

银信合作料被戴上“紧箍” 委外酝酿变局

“我们可为理财产品定制信托产品，若采用‘T-1’估值，市场大涨时以昨日价格申购即可锁定收益，大跌前赎回便能规避亏损。”某数千亿元规模信托公司的投资经理向中国证券报记者透露，部分理财产品通过此类操作，让规模较大的老产品为新发打榜产品输送收益，进而吸引投资者购买。

近年来，银行理财与信托的委外合作已成为资管行业的重要业务模式。在债券投资开户受限等背景下，理财产品对信托通道的依赖依然显著。这一紧密合作在成就一批万亿元级信托公司的同时，其背后也潜藏估值调节、收益输送等操作。近日，《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》发布，其中对于投资者集中度的要求，引发市场对银信合作未来走向的深入探讨。业内人士普遍认为，从长期来看，信托公司拓展标品信托与组合投资产品是必然趋势，理财产品应加快提升投研能力，双方应在监管规范框架下探寻新的合作空间。

●本报记者 吴杨

视觉中国图片
制图/韩景丰

委外合作花样繁多

中金公司近日发布的研报认为，结合公开披露的数据，截至2025年三季度末，从前十大持仓资产来看，理财产品配置信托产品规模为1.31万亿元，占比较二季度末有所提升。在此背景下，信托行业“万亿俱乐部”扩容，截至今年6月末，多家信托公司管理资产规模突破万亿元。

“不是我们想做这么快，而是理财公司的钱推着你跑。”北部地区某信托公司的投资经理透露，理财产品非标投资压降后，理财资金涌入债券市场，而银行间市场的开户限制使得与信托公司合作成为大多数理财公司的选择，“到目前为止，我们的产品规模较去年底增加了千亿元，团队一个人当五六个人在用”。

东部地区某信托公司相关部门业务总监也证实：“由于投资范围和债券交易开户受限，有些资产理财产品自己买不了，只能走信托通道。”

在此背景下，定制化信托产品成为理财产品青睐的品种。中部地区某信托公司相关人士表示，理财产品会明确要求估值方式、投资标的，“就理财委外业务而言，我们主要负责清算、交易等，投资决策全是由理财产品作出，这就是定制化产品的运作模式”。部分信托公司还推出“上端开放、下端封闭”产品，以达到平滑收益的目的，这类产品曾被多家信托公司向银行或理财产品推销。

在采访过程中，有信托人士提到，部分理财产品委托信托公司进行“T-1”估值——申赎按照“T-1日”净值确认，而非T日净值。“今天债券大涨，市场行情好时就用昨天价申购吃收益，大跌前赎回以规避亏损，相当于用‘已知价’进行申赎。”某股份行理财产品的一位高级投资经理点破玄机。一位信托行业资深人士坦言：“只有极少数公司这样做，我们已大幅压缩这类业务。”但前述北部地区信托公司投资经理透露，部分信托公司为理财产品采用“T-1”估值的产品占比仍较高，“有收益，还能抗跌，理财产品可以借此调节流动性与收益”。

尾差调节则更隐蔽。一般来说，理财产品净值保留小数点后4位，四舍五入的尾差或成为“隐形收益”。前述北部地区信托公司投资经理给记者算了一笔账：“100亿元产品，单位净值为1.00124元，赎回按1.0012元结算，0.00004元的尾差就是40万元。规模较大的产品赎回之后，尾差利润就留给规模较小的产品，这样能助推规模较小产品净值上涨。巨额赎回可精确到小数点后8位，但很多理财产品并不实际使用，就为留出尾差收益。”

“借由信托‘T-1’估值等方式，部分理财产品可以实现老的、规模较大产品与新发的、规模较小产品之间进行收益转换。”前述股份行理财产品高级投资经理直言，老产品收益转移到新发打榜产品，抬高后者收益后，可以吸引投资者购买。

理财为何离不开信托

理财为何离不开信托？核心因素在于理财产品受到银行间市场的开户限制。

“银行间市场不允许理财产品直接参与，买债多数时候需要通过信托、基金或券商专户。”前述股份行理财产品高级投资经理说，“如果没有信托通道，理财产品大量债券投资就无法落地。”

这种壁垒让信托公司成为理财公司的“刚需”。前述北部地区信托公司投资经理透露，理财产品在信托公司有数万亿元资金，占比托管总规模比例较高，“理财产品在银行间市场开不了户，只能把钱给我们”。不过，征求意见稿提到，单个机构投资者及其关联方投资同一信托产品的金

额，合计不得高于理财产品实收信托规模的80%。

理财产品自身能力短板进一步强化了对信托的依赖，其中投研与运营能力不足是关键。“理财产品成立时间不长，投研体系不完整，不少产品会选择委外。”前述股份行理财产品高级投资经理说，“我们交易员少、产品多，只能外包给信托公司，它们更多承接债券交易、清算等服务”。人员配置也显现不足，前述北部地区信托公司投资经理表示：“一位理财经理管理上百亿元产品，如何做到精细化管理？我们就是帮理财产品买卖资产、维护系统等，决策权在他们手里。”

“银行历来规模情结重，理财产品延续了这种风格。”前述股份行理财产品高级投资经理解释道，理财产品与信托公司发生委外业务，有助于前者快速冲规模，进而利用规模获取利润。

不过，信托的制度与服务优势仍不可替代。上海金融与发展实验室主任曾刚说：“信托的破产隔离功能，在REITs、ABN等业务上优势明显，可与券商资管、基金形成差异化竞争。”理财产品主动投非标时也更愿意与信托公司合作，“信托公司做非标多年，尽调、风控方面做得更成熟”。

清华大学法学博士杨祥进一步解释了

聚焦能力驱动

截至2025年三季度末，理财产品存续规模32.13万亿元，32家理财产品规模占比91.13%。再看信托业，截至6月末，全行业资产管理规模32.43万亿元，较上年末呈明显增长态势。

记者了解到，规模情结背后或是“双向躺平”。在很大程度上，理财产品依赖委外扩规模，信托公司靠牌照赚流量，二者均缺乏提升主动管理能力的动力。“信托公司前期完成系统搭建后，扩大业务规模即可盈利，在‘以量取胜’模式下，主动管理动力不足。”前述东部地区信托公司相关部门业务总监说。一位信托业内人士坦言：“我们先做通道积累规模，再向主动管理转型，目前仍处于‘微笑曲线’底部。”

但这种模式难以为继。征求意见稿明

确信托私募定位，鼓励标品投资、限制非标与通道。曾刚表示：“征求意见稿的核心是明确业务边界，切断刚兑土壤，推动信托从融资中介转向投资管理机构。”

杨祥解读征求意见稿第九条：“该条款直指银信合作‘集中度’问题，核心是防止信托变通道，促进信托公司回归本源，防止发生系统性风险。现在理财产品常是信托公司单一客户，‘名集合同道’的做法会放大风险，一旦信托项目违约可能波及银行系统。”

钟威认为，业界对于征求意见稿的讨论焦点在于“关联方”的释义——是否将同一家理财产品旗下不同产品视为关联方。若算作关联方，一家理财产品几乎无法拿下完整信托计划，还得找其他机构匹配资金，在一定程度上堵住了银信合作的大

门，“相信后续监管部门会明晰‘关联方’的内涵和外延”。

从长期来看，信托公司回归本源是必然方向。曾刚说：“信托公司应建立起覆盖宏观、行业、资产配置的投研体系，引入量化工具，重构中后台系统。”前述北部地区信托公司投资经理也认为：“未来信托公司必须聚焦主动管理，否则会被淘汰。”

向前看，伴随理财产品估值整改进入尾声，预计理财产品净值波动压力将有所提升。前述股份行理财产品高级投资经理说：“理财产品要打破规模情结，专注提升投研能力，优化考核，把业绩、风控纳入其中，同时要加强投资者教育，让客户接受净值波动。”

今年可谓是信托大年，一系列政策组

合拳为行业转型发展指明了方向。除征求意见稿外，今年初，信托业“1+N”制度体系完成顶层设计，以核心政策文件明确行业转型总方向。随后，广东、北京等地探索不动产登记路径。9月，新修订的《信托公司管理办法》出台。曾刚认为，在政策衔接上，征求意见稿与资管新规在净值化管理、打破刚兑、消除多层嵌套等方面保持一致，同时与信托“三分类”改革形成呼应，资产管理信托的规范化发展关乎信托能否摆脱通道依赖。

“信托公司要输出管理能力，理财产品要提升自主管理水平，不能靠通道和估值技巧赚钱。”在采访中，多位业内人士向记者表示，伴随系列政策落地，行业竞争加剧，依赖通道的机构将被淘汰，具备投研实力的机构终将脱颖而出。

险资配置新动向：加码股票和基金 债券占比环比下降

●本报记者 陈露

2025年三季度，保险资金运用余额保持增长，险资继续增持权益类资产，固收类资产的配置占比有所下降。金融监管总局最新数据显示，截至三季度末，人身险公司和财产险公司股票投资余额合计3.62万亿元，规模和占比均较二季度末进一步提升；此外，人身险公司的债券配置占比环比下降，人身险公司和财产险公司的银行存款配置规模和占比均环比下降。

权益投资规模和占比双提升

金融监管总局近日披露2025年三季度保险资金运用余额37.46万亿元，同比增长16.52%。

其中，人身险公司资金运用余额在保险行业占比约90%。截至三季度末，人身险公司资金运用余额33.73万亿元，同比增长16.55%；财产险公司资金运用余额2.39万亿元，同比增长11.79%。

对于保险资金运用余额增长的原因，国金证券非银金融首席分析师舒思勤认为，权益市场表现较好使得险企资产增值。此外，保险预定利率下调刺激消费者的投保需求提前释放，推动行业保费收入实现较好增长。

2025年三季度保险公司资金运用情况表

机构类别/指标	截至三季度末账面余额(亿元)	截至三季度末占比
保险公司	资金运用余额	374631
	资金运用余额	100.00%
	银行存款	3742
	债券	40.62%
	股票	8.74%
	证券投资基金	8.23%
人身险公司	长期股权投资	6.16%
	资金运用余额	337292
	银行存款	100.00%
	债券	7.37%
	股票	51.02%
	证券投资基金	10.12%
财产险公司	长期股权投资	5.26%
	资金运用余额	17756
	银行存款	26972
	债券	8.00%
	股票	34124
	证券投资基金	12.71%

数据来源/金融监管总局网站 制表/陈露

投资基金的投资余额分别为1.78万亿元、1964亿元，环比分别增加2989亿元、127亿元，占比分别为5.26%、8.23%。

以此来计算，三季度，人身险公司和财产险公司的股票和证券投资基金的投资余额合计增加8641亿元。

债券配置比例环比下降

尽管固收类资产是保险资金配置的“压舱

石”，但在其收益率普遍下行的背景下，险资积极寻求更高收益率的资产。从最新数据看，债券资产仍是保险公司的首要配置方向，但其配置比例已出现环比下降。

整体来看，截至三季度末，保险公司的债券投资规模合计18.18万亿元，在保险公司资金运用余额中的占比为48.52%，环比下降0.79个百分点。具体来看，人身险公司债券投资余额17.21万亿元，较二季度末增加2860亿元。尽管规模仍在增加，但债券投资在人身险公司资金运用余额中的占比却有所下降（二季度末占比51.9%，三季度末占比51.02%）。财产险公司的债券投资余额9699亿元，占比40.62%，规模和占比均环比提升。

国泰海通证券非银金融首席分析师刘欣琦认为，人身险公司债券投资占比下降的原因，一方面是在三季度利率阶段性回升背景下，债券资产公允价值有所承压，另一方面是保险公司更为注重利率择时，灵活调整债券的配置、交易策略。

此外，人身险公司和财产险公司对银行存款的配置规模和占比均出现环比下降。数据显示，截至三季度末，人身险公司、财产险公司的银行存款配置余额分别为2.49万亿元、3742亿元，分别较二季度末减少1283亿元、304亿元，占比分别为7.37%、15.67%，均较二季度末有所

下降。

资产配置策略转向主动管理

业内人士认为，保险行业资金运用余额有望持续增长，债券仍是险资资产配置的“压舱石”，配置比例或保持稳定，权益类资产的配置比例有望提升。未来险资投资策略的多元化和品种的丰富度将进一步提升。

刘欣琦认为，结合上市险企三季报业绩表现，以及低利率环境叠加信用利差收窄的背景，险企净投资收益率仍呈现趋势性下滑。未来保险公司资产配置策略亟待由被动配置转向主动管理，通过灵活把握市场机会，持续优化资产配置结构，推动实现稳健的投资收益表现。

西部证券固定收益首席分析师姜珮珊认为，保险公司负债成本具有刚性，当前利率下降速度或已明显超过保险公司负债成本下降的速度，权益市场吸引力增强。且本轮保险预定利率调降为非对称调降，在市场风险偏好提升背景下，消费者购买保险的需求会向分红险倾斜，保险公司筹措的资金对权益市场的布局力度或更大。随着近些年超长期政府债券持续放量，险资久期缺口压力或减小。债券作为“压舱石”，仍然是险资重要配置资产，但新增险资向权益类资产倾斜的趋势或延续。