资管行业回归本源,一方面在资产端确定了诸多规则,另一方面在销售端则着重笔墨强调了加强投资者适当性管理,即要求金融机构坚持“了解产品(KYP)”和“了解客户(KYC)”,向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应的资产管理产品。这些要求实际上总结了人类社会财富管理行业发展许久以来的经验与教训,也是中国随着习近平总书记提出“把握人民对美好生活的向往”,进入全面建设小康社会时期后,必需的“基础设施建设”。

回溯全球金融行业发展历程,我们不难发现一个有规律的过程——市场从不规范走向规范,产品从非标走向标准化,投资者从不成熟走向成熟,而此时的中国亦面临着这样一个转折点。中国进入小康社会,居民财富倍增,对财富管理的需求前所未有地旺盛,但投资者本身却是不成熟的,市场亦是不规范的。特别是前几年,由于各种主客观原因,市场中出现了一些乱象,包括“互联网金融”引发的质疑与争议。到底互联网等新技术帮助金融业解决了什么问题,我们又该如何去应用它,前几年大家思考得比较少。但我很高

兴看到,尽管市场纷繁杂乱,监管者却是清醒的,所以才有了“资管新规”的出台,重塑行业价值观,指明了行业未来的发展方向;真正的从业者也是清醒的,比如杨峻,他们一直在主动思考、积极探索,在尊重金融客观规律的基础上探讨金融创新。

技术的进步并未改变金融的本质,互联网只是一种技术手段。在特殊的时代背景和技术进步的大趋势下,将移动互联、大数据、人工智能等新技术和金融的内在逻辑结合起来,以科技创新带动金融服务模式创新,让金融服务跨越时空和区域,高效率、低成本地触及更广泛人群,更有助于实现“普惠金融”的社会责任。在此基础上,进一步建立科学有效的投资者适当性管理体系,更客观、全面地“了解客户”“了解产品”,更精准、智能地匹配客户与产品,同时防范道德风险、操作风险,保证交易一致性,有助于切实保护投资者利益。只有将投资者与销售机构放在公平的位置上,才有可能真正实现“买者自负,卖者尽责”。可以说,这是市场走向规范、投资者走向成熟的必经过程。

本书围绕投资者适当性管理这一财富管理领域永恒的命题,有理论有实践,为投资者适当性管理的未来发展做了大胆假设,为市场的成熟抛砖引玉,是有益的尝试。

行业未来的方向已然明晰,但如何真正落地,这个逐步实践的过程要靠清醒的从业者们去不断探索,并日臻完善。我们既要立足于理论基础和客观现状,尊重金融的本质规律,亦要有一颗敢于尝试、勇于创新的赤子之心,牢记金融从业者的职责与初衷,在新的时代背景下不忘使命,继续为之奋斗!

李仁杰

2018年5月28日

## 前 言

受益于国内居民财富的积累及理财意识的觉醒,近年来中国金融资产管理行业经历了高歌猛进式的增长,规模从 2012 年末的 27 万亿元急剧成长至 2017 年末的 100 多万亿元。资管行业的发展不仅满足了大众不同层次的投资理财需求,更在优化社会融资结构、推进利率市场化进程等方面发挥了积极作用。然而令人忧虑的是,伴随发展而来的“刚性兑付、监管套利、多层嵌套、杠杆过高”等行业顽症日益加重,尤其在宏观经济增长下行、金融风险集聚的背景下,许多所谓的“创新”在与监管层的捉迷藏游戏间,扮演着抵消货币政策有效性、推高社会融资杠杆率及加剧金融风险扩散的角色。

值得欣慰的是,资管行业乱象已得到了中央领导的高度重视。旨在规范资管业务发展的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)已于 2018 年 4 月 27 日正式出台。监管层期望通过监管方式的转变,将资管行业引入“受人之托,代客理财”的健康发展轨道。

落实资管新规,需要投资者、市场经营机构、监管三方合力。三方合力的关键是什么?笔者认为,关键在于落实投资者适当性管理。此次《指导意见》将投资者适当性管理放到了较为重要的开篇位置,而且着墨颇多,也从侧面印证了这一观点。《指导意见》明确要求金融机构应当坚持“了解产品(KYP)”和“了解客户(KYC)”的



经营理念,加强投资者适当性管理,根据投资者的风险识别能力和风险承担能力向其销售相适应的资产管理产品。禁止欺诈或者误导投资者购买与其风险承担能力不匹配的资产管理产品。同时应当加强投资者教育,不断提高投资者的金融知识水平和风险意识,向投资者传递“卖者尽责,买者自负”的理念。应当说,投资者适当性管理是打破目前资管行业“刚性兑付”顽症的关键。

在金融市场较为发达的美国及欧盟国家,投资者适当性及相关制度建立得较早且比较完备,对保护投资者利益起到了至关重要的作用。但在我国,投资者适当性无论在理论还是实践上均起步较晚,在投资者保护方面还有很多工作可做。尤其是在金融与科技深度融合、金融服务线上化趋势明显的今天,如何利用科技手段,对客户投资能力进行精准画像,真正实现将合适的产品卖给合适的人,成为广大从业者迫切需要思考和解决的问题。

结合多年传统金融机构及金融科技公司的实践,近年来笔者在投资者适当性管理方面进行了一些探索,积累了一些经验,也一直希望能在基础理论及国外成熟投资者适当性制度研究方面有所突破,从而更好地指导未来的实践,为我国投资者适当性制度及投资者保护贡献绵薄之力。这些因缘成就了《资管新时代——投资者适当性理论与实践》这本书。

本书共分六章。第1章阐述资管新规的监管逻辑,及资管新时代背景下投资者适当性的痛点与解决思路。第2章对投资者适当性的本源进行探讨,重点阐述投资者适当性的理论基础及其目的和功能。第3章对美国、欧盟、新加坡等主要发达国家投资者适当性的实践进行梳理。第4章就当前我国投资者适当性实践中容易混淆的一些问题提出了自己的观点与看法,重点关注合格投资者制

度、刚性兑付、金融科技、金融监管、权利救济等与投资者适当性的关系。第5章分析投资者适当性中的平衡关系,主要为平衡“卖者尽责”与“买者自负”关系,平衡投资者保护与市场效率关系,平衡新技术与传统技术的关系,以及平衡新技术运用带来的两种新关系。最后,第6章提出了我国应当建立完善的投资者适当性体系。这一体系的内容是结合传统金融业务风险管理技术与大数据、机器学习、云计算、AI等新技术,通过对金融资产进行准确的风险分类,对投资者进行风险承受能力画像,按量化模型对两者进行匹配,辅之以清晰、完整、全流程的信息披露以及投资者教育体系,实现产品全生命周期风险管理及资产与资金的精准匹配,从而达成“将合适的产品卖给合适的投资人”这一目标。

本书力求做到既保持适度的专业性,对金融从业者尤其是资管业务从业者有一定的启迪和帮助;又通俗易懂面向普通投资大众,让投资者明白,完善并真正落实的投资者适当性是保护自己权利、免遭不必要损失的有力武器。

最后,感谢刘信义先生、李仁杰先生为本书作序,给本书增添了许多光彩。非常有幸在职业生涯中有机会跟随中国金融业界的两位翘楚人物工作学习。他们不仅是我工作上的领导、恩师,更是我人生的榜样。感谢中国平安集团的领导、同事在日常工作中对投资者适当性管理的探索创新给予的指导和帮助。同时感谢熊国盛、张珺等同事在书稿整理过程中给予的大力协助。鉴于个人水平和时间有限,本书一定还存在很多错漏和疏忽之处,在此表示真诚的歉意,并欢迎读者朋友多多批评指正。

杨 峻

2018年6月8日

# 目 录

|    |                            |
|----|----------------------------|
| 1  | 序一 / 刘信义                   |
| 1  | 序二 / 李仁杰                   |
| 1  | 前言 / 杨 峻                   |
|    |                            |
| 1  | 第 1 章 新时代背景下投资者适当性的痛点与解决思路 |
| 1  | 1.1 迎接资管新时代                |
| 13 | 1.2 投资者适当性的痛点与解决思路         |
|    |                            |
| 20 | 第 2 章 投资者适当性概述             |
| 20 | 2.1 投资者适当性基础               |
| 30 | 2.2 投资者适当性理论基础             |
| 45 | 2.3 投资者适当性目的与价值            |
|    |                            |
| 54 | 第 3 章 投资者适当性在相关国家的实践       |
| 54 | 3.1 美国投资者适当性制度             |
| 70 | 3.2 欧盟投资者适当性制度             |
| 88 | 3.3 新加坡投资者适当性制度            |

|     |                    |
|-----|--------------------|
| 104 | 第4章 投资者适当性关联制度的分析  |
| 104 | 4.1 合格投资者制度检讨      |
| 116 | 4.2 投资者适当性与刚性兑付    |
| 124 | 4.3 投资者适当性与金融科技    |
| 135 | 4.4 投资者适当性与金融监管    |
| 143 | 4.5 投资者适当性与权利救济    |
| 158 | 第5章 投资者适当性中的平衡关系   |
| 158 | 5.1 平衡卖者尽责与买者自负关系  |
| 173 | 5.2 平衡投资者保护与市场效率关系 |
| 178 | 5.3 平衡新技术与传统技术关系   |
| 180 | 5.4 平衡新技术运用中的两种关系  |
| 187 | 第6章 投资者适当性的完善      |
| 188 | 6.1 投资者适当性立法       |
| 209 | 6.2 了解你的客户         |
| 226 | 6.3 了解你的产品         |
| 231 | 6.4 投资者与产品适配       |
| 236 | 6.5 信息披露           |
| 241 | 6.6 投资者教育          |
| 247 | 参考文献               |

## 第 1 章

# 新时代背景下投资者适当性的痛点与解决思路

### 1.1 迎接资管新时代

多年后当金融从业者回首过往、复盘市场的时候,2017 年绝对是值得载入中国金融史册、让人记忆深刻的一年。这一年,“防控金融风险”被国家决策层提到了空前的高度,先后在中央政治局会议、全国金融工作会议、党的十九大、中央经济工作会议中被反复强调;这一年,国务院金融稳定发展委员会正式成立,结束了金融统筹监管和协调监管缺乏顶层设计的局面;这一年,“一行三会”的监管风暴如期而至,针对资管行业的种种乱象给予了精准打击;这一年,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》(下文简称“资管新规”)横空出世,必将成为指引资管行业未来发展的纲领性文件。

对于广大资管机构和从业者而言,这是一个最坏的时代,也是一个最好的时代:过往依赖监管套利、层层加杠杆等手段“躺着赚钱”的时代一去不复返。伴随金融去产能而来的是机构盈利下滑、业务条线收缩、从业人员冗余的行业阵痛;而从另一个角度来看,资管业告别野蛮增长模式,重新切换至专业经营的正轨,对谋求发展的机构和个人而言无疑是一个喜

讯。谁可以在行业变革时坚持不懈地提升自身专业实力,在所处的行业细分领域多思考、多实践,谁就能在大潮退去时屹立不倒,并以崭新的姿态迎接下一轮更加精彩纷呈的行业大发展。

站在新旧时代交替之时,重温资管业务的本源,厘清此次资管新规的监管逻辑,并对资管行业的未来发展方向有所预判,对于指导我们下一步业务和工作有着积极的意义。让我们先从资管业务的本源说起。

### 1.1.1 资产管理业务的本源

当前,资管行业被谈论最多的是要回归本源。那么究竟什么是资管业务的本源呢?

搞清资管业务的本源需从定义入手。资管新规对资管业务作出了如下明确的定义:“资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托,对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。金融机构为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责义务并收取相应的管理费用,委托人自担投资风险并获得收益。”

由以上定义可知,“受人之托,代客理财,卖者尽责,买者自负”是资管业务本源最为精准的概括。资管业务属于金融机构的表外业务,资管机构与投资人之间建立的是委托受托关系,而非信用关系。即使投资本金亏损,只要资管机构勤勉尽责地履行了代客理财义务,本不应该像表内业务一样,对投资者承担刚性兑付责任。

但是,投资人自担投资风险的前提是“卖者尽责”。与普通商品不同,金融产品的风险具有隐蔽性和滞后性,投资者与资管机构之间往往存在着较为严重的信息不对称。在“卖者不尽责”的前提下要求“买者自负”是

不公平的。资管机构如何做才算“诚实信用、勤勉尽责”地履行了应尽的义务,正是投资者适当性管理的研究领域。它不仅是顺利打破刚性兑付的基石,也是落实投资者保护的重要举措。

### 1.1.2 资管新规的监管逻辑

据媒体报道,资管新规自 2017 年 11 月 17 日公布征求意见稿以后,央行共收集到各类修改意见多达两千多条,可谓社会反响巨大。特别是作为中国金融市场主力军的商业银行意见尤为激烈。2018 年 3 月 28 日,中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过了资管新规。作为一个国务院多部委的联合发文,资管新规获批的规格之高实属罕见。且以 4 月 27 日公布的正式稿来看,较之前征求意见稿的改动并不算多。作为重塑行业格局的纲领性文件,资管新规为何能够突破重重阻力,得到国家高层的强力支持,其背后的监管逻辑是什么?笔者认为,可以从“去杠杆、调结构、控风险”三个角度加以分析。

#### 1. 去杠杆

2008 年美国次贷危机后,全球经济增长乏力。中国为了维持 GDP 继续高速增长,在“投资拉动型”的经济增长模式下推出了“4 万亿”刺激计划。在此期间,市场上货币流动性宽裕,中国广义货币供给 M2 增速一直维持在 15%以上,银行放贷热情高涨,大大刺激了企业通过举债扩张产能或进行业外投资的冲动。

但糟糕的是,无序扩张的产能及业外投资并未给企业带来真正的收益。一方面,在市场需求有限的背景下,多个行业陷入了产能过剩、恶性竞争的窘境,企业经营性现金流恶化;另一方面,党的十九大后中国经济发展思路发生重大转变,“稳增长”让位于“高质量”发展。通过“开闸放

水”刺激经济增长的时代一去不复返，货币供给量收紧，M2 增速降至目前的 8% 左右。市场信用收缩使得企业再融资风险加大，筹资性现金流受到影响。无论是银行业不良贷款率仍处于高位，还是债券市场违约事件频发，均表明现已进入企业信用风险高发期，且风险正在向金融机构传递。

在货币供给量充裕的背景下，我国非金融企业部门的杠杆率自 2009 年后大幅攀升。据国泰君安《中国去杠杆评估报告(2017)》显示：截至 2017 年 9 月，我国非金融企业部门杠杆率(债务规模/GDP)高达 162.5%。从国际比较来看，不仅显著高于俄罗斯(50.1%)、巴西(41.4%)、印度(45.8%)等新兴经济体，也显著高于美国(73.2%)、德国(54.4%)、日本(103.2%)等发达经济体。

在企业盈利能力未有根本性改善的前提下，非金融部门过高的杠杆率已然成为国民经济运行中的一颗定时炸弹，必须通过有效方法加以解决。

因中国 GDP 增长已放缓，降低非金融企业部门杠杆率的主要手段是降低其负债水平。而降低一个企业的负债率有两种途径，一是减少负债，二是增加所有者权益。鼓励企业以股权融资取代部分债务融资，在增加所有者权益的同时降低负债，无疑可达到去杠杆的效果。

此次资管新规从资金端支持资本市场发展的意图较为明显：新规将资管产品按照募集方式的不同分为公募产品及私募产品。一方面大幅提高私募产品合格投资人门槛，实现将市场资金向公募产品引流；另一方面规定公募产品仅可投资标准化债权类资产以及上市交易的股票，且对标准化债权类资产进行严格定义，进一步限制公募资金的投资流向，从而为资本市场引入源源不断的活水，为资本市场特别是股票市场的长远健康发展提供了有力支持。除了资管新规以外，近期其他配套监管政策也彰



显了政府鼓励企业股权融资的方向。如大力发展政府产业引导基金、鼓励银行债转股、限制“名股实债”私募产品备案等,引导企业进行真正的股权融资,以达到降杠杆的目的。

## 2. 调结构

资管新规第一条第(二)点明确指出:“资产管理业务应坚持服务实体经济的根本目标。既充分发挥资产管理业务功能,切实服务实体经济投融资需求,又严格规范引导,避免资金脱实向虚在金融体系内部自我循环,防止产品过于复杂,加剧风险跨行业、跨市场、跨区域传递。”可见,引导资金脱虚向实,支持实体经济,是此次资管新规的另一大核心要务。

近几年,随着经济进入新常态,实体经济部门普遍进入了结构调整期,经济效益有所下滑,企业经营风险显著上升。这无疑削弱了金融机构支持实体经济的动力。部分机构将资金集中运用于同业业务,以钱炒钱;部分机构热衷当通道、做过桥、放杠杆等等,市场上出现了一系列令人眼花缭乱的跨市场、跨业态和跨地区的多重嵌套金融产品。这不仅拉长了实体经济的融资链条,提升了企业的融资成本,更使得风险在金融体系内积聚。在此背景下,防止资金“脱实向虚”,引导资金更多流向实体经济,成为监管部门的重任。

此次资管新规对产品嵌套进行了非常严格的规定:“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品,但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。”配合其他监管政策对银行同业业务的打压,资金流向实体经济的链条将会大大缩短。

“调结构”不仅体现在防止资金在金融同业空转、缩短融资链条上,还体现在对融资对象的方向性引导。地方政府融资平台及房地产开发企业一直是非标债权类资管产品最主要的两类支持对象。针对该两类客户,商业银行表内贷款融资因受制于严格的监管限制,无法满足它们旺盛的