

监管拟叫停银行理财委外投资的传闻，这几日搅动着市场本就紧绷的神经。传闻措辞还用了十分惹眼的三个字“一刀切”，把可能引发的影响程度放得最大，抗辩空间锁得最小。

“没有收到”，多家理财公司向记者否认收到此窗口指导。券商中国记者在多方采访中，获知了一些可能与传闻源头相关的监管和业界动态，这些动态串联出了约6万亿银行理财委外业务最新的运作逻辑。

截至目前，消息本身基本可以证实是误读。但其所表述的应当允许理财产品在银行间直接开户的观点，在部分业内人士看来是符合政策导向和行业需求的。由此消息引发的业界对委外业务走向的最新思考，值得高度复盘。

理财嵌套背后的开户症结

“取消理财子底层委外投资，一刀切，在交易所、银行间直接开立账户做所有投资，配合今年底净值化整改。”——这是本周一在市场疯传的消息。

不到五十个字的表述，因为一些措辞所涉概念的解释空间巨大，引来解读各异。如果属实，消息颠覆了两层现有银行理财运作机理：一是银行间全面解绑，允许理财产品直接开户；二是银行理财与委外机构合作模式受冲击甚至被禁止，涉及嵌套投资规模约6.07万亿。

这个数据怎么来的？银行理财半年报显示：剔除公募基金后，银行理财资金通过嵌套方式（指通过私募基金、资产管理产品、委托投资协议方式）投资各类资产余额为 6.07 万亿元。它一直处于压降状态，较年初下降 18.43%， 同比下降 31.34%，较高峰时期的2018 年 4 月下降 51.97%。

可为什么会出现嵌套？这与银行理财产品目前只能借助代理机构参与银行间和交易所投资有关。

央行要求，理财子公司产品投资银行间债券市场为“多级登记结算”，即理财产品在符合条件的托管行开立产品债券账户，而托管行在清算所开立代理总账户，为理财产品办理登记结算。

多级托管模式是比照国际常用做法，有其必然性和合理性：

一是出于风控层面考虑，可以在理财子和清算所之间加一道屏障，提高防火墙隔离效应；

二是客观限制，目前银行理财子系统尚未大规模支持直接开户，电子化OA、线上用印等基础功能还在完善。在这个阶段，还不如向合作机构支付低廉的通道费用就可以享受开户服务，并且以此撬动一系列其他形式的合作。

三是主观意愿，银行理财对一些业务规则和个券品种远没有券商和基金等认知到位，借助它们可以更快地提升信评系统、产品服务、投资顾问水平。

我国的债市基础设施，涉及的主体特别多，包括中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心（即“交易中心”）、中央国债登记结算有限责任公司（即“中债登”）、银行间市场清算所股份有限公司（即“上清所”），然后还有一个自律组织银行间市场交易商协会。

负责银行间市场的登记托管和结算的，是中债登和上清所。有专业交易员告诉记者，两者不同之处在于：中债登主要负责利率债和部分信用债，它托管的大部分是活跃券；上清所主要负责信用债，托管的债券规模要远远少于中债登。

现在的情况是，中债登要求结算代理人不能办理债券二级托管，即不支持多级托管模式。在多级托管模式下，银行理财产品可以在上清所开立账户，却不能在中债登开户；对交易所而言，在券商结算模式下，银行理财产品可以在中证登开立账户。但正如上文所言，因为中债登托管的债券规模更大且活跃券占比高得多，所以业界会习惯性在口头上表述“银行理财还不能在银行间开户”。

若如传闻所述，中债登也将支持多级托管模式下理财产品直接开户。对此，券商中国记者采访了一名投资经理和一名交易员，他们认为这意味着中债登要进行系统改造。

“一刀切”不现实，“假委外”需整顿

“如果说直接开户还值得探讨，那么我觉得委外‘一刀切’就是一个无稽之谈。我不知道它说的‘底层委外投资’的‘底层’是什么，我在想它讲的是不是禁止通过SPV构筑体外资产池，也就是我们说的假委外。我觉得这个可能更符合监管意图。”一名资深股份行理财子人士对记者分析。

也正是因为解释空间过于宽泛，一些垂直观察号做出的解读稿诸如“数万亿理财委外嵌套被禁？”“监管重锤砸向十万亿委外市场？”都带有问号。

浙商证券银行团队邱冠华梁凤洁对于此消息的解读是：只涉及债券类“假委外”，正常FOF和MOM类股债委外不受影响。

为什么债券委外会被认为是假委外？浙商证券银行团队的逻辑跟是：因为银行理财子无法在银行间市场开户（实际上是无法在中债登开户），所以投资债券需要绕道委外，不符合资管新规下净值型转型的方向。但因为这部分委外的管理方实际上还是理财子，所以账户迁徙应该能平稳过渡。值得一提的是，两名分析师认为银行理财的委外规模约10万亿。该口径不知道如何测算得知，其略高于6月末理财产品持有各类资管产品的规模9.49万亿元。

券商中国记者采访的买方投资经理和交易员的观点，与分析师交集之处是——他们都认为有“假委外”，且都认为只有这部分“假委外”受影响。但不同之处在于，买方人士并不单纯按投资资产类别来区分真假委外。而是从动机层面，他们认为“假委外”指的是此前媒体报道的通过信托等通道，购入PPN、非公开公司债、ABS/ABN、二级资本债等资产。不同的理财产品都可以申购或赎回这个信托计划来调节收益，使净值趋于稳定。

“看起来是委外，其实是通过SPV通道。自主去投一些成本法资产，构筑了一个随时可以调剂收益的池子。”前述投资经理告诉券商中国记者。在他看来，只有把“假委外”给逐步禁掉，才能够更好地推进资产估值方法整改，以及起到净值化提速的效果。

实际上理财子跟非银机构的合作分为两个层面：一种是纯通道合作，合作机构提供交易席位，理财子进行主动管理；二是委托型委外，类似于投顾合作。理财子按需进行招标，选取市场上业绩表现优异的策略管理人。比如在量化与对冲、定增策略等非银行资管传统优势的领域，理财子可以凭借委托型委外，丰富投资手段与投资品种，弥补在权益和资本市场的配置短板。

比如在面对并不擅长的二级市场，理财子可以选择与公募基金进行合作。根据理财登记托管中心披露的数据，截至今年6月底，银行及理财公司共存续FOF型理财产品153只，存续规模1144亿元。其中，理财公司FOF型产品规模占全部FOF型理财产品存续规模的70.94%。从被投资的机构来看，投资公募基金的规模达到41%。

“很多委托型委外是没有道理被禁止的。银行理财目前主要就是通过FOF、MOM 形式切入权益类市场。而且你会发现很多理财子都在强调学习非银机构，打造‘资管生态圈’概念。因为很多公募基金等机构，在经营策略、投资管理、风险控制等方面做法确实更先进。”前述资深股份行理财子人士说。

有理财子在进行交叉金融风险自查

从六大行及其理财子被要求调整资产估值方法，到影响外溢股份行也收到窗口指导，到未设立理财子的中小行理财规模不得新增传闻，再到流动性风险管理办法（征

求意见稿) 下发.....近二十多天银行理财领域巨震连连。

所以在净值型整改加速的背景下，一条深究下来并不是那么经得起推敲的传闻，居然也有了几分可信的味道。

券商中国记者咨询了多家理财子公司，相关人士明确表示没有收到此监管指导。但因为消息本身所涉的部分内容（全面放开银行间开户）确实是一直以来有呼声，于是顺势激起了一场行业人士大讨论。

券商中国记者在采访的过程中获知了一个动态：银保监会日前向各家行下发了《关于2020年银行机构影子银行和交叉金融业务检查发现突出问题的通报》。该文件属于小范围传阅，各家银行仅部分人士知情。

“其实这份文绝大部分都是针对银行的，是会里检查组（即银保监会银行机构检查组）去了几家机构现场检查后，总结了一些问题，提出了一些整改建议。因为涉及到一些交叉金融风险，而且传出来的时间点也接近，所以传闻（委外一刀切）不知道跟这份文件有没有关系，是不是对部分表述误读了。”一位资深知情业内人士告诉记者。

记者了解到，该通报涉及到银行理财的风险点包括：非标资产有“提前赎回条款”“分期还款安排”等情形，或以签订回购协议的擦边球方式，变向突破资产与产品期限匹配的规定；非标债权类资产的终止日晚于封闭式资产管理产品的到期日，或者晚于开放式资产管理产品的最近一次开放日；理财存量资产回表不规范，不符合信贷条件的类信贷资产回表；理财老产品压降缓慢，老产品所投资新资产到期日晚于过渡期截至日。

此外，虽然截至六月末同业理财存续余额只有2718.80亿元，占全部理财产品的比例不足2%，但通报还是重申了对同业理财的压降不能松懈。

文件下发后，有银行火速反应，迅速整理出相关风险点，要求旗下理财子公司进行专项自查。而理财子也迅速制动，迅速自纠自查并明确整改时限。

“离过渡期结束还有不足四个月，这肯定是个政策频出、监管举措密集落地的高发期。一切都是为了净值化改造，回归本源。我们现在已经在确立方案，在十月前转换估值方式，主要是跟通道（信托、券商）合作。另外一方面，也会持续对监管关注的风险点进行自查和预防。”上述资深业内人士说。

这几乎可以代表着银行理财从业人士共同的感知。