



打破“刚兑”与投资者保护

Breaking the "Rigid Repayment" System while Protecting Investors

沈炳熙

资产管理是金融机构的一项重要业务。从2012年大资管格局形成以来，我国资管业务有了长足发展，到2021年末，全国资管业务规模已达133.7万亿元。2018年多个政府部门联合下发资管新规^①，资管业务正在整顿中走向规范。

资管新规的一个重要内容，是打破事实上存在的刚性兑付。这对于规范资管市场，防止无序竞争，守住金融风险的底线，都是十分必要的。但是，不能把打破刚兑理解为资管机构无须为资管项目的失败承担责任，更不能因此漠视投资者保护的问题。打破刚兑和保护投资者利益有效结合，这既是资管新政的出发点，也是保证资管行业健康发展的需要。

“刚兑”的出现和打破

“刚兑”事出有因

打破刚兑是资管新规中一条十分重

要的规定。刚兑的本质是由资管机构承担投资风险而不是由投资者承担投资风险。现在大家说到“刚兑”，都知道这既不符合，也不合理：投资者怎么能光享受投资收益而不承担投资风险呢？

但是，为什么在很长一段时间里，“刚兑”能够得以实行？难道以前人们都不知道投资者在获得投资收益的同时，必须承担投资风险这一简单明白的道理吗？当然不是。在投资者直接操作的情况下，没有任何人会对此提出疑问。投资股票赔钱的事比比皆是，但几乎没见哪个亏了钱的股民去找证监会。那为什么过去投资者购买资管产品，要实行“刚兑”呢？问题就出在此时投资者不是自己直接操作，而是委托资管机构去操作，正是这种委托与受托的关系，在实际运作过程中，在一定程度上模糊了投资者与资管机构之间的责任边界。

作者系中国人民银行金融市场司原巡视员。

① 人民银行 银保监会 证监会 外汇局 关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（银发〔2018〕106号）[EB/OL].(2018-04-27)[2022-08-04]. http://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5323101.htm.



从法律上讲，资管机构和资管产品投资者的权利和义务是清楚的，如果资管机构按照双方协议的要求履行了受托者的职责，那么，资管机构是无须承担投资风险的，这种风险必须由委托投资的人^①承担。但是，在现实生活中，由于运作的透明度不够，双方信息存在不对称，资管机构是否真正履行了受托人的职责，在很多时候难以确认，严重影响了委托人对受托人的信任。在这种情况下，为了能够把资管业务做下去，资管机构便采取了刚性兑付这种看似保护投资者的做法，以取得投资者的信任。因此，“刚兑”事出有因。

“刚兑”模糊了投资者和资管机构之间委托与受托的关系，一些投资人错把委托投资当作银行存款。这种情况，在由银行作为资管机构甚至是资管产品代销机构时尤其明显，例如，银行理财、信托产品，都是“刚兑”的典型。而证券投资基金的情况要好得多，基本没有发生“刚兑”的问题。

同样是资管产品，其法律关系都是委托人和受托人的关系，为什么信托、银行理财过去“刚兑”的问题比较严重，而证券投资基金基本不存在“刚兑”？这和它们的业务特点有一定关系。信托、银行理财基本上都有确定的期限，时间一到就必须赎回，其时若经营不好，浮亏就变成了实

亏；而证券投资基金则不同，它因没有期限，出现浮亏，可等形势好转后再出手，不存在到期浮亏变实亏的问题。此外，银行理财客户多为银行原来的储户，他们会更多地与银行存款的安全性做比较。而信托产品单笔数额较大，如果没有很好的安全保障，很难找到足够的投资者。这一切，使得经营这些资管产品的机构，自觉不自觉地用“刚兑”来吸引和留住客户。应该说，“刚兑”的出现，是有其客观原因的，后来沦为恶性竞争的工具，则是在大资管形成后，市场条件恶化才出现的。

“刚兑”不可持续

尽管在开展资管业务的初期，“刚兑”在一定程度上为吸引和留住投资者发挥了一定的作用，但其内在矛盾决定了它不可持续，特别是当其成为不当竞争的手段时，打破“刚兑”更是势所必然。

“刚兑”混淆了投资者和资管机构之间委托和受托的法律关系，扭曲了双方的权利和义务，破坏了资管业务的运行规则，加大了金融风险的识别、防范和化解的难度。在“刚兑”的影响下，许多投资者把资管产品视作银行存款，既要确保安全性，又要获取高收益；而资管机构为满足投资者的要求，对理财资金设资金池，并将期限、收益和风险错配，导致这两种性质不同的金融业务相互混淆，风险不断

^① 即投资者，本文中投资者、委托人是一致的，根据叙说需要分别采用两种不同称谓。



积聚。

“刚兑”成为不当竞争的工具，加剧了资管市场的动荡。在一定时期内，社会资金是有限的，与各金融机构拓展资管业务的强烈冲动存在着难以调和的矛盾，不少资管机构把“刚兑”当成了竞争的工具，用以争取更多的投资者，导致资管市场的竞争越演越烈。

实际上，“刚兑”实行到后来，已经难以为继了。随着一个又一个资管产品的爆雷，资管机构就是想“刚兑”也已无力实现。资管新规果断出手，打破“刚兑”魔咒，实在是切中时弊，正当其时。

破“刚兑”迎来资管新阶段

随着“刚兑”的打破，资管业务进入了一个新发展阶段，其基本特征就是资管业务必须合规经营。由于委托者和受托者的关系得到明确，投资者和资管机构的权利、义务得到厘清，资管机构已不可能再以“刚兑”作保证吸引投资者，也无须在“刚兑”的压力下冒险投资不符合风控要求的资产；投资者也不可能“在刚兑”的保障下，随意选择资管产品。非理性的冲动逐步减退，理性冷静的操作正在增加。

纵观“刚兑”从出现到破除的过程，我们看到，“刚兑”和投资者保护的问题有着密切的联系。“刚兑”的产生，是资管机构用来表明自己保护投资者的诚意的，目的在于增强投资者对自己的信心；“刚兑”的破除，则是在其严重影响市场

有序发展且使投资者面临巨大风险的情况下，监管部门出手推动的。

打破“刚兑”后的投资者保护

打破“刚兑”以后，投资者开始关注投资风险，根据自身的风险承受能力选择合适的资管产品；资管机构卸下了“刚兑”的枷锁，开始审慎地选择投资的领域和资产。资管业务开始走上规范发展的道路。

但是，打破“刚兑”后，在保护投资者的问题上，也出现了一些值得注意的倾向。有的资管机构认为，打破“刚兑”，保护投资者的任务就落到他们自己身上了，资管机构无须承担保护投资者的责任了。他们把资管机构无须承担投资损失视为无须承担投资失败责任，2022年上半年证券基金和银行理财出现大面积亏损，信托产品也多处爆雷，但诸多资管机构依旧坦然处之，全无切肤之痛，并不竭尽全力去努力破解困局。保护投资者是否真的不再是资管机构必须重视的问题？答案是否定的。

保护投资者利益是资管机构的天职

首先，资管业务的宗旨，是为投资者创造财富，取得财产性收益。投资者所以不自己直接操作，而委托资管机构去进行投资，或因缺少足够的时间，或因缺乏必要的能力，总之，委托资管机构操作比自己操作更安全，收益性也更好。尽管委



托资管机构操作也有风险，且这些风险造成的损失最终要由投资者来承担，但投资者不是为了承担风险和损失而去委托资管机构的。同样，资管机构也不是为了让委托人承担风险、遭受损失才接受委托业务的。这和革命肯定会有牺牲，但人民群众参加革命不是为了牺牲而是为了获得解放是一样的道理。所以，保护投资者利益是资管机构的天职。离开了保护投资者利益的宗旨，资管业务就失去了存在的基础和意义。

其次，保护投资者利益是资管机构能够走远走好的关键。资管机构一般都会信誓旦旦地对委托人表忠心，表示其会全力保护委托人的利益。但是，只有当它发自内心地真正保护投资者时，才能取得投资者的信任，把资管业务做下去。作为投资的委托人，对受托的资管机构是否真正保护自己的利益，不是听其言，而是观其行。而资管机构能否真正保护投资者的利益，首先是真正发自内心地把委托人的利益放在首位，只有这样，才能认真地进行投资标的选择、投资风险的控制，为投资者创造收益。在投资环境恶化时，尽最大努力减少委托人的损失。倘若不是这样，资管机构或许可以在一个时期内得到委托人的认可或谅解，但绝不可能长久地得到委托人的信任。他们会用脚投票，把资管机构抛弃。不保护投资者利益的资管机构，不可能走远走好。

最后，资管机构要为投资失败承担工作责任。打破“刚兑”以后，资管机构不再需要承担投资失败所产生的经济损失，但是，这并不意味着其不需要承担造成投资失败的责任。投资者委托资管机构管理其资产，通常只知道资金投向哪个方向，或投向哪类项目，并不清楚资金投入哪个具体的产品，也不可能知道投入的资产发生了哪些变化，具体的操作都由资管机构负责。资管机构工作做得怎样，在很大程度上决定着投资的成败。因此，资管机构必须恪尽职守，做好工作，承担起受托人的责任。如果未能尽职尽责，造成投资失败，资管机构必须承担相应的责任，这是保护投资人的重要体现。

忽视投资人保护必将带来严重恶果

如果在打破“刚兑”之后，把保护投资者这个重要问题也抛弃了，那么，必将产生极其恶劣的后果。从微观上看，它会使一批投资者停止对资管机构的委托，尤其是那些遭受较大损失的投资者，他们将不再信任资管机构，那些被投资者抛弃的资管机构将失去继续经营的基础。这一点，前面已经做了分析。需要注意的是，如果离开资管机构的投资者越来越多，受到冲击的就不只是一两家资管机构，而必将整个资管行业。

从宏观上看，首先会对社会融资体系产生巨大的冲击。目前资管规模133万亿元，已是社会融资的一个重要组成部分。



特别是一些长期的项目融资，资管资金已经占了很大的比例，如果失去这一块资金，哪怕是其中的一部分，也会对社会再生产、对实体经济造成极为不利的影响。其次，也会对资本市场的健康发展带来不利的影响。证券投资基金是股票市场的重要参与者，银行理财是债券市场的重要资金来源，信托资金是基础设施建设项目的重要资金来源，资本市场的发展在很大程度上有赖于资管资金的持续进入。倘若资管规模收缩，资本市场的发展必然受到重大影响。最后，会对社会消费带来消极的影响。资管业务本来是让居民取得财产性收益的重要渠道，但如果投资者非但不能从总体上获得收益，还要遭受损失，他们怎么可能扩大消费？

前面都是从经济角度进行的分析。如果视野再开阔一些，投资者保护的缺失，还会影响社会的稳定。应当看到，资管业务所涉及的投资者，都是通过正当渠道进行的投资，而不是参与非法集资，他们理应得到法律的保护。投资有风险，他们承担风险是应该的。在整个投资过程中，有一部分投资者遭受一些损失，这也是正常的，但如果所有投资者都遭到损失，这就不正常了，它就可能影响社会的稳定。

破除“刚兑”对保护投资者提出了更高的要求

破除“刚兑”以后，资管机构和投资者之间的权利义务得以明确，对于投资失

败造成的损失，如果资管机构并无过错，那么其在经济上是不需要作出赔偿的。这是否意味着，资管机构保护投资者的责任就减轻的呢？恰恰相反，破除“刚兑”之后，保护投资者的要求更高了。

首先，破除“刚兑”之后，资管机构已经不可能以“刚兑”为由，动用本机构的资源来弥补投资损失的窟窿，这就必须努力做好平时的管理工作，特别是控制好风险，尽最大努力让受托管的资产保值增值。

其次，打破“刚兑”之后，资管产品的结构必然会出现一定的调整，原先不做净值管理的一些资管产品，如银行理财、信托产品等，因为风险显性化，可能会挤出一部分投资者。经营这类产品的资管机构唯有更有效地做好安全性管理，使投资者利益得到切实有效的保护，才能留住客户。

最后，打破“刚兑”之后，资管机构被推到风口浪尖上，人们普遍认为投资者既无“刚兑”保底，又不掌握投资内情，已经成为弱者；而资管机构既无“刚兑”压力，又掌控投资全过程，是双方关系中的强者。既然是强者，就得拿出好业绩，让投资者放心。因此，资管机构的一举一动，都受到市场的关注，出了事，想私了都不再有可能。

破除“刚兑”后的投资者保护

既然打破“刚兑”和投资者保护并不



矛盾，并且对投资者保护提出了更高的要求，那么打破“刚兑”后，怎样做好投资者的保护呢？这里，需讨论四个问题：第一，谁来保护投资者；第二，资管机构怎么做；第三，监管部门怎么做；第四，投资者怎么保护自己。

谁来保护投资者？

谁来保护投资者，回答这个问题前，我们先来看一下，在委托资管机构管理资产的这一活动中，涉及哪些当事人（自然人和机构）。直接的当事人是投资者（委托人）、资管机构。除了直接的当事人外，还有资管机构的监管部门。这三者的关系是：投资者和资管机构是委托和受托的关系；监管部门和资管机构是监管和被监管的关系。投资者的保护，一定是和投资活动相关的人或机构，即不可能超出前面所述这三者。

现在，我们逐一分析这三者中谁是保护人。首先，资管机构是当然的保护人。因为投资者已经将其资产委托给资管机构管理，这些资产能否保值增值，即其利益能否得到保护，主要靠资管机构的运作。所以资管机构是投资者最主要的保护人。

资管机构的监管部门是否也承担投资者保护人的责任呢？答案是肯定的。监管部门不仅要对接管机构进行准入管理，而且规定了资管机构的经营范围、经营方式、注意事项，并对其是否合规经营进行监督。现在各金融监管部门都设有金融消

费者保护局，专门从事保护包括投资者在内的金融消费者的保护工作，因此其对资管机构的经营从而对投资者的保护有着很重要的影响。监管部门是投资者的重要保护人。

投资者本人肯定要努力保全自己的利益，这是一种自我保护。投资者的自我保护可以发挥一定的作用，但由于其并不直接经营资产，而且其专业知识也相对不足，所以，自我保护的力度有限。他不是重要的保护人，更不是主要的保护人。

资管机构如何保护投资者？

作为投资者主要的保护人，资管机构应该如何做？

第一，要选合适的委托人。各类资管机构都要按照适当性原则，选好合适的投资委托人，使所接受的每一个客户都有相应的风险承受能力。各类资管业务对投资者都有一套适当性标准，有些要求有量化指标，例如，商业银行的私人银行服务对象，必须拥有600万元以上的金融资产；信托机构的服务对象，也有类似的门槛，而且资管产品的最低金额是100万元。有些要求没有量化指标，而是通过一系列的问答题来测评其是否属于适当的客户。对此，资管机构必须认真地做好这种测评，切不可流于形式。

第二，要选合适的投资标的物。资管机构是依靠投资来获取收益的，能否保护委托人，让他们的财产保值增值，选好投



资标的物是关键。资管产品种类不同，投资标的物也不尽相同，具体的选择标准、选择方式也有很大差别，但有些原则是相同的，例如，要对投资的项目、资产进行尽职调查，要对经济走势、行业发展变化进行全面分析。总之，一定要尽最大努力，把投资标的物选准、选好。

第三，要控制好资产存续过程中的风险。即使开始选择的投资标的物是好的，但在其存续的过程中，由于种种原因，也会出现一些变化，有的甚至还会发生很大的变化。例如，有些私募基金购买的房地产公司所发行的债券，当初情况不错，但最近由于经济形势变化，经营恶化，不能按期偿付本息。对于这些变化，要及早发现苗头，及时采取措施，降低风险程度。

第四，要建立资管机构与投资者之间利益共享、风险同担的机制。要根据资产保值、增值和损失的不同情况，确定资管机构的奖励、惩罚的标准。彻底改变基金增钱，基民亏损的不合理现象。要改革经营人员的薪酬制度，废除依靠管理费早涝保收的薪酬制度。对业绩良好，为投资者做出贡献的经营管理者进行奖励；对业绩差劲，给投资者造成损失者进行惩罚。

第五，要与投资者保持良好的沟通。因为资管机构是受托人，及时把资管项目运作的情况告诉投资者，让投资者了解项目进展情况。在情况出现重大变化，投资者可能面临重大损失时，资管机构必须及

时通报，提出处理意见，必要时提前处置资产，以减少损失。

监管部门如何保护投资者？

金融监管部门必须在投资人保护问题上发挥积极作用。它可以做许多有效的工作。

一是严把准入关。我们这里讲的资管机构，都是正规合法的资管机构，不是社会上那些非法的集资平台、交易平台，而正规合法的资管机构，都需要金融监管部门的核准，发给金融牌照，因此，严格把关准入，让符合条件、具备资格的机构去从事资管业务，这是监管部门保护投资者的重要措施。对于不符合条件的资管机构，要严加整顿，限期达标；对于投资公司从事资管业务，要在业务准入备案时从严把关。鉴于目前资管机构数量偏多，今后一个时期不宜继续批设新的资管机构。

二是严格监管资管机构的业务活动。实践证明，违规经营往往会加大资管业务风险，监督资管机构合规经营，是对投资者有力的保护。资管新规已经实行三年，各金融监管部门应对资管机构执行新规情况进行全面系统的检查，发现问题，限期纠正。对于投资者对资管机构的投诉，监管部门的消费者保护局要认真听取，严肃查处。

三是对资管机构经营状况进行持续监测。资管机构经营状况如何，当然事关资管机构。但是，经营状况对于投资者而



言，也是非常重要的事情。经营失败往往意味着投资者利益的损失，因此，经营成败不只是资管机构自己的事情，也涉及对投资者的保护。监管部门监测资管机构经营状况，并不是去干预它的经营，而是以此评估资管机构的经营管理能力。对于经营持续失败、造成投资者重大损失的资管机构，监管部门应提出整改要求乃至责令其停业整顿。例如，有的信托机构的多个信托产品爆雷，投资者蒙受巨大损失，这样的信托机构是否还有必要让其继续经营下去呢？监管部门必须做出处理。各监管部门应针对所监管资管机构的特点，制定出触发资管机构整改、整顿、停业的相关标准。对于每类资管产品，也要制定出止损点的数量界限，并监督资管机构严格实行。

四是建立健全投资者保护机构。投资者保护机构的功能，是在资管业务经营出现紧急、意外事件（例如爆雷等），有可能引发系统性风险时，对投资者的合法权益进行有效保护。这类机构可以投资者保护基金的方式运行，在单个资管产品金额大、容易产生系统性风险的资管领域先进行试点，等取得经验后逐步扩大推广。

投资者如何进行自我保护？

投资者自我保护体现在多个方面。

一是选择好的资管机构。现在资管机构类型庞杂，数量繁多。投资者挑选资管机构，一定要对背景、经营风格、过往业

绩包括有无不良记录等情况进行全面深入的调查。不能仅凭别人介绍或资管机构的自我炫耀就作出决定。

二是选择合适的资管类型。投资者未必能够选好每一只资管产品，但完全可以选择合适的资管类型。所谓合适的类型，就是符合自己的经济实力、风险承受能力的资管类型。对同一类资管产品，也不要集中于一二只产品，以分散风险，防止因鸡蛋放在一只篮子里而造成巨大损失。

三是经常了解与自己所持产品相关的信息。虽然投资者已把资产委托给资管机构去运作，自己可以不直接进行投资操作，但必须经常了解这些资管产品变化的情况，以便及时做出处置决断。委托别人经营不等于自己不管不问，对资管产品运行情况必须及时跟进，才能避免事到临头措手不及。

四是出现问题时依法维权。每类资管产品都有可能出问题，投资委托者必须具有强烈的维权意识。出现问题时，须搞清楚问题的原因，了解责任所在，对于因资管机构未能尽职尽责而造成的经济损失，要视情况之轻重，向资管机构提出索赔，或向监管部门进行投诉，必要时，还可以通过司法渠道寻求解决办法。**[N]**

学术编辑：韦燕春