

调节理财产品收益、在不同产品间交易风险资产、不当使用估值方法

# 银行理财去平滑扯出信托“两头在外”江湖



## “两头在外”运作之道

“资金方看中了某个或者某些项目，双方谈妥以后，通过设立信托计划进行运作，信托公司在其中扮演‘通道’角色。也就是我们发起设立一个信托计划，投向目标项目，再由资金方认购信托计划，这在业内俗称‘两头在外’。”北方地区某信托公司人士贾佳告诉记者。

据信托公司人士介绍，“两头在外”主要有两种业务模式。

一是银行指定某家私募基金做信托产品投顾，由银行代销该信托产品，信托公司根据投顾指令进行交易，这类产品主要采用主观多头策略。

二是信托公司与银行理财公司合作。2022年底理财产品出现“破净潮”之后，业内做得比较多的就是与银行理财公司合作，银行理财公司将债券交易集中到信托公司来做，这主要出于两种需求。

第一种需求是解决银行理财公司人手不足问题。银行理财公司业务规模庞大，与现有团队规模之间不匹配，而信托公司拥有专业的团队、系统，能够承担银行理财公司部分事务性工作，如精细化的头寸管理、高效的交易询价等。

第二种需求是随着银行理财公司“低波稳健”偏好提升，信托公司可以提供净值平滑、避开政策限制提高产品收益等服务。所谓净值平滑服务是由多只理财产品申购同一个集合资金信托计划，信托计划于赎回开放日或每个工作日通过循环“补差”和“计提”特别信托利益，实现不同理财产品间的收益平滑和净值持续增加。“因为资管新规对银行理财的要求更加严格，理财产品都是单独建账，这限制了银行理财公司直接利用内部‘蓄水池’机制实现跨产品收益调节，需要通过券商资管、保险资管、信托计划来实现收益平滑。从实质上看，这种做法类似刚兑，不能公允地对待投资者，同时隐藏了风险，因为它没有真实地表现产品收益，没有真实地信息披露。”用益信托研究员喻智说。

### 满足理财“低波稳健”偏好

业内人士认为，使用摊余成本法也可达到一定程度的净值平滑效果，部分开放式理财产品通过投资信托计划，间接对债券类资产违规使用摊余成本法，或采用混合估值技术使部分

债券估值长期偏离第三方估值价格。“如果是短期产品，按理说不可以按照摊余成本法估值。如果这种理财产品通过信托计划绕开监管要求，采用摊余成本法估值，就属于违规操作。”某国有行理财公司人士说。

帮助理财产品实现“低波稳健”的途径还有在不同理财产品间交易风险资产，即理财公司安排某些特定理财产品认购信托计划，并由该信托计划承接其他理财产品持有的风险债券。“比如某只理财产品的底层债券无法按期兑付，那么理财公司可以新发一只理财产品，并安排这只新发理财产品购买某信托计划，由这个信托计划把前述理财产品‘踩雷’的债券资产买过来，从而在理财产品之间进行风险转移，实现原有‘踩雷’理财产品按时兑付。对于新发行的理财产品，则采取包括但不限于积极追讨债务在内的多种手段，逐步化解风险。这是一种用时间换空间的方式。”另一家北方地区信托公司人士张可表示。

此外，部分信托计划还涉及违规提高理财

“过去一年，行业规模增长最快的业务主要集中在银行及银行理财与信托的合作领域。”东部地区某信托公司人士说。

近日，多家信托公司收到监管通知，要求排查配合理财产品使用平滑机制调节产品收益，配合理财产品在不同理财产品间交易风险资产，配合现金管理类理财投资低评级债券，配合理财产品不当使用估值方法等问题。业内人士认为，银行及银行理财与信托合作过程中应注意拿捏合规与创新的平衡，实现稳健、可持续发展。

● 本报记者 李静

多。”东部地区某信托公司人士李苑说。

有业内人士表示：“‘两头在外’业务对信托公司的系统建设能力、运营能力提出较高要求，大部分信托公司此类业务规模不大。业内做得比较好的有华润信托、外贸信托，这两家公司在证券服务信托领域处于优势地位，其他信托公司在系统承载能力方面明显逊色。”

该人士补充道，自阳光私募兴起以来，华润信托和外贸信托就长期深耕证券服务领域，与银行合作最为紧密，所以银行或银行理财委外首先找他们，其次才找其他想转型做标品业务的信托公司，这些信托公司基于自己的股东背景可以拿到一些业务量。

据了解，市场上仍在运行的阳光私募基金绝大多数都是信托制，信托公司是阳光私募基金的发行通道，通过信托公司作为发行方、银行充当资金托管方、私募机构提供投资顾问服务、券商负责交易执行的“四方监管”模式，来保证私募基金的合法合规运行，同时这种模式也为银行私人银行部提供了大量权益类理财产品。

李苑认为，当前银行理财委外业务模式处于监管排查阶段，具体整改措施尚未明确。整改

产品收益率，比如部分现金管理类理财产品通过信托计划投资信用等级在AA+以下的债券。“现金管理类产品对流动性要求很高，其底层债券必须是高评级，以方便交易。但高评级债券收益率低，部分现金管理类理财产品通过信托计划投资低评级债券，为的就是通过提高收益率从而吸引客户。这样做将面临流动性风险。”张可表示。

### 显著增加信托业务规模

“‘两头在外’业务费率为1至2个基点，盈利空间十分有限，原因在于信托公司主要扮演通道角色，投资决策权掌握在理财公司或银行手中。好处是能显著增加信托公司业务规模，虽然2023年信托行业管理资产规模超23万亿元，但很大程度上是银行资产的外溢，如果把这部分‘水分’挤掉，行业管理的资产规模会缩小很

贝莱德建信理财年中投资展望：

# A股市场估值较低 耐心等待积极信号

● 本报记者 陈露

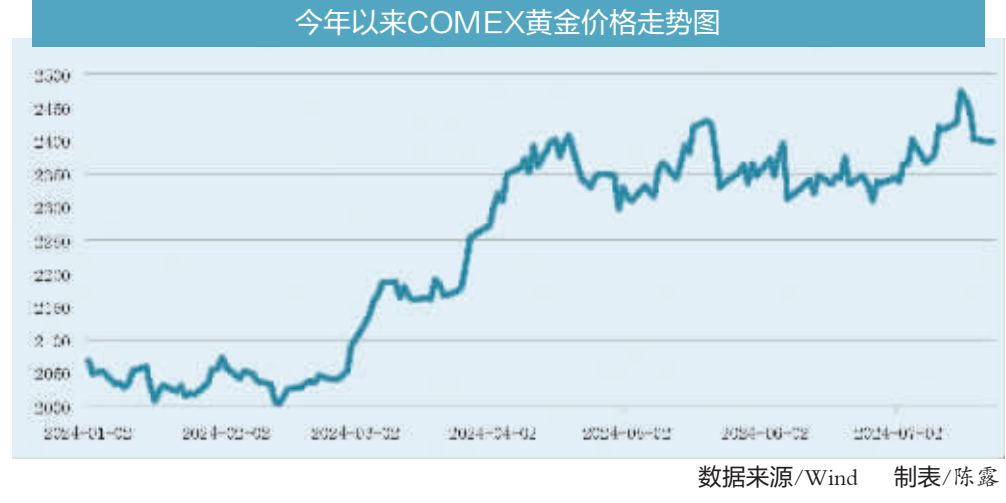
“我上任仅五个多月，见证行业发生了很多变化。虽然目前银行理财面临一些新的挑战，但行业整体发展趋势是积极的、健康的、光明的。我们相信中国理财市场成长空间广阔，对理财行业的未来发展充满信心。”在近日举行的贝莱德建信理财投资策略分享会上，贝莱德建信理财总经理张鹏军说。

在分享会上，贝莱德建信理财分享了对银行理财行业、债券、权益及多资产的一系列观点。贝莱德建信理财认为，A股市场当前整体估值较低，下行空间有限，需耐心等待A股积极信号；在资产荒逻辑延续下，债市长期趋势向好。

### 严监管促行业转型发展

今年以来，“手工补息”被叫停，银行理财套壳保险资管配置协议存款、信托平滑机制等迎整改，银行理财大额罚单增多，相关法规政策陆续出台……银行理财行业监管趋严。

对此，张鹏军认为，严监管趋势对银行理财行业将产生积极、健康的长远影响，加快推动行业转型发展。这将促进理财公司做好自身战略定位，培育特色投研能力，建设差异化的业务优势，建立规范科学的风控体系，去寻找更规范、更稳健的优质资产，力争为客户提供稳健、可持续的长期回报，更好地满足客户的多元化理财



需求。

贝莱德建信理财副总经理及首席固收投资官王登峰认为，银行理财行业正经历转型，从长远来看，行业将沿着高质量方向发展，净值化是不可扭转的趋势。为此，贝莱德建信理财正在进行人员、理念、系统、策略等方面的提前布局。

### 耐心等待A股积极信号

对于A股市场，贝莱德建信理财副总经理

及首席多资产配置官刘睿认为，当前A股市场整体估值较为便宜，处于下行空间较为有限、上行等待改善的状态。

刘睿认为，中国的出口和制造业较强是当前中国经济运行中的亮点。且当前正在深化资本市场改革，贯彻落实新“国九条”等，这些都将为资本市场带来长期、潜移默化的影响。如果出现较为有利的信号，权益市场将存在一定投资机会，需耐心等待。在具体板块方面，刘睿较为看好高分红和科技成长板块。

配置权益类资产是银行理财产品增厚收益的一大途径，如何在获取收益的同时控制风险？刘睿认为，合适的投资方法和逻辑就是搭配更多的有效资产，判断各个市场机会。尽量扩大可投资范围，除股票外也要看商品、另类策略，同时进行海外资产配置。寻找有效的、分散性好的资产控制回撤，改善收益风险。根据客户不同的风险偏好，利用不同投资方式，力争实现稳健、有收益能力的曲线。

对于港股市场，刘睿表示，同样较为看好高分红和科技板块。港股价格相对较低，分红率更高；港股科技股盈利超出市场预期，估值较为便宜，具有参与价值。但刘睿同时提示，港股波动性比A股高，受海外资金影响也较大。

在美股方面，刘睿认为，当前美股估值较贵，而且交易宽度越来越窄，科技股成为“拥挤度”最明显的领域。但从稍长时间周期来看，看好AI主题。从市场或盈利角度来说，底层的基础设施建设已经获得了很多投资，中间层慢慢有一些反应，但是应用层还没有形成明显热点。

刘睿看好黄金投资，从供需和降息角度看，当前美国实际利率下行可能性较高，这将对黄金价格形成支撑。从长期全球分散化配置的逻辑来看，出于对美元信用的担忧，市场购金需求会增加，从而支撑金价。此外，逆全球化及地缘政治、地缘冲突的潜在风险长期存在，也会支撑金价表现。如果三季度美联储有降息动作，很有可能成为下一波金价上涨的动力和催化剂。

难度将主要取决于存量业务的处理方式：若采取新老划断，即现有产品随到期自然退出，新产品不再提供净值平滑服务，则影响相对可控。然而，对于此类业务规模较大的信托公司而言，整改或带来一定挑战。

### 银行信托合作寻求新蓝海

在当前业务模式框架下，无论是银行指定私募基金担任信托产品投资顾问，还是银行理财委外合作，均潜藏着不容忽视的风险。

针对银行指定私募基金担任信托产品投资顾问的业务模式，部分信托业界人士认为，合作中权责界定模糊与多层嵌套结构构成了主要挑战。张可表示，与投顾的协同难题核心在于信托公司作为管理人与投顾问责任划分的复杂性。当信托产品融入主动管理与投顾双重元素，业绩不佳时，双方责任边界模糊，易引发法律纷争。同时，多层嵌套设计加剧了合规难度与底层资产管理的挑战。

对于银行理财委外合作模式，喻智认为，银行理财产品通过嵌套信托计划，在一定程度上掩盖了部分违规风险。鉴于银行理财市场的庞大规模，这种模式下累积的风险隐患不容忽视。

“没有一家金融机构的牌照是万能的，因此信托公司与银行及银行理财会自然催生合作需求。”某信托公司人士表示，银行及银行理财与信托合作过程中应注意拿捏合规与创新的微妙平衡，双方需具备高度的敏感性与精准的判断力，以灵活调整合作策略，确保在遵守不同监管规则的前提下，有效满足多变的市场需求，实现稳健、可持续发展。

展望未来，业内人士认为，家族信托或成为信托公司与银行合作的新蓝海。张可分析，随着中国经济持续增长与高净值人群不断壮大，特别是老龄化趋势下的财富传承需求日益提升，家族信托业务前景广阔。一方面，银行私人银行部拥有高净值客户资源优势；另一方面，信托公司拥有独有的牌照优势，双方合作潜力巨大。

李苑表示，目前家族信托市场处于快速扩张期，信托公司需超越单纯作为SPV（特殊目的载体）的角色，深入参与资产配置，以提升服务价值与客户黏性。在当前合作模式下，尽管信托公司收费较低，但规模效应与资产配置能力结合，将助力实现更大的业务效益与增长潜力。

对于债券市场，王登峰认为，在资产荒逻辑延续下，债券市场长期向好。

王登峰表示，这一轮债券的牛市行情是“长牛”，可以追溯到2020年年底。从当前水平看，期限利差处在较低位置。但由于短端被压制得更厉害，导致10Y-1Y期限利差有所抬升，这也是超长期国债受欢迎的原因之一。当前，信用利差已经被压到极限，处于历史低位，国债收益率也处于低位。

王登峰认为，在资产荒逻辑延续下，债券市场长期向好。一是因为上半年债券型基金发行回暖，债券型基金在新发基金中占比高达90%，比例上升，形成较高配债需求。二是保险和理财配置需求持续偏强。保险保费每年维持10%以上的增幅，7月银行理财规模季节性大幅增长后，配债力量有望继续加强。三是居民储蓄在寻找投资机会。

王登峰同时提示，需关注若干回调风险点，如基本面数据会否回暖，后续会否有超预期政策发布，财政政策力度、三季度地方债会否加速发行，这些都将影响供需关系。

王登峰认为，可转债市场整体表现较为弱势，主要原因是可转债市场与权益市场高度相关。在权益整体偏弱的市场做可转债投资，会不断累积风险，可转债持有比例必须保持在可控范围内。