

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

**R**unwaysys

2021年06月07日 星期一

**政策观察**

*Policy to observe*

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com>  
全国客服热线：4001182162  
E-mail：[runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)

欢迎关注  
兰瑞智库  
官方微信平台  
(RUNWAYSYS888)



## 目 录

<b>【外汇存款准备金上调的真实意图】</b> .....	2
一、14年来首次上调外汇存款准备金	
二、此次调整背景	
三、政策对人民币汇率影响程度如何？	
四、政策真正意图是什么？	
五、未来人民币存在的四大贬值因素不可忽视	
<b>【三孩政策要来了，会有效果吗？】</b> .....	10
一、三孩生育政策来了	
二、政策背后老龄化、少子化的危机	
三、为什么不是全面放开生育？	
四、放开三孩会有效果吗？	
<b>【理财公司理财产品销售将进一步迈向规范化】</b> .....	21
一、前言	
二、《办法》出台背景	
三、《办法》解读	
四、影响：正式稿有助于推动理财公司销售进一步迈向规范化	
五、应对建议	

## 【外汇存款准备金上调的真实意图】

### 目录

- 一、14 年来首次上调外汇存款准备金
- 二、此次调整背景
- 三、政策对人民币汇率影响程度如何？
- 四、政策真正意图是什么？
- 五、未来人民币存在的四大贬值因素不可忽视

### 正文

#### 一、14 年来首次上调外汇存款准备金

5 月 31 日，央行发布公告称，为加强金融机构外汇流动性管理，决定自 2021 年 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金由现行的 5% 提高到 7%。

值得注意的是，本次外汇存款准备金率调整力度史上最大。我国历史上一共经历过三次外汇存款准备金率调整，分别是在 2005 年、2006 年和 2007 年，外汇存款准备金率分别从 2% 统一调整为 3%、3% 上调至 4%、4% 上调至 5%。时隔十四年，外汇存款准备金率再次上调，由现行的 5% 提高到 7%。对比此前的三次调

整，此次政策调整央行出手果断，调整力度大，调整决心坚定。

表 1 外汇存款准备金得知狐妖变化时间表

发布日期	调整起始时间	金融机构外汇存款准备金率
2004 年 10 月之前		中资：2%
		外资：5%（3 月以下存款）
		外资 3%（3 个月及以上期限存款）
2004 年 10 月 29 日	2005 年 1 月 15 日	统一调整为 3%
2006 年 8 月 14 日	2006 年 9 月 15 日	上调至 4%
2007 年 5 月 9 日	2007 年 5 月 15 日	上调至 5%
2021 年 5 月 31 日	2021 年 6 月 15 日	上调至 7%

首先得解释一下什么是外汇存款准备金率。外汇存款准备金率与人民币存款准备金率的内涵是一致的。2004 年 10 月 29 日央行发布的《金融机构外汇存款准备金管理规定》（银发（2004）252 号）明确提出以下几个要点：

1、外汇存款准备金（央行不计付利息）是指金融机构按照规定将其吸收外汇存款的一定比例交存中国人民银行的存款。其中，

$$\text{外汇存款准备金率} = \text{当月外汇准备金存款余额} / \text{上月末外汇存款余额}$$

2、央行对金融机构外汇存款准备金按月考核。其中，金融机构应在每月 15 日前将准备金存款划至央行指定账户，当月 15 日至下月 14 日期间金融机构的外汇存款准备金余额与其上月末外汇存款余额之比，不得低于外汇存款准备金率。

3、美元与港币存款按原币种计算缴存存款准备金，其他币种的外汇存款折算成美元缴存。

## 二、此次调整背景

由于受美国疫苗接种速度放缓，以及此前美联储推行无限期量化宽松政策、各种经济刺激政策、通胀水平高企、居民通胀预期不断增强等因素影响，美元指数一直呈下降趋势，而人民币则呈现不断升值趋势。从今年4月1日的离岸人民币低点1: 6.5872算起，到5月28日的6.3613，人民币汇率大涨超过2000点，创了2018年5月份以来的新高。

图1 美元离岸人民币走势



对于人民币的快速上涨趋势，央行于5月27日在北京召开了全国外汇市场自律机制第七次工作会议，会议做出以下警告：

- 1、未来，影响汇率的市场因素和政策因素很多，不论是短期还是中长期，汇率双向波动是常态，不论是政府、机构还是个人，都要避免被预测结论误导；
- 2、汇率不能作为工具，既不能用来贬值刺激出口，也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响。关键是管理好预期，坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为。
- 3、企业要聚焦主业，树立“风险中性”理念，避免偏离风险中性的“炒汇”

行为，不要赌人民币汇率升值或贬值，久赌必输。

4、金融机构不仅不能帮助企业“炒汇”，自身也不宜“炒汇”，否则不利于银行稳健经营，还会造成汇率大起大落。

5、外汇自律机制要坚持不懈，持续引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，制度护航，注重实效，促进实体经济健康发展。

然而对于央行给出的信号，市场反应不大，5月28日、31日人民币依然保持升值势头，算下来，仅5月份人民币对美元中间价就累计升值了1.53%，以日间收盘价计算，人民币对美元即期汇率累计升值了1.7%。而且而人民币的持续升值，企业的外汇贷款需求就会增加，利用汇率来维护企业利益、增加收益的内在冲动也会增强，有的企业和投资者甚至萌生了利用人民币持续升值机会，玩起了炒作人民币升值的把戏，想通过炒作人民币升值获取不当利益，从而加剧了人民币升值的压力。显然，这是需要采取切实有效措施加以遏制的。

实际上过去几天央行也在不断的喊话，不断去的强调人民币的双向波动，对当前的外汇的短期投机行为给予了提醒，这是一个提前量，光有喊话还是不行的，必须有实际行动，所以才突发出现了提高外汇存款准备金。

### 三、政策对人民币汇率影响程度如何？

根据测算，截至4月末金融机构外汇存款余额约1万亿美元。如果提高外汇存款准备金率2个百分点，则意味着冻结商业银行资金在200亿美元左右。

对于这次上调动作，市场的普遍解读是央行为了抑制人民币过快升值，其逻

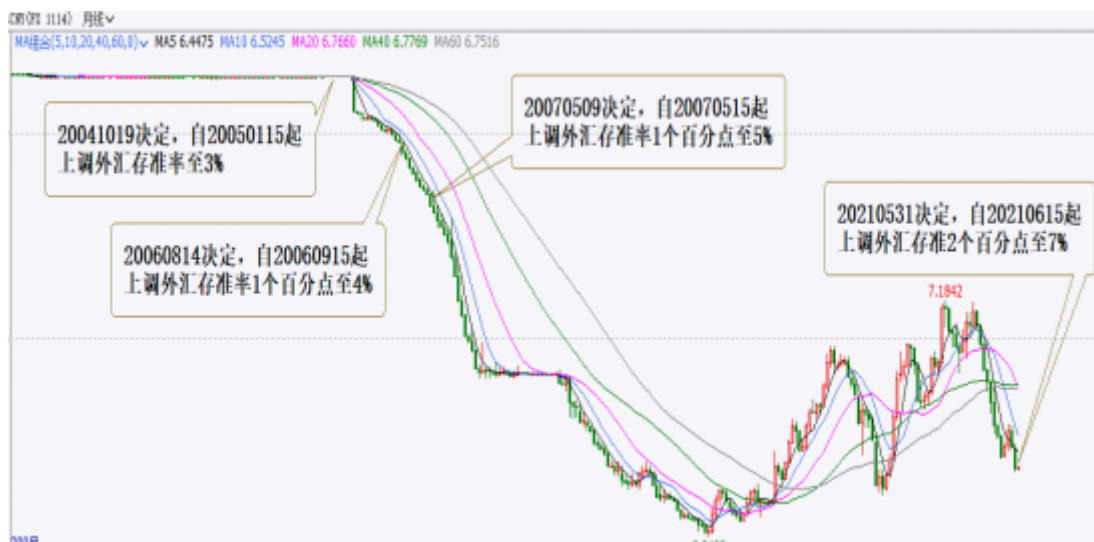
辑是，央行收取的外汇存款准备金，是从商业银行那里收取的，银行短期需要获取更多的外汇头寸来应对更高的外汇存款准备金需求。增加了银行间卖人民币、买外汇的行为，外汇需求提升。人民币升值压力缓解，甚至短期贬值。

这个逻辑初看起来正确，仔细思考就有问题，商业银行的外汇存款是已经有 1 万亿的，央行提高外汇存款准备金，就是把目前在商业银行 1 万亿美元的外汇存款中 200 亿美元放在中央银行账户，并且不付利息，相当于商业银行损失了这部分利息，他并不需要再去市场购买，也不会造成市场外汇的减少。

更何况区区 200 亿美元外汇，也就是大约 1400 亿人民币的做空量，对人民币汇率不会造成太大冲击，不论是心理还是交易上都不会产生太大的影响。

而且从历史上看，上调外汇存款准备金率对人民币汇率的影响较小。虽然以往三次上调外汇存款准备金率的目的更多是减少外资流入以及银行向央行结汇导致的流动性被动投放、缓解外汇储备规模的攀升势头。但是从人民币汇率的表现上，上调外汇存款准备金率并没有对人民币汇率升值趋势产生太大的影响。

图 2 历次外汇存款准备金调整影响



#### 四、政策真正意图是什么？

央行上调外汇存款准备金，一定程度上回收了外汇流动性。虽然实际意义可能有限，但更多是向市场传递信号，而非直接干预。

(1) 真实目的在于强调双向波动。近日来，央行官员和相关央媒连续发声，表示人民币汇率应为双向波动。但人民币汇率依然升值，在这个背景下，人民银行发布了这项公告。政策的变化清晰的表明了央行不希望人民币继续升值的态度。并且这次不同的地方在于，不再是口头警告，而是有实实在在的动作。所以这个政策的最大意义或许在于向市场发出明确的警告，如果人民币汇率继续升值，那么不排除有进一步举措的出台。

值得注意的是，从三次历史进程来看，共同的特点都是人民币处在快速的单边升值进程中，对应的货币政策都是偏紧对待，多数伴随上调存贷款基准利率和准备金率，且有一定的央票操作来对冲流动性。

从长期看人民币缓慢升值的基本面仍在，央行持抑制单边升值预期思路，未来汇率大概率双向波动。长远看我国疫情控制良好，疫苗产能充足，经济动能较强，货币政策保持稳健；美联储官员仍持鸽派态度，目前美元流动性宽松基调未改，以上均可支撑人民币升值逻辑。因此基本面驱动下升值动力仍在，但短期大幅升值节奏将受到平抑，未来汇率双向波动大概率将成为常态。

(2) 不意味着国内流动性收紧。本次上调外汇存款准备金率对国内流动性潜在负面影响很小。一般来说，要直接影响流动性或基础货币的投放需要银行向央行结汇进而反映到央行资产负债表中，仅上调外汇存款的准备金率，由于外汇

存款本身就是没有与银行结汇的外汇，就谈不上影响央行资产负债表了。但是从另一个角度来理解，这一政策或许存在另一种可能的影响。上调外汇存款准备金率后部分银行可能需要补缴外汇资金，那么银行很可能减少向央行结汇并且保留更多的外汇资产，而银行的外汇资产多数是企业或居民向银行结汇形成的，这意味着银行可能会追求更多地与居民和企业结汇，虽然银行并不会进一步向央行结汇。但是由于银行和居民或企业结汇本身是具有信用派生特征、会消耗银行人民币超储，而且这一超储消耗并不会被央行投放所弥补，因而这个过程可能存在对银行间人民币本币流动性的负面影响。但是也需要承认，外汇缴准需求规模很低，因而整体对流动性潜在的负面影响很小。

## 五、未来人民币存在的四大贬值因素不可忽视

5月30日，央行旗下金融时报发表评论文章指出，往前看，既有支持人民币升值的因素，也有支持人民币贬值的因素。未来可能推动人民币贬值的四大因素不能忽视：

一是美联储退出量化宽松货币政策。

若未来通胀持续超预期，联储很可能收紧货币政策，资金从新兴市场大幅回流美国，包括中国在内的新兴市场货币将面临明显贬值压力，需要警惕。

二是美国经济强劲复苏带动美元走强。

美国疫苗接种较为迅速，市场普遍预期美国疫情将在年内得到有效控制，以及拜登政府宣布新一轮的经济刺激方案。这将带动美元指数走强，对包括人民币

在内的新兴经济体货币带来贬值压力。

三是全球疫情逐渐得到控制和供给能力恢复。

2020 年新冠肺炎疫情暴发后，全球供给能力受损。未来随着疫苗接种率进一步提升，各国可能会先后形成有效免疫屏障，这将推动全球经济快速恢复，供给能力明显增强，形成对中国出口和人民币汇率贬值的压力。

四是美国资产泡沫可能破裂，全球避险情绪升温。

未来美联储退出宽松货币政策，有可能刺破资产泡沫，引发美资产价格大幅调整，刺激全球市场避险情绪升温，资金回流美国救市，推升美元指数，拉低非美货币。

[Top](#)

## 【三孩政策要来了，会有效果吗？】

### 目录

- 一、三孩生育政策来了
- 二、政策背后老龄化、少子化的危机
- 三、为什么不是全面放开生育？
- 四、放开三孩会有效果吗？

### 正文

#### 一、三孩生育政策来了

中共中央政治局 5 月 31 日召开会议，听取“十四五”时期积极应对人口老龄化重大政策举措汇报，审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》。会议指出，进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，有利于改善我国人口结构、落实积极应对人口老龄化国家战略、保持我国人力资源禀赋优势。

会议强调，各级党委和政府要加强统筹规划、政策协调和工作落实，依法组织实施三孩生育政策，促进生育政策和相关经济社会政策配套衔接，健全重大经济社会政策人口影响评估机制。要将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑，加强适

婚青年婚恋观、家庭观教育引导，对婚嫁陋习、天价彩礼等不良社会风气进行治理，提高优生优育服务水平，发展普惠托育服务体系，推进教育公平与优质教育资源供给，降低家庭教育开支。要完善生育休假与生育保险制度，加强税收、住房等支持政策，保障女性就业合法权益。对全面两孩政策调整前的独生子女家庭和农村计划生育双女家庭，要继续实行现行各项奖励扶助制度和优惠政策。要建立健全计划生育特殊家庭全方位帮扶保障制度，完善政府主导、社会组织参与的扶助关怀工作机制，维护好计划生育家庭合法权益。要深化国家人口中长期发展战略和区域人口发展规划研究，促进人口长期均衡发展。

这标志着，我国彻底从“限制生育”进入“鼓励生育”的新阶段。这是生育政策 40 年来的最大变局。自 1980 年左右开始收紧生育以来，到 2011 年放开双独二孩、2013 年放开单独二孩、2016 年放开全面二孩，再到此番放开三孩，人口政策随着经济社会形势变化而变化。

## 二、政策背后老龄化、少子化的危机

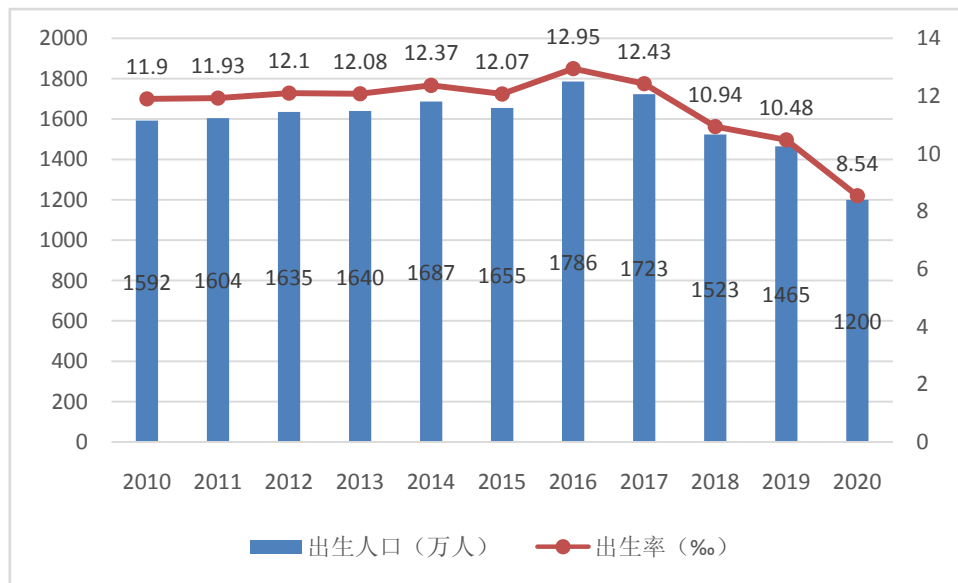
一方面，我国老龄化趋势继续加深、加速。前不久公布的全国第七次人口普查数据显示，我国 60 岁以上的老年人口比重加速提升至 18.7%，其中 65 岁及以上人口比重较 2010 年明显提升 4.6 个百分点，老龄化趋势明显加速。

另一方面，少子化趋势亟待扭转。之前，“单独二孩”、“全面两孩”的决策，确实促进了中国出生人口的回升。最近的第七次全国人口普查数据显示，2020 年，我国 0-14 岁少儿人口数量，比 2010 年增加 3092 万人，比重上升 1.35 个百分

点；“二孩”生育率明显提升，出生人口中“二孩”占比，由2013年的30%左右上升至2017年的50%左右。

只是，经过5年时间，“二孩效应”逐渐弱化，其影响因素包括：受育龄妇女占比减少、结婚人数减少、婚育年龄推迟、生育意愿下降等。

图1 历年出生人口及出生率走势



据官方数据，中国育龄妇女总和生育率为1.3，处于较低生育水平。自1990年代开始，妇女生育率降至更替水平（2.1）以下。

中国总人口现呈低速增长态势，人口年平均增长率为0.53%，较2000-2010年期间的年均增长率下降0.04%。2019年全年出生人口1465万人，人口出生率为10.48‰，创下1949年以来出生率的最低值。

表面上，人口总数依然在增长，但长期来看人口形势非常严峻。

人口学者张现苓、翟振武、陶涛撰写的《中国人口负增长：现状、未来与特征》称，中国正处于人口增长放缓、负增长惯性不断积聚的阶段，“人口负增长

的大趋势已定，中国人口将在 2030 年前后开始下降，且这种趋势在 21 世纪的后几十年都将持续进行。”

以 2017 年全国户籍登记数据为初始人口数，根据其测算，如若维持在总和生育率为 1.3 的超低水平，中国将于 2023 年后进入负增长；若维持在 1.6 水平上，人口负增长可推迟至 2027 年。

即使妇女生育率保持在更替水平，中国人口仍不可避免地于 2040 年落入负增长域，区别在于，未来（2086 年）中国人口还能再次回归正增长。

这种态势，对于劳动人口的冲击尤其巨大。

三位学者预测，假定生育总和生育率由 2018 年的 1.55，缓慢降至 2030 年的 1.4 左右并维持至 21 世纪末，2030 年后，中国劳动年龄人口规模开始明显缩减，由 2030 年的 9.47 亿逐渐下降，2036 年降至 9 亿以下，2047 年降至 8 亿，到 2098 年只有 4 亿！

若立足于长远看，调整生育政策确实已箭在弦上。

### 三、为什么不是全面放开生育？

按理说，现在大家都不愿生孩子了，放开三孩和全面放开生育应该差别不大，那为什么现在不全面放开生育而选择放开三孩呢？从这可以看出我国对待生育政策还是相当谨慎的，仍属于渐进式的调整，未来彻底放开生育是大势所趋，至于当前没有全面放开生育主要是基于以下几点考量：

一方面，三孩政策足以满足绝大部分人的需要。目的是扫清有意愿的存量适

龄生育人群的生育顾虑。

另一方面，可以让落后地区意识到优生优育的重要性。很多经济不发达的地方，大山里或者落后地方人们优生优育意识差，他们还存在多生、乱生孩子的现象。由七普数据可以看出，我国一些欠发达地区人口增速非常快，2020年和2010年相比，全国人口增长最快的是西藏，增加21.5%，增加64.59万人。广东和浙江人口增速排全国第二和第三位，主要原因是大量人口流入；新疆人口增幅达到18.5%，排在全国第四，海南人口增幅排全国第五，宁夏的人口增幅则以14.3%排在全国第六位。

再以四川为例，与2010年第六次全国人口普查相比，21个市（州）中有8个市（州）常住人口增加，增量排在前五位的依次为成都市、凉山州、绵阳市、宜宾市、广安市，分别增加5818918人、325550人、254381人、116803人、49407人，四川最为发达的成都—绵阳区域人口增加并不奇怪，但属于四川最落后地区之一的凉山的绝对人口增量排在了四川第二位。

类似的还有甘肃省，2020年和2010年相比，全省人口减少了55.5万人，全省14个州市仅有4个人口增长。人口增加最多的是兰州，增加了74.33万人，

全省人口增加第二多的是临夏，增加了16.31万人，而临夏也是非常落后的地区，2020年才刚摆脱绝对贫困，高度依赖转移支付，对于一些人口增速极快的欠发达地区，还是有控制人口增长的必要，目前我国政府大量向这些地区投入转移支付，要帮助这些地区摆脱欠发达和落后状态，等这些地方发展起来后再彻底全面的放开限制，是总体有助于这些地区和全国其他地区一起走向共同富裕的目标。

#### 四、放开三孩会有效果吗？

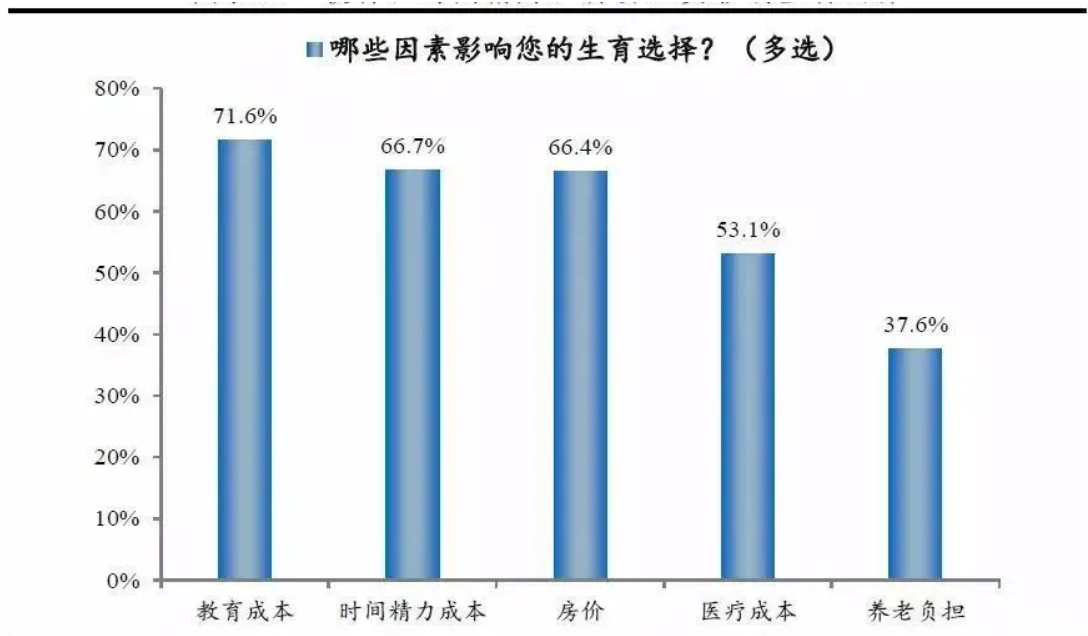
总体来看，单纯的放开三孩生育政策效果是很弱的，已经不足以扭转人口结构变化的大趋势，这也是目前国内学术界的共识了，关键还在于配套支持政策的力度大小。

首先年轻人口总量比 2016 年全面二孩的时候更少了；其次生育意愿更高的 70 后最年轻的都已经 42 岁了，1980-1985 年的 85 前也已经 36-42 岁了，能抢生的大龄人口也减少了；最后三孩的生育意愿本身就低于二孩，所以单纯放开三孩其实本身在效果上是很弱的。五年前全面二孩也只有当年增加了 200 多万出生人口，第二年就只比全面二孩前多 100 多万出生人口，第三年二孩效应就不行了。

现在年轻人中国年轻人不想生，不是生不起，而是养不起，归根结底，是方方面面造成了生育成本的高企。而且还有很多人连婚都结不起。

都说“xx 是最好的避孕药”，这里 xx 两个字可以替换成许多词。比如“教育”，比如“医疗”，比如“没时间”。之前恒大研究院出过一个统计报告，里面归纳出影响公民生育选择前五项内容，分别是“教育”、“时间精力成本”、“房价”、“医疗成本”和“养老负担”。

图 2 影响生育选择的因素



资料来源：恒大研究院

首先拿房价来说，根据《2019年全国50城房价收入比报告》的数据，深圳房价收入比是35.2，那么深圳的普通人得不吃不喝干满35.2年才能买得起一套房子。现在不少人还无法接受租房结婚，更别说租房生娃了。高房价极大地压抑了城市夫妇的生育意愿。

图 3 2019 年全国房价收入比 top 16

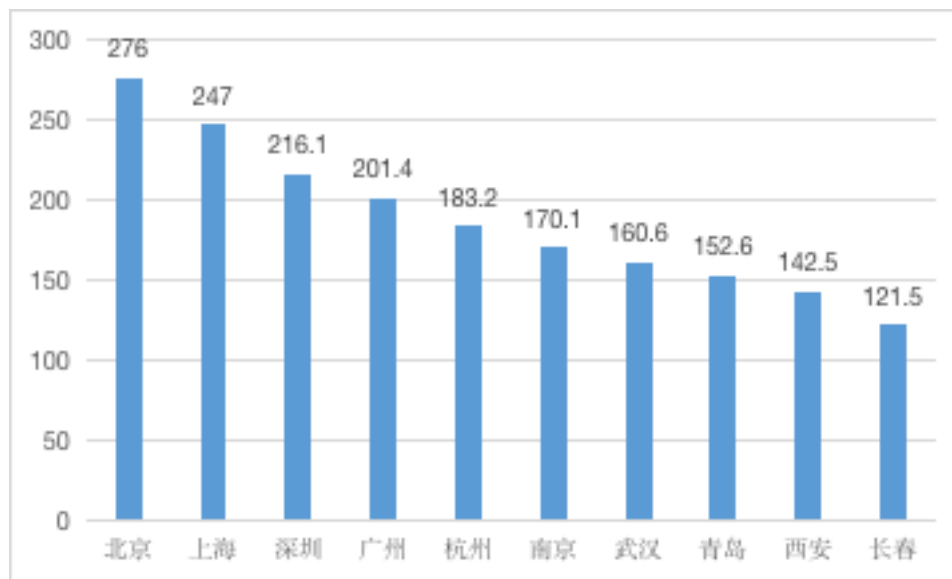
排名	城市	房价收入比
1	深圳	35.2
2	三亚	27.6
3	上海	25.1
4	北京	23.9
5	厦门	22.8
6	福州	19.9
7	杭州	17.7
8	珠海	16.7
9	广州	16.5
10	石家庄	16
11	南京	15.4
12	东莞	15
13	苏州	15
14	太原	14.1
15	海口	14
16	合肥	13.7

再说教育，生一个孩子，大家就无休无止内卷、千军万马过独木桥；生三个孩子，就是从自家卷起，光是一家人内部资源分散，起跑线就落后了一大截。

当越来越多人往自己孩子身上堆教育资源时，你就也不得不也加入到这一行列中来，否则孩子真的会“输在起跑线”上。都想自己孩子长大以后做领袖做精英，不想孩子长大以后平庸被埋没。可是一个社会，精英就那么 1%，都按照培养精英的方式去培养孩子，花费一定巨大，而且会越来越大。

用现在流行的一个词来说，就叫做“内卷”，“养娃内卷”。全国养娃成本最高的 10 大城市均突破百万，北上广深 4 大一线更是在 200 万以上。这还都没算上买学区房砸入的那大几百万“押金”。

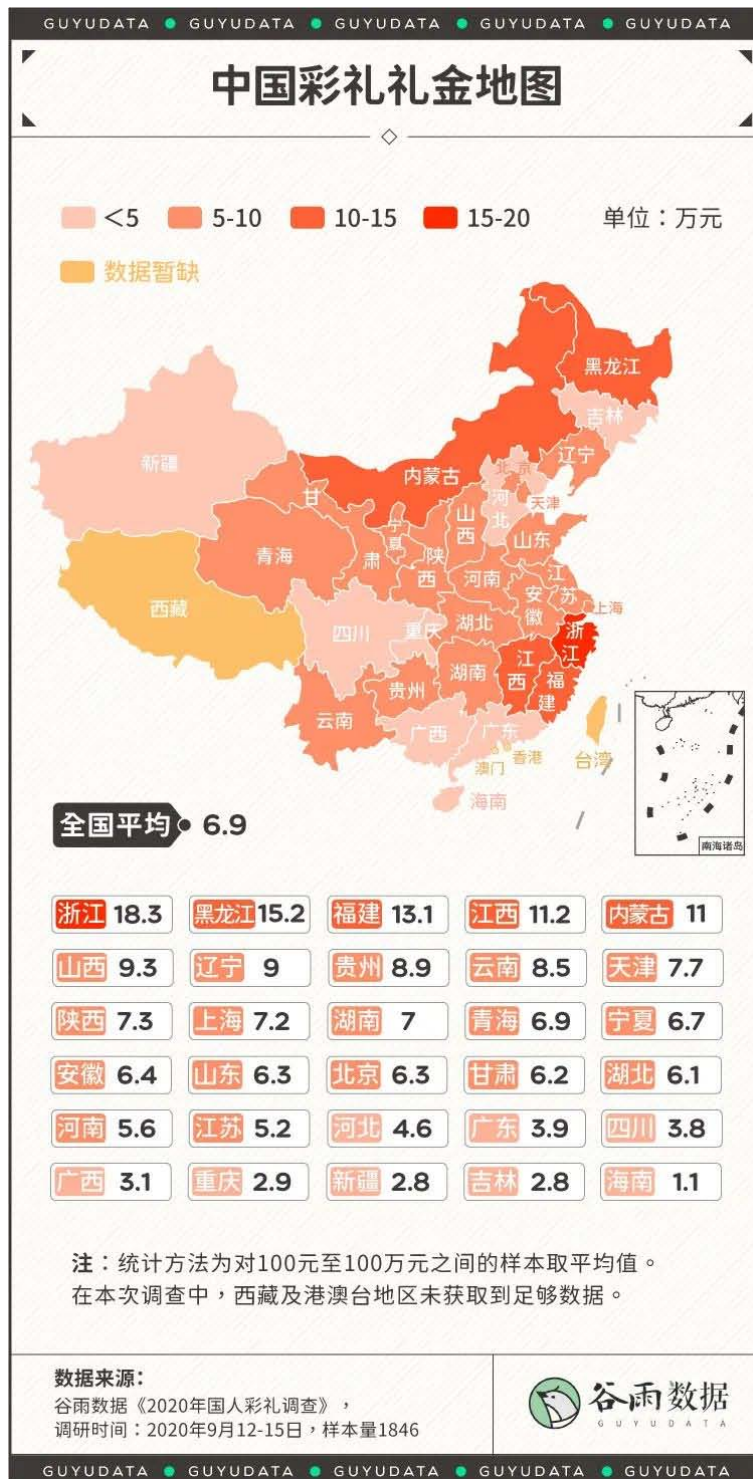
图 4 中国养娃成本 top10 城市（万元）



只要房子、教育、养老这几个没解决，无论允许大家生多少孩子，都可能是大家聊都不想聊的状态。

另外还有很多人连婚都结不起。天价彩礼已经成为压垮农村低收入男性的最后一根稻草。看看现在这份天价彩礼地图，超过 10 万的省份有浙江、黑龙江、福建、江西、内蒙，越来越多的年轻男性娶不起。

图5 中国彩礼礼金地图



前段时间，江西某银行还专门配合农村天价彩礼的陋习，别出心裁“推出”

了一份“彩礼贷”的产品，结果就遭到了社会各界、主管部门的痛批。海报写着，最高可贷 30 万元，年利率为 4.9%，贷款用途为新婚旅行、购买首饰、购买车和家电等。婚姻变成了负债，连最后一点美好都抹掉了。

娶不起的背后，主因其实还是扭曲的性别比，是娶不到。据统计局公布的七普数据，中国 20 岁至 40 岁的适婚男性比女性多 1752 万人。特别是高彩礼的江西，90 后人口性别比失衡最严重的省份，达到了 120.8: 100。

所以，限制彩礼并不能从根本上解决问题，除了治理出生人口性别比问题，还需要完善农村养老体系，解决农村老人嫁女的后顾之忧。

好在国家终于出手了。国家十四五规划纲要明确提出：减轻家庭生育、养育、教育负担，释放生育政策潜力。

这次会议进一步强调：促进生育政策和相关经济社会政策配合……要将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑……加强税收、住房等支持政策。

三孩政策到底能不能重振中国人的生育欲望，还有待观察。其实关键还是看国家政策支持力度，目前严重影响生育欲望的，无非是房价贵、教育成本高和医疗成本高。如果能在这三方面加大支持政策的力度，就有望破解生育欲望低迷的难题。

比如可以考虑成立住宅银行，向“多孩家庭”提供低首付、长期、低息的购房贷款，或者加大保障房支持力度。另外，考虑在全国推行幼儿园、高中阶段的免费教育。并把全部儿童纳入医保，给与更高的保障力度。

[Top](#)

## 【理财公司理财产品销售将进一步迈向规范化】

### 目录

- 一、前言
- 二、《办法》出台背景
- 三、《办法》解读
- 四、影响：正式稿有助于推动理财公司销售进一步迈向规范化
- 五、应对建议

### 正文

#### 一、前言

随着资管新规过渡期进入倒计时，国内理财市场正在逐步规范。在《征求意见稿》发布半年后，影响银行理财市场的又一重要新规正式落地。5月27日，《理财公司理财产品销售管理暂行办法》（下称《办法》）出炉，将于2021年6月27日起施行，《办法》共八章69条，主要内容包括明确理财产品销售机构范围、厘清产品发行方和销售方责任，是此前出台的资管新规、理财新规及《商业银行理财子公司管理办法》的相关配套规定之一。

《办法》主动顺应理财产品销售中法律关系新变化，充分借鉴同类资管机构

产品销售监管规定，并根据理财公司特点进行了适当调整，主要包括以下七方面内容：

一是合理界定销售的概念，结合国内外实践，合理界定销售内涵，主要包括以一定形式宣传推介理财产品、提供理财产品投资建议，以及为投资者办理认（申）购和赎回。

二是明确理财产品销售机构范围，理财产品销售机构包括销售本公司发行理财产品的理财公司和代理销售机构。代理销售机构现阶段为其他理财公司和吸收公众存款的银行业金融机构。

三是厘清产品发行方和销售方责任，《办法》注重厘清理财公司（产品发行方）与代理销售机构（产品销售方）之间的责任，要求双方在各自责任范围内，共同承担理财产品的合规销售和投资者合法权益保护义务。

四是明确销售机构风险管控责任，明确理财产品销售机构董事会和高级管理层责任，要求指定专门部门和人员对销售业务活动的合法合规性进行管理。

五是强化理财产品销售流程管理，对宣传销售文本、认赎安排、资金交付与管理、对账制度、持续信息服务等主要环节提出要求。

六是全方位加强销售人员管理，从机构和员工两个层面分别提出管理要求。

七是切实保护投资者合法权益，要求建立健全投资者权益保护管理体系，持续加强投资者适当性管理，把合适的理财产品销售给合适的投资者。

八是要求信息全面登记，要求代理销售合作协议、销售结算资金的交易情况以及销售人员信息依规进行登记。

## 二、《办法》出台背景

### 1、理财子逐渐发展壮大，中外合资理财公司暂露头角

自《资管新规》正式生效已经过去了将近3年时间，根据《资管新规》的要求银行理财业务将逐渐由具有法人地位的理财子独立运营，在银行理财这一重要资管领域，理财子扮演的角色将愈发重要。

数据显示，截止到2020年底已有20家理财子正式开业，4家理财子处于获批筹建阶段，目前已成立的理财子大多脱胎于大型的国有股份制商业银行，母行资本实力雄厚，为理财子的发展壮大提供了强有力的幕后支持。2021年将会有更多的理财子面世，市场竞争也将会日益激烈。

截至2020年末各理财子发行产品数量已经基本上与其母行持平；2021年第一季度，理财子发行产品数量达到1353支，比2020年第四季度增长了21%。

另一方面，随着我国金融业进一步对外开放，为更好地引进国际先进资管机构专业经验，丰富资管市场主体和产品种类，满足投资者更加多元化的投资需求，中外合资理财公司成为了理财领袖的新秀。

在政策的加持和市场环境更加开放的背景之下，将来必将有更多的商业银行、理财子公司通过优质境外合作伙伴的方式参与资管市场，中外合资理财公司也将在理财领域扮演更重要的角色。

### 2、理财公司销售渠道有限，代销市场尚未成熟

理财公司销售渠道的建设却明显没跟上业务规模扩张的步伐，目前还很大程度上依赖于母行代销。理财公司普遍面临代销难的问题，大行的代销名额竞争激烈，小行又存在系统对接成本过高的问题，有关代销模式下各方权责划分也缺乏统一适用的规范，理财产品代销模式有待进一步完善。

### 3、理财销售缺乏专门统一的规定

在《办法》出台之前，有关理财产品销售的监管规定分散在不同的制度之中，包括《商业银行理财业务管理办法》、《商业银行理财子公司管理办法》、《关于规范商业银行代理销售业务的通知》等。

大部分已生效的监管政策并未对商业银行和理财公司的产品销售进行严格区分，大都从商业银行销售流程角度进行规制，对于理财公司来说，在理财销售规范的全面性和适用性上存在不足之处。将来理财公司作为银行理财领域从事资管业务的专业机构，理财产品的销售也将以理财公司为核心展开，所以制定对理财公司产品销售的监管规范是必要且迫切的。

在此背景下，去年12月25日银保监会发布了《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》，经过半年的征求意见，今年5月27日《办法》正式出台。

### 三、《办法》解读

## 1、与《征求意见稿》相比，《办法》有三个“不变”与三个“变化”

首先，制定《办法》的总体思路不变。《办法》落实资管新规、理财新规和《理财子公司办法》等制度原则，针对理财公司特点，明确要求，加强监管，压实理财产品销售和管理责任，强化投资者适当性管理，保护投资者合法权益，推进公平竞争，打破刚性兑付，为理财业务健康发展创造良好的制度环境。同时，统一各家机构的销售执行标准，规范机构和人员销售活动，明确行为禁区，防范销售乱象，从长远上推动理财产品销售有序合规，推动理财公司健康平稳起步发展。

其次，加强理财产品销售管理的方向不变。《办法》在研究借鉴国内外资管产品销售已有的成熟监管标准和实践经验的基础上，结合国内实际需要，明确责任、加强规范，对理财产品销售机构、销售渠道、宣传销售文本、销售人员管理等方面进行详细规定。如规定销售行为记录回溯和信息全面登记要求，明确对销售过程留痕留证，坚持理财公司和代理销售机构共同承担销售责任等等。这有助于压实理财公司、代理销售机构责任，实现“卖者尽责”与“买者自负”的有机统一，更好地保护投资者合法权益。

再次，严格销售机构范围的要求不变。《办法》规定的代销机构现阶段为其他理财公司和吸收公众存款的银行业金融机构，互联网平台和其他专业机构暂时还无法获得代销资质。在理财公司刚刚起步、市场辨识度不高以及投资者教育还需加强等情况下，《办法》对理财产品代销机构范围的设定相对谨慎，没有进一

步扩大代销机构范围，有助于维持理财产品销售制度的连续性和平稳性，有助于投资者更好地辨别。同时，《办法》禁止向不特定社会公众销售私募理财产品，也符合当前投资者接受度和投资习惯。

正式公布的《办法》相较于《征求意见稿》，在三个方面进行了完善。

首先，《办法》进一步明确适用机构范围。

《办法》名称从原来的《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法》修改为《理财公司理财产品销售管理暂行办法》；并明确“理财公司”包括：商业银行理财子公司和银保监会批准设立的其他理财公司，从而将外方控股的合资理财公司纳入适用机构范围。

也就是说，除了原先各家商业银行成立的理财子公司外，进一步不管是母行还是理财子与外资成立的合资理财公司都要受到《办法》的监管。

此前市场也曾有过讨论，理财产品销售新规会不会对汇华理财、贝莱德建信理财、施罗德交银理财，以及刚获批的工银理财和高盛资产成立的合资理财子公司会有一定的政策支持，如果在法规中没有明确提及，会不会未来成立合资理财子公司会变成一个趋势？

所幸监管及时将这个口子堵上了。

毕竟，自 2018 年《商业银行理财子公司管理办法》实施以来，截至目前，银保监会已批准筹建 23 家银行理财子公司和 4 家外资控股理财公司，其中 19 家银行理财子公司和 1 家外资控股理财公司已经开业。

其次，《办法》进一步完善了禁止性规定。

《办法》第四章“理财产品销售管理”第 25 条中指出，就理财产品销售机

构及其销售人员从事理财产品销售业务活动，《办法》提出了 18 点禁止性规定。其中第 3 点要求，即不得“使用未说明选择原因、测算依据或计算方法的业绩比较基准，单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准”，属于禁止性规定新增内容。

这点其实也在预料之中，参考公募基金目前的营销监管，无论是使用任何一段时间的收益率都必须要求详细披露业绩的来源且不得低于一年。

理财子既然在各方面都要对标公募基金，那在销售上难道会有特权？当然不可能了。

可见的是，相比《征求意见稿》，这次《办法》的改动的对 18 项禁止性规定进行了更为细致的阐述。禁止误导销售、虚假宣传、强制捆绑、搭售其他服务或产品、提供抽奖、回扣、馈赠实物、诱导投资者进行短期、频繁购买和赎回操作、隐性担保、利益输送或利益交换、恶意诋毁、贬低其他理财产品销售机构或者其他理财产品等方面都一一进行了规范。

最后就是过渡期的设置了。

《办法》最后提及，自公布后一个月即 2021 年 6 月 27 日起施行。而《办法》施行前的理财产品销售业务活动不符合相关要求的，理财公司与代理销售机构在本办法施行之日起 6 个月内完成整改。

也就是说到了明年年初，所有的理财子都必须严格按照《办法》要求进行销售。

## 2、第三方代销渠道未放开

《办法》现阶段明确仅允许理财公司和吸收公众存款的银行业金融机构作为代理销售机构。主要原因如下：

1、理财公司属于新型金融机构，投资者需要时间去了解、接纳。理财子公司属于新型的非银行金融机构，产品性质、品牌声誉、公众认知仍处于培育阶段。

2、相比公募基金，理财产品仍存在较大的刚兑预期，投资者教育工作仍需进一步布局、推进。公募基金发展历程已逾 20 载，“基民”往往具有一定投资经验，对于基金亏损的接受度较高。但是，由于历史原因与观念，普通投资者都将银行理财视作类似“存款”的保本产品。银行理财“打破刚兑”仍需较为长期的市场宣传与专业投资者教育，才能使一般投资者逐渐接受银行理财可能“浮亏”甚至亏损的事实。

3、相比持牌机构，互联网代销平台缺乏有效监管。一方面，互联网销售平台往往将公募基金、信托计划等各类金融产品统称为“理财产品”，存在误导投资者的情况。另一方面，在投资者教育与金融投资者投诉处理等服务方面缺乏专业性。因此，尽管互联网销售平台具有极佳的销售便利性，但是监管仍持审慎态度。

#### 四、影响：正式稿有助于推动理财公司销售进一步迈向规范化

正式稿有助于进一步消除监管套利空间，打破刚兑预期，推动理财净值化平稳转型。具体来看，可能在以下四方面产生影响。

1、产品净值形态更加标准化。理财产品销售规定中，增加了对“单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准”的禁止性要求。这要求在以后的销售中，对于净值化的理财产品，理财机构宣传时的业绩表述应当解释清楚业绩比较基准的“选择原因、测算依据或计算方法”，做到有理有据，产品的净值变化要符合企业会计准则规定，及时反映底层金融资产的收益和风险情况，产品形态更加标准化。

2、理财产品销售渠道更加明晰化。理财产品销售机构可以通过自身营业网点、电子渠道销售理财产品，并可以让吸收公众存款的银行业金融机构以及银保监会规定的其他机构作为代理销售机构，保持了现有理财产品销售制度的连续性和平稳性。此外，银保监会在答记者问中指出，将根据银行理财产品的转型发展情况，适时将理财产品销售机构范围扩展至其他金融机构和专业机构，这为以后留下了监管空间。

3、销售机构和销售人员的管理更加长远化。《销售办法》明确了对误导销售、不当展示业绩基准等行为的禁止性规定，并对从业机构和人员提出了较高要求，特别是销售人员需要有“从事金融工作1年以上”的经验，虽然可能会导致机构新鲜血液引入变得较为困难，但从长远意义来看，会促使销售机构加强对销售人员的长效机制培养，落实投资者权益保护工作。

4、《暂行办法》给予金融机构6个月的整改过渡期，意味着年底时不合规的产品需整改完成，这与“资管新规”过渡期结束时间一致，保证了政策的完整性。一方面通过利率传导机制，降低银行业的资金成本，从而让利实体经济；另一方面，有助于市场净值化的统一转型。而从“理财子公司”到“理财公司”的拓展

性表述，也侧面反映了目前银行财富管理机构专营化布局正在走向纵深，未来竞争将更加规范化和激烈化。

## 五、应对建议

一是新规实施后，机构在推出创新理财产品同时，结合投资者的实际，从业人员应做好“理性投资”的风险提示。使理财产品的信息变得透明化、使销售渠道变得规范化。

二是针对理财标示业绩比较基准要求趋严情况，机构应结合自身优势，尽快做好测算调整，同时做好应急预案，在遇突发事件时须快速联动，做好潜在舆情风险应对。

三是结合新规，应完善针对业务乱象的风险管理机制：

1.机构对内部的从业人员，应加大业务知识方面的培训，提升对新规的认识，便于规避经营风险。

2.机构要高度重视各平台反映的客户投诉（包括客服电话、APP 客户端、网络投诉平台、微博、知名论坛、抖音等）问题，需视情节轻重做到有效应对，便于化解相关舆情风险。

四是在声誉风险管理层面，应制定针对此类事件的处理机制和突发情况的应急预案，以便在相关舆情事件发生时能够快速介入、快速处理。预案建议：

1.在理财类产品业务销售层面，制定、优化内部上下级之间的快速联动机制，在事件发生后便于迅速调用产品服务信息，为举证打开直达、短程的绿色通道，

提高应对效率；

2.事发前，机构应定期开展此项业务的压力测试，通过模型测算方式尽可能多地排查该项业务对自身形成的潜在风险点。同时通过排查，对现阶段存有亏损倾向的理财产品应做好实时跟踪，必要时做到对客户方的如实告知，采取暂停及时调整销售模式、销售方式的措施，做到及时止损。

3.在事发端层面，机构应加快针对媒体揭示类问题的应对速度，加强与媒体之间的沟通衔接，在内部沟通环节要制定合理的处理方案、确定统一的媒体应答口径。

[Top](#)

## 重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——  
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com/>  
e-mail: [runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)  
全国客服热线：4001182162