

新规落地前夕的政信信托市场： 老产品还在卖 新组合已露面

“单一融资主体的政信类信托产品已无法备案，我们在售的单一融资主体产品是之前备案的，预计下半年这类业务的大部分产品会转换成两个或四个融资主体。”一家央企信托公司销售人员告诉中国证券报记者。

2025年10月发布的《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》，对信托产品投资于同一资产的比例提出要求，组合投资未来或从可选项变为必选项。记者调研发现，当前政信信托市场呈现多轨并行景象：传统单一主体的老模式产品尚未退场，“两个融资主体+两个担保主体”的双主体产品同时在售，四主体组合产品也已零星露面。这场从单一主体到组合投资的转变会给信托公司带来哪些挑战，中小信托公司如何实现差异化突围？

● 本报记者 吴杨



视觉中国图片

记者获得的某央企信托公司在售的一款政信信托产品推介书显示，资金主要用于向融资人发放信托贷款，以及投资于标准化债权类资产、现金管理类资产等。产品融资人仅一家——湖州南浔新开发建设集团有限公司，主体评级AA+，其控股股东和实控人为南浔区财政局。担保方是浙江兴上合城市开发集团有限

公司。产品分期发行，业绩比较基准分三档：认购金额100万元至300万元，为4.4%/年；认购金额300万元至1000万元，为4.6%/年；认购金额1000万元以上，为4.8%/年。

“我们大部分政信信托产品的融资方都是单一主体。”上述央企信托公司销售人员告诉记者，市场上存在两个融资主体、两个担保

主体的双主体产品。此外，还有少量的四主体产品，即资金分散至四个城投平台。“下半年，预计我们的大部分产品会转换成两个或四个融资主体。”在产品区域布局方面，这家公司主要聚焦江浙浙等经济发达地区，投向这些区域的产品基本上未发生过逾期。“目前有政信信托业务的公司并不多，全行业不超过20家”。

有业内人士透露，近期市场上出现了伪组合产品，即产品形式上设置了四个或四个以上投资标的，表面上符合组合投资的数量要求，但底层资产实质上高度集中于同一地级市乃至县域，或多个融资主体之间存在隐性互保关系。上海金融与发展实验室主任曾刚认为，一旦相关区域发生流动性问题，组合内各标的可能形成风险共振。

市场为何出现这种多轨并行的景象？记者采访了解到，随着信托业转型深入推进，监管部门持续引导行业回归本源、压缩非标融资。新旧规则交替之下，自然形成了多类产品并存的过渡局面。从2007年发布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》，到2018年出台的统一监管标准的资管新规，再到2023年下发的厘清业务边界的信托产品分类通知，监管框架不断明晰，要求日趋严格。2025年更是关键之年：1月，国务院办公厅转发《关于加强监管防

范风险推动信托业高质量发展的若干意见》；随后，金融监管总局修订发布《信托公司管理办法》；10月，《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》发布，明确提出严格组合投资管理。

具体来看，征求意见稿提出，单个信托产品投资于同一资产（银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债和地方政府债券除外）的投资金额，不得超过该信托产品实收信托的25%。单个信托产品投资于同一资产管理产品的投资金额，不得超过该信托产品实收信

托的25%。曾刚认为，非标政信信托在过去十余年间发挥了重要的基础设施融资补充的作用，但这一模式内生的风险也逐渐显现，融资主体资质参差不齐、底层资产缺乏有效定价、信用风险过度集中于单一区域或单一主体。

南方地区某信托公司人士表示，征求意见稿要求的组合投资，意味着产品需同时对接多个融资主体，管理成本上升，风控和投研体系都需要相应调整。多数信托公司现有的组织架

构、人才储备和信息系统大多是围绕单一项目融资逻辑构建的，短期内向多资产组合管理模式迁移，需要在风控体系、投研团队及系统基础设施等多个维度同步推进，转型成本较高。

让信托公司纠结的是，非标政信信托业务仍有一定吸引力。前述南方地区信托公司人士坦言：“目前，非标政信信托是少有的能拿到5%至6%收益率的业务，利差比标品业务高。服务信托难赚钱，部分公司还得依靠非标政信信托。但从长远看，标品信托才是制胜关键。”

组合投资的推行，表面上是资产端的结构调整，实则是对信托公司能力体系的一次压力测试。曾刚认为，从深层次审视，制约信托公司转型的核心难题在于主动管理能力的结构性欠缺。未来两三年，非标政信信托将步入量价双降的通道：合规项目供给进一步萎缩，产品收益率随无风险利率下行而走低，监管部门对“形合实违”产品的穿透识别与查处力度将持续加强。从机构行为来看，部分信托公司已主动退出。前述南方地区信托公司人士透露：“我们公司原来也做政信信托业务，近三年陆续减

少直至停止了此类业务，主要还是觉得风险较大。”不过，仍有一些信托公司在该赛道上认可“能赚一点是一点”的逻辑。该人士解释称：“对于中小信托公司而言，股东往往缺乏赋能资源，使得这类公司转型困难。一些地方国资背景的信托公司之所以还在做政信业务，更多是为了完成特定任务。”

自信托业步入转型发展阶段以来，资金信托对非标资产的配置比例持续下降。中国信托业协会数据显示，2022年末，非标资产投资规模在资金信托总规模中占比54.52%。此后，

该数据持续下行。2025年上半年末，资金信托对非标资产投资规模为9.70万亿元，占资金信托总规模的比例与上年同期基本持平。具体来看，信托贷款余额3.65万亿元，约占资金信托总规模的14.95%，在固收类非标资产中位列前三，但占比较上年同期大幅下降。

中国信托业协会专家理事周小明表示，非标资产与标准资产的配置比例存在此消彼长的关系。随着资产管理信托对标准资产配置比例不断提升，其对非标资产的配置比例自然

呈现下降态势，非标资产已成为资产管理信托的辅助配置资产。

他表示，资产管理信托配置标的向标准化转型，是政策与市场双向契合的结果。从政策层面看，一方面，监管部门要求资产管理信托产品打破刚兑，实现净值化管理，并压缩非标融资规模；另一方面，监管部门鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场，提升权益投资规模。从市场层面看，单一的非标资产管理产品已难以满足投资者日益增长的对多元化资产管理产品的需求；同时，近年来资本市场投资效益逐渐显现。

策略迭代 产品革新 银行理财适配差异化需求

● 本报记者 李蕊奇

中国理财网数据显示，截至一季度末，理财投资者队伍持续壮大，全市场持有理财产品的投资者数量同比增长17.46%。面对投资者日趋多元的财富管理需求，银行理财行业跳出传统稳健固收框架，以多资产、多策略布局拓宽收益边界，同时通过止盈设计、灵活到账等产品创新优化客户体验。当下，理财公司正以精细化创新构建差异化竞争力，行业也在持续探索适配市场环境的发展路径。

多只产品获配科创板新股

4月21日，先进制程半导体领域公司盛合晶微在科创板上市，宁银理财旗下8只产品获配盛合晶微新股。宁银理财表示，该公司已累计直投参与沪深交易所54次新股申购，其中50次成功入围，入围率93%。

理财公司活跃于新股申购市场，体现了其通过打新策略增厚产品收益的努力。事实上，采用多资产、多策略已成为众多理财公司的投资共识。

“我们的产品数量不少，但是从结构来看，还比较单一，集中于短期限、低波稳健产品。客户的需求是千差万别的。”一位理财公司高管坦言，单调的产品结构越来越难以满足客户需求。“我们要不断拓展产品线，拓展产品期限，丰富底层资产，优化不同风险等级的产品布局，满足客户差异化需求。”他说。

近期，信银理财推出“信福+”品牌，聚焦“固收+”等含权产品，不同“+”策略各有侧重。其中，“+股票”全面配置捕捉收益，“+中性”通过各类对冲增强收益稳定性，“+指数”借助工具赋能提升投资透明度，“+多元”则定位于多元平衡、稳中求进。

华创证券产业研究中心对近期新发的理财产品进行统计后发现，募集规模突出的产品具有几个共同特征：采取“固收+”策略、期限设置合理、风险等级为中低风险（R2）、系列化特征明显，反映了在当前市场环境下，投资者对稳健收益、适度流动性和可控风险的平衡需求。

努力提升客户体验

除了在资产配置上拓展思维外，不少理财产品还在产品设计上进行优化，提升客户体验。“大力提升客户体验可以从两方面入手：一方面，客户拿到的回报越高越好，回撤越低越好；另一方面，为客户提供的产品功能要好用。”前述理财公司高管表示。

4月15日，北银理财春系列谋定止盈27号（港股主题方向）理财产品成立。该产品设立了止盈观察日，若在某个止盈观察日，该产品A类份额成立以来年化收益率不低于止盈目标收益率3.8%，则产品将提前终止。“如此设计可以减少投资者的择时困难，帮助投资者将收益安稳落袋。”一位理财公司产品部门人士告诉记者。

招银理财旗下的招睿添益自选到账日1A则在近期修改了部分合同条款，调整后自选到账日的变更窗口更宽、生效速度更快。据悉，自选到账日是指投资者提交申购申请时，可自由选择这笔申购对应份额的资金到账日期。目前，不少理财公司都推出了包含自选到账日条款的产品。

差异化竞争或成趋势

“复杂的客户需求为理财产品创新和差异化竞争提供了广阔空间。”中信建投证券银行业首席分析师马鲲鹏表示，理财机构需充分理解客户需求特点，设计出既满足客户偏好，又能引导其适应净值波动的产品。未来，理财行业的赢家可能是能够精准把握客户需求变化、灵活调整产品策略、有效控制风险的机构。

中信证券首席经济学家明明表示，围绕客户需求、工具体系和资产边界进行系统性重构，是银行理财未来发展的关键。一方面，策略端需要进一步下沉，更加贴合合理客群对低波动、低回撤的核心诉求；另一方面，工具端需要持续创新，借助量化对冲、期权套利及其他中性增强手段，逐步摆脱对单一方向性行情的依赖，降低组合净值波动。明明预计，二季度理财规模将逐步企稳并实现温和修复。资产配置层面，理财机构仍将延续偏防御策略；同时，配置公募基金的比例会继续提升，通过委外与策略多元化拓宽收益来源。

风险标尺再校准 银行拧紧代销基金评级安全阀

● 本报记者 石诗语

近日，多家商业银行密集调整代销公募基金产品风险等级，多只混合类基金的风险级别被调高。业内人士分析称，近期的调整既是银行对监管新规的落实，也是考虑当前市场波动，主动优化投资者适当性管理的集中体现，调整后的产品风险等级能够更真实反映产品风险特征，有助于投资者减少风险错配。

密集调整代销基金风险等级

近日，苏州银行发布公告，将两只一年持有混合类基金产品的风险等级由R3—中风险调整为R4—中高风险。

记者查询发现，早在一个月前，苏州银行已完成一轮对基金产品风险等级的大规模调整。彼时，该行对代销的104只基金产品的风险等级进行调整，其中85只产品风险等级由R3—中风险调整为R4—中高风险，8只产品风险等级从R4—中高风险调整到R5—高风险。

苏州银行上调代销基金产品风险等级并非个例，近期还有多家银行陆续发布相关公告，上

调风险等级的产品以混合类基金为主。

上海银行自4月15日起，将两只原油证券投资产品的风险等级由中高风险上调为高风险、两只混合类基金产品的风险等级由中低风险上调为中风险。2月以来，上海银行已发布5条调整代销基金产品风险等级公告，合计涉及超250只产品，其中约九成均为混合类基金，风险等级主要从中风险上调到中高风险。

值得注意的是，近期银行对代销基金产品风险等级的调整，主要以上调为主，也存在部分产品风险等级调降的情况。宁波银行日前宣布，自4月21日起调整部分代销公募基金产品的风险等级，在21只产品风险等级上调的同时，还有11只产品风险等级由中高风险调整为中风险。

风险评级动态调整

记者调研了解到，近期银行对代销基金开展风险评级调整，核心是落实投资者适当性管理要求，同时遵循同类产品风险评级一致、产品风险评级随市场与政策变化动态调整的原则。

“根据适当性管理要求，参考上海证券有

限责任公司评定的基金风险等级，结合基金管理人评定的基金风险等级，按照孰高原则确定最终风险等级。”苏州银行表示。

2025年10月施行的《商业银行代理销售业务管理办法》明确，商业银行应当独立、审慎地对代销的资产管理产品进行风险评级，确定适合购买的客群范围。产品风险评级结果与合作机构评级不一致的，应当按照孰高原则采用评级结果。

业内人士认为，这一规定改变了以往银行简单沿用基金管理人评级的做法，推动银行独立履行评级职责。

此外，星图金融研究院研究员武泽伟认为，银行对代销基金风险等级的调整基于对当前市场波动的现实考量，调整评级能更真实地反映其风险特征。在监管与市场双重驱动下，风险揭示趋于精细化、精准化，可以帮助投资者识别风险、减少错配，从而保护投资者权益，推动行业健康发展。

优化评级体系

在对单只产品风险等级进行动态调整的同

时，多家银行还完善了内部基金风险评价标准，从制度层面提升评级科学性与一致性。

例如，1月，上海银行更新了公募基金产品风险等级评价标准。该行充分考虑了投资方向和投资范围、投资分散情况、杠杆情况、流动性和结构复杂性等因素对基金产品进行分类，在此基础上，对首发基金风险等级进行五级划分。

上海银行表示，对于首发基金，根据监管部门对金融产品的风险界定，该行依据基金类别确定基金的基础风险等级，并以与基金管理人提供的产品风险等级孰高为最终结果。进入持续营销阶段的基金产品，该行委托具备中国基金业协会会员资格的基金评价机构提供评级服务，评级结果每季度更新。

厦门银行也于3月更新了代销基金产品风险等级划分方法与说明，主要修订内容为调整ODII基金产品风险评级规则。该行对产品风险等级初评结果进行调整。例如，商品基金产品风险等级不低于高风险（R5），股票基金产品风险等级不低于偏高风险（R4），混合基金、其他基金（REITs等）产品风险等级不低于中风险（R3）。