下载日志已记录，仅供内部参考

银行

证券研究报告
2026 年 08 月 28 日

委外“全景图”——银行理财系列研究之三

粗放萌芽期（2017 年以前）：监管宽松下委外业务野蛮生长

1、银信合作

银信合作委外分为投资类、融资类，2017 年前以融资类通道业务为主，核心业务模式如下：①信托贷款模式；②票据业务模式；③银信接力贷款模式。

2、银证合作

银证合作基础模式与银信合作基本一致。此外，**市场演化出银证信多层嵌套模式，通过在银行理财与信托计划间增设券商定向资管载体，逐层完成资金投放与本息回流。**

3、除银信、银证合作外，银基、银保合作也作为补充通道，共同构成银行理财非标投放的完整通道体系，适配银行多元化业务需求。

整体来看，该阶段理财委外暴露出多重突出问题：第一，业务本质偏向通道套利，部分产品资金流向脱离真实投融资需求；第二，风险承担主体错位；第三，普遍存在资金池运作，风险在体系内不断累积；第四，业务透明度不足，多层嵌套之下底层资产穿透难度大，影子银行特征显著。

改革重构期（2017-2022 年）：资管新规驱动委外业务系统性变革

2017 年 “三三四十” 专项行动整治影子银行、资金空转及各类通道套利行为；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》禁止以监管套利为目的的通道业务。

通道业务被约束后，银行理财委外由监管套利类通道模式，理财委外转向能力互补：

一方面基金、券商专户成为主要载体，理财资金通过专户委托外部管理人开展固收为主的投资。另一方面理财加大对公募基金的直接配置力度，同时 FOF、MOM 模式得到推。

但转型过程中仍然遗留不少现实问题：

一方面，净值化转型背景下，理财产品存在估值与收益管理方面的现实矛盾。另一方面，理财公司对外部合作机构的全流程管理能力不足，部分委外业务权责边界划分不够清晰。

规范提质期（2022 年至今）：理财子时代委外业务稳态发展新格局

监管体系不断完善，《理财公司内部控制管理办法》建立理财合作机构管理制度；《理财公司流动性风险管理办法》细化理财合作风控要求。

从理财产品前十持仓口径来看，委外投资占比呈现波动上行趋势。**理财委外以信托产品和公募基金为主，固收属性产品始终占据主导地位。**其中，银行理财公募基金投资以中长债基为主，被动指数债基配置稳步提升，权益、混合类基金仅通过“固收+”小幅布局，风险仓位极低。底层资产以信用债为核心，搭配政金债、同业存单等保障底仓流动性，收益增厚端严格控制权益敞口，可转债、股票配置比例较低。

理财委外展望

1.未来 3-5 年理财委外规模有望达到 5.5-6 万亿元，较目前增长 42%。理财子公司在权益增强等领域存在刚性委外需求。同时监管明确委外合规边界，约束业务无序扩张，推动委外业务从外部依赖转向规范化的投研辅助模式。

2.理财委外模式，将由“通道依赖”转向“能力协同”。信托渠道通道属性持续弱化，合规与主动管理能力成为合作核心。未来银信委外合作的发展方向主要集中在三点：①合作资源向头部机构集中。②受托责任与穿透管理持续强化。③业务方向转向差异化特色资产。

公募基金渠道以标准化固收工具为底仓，固收+策略实现稳健增厚收益。未来公募基金渠道的委外合作或将呈现以下趋势：①标准化工具型产品配置占比持续提升。②“固收+”类产品成为收益增强的核心载体。

券商资管、私募基金、保险资管等合作机构作为理财委外的补充渠道，提供差异化、定制化的专户策略，填补公募与信托渠道的策略空白。

3.理财委外资产向多元化方向发展，构建更具韧性的“固收+”组合。业务以稳健固收资产为核心底仓；适度布局含权基金、黄金 ETF 增厚收益；同时配置公募 REITs，丰富另类收益增强渠道，优化整体资产结构。

风险提示：资本市场波动剧烈，监管政策持续收紧，测算与现实不符。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

刘杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110002
liujiea@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《银行-行业专题研究:关于“含农率”的思考》 2026-08-28
2 《银行-行业专题研究:8 月份 MLF 展望》 2026-08-23
3 《银行-行业专题研究:银行“资产荒”压力如何？》 2026-08-20

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 委外赋能理财专业化发展.....5
1.1. 理财委外的含义.....5
1.2. 理财开展委外业务的核心动因.....5
2. 粗放萌芽期（2017 年以前）：监管宽松下委外业务野蛮生长.....6
2.1. 银信合作.....6
2.1.1. 银信合作委外兴起原因.....7
2.1.2. 银信合作委外业务模式.....8
2.1.3. 银信合作委外存在的问题.....11
2.1.4. 银信合作委外发展状况.....11
2.2. 银证合作.....13
2.2.1. 银证合作委外兴起原因.....13
2.2.2. 银证信多层嵌套业务模式.....14
2.2.3. 银证合作委外存在的问题.....15
2.2.4. 针对银证合作委外的监管政策.....15
2.3. 总结.....16
3. 改革重构期（2017-2022 年）：资管新规驱动委外业务系统性变革.....17
3.1. 完善监管体系.....17
3.1.1. 2017 年“三三四十”专项行动整治影子银行、资金空转及各类通道套利行为.....17
3.1.2.《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》禁止以监管套利为目的的通道业务.....18
3.2. 监管约束下业务模式的迭代与转型.....19
3.2.1. 主动管理型委外.....19
3.2.2. 公募基金委外.....20
3.2.3. 组合型委外（FOF/MOM）.....21
3.3. 总结.....23
4. 规范提质期（2022 年至今）：理财子时代委外业务稳态发展新格局.....23
4.1. 监管体系不断完善.....23
4.1.1.《理财公司内部控制管理办法》建立理财合作机构管理制度.....23
4.1.2.《理财公司理财产品流动性风险管理办法》细化理财合作风控要求.....24
4.2. 理财委外全景图.....25
4.2.1. 渠道：理财委外以信托产品和公募基金为主.....25
4.2.2. 偏好：银行理财公募基金投资以中长债基为主.....29
4.3. 总结.....32
5. 理财委外展望.....33
5.1. 未来 3-5Y 理财委外规模有望保持持续增长态势.....33
5.2. 理财委外模式，将由“通道依赖”转向“能力协同”.....34
5.3. 理财委外资产向多元化方向发展，构建更具韧性的“固收+”组合.....36
6. 风险提示.....37

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：理财委外业务 5
图 2：理财开展委外业务的核心动因 6
图 3：2007-2008 年货币政策收紧 7
图 4：供需矛盾推动银信合作 8
图 5：信托贷款模式 9
图 6：票据业务模式情况 1 9
图 7：票据业务模式情况 2 10
图 8：银信接力贷款业务 11
图 9：银行理财规模快速扩张 14
图 10：银证合作委外兴起原因 14
图 11：银证信多层嵌套模式 15
图 12：2017 年及以前银行理财委外野蛮生长 17
图 13：2017 年“三三四十”专项整治行动约束理财通道委外 18
图 14：《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》统一规范 19
图 15：主动管理型委外与通道型委外区别 20
图 16：公募基金委外驱动因素 21
图 17：理财委外 FOF 发展历程 21
图 18：MOM 操作流程 22
图 19：总结 2017 年至 2022 年理财委外情况 23
图 20：《理财公司内部控制管理办法》相关要求 24
图 21：《理财公司理财产品流动性风险管理办法》相关要求 25
图 22：理财配置信托主要诉求 26
图 23：理财配置信托业务模式 27
图 24：理财配置信托主要诉求 28
图 25：理财委外公募基金 28
图 26：理财委外规模有望随理财规模平稳增长 34
图 27：未来 3-5Y，预计理财委外规模年均增长规模为 3000-5000 亿 34
图 28：信托渠道通道属性持续弱化，合规与主动管理能力成为合作核心 35
图 29：以标准化固收工具为底仓，固收+策略实现稳健增厚 36
图 30：理财委外资产向多元化方向发展 37

表 1：《银行与信托公司业务合作指引》规范银信合作 12
表 2：《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》约束银信合作通道业务 13
表 3：监管政策约束银证合作 16
表 4：银行理财委外投资占比波动上升（前十持仓口径） 25
表 5：银行理财公募基金投资以中长债基为主（前十持仓口径） 29
表 6：信用债配置占比最高（前十持仓口径） 30
表 7：权益型基金（前十持仓口径） 30
表 8：“固收+”基金资产配置（前十持仓口径） 31

下载日志已记录，仅供内部参考

表 9：被动指数型债基（前十持仓口径）.....31
表 10：同业存单配置高度集中于货币市场基金（前十持仓口径）.....32
表 11：理财委外公募基金底层资产（前十持仓口径）.....33

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 委外赋能理财专业化发展

1.1. 理财委外的含义

委外业务是资管行业专业化分工下的一种合作模式，即**持牌资管机构作为资金委托方，将自有资金或募集的受托资金，委托给具备对应投资资质、成熟投研能力的其他持牌金融机构，由其承接细分领域投资运作、策略执行与交易操作。**

理财委外是委外业务在银行理财领域的应用。从参与主体来看，委托方为商业银行或银行理财子公司，受托管理人涵盖公募基金、券商资管、信托公司等持牌专业资管机构。从资金来源来看，仅限表外理财产品募集资金，与银行自营资金严格隔离。

图 1：理财委外业务



资料来源：中证网等，天风证券研究所

理财委外主要划分为产品模式与投资顾问模式两种类型：

1、 **产品模式以基金产品、专项资管计划等为主要载体。**理财机构通过认购外部管理人发行或运作的资管产品，实现资金的专业化投资运作，由外部管理人全权负责底层资产投资、交易执行与组合管理。

2、 **投资顾问模式下理财资金不对外划转，始终留存于理财机构自有账户。**外部受托人仅提供市场研判、资产标的推荐、投资策略方案等专业投顾服务，最终投资决策、交易操作与风险管控均由理财机构自主完成。

1.2. 理财开展委外业务的核心动因

（1）投研能力边界受限

我们认为，早期银行理财诞生于商业银行经营框架之下，受母行风险偏好、业务定位及人才储备的约束，相较于公募、券商等市场化资管机构，银行理财在权益投资、量化交易、衍生品对冲等主动投资领域的团队配置、研究体系和交易经验存在显著短板，难以独立开展多元化、多策略的资产投资。

同时，中小城商行、农商行理财部门人员规模有限，不具备搭建全品类投研团队的人力与成本条件，自主投资仅能覆盖标准化固收资产，投资策略单一、增值空间狭窄。依托外部专业管理人承接小众资产、主动策略的投资运作，成为理财机构突破自身投研能力边界、

下载日志已记录，仅供内部参考

补齐投资短板的最优路径。

图 2：理财开展委外业务的核心动因



资料来源：天风证券研究所

（2）市场资产荒

2015 至 2017 年国内资本市场持续呈现资产荒特征，优质标准化固收资产供给持续收缩，高评级、低风险的债券标的稀缺性大幅提升，单纯依靠直投债券难以匹配理财行业快速扩张的资金规模。

而信托、券商、私募等外部机构可通过多元渠道对接非标债权、权益类资产、结构化产品等稀缺收益资产，能够挖掘理财自主投资体系外的优质标的。

通过委外合作模式，理财资金可借助外部管理人的资产获取渠道，突破自主资产获取局限，承接更多高收益、稳回报的底层资产，有效缓解资产配置缺口，适配理财规模扩张的配置需求。

（3）产品收益诉求

2018 年资管新规落地前，银行理财长期实行刚性兑付模式，产品收益相对固定、波动极低，客户对理财收益形成了稳定且刚性的预期。同时，行业同质化竞争激烈，各家银行理财产品以固收为主、差异化不足，产品收益率成为核心竞争抓手。

在市场利率波动下行的背景下，理财机构仅依靠传统债券票息收益，已无法覆盖产品兑付成本、满足客户收益预期，极易出现产品收益倒挂、客户流失的问题。

通过委外引入权益增厚、杠杆套利、非标溢价等多元化收益增厚方式，能够稳健抬升组合整体收益率，维系产品收益竞争力，守住刚性兑付背景下的产品收益底线，这也是早期银行大规模布局委外业务的核心诉求。

2. 粗放萌芽期（2017 年以前）：监管宽松下委外业务野蛮生长

2017 年以前，国内资管行业监管框架尚未统一，分业监管使行业内存在一定的套利空间。从业务实质划分，早期理财委外可分为产品类委外、投顾类委外两大类型。

其中，产品类委外大多具有通道属性。银行理财可以借助外部资管产品规避自身业务限制，有效拓宽资产配置渠道、增厚产品收益，因此产品类委外受到大规模应用。而投顾类委外因应用范围有限、行业影响力较弱，并未广泛应用。

因此，本文侧重于银行理财产品类委外进行分析。

2.1. 银信合作

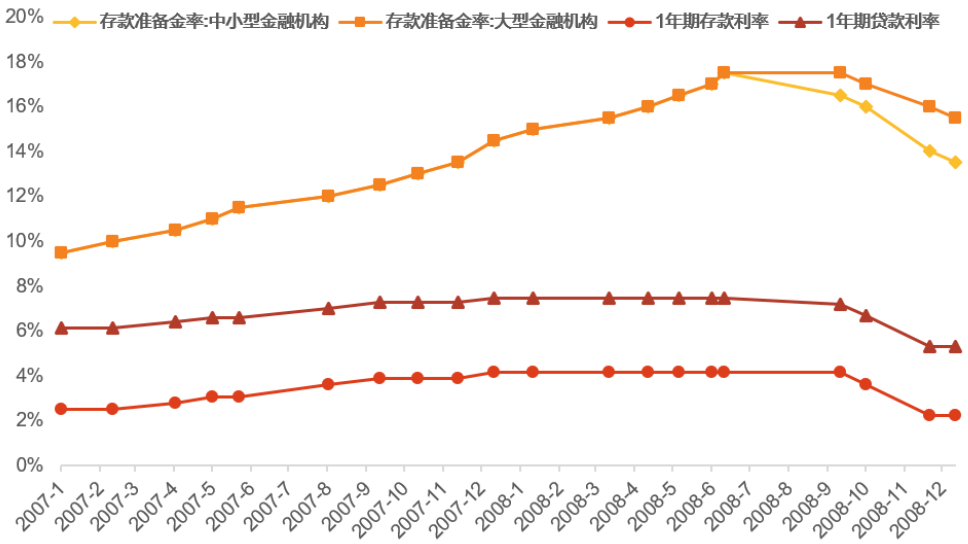
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1.1. 银信合作委外兴起原因

2007 至 2008 年，为抑制国内经济过热、通胀高企与资产价格过快上涨，央行持续实施紧缩性货币政策，通过连续加息、上调存款准备金率政策收紧市场流动性。持续的货币紧缩直接压缩银行业整体可贷资金规模，监管层对商业银行表内信贷投放实行严格的额度管控、行业限制与增速约束，银行表内信贷投放能力大幅收缩，整体信贷供给处于偏紧状态。

2008 年下半年，国际金融危机对国内实体经济形成明显冲击，为对冲外部经济下行压力、稳定国内经济增长，国内迅速推出四万亿逆周期经济刺激计划，重点投向基础设施建设、民生工程等领域。

图 3：2007-2008 年货币政策收紧



资料来源：iFind，天风证券研究所

刺激政策落地后，各地政府平台、基建、房地产企业集中启动大规模项目投资，市场中长期固定资产投资融资需求扩张，社会整体融资需求出现阶段性提升。

但此时银行表内信贷体系无法承接激增的实体融资需求，供需矛盾持续凸显：一方面，基建、地方政府融资平台、房地产项目，长期处于银行表内信贷的限制性投向范畴，监管对该类行业信贷投放设置严格的准入门槛、额度管控与合规约束，银行表内资金无法合规大规模介入。

另一方面，2007 至 2008 年持续货币紧缩，抬高了银行体系流动性压力。尽管刺激政策取消了商业银行信贷规模限制，但商业银行仍面临存贷比考核、资本充足率约束、客户集中度管控等多重审慎监管压力。表内信贷增量空间有限，无法匹配快速增长的项目融资需求。

相较于商业银行严格的信贷业务管控体系，信托公司具备独特的制度运作优势：

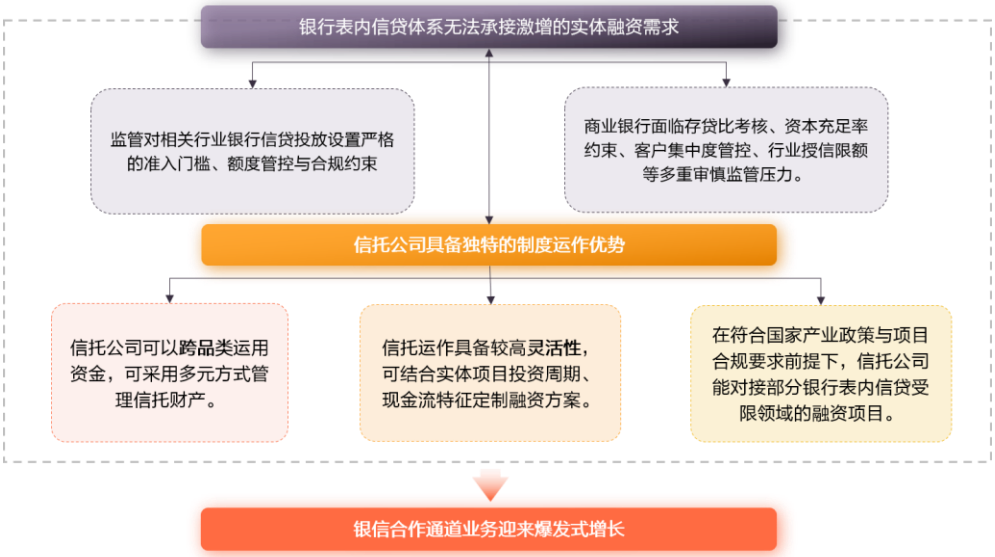
① **信托公司可以跨品类运用资金。**《信托公司集合资金信托计划管理办法》明确信托公司可以运用债权、股权、物权及其他可行方式运用信托资金。

② **信托运作机制具备较高灵活性，**可依照信托文件约定，采用投资、贷款、租赁、买入返售等多元方式管理信托财产，投资范围覆盖标准化资产、非标债权、实体项目融资、权益资产等品类。

③ **信托业务执行独立监管框架，不直接适用商业银行信贷业务的行业投向、资产类型管控规则。**在符合国家产业政策与项目合规要求前提下，能够对接基建、城投、房地产等银行表内信贷受限领域的融资项目。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：供需矛盾推动银信合作



资料来源：中国经济网等，天风证券研究所

因此，银行开始大规模依托理财资金对接信托计划，通过银信合作通道将表内无法投放的信贷需求转移至表外。在该业务模式下，信托公司仅承担被动通道职责，不参与底层项目尽调、风险管控与投资决策，仅收取千分级的小额通道报酬，几乎不承担业务风险。

2.1.2. 银信合作委外业务模式

银行理财通过信托开展委外合作可划分为融资类、投资类两大类别。其中投资类银信合作主要以标准化资产配置为核心，不存在刚性回购与保本承诺，收益水平随底层资产行情产生波动。

多数融资类银信合作实质是借助信托载体投放非标债权资金，存在固定本息回款安排，多用于规避信贷额度、行业投放限制。

2017 年以前，市场当中的银信委外业务以融资类通道为核心，主要包含信托贷款模式、票据业务模式和银信接力贷款三类业务模式。

（1）信托贷款模式

受信贷额度、存贷比等监管指标约束，银行无法直接向部分企业投放信贷，银行便借助信托作为通道，运用理财资金完成对企业的融资投放，在不占用银行表内信贷规模的前提下满足企业的融资需求，信托机构仅执行银行的投资指令，不开展独立的风险决策。

该业务模式操作步骤如下：

① 商业银行面向零售与机构客户发行预期收益型理财产品，归集理财资金池，同时联合信托公司设立单一资金信托计划，并将募集得到的理财资金全额认购该信托计划份额。

② 信托公司按照商业银行下达的投资指令，向银行筛选确定的融资企业发放信托贷款，并落实抵质押、第三方担保等相应增信安排。

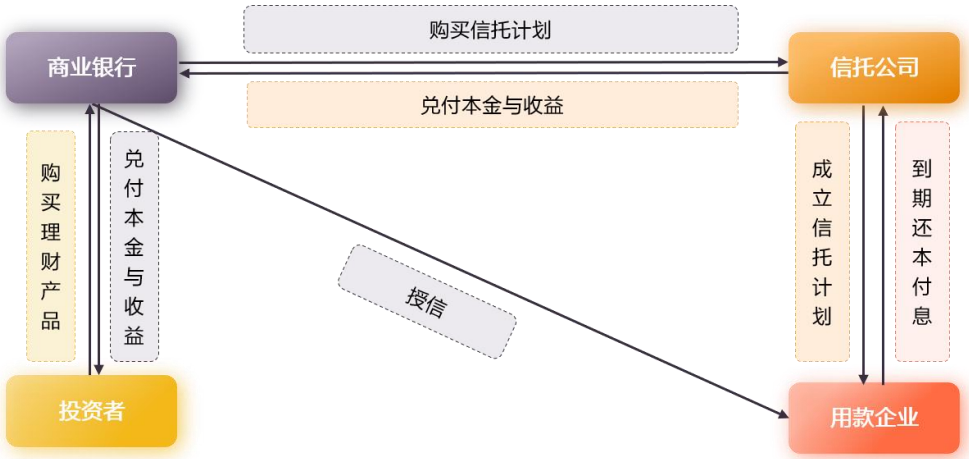
③ 融资企业按照贷款合同按期支付利息，贷款到期后足额归还本金，相关本息资金统一划入信托专用账户。

④ 信托公司扣除协议约定的通道管理费用后，将剩余资金划转至商业银行理财账户。

⑤ 商业银行依据理财产品合同，向全部理财投资者兑付产品本金与约定的预期收益。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：信托贷款模式



资料来源：旭初财税公众号，天风证券研究所

（2）票据业务模式

情况 1：**为缓解信贷额度压力，释放新增贷款投放空间，银行借助信托载体将表内存量银行承兑汇票对应的收益权转出资产负债表。**业务资金来源于银行发行的理财产品，信托仅承担通道职能，不独立开展风险研判。该业务模式操作步骤如下：

① 商业银行发行理财产品面向市场募集资金，同时与信托公司签署资产转让协议，将本行持有的存量银行承兑汇票收益权转让给信托计划。

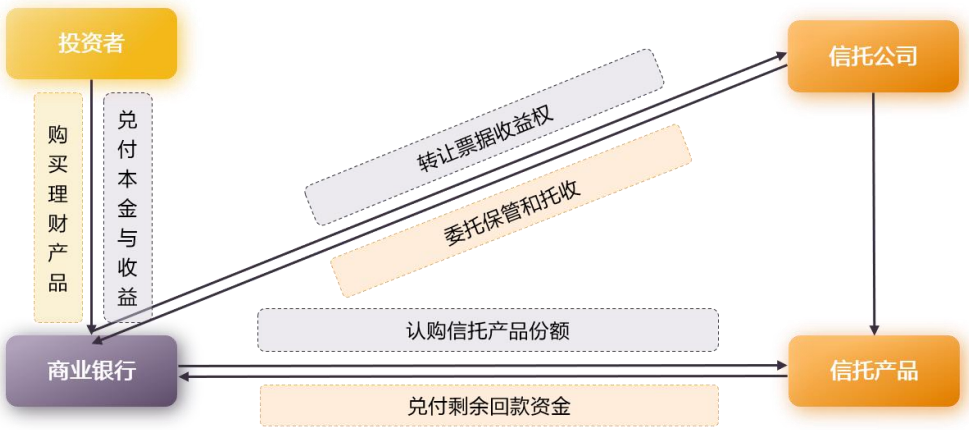
② 商业银行使用归集完成的理财资金认购该单一资金信托，信托公司向商业银行支付票据收益权转让对价，实现票据资产移出银行表内。

③ 由商业银行代为保管票据并在票据到期后完成托收，托收取得的全部资金归集进入信托专户。

④ 信托公司扣减固定通道服务费，将剩余回款资金划转至商业银行理财账户。

⑤ 商业银行使用回流资金，按照产品约定向理财投资者兑付本金与预期收益。

图 6：票据业务模式情况 1



资料来源：旭初财税公众号，天风证券研究所

情况 2：**实体企业持有未到期商业汇票存在变现需求，银行借助信托收购企业所持票据收益权，将这笔投资计入投资科目而非信贷科目，在不占用信贷投放指标的前提下满足企业融资诉求。**该业务模式操作步骤如下：

下载日志已记录，仅供内部参考

① 面对实体企业票据变现的融资需求，商业银行发行理财产品募集理财资金，并委托信托公司设立单一资金信托计划，将企业所持商业汇票收益权设定为信托投资标的。

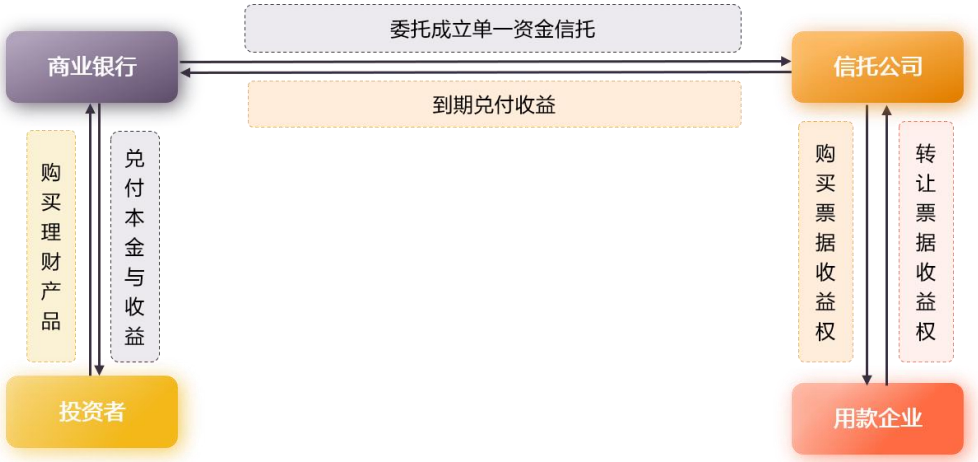
② 商业银行将募集完成的理财资金用于认购信托计划，信托公司向实体企业支付对价，完成票据收益权的收购。

③ 商业银行代为保管对应票据，待票据到期后完成托收兑付，全部回款资金存放于信托专用账户。

④ 信托计划到期进行清算，信托公司扣除约定通道管理费用，将剩余资金返还商业银行理财账户。

⑤ 商业银行按照理财产品条款，向产品投资者兑付本金与合同约定收益。

图 7：票据业务模式情况 2



资料来源：旭初财税公众号，天风证券研究所

（3）银信接力贷款业务

为绕开当期信贷管控约束，银行借助信托采用股权前置、信贷置换的分段融资思路，先用理财资金通过信托计划以股权形式向项目注入资金，待项目运营成熟或满足约定条件之后，银行再以借贷的形式注入资金，置换信托持有的项目股权，以此实现项目融资落地。

该业务模式操作步骤如下：

① 商业银行发行封闭式理财产品完成资金募集，委托信托公司设立专项股权投资信托计划，并将归集后的理财资金投入该信托。

② 信托公司遵循商业银行的投资指令，使用信托资金以股权投资形式向双方共同认可的项目公司注入资金，完成项目前期资金投放。

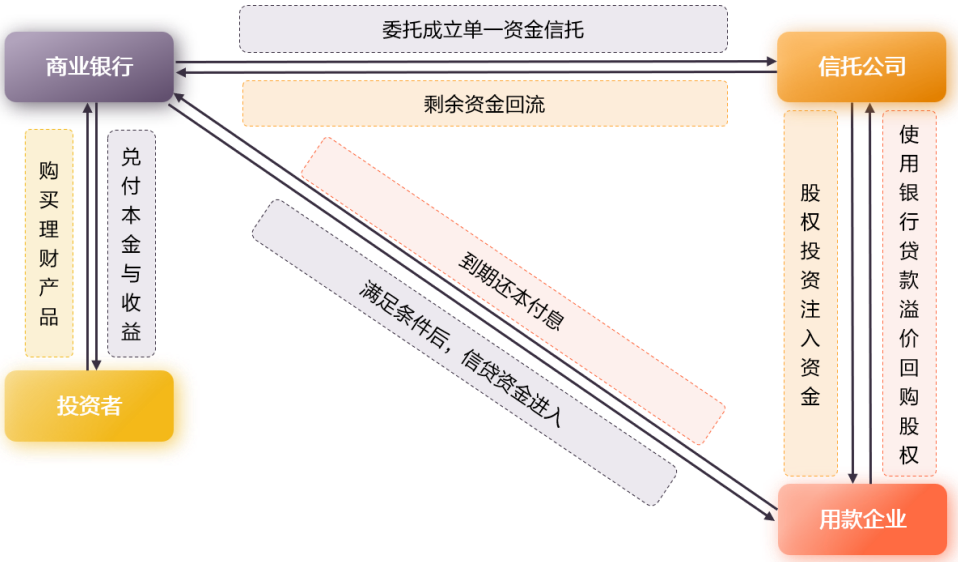
③ 项目运营成熟或满足约定条件之后，银行再以借贷的形式注入资金，项目公司收到信贷资金后按照约定溢价回购信托持有的全部项目股权。

④ 项目公司将股权回购款项支付至信托专户，信托公司从中扣除通道服务费用，再将剩余回购资金划转至商业银行理财账户。

⑤ 商业银行利用回流资金，向理财产品投资者兑付产品本金与约定的预期收益。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：银信接力贷款业务



资料来源：旭初财税公众号，天风证券研究所

2.1.3. 银信合作委外存在的问题

长期运作之下该模式固有短板持续暴露：

第一，信贷资金借道信托流入限制性行业，削弱宏观信贷调控政策落地效果。

第二，信托无实质风控动作，底层地产、城投信用风险实质留存银行表外，依靠刚性兑付掩盖潜在不良。

第三，行业通道费率持续下行，部分机构为抢占业务将托管费压低至 1‰以内，进一步压缩风控资源投入。

综合行业发展与监管变化来看，银信合作通道是理财表外融资的初步探索形态，完全依托监管规则差异实现套利，随着约束政策落地，市场通道需求自然向其他资管载体转移。

2.1.4. 银信合作委外发展状况

2008 年银信合作兴起，业务规模实现快速扩张，全年银信合作理财产品发行数量超 3500 款，同比 2007 年增长 445%。其中，信贷类业务成为主流业务形态，在银信合作中占比逐渐提升，2009 年达 75%以上。

2008 年 12 月，监管出台《银行与信托公司业务合作指引》，从制度层面划定银信合作业务边界：禁止银行借助信托通道将自有信贷、票据资产违规出表，严禁银行向信托计划提供显性或隐性担保、远期回购兜底，初步约束刚性兑付的市场潜规则，填补银信合作领域的监管制度空白。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：《银行与信托公司业务合作指引》规范银信合作

约束行为	政策原文
业务权责与风险隔离	银信理财合作应当符合以下要求：（一）坚持审慎原则，遵守相关法律法规和监管规定； **（二）银行、信托公司应各自独立核算，并建立有效的风险隔离机制；** **（三）信托公司应当勤勉尽责独立处理信托事务，银行不得干预信托公司的管理行为；** （四）依法、及时、充分披露银信理财的相关信息； （五）中国银监会规定的其他要求。
业务期限金额匹配	银信合作过程中，银行、信托公司应当注意银行理财计划与信托产品在时点、期限、金额等方面的匹配。
禁止银行提供担保	银行不得为银信理财合作涉及的信托产品及该信托产品项下财产运用对象等提供任何形式担保。
资产转让禁止回购	信托公司投资于银行所持的信贷资产、票据资产等资产的，应当采取买断方式，且银行不得以任何形式回购。
代销业务风险划分	信托公司委托银行代为推介信托计划的，信托公司应当向银行提供完整的信托文件，并对银行推介人员开展推介培训；银行应向合格投资者推介，推介内容不应超出信托文件的约定，不得夸大宣传，并充分揭示信托计划的风险，提示信托投资风险自担原则。 银行接受信托公司委托代为推介信托计划，不承担信托计划的投资风险。
代理收付风险划分	信托公司可以与银行签订信托资金代理收付协议。代理收付协议应明确界定信托公司与银行的权利义务关系，银行只承担代理信托资金收付责任，不承担信托计划的投资风险。

资料来源：中国人大网，天风证券研究所

2009 年 111 号文进一步明确：银信合作理财产品不得投资于理财产品发行银行自身的信贷资产或票据资产。

尽管监管明确了对银信业务的规范要求，但并未消解市场表外融资的现实需求，银信合作通道业务仍持续增长。2010 年银信合作业务规模达 1.66 万亿元，占信托总规模比重超过 50%，是信托行业第一大核心业务。

业务高速扩张的同时，行业风险乱象持续累积：

一方面，银行通过滚动发售短期理财产品归集资金形成资金池，统一投向长期非标资产，依靠新产品滚动兑付存量产品本息，形成“滚动发售、集合运作、期限错配、分离定价”的运作特征，缺少完善的风险隔离安排，底层资产风险直接向银行体系传导。

另一方面，大量信贷、非标资产借信托通道完成银行表外出表，脱离原有信贷统计监管，造成银行信贷规模、不良率、资本充足率等监管指标失真，形成监管盲区，银信合作逐步演变为影子银行的重要组成部分。

2010 年《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》规定了约束银信通道业务的核心要求：

① 定义银信理财合作业务：**商业银行将客户理财资金委托给信托公司，由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。**

② **强调信托公司在开展银信理财合作业务过程中，应坚持自主管理原则，严格履行项目选择、尽职调查、投资决策、后续管理等主要职责，不得开展通道类业务。**

③ **约束银信合作融资类业务：**信托公司融资类银信理财合作业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%；信托公司信托产品均不得设计为开放式。

④ **限制银信合作投资类业务：**商业银行和信托公司开展投资类银信理财合作业务，其资金原则上不得投资于非上市公司股权。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》约束银信合作通道业务

	规范内容	政策原文
业务定义与信托主体管理要求	业务定义	银信理财合作业务，是指商业银行将客户理财资金委托给信托公司，由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。
	信托自主管理，禁止通道业务	信托公司在开展银信理财合作业务过程中，应坚持自主管理原则，严格履行项目选择、尽职调查、投资决策、后续管理等主要职责，不得开展通道类业务。
	统一产品期限要求	信托公司开展银信理财合作业务，信托产品期限均不得低于一年。
融资类银信合作业务限制	余额比例管控	融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%。上述比例已超标的信托公司应立即停止开展该项业务，直至达到规定比例要求。
	禁止开放式融资类信托、明确融资类业务范围	信托公司信托产品均不得设计为开放式。上述融资类银信理财合作业务包括但不限于信托贷款、受让信贷或票据资产、附加回购或回购选择权的投资、股票质押融资等类资产证券化业务。
投资类银信合作业务限制	股权投资约束	商业银行和信托公司开展投资类银信理财合作业务，其资金原则上不得投资于非上市公司股权。
混合业务比例核算规则		商业银行和信托公司开展银信理财合作业务，信托资金同时用于融资类和投资类业务的，该信托业务总额应纳入融资类业务余额考核比例范围。
存量存续业务整改要求	存量表外资产转表、计提拨备资本	对本通知发布以前约定和发生的银信理财合作业务，商业银行应严格按照要求将表外资产在今、明两年转入表内，并按照 150% 的拨备覆盖率要求计提拨备，同时大型银行应按照 11.5%、中小银行按照 10% 的资本充足率要求计提资本。
	存量业务后续风险管理	商业银行和信托公司应切实加强对存续银信理财合作业务的后续管理，及时做好风险处置预案和到期兑付安排。
	存量开放式产品停止申购	对设计为开放式的非上市公司股权投资类、融资类或含融资类业务的银行理财产品和信托公司信托产品，商业银行和信托公司停止接受新的资金申购，并妥善处理后续事宜。

资料来源：中国经济网，中国银监会，天风证券研究所

2012 年《中国银监会办公厅关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》明确规定信托公司不得与商业银行开展各种形式的票据资产转/受让业务，禁止了银信合作票据业务模式。

但政策仅针对信托单一通道进行约束，并未消解银行开展表外非标投放、进行监管套利的内在诉求，市场开始转向券商、基金等其他合作主体，实现通道载体切换，影子银行相关业务继续延续发展。

2.2. 银证合作

银证合作指证券公司为以商业银行为主的机构客户提供的投资通道服务，主要以定向资产管理计划作为载体，根据委托人的投资指令开展投资操作，收取基本管理费。

2.2.1. 银证合作委外兴起原因

2012 年之后银证合作快速崛起，是银行融资需求、信托通道受限、券商资管监管松绑多重因素共同驱动的结果：

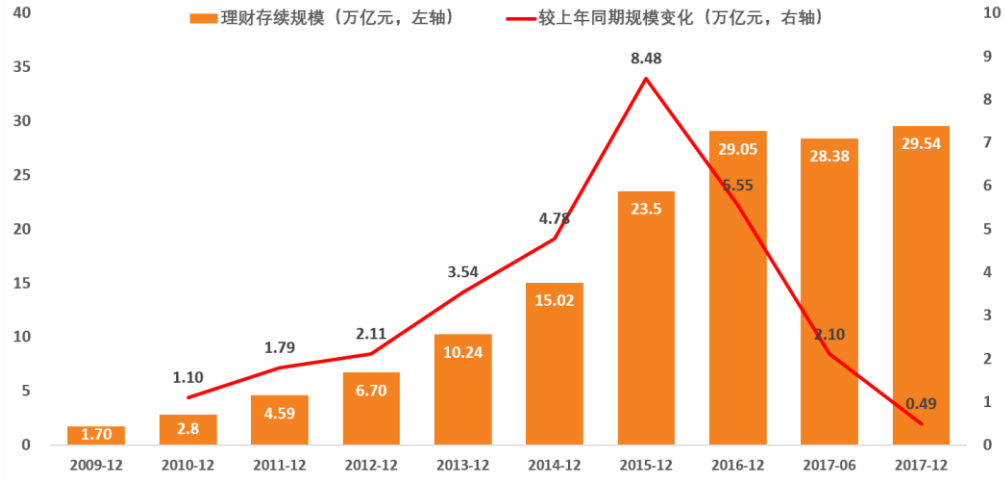
第一，银信合作通道被持续收紧，原有信托通道供给受限。银监会先后出台监管政策，一方面对融资类银信合作设置 30%余额占比上限，要求存量银信表外资产转回表内计提资本与拨备；另一方面直接全面叫停信托开展票据资产转让、受让业务。银行迫切需要寻找新的资管通道承接理财资金投向非标、票据资产的业务诉求。

第二，银行端存在现实的业务诉求。在信贷规模管控、存贷比考核约束之下，银行表内信贷额度有限，但房企、地方融资平台、实体企业仍存在较强非标融资需求。银行亟需借助表外理财资金完成类信贷投放，实现票据、信贷资产出表，释放表内信贷额。

第三，银行理财规模快速扩张，大量表外理财资金需要配置资产。2010 年后，银行理财产品规模快速增长，理财资金需要高收益的非标资产来匹配产品预期收益，在信托通道受限背景下，银证合作定向资管成为理财资金配置非标资产的重要载体，资金供给进一步助推银证合作规模扩张。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：银行理财规模快速扩张

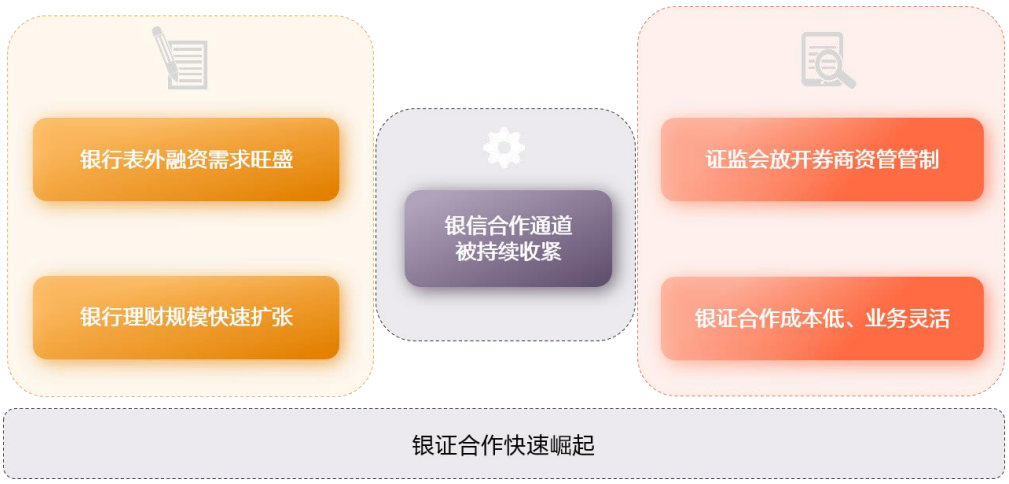


资料来源：iFind 等，天风证券研究所

第四，证监会放开券商资管管制，定向资管计划成为合规可用的通道载体。2012 年券商创新大会释放业务创新导向，对证券业务适度放宽限制。取消集合计划行政审批，改为事后由证券业协会备案管理。对于定向资产管理，允许投资者和证券公司自愿协商，合同约定投资范围。

第五，银证通道具备成本与业务灵活性优势。《信托业保障基金管理办法》规定信托计划需缴纳保障基金，信托通道要承担更高的刚性业务成本。相对而言，券商通道费率更低。同时券商资管当时没有类似信托的融资类余额比例管控，业务结构更加灵活。

图 10：银证合作委外兴起原因



资料来源：中国证券监督管理委员会，中国政府网，天风证券研究所

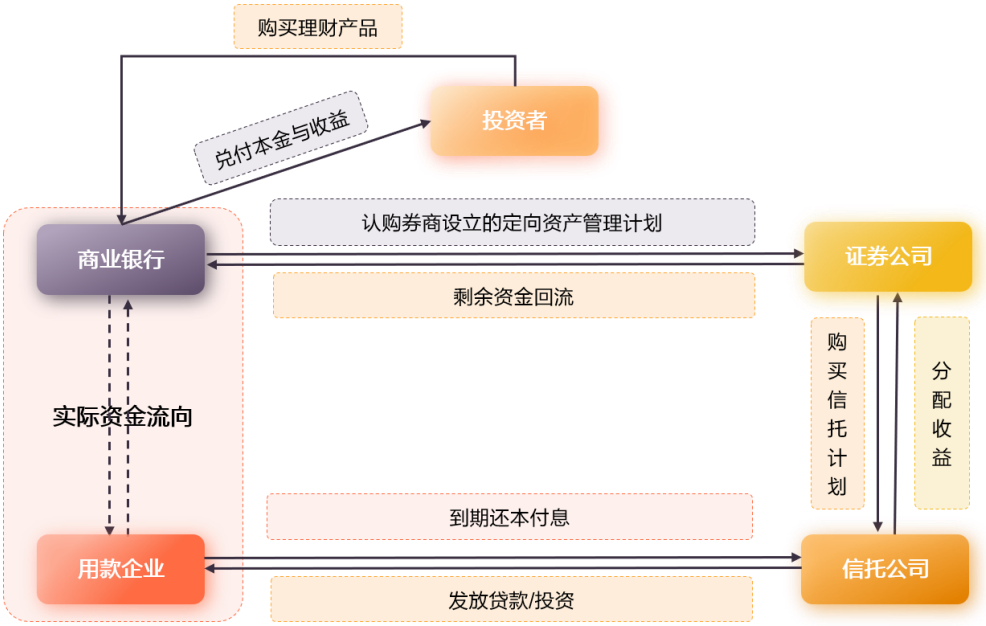
2.2.2. 银证信多层嵌套业务模式

在银信合作受到多轮监管约束之后，银证定向资管计划快速兴起。票据受让、信贷收益权投资等银证通道，业务逻辑与此前银信票据信托、信贷资产转让模式高度相似，仅将信托载体替换为券商定向资管，实现票据、信贷资产表外出表以及理财资金开展表外非标类信贷投放，承接信托通道被监管压缩释放出来的市场业务需求。

此外，市场还逐渐演化出银证信多层嵌套模式。由于银监发〔2010〕72 号要求融资类银信业务余额占比不得高于 30%，若银行理财直接投资信托计划，相关规模需要纳入信托公司融资类银信合作余额考核，业务扩张受到硬性比例红线约束。市场在银行理财与信托计划之间增加一层券商定向资管计划作为中间载体，操作步骤如下：

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：银证信多层嵌套模式



资料来源：中证鹏元评级公众号，天风证券研究所

步骤一：银行发行理财产品，向理财产品购买者募集理财资金，资金归集进入银行理财资金池。

步骤二：银行理财作为委托人，出资认购券商设立的定向资产管理计划，该资管计划按照银行指令，将资金投向信托公司设立的单一资金信托计划。

步骤三:信托公司依据信托合同发放信托贷款，资金最终流向实体融资企业。

步骤四：融资企业到期还本付息，资金沿“融资企业-单一资金信托-券商定向资管计划-银行理财资金池”路径逐层回流。银行理财向理财产品购买者兑付本金与收益。

2.2.3. 银证合作委外存在的问题

银证合作野蛮扩张过程中，业务风险持续累积凸显，核心问题集中于四大维度：

1、 多层嵌套导致穿透监管失效，底层资产真实投向、风险水平难以识别，大量资金违规流入房地产、两高一剩等限制领域。

2、 资金池运作与期限错配问题突出，短期滚动理财资金对接长期非标资产，流动性风险持续累积。

3、 风险责任错位，券商无实质风控权责、不承担风险，所有信用与流动性风险完全滞留银行体系。

4、 多层通道叠加推高实体融资成本，每一层嵌套均产生通道费用，大幅抬升终端企业融资成本，加剧金融空转乱象。

2.2.4. 针对银证合作委外的监管政策

针对银证合作通道的无序扩张与风险乱象，监管自 2013 年起持续出台专项政策，逐步收紧套利空间、规范业务边界，形成循序渐进的整治体系。

1、 2013 年《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》从银行理财资金端对银证通道业务实施约束，要求理财产品做到与底层资产一一对应、单独建账核算；对理财资金投资非标准化债权资产设置余额上限；同时要求银行对券商等理财投资合作机构实行名单制管理。

下载日志已记录，仅供内部参考

2、 2013 年《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》规定证券公司开展银证合作定向业务不得开展资金池业务。

表 3：监管政策约束银证合作

	相关政策	政策原文
2013年	《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》	商业银行应实现每个理财产品与所投资资产（标的物）的对应，做到每个产品单独管理、建账和核算。单独管理指对每个理财产品进行独立的投资管理；单独建账指为每个理财产品建立投资明细账，确保投资资产逐项清晰明确；单独核算指对每个理财产品单独进行会计账务处理，确保每个理财产品都有资产负债表、利润表、现金流量表等财务报表。
		商业银行应当合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额，理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限。
		商业银行应向理财产品投资人充分披露投资非标准化债权资产情况，包括融资客户和项目名称、剩余融资期限、到期收益分配、交易结构等。理财产品存续期内所投资的非标准化债权资产发生变更或风险状况发生实质性变化的，应在5日内向投资人披露。
2013年	《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》	本通知所称银证合作定向业务，是指合作银行作为委托人，将委托资产委托证券公司进行定向资产管理，向证券公司发出明确交易指令，由证券公司执行，并将受托资产投资于合作银行指定标的资产的业务。禁止通过证券公司向委托人发送投资征询函或投资建议书，委托人回复对投资事项无异议的形式开展本通知规定的银证合作定向业务。
		证券公司开展银证合作定向业务不得存在以下情形： （一）分公司、营业部独立开展定向资产管理业务，资产管理分公司除外； （二）**开展资金池业务**； （三）将委托资金投资于高污染、高能耗等国家禁止投资的行业； （四）进行利益输送或商业贿赂； （五）法律、行政法规和中国证监会禁止的其他情形。
2014年	《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》	证券公司应当切实履行集合资产管理计划管理人的职责，**不得通过集合资产管理计划开展通道业务。**
2016年	《证券公司风险控制指标管理办法》	证券公司应当按照中国证券监督管理委员会的有关规定，遵循审慎、实质重于形式的原则，计算净资本、风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率等各项风险控制指标
	《证券公司风险控制指标计算标准规定》	

资料来源：中国证券协会等，天风证券研究所

3、 2014 年《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充通知》要求证券公司应当切实履行集合资产管理计划管理人的职责，不得通过集合资产管理计划开展通道业务。

4、 2016 年《证券公司风险控制指标管理办法》及配套《证券公司风险控制指标计算标准》确立实质重于形式的风控计量原则，要求证券公司对投向标准化资产的定向资管计划按受托规模 0.5%计提特定风险资本准备，而底层为非标资产的定向资管计划计提系数为 0.9%。

除银信、银证合作外，银基、银保合作也作为补充通道，共同构成银行理财非标投放的完整通道体系，适配银行多元化业务需求。

2.3. 总结

2017 年及以前，银行理财委外野蛮生长。产品类委外具有较强的通道属性，以银信合作为起点，后续逐步延伸至银证合作、银证信等多层嵌套模式，银行理财借助信托、券商资管等牌照载体，绕开表内信贷额度、行业投向、存贷比等监管约束，大量向基建、房地产、地方融资平台等领域输送资金。

合作机构仅提供通道载体，并不承担实质风险管控职责。

伴随理财规模快速扩张，通道业务规模持续走高，多层嵌套、资金空转现象普遍。整体来看，该阶段理财委外暴露出多重突出问题：

一是业务本质偏向通道套利，部分产品资金流向脱离真实投融资需求，拉长资金链条，抬升社会综合融资成本。

二是风险承担主体错位，通道机构不实质管控风险，但法律层面承担产品相关责任，银行实际主导投资却不承担对应表内资本约束，风险权责划分混乱。

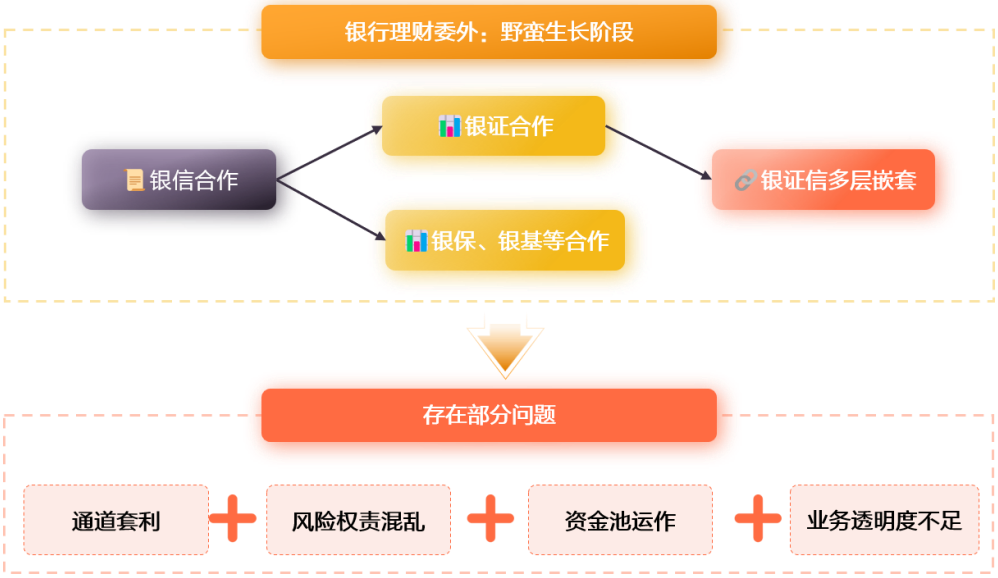
三是普遍存在资金池运作，不同期限理财资金混同运作，依靠滚动发行实现隐性刚兑，风险在体系内不断累积。

四是业务透明度不足，多层嵌套之下底层资产穿透难度大，监管难以完整识别资金真实投向，影子银行特征显著。

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：2017 年及以前银行理财委外野蛮生长



资料来源：天风证券研究所

上述各类风险的持续积累，也直接推动监管层出台资管新规等一系列强监管政策，开启理财委外业务的整改转型进程。

3. 改革重构期（2017-2022 年）：资管新规驱动委外业务系统性变革

3.1. 完善监管体系

3.1.1. 2017 年“三三四十”专项行动整治影子银行、资金空转及各类通道套利行为

本轮专项整治中，监管依托机构自查结合现场检查，集中治理影子银行、资金空转、理财违规委外、各类通道套利行为，重点处置 2017 年之前积累的存量不合规理财委外业务。具体政策如下：

1、 《关于开展银行业“违法、违规、违章”专项治理工作的通知》**针对银行业金融机构存在的违反金融法律、违反监管规则、违反内部规章的问题开展专项治理。**文件要求全面排查各项业务合规性，对发现的违法违规问题，严格自查整改、严肃责任追究。

2、 《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》针对当前各银行业金融机构同业业务、投资业务、理财业务等跨市场、跨行业交叉性金融业务中存在的杠杆高、嵌套多、链条长、套利多等问题开展的专项治理。

① **在监管套利方面，排查银行业金融机构借助定向资管计划等通道实现金融资产违规出表、人为调节监管指标，规避信用风险、资本充足、流动性监管要求的行为。**

② **在理财空转套利方面，要求梳理理财资金投向券商、信托等机构资管产品的委外规模，区分主动管理与非主动管理业务，列明交易结构，排查委外环节加杠杆、理财资金为监管套利提供支持等资金空转现象。**

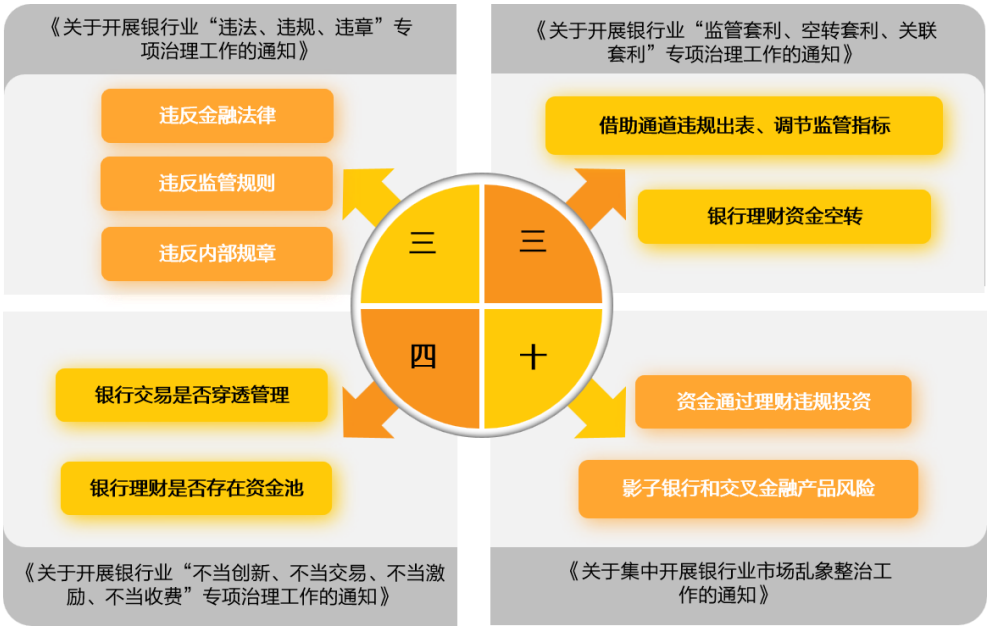
3、 《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》针对银行业存在的不当创新、不当交易、不当激励、不当收费四类乱象开展专项整治。

其中，针对银行交易核查是否对特定目的载体投资实施了穿透管理至基础资产，是否存在多层嵌套难以穿透到基础资产的情况。针对银行理财核查是否对每只理财产品实施单独管理、单独建账和单独核算；是否开展了滚动发售、混合运作、期限错配、分

下载日志已记录，仅供内部参考

离定价的资金池模式理财业务。

图 13：2017 年“三三四十”专项整治行动约束理财通道委外



资料来源：国家发展和改革委员会等，天风证券研究所

4、 《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》针对银行业八大类市场乱象集中开展整治。其中：

① 在违反宏观调控政策部分，**要求整治资金通过理财、同业等业务变相规避国家产业政策、信贷投向管控的行为。**

② 在影子银行和交叉金融产品风险部分，**明确整治理财、同业业务借助通道、多层嵌套隐匿风险，违规开展影子银行业务，同时要求规范理财投资合作机构管理，强化合作机构准入、存续期管控。**

上述条款直指银行理财委外、跨机构通道嵌套类业务，要求银行甄别委外业务实质，防范借交叉金融产品规避监管的影子银行风险。

3.1.2.《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》禁止以监管套利为目的的通道业务

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称：资管新规）于 2018 年 4 月正式发布，作为国内资管行业纲领文件，打破分业监管壁垒，统一各类资管产品监管标准，从制度层面压缩通道类理财委外赖以生存的监管套利空间。

1、资管新规确立穿透式监管的总体原则：**实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。**从监管规则上压缩依靠多层嵌套隐匿资产、规避监管指标的操作空间。

2、针对通道业务，文件规定：**金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。从制度层面正式禁止以监管套利为目的的通道业务。**

3、针对资产管理产品嵌套层级，文件规定：**资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。**

4、针对委托行为规定：①金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品，从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的，**该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的机构。**公募资产管理产品的受托机构应当为金融机构，私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人。

下载日志已记录，仅供内部参考

②受托机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

③委托机构应当对受托机构开展尽职调查，实行名单制管理，明确规定受托机构的准入标准和程序、责任和义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务以及退出机制。**委托机构不得因委托其他机构投资而免除自身应当承担的责任。**

图 14：《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》统一规范



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

3.2. 监管约束下业务模式的迭代与转型

3.2.1. 主动管理型委外

主动管理型委外，指银行将理财资金委托给持牌资管机构，以专户资管产品为载体，由受托机构在约定的投资范围、风险限额、业绩基准内，独立履行投研研判、组合构建、交易执行、风险管控等主动管理职责的业务模式。

银行作为委托人保留顶层策略制定、机构准入、存续期考核与最终风控责任，不直接干预受托机构的日常投资操作。

该模式与传统通道型委外存在明显差异：

1、 **业务核心目的不同。**通道型委外以监管套利为核心导向，通过业务调整，满足信贷额度、非标比例、资本计提等监管要求；主动管理型委外以资产配置与能力互补为导向，目的是提升投资收益与风险管理效率。

2、 **投资决策权责不同。**通道型委外中，底层资产投向、交易标的、退出安排均由银行决定，受托机构仅执行划款、备案、清算等事务性操作，不承担主动管理责任；主动管理型委外中，受托机构在约定框架内拥有自主投资决策权，独立完成个券选择、仓位调整、交易时点判断，银行不干预日常运作。

3、 **交易结构与嵌套逻辑不同。**通道型委外普遍存在多层嵌套，通过银信、银证、同业理财叠加拉长链条，隐匿底层资产真实投向；主动管理型委外严格遵循资管新规一层嵌

下载日志已记录，仅供内部参考

套要求，结构清晰透明，可直接穿透至底层资产。

4、 **收费与风险承担机制不同。**通道型委外仅收取极低的通道服务费，风险实质由银行通过隐性兜底、远期回购全额承担；主动管理型委外按管理规模收取固定管理费，并可约定业绩报酬，风险按产品约定由投资者承担，银行履行管理人审慎义务，不承诺刚性兑付。

图 15：主动管理型委外与通道型委外区别



资料来源：天风证券研究所

随着理财子公司陆续获批开业，净值化转型加速推进，银行理财对外部主动管理能力的需求上升，带动主动管理专户规模扩张。

3.2.2. 公募基金委外

银行理财投资公募基金，属于标准化委外。与定制化专户不同，该模式下银行直接投资公开发行的基金产品，不单独修改产品策略与运作规则，仅通过基金筛选、仓位配置与动态再平衡实现资产配置目标；基金管理人按照产品合同约定独立开展投资运作，不受银行日常交易指令干预。

2018 年后，银行理财对公募基金的配置规模波动增长，成为专户委外的重要补充。据行业统计，银行理财配置公募基金的规模持续提升，其中债券型基金是最主要的配置品种。公募基金委外的扩容，主要受四方面因素驱动：

第一， **监管合规性强。**资管新规明确资管产品可再投资一层公募证券投资基金，银行理财投资公募基金完全符合嵌套规则要求，不存在合规风险。

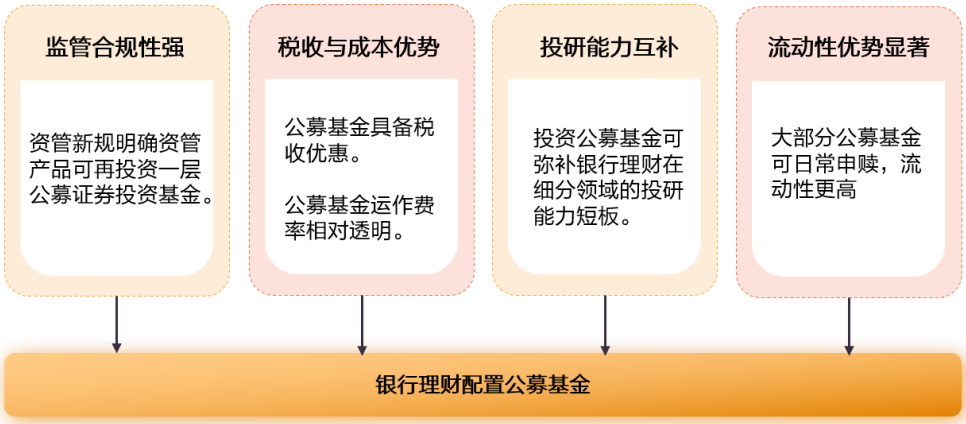
第二， **税收与成本优势。**公募基金在债券利息、资本利得等方面具备税收优惠，相较于直接投资债券可提升实际收益水平；同时公募产品为标准化发行，无需额外支付定制化成本，整体运作费率相对透明。

第三， **投研能力互补。**基金公司在债券交易、行业研究、权益投资等领域积累深厚，尤其在波段操作、个券挖掘、衍生品运用等方面具备比较优势，可弥补银行理财在细分领域的投研能力短板。

第四， **流动性优势显著。**公募基金日常申赎机制更为成熟，相较于封闭期较长的定制专户，更便于银行进行流动性管理与仓位灵活调整。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：公募基金委外驱动因素



资料来源：中国政府网等，天风证券研究所

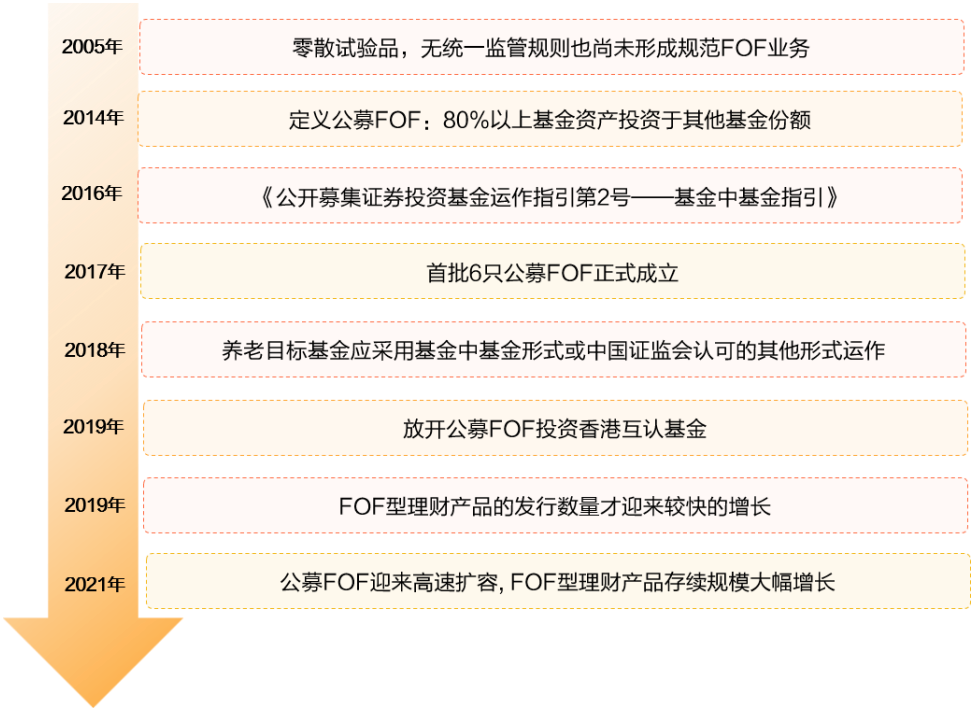
3.2.3. 组合型委外（FOF/MOM）

组合型委外核心是通过多管理人、多策略组合运作，分散单一管理人的风格风险与业绩波动。主要包括 FOF 与 MOM 两类运作模式：

（1）FOF

国内 FOF 雏形最早诞生于 2005 年，券商发行类 FOF 产品，但仅为零散试验品，无统一监管规则也尚未形成规范 FOF 业务。

图 17：理财委外 FOF 发展历程



资料来源：中国证券监督管理委员会等，天风证券研究所

2014 年《公开募集证券投资基金运作管理办法》明确公募 FOF 核心定义：80%以上基金资产投资于其他基金份额。

2016 年证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》，配套估值指引，完整划定公募 FOF 投资限制、集中度、估值核算、信息披露等要求，搭建公募 FOF 监管框架。

下载日志已记录，仅供内部参考

2017 年 10 月国内首批 6 只公募 FOF 正式成立，公募 FOF 进入实质运作阶段，初期市场认知度低、整体规模体量偏小，以普通混合型 FOF 为主，产品同质化明显。

2018 年《养老目标证券投资基金指引（试行）》明确养老目标基金应当采用基金中基金形式或中国证监会认可的其他形式运作。分为目标日期、目标风险两类产品，采用定期开放的运作方式或设置投资人最短持有期限。

2019 年放开公募 FOF 投资香港互认基金，小幅拓宽投资边界，但基金份额、股指期货、国债期货和股票期权仍属于禁投范围。

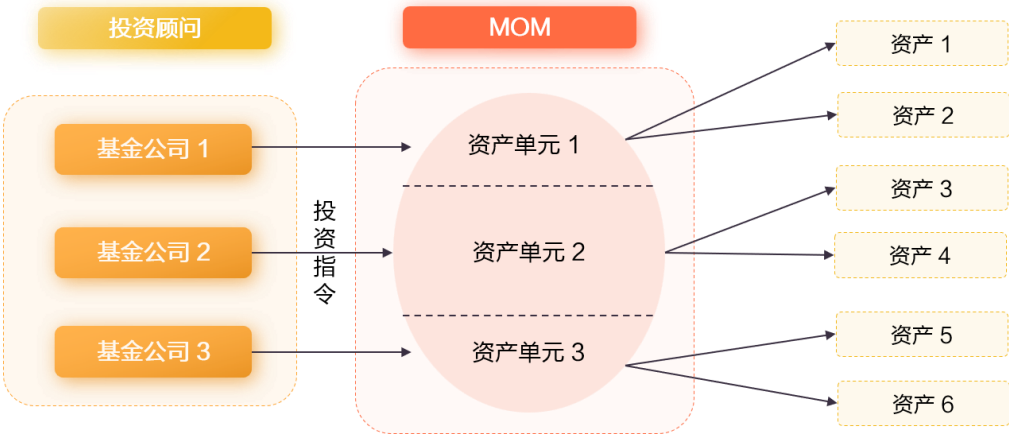
2019 年 FOF 型理财产品的发行数量迎来较快增长，部分国有大行、股份制银行旗下理财子陆续试水 FOF 型理财产品，产品以固收类、混合类为主，资产配置混合类和权益类产品的占比远高于理财产品的整体水平。

2020-2021 年权益市场行情回暖，叠加居民净值化理财需求提升，公募 FOF 迎来高速扩容。2021 年，FOF 银行理财产品存续超 200 只，总规模近 2000 亿元。银行及理财子公司也大力布局 FOF 类理财产品，存续规模超千亿元，增长动能强劲。

（2）MOM

MOM 即管理人的管理人模式，资金统一留存于母账户内，母管理人将账户拆分为多个独立资金单元，分别委托给不同风格的外部投资管理人运作；外部管理人在授权额度与风控规则内直接下达交易指令，账户所有权、统一风控与托管权仍归属母管理人。

图 18：MOM 操作流程



资料来源：中国期货业协会，天风证券研究所

2014 年光大银行推出“阳光集优量化组合 MOM”，是银行业内首只 MOM 量化投资的理财产品。但该时期市场内仍无 MOM 专项监管文件，理财 MOM 相关业务整体规模有限。

2019 年 12 月，证监会发布《证券期货经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（试行）》，定义 MOM：**①按照要求委托两个或者两个以上符合条件的第三方资产管理机构（以下简称投资顾问）就资产管理产品的部分或者全部资产提供投资建议。**

②根据资产配置需要将资产管理产品的资产划分成两个或者两个以上资产单元，每一个资产单元按规定单独开立证券期货账户。

同时规定管理人委托投资顾问提供投资建议服务，依法应承担的责任不因委托而免除。管理人履行 MOM 产品的法定受托职责，负责投资决策及交易执行。

该指引出台之后，MOM 作为单层账户的委托投资工具，开始进入银行理财委外的备选工具池，为理财子借助外部投资管理人能力开展委外投资提供制度基础。

2020 年末，国内首批公募 MOM 产品完成审批，2021 年首只公开发行的公募 MOM 正式成立，但公募 MOM 存在投顾变更需要履行监管变更注册的约束，运作灵活性相对有限，

下载日志已记录，仅供内部参考

理财资金较少选择公募 MOM 作为委外载体。

3.3. 总结

2017-2022 年是银行理财委外业务的整改转型阶段，伴随资管新规及配套监管规则落地，过去野蛮生长的通道类委外受到约束。大量多层嵌套、监管套利类业务被强制出清，理财委外业务逐步剥离通道属性，向真正的委托投资转型。

这一阶段，银行理财委外分化形成主动管理型专户委外、公募基金投资、FOF/MOM 组合型委外等业务形态：

一方面基金、券商专户成为主要载体，理财资金通过专户委托外部管理人开展投资。

另一方面理财加大对公募基金的直接配置力度，同时 FOF、MOM 模式得到推广，通过遴选多家外部管理人实现组合分散投资。

图 19：总结 2017 年至 2022 年理财委外情况



资料来源：中证网，中国金融公众号，天风证券研究所

经过业务重构，委外的核心逻辑从牌照通道套利转向投研能力互补，银行理财开始压实自身主动管理责任，不再简单将投资决策权完全交由外部机构。但转型过程中仍然遗留不少现实问题：

一方面，净值化转型背景下，理财产品存在估值与收益管理方面的现实矛盾。2022 年债市调整引发理财产品大规模“破净”，个别机构开始借助委外载体间接调节收益，变相平滑理财产品净值，使得净值难以充分反映底层资产真实波动。

另一方面，理财公司对外部合作机构的全流程管理能力不足，部分委外业务权责边界划分不够清晰，理财与外部管理人之间投资决策、风险处置的责任划分容易出现模糊地带。

上述问题，也推动后续监管出台理财公司内部控制、流动性管理等细化制度，进一步对理财委外业务实施精细化约束。

4. 规范提质期（2022 年至今）：理财子时代委外业务稳态发展新格局

4.1. 监管体系不断完善

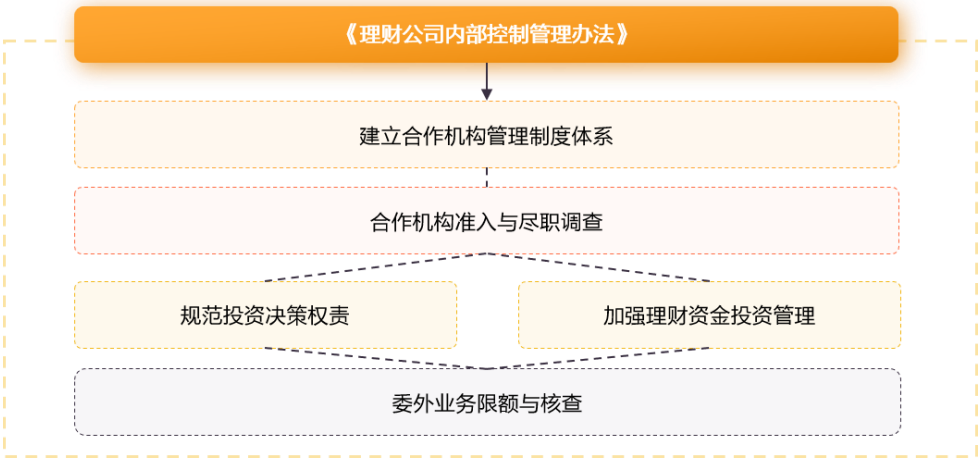
4.1.1.《理财公司内部控制管理办法》建立理财合作机构管理制度

2022 年 8 月，原中国银保监会正式出台《理财公司内部控制管理办法》，从内控治理层面搭建理财公司委外合作的全流程监管框架，针对理财投资合作机构管理、委托投资风控、

下载日志已记录，仅供内部参考

权责划分等委外核心环节作出明确制度规定：

图 20：《理财公司内部控制管理办法》相关要求



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

第一，**规范投资决策权责。**理财公司应当建立投资决策授权管理制度，合理划分投资决策职责和权限，明确授权对象、范围和期限等内容，严禁越权操作。

第二，**加强理财资金投资管理。**理财公司应当建立理财资金投资管理制度，明确投资不同类型资产的审核标准、投资决策流程、风险控制措施和投后管理等内容，并对每笔投资进行独立审批和投资决策，保证资金投向、比例严格符合国家政策和监管要求。

第三，**明确合作机构管理制度体系。**理财公司应当建立理财投资合作机构管理制度，明确准入标准与程序、责任与义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务、退出机制等内容。

第四，**规范合作机构准入与尽调要求。**理财公司应当对理财投资合作机构的资质条件、专业服务能力和风险管理水平等开展尽职调查，实行名单制管理，并通过签订书面合同，明确约定双方的权利义务和风险承担方式。

第五，**增设委外业务限额与核查要求。**理财公司应当审慎确定各类理财投资合作机构的合作限额，以及单一受托投资机构受托资产占理财公司全部委托投资资产的比例，逐笔记录委托投资有关交易信息，妥善保存相关材料，并由内部控制职能部门组织核查。

4.1.2.《理财公司理财产品流动性风险管理办法》细化理财合作风控要求

2021 年 12 月，原中国银保监会正式出台《理财公司理财产品流动性风险管理办法》，自 2022 年 5 月起施行。针对性细化理财公司与外部投资合作机构的风控要求，补齐专项监管漏洞：

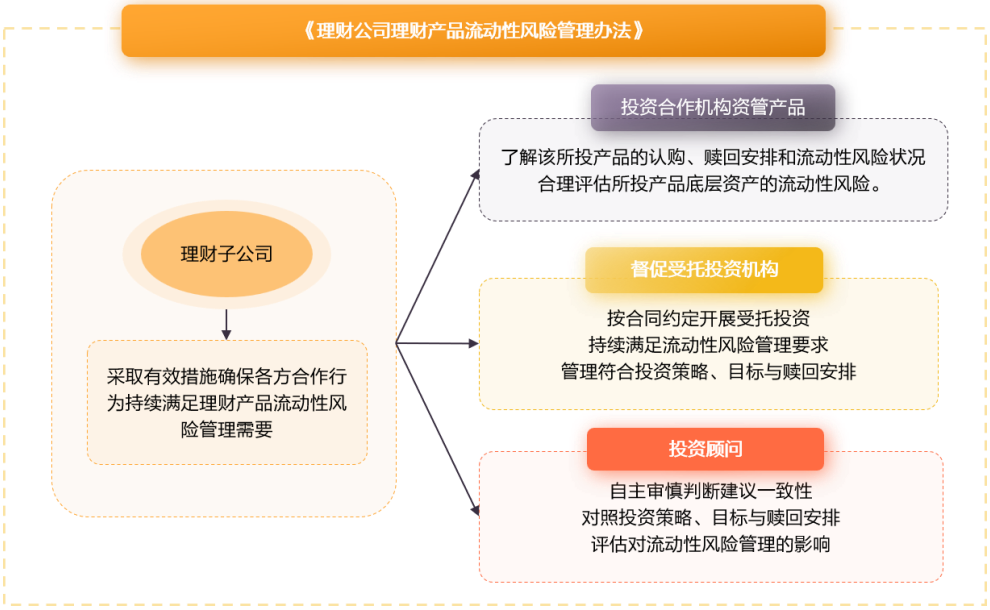
第一，**理财公司应当采取有效措施确保各方合作行为持续满足理财产品流动性风险管理需要。**办法所称合作机构包括理财投资合作机构和理财产品代销机构。

第二，理财公司理财产品投资合作机构发行的资产管理产品，理财公司应当及时、充分了解该理财产品所投资资产管理产品的认购、赎回安排和流动性风险状况，合理评估理财产品所投资资产管理产品底层资产的流动性风险。

第三，**理财公司应当采取有效措施督促理财产品受托投资机构按照合同约定开展理财产品受托投资活动，**确保理财产品受托投资机构的相关业务行为持续满足理财产品流动性风险管理要求，其受托投资资产的管理符合理财产品的投资策略、目标和赎回安排。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：《理财公司理财产品流动性风险管理办法》相关要求



资料来源：国家金融监督管理总局，天风证券研究所

第四，理财公司应当自主审慎判断理财产品投资顾问的投资管理建议与理财产品投资策略和目标、认购和赎回安排的一致性，有效评估相关建议对理财产品流动性风险管理的影响。

4.2. 理财委外全景图

从理财产品前十持仓口径来看，委外投资占比呈现波动上行趋势。

委外投资占比在 2026 年上半年出现明显抬升，达到 40.46%，理财对外委托投资的依赖度阶段性走高。拉长周期看，委外占比存在阶段性波动，2023 年末委外占比由 2020 年的 33.46%回落至 29.55%，随后再度回升，反映理财子公司会根据市场行情动态调整委外业务的整体规模比例。

表 4：银行理财委外投资占比波动上升（前十持仓口径）

	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024	2025H1	2025	2026H1
信托公司	6.32%	8.48%	6.48%	5.97%	7.39%	9.71%	12.42%	18.62%	23.01%	23.49%	23.54%	30.04%
证券公司	7.84%	8.92%	11.47%	6.95%	6.26%	4.78%	2.87%	2.80%	2.56%	1.76%	1.55%	2.03%
公募基金	1.66%	1.78%	2.50%	3.72%	2.01%	2.71%	1.83%	2.61%	2.08%	3.24%	3.57%	4.49%
基金公司	6.61%	6.54%	5.65%	5.59%	5.14%	4.64%	2.32%	1.43%	1.09%	0.88%	0.83%	0.86%
私募基金	4.56%	2.99%	3.30%	1.91%	2.20%	1.02%	0.35%	0.37%	0.25%	0.13%	0.07%	0.05%
保险公司	5.31%	7.14%	5.84%	8.66%	9.74%	12.49%	9.49%	7.74%	7.05%	3.85%	2.73%	2.94%
期货公司	1.16%	1.01%	0.92%	0.41%	0.39%	0.38%	0.28%	0.46%	0.97%	0.19%	0.08%	0.05%
委外投资	33.46%	36.85%	36.16%	33.21%	33.12%	35.73%	29.55%	34.03%	37.01%	33.53%	32.37%	40.46%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

4.2.1. 渠道：理财委外以信托产品和公募基金为主

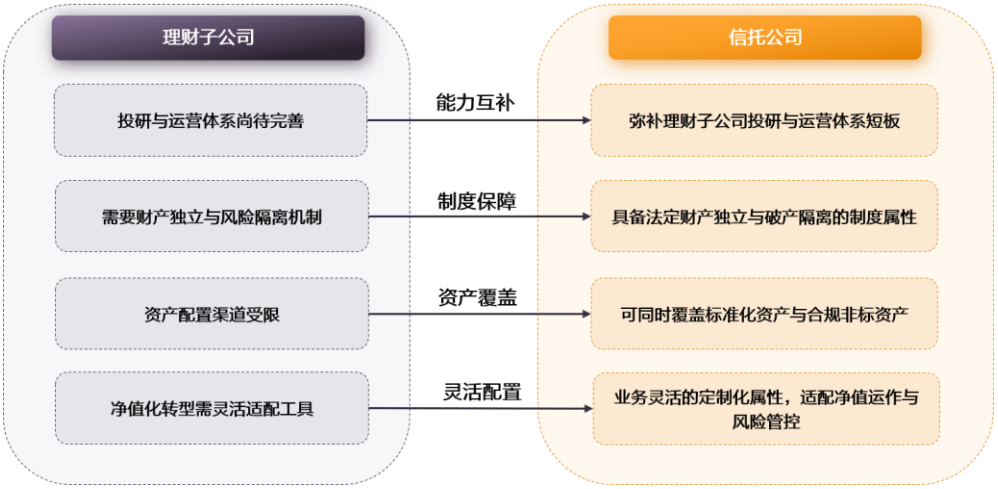
从委外底层合作机构的结构变化来看，委外内部结构发生显著变化：

（1）信托产品

信托产品（公司）占比持续上行，2020 年仅 6.32%，2024 年提升至 23.01%，2026 年上半年进一步冲高至 30.04%，成为占比最高的理财委外合作主体，理财资金通过信托渠道开展投资的规模显著扩张。主要原因如下：

下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：理财配置信托主要诉求



资料来源：中国政府网等，天风证券研究所

1、**信托委外能够弥补理财子公司投研与运营体系短板。**国内理财子公司成立时间普遍较短，部分中小理财子存在投研人员不足、交易清算承载力有限等现实问题。通过信托委外合作，理财子可将部分交易执行、头寸管理、估值核算、底层资产初步核查等事务外包，聚焦核心资产配置与风险决策，有效提升整体投资运作效率。

2、**信托具备法定财产独立与破产隔离的制度属性。**依据《中华人民共和国信托法》规定，信托财产独立于受托人固有财产，受托人解散、破产时，信托财产不纳入清算范围，具备法定风险隔离效力。

3、**信托可同时覆盖标准化资产与合规非标资产。**受监管规则约束，券商、基金等资管产品投资非标债权存在严格限制，资产配置以标准化债券、权益资产为主，资产结构相对单一。

信托长期深耕城投、产业类非标债权市场，具备成熟的项目尽调、风控审核、投后处置体系，能够为理财提供合规稀缺的非标资产，增厚固收类产品收益空间。

4、**信托业务更加灵活，能够适配理财产品需求。**理财产品对产品稳定性、适配性要求更高，信托公司可以根据理财子公司需求开展弹性规划，灵活运用多种投资工具。

2023 年落地的信托业务三分类新规，《关于规范信托公司信托业务分类的通知》将信托业务划分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类，其中理财委外信托投资主要为资产服务信托与资产管理信托。

资产服务信托模式属于事务性服务信托，整体遵循“理财主控、信托履职”的运作逻辑，信托公司不开展主动投资决策，仅承担配套事务服务。

其中，理财公司独立行使大类资产配置、个券选择、交易择时等全部投资决策权，承担产品核心风险管控责任；信托公司主要提供运营托管、账户管理、交易执行、份额登记、会计估值、资金清算等行政管理服务。不参与资管产品资金筹集、投资建议、投资决策、投资合作机构遴选等资产管理活动。

该模式有效解决理财直投交易权限受限、运营压力较大的痛点。

资产管理信托是理财委外信托的重要补充模式。该模式适用资管新规净值管理、投资比例、风险管控等统一监管要求，整体遵循“信托主控、理财投资”的运作逻辑。

信托公司设立发行、运营管理、终止清算集合资金信托计划，理财公司作为委托人投资信托计划。信托公司按照审慎经营、诚实守信、勤勉尽责原则履行受托管理职责，加强信息披露，坚持打破刚，在卖者尽责基础上实现买者自负。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 23：理财配置信托业务模式



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

（2）保险公司

保险公司占比呈现先升后降再小幅反弹的波动特征，2023 年上半年达到 12.49%的高位。2022 年末国内债市出现阶段性调整，银行理财净值大幅波动并引发市场集中赎回潮，理财行业整体风险偏好下沉，稳定产品净值、布局低波动稳健资产成为各理财子公司的核心运作诉求。

在此背景下，理财“借道”保险资管配置银行存款的委外模式快速兴起。核心依托资金会计统计口径差异形成收益优势，银行理财产品认购保险资管发行的资产管理产品，由保险资管作为中间载体归集理财资金，再以保险资管产品名义存入商业银行办理协议存款、大额存单等长期存款业务。

相较于理财资金直接投资银行同业存款的方式，该模式借助保险资管的主体属性，可接入定价更高的存款标的，能够稳定获取高出同业存款的超额收益，有效对冲理财组合的净值波动风险。

理财“借道”保险资管配置银行存款的嵌套模式存在潜在问题：

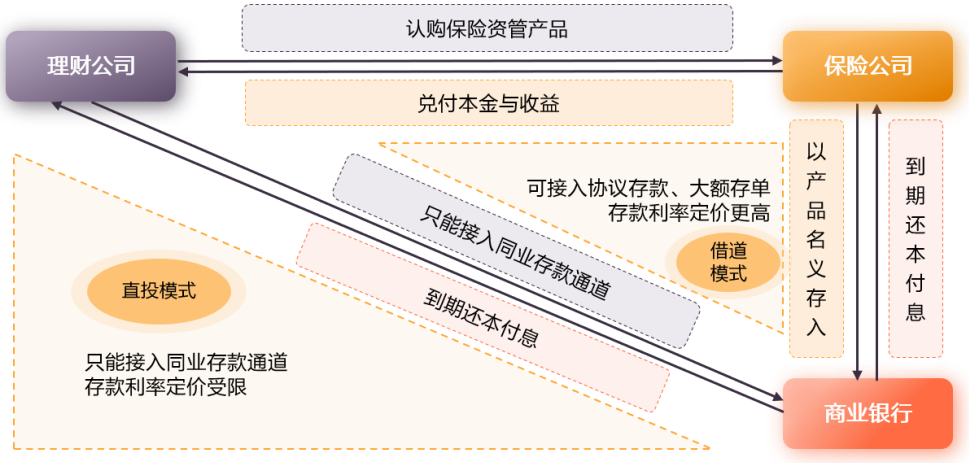
① **该业务本质属于通道套利类嵌套业务。**资金经过多层主体流转后仅最终沉淀为银行存款，未服务于实体投融资需求，造成资金空转，推高银行整体负债成本，不利于市场利率平稳运行。

② 部分银行依托该业务虚增一般性存款规模，通过违规手工补息等方式抬高存款实际收益，突破官方存款利率自律上限，扰乱存款市场正常定价秩序，形成恶性市场竞争。

③ 业务普遍存在资金期限错配隐患，理财产品多为短期开放式运作，而嵌套配置的协议存款多为长期限锁定资产，大规模布局后会加剧理财产品流动性管理压力，埋下潜在的流动性风险隐患。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：理财配置信托主要诉求



资料来源：中国经济网等，天风证券研究所

针对理财委外保险存款套利的行为，监管层面先后出台约束政策。一方面，金融监管部门发布工作提示规范 1104 监管报表填报标准，明确保险资管通过募集第三方理财资金形成的银行存款，需统一计入“同业存放”科目，严禁计入一般性存款。

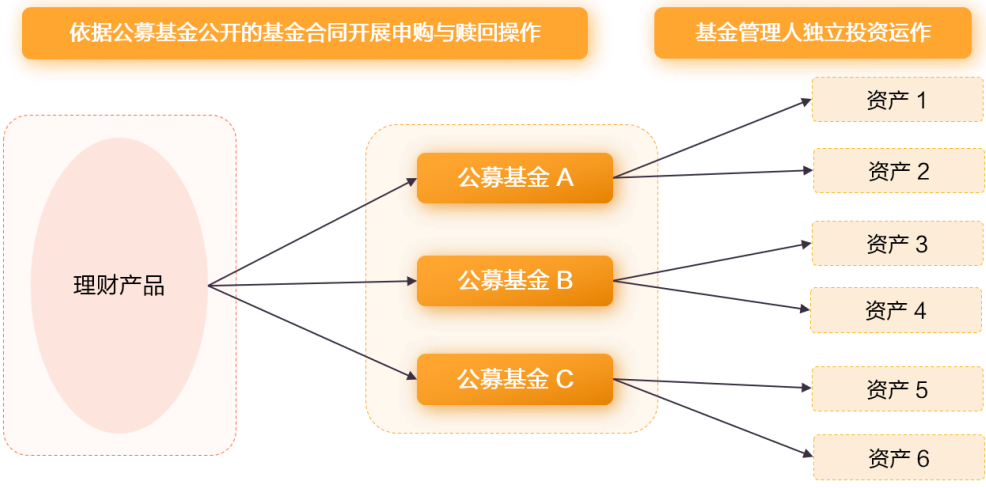
另一方面，市场利率定价自律机制出台禁令，全面禁止银行手工补息、额外贴息等高息揽储行为，杜绝违规抬高存款实际收益率的操作。

政策落地后，委外保险不再具备以往的超额收益优势，对理财的配置吸引力显著下降，理财委外保险占比逐渐下降，2026 年上半年占比降至 2.94%。

（3）公募基金

公募基金占比逐渐提升，由 2020 年 1.66%逐步抬升至 2026 年上半年 4.49%，标准化公募产品成为理财委外的重要载体。

图 25：理财委外公募基金



资料来源：天风证券研究所

理财按照基金合同约定，对公募基金进行申购与赎回。公募基金管理人依据公开契约独立履行投资运作、风险控制、交易执行等全部管理人职责，理财子公司作为基金份额持有人，不得干预基金具体投资决策，仅依托公开披露的净值、定期报告开展投后监测，结合理财产品自身资产配置目标实施申赎调仓。

（4）其他委外

下载日志已记录，仅供内部参考

专户委外占比整体呈现趋势性下行。证券公司从 2021 年高点 11.47%持续回落，后期稳定在 2%左右；基金公司占比由 2020 年 6.61%下滑至不足 1%；私募基金收缩幅度最为突出，早期占比维持在 3%-4.5%区间，2023 年之后占比不足 0.5%，当前已经处于极低水平。

上述几类机构占比下行，一方面是理财子公司内部主动投研能力建设完善，减少对外部专户的依赖；另一方面也代表传统专户委外模式业务占比收缩。

此外，理财委外期货占比始终处于低位，对整体配置影响有限。

综合来看，理财委外业务结构早期以券商、基金专户、私募基金为主的专户委外占比持续收缩；信托渠道、公募基金成为当前委外两大主要方向。

4.2.2. 偏好：银行理财公募基金投资以中长债基为主

整体来看，银行理财投向的公募基金高度集中于债券型基金，权益类、混合类基金占比普遍处于较低水平，固收属性产品始终占据主导地位。

表 5：银行理财公募基金投资以中长债基为主（前十持仓口径）

	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025H1	2025Q3	2025	2026Q1	2026H1
货币市场基金	12.57%	14.88%	8.13%	13.65%	8.56%	7.98%	8.38%	10.03%	8.14%	8.24%
中长期纯债券型基金	19.26%	29.25%	30.17%	28.77%	36.69%	34.64%	33.82%	32.75%	34.74%	35.83%
短期纯债券型基金	11.43%	10.23%	26.12%	28.86%	18.76%	22.64%	16.58%	13.98%	16.69%	17.15%
可转换债券型基金	0.04%	0.04%	0.14%	0.71%	1.10%	0.96%	1.93%	1.16%	0.42%	0.29%
混合债券型基金(二级)	21.54%	11.48%	6.03%	2.53%	2.42%	2.13%	6.84%	6.84%	7.36%	7.08%
混合债券型基金(一级)	10.86%	11.89%	14.03%	7.98%	9.24%	6.37%	5.62%	4.31%	4.05%	3.06%
被动指数型债券基金	3.38%	1.64%	1.72%	7.49%	9.47%	14.47%	12.42%	18.18%	16.74%	20.54%
被动指数型股票基金	0.69%	4.47%	2.88%	1.77%	1.58%	0.87%	2.37%	2.38%	1.94%	1.26%
灵活配置型基金	8.62%	7.52%	4.19%	1.54%	1.33%	1.02%	1.02%	1.79%	2.91%	2.60%
增强指数型股票基金	0.26%	0.53%	0.40%	0.05%	0.05%	0.03%	0.08%	0.07%	0.12%	0.16%
增强指数型债券基金	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
偏股混合型基金	2.70%	1.81%	0.86%	0.45%	0.40%	0.24%	0.34%	0.30%	0.27%	0.44%
偏债混合型基金	4.28%	3.22%	1.81%	0.65%	0.39%	0.25%	0.25%	0.22%	0.30%	0.19%
普通股票型基金	1.05%	0.84%	0.76%	0.34%	0.37%	0.18%	0.14%	0.11%	0.11%	0.09%
QDII	0.51%	0.69%	0.82%	1.01%	0.76%	0.77%	1.94%	1.62%	1.10%	0.93%
FOF	0.13%	0.08%	0.04%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.03%	0.05%	0.06%
其他	2.66%	1.44%	1.92%	4.18%	8.87%	7.44%	8.26%	6.23%	5.05%	2.07%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

（1）纯债类基金主要配置信用债及金融债

中长期纯债债券型基金是理财配置占比最高的品种，整体呈现持续抬升的走势。2021 年占比 19.26%，至 2026 年上半年提升至 35.83%。中长期纯债基金以稳健票息收益为主，与银行理财的收益目标、风险特征高度匹配。

短期纯债债券型基金占比先大幅上行后有所回落。2023-2024 年维持较高占比，该阶段市场流动性宽松，短债产品契合理财流动性管理需求；后续占比有所回落，但依旧维持 16%以上的较高水平，是理财公募配置的重要组成部分。

理财投资的纯债基金底层资产以信用债为主。2021 年以来纯债基金底层资产中信用债占比维持在 49%以上，2026 年上半年达到 53.5%。信用债成为理财配置的核心底层资产：

一方面源于信用债收益率普遍高于利率债，适配净值化时代理财产品收益增厚诉求。

另一方面公募基金具备成熟的信用投研体系，理财子可以借助基金管理人的信用甄别与存续期跟踪能力，弥补自身信用研究资源的不足。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：信用债配置占比最高（前十持仓口径）

纯债基金	买入返售	银行存款	股票	国债	同业存单	金融债（不含政金债）	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券	其他资产
2021	0.7%	0.9%	0.0%	2.0%	3.4%	14.3%	16.5%	57.6%	0.0%	1.8%	0.0%	1.1%	1.8%
2022	1.1%	1.4%	0.0%	1.3%	2.0%	19.9%	15.3%	56.6%	0.0%	0.7%	0.0%	1.0%	0.7%
2023	1.2%	1.4%	0.0%	1.9%	2.6%	19.6%	9.3%	61.6%	0.0%	0.5%	0.1%	1.0%	0.9%
2024	1.4%	1.0%	0.0%	2.8%	3.0%	21.4%	13.4%	53.7%	0.0%	0.2%	0.0%	2.3%	0.8%
2025H1	1.3%	0.8%	0.0%	3.7%	3.0%	22.4%	12.7%	53.1%	0.0%	0.2%	0.2%	1.8%	0.9%
2025	5.0%	1.3%	0.0%	4.5%	2.4%	13.9%	21.8%	49.7%	0.0%	0.2%	0.0%	0.4%	0.8%
2026H1	1.9%	2.3%	0.0%	2.4%	2.0%	23.6%	12.5%	53.5%	0.0%	0.2%	0.0%	1.2%	0.4%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

（2）权益类基金配置股票占比超 90%

权益型基金占理财投资公募基金的比重整体维持低位。2021 年权益型基金占比仅 0.7%，2026 年上半年上行至 2.0%，占比波动上行。权益类基金以股票配置为主，股票占比超 90%，辅以配置少量银行存款、债券类资产及其他资产。

表 7：权益型基金（前十持仓口径）

权益型基金	买入返售	银行存款	股票	债券类资产	其他资产	权益型基金占比
2021	0.2%	3.4%	91.0%	0.4%	5.0%	0.7%
2022	0.0%	2.1%	95.9%	0.0%	1.9%	1.6%
2023	0.0%	1.7%	91.5%	0.2%	6.6%	1.5%
2024	0.0%	1.9%	92.1%	0.1%	5.9%	0.9%
25H1	0.0%	1.9%	93.3%	0.1%	4.7%	0.6%
2025	0.0%	1.6%	94.2%	0.1%	4.1%	1.7%
2026H1	0.0%	2.4%	91.4%	0.3%	5.9%	2.0%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

权益型基金占比长期处于低位，核心源于银行理财整体风险偏好偏稳健，产品以固收、“固收+”为主，权益类仓位受到产品风险等级、投资者风险接受度双重约束，理财资金配置权益方向整体保持审慎。

2025 年末至 2026 年上半年权益型基金占比持续抬升。一方面，市场环境改善，理财子适度提高权益方向配置，通过公募权益基金作为外部工具布局权益市场。另一方面，固收资产收益持续下行，理财需要借助权益资产博取增强收益，以此缓解产品收益压力。

（3）“固收+”基金以债券为底，小部分仓位投向股票等资产

理财委外配置的“固收+”基金底层资产以债券为底，小部分仓位投向股票、可转债等增厚收益的风险资产，通过“固收打底、权益增厚”的思路，追求高于纯债产品的收益水平。本文分析的“固收+”基金为：混合债券型基金(二级)、混合债券型基金(一级)、偏债混合型基金、可转换债券型基金、灵活配置型基金。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：“固收+”基金资产配置（前十持仓口径）

“固收+”基金	股票	固收类资产											可转债	其他资产
		合计	买入返售	银行存款	国债	同业存单	金融债（不含政金债）	政金债	信用债	ABS	地方债	其他债券		
2021	17.8%	74.9%	0.6%	1.3%	1.5%	0.7%	16.3%	11.1%	41.2%	0.9%	0.0%	1.3%	5.5%	1.9%
2022	17.0%	72.7%	0.4%	1.5%	1.6%	0.4%	18.5%	9.4%	39.2%	0.5%	0.0%	1.2%	9.7%	0.6%
2023	10.8%	80.4%	0.2%	1.3%	2.0%	1.8%	21.6%	7.1%	43.2%	0.8%	0.1%	2.3%	7.9%	0.9%
2024	8.1%	69.9%	1.2%	1.4%	2.9%	1.5%	18.0%	5.7%	38.2%	0.4%	0.2%	0.5%	21.3%	0.7%
2025H1	7.3%	74.2%	0.9%	1.1%	4.1%	0.9%	23.3%	5.0%	37.6%	0.2%	0.2%	0.8%	17.9%	0.6%
2025	13.3%	71.8%	1.1%	1.1%	6.2%	0.6%	27.0%	11.0%	24.4%	0.1%	0.1%	0.3%	13.9%	0.9%
2026H1	14.7%	76.0%	0.9%	1.9%	9.1%	0.4%	32.3%	11.4%	19.5%	0.0%	0.0%	0.5%	8.2%	1.1%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

“固收+”基金的权益增厚部分主要由股票、可转债以及其他资产共同构成，2021 年以来该部分总占比维持在 20%-30%。

其中股票仓位 2021 年为 17.8%，持续回落至 2025 年上半年 7.3%，或主要源于权益市场波动加大，理财客户整体风险承受能力偏弱，理财子通过委外基金被动降低权益敞口，控制产品回撤水平，避免净值出现大幅波动。随着市场环境边际改善，理财适度加大权益暴露，股票占比在 2026 年上半年回升至 14.7%。

可转债 2021-2023 年占比维持在 5.5%-9.7%区间，2024 年冲高至 21.3%。2024 年权益市场整体偏弱，市场资金涌向具备债底保护的可转债替代部分股票仓位。2024 年后可转债占比逐步回落，2026 年上半年降至 8.2%。

其他资产主要包含公募基金等资产，占比维持在 0.6%-1.9%的较低区间。

（4）ETF 类基金配置由政金债为主逐渐转向以信用债为主

被动指数型债券基金的占比提升幅度最为显著。2021 年占比仅为 3.38%，后期持续上行，2026 年上半年已经达到 20.54%。理财子通过投资被动指数型债券基金，能够以较低成本快速构建大规模债券底仓。同时该类产品投资风格透明稳定，便于理财子公司开展组合风险管控。

表 9：被动指数型债基（前十持仓口径）

被动指数型债基	买入返售	银行存款	股票	国债	同业存单	金融债（不含政金债）	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券	其他资产
2021	0.6%	1.6%	0.0%	0.4%	0.1%	0.0%	89.3%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%
2022	1.2%	1.5%	0.0%	0.5%	25.5%	0.1%	61.4%	8.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
2023	3.7%	1.2%	0.0%	0.6%	7.8%	0.1%	59.0%	26.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%
2024	2.4%	0.4%	0.0%	1.9%	0.9%	8.9%	52.5%	28.8%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	1.6%
2025H1	3.4%	1.2%	0.0%	4.7%	1.9%	9.2%	30.1%	47.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	1.1%
2025	8.2%	2.1%	0.0%	3.0%	2.1%	3.5%	13.0%	66.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.7%
2026H1	1.6%	1.7%	0.0%	3.7%	2.3%	10.2%	9.7%	69.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.3%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

2024 年及之前，被动指数型债基底层持仓以政金债为核心配置。2021 年政金债占比高达 89.3%，信用债占比仅 5.6%，资产高度集中于利率债品种；随后政金债占比持续下降，但 2024 年仍达到 52.5%。

下载日志已记录，仅供内部参考

政金债信用风险极低，能够匹配理财固收产品的风险底线，在当时利率债票息具备吸引力的市场环境下，通过基金工具持有政金债，在流动性、风险、收益之间可以实现较好平衡。

2024 年之后，被动指数债基持仓结构明显向信用债倾斜，政金债配置占比持续压缩。2025 年上半年政金债占比降至 30.1%，信用债占比提升至 47%，后续占比持续走高，2026 年上半年信用债占比达到 69.5%，而政金债占比下降至 9.7%。

配置结构的切换，一方面来自利率债收益持续下行，单纯依靠利率债难以满足理财产品的收益要求，理财子借道被动指数债基增加信用债敞口，增厚组合票息。

另一方面信用债指数相关产品供给逐步丰富，可供选择的工具进一步增多，为理财资金布局信用债提供了便捷路径。伴随信用债持仓占比持续抬升，理财通过该类工具承担的信用风险敞口也同步扩大。

（5）货币型基金主要配置同业存单、银行存款及买入返售

货币市场基金占比处于波动状态，占比大致维持在 8%-15%区间，主要承担流动性管理功能，随理财整体流动性储备需求进行阶段性调整。

货币基金主要配置同业存单、银行存款及买入返售。同业存单、银行存款均属于高流动性固收工具，契合货币基金的产品定位，理财通过配置货币基金，间接完成同业存单、银行存款的布局，以此实现组合流动性储备。

表 10：同业存单配置高度集中于货币市场基金（前十持仓口径）

		买入返售	银行存款	股票	国债	同业存单	金融债（不含政金债）	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券	其他资产
2022	债基	0.6%	1.0%	6.5%	1.6%	1.6%	20.0%	12.3%	48.5%	5.4%	0.6%	0.0%	1.3%	0.6%
	货基	21.3%	37.4%	0.0%	2.0%	30.7%	0.5%	3.5%	4.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%
2023	债基	0.9%	1.3%	2.5%	2.0%	2.4%	20.0%	10.0%	54.6%	3.0%	0.6%	0.1%	1.8%	0.9%
	货基	18.7%	37.5%	0.0%	1.0%	33.4%	0.9%	4.5%	3.4%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.3%
2024	债基	1.4%	0.9%	1.0%	2.7%	2.3%	19.3%	15.9%	47.5%	5.6%	0.3%	0.1%	2.2%	0.8%
	货基	26.5%	23.0%	0.0%	0.1%	40.7%	0.7%	3.8%	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%
2025H1	债基	1.7%	0.9%	0.8%	4.0%	2.3%	19.5%	15.4%	48.9%	3.4%	0.2%	0.1%	1.9%	0.9%
	货基	20.1%	23.5%	0.0%	0.2%	46.7%	1.1%	4.2%	3.9%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%
2025	债基	4.5%	1.5%	4.0%	4.7%	1.7%	15.6%	16.0%	45.1%	4.8%	0.1%	0.0%	1.2%	0.6%
	货基	20.1%	23.0%	0.0%	0.0%	46.3%	1.3%	4.5%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
2026H1	债基	1.5%	2.0%	4.0%	4.8%	1.6%	22.2%	11.3%	48.5%	2.4%	0.1%	0.0%	1.0%	4.5%
	货基	20.3%	32.5%	0.0%	0.0%	37.2%	1.6%	3.6%	4.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	3.7%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

2022-2025 年上半年，同业存单占比呈现持续上行趋势，2025 年上半年达到 46.7%，随后虽小幅下降但 2026 年上半年仍占比 37.2%。

理财配置同业存单，一方面是因为同业存单相对存款具备一定收益优势，能够小幅增厚货币基金组合收益；另一方面理财直接开展同业存放交易受到授信、额度约束，借道货币基金可间接布局同业存单，规避部分业务层面的限制。

银行存款及买入返售配置比例小幅波动，银行存款占比由 2022 年 37.4%回落至 2025 年 23%，2026H1 回升至 32.5%；买入返售在 15%-27%区间震荡。

银行存款、买入返售作为货币基金的高流动性底仓，二者的占比波动，主要服务于基金应对赎回的备付需求。市场资金宽松阶段，基金适度降低存款、买入返售占比，增配同业存单增厚收益；当资金面波动加大、赎回压力抬升时，又会提高存款与买入返售的仓位，强化组合即时变现能力。

4.3. 总结

银行理财的服务对象以风险偏好保守的普通投资者为主，这类客户普遍追求资产稳健增值，

下载日志已记录，仅供内部参考

难以承受大幅净值波动。因此，理财产品整体运作以稳健增值为核心诉求。整体来看，理财是在严格把控风险、匹配产品定位的基础上，借助公募产品补足自身投研短板，适度增厚组合收益，保障产品运作的稳定性与适配性。

在公募基金品类选择上，理财委外投资以固收类产品为核心，主要配置中长期纯债基金、短期纯债基金。同时，伴随债券指数类金融工具的持续完善，被动指数型债券基金的配置占比稳步提升，成为理财标准化布局债券市场、优化配置效率的重要工具。对于权益基金、混合基金等风险偏高品类，理财配置比例极低，主要通过“固收+”产品小幅布局，整体始终维持稳健的产品配置结构。

表 11：理财委外公募基金底层资产（前十持仓口径）

公募基金	买入返售	银行存款	股票	国债	同业存单	金融债（不含政金债）	政金债	信用债	可转债	ABS	地方债	其他债券	其他资产
2021	5.2%	13.3%	6.5%	1.8%	11.0%	11.5%	10.3%	34.1%	2.7%	1.1%	0.0%	0.9%	1.5%
2022	13.1%	23.0%	2.6%	1.8%	19.2%	8.2%	6.9%	21.6%	2.1%	0.4%	0.0%	0.5%	0.5%
2023	8.6%	17.0%	1.4%	1.6%	15.8%	11.7%	7.6%	32.4%	1.7%	0.5%	0.0%	1.0%	0.6%
2024	13.3%	11.3%	0.5%	1.5%	20.5%	10.5%	10.2%	26.9%	3.0%	0.2%	0.0%	1.2%	0.9%
25H1	8.3%	9.1%	0.5%	2.6%	18.4%	12.8%	11.3%	32.6%	2.2%	0.1%	0.1%	1.2%	0.7%
2025	9.0%	7.7%	2.9%	3.4%	14.5%	11.5%	12.7%	33.4%	3.5%	0.1%	0.0%	0.9%	0.6%
2026H1	5.5%	8.5%	3.1%	3.7%	9.2%	17.8%	9.7%	39.2%	1.9%	0.1%	0.0%	0.8%	4.2%

资料来源：普益标准，iFind，天风证券研究所。

注：数据取自普益标准统计的银行理财前十大持仓资产数据，样本存在一定局限性，当前数值仅反映部分理财产品情况

在底层资产配置上，信用债始终是理财委外公募基金的第一大底层资产。理财借道公募基金重点布局信用债，在风险可控前提下获取票息收益。同业存单、政金债及其他金融债合计保持较高配置，用于满足组合流动性与底仓配置需求。银行存款配置占比逐步下行，现金类资产更多作为短期流动性缓冲。

收益增强层面，可转债配置比例保持相对有限，作为小幅增厚收益的工具，股票整体占比很低，理财严格控制权益风险敞口。整体上，理财委外更偏好标准化、交易活跃度高的债券资产，规避结构复杂的品种，契合理财净值化转型后的风控与监管要求。

5. 理财委外展望

5.1. 未来 3-5Y 理财委外规模有望保持持续增长态势

我们认为，理财委外业务难以复刻通道时代的高速扩张，整体或将跟随理财行业整体规模波动。具体逻辑如下：

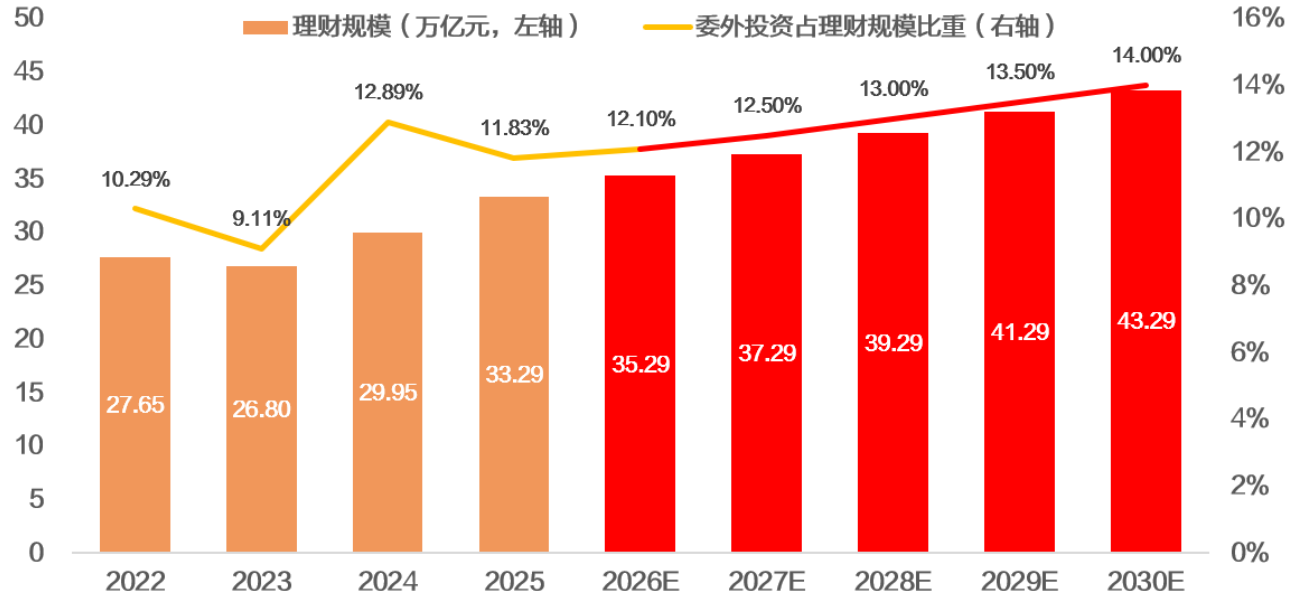
1、**从增量资金贡献看，**在银行一般性存款处于低利率、且后续中长端期限品种仍有望渐进式下调的环境下，居民定期类存款到期后，或持续向理财迁移，理财总规模有望维持至少 2 万亿元年均增量，对应的委外规模也会随之同步扩张。

2、**从委外需求看，**当前理财子公司的投研能力，主要集中在纯固收类（利率、信用、现金）产品，而在“固收+”、权益、多策略等方面的主动管理能力偏弱，投研体系搭建尚不完善，短期内依然存在通过委外/投顾合作维持产品收益稳定性的需求。在此情况下，理财委外资金占比或将保持在相对合理区间。

3、**从监管角度看，**当前监管机构持续压实理财公司主动管理主体责任，明确禁止投资职责整体外包、变相通道、多层嵌套等违规行为，从制度层面锁定了委外业务的合规边界，杜绝无序扩张空间。在此监管导向下，理财行业将委外投资作为投研能力补充、策略完善的辅助渠道，整体运用更加审慎规范，减少对外部管理人的依赖，强化自身投资职责。

下载日志已记录，仅供内部参考

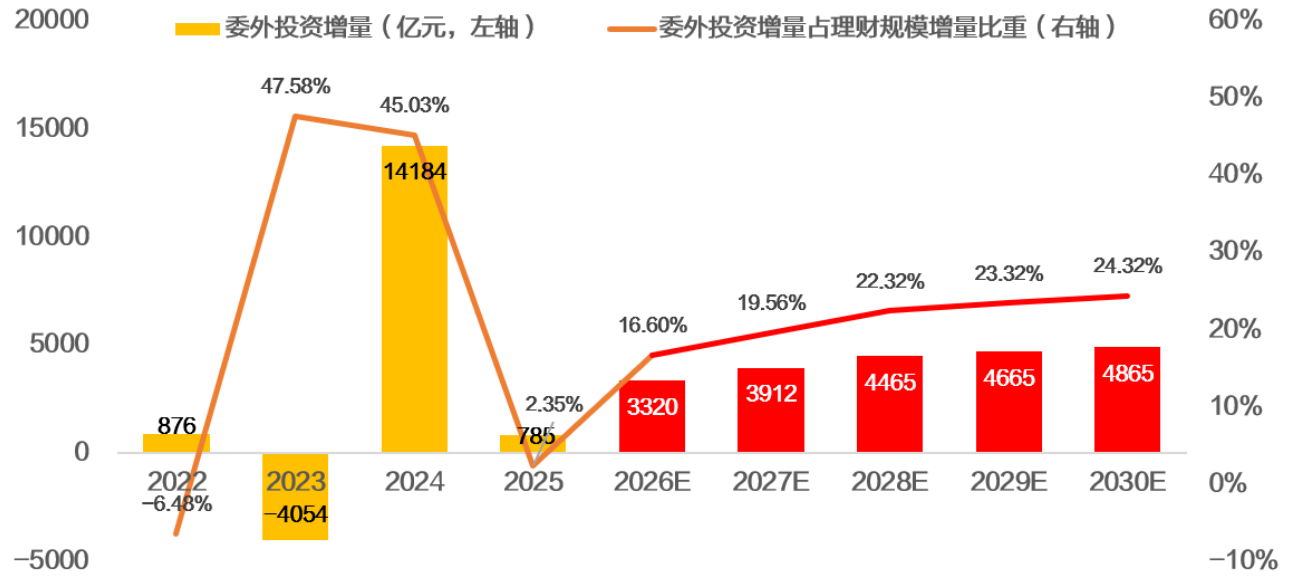
图 26：理财委外规模有望随理财规模平稳增长



资料来源：普益标准等，天风证券研究所

基于此，我们推测，未来 3-5Y，理财委外规模有望维持一定扩张节奏，预计年均增长规模为 3000-5000 亿。中长期来看，伴随着理财子在多资产领域投研体系逐步搭建完善，委外占比可能会有所回落。

图 27：未来 3-5Y，预计理财委外规模年均增长规模为 3000-5000 亿



资料来源：普益标准等，天风证券研究所

5.2. 理财委外模式，将由“通道依赖”转向“能力协同”

随着各类监管政策落地，传统通道类合作模式逐渐出清，行业竞争从牌照优势转向核心投研与风控能力，理财委外合作渠道向专业化、规范化发展。

（1）信托渠道：通道属性持续弱化，合规与主动管理能力成为合作核心

理财与信托的委外合作正面临多重监管约束带来的模式重构，传统通道类业务的生存空间持续收窄，核心制约因素集中在三方面：

下载日志已记录，仅供内部参考

① **估值方法受到严格限制。**监管明确禁止理财通过信托通道使用平滑估值法规避净值波动，信托产品需严格净值化运作，传统依托估值平滑维持理财产品净值稳定的操作路径已不可行，信托通道在净值表现上的相对优势基本消失。

② **投资者集中度形成硬性约束。**根据《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》：单个投资者投资同一信托产品的金额，不得高于信托产品实收信托规模的百分之五十。单个机构投资者及其关联方投资同一信托产品的金额，合计不得高于信托产品实收信托规模的百分之八十。

规定直接限制了理财资金以单一委托人形式大规模开展信托专户委外的操作空间，对传统一对一通道类信托业务形成直接约束。

③ **穿透式监管要求持续收紧。**监管要求理财对委外投资实施全流程穿透管理，需向上穿透至最终投资者、向下穿透至底层基础资产，信托多层嵌套、底层资产不透明的传统运作模式已不符合监管要求，通道类信托的监管套利空间被彻底压缩。

图 28：信托渠道通道属性持续弱化，合规与主动管理能力成为合作核心



资料来源：中证网等，天风证券研究所

未来银信委外合作的发展方向或主要集中在三点：

① **合作资源向头部机构集中。**具备强合规管控能力、突出主动管理能力、完善风控体系的头部信托公司，将获得更多理财子公司的合作准入。中小信托公司因合规能力不足、投研实力薄弱，或将逐步退出理财委外合作体系，行业马太效应持续凸显。

② **受托责任与穿透管理持续强化。**信托机构将进一步压实主动管理职责，摒弃单纯的牌照出借模式，严格落实穿透式信息披露要求，定期向理财方披露底层资产明细、估值变动、风险状况，满足理财子公司的内控与监管报送要求。

③ **业务方向转向差异化特色资产。**信托将逐步退出标准化债券类通道业务，转而依托自身在非标债权、特殊资产、不动产、REITs 等公募覆盖较少领域的资产获取与管理能力，与理财开展专项化、小众化的主动管理合作，形成差异化互补。

（2）公募基金渠道：以标准化固收工具为底仓，固收+策略实现稳健增厚收益

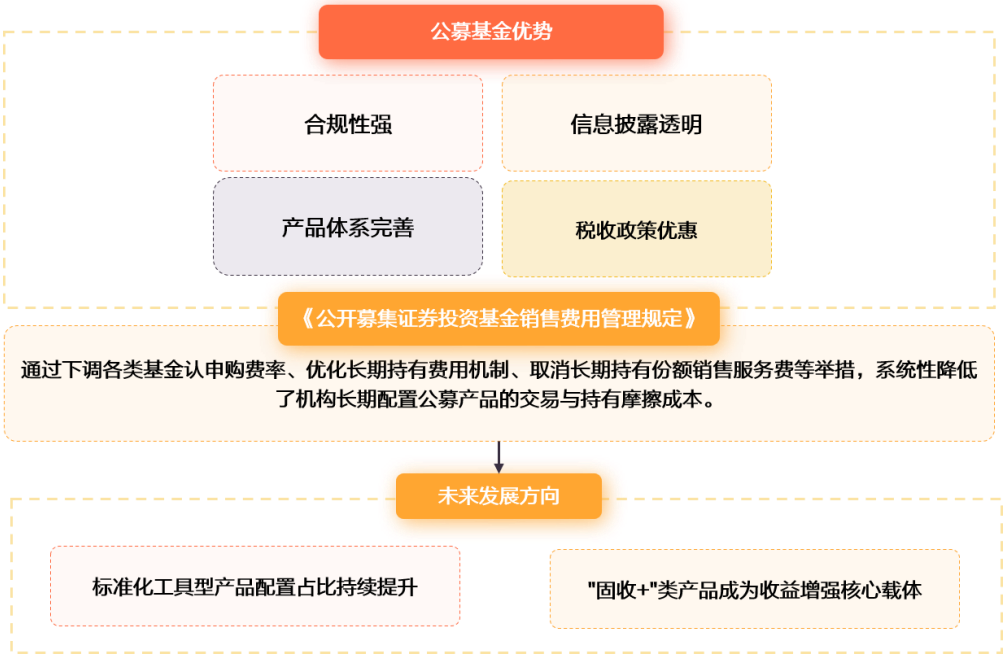
伴随理财净值化转型深入与标准化资产配置占比提升，公募基金凭借合规性强、信息披露透明、产品体系完善、税收政策优惠等优势，逐步成为理财委外最重要的合作渠道，合作模式持续深化。

2026 年正式落地的《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，通过下调各类基金认申购费率、优化长期持有费用机制、取消长期持有份额销售服务费等举措，系统性降低了机构长期配置公募产品的交易与持有摩擦成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

费率体系的规范化、低成本化改造，进一步夯实了理财长期配置标准化公募产品的业务基础，为理财持续扩大公募工具化配置提供了良好的制度与市场条件。

图 29：以标准化固收工具为底仓，固收+策略实现稳健增厚



资料来源：中国证券投资基金业协会等，天风证券研究所

未来公募基金渠道的委外合作或将呈现以下趋势：

① **标准化工具型产品配置占比持续提升。**被动指数型债券基金、纯债基金等标准化、低波动产品，因运作透明、交易成本低、风格稳定，将持续成为理财底仓配置的核心工具。结合行业数据，被动指数型债券基金在理财配置中的占比已由 2021 年的 3.38%提升至 2026 年上半年的 20.54%，后续指数化配置的需求或将持续释放。

② **“固收+”类产品成为收益增强的核心载体。**在纯债收益中枢下行的背景下，理财将持续通过公募“固收+”产品实现适度收益增强，重点选择风控严格、回撤可控、投研能力稳定的公募管理人开展合作，严格控制权益敞口，在稳健基础上增厚组合收益。

（3）券商资管、私募基金、保险资管等其他渠道：定位补充，聚焦差异化策略

券商资管、私募基金、保险资管等机构整体作为理财委外的补充渠道，不承担主力配置职能，核心价值在于提供差异化、专业化的专户策略，填补公募与信托渠道的策略空白。

其中券商资管依托交易能力、衍生品工具与全产业链研究资源，可提供固收增强、量化对冲等定制专户策略。私募基金聚焦小众特色策略，适配小比例收益增强需求。保险资管则依托长久期资产配置经验，在长期限底仓配置场景提供少量专户服务。

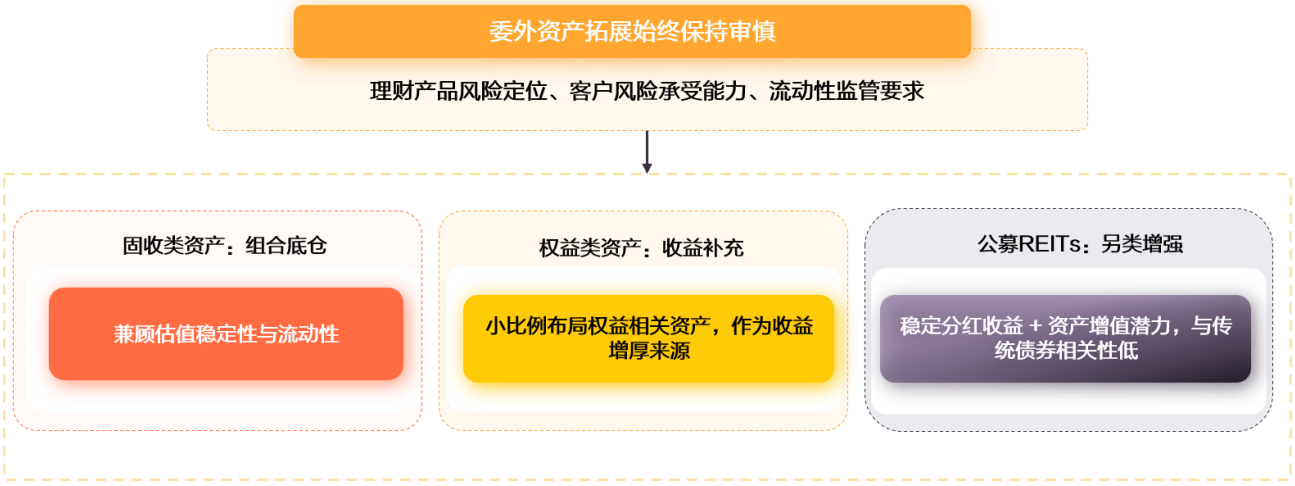
整体来看，此类渠道的合作将以小体量、定制化、特色化为核心，与主流渠道形成错位互补，不会改变当前公募为主、信托为辅的整体委外格局。

5.3. 理财委外资产向多元化方向发展，构建更具韧性的“固收+”组合

在固收收益中枢持续下行的市场环境下，理财委外底层资产不再局限于传统债券类品种，将依托公募基金等工具适度进行多元化投资，提升组合抗波动能力，打造韧性更强的“固收+”组合。但受理财产品风险定位、客户风险承受能力、流动性监管等等约束，委外资产拓展将始终保持审慎。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：理财委外资产向多元化方向发展



资料来源：中国证券监督管理委员会等，天风证券研究所

第一，固收类资产依旧作为组合底仓，兼顾估值稳定性与流动性双重目标。

理财委外配置仍将以固收资产作为组合安全垫，信用债、同业存单、现金管理类资产维持较高配置占比。一方面获取确定性票息收益，稳定组合净值波动，满足净值化运作下估值稳定的需求。另一方面储备充足高流动性资产，应对理财产品日常申赎冲击，匹配《理财公司理财产品流动性风险管理办法》对流动性储备的监管要求。

在委外实操中，理财更多借助中长债基金、被动指数债基等标准化公募工具完成底仓搭建，既可以分散个券集中度风险，也能够通过基金组合内部的资产调配平衡收益与流动性。

第二，适度增加权益类相关资产配置，以含权公募基金、黄金 ETF 作为收益补充，严格控制整体风险敞口。

面对固收资产收益收窄的现实，理财有望借助委外工具小比例布局权益相关资产，作为组合收益增厚来源，通过权益类基金等产品间接实现权益市场参与，降低自主权益投研短板约束。

黄金 ETF 作为另类配置工具，通常与股市负相关，能够缓释股市调整带来的组合尾部风险，优化资产组合相关性结构。作为商品类资产，黄金本身价格波动显著，实际配置敞口普遍处于较低水平，更多发挥风险分散作用。

第三，稳步推进公募 REITs 布局，作为“固收+”策略的另类增强工具。

公募 REITs 具备稳定分红收益与资产增值带来额外收益，是理财委外多元化配置的重要方向。理财可通过配置 REITs 主题公募基金、直接投资公募 REITs 等委外方式参与市场，挖掘分红带来的收益增厚空间。

但公募 REITs 存在二级市场价格波动、部分份额存在锁定期等现实约束，理财不会盲目加大配置规模，或将把公募 REITs 限定为小比例的增强资产，同步做好期限匹配、流动性压力测试，防范价格波动与流动性风险对理财产品形成冲击。

总体来看，理财委外底层资产多元化是在固收基底之上的适度拓展，各类权益、另类资产均定位为收益增强补充，在严格控制净值波动与信用风险的前提下，实现稳健收益增厚，适配理财净值化转型后的合规运作与客户服务需求。

6. 风险提示

资本市场波动剧烈。若利率大幅调整、权益市场剧烈震荡，或是出现股债同步调整等行情时，委外投资同样会承受市场冲击。理财子公司作为产品管理人，承担产品净值回撤压力；若委外管理人风险控制、回撤管理能力不足，还会放大理财产品的波动与赎回压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

监管政策持续收紧。监管趋严背景下，若委外的交易结构、底层投向、估值方法、登记披露均面临更高合规标准，委外业务将面临更高合规成本，存量委外业务存在整改调整压力。

测算与现实不符。受限于数据可得性和方法可行性，测算假设可能与实际情况不符，导致测算结果存在较大偏差。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com