



2014 年信托业 专题研究报告 (下 册)



继 2012 年启动信托业重点课题专题研究活动以来，中国信托业协会（以下简称“协会”）不断加大组织和引领行业研发工作力度。2014 年着重就新常态下信托公司如何转型升级、如何创新发展等行业共同关心的热点、难点问题进行深入研究和探讨。

为进一步提高行业专题研究报告的针对性和应用性，保证课题报告的广度、深度和质量，2014 年协会成立了行业研发工作领导小组，建立了行业研发人员专家库，引入行业重点课题竞标机制。并且，于年初启动重点课题征集遴选工作，着力加强对信托基础制度及信托应用方面的研究，招标选聘重点课题牵头单位，经提纲评审、现场调研、撰写报告、专家初评、研发领导小组答辩复审，最终形成 10 篇重点课题研究报告。同时，协会还开展了信托公司自主研究课题成果评选活动，从征集的 41 篇报告中评选出 11 篇有代表性的报告与会员单位分享。

此项行业课题专项研究工作得到了中国银监会非银部及行业研发工作领导小组的悉心指导，全体会员单位的大力支持，重点课题牵头单位和业内外课题调研单位的积极配合，行业人才库的专家们对报告的评审把关，在此一并感谢！

为更广泛地分享研究成果，协会将 10 篇行业研究报告及 11 篇自主研究报告汇编成集，作为“2014 年中国信托业年会”的参阅材料。真诚地希望本报告合集可以对指导行业理论研究和业务操作起到一定的引领和导向作用，更期望通过协会搭建的研发平台，凝聚行业智慧，集结业内外资源，引领行业深化创新转型，破解新常态下行业发展难题，助推中国信托业持续健康发展。

中国信托业协会

2014 年 11 月



行业研究篇

壹、信托公司尽职管理行业标准研究	3
课题牵头单位：中盛律师事务所	
贰、建立信托受益权流通机制与平台探索研究	91
课题牵头单位：华宝信托有限责任公司	
叁、互联网金融与信托行业发展研究	151
课题牵头单位：中铁信托有限责任公司	
肆、信托营销体系建设研究	207
课题牵头单位：新华信托股份有限公司	
伍、家族信托研究	249
课题牵头单位：北京国际信托有限公司	
陆、土地流转信托研究	325
课题牵头单位：中信信托有限责任公司	
柒、公益信托研究	387
课题牵头单位：万向信托有限公司	
捌、个人养老投资信托产品可行性研究	435
课题牵头单位：中国对外经济贸易信托有限公司	
玖、养老信托与养老产业发展研究	481
课题牵头单位：中诚信托有限责任公司	
拾、信托税收制度探讨	523
课题牵头单位：德勤华永会计师事务所 英大国际信托有限责任公司	

自主研究篇

拾壹、区域发展基金的演变、构建与信托实践研究	553
课题单位：中泰信托有限责任公司	
拾贰、基于博弈论视角的信托刚性兑付及其化解	593
课题单位：新华信托股份有限公司	
拾叁、债权型信托直接融资工具之信托型企业私募债模式创新研究	619
课题单位：北京国际信托有限公司	
拾肆、信托公司固有资产配置与信托业务流动性风险管理的实证研究	661
课题单位：厦门国际信托有限公司	
拾伍、上海自贸区助力信托业转型研究报告	679
课题单位：方正东亚信托有限责任公司	
拾陆、城市分化与去化风险评估	713
课题单位：中诚信托有限责任公司	
拾柒、私人财富管理市场前景展望与策略分析	745
课题单位：新华信托股份有限公司	
拾捌、农村土地流转综合评估与大数据监测报告	783
课题单位：中信信托有限责任公司	
拾玖、信托公司跨境资产管理业务初探	853
课题单位：中国对外经济贸易信托有限公司	
贰拾、《论语》：继受信托制度的中国文化土壤	877
课题单位：中铁信托有限责任公司	
贰拾壹、资管新政下信托业的变革之路	897
课题单位：英大国际信托有限责任公	



区域发展基金的演变、构建与信托实践研究

课题单位： 中泰信托有限责任公司

课题组成员：
陈乃道
李为冰
王 珍
郑弘平



摘 要

区域发展基金对特定区域内部的综合发展和区域的社会、经济资源的融合发挥重要作用。本文阐述了世界主要经济体的区域发展基金的演变与现状，为我国发展区域发展基金提供了启示，并阐述了信托在构建区域发展基金中的作用，给出了在监管、运作和政策上的相关建议，对我国发展区域发展基金进行了积极的尝试。

关键词：投资基金 地方政府 政府信用 信托投资 区域产业 区域经济
政信合作



目 录

一、区域发展基金的概念及其国际实践研究	558
(一) 区域发展基金的概念	558
(二) 区域发展基金的演变与发展现状	558
1. 美国基础设施产业基金的发展	558
2. 澳大利亚基础设施产业基金的发展	560
3. 日本基础设施产业基金的发展	561
4. 韩国基础设施产业基金的发展	562
5. 英国基础设施产业基金的发展	562
(三) 区域发展基金与城市发展	563
1. 政府融资的客观需求	563
2. 现有法律框架下的地方政府融资困境	564
3. 信托融资有其独特的优势	564
二、区域发展基金的功能以及我国建立区域发展基金的现实意义	565
(一) 区域发展基金的功能：地方经济发展与金融支持	565
1. 区域发展基金是完善金融体系的重要一环	565
2. 发展区域发展基金成为我国转变区域经济发展方式的迫切需要	566
(二) 区域发展基金与地方经济发展的国际实践研究	567
1. 资金募集方面的经验	567
2. 组织形式方面的经验	568
3. 投资运作方面的经验	568
4. 基金监管方面的经验	569
(三) 区域发展基金的国内实践情况	569
三、信托公司政信合作类业务开展情况、业务模式及面临的问题	570
(一) 政信合作类业务的开展情况	570
(二) 政信合作类产品的业务模式分析	572



(三) 当前政策对政信合作类业务模式的影响	573
(四) 政信合作类业务的展业环境与面临的问题	574
1. 展业环境：新型城镇化背景	574
2. 政信合作类业务面临的问题	574
四、地方经济发展的整体金融解决方案：区域发展基金	576
(一) 区域发展基金的设立与组织模式	576
1. 运营模式	577
2. 盈利模式	577
3. 区域发展基金投资方向	577
4. 区域发展基金独特的战略联盟模式	578
(二) 信托框架下的区域发展基金构建	578
1. 区域发展基金构建路径分析与探讨	578
2. 不同模式的比较分析	580
(三) 实践中潜在的重点与难点	581
1. 区域经济发展的不确定性	581
2. 地方政府财政、土地等收入情况的预测	582
3. 地方政府具有相对的投资冲动	582
4. 短融长投，期限不匹配	583
(四) 区域发展基金案例解析——中海·国开城市发展基金集合资金信托 计划	584
五、可行性方案研究与政策建议	588
(一) 可行性方案研究	588
1. 区域发展基金模式	588
2. 区域发展基金分期运作	588
3. 区域发展基金的相关建议	589
(二) 区域发展基金可能面临的问题及相关政策建议	590
1. 区域发展基金可能面临的问题	590
2. 区域发展基金相关政策建议	591
参考文献	591



一、区域发展基金的概念及其国际实践研究

（一）区域发展基金的概念

区域发展基金简而言之就是为区域经济发展提供资金支持的基金，专门投资于区域经济发展、城市规划、基础设施建设、房产开发甚至特许经营权等领域。

区域发展基金以为区域经济发展提供资金支持为目的，采用基金化的运作方式，通过对不同区域、不同项目的组合投资，既能在投资中获得稳定收益和化解局部风险，又能为地方政府推动城市发展提供持续、全面、总体的资金渠道。

在目前情况下，区域发展基金的主要表现形式为基础设施产业基金。

（二）区域发展基金的演变与发展现状

1. 美国基础设施产业基金的发展

基础设施产业基金最早起源于美国创业投资（Venture Capital）。1946年，世界上第一个私募股权投资公司——美国研究发展公司（ARD）成立，从此私募股权投资开始专业化和制度化，在发展早期主要以中小企业的创业和扩张融资为主。为了克服高新技术创新型企业资金不足的障碍，美国国会通过了《小企业投资法案》，规定由小企业管理局审查和核发许可的小企业投资公司可以从联邦政府获得非常优惠的信贷支持，这极大地刺激了美国私募股权投资基金的发展。至20世纪80年代，私募股权投资基金业继续高速增长，KKR等大型并购基金的出现使私募股权投资基金的内涵得到延伸，美国私募股权投资协会（NVCA）定义私募股权投资基金的投资范畴涵盖所有为企业提供长期股权资本的私募基金。同时，私募股权投资基金的投资领域也不断扩大，开始出现了专门投资于基础设施项目的基础设施产业基金。由于能够带来稳定的收益且风险较小，更加适合养老金、保险公司等长期投资者对于资产和负债的匹配管理，专业化的基础设施产业基金业因此迅速发展。

美国的公用事业公司主要是通过发行公司债券或发行股票等传统方式解决融资问题，但是随着资金需求的增加，很难在不影响自身信用水平的情况下再获得低成本融资。为了适应资本市场变化，近些年美国基础设施领域出现了一些新兴的融资方式，即通过发行债务证券融资的资产证券化（Securitization），以及通过发行权益证券募集资金的房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trust, REIT）和主干有限合伙基金（Master Limited Partnership, MLP）。



MLP 以有限合伙形式存在，一般由公用事业公司出任普通合伙人（GP），由投资者认购有限合伙单位出任有限合伙人（LP），并且其有限合伙单位可以在证券交易所上市流通。与 REIT 相似，MLP 在合伙企业层面也可享受免缴所得税的优惠待遇，但前提条件是其收入的 90% 以上必须来源于自然资源、房地产及大宗商品投资等特定产业。

MLP 诞生于 20 世纪 80 年代中期，由于其兼具有限合伙免缴企业所得税与上市公司股票流动性强的双重特性而获得较快速的发展。最初，MLP 在石油、天然气等领域应用比较广泛，后来逐步扩展到清洁能源等领域。

尽管 MLP 与 REIT 在融资模式、收入分配要求、免税待遇方面有很多相似点，但两者的区别也是非常明显的。

首先，两者的投资领域存在区别。如前文所述，允许 REIT 投资基础设施是最近几年才逐步放开的，而且何种基础设施可以成为 REIT 的投资对象还需要美国国内税务局的个案审批。而自从 MLP 在 80 年代兴起，其主要投资方向就是能源领域的基础设施资产。

其次，REIT 需要遵循的法律要求较多，除了投资领域的限制，REIT 还要受到股权结构、收益来源及分配比例等方面的法律限制。与 REIT 相比，MLP 的灵活性要大得多，除了收益来源受到法律限制之外，其他方面都可通过合伙协议自主约定。

最后，尽管 REIT 与 MLP 在企业层面都享有免税待遇，但其具体核算方式却有很大差别。REIT 本质上是公司，其分配给股东的红利是营业收入扣减掉相关成本费用之后的利润，因此，每次分红，股东都须要就这部分收入按股息红利所得缴纳所得税。而 MLP 本身是一个税务透明体，不但其收入可向合伙人免税分配，而且其各种税前抵扣项都可以向合伙人传递，并入合伙人的税务申报表进行税前抵扣。此外，MLP 分配收益时，合伙人获得的现金将会作为“长期投资”这一资产科目的调减项入账，不会被确认为当期收入，合伙人无须缴纳所得税；只有在转让 MLP 合伙单位时，合伙人才需要就合伙单位的账面价值与实际转让价格之间的差额按资本利得收入缴纳所得税。鉴于此，与 REIT 相比，MLP 的节税效果要更显著。

同为权益融资模式，REIT 和 MLP 各有优势。REIT 需要遵循一系列的法律要求，股权结构的灵活性会受到影响，但能保证更稳定的现金流，对投资者保护力度更大，而且可以吸引更广泛的投资主体。MLP 在股权结构方面享有更大的灵活性，合伙人层面的节税效应更明显，但税收方面的障碍影响了一些机构投资者对其的投资热情。融



资方可以根据实际情况，权衡利弊，选择对自身更有利的融资模式。

2. 澳大利亚基础设施产业基金的发展

澳大利亚的基础设施产业基金在世界上起步较早，规模较大，在全球市场中具有重要地位。基金一般私募设立，运营一定年限后可以上市转为公募。目前澳大利亚基础设施产业基金总量已经超过 10400 亿澳元（约合 1733 亿美元），近 15 年来的年度复合增长率超过 11%，其中上市基金总量达到 2000 亿澳元。

麦格理集团于 1996 年 12 月在澳大利亚证券交易所上市了首个基础设施产业基金。截至 2006 年 11 月，澳大利亚共有 22 个基础设施产业基金在证券交易所上市，总规模达到 430 亿澳元，占澳大利亚流通市值的 5% 以上。除麦格理集团旗下基金外，澳大利亚规模在 10 亿澳元以上的上市基础设施产业基金还有 Babcock & Brown Infrastructure、Spark Infrastructure 与 SP AusNet。

传统上，基础设施领域多为公营部门。但从 20 世纪 70 年代开始，与欧美其他发达国家（美国、英国、法国、德国和加拿大等）类似，私营部门开始进入澳大利亚基础设施投资领域，包括收费公路、机场、通信、公用事业、铁路和海港等。发展基础设施产业基金能加快基础设施建设，降低政府在基础设施方面的投入，使有限的财政收入提供更多的社会服务。澳大利亚政府在基础设施建设的支出已经从原来占预算的 14% 下降到 5% 左右，基础设施产业基金的出现是下降的一个重要原因。

除此之外，基础设施产业基金至少还有以下几个优点：一是资金运作专业化，通过每个基金的设立和运作，在投资资金的筹集、资产评估、收益分配和风险控制等方面，形成了效益较优和机制完善的基础设施投融资制度。二是资产管理专业化，通过专业化的基金管理公司的长期运作，形成了相关基础设施领域具有稳定性和高水平的技术与专家团队。澳大利亚主要的基础设施产业基金管理公司包括麦格理集团、Babcock & Brown、Hastings Funds Management、Challenger 和 Alinta Asset Management。其中，麦格理集团是全球最大的基础设施产业基金管理人。在一定竞争条件下由专家团队负责的基础设施建设和管理，由于克服了政府部门官僚主义的弊病，不但能加快基础设施的建设，还能在基础设施投入使用后为社会提供更好的服务。三是使广大投资者能够通过基金参与具有稳定和较好收益的基础设施投资，分享了经济增长的成果，也促进了社会的公平分配与和谐。例如，麦格理通信基金、麦格理机场基金和澳大利亚基础设施产业基金的回报率分别是 31.8%、24.7% 和 18.1%。在澳大利亚，基础设施产业基金的发展为养老基金等需要长期稳定回报的投资提供了最好的投资



工具。

3. 日本基础设施产业基金的发展

自20世纪60年代初开始,日本经济进入高速增长时期,至70年代初实现工业现代化。日本在实行工业化的过程中采取工业化和农村城市化同步推进的策略,在亚洲率先实现了农业现代化和农村城市化。日本在农村城市化的过程中采取了以下一些重要举措。

增大投资,加强基础设施建设。基础设施的完善与否在很大程度上制约着农村城市化的进程。20世纪60年代以后,日本政府针对农村出现的“过疏化”现象加大资金的投入加速农村的发展。其特点有投资增速快、规模大。投资重点突出,结构合理,突出政府的主导作用又注重投资主体的多元化。在吸引民间资本进入基础设施领域方面创造了很多很好的经验,形成了几种不同的模式。

(1) 提供财政和政策性金融担保。为了降低民间资本进入基础设施领域的风险,日本政府向为基础设施融资的部门提供财政和政策性金融担保。80年代,日本政府为长期信用银行对风险企业的贷款曾提供过80%的金融担保。日本国营铁路部门发行的铁路债券中,就有政府提供担保的债券。在电信业发行的债券中,也有政府担保债券。在电力部门进入民间金融市场的过程中,政策性金融为其发行债券和获取贷款提供过担保。

(2) 开拓特殊债券市场,即电信业的“加入者债券”。为弥补政府对电信业投资的不足和克服电信业从市场筹资的困难,1948年6月,日本制定并颁布《电话债法》,规定凡申请安装电话的用户必须认购一定数量的债券。此办法几经修改,一直延续到1983年。1950—1972年,“加入者债券”筹集的资金占日本电信公司外部资金来源的70%左右。1972—1982年,这一比重仍高达45%左右。

(3) 长期金融债券。日本是高储蓄国家,储蓄资源相当丰富,由于第二次世界大战后日本资本市场不发达,迫切需要进行将储蓄转化为投资的金融创新。于是,日本长期信用银行依法向商业银行发行长期金融债券,由商业银行用吸收的居民储蓄认购。当商业银行需要资金时,可以将长期金融债券转让出去,也可用长期金融债券向日本长期信用银行抵押申请贷款。这样,就开创了居民储蓄用于基础设施建设的转化渠道。

(4) NTT财源。日本政府将出售国营日本电报电话公司股份所获取的资金,用于某些无力自筹资金的基础设施部门。NTT资本并没有因民营化而丧失,而是转化成



为公路等形式的另一种基础设施。

(5) 直接投资引导。日本政府主要用两种方式引导民间资本流向。一种是“筑巢引凤式”，比如在进行鹿岛工业区的开发建设时，日本中央政府和地方政府直接投资 4000 亿日元，引导私人企业投资 1.5 万亿日元。另一种是“联合投资式”，即将民间资本和经营能力引入政府的投资事业，如关西机场就是由中央政府、地方公共团体和民间企业共同投资建设的。

(6) PFI 是 20 世纪 90 年代初诞生于英国的一种项目融资模式。它采取促进私人部门参与基础设施、公共产品和服务的全新方式，在一定程度上克服了传统基础设施建设中的高投入、低效率和资源高消耗等弊端。日本引进 PFI 后对其大力推广，还在 1999 年以《PFI 推进法》的形式保障它的推广和实施。在不到 10 年的时间里，日本的 PFI 事业迅速扩张，取得了良好的经济效益和社会效益，PFI 成为日本基础设施建设的重要力量。

4. 韩国基础设施产业基金的发展

1973 年，韩国设立国民投资基金，要求各金融机构购买，利率限制为 8%（市场利率为 12%），这是低成本、有效地把民间资本用于基础设施建设的一种形式。

1994 年 7 月，韩国国会通过了《基础设施吸引民间资本促进法》，同年 9 月，又制定了该法的实施细则。该法规定，凡符合条件的民间企业，经过政府主管部门的审查批准，即可从事基础设施投资项目。

韩国的中央银行负责向国外统借外债，通过开发银行和商业银行转贷给企业。这些银行将国外借款与国内吸收的存款根据国家确定的产业政策，按低利率贷给基础设施企业，由财政向银行贴息。

韩国对一些市场前景看好的基础设施项目，不失时机地将其推向市场，以吸引民间资本进入。

5. 英国基础设施产业基金的发展

在英国以 BOT 为代表的建设融资模式也被称为私人主动融资（Private Finance Initiative, PFI）或公私伙伴关系（Public Private Partnership, PPP）。1980 年，英国认真检讨了政府公共部门采购和公共服务存在的问题，发现由私营企业进行融资和经营管理的北海油气田等项目建设和运行状况好于由公共部门主持建造的公共项目，这使政府认识到利用私人的资金、经营管理方法和技术能力来提供本应由政府承担的公益事业不失为一种好的方式。1986 年签约并于 1994 年投入运营的英法海底隧道是欧洲应



用 BOT 模式建设基础设施的典型案例，该项目由英国的海底隧道集团和法国的法兰西曼彻公司联合出资 10.23 亿英镑作为股本金，两家公司成立了项目公司——欧洲隧道公司专司英法隧道的建造、运营，其余的 50 亿英镑资金来自世界最大的辛迪加贷款（超过 220 家银行），欧洲隧道公司拥有自主营运权。该项目特许期为 55 年（包括计划为 7 年的建造期），两国政府在特许权协议中承诺在 2020 年之前不会修建具有竞争性的第二条固定英法海峡通道，项目公司有权决定收费价格，政府不提供收入担保。

（三）区域发展基金与城市发展

改革开放 30 多年来，特别是在过去十年的快速城市化进程中，中国城市建设取得显著成就，城市化率超过 50%，初步形成京津冀、长三角、珠三角等大都市群，建成北京、上海、广州、深圳等具有国际影响力的世界级城市，并培育出一大批中小城市及小城镇。但与发达国家相比，中国城市化率比发达国家在人均 GDP 同样为 4000 美元的阶段低了 10 个百分点。我国城市化率不仅低于世界平均水平，而且由于过去优先发展工业，城市化水平也长期滞后于经济发展水平。

与此同时，中国城市建设普遍存在一些共性的问题：（1）在观念上将城市化等同于房地产，而忽略了民生、产业、环境、交通、文化、服务配套等方面的协同发展，发展方式相对粗放；（2）缺乏统筹和系统性的组织实施，各种分散的开发利益主体各自为政，城市发展缺乏有效的质量把控，品质普遍不高；（3）投融资渠道单一，我国城市化建设长期依赖单一靠财政和银行贷款的投资方式，而大量社会资金缺乏合理的投资途径。

城市化是未来 30 年中国发展的核心推动力量，党和政府加快中国城镇化发展进程的战略决策不会改变。为促进中国城市化进程、提升城市化建设品质、拓宽城市化建设融资渠道，亟须开拓新的金融创新产品，传统的信托产品难以满足地方建设的需要，这主要体现在以下几个方面。

1. 政府融资的客观需求

1994 年分税制改革之后，提高了中央财政在财政收入中的比重，几个主要税种的大部分收入都划归中央，留给地方的多是一些近期增收潜力较小和征管难度较大的零散税种，其收入不仅不够稳定，而且增长缓慢。之后，地方各级政府纷纷仿效中央，上一级财政都将主体税源划归本级财政，最终形成了层层向上集中的收入分配格局，这就造成越是基层政府，日子越难过，可用于建设的资金越短缺的局面。与此同



时，中央政府与地方政府之间的事权没有明确的、正式的分工，导致支出责任层层下放，特别是本应由上一级政府承担的义务教育和公共卫生等普遍性和基础性服务责任不断下移。对于一些需要地方配套的投资项目，市县配套通常要占到 2/3，这就造成地方政府尤其是基层政府的收入能力与日益增加的支出责任表现出极大的不适应。尽管地方政府可从一些税目，以及中央政府的拨款和出售土地取得收入，但这远远不能满足地方发展建设的庞大需要。可支配财力不足造成地方政府难以为中央政府投资项目配套资金，而在市场融资过程中，地方政府投资项目的资本金又严重不足。

2. 现有法律框架下的地方政府融资困境

现有的法制环境下不允许地方政府举债、提供担保，中央禁止地方政府发行债券，地方政府只能通过设立政府融资平台进行融资，以规避现有法律框架的限制。在这种“土地财政 + 融资平台”的模式下，地方政府通过注入财政性资金、出售土地、利用国有资产存量以及赋予特许经营权等方式对融资平台进行扶持，在地方政府承诺、地方人大同意将项目建设资金纳入地方财政预算确保还本付息的前提下，获得金融机构贷款。在地方政府可支配财力有限的情况下，如果没有土地收益，这一基本融资模式就失去了存在的基础。土地增值收益为城市建设提供了资金保障，一方面土地有储备抵押和贷款融资的功能，另一方面土地的深度开发是土地资产增值的主要渠道。

3. 信托融资有其独特的优势

与一般银行贷款相比，信托公司可以通过投资方式为项目提供资本金，发挥撬动投资的作用。信托注资后，为这些平台公司日后向银行申请贷款提供了更大的空间。在地方投资项目中，即便是要求地方政府拿出项目投资 20% 的资本金都是很困难的，因此催生了信托方式的资本金筹措方法，而最终的资金来源仍是银行信贷。《商业银行法》规定商业银行不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，而《信托公司管理办法》规定除同业拆借外信托公司不得开展负债业务（包括吸收储蓄存款业务），但是商业银行和信托公司合作之后，形成了一个“银信政”产品，银行向其高端客户销售信托公司的理财产品，随后，客户资金由信托公司托管，这些资金再作为项目资本金注入基础设施项目。所以，政府与信托公司的合作在很大程度上是政府出于充实融资平台资本金的考虑，往往是为了进一步申请银行贷款。



二、区域发展基金的功能以及我国建立区域发展基金的现实意义

改革开放 30 多年来,我国经济发展取得了举世瞩目的成就。但是在我国经济发展过程中,仍然存在很多问题。由于各经济区域自身的自然条件和历史条件等的不同,我国区域经济发展呈现出明显差异。从空间结构来看,表现为东部地区较发达,中部次之,西部最落后,形成了东、中、西经济发展水平的梯度分布。伴随着区域经济的过度非均衡发展,区域金融发展水平也呈现出区域差异。由于区域经济的发展必须借助于区域金融的发展来推动,不同区域的经济水平差距的缩小,也需要依赖于区域金融的发展来促进,因此需要将区域金融与区域经济相结合。这样既把金融在经济发展中的重要性很好地体现出来,又能突出区域经济在我国区域发展中的重要战略意义;既把金融市场开放的时代特点体现出来,又能很好地把金融政策和区域吸引资本水平结合起来;既把建立和谐社会的要求表现出来,又能突出区域经济的协调发展对建立和谐社会的重要意义。

因而,区域经济和区域金融的结合可以丰富区域理论研究的广度,具有重要的理论价值;同时,这一问题也是实践性很强的现实问题,因此具有重要的政策应用价值。

(一) 区域发展基金的功能:地方经济发展与金融支持

1. 区域发展基金是完善金融体系的重要一环

我国的资本市场经过十几年的发展,已形成了初步框架,打下了一定基础,取得了可喜的成绩,但资本市场体系的各个环节发展很不平衡,尤其是作为资本市场重要组成部分之一的区域发展基金发展严重滞后,影响了资本市场乃至整个金融体系的协调健康发展,影响了金融业向社会大众提供的金融服务内容和投资理财工具的丰富拓展。因此,大力发展区域发展基金,是完善资本市场、完善金融体系的重要一环。

长期以来,我国企业融资渠道单一,严重依赖银行贷款。据统计,我国企业融资结构中,银行贷款一直占 90% 左右,大大高于发达国家 50% 以下的比例。这种融资结构严重不合理、过度依赖银行贷款的状况,导致银行体系不堪重负、风险高度集中,日益威胁我国金融体系的安全。发展区域发展基金,可以分流企业对银行贷款的需求,即企业的一部分资金需求可以由区域发展基金投资来满足,打破银行“独木撑天”的局面,缓解银行体系的压力,分散银行体系的风险,有利于维护我国金融体系



的稳定。

2. 发展区域发展基金成为我国转变区域经济发展方式的迫切需要

一是我国基础设施的融资需求巨大。近五年来，国内基础设施建设取得巨大成就。高速公路通车总里程已经仅次于美国，居世界第二位。但基础设施的发展仍然满足不了 GDP 高速增长和城市化进程加速带来的巨大需求。为实现《中长期铁路网规划》中提出的到 2020 年全国铁路营业里程达到 10 万公里的目标，至少需要投资 2 万多亿元。市政基础设施、能源基础设施等领域也都存在着巨大的资金需求。目前，基础设施领域的资金大多来自银行贷款，发展基础设施产业基金既能解决股本短缺问题，又能化解银行贷款过度集中的风险。

二是国内资金投资基础设施的需求旺盛。近年来，银行、保险、社保基金、年金等机构投资者的资产规模不断扩大。银行的存贷差不断扩大，保险资产总额和社保基金总额的年增长率都保持在 20% 左右。即使按目前的存量计算，如果将银行资金的 5%、保险及社保资金的 10% 配置在基础设施产业基金上，会给基础设施产业基金市场带来超过 2.5 万亿元的资金。这些机构都是保守的长期投资者，需要能够产生稳定现金流的长期资产与其负债相匹配。基础设施资产具有收益稳定、周期长以及能抵御通货膨胀风险的特性，无疑是该类投资者青睐的对象。基础设施产业基金能够在管理人的专业管理下为投资者降低风险，提高附加值，将成为投资者资产配置的重要组成部分。

三是提高基础设施建设和管理水平。专业化的社会资本介入基础设施领域将克服部门管理的官僚主义弊病，避免寻租腐败，提高基础设施管理的效率，降低建设和运营成本，并能更灵活地根据市场需求为公众提供服务。基础设施基金的出现将加快基础设施的建设和管理的改革进程，这是投融资体制改革的深化，将进一步促进国内基础设施又好又快的发展。

四是使公众投资者分享基础设施增长的收益。基础设施具有一定的垄断性，投资额巨大，且需要专业管理，对于一般的投资者而言，要进入这个领域是相当困难的。而且在现阶段，我国基础设施资产证券化程度很低，大量的优秀资产沉淀于未上市部分，公众投资者很难分享基础设施高速增长带来的收益。基础设施产业基金的出现，将为公众投资者分享基础设施增长的收益打开渠道。未来基础设施产业基金上市，不仅有利于稳定股市（上市基础设施产业基金一般价格波动较小），也能够使我国大众投资者分享经济发展成果，促进公平分配和社会和谐。



我们应该借鉴国外基础设施产业基金的经验,结合对基金的投资管理以及对资产的专业化管理,更加注重发展有针对性的、有明显投资取向的专业化基础设施产业基金。通过专业化的管理,控制投资风险并提高投资的效率。

区域发展基金这种新型金融工具将给资本市场带来新的冲击。从基础设施产业基金运作模式来看,主动对企业未来的成长性进行判断,积极主动地介入被投资企业的管理,进而取得增值收益是基础设施产业基金的基本运作原则。

发展区域发展基金,已成为我国转变区域经济发展方式、建立现代产业体系的迫切需要。因为实现经济发展方式的转变,必将进一步调整投资方向、优化投资结构,从而实施产业转移,促进资源整合,加强科技创新,推动产业升级。在这一过程中,既需要大量的资金,又需要有效的配置。以基础产业、支柱产业和高新技术产业为主要投资领域的区域发展基金,正好能从机制上解决这一问题。

(二) 区域发展基金与地方经济发展的国际实践研究

区域经济发展不平衡是一个普遍存在的客观经济现象。各国的国情不同,在不同发展阶段区域差距的程度和产生原因也有所不同,因此缩小区域差距的政策选择和具体措施也有所不同。我国幅员辽阔,欠发达地区的情况迥异,经济社会发展存在巨大的区域差距。总结国外采取的一些有效的经验和措施,对缩小我国区域经济差距具有十分重要的借鉴意义。

国外基础设施产业基金的发展为基础设施提供了资金支持和增值管理,促进了基础设施建设的快速发展。通过对国外基础设施产业基金资金募集、组织形式、监管模式及投资运作等方面的阐述,对其经验总结如下。

1. 资金募集方面的经验

基础设施大多属于公共部门,对于基础设施的投入紧靠财政支出及银行贷款难以满足公众对于基础设施的需求。因此,必须有效地将社会资本引入进来,而区域发展基金正起着这样一个桥梁作用。从国外基础设施产业基金发展的经验来看,充裕的资金来源是支撑基础设施良性发展的重要条件。因此,在政策法规上,对于社会资本引导的支持是必要的。美国等国家对于投资者投资限制的放宽极大地促进了基础设施产业基金的发展。而在资金来源的选择上,机构投资者的进入无疑是最重要的,国外基础设施产业基金最大的投资者主要是养老基金(社保基金)、保险公司、银行、捐赠基金等机构投资者。基础设施投资的资产具有周期长、收益稳定及能抵御通货膨胀风险的特性,但投资回报在投资初期难以实现,因此不适合追求短期收益的私人投资



者。而对于养老基金、保险公司、银行等长期投资者而言，通过基础设施产业基金能够间接投资基础设施，获取稳定而安全的回报，并满足这些机构长期资产配置的需求。因此，我国在区域发展基金的资金来源方面，可以在有效的风险控制下，适当地放宽机构投资者的准入条件，有效地将这部分充裕的资金引导到基础设施建设上。

2. 组织形式方面的经验

从国外组织形式的发展演变来看，有限合伙制是目前来说最适合区域发展基金发展所采取的组织形式。

首先，有限合伙制有效地解决了双重征税的问题，国外一般对于有限合伙制企业不征收企业所得税，而对合伙人的收入征收个人所得税，极大地降低了基金的运行成本。

其次，有限合伙制的责任形式，恰到好处地解决了区域发展基金的极大风险性和融资规模性的要求。有限合伙制责任形式的二元性，有利于实现社会资源的优化配置。对于采用有限合伙制的基础设施产业基金，由于有限合伙人只负有限责任，这不仅拓宽了融资渠道，也分散并降低了投资人的投资风险，而其中的普通合伙人，多是具有良好投资意识的专业管理机构或个人，承担无限连带责任，负责投资机构的运作管理。这种结构及责任形式既强化了对有限合伙制各方投资人的激励，又使合伙人之间的信任进一步加深，从而使合伙更具有凝聚力。

最后，基础设施产业基金投资具有高度的信息不对称性和不确定性，广泛存在的委托代理风险使有限合伙制成为必然选择。有限合伙制以契约为基石，具有激励与约束双重机制，可有效地降低存在于投资者与基金管理人之间的代理风险，从而保障投资者的利益。从“理性的经济人”假设出发，产业投资家不可能不去努力追求充满诱惑力的数十倍于投资的巨额回报，这种激励成了产业投资家内在的驱动力。采用有限合伙制的基金，由于普通合伙人和有限合伙人利益趋同，减少了普通合伙人采取短期自利行为而损害有限合伙人利益的可能性。

3. 投资运作方面的经验

与其他产业投资基金相比，基础设施产业基金所投资的资产具有周期长、收益稳定的特点，因此基础设施产业基金应该以长期投资为主，而不是作为一个财务投资者，在相对短期的投资期限里出售资产。正因为如此，其对所投资的企业一般做到以控股为主，通过控股所投资的资产，能够避免小股东承受信息不对称、无法控制分配政策等风险，以更好地为所投资的企业提供长期的增值服务。



此外，由于长期持有资产，基础设施产业基金的退出方式也有着不同选择，从澳大利亚的发展经验来看，通过基金上市的方式是一种不错的选择，不仅可为基金带来可观的投资收益，还能较好地解决基金的流动性风险。

4. 基金监管方面的经验

国外基础设施产业基金的监管普遍较为宽松，基金设立等没有严格的审查程序，对基础设施产业基金的监管主要来自两个方面。

投资者的监管。对投资者的监管包括投资者的准入和入市后对其经营行为的监督。投资者的准入属于市场准入方面的监管。市场准入的监管，简单地说，就是市场主体可以进入某一市场并从事某些市场活动的条件。具体地说，就是指政府部门或行为组织出于公共利益的需要，以矫正和改善市场机制内在问题为目的，指定的对社会经济活动进行限制的各种规则。只有符合了该条件的主体才能进入相关市场。由于基础设施产业基金一般以私募方式设立，所以它的投资者成为监管的重要对象。

基金管理人的监管。在基础设施产业基金结构中，最重要的主体是基金管理人，基金管理人对基金的运作起着至关重要的影响。因此，不少国家对于基金管理人进行积极的监管。对于基金管理人的监管也主要表现在市场准入和业务经营范围的准入。对基金管理人进行资格限制是由基金专家理财的特性所决定的，如英国基金管理公司需要获得金融服务局的批准才能从事私募股权基金的管理业务。对于业务经营范围，多数国家和地区限制产业投资基金主要投资未上市公司股权。

（三）区域发展基金的国内实践情况

长期以来，政信合作类信托业务都是地方政府融资的重要来源。通过平台公司，以土地出让收入为依托的融资类业务产生了规模巨大的信用风险积聚，使得传统政信合作类业务模式已无以为继。

具有代表性的产品是2011年国开金融、昆仑信托和中海信托三家金融机构联合发起的“国开城市发展基金集合资金信托计划”。该基金由国开金融、中海信托和昆仑信托出资成立的开元城市发展基金管理有限公司作为普通合伙人，中海信托和昆仑信托另行发行信托计划募集资金作为有限合伙人，美国思科公司也提供部分出资，以有限合伙基金的形式投资于选定城市的土地一级开发，对该地块进行整理后退出，分享土地增值收益。在收益分配方面，国开金融的有限合伙人资金劣后退出，信托端资金优先退出本金。另外，为保证流动性，北京金融资产交易所在计划存续期间为投资者提供收益权流动性解决方案并促进交易达成，实现收益权转让。



三、信托公司政信合作类业务开展情况、业务模式及面临的问题

(一) 政信合作类业务的开展情况

所谓“政信合作”，主要是指各级地方政府通过同信托公司的合作开展融资活动，以获取主要用于基础设施和民生领域建设的资金。这种业务模式有两大特点：其一是地方政府通常通过各地的融资平台公司进行商业运作，其二是在风险控制上通常需要地方政府以地方财政收入或者国有土地使用权出让收入设立担保，有的信托产品要求地方政府出具承诺书、担保函，甚至以储备土地预期出让收入担保，有时还通过当地人大将还款计划列入政府预算。

政信合作模式的产生始于2008年万众瞩目的4万亿元计划。为了应对经济危机，国家推出了4万亿元的经济刺激计划，而地方政府为了寻求基础设施建设的配套资金，自然产生了强烈的融资需求。对应各级政府的各级地方融资平台相继成立，它们帮助地方政府通过信托公司进行融资，这种方法回避了向商业银行贷款的烦琐程序和严格监管，使得政信合作的融资模式迅速风靡，政信业务也蓬勃开展起来。

地方政府强烈的融资需求是政信合作类业务产生和蓬勃发展的根本动力。政信合作类业务集中的基础设施建设领域有着耗资巨大、周期较长，且直接商业回报不足的特点。但从另一方面来考虑，基础设施建设不仅能拉动经济，而且其本身更可能是政府政绩的直接体现，对于社会发展和民生改善的意义也不言而喻。分税制改革之后，地方财政在进行地方基础设施建设时面临着融资问题，信托的融资功能在这个时候适时地发展起来，为地方政府提供大量优质资金。业界人士表示，相较于传统的银行融资渠道，近些年地方融资平台的信托融资规模已经接近甚至超过银行融资规模。

对于地方政府而言，政信合作类业务模式可以顺利融资，而对于信托公司而言，它通过政府开拓了自身的业务范围，局面上是一个完美的双赢结果。但是，无论是对于投资者还是信托公司，至关重要的无疑是地方政府的偿债能力以及信托产品所面临的风险。

2014年第二季度末信托公司主要业务数据显示，截至第二季度末，政信合作类业务资金余额达11079.40万亿元，相比第一季度末的10754.75万亿元，增长3.02%，同比增长37%；相比2013年末的9607.37万亿元，增幅则高达15.32%。

基础产业信托和政信合作类业务在2014年上半年获得较快发展，得益于政府的



持续性融资需求，以及国家规范政府融资行为后信托公司的产品创新，表明信托公司加大了对地方经济的支持力度，但同时也应高度警惕政府过度融资背后的风险。

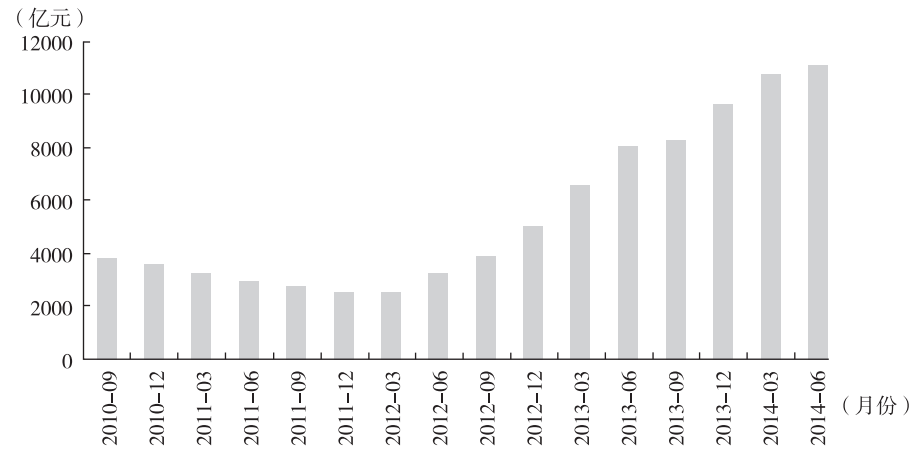


图1 政信合作类业务余额

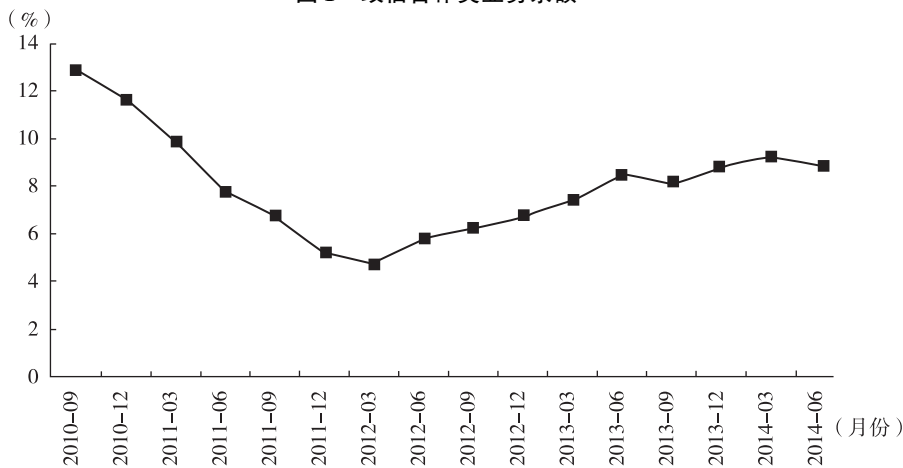


图2 政信合作类业务占信托资产余额的比例

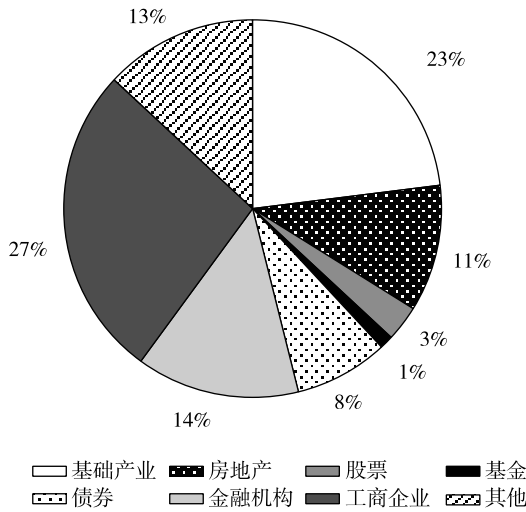


图3 资金信托按投向划分



表 1 2014 年第一、第二季度信托业特色业务余额及占信托资产余额的比例

单位：万元，%

业务类型		2014 年第二季度	2014 年第一季度
银信合作	余额	267157710	247038478
	占比	21.41	21.07
政信合作	余额	110794039	107547538
	占比	8.88	9.17
私募基金合作	余额	27874875	26132731
	占比	2.23	2.23
PE	余额	5971551.5	5289558.5
	占比	0.48	0.45
基金化房地产信托	余额	1187472	1285164.7
	占比	0.10	0.11
QDII	余额	968247.2	818750.64
	占比	0.08	0.07

（二）政信合作类产品的业务模式分析

信托公司同地方政府合作开展政信合作类业务主要采取三种形式。

第一种是由选定的商业银行发行用于政信合作项目的银行理财产品，募集的资金委托给信托公司设立指定用途的单一资金信托，信托公司作为受托人以股权投资的方式阶段性入股平台公司，将资金投入政府指定的项目，待阶段性持股期满时，由政府指定机构按约定的价格溢价回购上述股权。

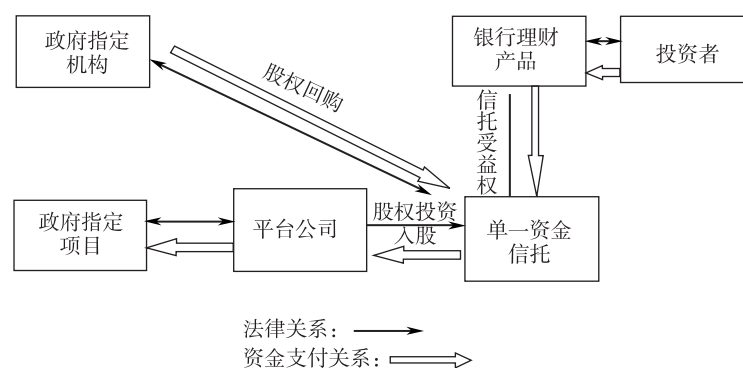


图 4 银行理财产品形式

第二种是由信托公司募集社会资金，然后把资金贷给地方政府发起的项目投资公司，而在贷款过程中引入地方政府作为第三方为信托提供担保。

第三种则兼顾了前两种操作模式，即信托计划中既有债权设计又有股权设计，采

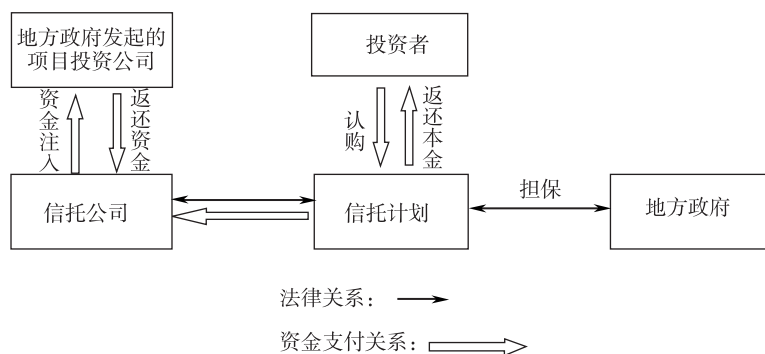


图5 募集社会资金形式

用结构化的方式运作。

第一种模式中，信托公司设计出来理财产品直接和商业银行对接，优点在于信托公司能够方便地把产品发出去，不用自己去募集资金，完成募集时间较快，规模较大；而小型商业银行期望以信托产品增强自己的竞争实力，因此在发售该类理财产品时积极性非常高。第二种模式相对于第一种产品空间更大，信托产品经信托公司直接募资能够在全国范围内发售，但是，因为信托公司的信托产品购买的个人有 50 人限制，因此发行规模一般不大。第三种模式做起来相对复杂，目前出现得不多。

（三）当前政策对政信合作类业务模式的影响

2014 年 9 月 21 日国务院发布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称 43 号文），规定融资主体仅限省级政府，融资形式仅为政府债券，融资平台公司不得新增政府债务，原有的以政府信用为担保而开展的政信类融资业务难以持续开展；同时，鼓励社会资本城市基础设施等公益性事业投资和运营，信托与政府成立 SPV 进行公益项目的开发及运营。

（1）43 号文明确规定：政府债务只能通过政府及其部门举借，不得通过企事业单位等举借，规定主体仅限省级政府，省级以下无举债权，市县可由省级政府代为举借。

（2）43 号文规定：鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营，政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则，使投资者有长期稳定收益；政府不承担投资者或特别目的公司的偿债责任。

（3）43 号文规定：剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政



府债务。地方政府新发生或有债务，要严格限定在依法担保的范围内，并根据担保合同依法承担相关责任。

(4) 预算法修正案规定举借的债务只能用于公益性资本支出，不得用于经常性支出。公益性项目是指为社会公共利益服务、不以盈利为目的，且不能或不宜通过市场化方式运作的政府投资项目。公益性项目包含但不限于以下几类：(1) 城市开发、基础设施建设项目：包括城市基础设施建设、市政建设、园区开发、建设等；(2) 土地开发项目：包括土地整理、土地储备管理等；(3) 公益性住房项目：包括棚户区改造、保障房、安居房、安置房、经济适用房、廉租房等；(4) 公益性事业：包括垃圾、污水处理、环境整治、水利建设等。

(四) 政信合作类业务的展业环境与面临的问题

1. 展业环境：新型城镇化背景

新型城镇化的比例每增加一个百分点将有 7 万亿元的内需，城镇化的融资需求主要体现在以下几个方面。

第一块是基本建设的融资需求，其中包括两方面：一方面是要解决基础设施建设的资金需求，无论是发展初期的农村还是发展较好的城镇，都有比较大的基础设施建设需求，包括水、电、气。另一方面是要解决农民进城居住保障的融资需求。这两方面的融资，除传统贷款，还需要金融创新，让多方参与。

第二块是小微企业的融资需求，因为城镇化的前提是要解决农民进城之后的生存问题，发展小微企业是一个出路。更多的金融机构应该在支持小微企业的发展方面创新更多产品。

第三块是居民的养老、医疗保障、财富增长需求，这需要金融机构提供支持。城镇化的核心是人，农民进城之后手里有资产，也会衍生出很多的消费需求。

人口红利、全球化红利相继消逝，“改革红利说”甚嚣尘上。先有十八大锁定“新四化”的改革目标，后有中央经济工作会议将“新型城镇化”单列为内需的撬杠、稳增长的引擎，而国家发改委做出“城镇化将在未来十年拉动 40 万亿元投资”的预判，更是激发地方政府的冲动，福建、云南、贵州等地纷纷出炉城镇化体系规划方案，“新型城镇化”俨然成为当下最大的改革红利。不过，此项改革虽已点题，却远未破题。

2. 政信合作类业务面临的问题

(1) 过度依赖政府信用。翻阅各种信托产品的说明书，不难发现，财政兜底的



砝码普遍存在于这些地方融资平台公司的信托计划中。这些地方融资平台公司的信托，大多有企业担保，部分有土地抵押。这些信托计划更大的卖点在于政府隐性信用的背书。事实上，平台公司贷款的整体风险有所恶化。截至2014年6月末，全国共有11632家统计在列的平台公司，其中无覆盖占比约为20%，意味着这部分平台公司自身现金流只能覆盖不到三成的贷款本息。而近500家平台公司，在退出监管名单后，因风险再次抬升，而重新回到监管名单上。

由于一般预算收入多数对应预算内支出，不能被挪作他用，因而“财政兜底”中所谓的纳入财政预算，通常是纳入预算外支出。而与此对应的土地类基金收入其实并不稳固。

尤其值得一提的是，在县城，土地出让金收入与更大的城市比起来并不高（通常远远低于总收入的一半），而税收通常占总收入的绝大部分。这意味着，还款来源并不可靠。而业内人士同样担心，出于对GDP增量的要求，习惯以投资拉动经济的政府，未来的投资支出还会不断扩大。

政信合作类信托绕开监管的“变形”通道非常多，部分区县尤甚。一种方法是应收账款证券化，即将政府的应收账款转入另一个平台公司，而这个平台公司因不在监管名单之内便可以进行信托融资，由原来受监管的平台公司进行担保即可。另一种方法是在原有平台公司下设新平台公司，将原平台公司的债权债务全部转移到新平台公司，进而绕开监管。此外，地方政府还可以通过私募基金、BT项目等方式实现融资目的。

目前我国没有地方破产机制，地方用政府信用作“背书”之后，实质是把企业之债转为政府之债，仅从投资而言风险可能并不大，但对整个财政系统来说是个大问题，理财市场是个创新型和监管套利极强的市场，尤其对于信托灵活的产品而言，单纯的监管很难。

（2）信托产品相对较短的周期与地方政府长期融资需求不匹配。资金需求方政府融资平台公司由于土地财政大幅下降，续建和新开工项目的资金难以为继，而最大“金主”商业银行的贷款闸门始终被监管机构控制，需求方不得已双管齐下，一方面被迫提高收益率将眼睛直接盯向信托，另一方面向银行施加压力，迫使银行动用表外资源绕道信托，于是成就了新一轮政信合作浪潮。

但是在政信合作类产品上存在显而易见的问题，一般的信托产品期限为1~3年，但是地方政府大部分基建类项目期限都很长，有些甚至长达10~15年，但是信托产



品到期结束后需要偿还本息，因此资金的时间性错配对信托刚性兑付的冲击存在着不确定性。

(3) 真实还款来源与项目无关，风险积聚。纵观已经成立的政信合作类产品，多数投向基础设施行业，很多还是投向不产生效益的市政工程，刚性兑付制约信托资金不可能投向长期需求，而平台公司资金多数用于基础设施项目，这实际是不匹配的。客观地讲信托资金投向平台公司，偿付资金只能来自政府财政支付或平台公司的财务弹性。但如果土地收入下降、平台公司贷款不放开，信托到期后如何偿付？

监管当局和政府目前不允许地方性债务平台公司出问题，但“云南公路投资重组”和“上海城投拖债”等事件揭示出这些项目并非高枕无忧。如果一味地寄望于政府担保，由财政埋单，到最后只能是加大了项目的系统性风险，一旦出现问题，最终吃亏的还是整个行业。

(4) 地方财政预算。伴随 2014 年偿债高峰期的来临，将会有更多类似的区县政府面临由信托融资引致的债务风险问题，地方财政过度依赖土地收入，如果土地市场出现较大波动，不能如期还债，流动性的漏洞就会出现，进而会波及整个融资平台公司的资金链条。地方举债涉及用大量短期融资去支持长期项目，杠杆化率异常高；同时项目本身没有足够现金流覆盖资金成本，使得地方融资平台公司面临流动性风险和清偿能力缺口，会进一步对理财产品和影子银行体系产生冲击。

四、地方经济发展的整体金融解决方案：区域发展基金

(一) 区域发展基金的设立与组织模式

区域发展基金有助于解决以往政信合作类信托存在的问题。如传统融资型业务受政策限制较大，业务发展潜力有限；信托公司缺乏主动管理能力，长期远离项目端使得信托公司无法有效控制业务风险，项目经营能力无法提高，议价能力降低；以个体项目为基础的单一业务方案难以解决区域经济建设发展的长期融资需求，业务收入缺乏可持续性。同时，区域发展基金有助于拓展信托公司与地方经济的合作深度，使得信托公司可全方位参与区域经济发展规划，通过参与地方土地流转安排、基础设施建设和主题产业投资等，提高信托公司服务经济发展的能力。

区域发展基金，广泛吸引社会资本共同参与，以民生、规划、产业、环保等城市发展要素为核心，以政府优惠政策为保障，以市场化运作为基础，实现“最小风险、适中收益、最好品质”。



1. 运营模式

(1) 基金通过和地方企业合资成立项目公司或子基金，负责城镇发展相关领域的投资，投资方向包括国家重点发展的战略性区域、城乡统筹、棚户区 and 城中村改造、国企搬迁改造等领域。子基金或项目公司作为种子项目投资运作主体，对城市发展相关产业进行市场化运作，自担风险，自负盈亏。

(2) 基金持股比例一般不超过 49%。基金参股不控股，但对重大事项享有一票否决权，并向项目公司委派相关的关键管理岗位，以参与项目公司的管理运作。

(3) 基金以城镇综合运营的方法来主导城镇建设，强调统一规划、统筹实施，结合国内外一流城镇发展战略联盟伙伴的运营优势，对城镇区域进行整体综合开发，这种新模式的探索和实践有助于真正实现科学规划、改善民生、发展产业、弘扬文化等目标，促进城镇发展的整体性、协调性和均衡性。

2. 盈利模式

(1) 基金层面。基金通过所投资的项目公司或子基金的每年股权分红及项目公司的清算、股权转让、资本市场上市等获得基金股权投资本金和收益的回流。

(2) 项目层面。主要通过以下方式获得盈利。

①主要来自政府授予城镇区域内的各种经营特许权的经营收益，包括城市区域综合开发所得收益、基础设施运营以及特色产业发展收益等。

②将部分基础设施运营和特色产业发展领域的股权或资产转让，形成股权或资产转让收益。例如，加油站、油气管网项目向石油公司转让，将污水处理、垃圾回收和处理项目向环保经营公司转让，将文化创意、户外广告经营权等向文化公司转让，将有线电视运营项目向有线网络提供商转让等。

③资本市场上市实现收益。选择投资区域内上述经营性基础设施和特色产业中的优良资产，进行打包，并在资本市场上市，实现资产增值收益。

④基金投资区域内因获得地方性税收减免而形成的收益。

3. 区域发展基金投资方向

基金主要投向以下领域：

(1) 国家战略，即国家重点发展的战略性区域。

(2) 民生改善，即涉及城乡统筹、棚户区 and 城中村改造、国企搬迁改造等领域。

在具体项目的选择上，基金原则上将按照如下标准进行种子项目的筛选：

(1) 一线城市，如北京、上海、广州、深圳，以上地区市场发达、收益较好、



风险可控。

(2) 省会城市，这些城市是区域中心，也是未来人口聚集核心城市，产业发展空间大，需求稳定，市场风险小。

(3) 其他重点城市，包括每个省区经济总量排名前五的城市以及拥有自然禀赋的旅游文化圣地、国家级战略区域等。

4. 区域发展基金独特的战略联盟模式

区域发展基金致力于推动建立中国城市发展战略联盟。具体做法是把城市建设和发展涉及的所有重要领域进行梳理和细分，邀请每一细分领域的国内外一流运营机构加入进来，共同参与城市新区的规划、建设和运营。

(二) 信托框架下的区域发展基金构建

1. 区域发展基金构建路径分析与探讨

对于以上分析的政信合作类业务面临的问题以及中国地方经济发展的切实需要，事实上金融机构可以考虑整体金融解决方案：投研驱动的基于区域经济发展前景和未来现金流预期的基金化产品架构和投资模式。

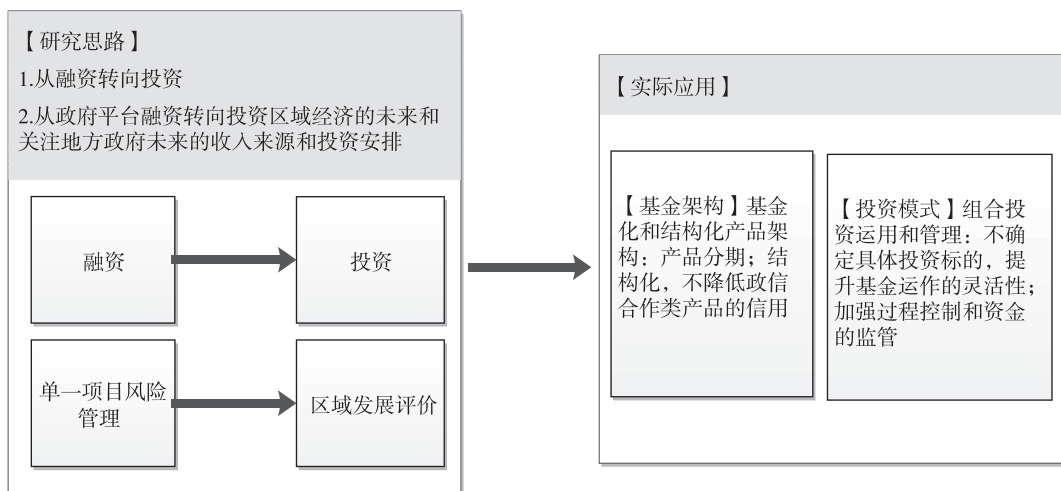


图6 区域发展基金构建路径

(1) 融资到投资的思路转变。基于政信合作当前的展业环境与面临的问题，政信合作可以进行思路上的转变：从以往的融资方式转变为投资方式。

信托是做资产配置，根据风险偏好，它可以配置房地产、证券等，而不是主观要为融资方解决问题。信托公司要定位于理财，为后端财富管理服务。

在宏观经济形势不好的情况下，信托公司的资产配置可能会发生变化和调整。由



于资产价格走低，且资产变现通道没有以前顺畅，信托公司在确认资产价格的时候需要做微调，配置的资产价值一定要高于市场价格，把风险控制、交易管理尽可能往前端移，并密切关注存续期间的产品管理，出现市场波动的情况下确保到期信托产品配置的资产可以变现，或及时处置可能出现的风险。

(2) 从政府平台公司融资转向投资区域经济的未来和关注地方政府未来的收入来源和投资安排。政信合作类信托产品的融资方一般是政府的各类融资平台公司，政府融资平台公司负责城市基础设施建设、城市开发等，地方债务审计将隐蔽在地方融资平台公司上的政信合作类信托产品推到了风口浪尖。如果从政府平台公司融资转向投资区域经济的未来和关注地方政府未来的收入来源和投资安排而构建区域发展基金，对区域经济发展与中国城镇化建设将更有现实的意义。

在新兴城镇化建设方面，信托业的投资机会很多。

第一，城镇化初步规划涉及全国 20 个城市群、1 万个城镇建设，在智慧城市、网络城市、智能交通发展方面，以及在城镇通信、供水、供气、景观基础设施方面会产生大量的投融资需求，而且这些工程未来都能给政府带来稳定的现金流，基于未来现金流，信托公司完全可以通过金融创新和产品创新构建区域发展基金，更好地服务于中国的经济转型，为区域经济的发展提供金融支持。

第二，在城镇化过程中，由于拆迁补偿、工作机会等多种原因，居民收入大幅增加，直接刺激新兴城市人口对于理财的各种需求，从而能够促进财富管理业迅速发展。

第三，城镇化可以进一步推动现代服务业发展。中小企业产业集群的出现和扩张，使农民工可以稳定就业，农村劳动力真正转化为城市居民，城市化需要金融业给小微企业提供相应的支持。

第四，城镇化过程中需要在民生领域加强社会保障，金融业可以满足住房贷款、养老保险、医疗保险、养老金业务、资金托管业务等一系列服务需求。

(3) 采取组合投资运用和管理，不确定具体投资标的，提升基金运作的灵活性，加强过程的控制和资金的监管。区域发展基金运用组合投资管理，基金运作灵活，此时过程的控制与资金的监管非常重要。我们可以借鉴国外的模式。

国外的信托范畴更为广泛，部分私募基金便是基于一定的信托契约关系建立起来的代理投资，此类基金可称为信托式私募基金。而对于信托资产的安全，则是通过引入第三方制衡的方式加以管控。



国外信托基金多采用多元化结构。在投资者作为信托委托人将资金交由信托基金后，会由专业的基金公司进行投资，但会要求信托资金必须托管至银行，并引入第三方审计机构加强监管。资金发放均由基金经理授权银行操作，需先向银行提供齐全的文件，并声明资金的正当用途，银行必要时还需对此做出核实，且每一笔资金的流出都需要知会包括投资者在内的所有关联方。

这种多元化的结构会让信托产品更加安全，因为多个非利益相关方之间可以有效地形成制约。此外，国外的尽职调查一般也会聘用第三方机构进行。

2. 不同模式的比较分析

区域发展基金主要有三种模式：第一种是有限合伙嫁接信托计划模式，第二种是类似于地方产业基金的模式，第三种是城市发展基金模式。

有限合伙嫁接信托计划模式是基于区域经济发展前景和项目未来现金流预期的基金化产品架构和投资模式。产品分期发行，公众资金认购优先级部分，地方政府融资平台公司认购劣后部分，保证优先级资金安全，该结构下不确定具体投资标的，可以选择收益（有现金流）项目，提升资金运作的灵活性，加强过程控制和资金监管。

地方产业基金模式。目前地方产业基金中，既有行业性的产业基金，如无锡发起设立的国内首个软件及服务外包产业私募基金——中华软件服务投资基金、浙江省首个国有文化产业投资基金——东方星空文化基金，也有分投资阶段的基金，如连云港组建的创投基金（重点投资于具有良好成长性的初创期科技型中小企业）。同时，此批设立的产业基金在区域的覆盖面上也更广阔，既有浙江等沿海地区，也有重庆等西部地区。

城市发展基金模式。城市发展基金简而言之就是为城市发展提供资金支持的基金，专门投资于城市整理、基础设施建设、房产开发甚至特许经营权等领域。有别于传统政府基础设施类信托产品主要以融资为主且多投资单一项目，城市发展基金以为城市发展提供资金支持为目的，采用基金化的运作方式，通过对不同区域、不同项目的组合投资，既能在投资中获得稳定收益和化解局部风险，又能为地方政府推动城市发展提供持续、全面、总体的资金渠道。

区域发展基金都是基于城市发展、区域发展规划提供资金支持，具有期限长、规模大的特点。但是这三种模式在投资方向、产品设计方面各有不同。

第一类主要是投资城市土地整理和基础设施建设，期限长、收益高、规模大，形



式灵活,以基金理念、信托形式运作财产权项目是其特点。资金运用可采用债权、股权和夹层融资等多样化方式。其中,债权投资为规避平台类公司贷款的限制,根据项目未来稳定的现金流,可以将项目进行资产证券化,盘活资产,进行金融创新。

第二类主要是基于地方产业发展而设立的基金,主要投资行业性产业、政府扶持的高新技术型产业、文化产业等,基金的设立形式较之前单一的中资产业基金也进一步灵活,开始出现合资产业基金,甚至还出现了国外募资投资国内企业的基金。

第三类主要投资城市土地整理和基础设施建设,期限长、收益高、规模大是其主要特点,政策性银行、信托公司和依托地方政府或大型国企的 PE 公司均发起过此类基金,以基金理念、信托形式运作财产权项目是其特点,少量信托公司有涉及。

(三) 实践中潜在的重点与难点

实践中潜在的重点与难点包括区域经济发展前景的整体分析与判断,地方政府财政、土地等收入情况的预测,组合投资与预期收益率的测算,地方政府投资冲动的合理抑制,短融长投导致的销售问题如何解决,产品到期的还款安排以及存续管理问题。

1. 区域经济发展的不确定性

(1) 宏观经济形势。当前经济形势依然比较复杂,但总体有所好转。2014 年上半年 GDP 增长 7.4%,连续两个季度回落。下半年经济触底回升的可能性较大,第二季度很可能是 2014 年经济的低点和拐点,第三、第四季度将会企稳回升。总体判断,下半年经济会企稳回升,全年 GDP 增长 7.5% 左右。

从国内因素来看,支撑我国经济企稳回升的因素依然存在。近期我国频频出台促进消费、稳定外贸、简政放权、完善市场环境等的一系列“微刺激”举措,周景彤预计,在政策支持下,城市地下管网、污水处理、铁路地铁、智能电网等投资建设将明显加快。从政策、土地、价格、成交等多因素判断,预计 2014 年下半年房地产市场依然向好,将带动房地产投资、消化过剩产能和拉动经济增长。

(2) 货币政策。6 月中下旬,货币市场出现流动性紧张局面,这是多种因素共同导致的短期偶发现象。下一步,国家将把稳增长放在更加突出的位置。配合稳增长的需要,货币政策将继续维持稳健,适时适度预调微调。

人民银行将综合运用正、逆回购、中央银行票据、公开市场短期流动性调节工具(SLO)等多种流动性工具,保持市场流动性的合理稳定。当前实体经济增长的内生动力不足,市场有降息的预期和诉求,但房价上涨压力较大,制约了人民银行降息的空间,预计近期存贷款基准利率将保持不变。



(3) 产能过剩。中国之所以容易发生产能过剩问题，是因为 30 多个省（区、市）的产业规划雷同性非常明显，各地五年规划都是把投资放在主要的位置，因此产业的重合度就会很高，这样就容易造成资源浪费。

按产能利用率低于 80% 为过剩分界点看，当前产能过剩最严重的行业是电解铝（58.6%）、光伏（<60%）、造船（60%）、电石（61.6%）、水泥（67.1%）、焦炭（69.4%）等。而相比传统工业的库存去产能，新能源的结构性去产能背后恰是政府超前规划和产业结构畸形种下的恶果。光伏产业就在政府鼓励和支持下踏上不计成本投资的歧途，偏偏这个产业的原料、需求“两头在外”，结果欧洲市场一熄火，直接导致中国产能过剩。加之，电网输电、价格机制等均未理顺，新能源还没能入网发电就已在地方利益博弈下成为牺牲品，内蒙古风电的“窝电”甚至“弃电”已是明证。

如果政策层在抑制产能过剩方面加大调控力度的话，短期内地方投资将有相当程度的减少，这也是决定未来区域经济发展或者是地方经济发展非常重要的因素之一。

2. 地方政府财政、土地等收入情况的预测

纵观已经成立的政信合作类信托产品，多数投向基础设施行业，很多还是投向不产生效益的市政工程，这就带来两个很明显的问题，一是资金的时间性错配对信托刚性兑付的冲击，二是真实还款来源与项目无关。

因此对于政信合作类项目的实质风险考察，从对项目的考察移向对政府财政能力、信用的考察，可是当我们面对全国人大常委会将项目纳入财政预算（实质是在一般预算外）、政府财政收支报告时，困惑也席卷而来：

(1) 财政预算收入中的一般预算收入可靠，可是多数对应预算内支出，不能被利用。

(2) 土地类基金收入波动浮动明显，同时无法知道地方政府的用地规划、指标，对未来预测缺乏依据。

(3) 政府及平台类负债只能依靠融资人提供，对于政府年度偿债支出缺乏可靠数据。

(4) 出于对 GDP 增量的要求，习惯以投资拉动经济、寅吃卯粮的政府，未来的投资支出会不断扩大等。

收入预测缺乏准确性，对于投资、筹资性支出同样难以判断，因此会形成从可支配财政数据和增长率看具备还款能力这样一个含糊的结论，实际上项目安全已经依赖地方政府的信用。

3. 地方政府具有相对的投资冲动

地方政府的投资冲动来源于多方面的压力，由于中国社会的普遍共识认为“城市



化是经济发展和扩大内需的一个重要动力”，因此地方政府仍然希望利用传统的城市空间扩张的方式，通过搞产业园区、新区、特区建设等一系列大项目，来拉动地方经济。事实上，单纯靠投资是不可持续的。

中国经济长期以来就面临结构失衡问题，如果继续加大投资，将使原本就阻力重重的经济“转方式、调结构”举措落实起来“难上加难”。

毋庸置疑，中国经济的增长主要还是需要靠实体经济。但现在中国存在着一个怪现象，就是在实体经济成分中，若把资源型产业、垄断型产业剔除出去，则投资利润率并不是很高。反而不搞实体经济的产业的投资利润率很高，不可否认，投资在拉动中国经济增长中发挥了非常重要的作用，尤其在出口与消费需求双双疲软的情况下，拉动经济增长的“马车”仍需依赖投资驱动。

目前，一些中西部省份在承接东部转移产业的过程中，继续保持“粗放式”投资规模。一些分析人士认为，以内陆型经济为主导的中西部省份，其出口和消费能力都比较弱，在进行产业结构升级以前，仍然需要依靠投资。此外，一些投资计划有明确的投资领域和方向，具有结构优化的迹象。从目前各地的投资取向来看，有一部分涉及产业升级和城镇化，这对未来中国经济发展布局将会产生正面影响。

对于政府投资的约束，中国经济的行政优势应该发挥作用，在建的政府项目按照轻重缓急，能停的应先停一部分。由此产生的财务成本对于一个拥有百万亿元规模资产的强政府经济体，完全可以用“时间换空间”的方式来处理。同时，地方政府应该少干预市场，少对市场投放或回收大量资本，应以政策引导为主，减免税费负担，形成公平的市场竞争环境，真正发挥民间资本的作用，让经济拥有可持续发展的动力，这才是根本。

4. 短融长投，期限不匹配

不少信托理财资金投向了房地产、公路等领域。至于量有多大、风险积聚到什么程度，就像平台公司贷款一样，是笔糊涂账。这类理财产品存在不少短钱长投现象，将资金滚动投向房地产、地方政府融资平台公司等。

这犯了风险管理的大忌，即短融长投，期限不匹配。一旦所投资项目受到调控或政策变化影响，或者流动性抽紧，就会产生较大的风险，在经济形势向好的时候或许问题并不大，但是如果进入紧缩经济周期，风险可能就要暴露出来。

目前，银行将贷款打包为理财产品，都是通过银信合作的形式。贷款是以理财产品形式呈现的，因为不占用银行的信用额度，银行帮信托公司从个人投资者募集资



金，再通过信托公司贷款给借款公司，比如地方融资平台公司等。通过此方式，将表内业务转为表外业务。

（四）区域发展基金案例解析——中海·国开城市发展基金集合资金信托计划

2011年6月国开金融（国家开发银行子公司）、中海信托、昆仑信托联合设立国开城市发展基金，总规模为500亿元（一期为100亿元），主要投资与城市发展相关的产业（包括城市区域功能规划开发、产业基地建设、城市发展固定资产投资、基础设施建设等），目前来看主攻土地整理并进行一、二级联动开发。一般采用与地方政府及其控股公司成立子基金或合资公司的形式在城市一定区域内进行土地整理、基础设施建设、房地产开发投资。

（1）交易结构。在城市发展基金层面，中海信托、昆仑信托和国开金融设立开元公司作为GP，同时各自以信托计划或自有资金作为LP进入基金，其中国开金融资金劣后于信托计划资金退出，承担有限保本义务；在具体投资项目层面，城市发展基金与地方政府控股企业合作（基金占项目35%~49%的股权）直接投资项目或通过设立子基金投资项目。

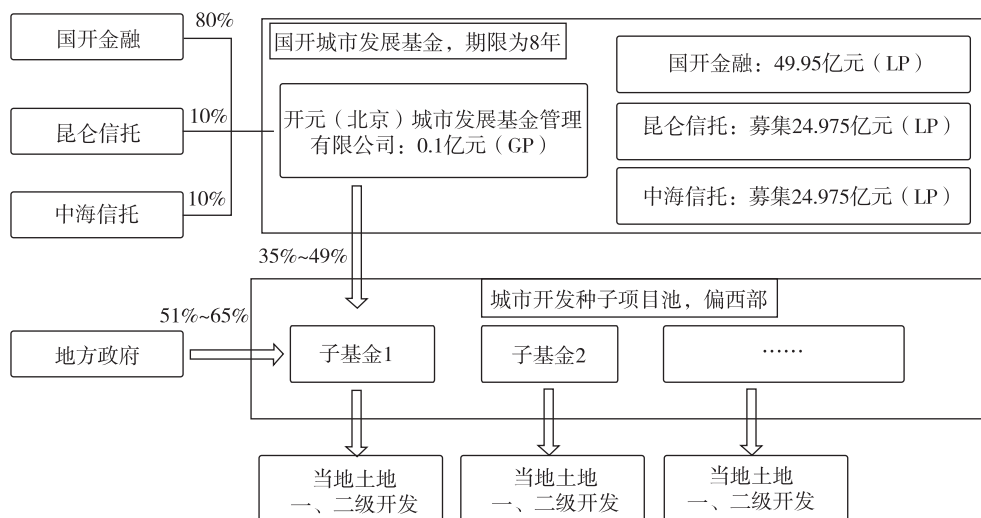


图7 中海·国开城市发展基金交易结构

（2）盈利模式。

①土地一级开发：土地出让收益除上缴国家部分，地方所得大部分（80%以上）返还项目公司。

②土地二级开发：项目公司可优先（甚至以土地整理成本）获得区域内优质地



块进行商业开发。

③基础设施建设：以 BT 模式承担区内市政工程、基础设施项目，建成后由地方政府回购。

④税收优惠：地方政府返还与项目土地一、二级开发相关的税收，例如享受营业税和所得税本级财政留成部分返还。

⑤特许经营权、地方政府授予项目公司在区域内的新建道路冠名权、停车收费权，以及户外广告、公交线路、加油站及附属设施经营权、新建建筑市政入网受益权等。

(3) 城市发展基金退出途径。通过资产打包上市、商业开发、权益转让、清算等方式退出。如果退出期内还有存量资产，以评估值为准退出，信托投资人优先以现金方式退出。

(4) 项目风险分析及防范措施。本信托投资于基金的有限合伙份额，属于纯投资类信托产品，主要风险如下。

①政策风险及其防范。信托计划可能受到国家关于货币政策、财政税收政策、产业政策、投资政策及相关法律法规的调整与变化等影响而提前终止、延期，信托财产的收益可能受到影响，甚至发生本金部分或全部损失的可能。

基金是融合民生、规划、产业、环保、交通等城市发展要素的一揽子综合开发产品，符合党中央、国务院关于加强城镇化发展进程的战略决策。若政策发生较大变化，基金可通过提前结束或向合作方转让所持权益等方式退出。

②管理风险。信托计划受托人作为有限合伙人并不直接参与管理基金的运作，基金主要由基金管理公司执行管理，同时，基金的后续投资管理也主要由基金管理公司执行。

受托人作为基金管理公司的股东之一，向基金管理公司委派投资委员会成员，有效参与和监督基金的重大投资决策，同时，本基金将会同市场化合作伙伴，委派高管，实质性参与其运营管理，这样能够有效控制项目管理风险。

③流动性风险。本信托产品的存续期为 6 + 2 年，存在一定的流动性风险。

本信托产品的受托人联合北京金融资产交易所推出专门为本信托产品设计的信托份额交易平台，为投资者交易转让其持有的信托份额提供公开挂牌交易场所，为投资者在信托计划存续期间随时退出交易提供服务。

(5) 风险控制。



①在城市发展基金层面，国开金融资金劣后于信托计划资金，先行分配收益及退出信托计划。

②在投资具体项目层面，项目以其收益首先保证城市发展基金收益（12% ~ 15%），在项目收益不足时，大股东（地方政府控股公司）负责补足，若仍不足，则由地方政府补足（如通过税收返还和财政奖励措施，或者采取委托代建方式支付）。

③地方政府（或大股东）拿出相应的收储土地质押其出让收益给城市发展基金，以确保城市发展基金投资本金与收益安全。

④城市发展基金的投资主要表现为土地整理成本，土地上市交易形成的收入扣除相关税费后返还给项目公司，实现盈利。

⑤土地整理成本高于或者出让价格低于约定，均由大股东负责承担和补足，以保证项目收益。

（6）点评。

①国开城市发展基金主要定位于城市一级土地开发，利润较高（通常高于50%），达到信托计划宣传中15% ~ 30%的收益率完全具备可能性，但受政策和合作对手（地方政府）的信用影响较大。

②信托计划作为LP投资期限较长（8年），其间流动性非常缺乏，虽然提出信托受益权可以通过北京金融资产交易所平台实现转让，但实际效果非常不确定。

③该基金运作模式涉及国资背景、地方政府、土地储备等诸多方面，其中含有政策法规不清晰的地方，操作中有被认定为违法违规的风险。

（7）运行状况及问题。从目前来看，该基金运作中一直传出各种问题，许多地方仍有疑问，具体如下。

一是基金规模。首期基金计划募集100亿元，而截至2012年9月实际募集规模仅为12.1亿元。

二是投资项目。一方面，昆仑信托的信息显示，截至2012年9月，城市发展基金仅投资了两个项目，与2011年推介时的说法完全不同（全国20多个省市56个种子项目，其中12个项目已经启动，39个项目的前期工作已经推动，5个项目即将启动）；另一方面，截至2013年3月，国开金融仍在全国范围内与各地方政府发起设立城市发展基金。

三是信托计划的合规问题。中海信托、昆仑信托在推介期由于夸大收益、忽略风险的不规范行为受到监管部门警告，并被监管部门认为信托计划过于依赖国开金融而



对项目掌握不够深入。为此 2012 年末，银监会非银处叫停了该项目并要求各地方银监局核查整顿。

四是国开城市发展基金存在的问题。第一，基金可能被架空。2011 年中海信托、昆仑信托在推介材料中提到的项目，大部分在设立该基金前，便已为国开金融所掌握，而成立基金后，国开金融又与其他机构成立了规模约 120 亿元的股权投资基金，从事的业务类似国开城市发展基金。第二，基金存在合规问题。具有国资背景的企业是否能担任 GP，发改委、工商局和中国证监会的标准不一，国开金融、中海信托和昆仑信托均有国资背景，其设立的开元公司按发改委规定不能作为城市发展基金的 GP，而按工商局和中国证监会的标准则可以。

(8) 项目意义。基金将以大片区的综合开发为基础，服务于国家城市化战略，支持各地经济社会发展，探索建立中国城市发展新模式。基金设立的意义如下。

①改善民生福祉。基金将会同具有社会责任和优秀品质的市场化机构，共同参与保障性住房建设，让拆迁农民和城市低收入人群能住上高品质的安居房。对于涉及城乡统筹的项目，基金还将积极支持相关的农民就业培训、生态农业、乡村发展项目，力所能及服务民生需要。

②实现科学规划。基金将依托城市发展战略联盟，在项目前期不仅引入一流的规划设计机构，还引入有意愿和有能力参与城市开发的优秀市场化机构共同参与规划制订，提出优化意见；待土地条件具备后，全体合作伙伴同步实施建设，这样既有助于加快区域开发进度，也有助于市场化合作机构控制投资风险，实现稳定收益。

③促进产业发展。基金将充分利用国家开发银行和国开金融自身的资源优势，结合地方产业定位，在保护、规划、利用、更新的基础上，帮助地方政府引入优质产业项目，大力发展以创意产业、商业娱乐、文化旅游为主导的第三产业，特别是支持中小企业、高科技企业，为城市发展注入产业动力。

④完善交通体系。基金将与国家有关主管部门和市场化机构合作，优化城市交通布局，帮助具备条件的城市建设地铁、轻轨、有轨电车等轨道交通系统，并对站点沿线和周边地区进行综合开发。

⑤弘扬传统文化。基金将致力于在城市新区中，推动中华传统建筑文化、理念、元素的传承和发扬，特别是在具有历史文化传统的城市，更要突出自身文化特点。

⑥建设未来城市。基金将在城市新区的建设中探索运用新理念、新能源和新技术，特别是推动智慧城市、绿色城市的建设。基金已经和美国思科公司签署战略合作



协议，在国内推动建设智慧互联城市。同时，基金与国内外的绿色建筑组织、节能环保机构洽谈合作，努力把绿色环保的先进理念、机构和产品引入城市新区的建设。

五、可行性方案研究与政策建议

（一）可行性方案研究

有限合伙嫁接信托计划模式是基于区域经济发展前景和项目未来现金流预期下的基金化产品架构和投资模式。产品分期发行，公众资金认购优先级部分，地方政府融资平台公司认购劣后部分，保证优先级资金安全，该结构下不确定具体投资标的可以选择收益（有现金流）项目，提升资金运作的灵活性，加强过程控制和资金监管。

1. 区域发展基金模式

（1）区域发展基金采取基于区域经济发展前景和项目未来现金流预期的基金化产品架构和投资模式，构想的模式为“有限合伙嫁接信托计划”。

（2）由于有限合伙企业具有独立法人资格，在项目退出时具有一定的便利性。

（3）由于区域发展基金期限较长，因而由信托公司滚动发行若干期信托计划，满足基金扶持区域经济发展的需要，根据期限进行项目匹配，募集的资金认购区域发展基金的优先级份额。

（4）地方政府融资平台公司以可估价资产认购区域发展基金的劣后部分，保证优先级资金的安全。

（5）优先级份额与劣后份额共同覆盖区域发展基金的有限合伙份额。

（6）保管银行对信托财产进行保管。

（7）区域发展基金进行组合项目投资和管理，资金运作灵活，运作过程中考虑引入独立的第三方审计机构对基金的运作加以监管。

（8）进行项目投资时，可针对有稳定现金流的项目进行资产证券化，提高资产的流动性，降低融资成本，提高募集资金规模，降低营销难度。

2. 区域发展基金分期运作

（1）信托公司成立区域发展基金信托计划Ⅰ期，所筹资金注入地方融资平台公司，或者和地方政府共同成立项目公司，进行项目投资。

（2）地方融资平台公司转让应收账款收益权，用实物资产抵押，以保证信托计

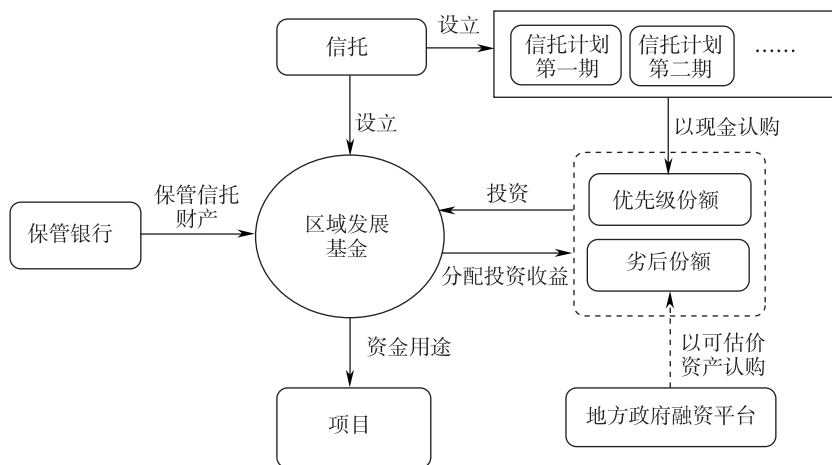


图8 区域发展基金模式

划实施的安全性。

(3) 地方政府委托地方融资平台公司或者与信托公司共同成立项目公司进行项目建设，项目建成后，对项目进行回购。

(4) 其他融资平台公司为区域发展基金信托计划提供连带责任担保，为区域发展基金信托计划增信。

(5) 区域发展基金信托计划 I 期结束后，由地方政府还款。

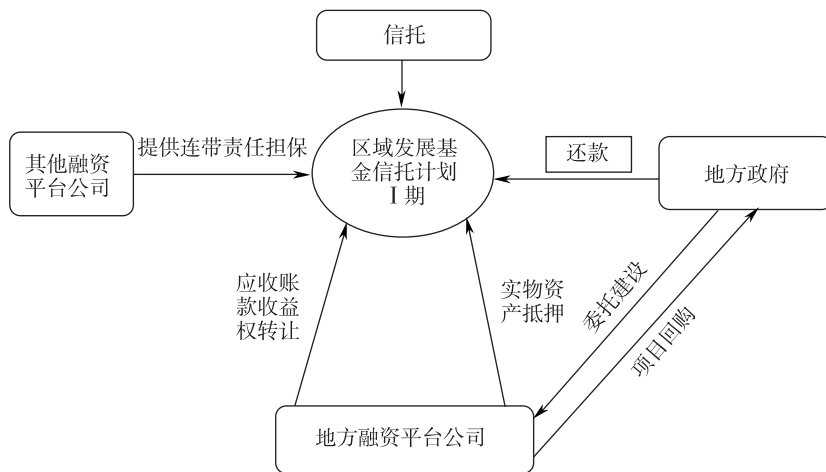


图9 区域发展基金分期运作模式

3. 区域发展基金的相关建议

(1) 区域发展基金的运作建议。有限合伙模式在法律上应无障碍，目前运用有限合伙模式多是因为缺乏适合的投资平台，或者需要借助投资顾问的管理能力，同时



此模式可以规避监管限制，例如房地产业务中的“432”规定，以及地方土地储备中心只能通过债权投资计划融资等。

在区域发展基金业务中，如采用有限合伙模式，则需研究如何防范 GP 道德风险，同时具体业务中更应注意项目来源、增信和担保措施以及交易结构的安排。在此模式下，信托公司的募集资金以 LP 方式与城市建设企业共同组成合伙或公司型基金，基金投入市政开发以及配套设施建设等方面，开发经营收入、租金和应收款构成基金收入并形成信托收益。

(2) 区域发展基金的监管建议。区域发展基金监管的核心应由发起人转向管理人。目前国内产业基金处于试点阶段，基金和管理公司都需要特批。国际经验表明，在基金结构中，最重要的主体是基金管理人，基金管理人对基金的运作起着至关重要的影响。今后，对产业基金监管的重心应由发起人向管理人转移，试点阶段也可以考虑先特批若干家由国内外一流机构发起设立的管理公司，然后由这些管理公司根据国家政策和市场需要去募集设立基金，以充分利用市场化机制配置资源和避免地方政府色彩。在现阶段，我们也可以积极从国外引进具备国际先进经验的基金管理人，学习国际基金运作的模式，带动国内产业基金的发展。

优秀的基金管理人能够通过专业优势挖掘资产的内在价值，能否为基金投资人提供增值服务是基金成功与否的关键。目前在国内发展产业基金的试点阶段，更需要慎重地选择专业的基金管理团队，注重考察基金管理人的增值服务能力，这种能力是区分基金管理人优劣的重要标准。

(二) 区域发展基金可能面临的问题及相关政策建议

1. 区域发展基金可能面临的问题

区域发展基金对信托公司的主动管理能力提出了较高的要求。信托公司需对区域经济发展前景做出整体分析和判断；需根据投资收益要求，匹配项目质量和风险收益，提升项目投资收益和效率；需利用信托计划和合作框架约束地方政府投资冲动，合理配置交易对手的资金运用。在投资决策方面，区域发展资金主要采取组合投资的方式，以区域（城市）经济发展相关产业项目为主，如城市区域功能规划、产业基地建设、城市公用设施投资等，以平滑收益风险。在资金运用上，可采取贷款、股权投资和夹层基金等多种方式。在项目运作上可能面临市场风险、政策风险以及管理人道德风险等多种风险。从目前城市基金发展经验来看，区域发展基金需要在产品设计方面综合考虑以下问题：（1）信托计划的介入和退出；（2）如何控制流动性风险；



(3) 信托公司在基金结构中的定位和作用；(4) 业务合规性问题；(5) 区域投资时当地政策的风险；(6) 项目来源与资金来源安排；(7) 基金份额流动性安排等。

2. 区域发展基金相关政策建议

(1) 信托计划介入和退出。在信托计划设立阶段，可作为 LP 与城投公司共同设立有限合伙基金，信托公司应尽可能参与基金投资项目决策，若无法实现，则需有严格的信息披露和监察机制以保证投资风险可控。信托计划在信托存续期内，根据项目资金回流情况阶段性退出。

(2) 流动性风险控制。在项目端，应考虑项目风险和收益率的匹配，以及项目周期与资金来源的匹配。在资金端，可暂时采用信托计划滚动发行方式，从长远考虑建议明确区域发展基金在各地产权交易所的可流通性，引入具备长期投资意向的社会资本，解决信托计划流动性问题。

(3) 信托公司定位。从业务发展需要来看，信托公司在基金结构中除承担受托人职责以外，还应逐步形成自主选择产业和完成项目对接的主动管理能力。信托公司不应仅仅作为融资通道，更应将此类业务视为业务转型和提升主动管理能力的路径之一。

(4) 业务合规方面。需要参考政府和公司有关平台融资的政策和规则。有限合伙模式在合规上应无障碍，具体业务中更应注意项目来源、增信和担保措施以及交易结构的安排。

(5) 项目来源和资金来源。主要是与地方城投公司合作，采取基金化模式融资。

(6) 基金份额的流动性安排。基金份额的流动性是此类业务的一个重要安排，可以尝试利用交易所平台、金融资产交易所等第三方平台进行挂牌交易。

(7) 争取政府的全面支持。一是在财政、税收上的政策支持与优惠及其他优惠政策；二是在项目操作过程中及时返还财政收益，协助办理抵质押等相关手续。担保措施可综合运用项目土地使用权抵押、平台公司股权质押以及政府承诺函等方式。

参考文献

[1] [澳] 罗伯特·J. 斯廷森、罗杰·R. 斯托、布莱恩·H. 罗伯茨著，朱启贵译：《区域经济发展：分析与规划战略》，上海，格致出版社，2012。

[2] 陈文晖、鲁静：《区域规划研究与案例分析》，北京，社会科学文献出版社，2010。



[3] 孙丽辉等：《区域品牌形成与效应机理研究：基于温州集群品牌的实证分析》，北京，人民出版社，2010。

[4] 韩凤芹、孙美楠：《欧盟凝聚与区域发展基金的发展及其启示》，载《经济研究参考》，2012（1）。

[5] 韩凤芹：《地区差距：政府干预与公共政策分析》，北京，中国财政经济出版社，2004。

[6] 崔晓青：《城市住宅开发：政府干预系统理论与实践》，北京，知识产权出版社，2012。



基于博弈论视角的信托刚性兑付及其化解

课题单位：新华信托股份有限公司

课题组成员：

张海洋 中国银行业监督管理委员会非银行金融机构监管部

孙新宝 新华信托股份有限公司



摘 要

刚性兑付现象的存在,使得信托行业定位错误的历史遗留问题得不到根本的解决。那么谁愿意成为打破潜规则的第一人,对于那些信托计划的各方当事人来说,这应该是一个各方博弈的结果。本文通过市场博弈方法对信托公司的刚性兑付问题进行分析,结果显示:所有信托公司维持刚性兑付的前提是,声誉的价值要大于兑付损失;在有信托牌照限制的前提下,对信托公司来说,其监管者承受的外界压力更大,所以降低刚性兑付的前提是加大监管成本,同时使得监管者能够依法监督信托公司的经营,而不是迫于外界压力;当信托公司选择是否刚性兑付的参考依据是信托产品价格时,在信托公司和投资者的博弈过程中,信托公司发行产品风险越低,越会将兑付作为其理性选择,那么投资者必然也会选择信托公司发行的低风险信托产品。最后,在以上分析的基础上,本文提出了改进信托业刚性兑付现状的一些建议。

关键词: 刚性兑付 声誉风险 博弈模型 信息披露 风险责任



目 录

一、绪论	598
(一) 研究背景	598
(二) 研究方法和框架	599
(三) 研究意义	600
二、刚性兑付的市场博弈——声誉风险角度	601
(一) 声誉风险的定义及识别	601
1. 声誉风险的定义	602
2. 声誉风险的特征与识别	603
(二) 信托公司之间的博弈模型	604
1. 基本假设	604
2. 基本模型	604
3. 模型分析	604
4. 结论及启示	605
(三) 信托公司与投资者的博弈模型	605
1. 模型假设	605
2. 基本模型	606
3. 模型分析	606
三、刚性兑付的市场博弈——牌照价值角度	607
(一) 信托牌照价值分析	607
1. 信托牌照的由来	607
2. 信托牌照的价值	608
(二) 信托公司与监管者之间的博弈	608
1. 基本假设	608
2. 基本模型	609
3. 模型分析	609



4. 结论与启示	610
四、刚性兑付的市场博弈——风险定价角度	610
(一) 信托产品预期收益率的影响因素	610
1. 信托资金运用的预期收益率	610
2. 信托产品费用	612
3. 信托报酬	612
(二) 信托产品的定价机制	612
(三) 信托公司与投资者之间的博弈	613
1. 模型假设	614
2. 基本模型	614
3. 模型分析	614
五、改进刚性兑付的建议	615
(一) 构建信托公司声誉管理体系	615
(二) 逐渐放宽信托牌照限制	616
(三) 提高信托产品流动性	616
(四) 促进信托产品标准化，完善信托产品定价机制	617
六、结论	617



一、绪论

(一) 研究背景

在 2007 年“新两规”颁布后，信托业的发展驶入快车道。根据中国信托业协会网站公布的数据，2008 年末信托行业资产规模为 1.22 万亿元，2012 年末为 7.47 万亿元，2013 年末达到 10.91 万亿元。2008—2013 年信托行业资产规模年均增长 52.7%，如此惊人的增长速度是其他任何行业所无法企及的，信托行业也因此超过保险行业成为了国内管理资产规模仅次于银行业的第二大金融业态。

2009 年以来，在我国宏观经济形势并不理想的背景下，为什么信托业却能够逆势而上呢？笔者认为，一方面是在我国的货币体系中，银行是实体经济资金供给的主体，但是在经济下行阶段，银行对外发放贷款是相对谨慎的，这就造成了市场中资金供给量的下降，但是实体经济对资金的需求量在经济下行时却有增无减，因为企业的盈利状况不佳，所以需要更多外来资金以支付固定的运行成本，因此，信托作为银行融资的补充得以快速发展；另一方面，股票等金融资产近年来的表现不是很理想，而债券类产品虽然收益相对固定，但是收益率无法赶上信托产品，并且信托产品往往具有隐性背书——刚性兑付的特点，因此相对其他金融资产而言，低风险、高收益的信托产品成为投资者的首选。

所谓刚性兑付，是指信托产品按照合同约定的期限到期之后，无论所投资的信托项目运行情况如何，信托公司都必须按照合同中约定的收益率向投资者支付本金及投资收益。信托产品所提供的较高收益率，主要是因为融资主体的融资成本较高，这是市场选择的结果，因为一般企业只会在得不到银行贷款的情况下才会引入信托资金，但是刚性兑付现象却是中国市场所特有的。

从理论上来讲，信托产品作为一种理财产品，主要功能是代客管理资产，而信托公司作为管理人与信托财产是绝对隔离的，这一点在法律中也是有规定的，而相应地，对于信托财产的收益问题也应该是视投资管理情况而定，收益的兑付与信托公司本身并无关系。但是目前，刚性兑付已经普遍存在于固定收益类的信托产品中。虽然在信托合同中并没有明确说明保本保息，但是在实际操作过程中并不是如此，信托公司往往会在所投资项目出现问题无法兑付时想尽各种办法完成兑付，包括请第三方介入或者发行新的产品接盘等。这种隐性条款的保障会造成信托产品的风险和收益不相匹配，很低的风险加上较高的收益，相较于金融市场中的其他资产而言，这种定价是

比较扭曲的，并且对于整个行业而言，也会造成风险的累积。

近年来，信托项目兑付压力已经多次出现。2013 年末，中诚信托“诚至金开 1 号”面临高达 30 亿元的兑付压力，虽然到最后仍然没有违约，投资者的本金也得到了全额兑付，但是产品的收益率较当初承诺的收益而言已经大大降低，这其实在严格意义上已经打破了刚性兑付。在中诚信托以及此前一系列兑付事件的影响下，市场中对于信托产品刚性兑付也展开了热烈的讨论。

（二）研究方法和框架

刚性兑付现象的存在，使得信托行业定位错误的历史遗留问题得不到根本的解决。因为在刚性兑付的怪圈中，产品的创新变得不再重要，信托的本质已经被篡改，长久的事业已经成为一种急功近利的快餐文化，甚至看不到信托的未来，从某种意义上说，信托兑付风险涉及整个信托行业的社会信誉问题，于是其成为了高悬在信托公司乃至管理层头上的达摩克利斯之剑。

那么谁愿意成为打破潜规则的第一人，并因此而进入中国金融业的发展史册呢？对于那些信托计划的当事人来说，这应该是一个各方博弈的结果。

博弈论是研究多个个体或团队之间在特定条件制约下的对局中利用相关方的策略，而实施对应策略的学科。本文将分别从信托公司声誉风险、牌照价值和定价机制三个市场博弈的角度研究刚性兑付，分别构建博弈模型，分析刚性兑付的形成过程。构建博弈模型需具备如下要素。

（1）参与者（players）：在一场竞赛或博弈中，每一个有决策权的参与者成为一个局中人。只有两个局中人的博弈现象称为“两人博弈”。

（2）策略（strategies）：一局博弈中，每个局中人都有选择实际可行的完整的行动方案，即方案不是某阶段的行动方案，而是指导整个行动的一个方案，一个局中人的一个可行的自始至终且全局筹划的行动方案，称为这个局中人的一个策略。

（3）得失（payoffs）：一局博弈结局时的结果称为得失。每个局中人在一局博弈结束时的得失，不仅与该局中人自身所选择的策略有关，而且与全体局中人所选定的一组策略有关。所以，一局博弈结束时每个局中人的“得失”是全体局中人所选定的一组策略的函数，通常称为支付（payoff）函数。

（4）次序（orders）：各博弈方的决策有先后之分，且一个博弈方要作不止一次的决策选择，这就出现了次序问题。

（5）博弈均衡：均衡是平衡的意思，在经济学中，均衡意即相关量处于稳定值。



从信托公司声誉风险角度构建两家信托公司之间的博弈模型和信托公司与投资者之间的博弈模型。两家信托公司之间的博弈模型属于典型的囚徒困境，而信托公司与投资者之间的博弈模型属于两阶段动态博弈；从信托公司牌照价值角度构建信托公司和监管者之间的混合策略博弈模型；从信托公司定价机制角度构建信托公司和投资者之间两阶段动态博弈模型。

所有的博弈模型分为基本假设、基本模型和模型分析三个部分，根据各部分的分析结果，结合我国信托业实践情况，在本文第五部分提出改进刚性兑付的建议。文章研究框架如图 1 所示。

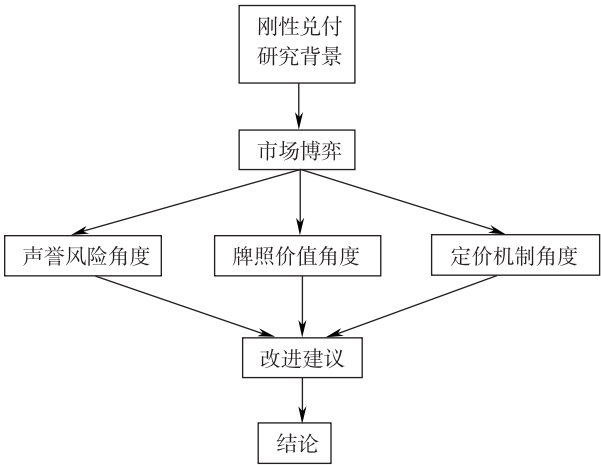


图 1 文章框架

（三）研究意义

刚性兑付的存在违背了市场化的原则，造成了金融资产定价中风险和收益的不匹配，也在一定程度上扰乱了金融市场的秩序。因为它是在特定历史条件下，市场各方博弈所产生的一个结果，是一个暂时的现象，因此只要历史条件和经济环境改变，这个怪圈就会被打破。

本文将从信托公司声誉风险、牌照价值和定价机制三个角度研究信托业刚性兑付的市场博弈过程，有利于人们加深对刚性兑付的形成原因的认识，理清信托公司、投资者和监管者在刚性兑付形成过程中的角色扮演，为刚性兑付的打破提供理论支撑。

打破刚性兑付，在短期内对局部市场，甚至对全局将形成一定的冲击。特别是在当前国际政治局势较为混乱、中国经济金融不确定性增加、人民币汇率震荡的背景下，刚性兑付被打破之后，市场可能出现的风险共振、波动性加剧、道德风险悄然滋

生等问题。但从全局、长期来看，及早打破刚性兑付是有利的。

其一，有利于金融风险的稳健释放。打破刚性兑付，就像在气球上戳了个小孔，有利于疏导市场预期，让积聚的金融风险得以渐次释放。

其二，有利于抑制信用的无序膨胀。信用的杠杆作用，在为经济增长输送了金融助力的同时也带来了危险。一方面，少部分金融中介机构滚雪球式的信用扩张，导致信用过度扩张，使得市场的风险链条变得更长、更脆弱。另一方面，刚性兑付的存在无形中提高了市场融资成本，给实体经济形成冲击。因此，打破刚性兑付有助于缓解这两种危险，抑制信用不必要的、高成本的无序扩张。

其三，有利于金融投资者得到及时的风险教育。打破刚性兑付，给广大投资者敲响风险警钟，引导投资者客观认识风险和收益之间的辩证关系，减少对收益率高低的过度关注。

其四，有利于各项金融改革深化推进。刚性兑付的靴子落地，对金融改革而言，一方面消除了一些后顾之忧，风险有序释放将给改革进一步踏入深水区创造较好的环境；另一方面也提出了更迫切的推进需要，利率市场化改革、存款保险制度推出和汇率形成机制改革有望稳健提速。

二、刚性兑付的市场博弈——声誉风险角度

巴塞尔委员会新资本协议明确将声誉风险列为第二支柱，使声誉风险成为商业银行的八大风险之一，并指出银行应将声誉风险纳入风险管理的流程中，并在内部资本充足和流动性预案中适当覆盖声誉风险。在国际上美国金融监管部门将声誉风险作为监管的重要部分，要求监管人员有效地评估银行的声誉状况，并指出声誉风险是监管者在风险评估中必须考虑的基本指标。

（一）声誉风险的定义及识别

传统的古典经济学很少讨论有关经济主体声誉的问题，这是因为声誉一般与不确定的经济环境、交易双方的信息不对称相联系，并不属于古典经济学的研究范畴。直到20世纪70年代，随着学术界对新古典经济理论的修正，以及不完全市场等相关理论的兴起，对声誉问题的相关研究才慢慢开始在主流经济学领域受到关注。声誉理论的建立与完善要归功于信息经济学和博弈论的贡献——信息经济学构成了经济学中研究声誉问题的主要框架，而博弈论则作为一种方法论，为系统和深入地研究声誉问题提供了最具逻辑性与解释性的分析工具。



金融中介作为一类特殊的企业，其声誉问题也受到众多关注，但目前关注面主要集中于银行、证券承销商和审计机构等，信托公司的声誉鲜有人提及，至今也没有一个广为接受的定义。但与证券承销商相类似，信托公司也担任着市场中一种“信息生产者”的角色，所以可借用证券承销商声誉的相关研究成果来定义信托公司的声誉。本文认为信托公司的声誉就是投资者等利益相关者对其过往业绩的总体评价。

1. 声誉风险的定义

中国银监会在2009年颁布的《商业银行声誉风险管理指引》中给出了商业银行的声誉风险的定义——“由商业银行经营、管理及其他行为或外部事件导致利益相关方对商业银行负面评价的风险”。

信托业没有对声誉风险做出专门定义，但可以借鉴商业银行声誉风险的定义。声誉风险表现为“负面评价的风险”，从形式上而言，这一定义同样也适用于信托公司，甚至适用于任何机构，但需要指出的是，信托公司的声誉风险在内涵上与商业银行有很大的区别。

首先，声誉的担保程度不同。银行的风险分担方式为风险仓储（risk warehouse），即持有风险资产使得风险在其资产负债表中积聚，因此银行是风险的直接承担者。银行的声誉即对其资产质量形成一种直接的担保。信托公司是资产管理者，其本身的破产隔离设置明确了信托公司不需要对受托资产的损失承担直接责任，但其声誉却起到了隐性担保的作用，如一家声誉好的信托公司能给予投资者信心，使其相信其委托的财产不会发生损失。

其次，声誉的表现形式不同。银行由于是风险的直接承担者，其充裕的资本金充足率、健康的资产负债表以及规模即是其维护声誉的最重要保障之一。一般而言，“大而不倒”对于商业银行基本是适用的。而信托公司的声誉和规模并没有直接关系，其声誉更多时候是建立在委托人对受托人的信任之上的。因为除信托外，没有一个法律概念在定义^①中将“信任”表述为“基础”。

最后，声誉风险的影响程度不同。商业银行在社会中扮演了最大的金融中介的角色，其职能有一定的不可替代性，偶发的一两次声誉事件对其经营的影响相对较小。信托公司则不同，由于声誉可能是投资者认购信托产品的唯一依据，当发生声誉事件后，信托公司可能因为“失信于人”而丧失原先的客户群体。

^① 《信托法》第二条规定：本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。



2. 声誉风险的特征与识别

(1) 声誉风险的特征。西方学术界对于声誉以及声誉风险都有过细致的研究，基本上可以归结为两点：一是声誉是一种无形资产（intangible asset）；二是声誉与利益相关方（stake holder）的预期有关，当实际和预期发生偏差的时候，就会产生声誉风险。因此，从以上两点来看，基本上可以将声誉风险的特征归纳如下。

第一，声誉风险是一个价值概念，并且反映的是一种相对价值。从声誉本身的资产特性来看，声誉风险反映的是声誉这种无形资产的损失（或不确定性）。很多学者将公司的声誉风险描述为股价与账面价值之差，且不讨论这种方式合理与否，这至少说明了声誉风险不同于其他风险作为成本的描述。另外，声誉风险的大小和预期的偏差成正比，换句话说，一个公司“声誉好”，并不代表它是一个“行业的领导者”，但它必然是一个符合市场预期的公司。因此，声誉风险衡量的是相对价值，而非绝对价值。

第二，与传统的风险相比，声誉风险较难量化。这里主要原因有两点：其一，由于声誉风险和利益相关方预期的偏差有关，而每个人的预期不尽相同，因此比较难将市场中所有参与者的预期进行统一分析。其二，声誉的积累和破坏都是一个缓慢的过程，“罗马并非一日建成”，因此，就单一的特定风险事件而言，很难去衡量其对整个公司的长期影响。

第三，声誉风险和其他风险具有较强的关联性。声誉风险通常不是单独存在的，通常是由于其他风险而导致公司的声誉受损。例如，信托公司从事证券投资业务，由于亏损使得预期收益率无法实现造成了声誉上的损失。而这一损失的起因则是受托资产由于市场风险而蒙受了损失。

(2) 声誉风险的识别。由于声誉风险不同于传统风险，因此其识别的过程也会有所不同。首先需要对声誉风险的利益相关方进行一个梳理，分析他们可能在公司声誉风险事件发生时采取的不同行动以及对公司的影响。就信托公司而言，其主要的利益相关方如表 1 所示。

表 1 声誉风险利益相关方的识别

利益相关方	声誉风险发生后，利益相关方的反应及对公司的影响
投资者	减少投资，减少公司产品的认购，使得公司资金的募集变得更为困难，或者需要以更高的成本去吸引投资者
合作伙伴	减少合作，使得公司的资金来源和运用渠道变得更为狭窄
股东	抛售或减持股份



续表

利益相关方	声誉风险发生后，利益相关方的反应及对公司的影响
监管机构	会对信托公司采取更严厉的监管措施，影响公司业务开展的节奏和增大开展创新业务的难度，降低监管评级等级，特别严重的，会被处罚或吊销营业执照
公司员工	因为声誉问题造成人才的流失，同时也难以招聘优秀的人才加入公司

利益相关方的反应是识别声誉风险的简单方法，当我们能够明显观察到利益相关方的反应时，声誉风险是作为一种结果而存在的。

(二) 信托公司之间的博弈模型

1. 基本假设

(1) 进行博弈的两个参与人是两家信托公司 A 和 B，且两家公司规模、收益相同。

(2) 信托公司 A 和 B 都是理性人。

(3) 收益是基于公司利润和声誉的函数，声誉是公司未来收益的现值，参与人同时打破刚性兑付时，声誉对收益不产生影响。

(4) 收益函数： $U = L + F$ ， L 为当期利润， F 为声誉，即未来利润之和的现值 $F = \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i f_i$ 且 $F > L$ 。

(5) f_i 为未来第 i 期的利润，折扣系数 $\delta = 1/(1 + r)$ ($0 < \delta < 1$)， r 为无风险利润率。

(6) 信托公司 A 和 B 共享声誉，如果一方打破刚性兑付，损坏声誉，另一方未打破刚性兑付的声誉将得到提升，且有 $F' > F + L$ 。

(7) 信托公司 A 有两个策略选择，即刚性兑付和不刚性兑付。

(8) 信托公司 B 有两个策略选择，即刚性兑付和不刚性兑付。

(9) 两家信托公司只进行一次博弈。

2. 基本模型

		信托公司 B	
		刚性兑付	不刚性兑付
信托公司 A	刚性兑付	(F, F)	(F', L)
	不刚性兑付	(L, F')	($F + L, F + L$)

3. 模型分析

此博弈模型为典型的囚徒困境模型，信托公司 A 和 B 都有两种选择，所以共有



四种可能的策略组合：(1) A 刚性兑付，B 刚性兑付；(2) A 刚性兑付，B 不刚性兑付；(3) A 不刚性兑付，B 刚性兑付；(4) A 不刚性兑付，B 不刚性兑付。对应这四种组合信托公司 A 和 B 对公司声誉的收益如基本模型所示，括号内的第一个字母为 A 的收益，第二个字母为 B 的收益。

对于信托公司 A 来说，它知道信托公司 B 为理性人，有刚性兑付和不刚性兑付两种选择，如果信托公司 B 选择刚性兑付，信托公司 A 会选择刚性兑付，因为刚性兑付的收益为 F ，不刚性兑付的收益为 $F + L$ ；如果信托公司 B 选择不刚性兑付，信托公司 A 会选择刚性兑付，因为刚性兑付的收益为 F' ，不刚性兑付的收益为 $F + L$ ，所以无论信托公司 B 选择何种策略，信托公司 A 都会选择使得自己收益最大的策略，即刚性兑付。同理可推得信托公司 B 的选择，所以该博弈的最终结果是双方都选择刚性兑付，同时获益 F 。

4. 结论及启示

得到此结论的前提是声誉的价值大于当期利润，即使一方打破刚性兑付，另一方仍未刚性兑付，其声誉价值仍大于当期利润。

若将前提修改为声誉的价值小于当期利润，且一方打破刚性兑付，另一方仍刚性兑付时，其声誉价值也小于当期利润，最终博弈的结果将完全相反，为双方都选择不刚性兑付，同时获益 $F + L$ 。

所有信托公司维持刚性兑付的前提是，声誉的价值要大于兑付损失。若出现声誉的价值低于兑付损失的情形，必有信托公司打破刚性兑付，且会出现多家信托公司打破刚性兑付的博弈结果，信托业将会翻开新的一页。

(三) 信托公司与投资者的博弈模型

1. 模型假设

(1) 参与人是信托公司 A 和投资者 B。

(2) 信托公司 A 和投资者 B 都是理性人。

(3) 信托公司 A 的收益是基于公司利益最大化，投资者根据信托公司 A 提供产品的收益率，判断投资与否。

(4) 信托公司 A 有两种可能的类型，即声誉较高的信托公司和声誉较低的信托公司，其中高声誉的信托公司项目成功概率较高，低声誉信托公司项目失败概率较高。

(5) 投资者 B 无法获知信托公司所属类型，只能根据信托公司以往的兑付记录和声誉对其兑付和不兑付的概率做出判断。



(6) 信托公司 A 有两种类型：声誉较高的信托公司和声誉较低的信托公司，每种类型的信托公司有两个策略选择，即兑付和不兑付。

(7) 投资者 B 有两个策略选择，即投资和不投资。

(8) 两者进行两阶段博弈。

2. 基本模型

由于在市场中，信托公司与投资者之间存在信息不对称，假设信托公司的兑付能力和兑付意愿属于其私有信息，投资者并不能准确掌握这些信息，只能根据信托公司以往的兑付记录和声誉对其兑付和不兑付的概率做出判断。同时假设市场中只存在两种可能的信托公司类型：声誉较高的信托公司和声誉较低的信托公司，其中高声誉的信托公司项目成功概率较高，低声誉信托公司项目失败概率较高。投资者不知道信托公司的确切类型，但只知道它属于前一种类型的概率为 L ，属于后一种类型的概率为 $1-L$ 。如果信托公司声誉较高，项目成功的概率也较高，这时投资者的净收益为 1，信托公司的净收益为 1，但当信托公司选择不兑付时，投资者的净收益为 -2，信托公司遭受声誉损失，净收益为 -1。对于声誉低的信托公司而言，项目成功的概率较低，如果项目失败而信托公司进行兑付，这时投资者的净收益为 1，信托公司的净收益为 -1；不兑付时投资者的净收益为 -2，信托公司的净收益为 1。双方的博弈过程如图 2 所示。

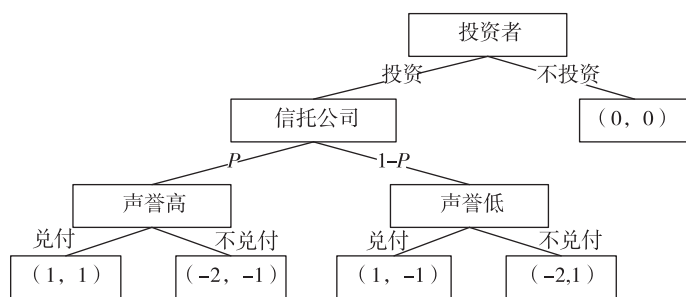


图 2 信托公司与投资者的博弈树

3. 模型分析

在此博弈中，若信托公司声誉良好，即声誉价值大于兑付损失，其最优选择是兑付，剔除高声誉信托公司不兑付的情况；如果是声誉较低的信托公司，即声誉价值小于兑付损失，其最优选择不兑付，剔除低声誉信托公司兑付的情况。此时，投资者的期望净收益为 $P - 2(1 - P) = 3P - 2$ 。当 $3L - 2 > 0$ 时，即 $P > 2/3$ 时，投资者的最优选择为投资；当 $P < 2/3$ 时，投资者的最优选择为不投资；当 $P = 2/3$ 时，投资

者选择投资或不投资都是最优的。因此，该博弈存在三个精炼贝叶斯均衡：当 $3P - 2 < 0$ 时，投资者选择不投资， $(0, 0)$ 为稳定的贝叶斯均衡解；当 $3P - 2 \leq 0$ 时，（投资，兑付）和（投资，不兑付）两种均衡同时存在，如果信托公司的声誉价值大于兑付损失时，为前一种均衡，均衡解为 $(1, 1)$ ；如果声誉价值小于兑付损失时，为后一种均衡，均衡解为 $(-2, 1)$ 。显然这个两阶段的博弈中，（投资，不兑付）是一个不稳定均衡，这是信息不对称条件下信息优势方获得信息租金的结果，在重复博弈中随着信息租金的消失而可以剔除。因而在无限次重复博弈中，只存在两个稳定的精炼贝叶斯均衡：（投资，兑付）和（不投资，不兑付），由此可知信托公司的声誉价值越高，越会将兑付作为其理性选择，那么投资者必然也会选择高声誉信托公司发行的信托产品。

三、刚性兑付的市场博弈——牌照价值角度

信托牌照即信托公司的经营资质，也就是“金融机构经营许可证”，但其内涵的经济法律意义又不仅于此。

（一）信托牌照价值分析

1. 信托牌照的由来

信托行业是金融业的第四大支柱行业。1979 年中国国际信托投资公司（现在的中信集团）在北京成立，获得了新中国第一张信托牌照，30 多年来信托行业经历了燎原式的 6 次整顿治理，在 1981 年末至 1982 年中，信托投资公司数量突破 1000 家。如加上未经银行批准、由地方政府等开办的“信托”投资公司，总数甚至超过 2000 家。

1999 年 3 月，第五次清理整顿开始，至 2002 年全国 200 多家信托公司仅有 59 家公司得以重新换发牌照。同时，在这次整顿中，16 家濒临倒闭的信托公司由于债务繁重、历史遗留问题严重被搁置没予以清理，并保留牌照。

2007 年，信托“新两规”颁布，《信托公司管理办法》重定了信托公司的准入机制和业务范围，限制实业投资。同时，为推动信托公司按照新办法开展业务并实现平稳过渡，根据《中国银监会关于实施〈信托公司管理办法〉和〈信托公司集合资金信托计划管理办法〉有关具体事项的通知》规定，信托公司需在 2010 年 3 月 1 日之前逐步实现清理固有项下实业资产等要求，经中国银监会审核后换发金融新牌照。换领新牌照的公司将相应获得开展创新业务、异地推介集合信托产品等资格。



2008年12月，为规范第五次整顿后有历史遗留问题的16家信托公司，中国银监会出台《13家历史遗留问题信托公司重新登记内部操作指引》，提出处于歇业状态的13家有历史遗留问题的信托公司应尽快清理债权、债务和引进外部股东，加快信托公司重新登记工作进程。中国银监会相关负责人表示，除以上13家信托公司外，同属历史遗留问题之列的信托公司有3家——华澳信托、金谷信托、华信信托——已在此前获得重组批准。

据统计，2013年末全国共有信托牌照的信托公司74家，分别为1998年第五次整顿后重新领牌的59家和第五次整顿后历史遗留问题信托公司15家，其中四川省信托投资公司与四川省建设信托投资公司于2010年获得中国银监会批准合并为四川信托。

2. 信托牌照的价值

由于当前我国金融行业实行的是分业经营、分业监管的制度，每个行业都要受到极其严格的约束。但是信托投资的经营范围却相对宽泛，作为唯一一个可以涉足资本市场、货币市场和产业市场的金融行业，信托牌照的这种灵活性一直深为其他金融机构所艳羡。经过多次行业清理整顿，主营业务日趋增强的信托业已进入了一个快速发展的新时代，这无不吸引着各路资本的投资目光。

随着信托业新牌照的陆续发放，信托业也逐步走上正轨。2009年的业绩报告中，大部分信托公司当年均取得了骄人的成绩，而这也吸引着包括金融巨头、央企龙头、外资企业等加入参股、收购信托公司资源的大战中。

尽管在“抢牌”大战中，出现了各路资本大鳄的身影，但最为积极的当属各家银行。目前，国内银行因缺乏信托牌照，所以很多业务受到限制，而信托公司则可以补上此短板。最为关键的是，对于那些将打造金融控股集团作为最终目标的银行来说，拥有一张稀缺的信托牌照是必需的。

信托公司不但可以开展贷款、同业拆借、融资租赁等业务，还具有其他金融业机构一般没有的在实业领域进行投资的资质或能力。同时，信托公司在必要时，还可以依照《公司法》用信托财产投资设立公司，并依照《公司法》的规定运行。更值得关注的是，拿到新牌照的公司还会被优先支持开展私人股权投资信托、资产证券化、房地产投资信托、受托境外理财等创新类业务。

（二）信托公司与监管者之间的博弈

1. 基本假设

（1）参与人是信托公司A和监管者B。



- (2) 信托公司 A 和监管者 B 都是理性人。
- (3) 信托公司 A 的收益是基于公司当期利润和牌照价值的函数，监管者 B 对信托公司 A 实施监管，收益是监管成本和外界压力。
- (4) 信托公司 A 的收益函数： $U = L + F$ ， L 为当期利润， F 为牌照价值。
- (5) 监管者 B 的收益函数为 $U = -C - W$ ， $-C$ 为监管成本， $-W$ 为外界压力。
- (6) 信托公司 A 有两个策略选择：刚性兑付和不刚性兑付。
- (7) 监管者 B 有两个策略选择：不监管、监管。
- (8) 两者只进行一次博弈。

2. 基本模型

信托公司	监管者	
	监管	不监管
	刚性兑付	不刚性兑付
	$(F, -C)$	$(F', 0)$
	$(L, -C)$	$(L + F, -W)$

3. 模型分析

此博弈模型中，信托公司 A 和监管 B 者都有两种选择，所以共有四种可能的策略组合：①A 刚性兑付，B 监管；②A 刚性兑付，B 不监管；③A 不刚性兑付，B 监管；④A 不刚性兑付，B 不监管。对应这四种组合信托公司 A 和监管者 B 各自的收益如基本模型所示，括号内第一个字母为 A 的收益，第二个字母为 B 的收益。

该博弈分析是以实际为基础的，因此我们假设信托公司是否进行刚性兑付、监管部门是否进行监管都是不确定的，所以用字母表示博弈矩阵中各方的收益。显然，该博弈不存在占优战略均衡，也不存在纯战略的纳什均衡，只存在混合战略的纳什均衡，下面进行求解。

假设信托公司 A 刚性兑付的概率为 p ，则其逆事件（信托公司不刚性兑付）的概率为 $1 - p$ ；监管部门进行监管的概率为 q ，则监管部门不进行监管的概率为 $1 - q$ ，

信托公司 A 的期望收益为

$$U_1 = p \times [q \times F + (1 - q) \times F] + (1 - p) \times [q \times L + (1 - q) \times (L + F)]$$

这时，监管者 B 的期望收益为

$$U_2 = q \times [p \times (-c) + (1 - p) \times (-c)] + (1 - q) \times [p \times 0 + (1 - p) \times (-w)]$$

信托公司 A 和监管者 B 期望收益最大化的一阶条件是

$$\frac{\partial U_1}{\partial p} = 0, \quad \frac{\partial U_2}{\partial q} = 0$$



于是,可得出该监管博弈的混合战略的纳什均衡为

$$p^* = \frac{w - c}{w}, \quad q^* = \frac{L}{F}$$

即在一定制度安排下,信托公司 A 须以 p^* 的概率选择刚性兑付,而监管者 B 以 q^* 的概率选择监管。

4. 结论与启示

(1) 对信托公司 A 来说,监管者 B 承受的外界压力越大,其刚性兑付的概率越大,监管者 B 的监管成本 C 越高,信托公司刚性兑付的概率越小。所以降低刚性兑付的前提是加大监管成本,同时使得监管者能够依法监督信托公司的经营,而不是迫于外界压力。

(2) 对监管者 B 来说,信托公司 A 经营利润越高,监管者实施严格监管的概率越大;信托公司牌照价值越高,监管者实施严格监管的概率反而越小,这是因为监管者相信信托公司 A 会因为牌照的高价值而合规经营,刚性兑付。

(3) 若监管者放开牌照限制,使得牌照价值降低,则监管者实施严格监管的概率会提高,当牌照的价值降低到一定程度 $F \leq L$,信托公司相信监管者会 100% 的选择监管时,则信托公司肯定会打破刚性兑付。

四、刚性兑付的市场博弈——风险定价角度

(一) 信托产品预期收益率的影响因素

信托产品预期收益率的影响因素较多,主要有信托资金运用的预期收益率、信托产品费用、信托报酬等。

1. 信托资金运用的预期收益率

信托产品一般以项目作为载体或以一定投资理念引领组合投资,其资金运用的预期收益来源于项目收益或组合投资收益,收益的决定性因素是项目或组合投资的收益与风险的匹配结构。具体来说,与资金投向、资金的运用方式、信托产品发行规模、期限结构,以及风险控制方式等因素密切相关。

首先是信托资金的运用方式。信托公司推出的信托资金运作模式有多种类型,如贷款类、股权运作类、融资租赁类、受益权转让类、证券投资类、资产证券化类以及综合利用各种模式的组合类投资模式等。从理论上讲,所有的信托产品可以归纳为两大类:一类是股权投资,代表所有未来收益不确定的投资方式,如股权投资、证券投

资、受益权投资等。其资金运用的预期收益不确定，但可预测。预期收益与信托产品本身的收益模式、特点及风险密切相关，风险越高，预期收益率越高。另一类为固定收益证券，代表未来收益确定的投资方式，如贷款信托、融资租赁信托、固定收益分红投资信托等。其预期收益是确定的，但也有一定风险，如融资者的信用风险、道德风险等。一般地，股权投资类信托产品的预期收益率要高于固定收益证券类信托产品。

其次是资金投向。信托业的营业范围非常广泛，贯通于货币市场、资本市场和实业市场三大领域。信托产品可以投向基础设施建设、房地产、制造业、交通运输、金融证券等多个领域和行业。风险越大的行业或投资领域其预期收益率越高。

再次是信托产品发行规模与期限结构。从理论上讲，一般信托发行规模越大，信托产品本身抗风险能力越强，形成的规模效应越大，资金运用的预期收益率也就越高。对于信托产品期限结构来说，由于资金的时间价值，显然，信托期限越长，资金运用的预期收益率越高。

最后是风险控制方式。信托产品都有一定的投资风险。例如，信托产品不仅有来自投资项目本身的风险，同时还有一些来自市场的不确定因素，如在信托期间因财政政策、货币政策、行业政策、地区发展政策等变化引起的市场波动风险等。当然，信托产品最大的风险还是信托项目本身的管理运作和信用风险。投资者承受风险就需要一定的风险补偿。因此，信托产品的预期收益一般要高于同期国债和银行存款利率。不同的风险承受需要不同的风险补偿，风险与收益从来都是成正比的，风险越高，信托产品的预期收益率越高。信托作为一种新的投资理财方式，风险控制是信托业的第一要务。

因此，为了控制风险，取信于委托人，信托机构在设计信托产品时，一般要提供相应的信用增级方式。信用级别越高，信托产品风险越低，其资金运用预期收益率相应也就越低。一般地，按照信用增级逐级减弱的方式可以将其归纳划分为五个级别，即政府与银行信用担保、商业信用担保、抵押与质押担保、受益权分级和没有特定担保，也就是信用增级级别逐级递减、风险逐级升高，相应地，信托产品预期收益率相应提高。当然以上的信用级别的划分是一种经验划分，没有严格的界限，具体的产品信用增级有不同的特性，需依具体情况确定。

当然，影响信托资金运用的预期收益率的因素还有很多，例如信托产品的流动性、受托人市场品牌形象与资金管理运用水平、宏观经济形势，以及其他不可预见因



素等。

2. 信托产品费用

信托产品在发行与实施环节需要一定的费用，这些费用包括产品设计费、发行营销费，以及产品管理、运用与处分费（如托管费、律师费、审计费、信息披露费、收付代理费、清算费）、产品税费，还有其他产品应支付费用等。按照规定，信托存续过程中实际发生的费用从信托财产中支付，列入当期费用。受托人以固有财产先行垫付的，受托人有权从信托财产中优先受偿。受托人因违反信托合同导致的费用支出，以及处理与信托产品无关事项发生的费用不列入信托产品费用。一般地，信托产品相关费用是可预测的，不确定性较少。

3. 信托报酬

信托机构发行信托产品一般以收取信托报酬或佣金的方式取得信托收益。信托报酬的收取方法有按固定比例和浮动比例提取两种方式。为了取信于投资者，同时也为了在信托产品取得超过预期收益时能够获得更多的利益，多数信托产品采取累进浮动信托报酬提取方式。受托人采取与经营业绩挂钩的累进浮动信托报酬提取方式，是指受托人设立了一个一定预期收益率标准水平作为信托产品预期收益率的临界值，如果到期实际收益率低于临界预期收益率，受托人不收取信托报酬；高于临界预期收益率，受托人按照一定的比例与委托人分成。这种激励与约束相一致的交易结构设计无疑有利于降低受托人的道德风险，提高信托产品信用等级。

（二）信托产品的定价机制

信托资金的预期收益减去信托产品费用和信托报酬，即是信托产品的预期收益。对信托资金运用的预期收益率的影响因素也就是信托产品预期收益率的影响因素。由于信托费用与信托报酬是可预期和可控的，其他所有影响因素，如信托产品资金投向与运用方式、产品规模与期限结构等，归根到底都可以归纳为风险因素。也就是说，信托产品预期收益率的最终决定因素就是信托产品的风险。对信托产品的定价就是对信托产品的风险度量。

信托产品有两类：一类是以一定投资理念引领的投资组合，在产品设计时就会考虑将一部分资金投资于无风险资产，另一部分投资于风险资产，即信托产品由无风险资产和风险资产组合而成，例如证券投资类信托产品。另一类信托产品是以一定项目作为载体，由于项目的不可分性，无法明确地区分项目的无风险和有风险资产的构成比例，如房地产资金信托产品。但是可以将其看成一个风险资产。由于市场上有很多

金融替代产品，受托人和委托人在评价一个风险性信托产品时有一定的替代产品可供比较，例如与无风险的国债投资或银行存款相比较。选择风险高于国债投资和银行存款的信托产品就会要求高于国债收益率和银行存款利率的风险补偿。这样，信托产品的预期收益率就等于市场无风险收益率加上信托产品风险补偿。

无论是股权投资类还是固定收益类投资信托产品，都可以假定受托人和委托人是理性的。受托人出于自身利益与信誉，其设计和发行信托产品时是审慎的，委托人购买信托产品也是理性的。也就是说，发行人在设计推出某一信托产品之前，一定经过技术与经济可行性分析，慎重进行项目选择或投资组合设计，并且有一定能力与资源对信托产品进行管理、运用与处分。而且，发行人对信托产品的不确定性有一定评价，并对可能出现的风险有相应防范与保证措施，如信用增级的交易结构设计等。因此，信托产品具有一定的收益保障。但是，由于市场存在不确定性，信托产品也存在一定风险，如果高风险事件发生，导致信托产品出现损失，从而可能导致信托产品的预期收益率甚至低于无风险收益率；当损失程度超过一定程度时，信托产品就会出现负收益，即信托本金损失。由于按照规定，在受托人没有违背信托合同管理运作信托资金出现损失时，其损失部分由信托财产承担。这就意味着受益人不仅可能得不到预期投资收益，委托人的投资本金都有可能发生损失。

因此，受托人从发行和供给角度会对信托产品进行评价，其评价的基准是市场其他可供选择的金融替代产品，因为选择其他产品具有一定的机会收益。受托人推出一项风险高于无风险投资的信托产品，其定价标准是在无风险资产收益率的基础上，加上失去发行其他替代产品机会收益的风险溢价。同样，委托人从投资和需求角度评价信托产品，选择风险超过无风险投资的信托产品，其预期收益就是由固定报酬的无风险投资和预期报酬不确定的风险补偿共同构成。信托产品供需双方对于风险评价如果达成一致，就会形成信托产品的均衡价格，信托产品才能以均衡价格进行交易，从而实现市场出清。这样，信托产品的预期收益率就等于受托人和投资者共同认可的市场无风险收益率加上信托产品风险补偿，这就是信托产品的定价机制。

（三）信托公司与投资者之间的博弈

现实中，大部分信托产品都不能像股票、基金一样能很容易地进行转让。信托资产流动性差、投资起点高，如果没有刚性兑付这一防线，投资者的利益将很难得到保障。但是信托行业怪异的刚性兑付文化背离了“风险与收益相匹配，高收益隐含高风险”这一资本市场永恒的规律，创造了一个“零风险、高收益”的神话。这样的现



实情况是否可以通过博弈理论模型实现呢？在一定的假设条件下是否可能被打破呢？

1. 模型假设

(1) 参与人是信托公司 A 和投资者 B。

(2) 信托公司 A 和投资者 B 都是理性人。

(3) 信托公司 A 的收益是基于公司利益最大化，投资者根据信托公司 A 提供产品的收益率，判断投资与否。

(4) 信托公司 A 发行两类产品，即高风险信托产品和低风险信托产品。

(5) 投资者 B 无法获知信托公司发行产品的风险状况，只能依据信托产品的收益率和长期投资经验的积累来判断信托产品的风险状况，若投资者判断的低风险产品出现不兑付情形，则投资者会重新塑造对信托产品风险状况的判断，使得信托公司利益受损。

(6) 针对每种产品，信托公司 A 有两个策略选择：兑付和不兑付。

(7) 投资者 B 有两个策略选择：投资和不投资。

(8) 两者进行两阶段动态博弈。

2. 基本模型

在市场上，信托公司与投资者之间存在着信息不对称，假设信托公司的兑付能力和兑付意愿属于其私有信息，投资者并不能准确掌握这些信息，只能根据信托公司提供的产品价格和以往的兑付记录对其兑付和不兑付的概率做出判断。同时假设信托公司只提供两种类型产品：高风险信托产品和低风险信托产品，其中高风险信托产品失败概率较高，兑付的概率较小，低风险信托产品失败概率较低，兑付概率较大。投资者不知道信托产品的确切类型，但只知道它属于前一种类型的概率为 p ，属于后一种类型的概率为 $1-p$ 。对于风险高的信托产品而言，兑付的概率较低，如果信托公司进行兑付，这时投资者的净收益为 2，信托公司的净收益为 -2；不兑付时投资者的净收益为 -2，信托公司的净收益为 1。如果信托产品风险较低，项目兑付的概率也较高，这时投资者的净收益为 1，信托公司的净收益为 1，但当信托公司选择不兑付时，投资者的净收益为 -1，信托公司净收益为 -2。双方的博弈过程如图 3 所示。

3. 模型分析

在此博弈中，若信托公司发行产品为高风险产品，其最优选择是不兑付；如果是发行低风险产品，其最优选择为兑付。此时，投资者的期望净收益为 $-2p + (1-p) = 1-3p$ 。当 $1-3p > 0$ 时，即 $p < 1/3$ 时，投资者的最优选择为投资；当 $p > 1/3$ 时，

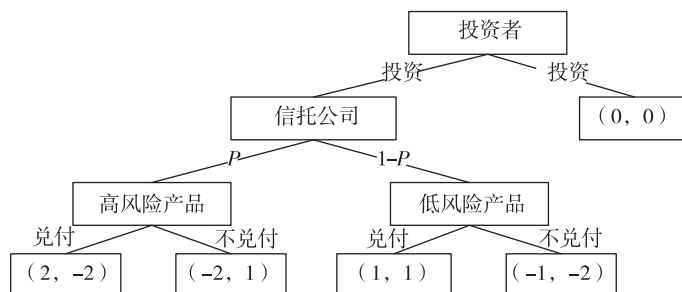


图3 信托公司与投资者的博弈树

投资者的最优选择为不投资；当 $p = 1/3$ 时，投资者选择投资或不投资都是最优的。因此，该博弈存在三个精炼贝叶斯均衡：当 $p > 1/3$ 时，投资者选择不投资， $(0, 0)$ 为稳定的贝叶斯均衡解；当 $p \leq 1/3$ 时， $(\text{投资}, \text{兑付})$ 和 $(\text{投资}, \text{不兑付})$ 两种均衡同时存在，如果信托公司发行产品为低风险产品时，为前一种均衡，均衡解为 $(1, 1)$ ；如果信托公司发行产品为高风险产品时，为后一种均衡，均衡解为 $(-2, 1)$ 。显然这个两阶段的博弈中， $(\text{投资}, \text{不兑付})$ 是一个不稳定均衡，这是信息不对称条件下信息优势方获得信息租金的结果，在重复博弈中随着信息租金的消失而可以剔除。因而在无限次重复博弈中，只存在两个稳定的精炼贝叶斯均衡： $(\text{投资}, \text{兑付})$ 和 $(\text{不投资}, \text{不兑付})$ ，由此可知信托公司发行产品风险越低，越会将兑付作为其理性选择，那么投资者必然也会选择信托公司发行的低风险信托产品。

五、改进刚性兑付的建议

金融业的多元化发展给市场提供了良好的资本运营条件，随着社会经济的繁荣发展，投资者的金融需求逐渐丰富，信托产品也受到越来越多的关注，但是它也向其他金融产品一样存在着投资风险。行业发展初期，刚性兑付作为各方博弈的结果，依然是行业发展的潜规则，但是这并不利于行业的长远发展。根据以上市场博弈结果分析，提出如下改进刚性兑付的建议。

（一）构建信托公司声誉管理体系

在当今互联网时代，信托公司本身的任何行为，或是与之相关的事件，都可能引发声誉风险。而声誉对信托公司来说，是其生存发展的基石。任何声誉风险的发生都可能威胁到信托公司，乃至信托行业的健康发展。因此，信托公司必须构建起与信托业务特征和信息媒体传播方式相适应的声誉风险管理体系，最大限度地减少声誉风险



发生的概率和减轻声誉风险造成的损失。

从目前情况来看，信托公司在防范声誉风险方面发展还处于起步阶段，没有形成完整的系统和成熟的模式，许多基础性的工作还尚未开展。因此，如何围绕发展的中心，逐步完善声誉风险的日常管理工作，是信托公司当前的一项重要任务。

声誉风险是信托公司经营活动不可避免的一类风险，有效地化解机制是分散和转移声誉风险的有效手段。因此，信托公司应该建立完善的缓释与化解机制将声誉风险造成的破坏和影响降低到可控范围内，以便促进信托公司持续、健康、稳定的发展。信托公司声誉风险缓释与化解机制应具有一定的针对性，对待不同的情况和结果构建不同的缓释与化解方案和策略，从而才能形成一个完整、有效的缓释与化解机制。在重大声誉事件或可能引发重大声誉事件的行为和事件发生后，及时启动声誉风险应急预案，拟定应对措施。

（二）逐渐放宽信托牌照限制

放宽信托牌照限制，打破信托牌照的垄断，使得更多的金融机构能够进入信托行业，穿透金融行业分业经营的传统壁垒，迎来混业经营的开始。

随着人们理财观念的提升，社会财富亟须保值增值，除了传统的银行存款和证券市场，人们更希望在抗击通胀的过程中确保资金的安全性。因此，信托产品作为一种类固定收益型的理财产品比较契合公众的理财偏好。而信托公司很精确地抓住了这一点，在项目融资需求和社会理财需求之间找到了平衡点，有效吸引社会资金支持经济建设，并把产生的经济效益回馈给社会公众。

如今，大资管时代已经来临，信托公司将以资产管理和财富管理并重。在“财富管理”上要根据投资者的风险偏好和收益取向来选择目标客户，以实现最佳匹配。而在“资产管理”上，则需要对熟悉的行业进行全面分解，细分市场，走专业化的道路。

（三）提高信托产品流动性

按照相关法规，虽然受益人的信托受益权可以自由转让，且所有信托计划中也都有相关规定，但与股票、基金和债券相比，信托产品还是难以转让，使得风险不易规避转移，加上大部分信托产品投资起点高，如果不以刚性兑付作为补偿，投资者势必“用脚投票”，使得信托产品很快丧失市场竞争力。

2014年年初，国务院办公厅下发《关于加强影子银行监管有关问题的通知》（107号文），建立完善信托产品登记信息系统，探索信托受益权流转，这是第一次且

以国办文件的高度，明确建立信托产品登记，重构信托制度优势，这必将奠定信托业转型发展的基石，成为金融市场重要的基础设施建设。监管部门已有相关政策方案和时间表，预计很快将密集出台对中国信托业具有实质性影响的政策规范。

借鉴国际经验，英国、美国等信托行业发达国家在解决信托产品流通性问题上主要采取了基金形式，诸如单位信托基金（unit trusts）、投资信托基金（investment trusts）和养老金基金（pension funds）等，并参考买入价格（entry price）、卖出价格（exit price）和单位净值（unit price）像公募基金那样在二级市场买卖。对于我国来说，为了解决信托产品流动性问题，当务之急是考虑由相关行业协会出面，设立专业的信托产品价格发现和调整机构，搭建场外交易平台或中心，随着我国相关政策逐步放开，最终再争取在沪、深证券交易所等公开发行上市。

（四）促进信托产品标准化，完善信托产品定价机制

产品未能标准化，一直是信托业的软肋，这也是信托产品私募性质造成的。每一个信托计划的内容都不可复制，导致投资者面对的是数不胜数、内容各异的信托计划和千差万别的投资决策依据。产品形成标准化系列，可使信托产品逐渐具备系列化、复制化、识别化、品牌化，提高运作效率，降低营销成本，拓宽市场范围，实现规模效益。

目前信托市场上，标准化趋势较明显的是证券投资类信托，联华信托、华宝信托、上海国投均推出了品牌化的系列产品。如华宝信托 2006 年主打的“点金系列结构化证券投资计划”，该系列产品的期限、预期年收益率、结构化安排、认购起点均标准化，容易被投资者接受，不需要像传统信托产品那样一一判断。

传统信托产品“慢、断、少”，投资者难以追加投资，有资金时，往往又未遇上发行期。而“点金系列”之类的标准化信托产品，投资者可以随时预约加入，提高资金使用效率，信托公司募集满 200 份就准备推出下一期。产品标准化使得合作机构及投资者对产品收益、发行模式均较为熟悉，有利于产品的推广和销售，而标准化信托产品要形成规模优势，还离不开募集规模（200 份限制）的放开以及二级流通市场的建设。

六、结论

根据中国信托业协会公布的最新数据，到 2013 年末，我国信托业 67 家公司的资产规模已接近 11 万亿元，与上年同期相比，同比增幅高达 46%。一方面是信托业规



模持续扩大，另一方面是刚性兑付，一旦处理不当，很容易引发风险事件。

通过市场博弈角度对信托公司刚性兑付的分析，我们发现：

(1) 所有信托公司维持刚性兑付的前提是，声誉的价值要大于兑付损失。若出现声誉的价值低于兑付损失的情形，必有信托公司打破刚性兑付，且会出现多家信托公司打破刚性兑付的博弈结果，信托业将会翻开新的一页；信托公司的声誉价值越高，越会将兑付作为其理性选择，投资者必然也会选择高声誉信托公司发行的信托产品。

(2) 在有信托牌照限制的前提下，对信托公司来说，监管者承受的外界压力更大，所以降低刚性兑付的前提是加大监管成本，同时使得监管者能够依法监督信托公司的经营，而不是迫于外界压力。信托公司牌照价值越高，监管者实施严格监管的概率反而越小，这是因为监管者相信信托公司会因为牌照的高价值而合规经营，刚性兑付。若监管者放开牌照限制，使得牌照价值降低，则监管者实施严格监管的概率会提高，当牌照的价值降低到一定程度时，信托公司肯定会打破刚性兑付。

(3) 当信托公司选择是否刚性兑付的参考依据是信托产品价格时，在信托公司和投资者的博弈过程中，信托公司发行产品风险越低，越会将兑付作为其理性选择，那么投资者必然也会选择信托公司发行的低风险信托产品。

最后，在以上分析的基础上，我们提出了改进信托业刚性兑付现状的一些建议。应意识到刚性兑付已经酝酿了一定的金融风险，在实践中要不断完善风险的化解机制，丰富信托产品的形式，通过产品线中不同的产品组合满足投资者不同的理财需求。通过一系列的内部控制化解业已存在的兑付风险，逐渐回归常规性的长足发展。



债权型信托直接融资工具之 信托型企业私募债模式创新研究

课题单位：北京国际信托有限公司

课题组成员：刘向东
罗 凯



摘 要

信托业高速发展背后面临挑战，信托产品的制度优势受到挑战，具有从非标准化向标准化转型的内在需求，银行理财产品监管规定促进规范化，标准化资产将成为理财产品的主要投资标的，有利于推动标准化产品的创新，引导金融产品创新重点回归标准化工具的轨道，在这种背景下，信托公司亟待通过业务创新探索从非标准化向标准化的新商业模式转型，债权型信托直接融资工具的推出迎来监管利好机遇。本课题报告是关于信托型企业私募债这一业务创新的模式研究成果，报告主要借鉴欧美高收益债券和国内中小企业私募债发行案例及模式的经验，构思设计债权型信托直接融资工具——信托型企业私募债这一“标准化”业务创新的可行模式，并就加快推出信托型企业私募债产品和推广其模式，推进债权型信托直接融资工具的发展提出切实可行的建议，如加快与相关债券交易市场的沟通协商，及时推出标准化信托产品，强化违约惩戒机制，设计多种违约状态下的强制性契约条款以及完善投资者利益保护机制等。

关键词：信托直接融资工具 信托标准化 信托型企业私募债 债权代理 信托业务模式



目 录

一、导言	624
二、信托业高速发展后面面临挑战，信托公司亟待通过业务创新探索从 非标准化向标准化的新商业模式转型，债权型信托直接融资工具的 推出迎来监管利好机遇	625
（一）信托产品的制度优势受到挑战，具有从非标准化向标准化转型的内 在需求	625
（二）银行理财产品监管规定促进规范化，标准化资产将成为理财产品 的主要投资标的，有利于推动标准化产品的创新，引导金融产品创新 重点回归标准化工具的轨道，基于银行间市场和交易所产品的创新 成为新的发展方向	627
三、欧美高收益债券对信托标准化高息债业务创新的启示	628
（一）美国高收益债券市场的经验与启示	629
1. 发债主体特征	630
2. 债券种类较多，创新不断涌现	630
3. 债券市场表现	631
4. 债券的发行、转让和流动性	632
5. 债券契约设计与投资者利益保护	632
（二）欧洲高收益债券市场的经验与启示	633
1. 投资者保护制度	633
2. 对信息披露操作和社会信用评级的制度要求	634
四、中小企业私募债对信托标准化类高息债业务创新的启示	635
五、中小企业私募债发行精选案例解读	640
（一）案例一：首单成功发行的中小企业私募债——12 苏镀膜	640
（二）案例二：首单获 QFII 全额认购的中小企业私募债——14 渝南水	640
（三）案例三：首单股份质押增信的中小企业可交换私募债——13 福星债	641



(四) 案例四：首单融资租赁中小企业私募债——14 宜信债	642
六、中小企业私募债常见模式研讨	643
(一) 三类附加增信条款的中小企业私募债模式及案例	643
(二) 具备相当规模的通道类私募债模式	645
(三) 趋于流行的私募债结构化设计模式	647
(四) 受到投资者热捧的 A 股质押式可交换私募债的模式	647
(五) 做市商定制发行私募债等其他模式	649
七、模式转型：信托型企业私募债创新思考	649
(一) 信托公司作为债权代理人的企业私募债模式	649
(二) 事务管理类信托企业私募债模式	651
(三) 信托公司作为劣后投资者的结构化企业私募债模式	652
(四) 信托公司作为受押人的 A 股质押式可交换私募债模式	652
(五) 其他模式下信托型企业私募债的业务创新思路	653
1. 做市商定制发行私募债模式下信托公司参与开展私募债业务的思路	653
2. 私募债担保债务凭证模式下信托公司参与开展私募债业务的思路	653
3. 基准高息债模式的主要结构分析思路	654
4. 分级型高息债模式下信托优先级部分的分析思路	654
八、关于加快推出信托型企业私募债以促进债权型信托直接融资工具	
 发展的建议	655
(一) 加快与相关债券交易市场的沟通协商，及时推出标准化信托产品	655
(二) 强化违约惩戒机制，设计多种违约状态下的强制性契约条款	656
(三) 完善投资者利益保护机制	657
参考文献	658



一、导言

为进一步促进中国信托业稳健、科学发展，中国银监会发布了《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（以下简称“99号文”）。深度剖析“99号文”出台的背景，可以看到，中国经济经历30多年高速增长，诸多领域的改革正在进入深水区，金融领域也不例外。利率市场化、金融创新开放、大资产管理时代的来临，推动财富管理向规范化、高效化的方向发展，但同时，伴随着经济结构的深入调整，中国金融业的发展迫切需要同步深化改革，金融业的发展将日益与改革创新并行推进。作为金融业的第二大产业，信托业自2007年以来快速发展，契合中国经济的上行周期。随着中国经济结构与金融体系的不断调整，利率市场化程度的不断提高，金融改革不断深入，信托业自身的结构性与制度性问题如刚性兑付、预期收益率管理等成为进一步发展的阻力，业务快速发展过程中积累的风险遭遇到中国经济下行的考验。在整个国民经济发展模式从资源投入推动型逐渐转向效率提升型的增长背景下，信托业的发展转型迫在眉睫。

从信托公司监管制度设计初衷来看，信贷类集合资金信托业务本应是直接融资工具，但在实际业务开展过程中，由于业务模式不清晰、信息披露不充分及管理责任边界难以清晰界定等诸多原因，在一定程度上已异化，并陷入刚性兑付怪圈，偏离了信托公司的市场定位，影响了整个行业创新力与竞争力的提升。

为规范信托公司信贷类集合资金信托业务发展，明确信托产品的法律关系，“99号文”明确信托公司要回归本源，提出改造信贷类集合资金信托业务模式，研究推出债权型信托直接融资工具。让企业回归发行主体，推动信托公司真正回归管理人、受托人的角色定位，同时也使信贷类集合资金信托业务透明化、标准化，有利于推动信托公司逐步向真正的从事资产管理、投资银行、受托服务的现代信托机构转型。

而推出债权型信托直接融资工具的核心意义在于，将非标准化产品变成标准化产品。将集合信托从非标准化产品变成标准化债权，可以使其在银行间或交易所市场流通，提升其流动性，并使其最终被更多的机构投资者纳入配置的资产范围。一句话，“标准化”进而“市场化”成为各信托公司改造传统集合信托产品、实现转型突围的关键。

一款标准化的金融产品通常必须具备若干标准化的要素，包括但不限于：标准化的债券凭证（标准化格式文本、标准化物理或电子凭证、单位份额），定价与估值体



系（拥有非人为可操纵的市场化的定价基准体系和估值体系），托管结算（在登记托管结算机构统一托管），交易场所（进行标准化凭证买卖的交易市场），交易价格机制（引入评级制度，以及询价谈判、双边报价或竞价撮合等机制，定价趋于市场化，由合格的投资者进行投资和报价转让），参与主体（涉及发行人、登记托管结算机构、投资者、评级机构、会计师事务所、律师事务所等主体），信息披露（在指定渠道进行公开信息披露，投资者直接面对风险收益/损失）。

本报告是关于信托型企业私募债模式的专题研究，主要借鉴美国、欧洲高收益债券、中小企业私募债发行案例及模式的经验，提出债权型信托直接融资工具——信托型企业私募债这类“标准化”创新型业务的系列模式思路，为推进债权型信托直接融资工具的发展提出切实可行的建议。

二、信托业高速发展背后面临挑战，信托公司亟待通过业务创新探索从非标准化向标准化的新商业模式转型，债权型信托直接融资工具的推出迎来监管利好机遇

（一）信托产品的制度优势受到挑战，具有从非标准化向标准化转型的内在需求

集合资金信托计划这一金融工具的制度设计对回归本业后的信托业务的发展特征的形成具有重要影响。集合资金信托计划是一种通过整合分散的资金集合运用发挥聚合效应的金融产品。具有非标准化、私募和高固定收益特征的信托产品可以丰富金融理财产品供给，满足市场对不同利率和风险收益特征的金融产品的投融资需求，然而，这种将众多投资者的信托资金集合运用到单一项目上、到期分配收益的产品模式也存在着诸多不完善性。整体缺乏流通市场的产品定价机制，以非标准化固定收益产品为主，导致信托产品在期限、资金成本等方面与标准化产品相比处于劣势。

（1）在产品运作上，目前大部分集合资金信托计划都是项目主导型，不同项目中信托资金的运用方式千差万别，每一个信托计划的合同文本内容也各不相同，导致信托产品的开发和运行成本较高。资金运作方式以融资为主，即便是股权项目，通常也是通过到期溢价回购的方式推出，本质上依旧属于债权融资，具有投向单一项目、产品期限较短、规模较小和较短期限无法发挥信托中长期融资功能的不足，难以形成长久的盈利模式。

（2）对投资者而言，信托产品缺乏标准化，产品的命名和发行时间没有连续性，导致投资者无法快速准确判断产品的收益、风险等基本特征，不利于培养投资者对产



品的认同感。

(3) 产品流动性差。受现有法规的限制，信托公司发行信托产品是以信托合同来体现投资者对信托财产及其收益拥有的权利。信托合同的内容、格式等没有统一的标准，信托合同成为非标准化的契约，转让手续烦琐，这造成了产品的流动性较差，信托产品普遍期限较短，期限一般是1~2年，难以发挥信托的中长期投融资功能。

(4) 项目导向型的模式一方面使信托公司业务经营难以形成常态化（可复制、可推广和可滚动）的业务，信托产品的发行类似点状分布，投资项目的数量、收益状况是不稳定的，开发成本、营销成本高，难以形成持续的盈利模式；另一方面，更为重要的是，尽管信托公司不断完善风险控制流程设计，信托产品的风险控制措施也不断完善，但仍不能对抗经济周期和不可抗力因素，无法分散风险。

信托产品具有特定的风险与收益特征，由于一些不利因素的存在，信托业近两年在风险—收益曲线上开始日益向右上方偏离，信托公司不得不被动地从事一些风险较高而收益相对较低的业务。在信托业务不断被动转移到风险—收益不匹配的业务领域的不利条件下，随着隐含“刚性兑付”约束的集合信托业务净资本占用的不断增加，信托公司单纯依靠扩大规模来赚取息差的盈利模式已经难以持续。

与此同时，非标准化资产自身的特性蕴涵了较大的风险。“刚性兑付”造成的信用风险在金融体系累积。由于缺乏公开上市交易，非标准化资产的流动性不强。信托产品的期限一般只有1~2年，但其资金主要投资于一些长期项目，比如房地产、基础设施、股权等，短期限的资金对接中长期资产，期限错配严重，容易引发流动性风险。对于非标准化产品，由于不存在公开的交易市场，资金筹措渠道有限，在市场资金紧张的时候，就更难以筹措资金，以保持流动性。非标准化资产透明度低，缺乏统一的交易市场、信息发布平台、资金清算和交割市场，投资者面临对其估值难的问题。非标准化资产的风险并未充分定价。过去两年，尽管与过剩产能、地方融资平台、房地产相关的非标准化资产具有较大的信用风险敞口，但投资者仍然趋之若鹜，其原因在于都隐含了一个假设——政府会以“刚性兑付”换取稳定。未来，政府很可能会在守住不爆发系统性信用风险底线的前提下，有意打破市场对政府“刚性兑付”、“隐性担保”的预期，让投资者树立买者自负的理念，同时，也促使机构建立市场化的风险处置思维。从中长期来看，这有利于减少道德风险、优化资源配置、释放金融体系风险；但从短期来看，这必然会对高收益、高风险的非标准化资产带来一定的冲击。



随着利率市场化的推进，受益于金融“脱媒”的信托产品市场将向标准化、公开市场方向演进，实现从“类银行赚取息差”的商业模式向信托支持私募债方向转型，信托将进一步与资本市场、货币市场融合，在设计、估值和流通环节将逐步转向标准化，吸引对流动性要求较高的机构参与信托产品，以满足利率市场化对竞争主体的要求。

为规范信托公司信贷类集合资金信托业务的发展，明确信托产品的法律关系，“99 号文”明确信托公司要回归本源，提出改造信贷类集合资金信托业务模式，研究推出债权型信托直接融资工具。让企业回归发行主体，推动信托公司真正回归管理人、受托人的角色定位，同时也使得信贷类集合资金信托业务透明化、标准化，有利于推动信托公司逐步向真正的从事资产管理、投资银行、受托服务的现代信托机构转型。“99 号文”为债权型信托直接融资工具的推出带来了监管利好。

（二）银行理财产品监管规定促进规范化，标准化资产将成为理财产品的主要投资标的，有利于推动标准化产品的创新，引导金融产品创新重点回归标准化工具的轨道，基于银行间市场和交易所产品的创新成为新的发展方向

标准化是同业监管的主要方向，标准化资产将成为理财产品的主要投资标的。2013 年以来，监管部门一直强调对非标准化等同业资产的监管，“8 号文”强化了对非标准化债权资产的管理要求，强调理财产品均需与其所投资标的物相对应，充分披露投资非标准化债权资产情况，尤其是“127 号文”的发布对同业业务、非标准化资产的管理趋严。另外，银行资本压力明显上行，风险权重将成为资产配置的重要考量，低风险权重的资产将更加受到青睐。银行对于资产收益的要求将依据风险权重的大小进行重新定价。非标准化资产风险权重的还原，将改变非标准化资产“高收益、低风险”的假象。资本约束收紧影响银行债权资产配置。

对同业业务、非标准化资产的管理趋严，客观上也压缩了地方政府平台公司部分非标准化融资渠道。但监管部门在“堵偏门”的同时又强调“开正门”，融资渠道依然顺畅。加快推进资产证券化业务的常规发展，积极参与同业存单业务试点是两大主要举措。资产证券化业务是同业投资的标准品种，而同业存单则是同业负债的标准化。因此，很明显管理层开“正门”的思路就是通过金融产品的创设和发展，引导同业业务向标准化产品转变。同业业务的标准化转型还任重道远。

2014 年初发改委即发布公告，允许地方政府平台公司特定存续项目发行企业债借新还旧，鼓励平台公司发行企业债为棚户区改造、保障房融资。交易商协会也放开



了融资平台的融资限制，平台公司可以通过发行定向债务融资工具（PPN）将“非标转标”，由于平台公司大量通过 PPN 进行融资，2014 年初以来 PPN 的发行大幅放量。

银行间债券市场也在不断加快标准化产品的创新步伐。银行间债券市场非金融企业债务融资工具主要有中期票据、短期融资券、超短期融资券、资产支持票据、中小非金融企业集合票据。2014 年 7 月 11 日，中国银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》，并正式开始受理企业在银行间债券市场发行项目收益票据的注册，当日，交易商协会接受了郑州交投地坤实业有限公司项目收益票据的注册。国内首单项目收益票据——郑州交投地坤实业有限公司 2014 年第一期 5 亿元非公开定向债务融资工具成功发行，期限为 15 年，募集资金全部用于郑州综合交通枢纽地下交通工程建设。

项目收益票据的推出是解决地方债务问题总体方案的一部分。所谓项目收益票据，是指非金融企业在银行间债券市场发行的，募集资金用于项目建设且以项目产生的经营性现金流为主要偿债来源的债务融资工具。与传统债务融资工具相比，项目收益票据的机制设计进行了多项创新。项目收益票据产品的设计充分体现“使用者付费”理念。项目收益票据以项目自身产生的现金流为主要还款来源。发行期限涵盖项目建设、运营与收益整个生命周期，充分考虑与项目现金流回收进度的匹配，从而借助金融市场平滑城镇化建设项目建设支出与收入的周期错配，能够更好地实现项目建设的“财务成本在时间轴上的平移分布”。

在发行主体方面，项目收益票据的发起人设立专门的项目公司作为发行主体，负责项目投融资、建设和运营管理，实现与地方政府或城建类企业的风险隔离。地方政府不承担项目收益票据的直接偿还责任，也不为票据承担隐性担保。票据的融资规模、信用水平不依赖于地方政府财政收入与债务水平，且地方政府不直接介入相关项目的建设、运营与还款。项目收益票据能够有效防范传统融资平台模式带来的财政和金融风险，对逐步疏导和化解既有融资平台或地方政府的隐性债务具有积极作用。这对传统的政信合作产品带来了挑战。

信托公司亟待通过业务创新探索向新的商业模式转型，实现从“类银行赚取息差”的商业模式向信托支持私募债方向转型，从非标准化产品向标准化产品转型，从而在竞争中立于不败之地。

三、欧美高收益债券对信托标准化高息债业务创新的启示

高收益债券（High - Yield Bond）是指未进行信用评级或者信用评级被主要信用



评级机构评为投资级别以下的债券，高收益债券也被称作“垃圾债券”，因其预期违约风险较高，所以一般被评级机构界定为“非投资级别”。但高收益债券所约定的收益利率水平会比其他相同期限企业债券的利率要高，而且与传统的权益类资本融资形式相比，高收益债券市场能够为发债企业（尤其是中小企业）提供一个便捷的融资平台，使企业融资成本得以下降，并为投资者提供了一个活跃的二级流通市场。因此，高收益债券的诸多诱惑还是吸引了不少愿意承担较高风险的投资者，满足了市场中多元化融资主体的需求。

通过对美国、欧洲高收益债券市场的研究与分析，可为推动传统集合资金信托计划向类高收益债券模式转型提供富有借鉴意义的实践经验。

（一）美国高收益债券市场的经验与启示

美国一直是全球高收益债券最主要的发行与交易市场，高收益债券在美国的发展曾经一波三折。1977年，美国发行了第一只高收益债券。此后，越来越多的中小企业和高风险的公司开始通过高收益债券融资，较高的债券收益率吸引了众多投资者，高收益债券市场很快发展并繁荣起来。20世纪80年代，在美国收购兼并浪潮和产业结构调整的背景下，高收益债券成为杠杆收购活动中必不可少的融资方式。1988年，杠杆收购公司KKR收购了曾经位列世界500强的烟草与食品行业巨头雷诺兹·纳贝斯克集团（RJR Nabisco），总支付金额高达250亿美元，其中KKR杠杆收购基金投资了20亿美元，合伙人自身投资了8000万美元，其余主要通过发行各类高收益债券和银行贷款融资。20世纪90年代初，因经济衰退、内幕交易丑闻和更严格的监管审查，高收益债券市场一度接近崩溃。之后，随着经济恢复增长和市场逐渐规范，高收益债券市场又重新复苏。截至2011年末，美国高收益债券的市场规模已经达到了1.5万亿美元，占公司债券市场规模的18.94%。高收益债券在美国已经发展成为一种重要的债务融资工具，在促进美国的中小企业发展、推动产业结构调整升级方面发挥了重要作用。

经历30余年的发展和规范，美国高收益债券市场在发债主体、投资者准入、产品设计、流动性、投资者保护等方面形成了比较完善和成熟的机制，市场的主要特征如表1所示。



表 1 美国高收益债券市场主要特征

要素	内容
发债主体	以中小企业和信用评级较低的公司为主；根据公司所处的发展阶段、财务状况和发债用途，主要可以分为以下几类：（1）成长型公司，（2）衰退期公司，（3）高负债公司，（4）用于杠杆收购的特殊目的公司
债券种类	创新不断涌现，种类主要包括：（1）纯现金债券，（2）票息递增型债券，（3）实物付息债券（Payment-in-Kind Bonds），（4）分级债券
债券市场表现	（1）收益率相对较高，（2）期限以 5~10 年的中长期债券为主，（3）债券违约率主要受经济周期因素以及信用评级、债券类型、存续期等债券自身因素的影响，（4）投资者群体分布较为广泛
债券的发行、转让和流动性	私募债券的转让和流通便利性低于公开发行债券；为提高私募债券的流动性，活跃债券交易，美国在 1990 年出台了《144A 规则》，放宽了私募债券转售的条件，并提供了专门的私募债券转售市场
债券契约设计与投资者利益保护	高收益债券在风险隔离、信息披露、债务人行为、权利义务等方面有更复杂的考虑和安排；这些限制性条款通常包括：（1）限制债务人的额外负债与现金支付，（2）约束债务人的重大资产重组行为，（3）约束债务人的股权投资、分红等行为，（4）约束债务人的重大投资、资本性支出等行为，（5）限制关联交易

1. 发债主体特征

发债主体以中小企业和信用评级较低的公司为主。根据公司所处的发展阶段、财务状况和发债用途，主要可以分为以下几类：①成长型公司。公司处于快速成长阶段，但由于设立时间较短，公司营业规模、历史和财务状况尚未达到获得投资级评级的标准。此类公司有可能通过高收益债券市场获得宝贵的种子资本，在成功进入股票市场 IPO 之前，先进入资本市场获得发展机会。②衰退期公司。此类公司曾获得过投资级的评级，但因经营困境而被降低了信用评级，后续经营改善后，有可能重新获得投资级评级。③高负债公司。公司的规模和收入属于蓝筹股的范围，但负债水平较高，评级公司给予其债券投机级的评级，此类公司通常通过发行高收益债券来进行债务再融资，以高利率来偿还银行债务、回购债券、债务合并或资本融资以抵御恶意收购。④用于杠杆收购的特殊目的公司。杠杆收购公司或上市公司的管理层通过设立特殊目的公司并发行高收益债券获得资本，用于收购目标上市公司的股权。

2. 债券种类较多，创新不断涌现

过去 30 年中，美国高收益债券市场上的创新不断涌现。归纳起来，主要的高收益债券通常包括以下种类。

（1）纯现金债券。它是最普遍的一种高收益债券类型，以现金形式支付票面利



率，根据合同约定定期（按季度、半年等）支付利息，也可设置提前还款计划。

（2）票息递增型债券。债券以现金支付利息，利率逐期递增，期限越长，支付的利息就越高，这种债券会迫使债务人尽快偿还债务。

（3）实物付息债券（Payment-in-Kind Bonds）。债券发行人可以重设债券利率以使债券按平价交易，这一特点能更好地保护投资者利益，很受投资者欢迎。

（4）分级债券。它是指债务人对发行的债券进行结构化和分层设计，为投资者提供不同层级债券的选择，不同层级债券的期限、收益率和信用评级有所不同，这一设计有助于提高债券的吸引力。

此外，还有可展期票据、延付利息债券、零息债券、可转换债券（含赎回权、回售权）等多种类型的高收益债券。

3. 债券市场表现

高收益债券通常意味着低评级、高风险和高收益。垃圾债券之王迈克尔·米尔肯（Michael Milken）认为：“垃圾债券的投资精髓永远是从负债中发现资产，透过债务的表象发现真正的价值并把它扩大到极致。”美国高收益债券的收益率、违约情况和期限分布情况如下。

（1）收益率相对较高。高收益债券对投资者的吸引力包括几个方面：一是与投资级债券相比，具有更高的违约风险溢价，收益率更具有吸引力；二是其价值分析模型包含债务人的盈利增长和资本增值，信用评级调高时可以获得额外的资本回报；三是与普通股相比，其回报中来自利息收入的部分高于资本增值部分，获得投资回报的优先顺序高于股票，这使其在收益稳定性方面也具有吸引力。

（2）期限以5~10年的中长期债券为主。从近年来高收益债券的期限分布情况来看，发行期限一般在1~30年，其中5~10年期的高收益债券占比超过了50%，5年期以上的高收益债券占比超过了80%。这一期限分布看似较长，但美国高收益债券中多数嵌入了转换、赎回、回购等各种期权，如果考虑债券内含各种期权的话，高收益债券的实际投资期限会低于上述数据。

（3）债券的违约情况。根据标准普尔（Standard & Poor's, 2012）的统计，1981—2011年，高收益债券的平均违约率为4.39%，违约率的中位数为3.64%，最低违约年份的违约率为0.63%，发生在1981年，最高违约年份的违约率为11.19%，发生在次贷危机爆发之后的2009年。经济周期因素与债券自身的因素都会影响债券的违约率。在经济下行期，债券的违约率明显上升。1990年，美国经济结束长达数



年的增长，进入了一次短暂、温和的衰退，高收益债券的违约率由上一年的 4.3% 急剧上升到 7.9%；2001 年，互联网泡沫破灭，高收益债券的违约率达到了 10.5%；2008 年，次贷危机爆发，次年高收益债券的违约率从 4.13% 上升到 11.19%。2011 年，美国高收益债券的违约率为 1.98%，低于过去三年的平均违约率 5.49%。除经济周期因素外，债券的自身因素，如信用评级、债券类型、存续期等也会影响债券违约率。

(4) 投资者群体分布较为广泛。目前，美国高收益债券市场中的投资者以保险公司、高收益共同基金、养老基金和担保债券凭证（Collateralized Bond Obligation, CBO）为主，95% 以上的投资者为机构投资者。个人投资者通过投资购买高收益债券基金间接参与这个市场。

4. 债券的发行、转让和流动性

高收益债券的发行方式有公开发行和私募发行两种。发行人对发行便利性、信息披露、债券流动性和吸引力等多种因素进行权衡以决定采取公开还是私募方式发行。私募债券的转让和流通便利性低于公开发行债券。为提高私募债券的流动性，活跃债券交易，美国在 1990 年出台了《144A 规则》，放宽了私募债券转售的条件，并提供了专门的私募债券转售市场。目前，根据《144A 规则》发行的债券已经成为私募债券发行的主要形式。根据 Livingston 和 Zhou（2002）的统计，80% 以上的高收益债券是根据《144A 规则》发行的。为提高其流动性和吸引力，高收益债券通常需要额外支付流动性溢价。私募发行的高收益债券为流动性支付的溢价大约占全部风险溢价的 1.5%。

5. 债券契约设计与投资者利益保护

考虑到高收益债券的高风险特性，为约束债务人的行为，合理地保护投资者的利益，高收益债券的契约条款不同于普通债务合约的正常、违约二元状态设计，在风险隔离、信息披露、债务人行为、权利义务等方面有更复杂的考虑和安排。这些限制性条款通常包括：（1）限制债务人的额外负债与现金支付，包括新增各类负债、维持净资产、保持财务比率在一定水平、禁止违反规定对外提供担保或担保承诺等；（2）约束债务人的重大资产重组行为，包括转移核心资产、合并分立、资产证券化、融资租赁行为等；（3）约束债务人的股权投资、分红等行为，包括收购子公司股份、支付股息、回购股份等；（4）约束债务人的重大投资、资本性支出等行为，如超过净资产 10% 以上的重大投资、进入未经同意的业务领域等；（5）限制关联交易，包



括对公司实际控制人及下属子公司的交易价格、资金用途、现金支付等行为的约束。在发债主体违反上述约定的情况下，债券持有人有权要求发债主体采取补救措施，或召开债券持有人大会，严重时可能引发债券立即进入清偿程序。

（二）欧洲高收益债券市场的经验与启示

欧洲长期以来是除美国之外的世界第二大高收益债券市场。欧元的诞生成为欧洲高收益债券市场迅速发展的重要契机。欧元面世前，欧洲高收益债券的发行币种由多国货币组成，以美元为主，通常占到市场发行规模的 70% 左右。2000 年以后，随着国际外汇市场中欧元对美元的不断升值，欧洲高收益债券的发行企业对欧元有着越来越浓厚的兴趣，于是以欧元标价的高收益债券占据了市场的绝大部分份额，美元、英镑及其他币种只占很少部分。欧洲高收益债券市场是随着欧元的诞生由互为分割的各国市场过渡到现在统一市场的。

表 2 欧盟高收益债券市场主要制度设计的特点

要素	内容	
投资者保护制度	为了保证高收益债券投资者的利益，欧盟至今仍承接欧洲债券市场的传统惯例，规定必须由相应发债公司来担保偿付本息的责任，并有“同等优先清偿权条款”和“限制抵押条款”两项附加性权利保护措施	
信息披露操作和社会信用评级	透明度指令	对年度报告、半年度报告等持续披露义务以及发行人对投资者的信息提供义务均做出了针对性的规定；要求提高债券发行主体所发布的经营业绩和财务状况信息的质量，从而更好地保障投资者的权益
	说明书指令	要求任何规模的高收益债券发行企业需要对在未来经营过程中有可能导致发债企业陷入困境的一系列风险因素向投资者如实做出说明，使发债企业公布的资信及发展状况更加具有参考价值和全面性
	信用评级机构行为操作指令	信用评级机构不得向客户提供咨询业务服务；没有令监管机构信服的信息和技术来源，信用评级机构不得对所发行债券进行评级并向公众公布评级结果；在信用评级过程中，信用评级机构需要向公众披露所使用的信用评级方法、评级模型及关键推断说明，等等

在欧盟金融市场总体法律框架下，欧洲高收益债券市场的相关制度设计重点放在了规范市场信息披露及信用评级标准和行为、保持交易行为的规范性、保护投资者权益、保持交易行为的规范性等方面，这对欧洲高收益债券市场违约风险控制、提升市场投资信心起到了积极的作用，为推出债权型信托直接融资工具在严格规范中介服务机构、健全高收益债券市场的投资者保护制度等方面提供了制度设计的有益经验。

1. 投资者保护制度

为了保证高收益债券投资者的利益，欧盟至今仍承接欧洲债券市场的传统惯



例，规定必须由相应发债公司来担保偿付本息的责任，并有“同等优先清偿权条款”和“限制抵押条款”两项附加性权利保护措施。同等优先清偿权条款要求债务人不得签署比该项债券债务更优先清偿的其他债务，限制抵押条款的目的是防止从高收益债券发行人及其分支机构的任何财产中给予抵押权益，以便使其财产在遇到财产清理时对所有无担保债权人保持有效。

2. 对信息披露操作和社会信用评级的制度要求

(1) 透明度指令。信息披露制度通过规定公开信息的真实、全面和及时性的标准，以定期或临时报告等形式向全社会公众公开信息，使公众均有平等的机会获得信息，并通过影响市场参与者的决策及行为来实现市场约束的作用。有效的信息披露不仅可以降低信息成本，提高交易活跃程度与市场效率，更能使市场参与者发挥有力的监督作用，督促金融机构稳健经营。2004年欧盟颁布的透明度指令对高收益债券的发行者提出了统一披露相关信息的要求，其目标是提高债券发行主体所发布的经营业绩和财务状况信息的质量，从而更好地保障投资者的权益。

(2) 说明书指令。欧盟2003年颁布的说明书指令对欧洲市场的高收益债券发行提出了相应要求：发债企业在欧盟任何成员国公开发行高收益债券之前，必须公布其债券募集办法指引，其中应包括所有与所发行债券相关的、能使投资者对发债企业的财务状况、盈亏状况、债券所附权利充分了解的相关信息。针对长期经营规划，说明书指令特别要求任何规模的高收益债券发行企业需要对在未来经营过程中有可能导致发债企业陷入困境的一系列风险因素向投资者如实做出说明，使发债企业公布的资信及发展状况更加具有参考价值和全面性。

(3) 信用评级机构行为操作指令。欧盟对高收益债券发行过程中信用评级的操作行为提出了以下具体要求：①信用评级机构不得向客户提供咨询业务服务；②没有令监管机构信服的信息和技术来源，信用评级机构不得对所发行债券进行评级并向公众公布评级结果；③在信用评级过程中，信用评级机构需要向公众披露所使用的信用评级方法、评级模型及关键推断说明；④信用评级机构必须向公众提供透明的年度评级报告备查阅；⑤信用评级机构必须向投资者公布对自己评级水准的评价；⑥信用评级机构董事会中必须有三个以上同信用评级机构在经济利益上完全无关的独立董事（其中一人是具有证券及金融相关知识的专家），任职期不得超过5年以上；⑦欧洲市场的信用评级机构每年必须要接受来自欧洲证券监管委员会的评估与监督，将从评级方式的透明度、评级过程中的时滞表现、评级过程中存在的欺诈问题等方面对信用评



级机构进行综合评定，给予奖惩。

金融危机后，鉴于严峻的形势，2009 年欧盟委员会又推出了一系列旨在加强对欧洲信用评级机构进行监管的新规则，要求欧洲证券监管委员会建立所有信用评级机构在欧洲经营历史业绩的信息数据库，以便于公众快速核实并进行选择比较，严格督促信用评级机构以一个透明的运作方式，采用令人信服的判断方法提供公司债券违约率或企业经营好坏的真实信息，确保评级机构不被评级企业影响而出现违背公众利益的不道德操作，在保持市场信心的基础上，促进债券市场的平稳发展。

四、中小企业私募债对信托标准化类高息债业务创新的启示

2014 年 4 月 8 日，中国银监会下发“99 号文”，并于 5 月 13 日下发相关执行细则，首提“改造信贷类集合资金信托模式，研究推出债权型信托直接融资工具”转型方向，该方向旨在将集合信托等从非标准化资产转换为类高息债的标准化产品（以区别于银行直接融资工具所对应的低息国债、金融债组合成的标准化产品），从而使其可以在银行间或交易所市场流通，提升其流动性，并使其最终被更多的机构投资者纳入配置的资产范围。

作为目前在市面上流通已有一段时间的最接近非标准化资产的标准化高息债产品，中小企业私募债属于高收益企业债，它是近年来有关固定收益（债）类产品金融创新的重要举措之一。为解决中小企业融资难、融资贵的问题，政府高层和监管机构加快推进了高收益企业债（高息债的一种，常见的还有高收益地方政府债和高收益房地产开发债）的发行。2012 年 5 月，上海证券交易所与深圳证券交易所分别发布了《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》和《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》，2012 年 6 月，作为中国版“垃圾债”，被寄予厚望的中小企业私募债正式推出。

研究这一金融品种显然对于信托公司未来开展标准化类高息债业务创新有着较强的借鉴意义。

根据《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》，中小企业私募债是指中小微型企业在中国境内以非公开方式发行和转让，约定在一定期限还本付息的公司债券。表 3 归纳梳理了上海证券交易所中小企业私募债的备案、投资、转让和投资者保护等条款。



表 3 上海证券交易所中小企业私募债备案、投资、转让等条款

备案与发行	备案条件	1. 发行人是中国境内注册的有限责任公司或者股份有限公司； 2. 发行利率不得超过同期银行贷款基准利率的 3 倍； 3. 期限在一年（含）以上； 4. 本所规定的其他条件
	时限	备案材料完备的，本所自接受材料之日起 10 个工作日内出具《接受备案通知书》； 发行人取得《接受备案通知书》后，应当在 6 个月内完成发行；逾期未发行的，应当重新备案
合格投资者	机构投资者	1. 经有关金融监管部门批准设立的金融机构，包括商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等； 2. 上述金融机构面向投资者发行的理财产品，包括但不限于银行理财产品、信托产品、投连险产品、基金产品、证券公司资产管理产品等； 3. 注册资本不低于人民币 1000 万元的企业法人； 4. 合伙人认缴出资总额不低于人民币 5000 万元，实缴出资总额不低于人民币 1000 万元的合伙企业； 5. 经本所认可的其他合格投资者
	个人投资者	1. 个人名下的各类证券账户、资金账户、资产管理账户的资产总额不低于人民币 500 万元； 2. 具有两年以上的证券投资经验； 3. 理解并接受私募债券风险
	数量	每期私募债券的投资者合计不得超过 200 人
转让	转让条款	合格投资者可通过本所固定收益证券综合电子平台或证券公司进行私募债券转让；按照申报时间先后顺序对私募债券转让进行确认，对导致私募债券投资者超过 200 人的转让不予确认
投资者权益保护	偿债保障金	发行人应当设立偿债保障金专户，用于兑息、兑付资金的归集和管理 发行人应当在募集说明书中承诺，在私募债券付息日的 10 个工作日内，将应付利息全额存入偿债保障金专户；在本金到期日的 30 日前累计提取的偿债保障金余额不低于私募债券余额的 20%
	限制条款	发行人应当在募集说明书中约定采取限制股息分配措施，以保障私募债券本息按时兑付，并承诺若未能足额提取偿债保障金，不以现金方式进行利润分配
	增信措施	发行人可采取其他内外部增信措施，提高偿债能力，控制私募债券风险，增信措施包括但不限于下列方式： 1. 限制发行人将资产抵押给其他债权人； 2. 第三方担保和资产抵押、质押； 3. 商业保险

此外，中小企业私募债的发行规模不受净资产 40% 的限制；对于募集资金的用途无特殊限制，募集资金用途灵活。对担保和评级未作硬性要求，可采用部分担保的方式。上海证券交易所发行的私募债还可对合格个人投资者开放。

表 4 对中小企业私募债与其他种类信用债做了分项对比，详细内容如下。



表 4 中小企业私募债和其他主要信用债的特征比较

	中小企业 私募债	公司债	企业债	中期票据和 短期融资券	非金融企业非公开定向发 行的债务融资工具 (PPN)	创业板 私募债
监管机构	交易所	中国证监会	发改委	银行间市场交易 商协会	银行间市场交易商协会	中国证监会
审核方式	备案制	核准制	核准制	注册制	注册制	备案制
发行人条件	符合《中小企业划型 标准规定》的中小 微、非上市企业（上 海证券交易所规定不 包括金融、地产企 业）	上市公司	非上市公司、 企业	具有法人资格 的非金融企业	具有法人资格的非金融 企业	创业板公司
发行方式	非公开发行	公开发行	公开发行	公开发行	非公开发行	非公开发行
投资者数量 限制	≤200 人	无	无	无	无	≤10 人
审核时间	10 天之内	1 个月左右	6 个月左右	3 个月左右	—	—
发行时间	备案后 6 个月内完 成，可分期发行	核准后 6 个月内 完成首期发行， 可在 2 年内分多 次发行	核准后 6 个月内 完成，不可分期 发行	注册 2 个月内完 成首期发行，可 在 2 年内分多次 发行	注册后 6 个月内完成首期 发行，可分期发行，注册 有效期为 2 年	备案后 6 个月 内完成首期发 行，可在 2 年 内分多次发行
净资产要求	无	一般要求归属母 公司的净资产大 于 12 亿元	一般要求归属母 公司的净资产大 于 12 亿元	未具体要求，但 实践中一般要求 高于企业债	—	一般要求归属 母公司的净资 产大于 12 亿元
盈 利 能 力 要求	无	最近三年持续盈 利，三年平均可 分配利润足以支 付债券一年利息	最近三年持续盈 利，三年平均可 分配利润足以支 付债券一年利息	未具体要求	—	最近三年持续 盈利，三年平 均可分配利润 足以支付债券 一年利息
评级及审计 要求	不强制要求评级，2 年财务需审计	需评级，3 年财务 需审计	需评级，3 年财务 需审计	需评级，3 年财务 需审计	—	需评级，3 年 财务需审计
发行规模	无限制	不超过企业净资 产的 40%	不超过企业净资 产的 40%	不超过企业净资 产的 40%	—	不超过企业净 资产的 40%
发行期限	1 年以上（深圳证 券交易所），3 年以 下（上海证券交易所）	一般为中期	一般为中长期	中期票据为 3 ~ 5 年，短期融资券 为 1 年以内	—	一般为中期



续表

	中小企业 私募债	公司债	企业债	中期票据和 短期融资券	非金融企业非公开定向发 行的债务融资工具 (PPN)	创业板 私募债
投资者要求	见表 3	交易所投资者	银行间市场机构 投资者	银行间市场机构 投资者和交易所 投资者	银行间市场特定机构投资者；定向投资者，指具有投资定向工具的实力和意愿、了解该定向工具投资风险、具备该定向工具风险承担能力并自愿接受交易商协会自律管理的机构投资者，由发行人和主承销商在定向工具发行前遴选确定	目前阶段创业板公司非公开发行债券在发行对象（投资者）数量、发行方式等方面参照非公开发行的股票的有关规定
交易场所和 流通方式	交易所固定收益综合 平台、证券公司	交易所	银行间市场、交 易所	银行间市场	在《定向发行协议》约定的定向投资者之间流通转让	不进行公开转让，深圳证券交易所所有计划为此类债券提供一定的转让服务

总体来说，我国中小企业私募债具有以下特点：（1）标准化、市场化程度较高；（2）对发行人没有净资产和盈利能力的门槛要求；（3）采用备案制，不设行政许可；（4）发行手续相对简便，发行周期也会较短；（5）采用私募发行，发行人和投资者可以就资金使用的具体条款和还款安排加以协调并灵活设计。它类似于美国 20 世纪 90 年代推出的混合型私募债产品。美国在 20 世纪末出现了以 144A 债券为代表的允许在二级市场交易的新型私募债，融合了公募和传统私募发行的双重优点，因而被称为混合型私募债。混合型私募债的目标在于最小化发行人的监管负担和发行成本，同时通过一定程度的保护和二级市场交易的灵活性来最大化其对投资者的吸引力，因而得到广泛的应用和推广。当然我国中小企业私募债也略有不同，与美国的混合型私募债相比，它更类似于公开发行。我国中小企业私募债的混合发债机制，不仅包含了对完整募集说明书制作的豁免，还允许其在交易所挂牌展示。

中小企业私募债的试点和推出，不仅有效拓宽了中小企业融资渠道，丰富了中小企业融资方式，缓解了中小企业，尤其是“三农”企业、初创企业、新兴业态企业、新商业模式企业的融资难问题，促进了中小企业的健康发展，还为证券公司、基金公司、银行、信托公司乃至保险公司等提供了标准化基础资产的又一多元化选择。

相比传统的一般债券，中小企业私募债有许多优势，主要包括拓宽企业融资渠道、发行人的资格门槛低、融资速度快、发行条款灵活、资金使用比较宽松、对投资者限制较少、对评级和审计的规定较宽松。



当前我国中小企业私募债面临的主要问题如下：（1）筹资规模小，多在1亿~3亿元。（2）隐形发行门槛较高。承销的证券公司对发行主体和发行条款会有较高的要求，一般要求发行主体的资产负债率不超过80%，企业债务结构合理，盈利能力较好，偿债能力较强，有资产抵押或担保，资产抵押的倍率能够覆盖债券的本金及一年利息。（3）实际发行成本较高。发行利率平均为9%左右，但算上票息和备案、发行费用，加上担保增信成本，私募债实际总成本平均达到14%左右。（4）流动性较差，大部分债券是持有至到期。（5）风险、收益不匹配。其收益和公司债、城投债相比，没有明显的吸引力，其风险对一般投资者来说难以识别，银行出于对风险的控制考虑也是谨慎参与。（6）法律框架不健全，参比美国，其定价体系、风险控制、信用管理、信息披露、监管体系等方面的各项制度还很不完善。

根据以上分析，中小企业私募债对于信托公司开展标准化类高息债业务创新具有以下启示：

（1）债项产品的标准化和流动性需求强烈，信托公司若开展类债业务必须突破集合信托等产品非标准化特征和流动性差的局限。中小企业私募债虽然在一些门槛和限定条件上比A股股票、银行间或交易所国债、金融债，乃至试点中的银行债权直接融资工具的要求要低一些，但应该具备的标准化要素基本全都具备，具有标准债券资产的特征，从而能更有效地保障其流动性。

（2）标准化高息债在信用评级、风险分担和风险与收益匹配等方面的特征和运行机制，为信托公司通过开展类债业务打破刚性兑付奠定了市场基础和操作基础。当前的信托业长期受到信托产品“刚性兑付”潜在陋规的束缚，导致信托产品高收益、低风险的扭曲结构长期得不到矫正，不仅极大地提升了信托业风险管理的难度和应对兑付危机的成本，也严重影响了金融市场的利率市场化和金融一体化进程，在一定程度上造成了投资者对金融产品的风险与收益特征预期的紊乱。信托公司发行的类债标准化设计改造的集合信托产品的基本交易原理不变，在实际复杂度没有增加的情况下，信托公司可以采取与其他标准化金融产品接轨的在信息披露、风险自担、债权代理等方面的标准化操作，这种业务创新将有助于信托产品逐渐破除“刚性兑付”，使信托公司放下历史包袱和声誉负累，顺利实现真正向“资产管理和财富管理”转型的长远转变和可持续发展。



五、中小企业私募债发行精选案例解读

（一）案例一：首单成功发行的中小企业私募债——12 苏镀膜

由东吴证券承销的华东镀膜通过上海证券交易所中小企业私募债备案申请后于 2012 年 6 月 8 日完成发行，成为全国中小企业私募债成功发行的第一单。

该债券于 2012 年 6 月 11 日 9 时在上海证券交易所挂牌，成为首只在交易所市场挂牌的中小企业私募债，代码为“125000”，证券简称为“12 苏镀膜”，金额为 5000 万元，期限为 2 年，固定利率为 9.5%，每年付息一次。上海证券交易所提供非公开转让服务。在挂牌首日，“12 苏镀膜”完成首笔转让，转让面额为 100 万元，这是交易所市场第一笔中小企业私募债非公开转让业务。

该债券由苏州国发中小企业担保投资有限公司提供保证担保，未邀请其他机构做专项评级，主要以证券公司自营为主。

解读：

作为国内债券市场的全新尝试，中小企业私募债的推出，进一步丰富了我国债券市场的结构，也进一步完善了我国资本市场体系，有望有效缓解中小微企业融资难、融资贵的问题。

苏州无论从经济发展程度还是民营经济发展现状来看，都非常适合也非常需要开展中小企业私募债业务。东吴证券希望通过这一业务的开展，实现直接融资的有效对接，丰富金融服务对象，不断拓宽资本市场，服务实体经济。

此次 12 苏镀膜的额度较低，只分配给了两家机构，一家购买了 1500 万元，另一家购买了 3500 万元。目前个人投资者直接投资中小企业私募债尚有困难，但可以购买投资于中小企业私募债的理财产品，从而实现间接投资。比如 7 月 9 日，广发证券就推出了境内首只可投资中小企业私募债的理财产品——广发金管家弘利债券，只需要 5 万元即可参与。

（二）案例二：首单获 QFII 全额认购的中小企业私募债——14 渝南水

2014 年 2 月 26 日，由东吴证券主承销的重庆市南州水务（集团）有限公司 2014 中小企业私募债在上海证券交易所成功发行，发行总金额为 2 亿元，发行利率为 9.5%，期限为 3 年，附第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，由发行人以自有土地为本期债券提供全额抵押担保。



香港 QFII 机构农银国际全额认购该债券，成为 QFII 机构在一级市场认购中小企业私募债的首个案例。中国农业银行重庆市分行与农银国际联动配合做好其落地工作。

解读：

此次成功发行私募债不但开创了 QFII 直接投资中小企业私募债的先例，而且还具备以下特点：一是发行速度快。从落实承销商到资金募集到位，耗时仅 1 个月，堪称高效。二是发行成本低。此次私募债发行利率为 9.5%，期限为 3 年，而同类民营企业的发行成本一般在 12% 以上，最高达到 18%。三是发行额度较大。从已经发行的私募债来看，一般发行额度均在几千万元，一次发行 2 亿元在中小企业私募债中属于较大发行体量。

中国证监会曾于 2012 年 7 月 27 日公布了《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法〉有关问题的规定》，允许 QFII 进入银行间债券市场和投资在证券交易所交易或转让的债券，其中就包含中小企业私募债。但由于资金托管、划转环节较为烦琐等原因，此前还没有 QFII 在一级市场直接投资中小企业私募债。

QFII 参与中小企业私募债一级市场发行是一次有益尝试，此类机构对私募债高收益而流动性较低的品种有一定的配置需求，有望成为未来私募债投资者的生力军。

中小企业私募债面临的主要问题还是流动性，这次尝试为中小企业私募债开拓了新的投资者群体，丰富了投资机构种类，有利于活跃这一品种，增加流动性。

（三）案例三：首单股份质押增信的中小企业可交换私募债——13 福星债

2012 年 10 月 25 日，作为中小企业私募债的升级产品，由创业板公司福星晓程的第三大股东福星生物药业有限公司（以下简称福星药业）发行的国内首只中小企业可交换私募债在深圳证券交易所备案并完成发行，发行规模为 2.565 亿元，票面利率为 6.7%，发行人福星药业以持有的 1000 万股股票及其孳息为债券持有人交换股份和债券本息偿付提供担保，债券发行结束之日起 6 个月后进入换股期，标的股票初始换股价格为 25.65 元/股，债券持有人可以通过深圳证券交易所交易系统申报换股，换股所得股票在次交易日即可用。

根据上述约定，13 福星债于 2014 年 4 月 14 日进入换股期，起始换股日期为 2014 年 4 月 14 日起至 2014 年 9 月 29 日（本期私募债券摘牌日）止。该私募债附带了发行人赎回选择权、换股价格向下修正条款及投资者回售选择权。

解读：



中小企业可交换私募债是中小企业私募债的升级版，在备案流程、投资者适当性管理及转让服务等环节与中小企业私募债完全一致。仅在债券增信环节，要求发行人将所持有的深圳证券交易所上市公司 A 股股份在结算后台进行股份质押，并允许债券持有人在约定的换股期内选择将持有的债券与用于质押增信的上市公司股份进行交换。在条款设计上，完全延续了私募债的市场化特点，换股价格只要不低于发行日前 1 个交易日的股票收盘价的 90% 以及前 20 个交易日收盘价均价的 90% 即可，质押股票数量只要不低于债券持有人可交换股票数量即可，具体换股价格及其调整机制、股票质押比例、维持担保比例和追加担保机制等完全由市场主体协商确定。

中小企业可交换私募债融资成本低、存续期长，上市公司股东可以根据自身资金需求和财务状况进行个性化产品设计，合理安排股份交换计划，总体上有利于盘活上市公司股东存量股份，为中小上市公司股东提供新的融资渠道。

可交换私募债的好处还在于，在以发行人未来的现金流为还款来源的基础之上，还为投资人设定了一个流动性较好的退出条件，其持有的债券可以交换为上市公司的股票，且这些股票可以自由买卖，这就等于为私募债的发行进行了一个增信，具有提振投资者对于私募债信心的作用，可以促进私募债的发行并有效降低私募债利息。以往发私募债是用土地、信用担保，而可交换私募债借款必须拿深圳证券交易所股票做担保，用股权质押的形式以往的融资成本是 10% 左右，而可交换私募债才 6% 左右。但是想发这种债其实很难。首先，中小微企业很少持有大量股票，望尘莫及；其次，主体持有的还必须是深圳证券交易所股票，如果持有股票，不如抛售，如果是限售股，不如直接进行股权质押。

（四）案例四：首单融资租赁中小企业私募债——14 宜信债

宜信惠琮国际融资租赁有限公司（以下简称宜信租赁）非公开发行的私募债于 2014 年 6 月 11 日在天津股权交易所挂牌交易，该债券被认为是国内首只融资租赁企业发行的私募债。

该债券期限为 1 年，发行总额为 3000 万元，25 万元、50 万元、100 万元的预期收益率分别为 8.5%、8.8%、9.0%，以一次性到期还本付息的方式进行收益分配。此次债的承销商为锦州银行天津分行，由北京汉威律师事务所作为债券受托管理人。

此次私募债的发行额度虽然不大，但在租赁领域起到了一定的行业带动作用。宜信租赁专注为小微企业和个人消费者提供融资租赁服务，产品定位于农业装备行业、乘用车行业和连锁消费行业，此次私募债的发行也将有助于其在服务“三农”与中



小微企业的业务领域做大做强。

解读：

融资租赁公司的资金主要来源于注册资本金、信用融资、项目融资这三大部分。目前，整个融资租赁行业仍然较多地依赖于银行贷款。融资租赁行业在融资方面本来就有诸多限制，如果是这个行业里的“小公司”，要想顺利融资就更非易事。

注册资金仅为 1.8 亿元的宜信租赁以“小本生意”定位，融资渠道显然有限，不过创新总会带来生路。这次宜信租赁发行私募债不仅给这家公司，也给整个行业探得了一条新路。

六、中小企业私募债常见模式研讨

（一）三类附加增信条款的中小企业私募债模式及案例

由于中小企业私募债属于高收益债，企业为了降低成本，顺利发行，会选择一些附加条款来增强债券的信用等级，比如常见的附加投资者回售选择权、发行人上调利率选择权、投资者转换股份选择权三种。

投资者回售选择权，即 $X + Y$ 模式，在第 X 月之前，投资者只获得利息，在第 X 月的某日，投资者可以根据当时市场情况及自身需求，选择继续持有该债券或者回售该债券。首次使用这种模式的是新丽传媒中小企业私募债，由于有该回售选择权的存在，同时联合信用评级有限公司给出了 A 评级，新丽传媒以 7% 的极低利率发行了中小企业私募债。

发行人上调利率选择权，即发行人在债券每次付息日前的第 30 个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告。比如，北京新华空港航空食品有限公司就使用发行人上调利率选择权条款以促成其发行。

中小企业私募债发行人的偿债能力一直被认为是中小企业私募债最大的风险因素，而债转股条款的存在可以缓解私募债投资人的担忧。金泰科技债是首只引入转股条款的私募债，其设计结构及发行状况具有样本意义。

湖州金泰科技股份有限公司 2012 年非公开发行 3000 万元中小企业私募债，其募集说明书中提到，该债券分为两个品种，其中 1500 万元为附投资者转股选择权的债券（品种一），另外 1500 万元为无投资者转股选择权的债券（品种二）。

所谓投资者转股选择权，是指投资者有权选择在行权期限内任一时点以当时的转



股价格将持有的私募债全部或部分转为发行人股份。

中小企业私募债转股需满足一定的条件。以金泰科技债为例，其发行人与承销商浙商证券规定，企业法人和合格个人投资者持有债券并拟进行转股的，申请行权的债券数量应不低于面值 250 万元；合伙企业持有债券并拟进行转股的，申请行权的债券数量应不低于面值 250 万元 × 合伙人人数。湖州金泰科技股份有限公司是金属表面处理及热处理加工企业，2011 年，该公司每股净资产为 3.47 元（合并报表），每股收益为 0.49 元。

山东亿盛铝业股份有限公司（以下简称亿盛铝业）于 2014 年 4 月成功发行被称为国内首单的“亿铝 2014 私募可转债”（两期总计 2000 万元）。

该私募可转债分两期发行，每期发行为 1000 万元，债券面值 1000 元，票面利率为 9.5%，每年付息一次。9.5% 的票面利率稍高于交易所的私募债，差距并不大，而私募可转债发行人多为规模更小的企业，风险相对更大，附加的转股权即相当于风险溢价。

该债券的核心结构设计是“2 + 1”模式，即在第 2 年末投资者可以有选择权，包括回售选择权与转股选择权和发行人上调票面利率选择权。

亿盛铝业是一家主要生产、经营各类特种工业铝型材、建筑装饰铝型材的中小企业，2013 年 7 月末总资产为 1.26 亿元，于 2013 年 9 月在齐鲁股权交易中心挂牌。亿盛铝业披露挂牌原因称“铝型材加工属于资金密集型行业，本公司资金实力较小，融资渠道单一，主要依赖银行贷款和商业信用融资，从长远看，这一模式不能得以改善，将制约公司生产规模”。挂牌后，亿盛铝业融资效果并不理想，投资者对直接股权投资较为谨慎，于是，亿盛铝业与齐鲁股权交易中心沟通尝试股债结合融资方案。亿盛铝业私募债设置的可转股条款，可以在特定时间、按特定条件转换为亿盛铝业普通股票：三年持有期届满之日，投资者可选择转为普通股或由公司按私募债票面价格加持有期间未结算利息赎回。若在第 2 年末转股，每 1000 元转 360 股，转股现值价格（扣除利息收入）为 2.25 元，若这 2000 万元债全部转化为公司股票，即相当于公司增发了 720 万股；若是 3 年期满转股，每 1000 元转 300 股，转股现值价格为 2.38 元，即相当于公司增发了 600 万股。

由于 2012 年该企业利润仅有 649 万元，若三年后，投资者均不选择转股，亿盛铝业将面临巨大还款压力。但“亿铝 2014 私募可转债”总计被百余自然人和企业购买，不小一部分即为亿盛铝业的核心员工、上下游客户等，利益相关者和内部人的双



重角色使得投资者有极大积极性选择转股分享业绩提升。

中小企业可转换私募债还被部分业内看成金融机构对科技型中小企业开展投联贷的新途径。2013 年末，一家科技企业在上海股权交易中心发行过一款私募债，也具有转股条款，但这款债券被一家投资机构全额认购，业内更多将其看作变式的科技类投贷联动。其具体模式为，商业银行向中小科技企业提供一笔贷款，在贷款合同背后，银行再与科技企业签署一份期权协议，约定未来银行有权以约定价格认购企业股权。由于银行不能直投，通常会指定第三方创投机构认购和代持。

中小企业非公开发行可转换债券在《公司法》上不存在法律障碍，但人民银行《贷款通则》禁止企业之间直接借贷，且股权基金和创业投资基金都是普通企业，监管层要求 IPO 的企业股权结构必须明晰，上市时会检查债转股情况，这使得它们在向中小企业购买私募债时有顾虑。而期望之后上市的企业自己也对发行私募可转债敬而远之。

目前，一些创业投资、私募股权投资机构（VC/PE）也并非直接对企业进行股权投资，而是先以借款方式提供资金，VC/PE 也希望能够对企业经营进行一段时间观察，留有是否股权投资的选择权。碍于监管要求企业间不能直接借贷，VC/PE 不得不先走委托贷款形式，然后再签一个未来达到某个目标转成股份的期权，当 VC/PE 对企业经营有信心时，才会在企业上市前转成股权。私募可转债推出后，VC/PE 就可以越过委托贷款，事先和企业约定好发行私募可转债的条款，然后直接全额认购企业的可转债。在上述科技企业私募可转债的例子中，全额认购该期债券的那家投资机构对该科技企业一直有参股意愿。

（二）具备相当规模的通道类私募债模式

通道类私募债模式的流程是，银行根据客户群体了解情况后，与证券公司合作，由拟发私募债的企业向银行申请授信额度，同时向证券公司申请发行私募债，证券公司进行包装以后，上报到交易所申请备案，等到备案通过后，其备案的资金通过银行的理财资金进行对接，证券公司只收通道费。

银行做通道业务，风险在于银行本身，其中“授信”的过程内存隐性担保。授信是银行给企业融资前的必需手续，授信相当于列一个白名单，可以向该企业放贷或用其他方式给企业融资。授信的前提是对这个客户有信任，要做尽职调查、跟踪。但现在贷款都要求质押、抵押物，而多数企业的资产没有可供抵押的；银行贷款难，企业特别是中小企业继续借钱只能找信托公司和证券公司。由于授信是隐性的非债券条



款，银行的隐性担保则是指银行以承诺回购等方式兜底，而担保对象多数是高风险资产。如果发行人出现偿债风险。银行必须把额度给到融资的企业，用其贷款金额来偿还中小企业私募债的本金和利息。中小企业多为借新款还旧账，偿还能力非常有限。当中小企业无力还款时银行要为此兜底。

这一创新模式很受证券公司和银行热捧，实际上不过是商业银行的新通道而已。从监管层出台《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（简称“72号文”）叫停传统信贷类银信合作，到进而出台《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（简称“8号文”）让银行理财资金通过信托通道发行的信托计划“踩刹车”，再到银证合作的票据买断式业务遭监管层清理，在这种局面下，中小企业债逐步沦为银行的又一种新通道。银行将原先通过信托机构作为通道发行的信托计划，改作以证券公司或基金子公司作为通道发行中小企业私募债。这样，证券公司可以安然获得一笔通道费，而银行也能够不再为总体信贷规模和非标准化业务受到限制而苦恼。

在“8号文”中，中国银监会规定理财资金投资非标准化债权资产（即非标准化资产）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。而“8号文”给出的非标准化资产定义中未列入上海证券交易所和深圳证券交易所的私募债，因此可以认定其属于标准化产品，这使得银行理财或单一资金对接变得没有障碍。

对于私募债是否属于非标准化产品资产并没有统一说法，但是由于中国银监会没有明确规定，许多银行就私自将其归入标准化资产。目前很多城市商业银行都在打擦边球做这种新的通道业务。“8号文”缺乏细则，所以执行不一。对证券公司来说，在这种“两头在外”的发行中，银行既充当项目提供方，又作为资金提供方。由于对自己的客户资质比较了解，对项目风险有一定的把控能力。和银行合作，既降低了风险，又能保证投资活跃度，即便是做通道业务也有得赚。对于这类业务，有授信支持，风险相对可控，收益也不错。在利益驱使之下，这类业务对证券公司乃至信托公司的确比较有吸引力。

由于“8号文”规定的“非标准化资产”是未在银行间和证券交易所市场交易的债权性资产，因而规避的方式自然是通过对接这两种平台的产品，曲线地将资产标准化。银行间市场的灵活性较低，这样注意力自然也就集中在了证券交易所，而以理财资金对接证券交易所的私募债也就成为当然的选项。

银行对存量非标准化产品主要采取产品到期自动终止或出售非标准化债权的方式，但也有银行试图通过增加标准化债权投资，如理财资金对接授信客户发行的私募债，做大分母，以满足非标准化投资不超过理财产品余额 35% 的监管要求。

当然，银行把中小企业私募债作为变相放贷的新通道有监管套利之嫌，虽不占用表内额度，但并未消除风险，而仅仅是转移风险，若形成规模，还是会引起管理层的警惕，迫使监管部门出台新的监管条例，这将加剧该类理财业务的不确定性。

但对证券公司来说，低迷的市场使得传统的经纪和承销业务收入大幅下滑，迫切需要开拓新的收入来源。而 2012 年下半年以来，中国证监会鼓励证券公司创新，放松了各项业务的审批限制，使得银证合作业务得以顺利开展，这是监管层还没对此类业务做出任何表态的直接原因。但对银证业务的严格监管应是大势所趋。目前，中国银监会大搞银行理财资产管理计划和直接债权融资工具业务试点，一旦试点顺利全面铺开，所有通道类业务都将面临极大冲击，最终可能被其基本替代。

（三）趋于流行的私募债结构化设计模式

私募债结构化设计模式的做法是将私募债分为优先级和次级。其中优先级份额（A 类）设定预期年化收益率，例如为 7%，且有机制性保障，次级份额（B 类）结构化产品集合清算后的净资产扣除 A 类净资产安排后剩余的净资产（现金形式）均为 B 类份额净资产；次级份额（B 类）收益率不确定，由 B 类份额净资产除以 B 类份额本金数，即为次级份额（B 类）实际的收益率。

众多实例表明，通过对产品进行分级设计，极大地解决了目前中小企业私募债销售遇冷的尴尬。销售已没有很大问题，其中次级份额都被公司的股东和老板的朋友们认购，优先级份额则通过银行财富管理中心和证券公司自己的销售渠道加以解决。

但这种模式存在的问题是，其优先级 7% 的预期年化收益率，与债券分级基金的收益相比并不占优势。另外，私募债设计成分级式产品后，由于在三年时间内全封闭式运作，投资者无法赎回，也无法分红，流动性成为一大问题。

不过，对于流动性不足的问题，大型证券公司可以采取代持等方式为部分优先级私募债产品投资者提供流动性支持。而且，优先级份额长周期和 7% 的收益率基本还是可以满足低风险偏好的机构客户的财富管理需要。

（四）受到投资者热捧的 A 股质押式可交换私募债的模式

它是一种特殊的中小企业可交换私募债，其性质与上市公司可转债相似，不同点在于上市公司可转债以自身股份作为转换标的，而可交换私募债则以发行人在 A 股市



场持有的无限售条件、权属无瑕疵的流通股作为转换标的。将拟融资企业所持有的上市公司股份用于债券增信，并依据约定条件将上市公司股份与私募债券交换。在这种框架中，中小企业可以摆脱高票息融资的定式，以承担二级市场价格波动风险的代价换取融资。

自中小企业私募债问世以来，其流动性问题一直受到投资者诟病，进而影响其发行规模的提升。尽管目前《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》和《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》中都明确私募债可以设置附认股权或可转股条款，但是由于发债中小企业的股权相比债券更加缺乏流动性，其价值也难以准确衡量，因此可转股私募债一直乏人问津。而将主板上市公司股份作为私募债的可交换股票，则明显提升了私募债转股权的价值，引来了更多投资者的参与。

一直以来，中小企业私募债被打上了“高票息、高风险”的标签。但从实务操作层面来看，买方对于私募债安全性的需求远高于高收益的需求。为了满足投资者对私募债安全性的高需求，融资方在承担 9% 左右票息的同时，普遍还要承担每年 1% ~ 2% 的担保增信费用，综合融资成本偏高，为发行人所深恶痛绝。这使得融资方与买方之间的风险收益比并不能很好吻合。

而 A 股质押式可交换私募债则可望破解这种困局。首先，上市公司股份属于优质资产，以此作为质押将极大地降低中小企业私募债的信用风险。不必额外向第三方机构额外支付增信费用，也不必因为短时间的现金流问题处置股票资产，造成净资产减少或者错失投资收益。

如果发行者与投资者一致看好某上市公司股价表现，而发行人恰好持有该公司股票，则发行人可以通过高于市场价格但低于未来预期的转股价发行可交换私募债，提前支取部分股价上行收益，放大杠杆比例。投资者投资所看好的个股则获得了债券票息作为安全垫。若未来股价下行，则买方可以选择不换股，以避免二级市场投资损失。

相比简单地以高票息换融资，这种方式可能更能满足一些对资金成本更加敏感，而对股权投资浮盈、浮亏不敏感的企业的需求。同时，目前市场中的可转债票息较其他信用债票息明显更低，带有可转债性质的私募债预计也将延续这种特点，降低企业融资成本。

对投资者来说，这一新私募债品种与上市公司可转债同样被认为是兼具股性和债性，且攻守兼备的投资品种，该私募债新品种与可转债高度相似，但可交换的上市公



司这种选择更为广泛，给大量机构投资者的配置需求提供了新的出口。

（五）做市商定制发行私募债等其他模式

中小企业私募债还有做市商定制发行私募债和私募债担保债务凭证中小企业私募债等其他可行模式。前者考虑到提升私募债令人诟病的流动性，可以由基金专户产品与承销证券公司展开合作，采用定制化发行财富管理产品，即根据某只即将发行的中小企业私募债的期限、价格单独设计专户产品向少数客户发售，这种专户产品在开放期限上与私募债兑付期限同步，不存在客户期间赎回的问题，管理方就可以将高票息的私募债持有到期获得收益；即使出现期间赎回特例，通过证券公司代持提供流动性的方式也能加以避免。在这种基础的操作上，财富管理机构也可以配置多只期限错开的私募债品种，在每只私募债都持有到期的同时，为客户提供一年内更加灵活的赎回选择。在收益分享上，中小企业私募债的年化收益率一般在9%~10%，而低风险偏好的财富管理客户对7%左右的年化收益率就能感到满意，其间的利差即可由财富管理机构与合作的证券公司分润。

目前，对于要求证券公司在特定时间短暂代持这种操作，代持证券公司仅按照资金成本收费，没有收取其他额外费用。而这种做法本质上就是证券公司做市提供流动性的雏形，如果一家证券公司有足够广泛的客户渠道与强大的流动性管理能力，就能整合不同客户间的流动性需求，形成以证券公司为中心的私募债流通市场。届时，证券公司以私募债为基础的盈利模式也可更加丰富。

私募债担保债务凭证模式是鉴于私募债的主要买方——银行的风控较严，而私募债本身资质差异较大，两者合起来造成私募债销售发行难的问题，而设计推出的一种产品模式，属于银信合作产品。此外，还有多家企业捆绑发行集合私募债或者采取私募股权融资等子模式，这里不再赘述。

七、模式转型：信托型企业私募债创新思考

借鉴上述各种主要的中小企业私募债模式，基于信托制度的独特优势，我们构思设计了几种主要的信托型企业私募债交易结构。

（一）信托公司作为债权代理人的企业私募债模式

所谓债权代理人，就是私募债的认购持有人通过《债券募集说明书》同意委托特定的机构或个人为其债权代理人，相当于由该机构或个人为其提供担保；该债权代



理人通过与私募债的发行人签订《债权代理协议》，由发行人用股权或资产等向代理人进行反担保，设定抵质押担保措施。

公司债券发行人在债券发行之前向未来的全体债权人提供担保物，但由于债权人具有分散性，如债权发生违约，则全体债券持有人一同行使担保权利具有操作困难，因此设定债权代理人角色。

债权代理人的设立步骤如下：

(1) 发行人与受托人签订《债权代理协议》，并在发行前，将担保物权设定给债权代理人，并按照相关法律法规要求进行登记。

(2) 债券发行后，债券代理人按照法律法规和《债权代理协议》的约定，履行其职责和义务。

(3) 债券到期，发行人足额兑付债券本息后，债权代理人解除抵押或质押，《债权代理协议》终止；发行人如果不能足额兑付债券本息，债权代理人负责将抵押物或质押物折价、变卖或拍卖，以其金额偿付债券本息后，信托终止。

债权代理人的职责包括：(1) 附信托（私募）企业债发行核查；(2) 监督债券募集资金的用途；(3) 信息披露；(4) 督促发行人按照《债权募集说明书》的约定归集偿债基金，并对偿债基金账户进行监督；(5) 召集债券持有人会议与执行会议决议；(6) 在债券持续期内处理债券持有人与发行人之间的谈判或诉讼事务；(7) 预计发行人不能偿还债务时，要求其追加担保，或者依法申请法定机关采取财产保全措施；(8) 发行人不能偿还债务时，受托参与其整顿、和解、重组或者破产的法律程序；(9) 《债权代理协议》约定的由受托人承担的其他义务。

通过设立债权代理人，并由信托公司承担该角色，使得私募债投资者的收益保障和风险控制得到了一定程度的改善，消除了购买此类私募债的后顾之忧；另外，投资者的积极性得到激发，有利于私募债的顺利发行和发行人得到足额资金，及时推进相关项目。从代理人职责方面来看，该业务为类信托业务；从刚性兑付角度来看，该业务不同于以往传统的信托业务，信托公司不会兜底，项目方最高将依据其担保或反担保的总价值进行违约时的偿债。

这种信托支持私募债的模式转型创新对应于一般中小企业私募债中附加投资者回售选择权、发行人上调利率选择权、投资者转换股份选择权的三种常见模式，通过发挥信托的制度优势和代理与监督角色，达到促进私募债交易、支持实体经济的主要意图。



在三种附加增信措施的常见模式下，私募债的信用等级得到增强，降低了产品风险，也适当提升了产品的流动性，但产品的收益率也拉低了将近3个百分点。

在发行信托支持的三种附加增信条款的中小企业私募债时，信托公司作为私募债的债权代理人，不仅为投资者争取尽可能足值的担保或反担保保障措施，而且监督其资金的使用、信息的披露和出现兑付风险时的抵质押物应急措施。对于附加回售选择权模式，信托公司会在回售选择权行权日前数日督促发行人预备充足资金并对资金进行监管，供投资者实施回售选择权；对于附加发行人上调利率选择权模式，信托公司作为债权代理人，会在利率上调选择权的行权日前数日督促发行人预备充足资金并对资金进行监管，以应对投资者可能的回售；对于附加债转股模式，信托公司将协助私募债的持有人和发行人双方，对债转股行权期限内的行权份额、金额、分红、派息、增发配股等进行登记确认和核算，在私募债最终到期兑付日前，督促发行人归集本息资金并对资金进行监管，对投资者未转股的部分债券实现兑付。

由于有相对充足的反担保抵质押物，信托公司还可以在此期间为发行人提供一定的垫资作为回售的流动性支持，并收取相应的费用。此外，承销债券发行的证券公司如果与投资者签署了《远期回购承诺书》，也可以为私募债的回售和到期兑付提供流动性支持，同样相当于债券担保。

（二）事务管理类信托企业私募债模式

在此模式下，银行针对中小企业中的优质老客户通过总行授信，或者针对非银行授信客户，由分行授信后递交总行批复，获得授信后，银行开展尽职调查，并委托合作的证券公司和律师事务所、会计师事务所、评级机构、资产评估公司等出具相关报告和报审材料，提交上海证券交易所、深圳证券交易所申请备案，收到接受备案通知后筹备发行，银行寻找单一资金对接，或者通过设计理财产品报银监局备案后销售理财产品募集资金，或者与社保、保险公司等机构合作，然后通过信托公司、证券公司或基金公司等在中证登开立有账户的通道认购持有客户企业发行的私募债，同时监管客户资金使用并对客户企业股权或资产实施抵质押登记等担保措施。

信托公司在其中需要做的除了帮助银行理财资金认购持有对应的私募债，还需要在银行开展此项业务的过程中，同步进行尽职调查，走完内部风控流程，并就私募债风险责任主体与银行签订协议明确厘定。信托公司在其中通常只扮演事务管理角色，不构成隐性担保或者刚性兑付。



（三）信托公司作为劣后投资者的结构化企业私募债模式

考虑到企业私募债的高风险、高收益特征，结构化的企业私募债设计模式通过设置优先、劣后级份额，以劣后份额来保障优先份额的收益，同时劣后份额获得更高剩余收益分配比例，从而分离出两类风险与收益特征迥异的子份额，分别满足激进、保守不同风险偏好客户的需求。由市场上一般投资者购买私募债的优先级，而由信托公司购买劣后级产品，有时证券公司资产管理部门和投行、经纪业务等部门出于各种考虑也会参与劣后级的认购。同时，由发行人将企业股权或资产抵质押给信托公司作为担保，并由信托公司会同银行监督其私募债发行所募资金的使用。

（四）信托公司作为受押人的 A 股质押式可交换私募债模式

A 股质押式可交换私募债，与上市公司可转债相似，不同点在于上市公司可转债以自身股份作为转换标的，而 A 股质押式可交换私募债则以发行人在 A 股市场持有的无限售条件、权属无瑕疵的流通股作为转换标的。该模式将拟融资企业所持有的上市公司股份用于债券增信，并依据约定条件将上市公司股份与私募债券交换。在这种框架中，中小企业可以摆脱高票息融资的定式，以承担二级市场价格波动风险的代价换取融资。

信托公司作为 A 股股票质押的受押人，会与私募债发行人签订《可交换 A 股质押协议》。在债券发行前可交换股票被质押给信托公司，质押股票数量应当不少于可交换股票数量，该部分股票及孳息用于债券换股和本息偿付的担保。具体质押率、维持担保比例、违约处置等事项由当事人协商约定。可交换私募债自发行结束之日起六个月后可进行换股。具体换股期限也由当事人协商约定。

由于发债中小企业的股权相比债券更加缺乏流动性，其价值也难以准确衡量，因此可转股私募债一直无人问津。而将主板上市公司股份作为私募债的可交换股票，则明显提升了私募债转股权的价值，引来更多投资者参与。

而且上市公司股份属于优质资产，以此作为质押将极大地降低中小企业私募债的信用风险。不必向第三方机构额外支付增信费用，也不必因为短时间的现金流问题处置股票资产，造成净资产减少或者错失投资收益。

信托公司会根据受押股票的市值波动等情况，及时提醒发行人采取补仓等措施，并会在补仓不及时造成价值损失或不足值时及时平仓补偿投资者损失。在私募债到期兑付前，信托公司会督促发行人及时归集本息资金并监督账户资金使用，如果出现兑付问题，将会在与发行人协商基础上通过卖出部分或全部质押 A 股来补偿差额资金。



（五）其他模式下信托型企业私募债的业务创新思路

1. 做市商定制发行私募债模式下信托公司参与开展私募债业务的思路

做市商定制发行私募债的模式中，券商自有资金或客户资金所扮演的角色完全可以由信托自有资金或信托机构客户单一资金替代实现。

这种操作模式不仅限于私募债。资产证券化业务常规化之后，未来发行的资产支持证券（ABS）同样有较强的私募性质，预计也将出现流动性不足的情况，由于单只资产支持证券的发行规模远大于私募债，券商如果要为此类产品提供流动性，以自有资金运作可能力有不逮，此时，完全可以由信托公司通过发行单一资金信托与其对接，提高其资金杠杆并满足业务需求。

2. 私募债担保债务凭证模式下信托公司参与开展私募债业务的思路

私募债担保债务凭证这种模式的产品本身就属于银信合作产品。

信托公司参与此种私募债的具体方案为：由信托公司设计出一个产品，自己收购私募债，然后自己担保增信，做成固定收益类产品报本地银监局获得批准后卖给银行。该产品类似美国的 CBO（Collateralised Bond Obligation，高收益债券担保凭证）。CBO 是 CDO（担保债务凭证）的一个分支，是指市场流通债券的再证券化。其一般操作模式为，金融机构购买一个资产的投资组合，作为证券化的标的资产，例如高收益债券或债务资产，经过整合与重新包装，分割成各种等级的分券，发行给一般投资者。若其发行价格大于购买的成本，其差额就是证券化商品发行者的获利。

受严格的监管规定，银行买私募债有十分多的条条框框，不光要对私募债主体授信，往往还要对担保方授信才行。通过该产品，信托公司帮助银行主要是理财资金打通了间接购买私募债以低风险获得较高收益的获利通道，自己也得到私募债票息与支付给银行的固定利息之间的利差，但要对客户刚性兑付，其风险也就相应由信托公司自己扛了。因将风险集中于自身，信托公司需对风险控制严格把关，做好尽职调查，并将所有抵质押物全部抵押过来，这就不需要额外的担保公司了，从而可以额外收取 1.5% 左右的风险溢价，这相当于原来的担保费。此外，作为唯一的债权人，信托公司还可以对债券条款结构做更多的定制化设计。

该操作模式的核心是信托公司的风险管理能力。风险管理基于两点：第一，市场有无错误定价；第二，自身有无风险判断能力。该操作模式目前只适合以信托自有资金参与，要获得外部资金认可有一定的难度。



3. 基准高息债模式的主要结构分析思路

如果信托公司发行信托私募债，在高息债信托凭证发行成功后，投资者与发行人确立债权债务关系，信托公司作为债权代理人，在尽职尽责地履行了《债权委托代理协议》的情况下，不为债权收益凭证的违约承担责任；投资者的债权追索对象应为发行方；但债权代理人有义务在违约情况发生时，以投资者利益最大化为原则，对债权收益凭证相关的项目资产等进行处置。

在凭证发行成功后，投资者与发行人确立债权债务关系，信托公司作为债权代理人，应按照债权代理协议恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、管理的义务，为债权人的最大利益处理相关事务。

债权收益凭证的发行，应当符合直接融资的基本要求，要有明确的标的的项目与融资方与之对应。

在新的模式中，投资者需要签订的合同制式应加以修正，将融资方作为债务人的概念与信托公司作为债权代理人的概念重点突出。

债权收益凭证的营销过程中应更加注意投资者的风险偏好调查，以及做好投资者需自主决策、自担投资风险的意识的普及。

发行人应如实披露债权收益凭证相关项目的所有基本信息，债权代理人应切实做好前期尽职调查与信息披露工作，投资者认购前应确保自己了解项目相关情况及可能出现的风险，其所投资产品收益按照风险溢价原则定价，即高风险、高收益，低风险、低收益。

其优点在于：第一，虽然交易结构改变，但是基本的交易原理不变，实际复杂度几乎没有增加；第二，作为全新的凭证不受传统集合资金信托计划根深蒂固的刚性兑付概念的束缚；第三，摆脱固有概念限制后，风险自担、债权代理等更易被接受，有利于逐渐扭转长期以来信托产品给投资者的印象与投资者观念。

4. 分级型高息债模式下信托优先级部分的分析思路

上述多种私募债模式均存在分级型产品设计，对于优先级部分，在收益和风险兜底上可以参照一些保本型标准债类产品的设计原理。

这样的设计安排将有助于实现风险偏好不同的投资者和分级隔离的信托产品之间的有效匹配，促进产品的顺利发行和销售，降低产品的预期收益率和风险，实现从传统“刚性兑付”向“买者自负，卖者有责”的平稳过渡。



八、关于加快推出信托型企业私募债以促进债权型信托直接融资工具发展的建议

（一）加强与相关债券交易市场的沟通协商，及时推出标准化信托产品

市场的流动性是影响债券风险溢价水平的一个重要因素。关于交易场所的影响，国际上通常从流动性、透明度和市场规范性等角度来评价。中国企业债券市场在近 10 余年里，市场规模及活跃程度有了长足的进步，在产品发行、定价及风险控制等方面操作的市场化程度越来越高，尤其是交易管理清算体系等硬件条件的发展已经比较完善，这为高收益债券市场的推出打下了很好的基础。作为目前我国最主要的企业债券交易市场——银行间债券市场的交易是通过全国银行间进行直接询价或采取做市商（双边报价）方式成交的。中央国债登记结算公司作为银行间企业债交易基础设施的提供者和政府管理市场的重要技术平台，自 2006 年以来进一步加强了托管结算中心系统和客户端系统的完善与升级，使客户端数据信息下载通道得以上线运行，同时完成了智能统计报表系统的开发上线，推出新版指数、收益率曲线和估值系统，与香港金融管理局的 CMU 系统及欧洲明讯银行实现了联网，完全实现了国际通行的 DVP（券款对付）结算模式。2007 年，为了配合国内公司债券的发行，上海证券交易所也在原有的交易系统之外，投巨资建设了固定收益证券综合电子平台，为不同的投资者提供更高效率的国内企业债券交易批发交易平台，这些硬件条件的改造升级对推出标准化信托型企业私募债提供了良好条件。

表 5 我国债券交易的主要场所比较

	银行间债券市场	银行柜台市场	交易所债券市场
投资者	各类机构投资者，如商业银行、农村信用社、证券公司、基金管理公司、保险公司、企业（债券结算代理）	个人投资者、非金融机构	非银行机构，个人投资者
交易品种	金融债、央行票据，金融机构可以从事回购和现货交易，企业只能从事正回购和现货交易	凭证类国债	国债、企业债、可转债，机构投资者和个人投资者均可进行现货交易，机构投资者可进行国债、企业债回购交易，个人投资者不能进行回购交易
交易方式	双边报价（做市商制度），一对一询价谈判	双边报价	集中撮合竞价（价格优先，时间优先）



续表

	银行间债券市场	银行柜台市场	交易所债券市场
债券托管方式	在中央国债登记结算有限责任公司开立一级债券托管账户	一级托管人为中央国债登记结算有限责任公司，二级托管人为商业银行	在中国证券登记结算有限公司托管（上海证券交易所和深圳证券交易所各自在中国证券登记结算有限公司的上海和深圳分公司托管）
债券结算方式	全国银行间同业拆借中心提供前台债券交易，中央国债登记结算有限责任公司提供债券托管和后台结算，采用逐笔、实时和全额结算制度	债券和资金实时交割结算，承办银行为投资者办理资金清算和债券结算	交易所提供前台债券交易，中国证券登记结算有限公司提供托管和后台结算，投资者在证券商处开立账户，采用净额结算制度
交易结算风险承担	由交易双方自行承担	由承办银行承担	由交易所提供结算担保和承担交易结算风险
交易手续费	一次性开户费、结算过户费	收取开户费，不收取买卖手续费	开户费和交易手续费
价格波动程度	价格波动幅度较小	价格波动幅度较小	价格波动幅度较大
投资特点	债券存量较大，投资工具丰富，交易成本低，价格波动小	投资工具较多，交易费用较低，有利于大规模交易国债	投资工具较少，交易费用较高，价格波动大，不利于大宗交易的成交
安全性、流动性、收益性	安全性强、流动性较差、收益性较高	安全性强、流动性较强、收益性一般	安全性一般、流动性强、收益性高
信息披露	披露要求较少，低于交易所披露标准	披露义务小	披露要求较高

（二）强化违约惩戒机制，设计多种违约状态下的强制性契约条款

未来我国将在较长的时间内处于去产能、去杠杆的阶段，信用风险或将持续暴露。江苏恒顺达生物能源有限公司曾发布公告称，由于公司贷款出现逾期且处于停产状态，因此于2014年7月29日到期的中小企业集合票据将无法按期兑付本息。华通路桥集团有限公司的“13华通路桥CP001”则因高管变动，意外出现兑付危机。个券兑付风险事件将进一步打压市场的风险偏好，信用市场中资质较弱的公司债、短期融资券和私募债发行人可能还会出现违约风险。



表 6 2014 年以来债券市场部分信用违约风险事件

债券名称	发行规模	票面利率	债务类型	违约风险事件
11 超日债	10 亿元	8.98%	公司债	公司基本面与现金流严重恶化，进入破产重整
13 中森债	1.8 亿元	10%	私募债	公司资金周转困难，担保公司一度拒绝履行担保义务
12 华特斯	0.6 亿元	11%	私募债	发行人申请破产重整
11 江苏 SMECN1	2.5 亿元	一年期定期存款利率 + 3.1%	中小企业集合票据	发行人之一的江苏恒顺达生物能源有限公司贷款出现逾期且处于停产状态
12 金泰 01、12 金泰 02	0.3 亿元	10%	私募债	2014 年 7 月 10 日到期的债券，本息兑付均出现实质性违约
12 津天联	0.5 亿元	9%	私募债	公司董事长失联，债务担保方或失去担保能力

长期以来，我国企业债券市场的信息透明度不高，出现过发行人信息披露不及时、虚构和隐瞒重大信息等损害投资者利益的事件。监管部门应高度重视信息披露规则和惩戒机制的建设，加大对债券发行过程和发行后的各种违法违规行为的监管和惩治力度，提高债券发行主体、承销商和受托管理人的责任意识和诚信意识，要更加注重债券发行后融资主体的经营和资信情况的持续关注，促进债券发行主体重视信息披露，提高信息披露的内容和质量，树立在金融市场上的良好诚信形象，增强市场参与者的法律意识，切实保护债券投资者的利益。

对于私募债，在债权契约的条款设计上不同于普通的债务合同，可以借鉴美国高收益债券在条款设计中的经验，增加债券投资协议中对融资主体的行为、财务报表指标等的强制性契约条款，限制发行人在关联交易、重大投资、兼并收购和资产买卖中的行为，提高债务人虚假陈述、隐瞒信息、粉饰报表等违约行为的成本，防范债务人的违约风险和道德风险。同时，债券合同可能会设置更加灵活的合同条款，包括对融资主体财务指标的约束条款、债券利率的重设条款、含赎回与回购选择权条款、留置权限制条款等。进一步发展各类信用风险定价工具，建立与完善企业私募债的违约保护和对冲机制。

（三）完善投资者利益保护机制

从国际金融市场来看，私募债一般含有保护条款，主要包括最高杠杆比率、最低固定费用偿付比率、最低净资产控制、限制优先偿还债务、限制出售资产、控制权变更准备金等。这些限制性条款可以为投资者提供更高的信贷保障，减少其信贷损失。



在美国，为保护债券持有人的权利，债权契约对发行人规定了一些限制措施，如抵押品、偿债基金、股息政策和继续借贷等。债权人可在债券条款中约定，债务人在从事高风险业务时必须征得债权人同意，以避免偿债风险增加。债务人的信用级别下降到某一级别以后，债权人可要求提高债券收益率，以获得风险溢价。

总之，信托型企业私募债应厘清各方的权利与义务关系。明确融资主体是发行人和债务人，投资者为债权人，信托公司为承销方、债权代理人和资产管理人的概念，在这种情况下，信托公司不为债权收益凭证的违约承担责任，投资者的债权追索对象变为发行方；但信托公司作为债权代理人有义务在违约情况发生时，以投资者利益最大化为原则，对债权收益凭证相关的项目资产等进行处置。信托型企业私募债应建立比较完善的信用风险补偿和流动风险补偿，包括设立偿债风险准备金并预先提取偿债基金、要求发行人以自有资产抵押、设置发债人财务指标约束、引入第三方担保等制度设计。

参考文献

[1] 刘向东：《关于主动管理类信托产品业务范式创新的思考》，见《中国信托业年鉴：2009》，北京，中国金融出版社，2010。

[2] 周敏：《对中小企业私募债券发展模式的思考与建议》，载《证券市场导报》，2013（5）。

[3] 中信证券：《中小企业私募债券融资方案建议书》，http://www.baidu.com/link?url=BJ0IoPa74X0yqG_I9HAZ73gvtkazxPTi9eIT-YPT3rjjoSuAmLA_lHHzpzSmjD-ClsEUEUQjuRL15lCHLRqmA4NMGa5UyCpcd7yCsZ3sxYXiLS，2013-09-14。

[4] 刘鹏：《中小企业私募债成鸡肋 违约只是催化剂》，经济观察网，2014-07-23。

[5] 金立新：《中小企业私募债：信托的馅饼还是陷阱》，载《金融时报》，2012-05-24。

[6] 徐永：《效仿信托模式 结构性私募债或推出》，载《21世纪经济报道》，2012-04-20。

[7] 陈赤：《附信托私募企业债初探——信托业务创新的一个设想》，载《西南金融》，2014（4）。

[8] 陈毓敏：《私募债评级作用和机制安排再思考》，载《债券》，2013（6）。



[9] 方晓雄：《基于试点实践的中小企业私募债研究》，载《铜陵学院学报》，2013（1）。

[10] 周文渊、于晓萌：《中小企业私募债的现状、特点及发展模式展望》，载《债券》，2012（8）。

[11] 邵颂红、江衍妙：《中小企业私募债实践发展中的瓶颈及解决对策》，载《北方经贸》，2013（4）。

[12] 韦颜秋：《中小企业私募债投资者权益保护机制研究》，载《新金融》，2012（11）。

[13] 吴金宝：《中小企业信托融资潜力与发展初探》，载《时代金融》，2014（3）。

[14] 张佰成：《我国中小企业私募债券研究》，中央民族大学硕士学位论文，2013。

[15] 贾昌青：《美国高收益债券发展的经验及其启示》，载《投资与证券》，2013（3）。

[16] 刘溟：《地方债券规范化再辟新径》，载《经济时报》，2014-07-13。

[17] 安国俊：《债券市场发展与金融稳定研究——全球金融危机启示录》，北京，经济科学出版社，2013。



信托公司固有资产配置与 信托业务流动性风险管理的实证研究

课题单位： 厦门国际信托有限公司

课题组成员： 胡荣炜
王 波



摘 要

本文旨在针对信托行业当前所面临的信托业务流动性风险管理问题，运用实证分析方法，分析行业活跃的 30 家信托公司在 2011 年至 2013 年的数据，验证信托公司固有资产配置行为与其集合资金信托规模之间的紧密关系，探寻当前信托公司如何协调固有业务战略和信托业务战略，搭建信托业务流动性风险缓释的第一道防线。

本文认为，信托公司在从传统的被动管理业务战略向主动管理业务战略转型的同时，有必要重新审视固有资产的配置策略，加大高流动性资产的配置比例，为信托业务的流动性风险管理提供支持。本文的成果是为信托公司提供了一个基于集合信托业务目标的固有资产配置模型，这一模型的结论既验证了一些传统的直觉判断，也颠覆了一些传统的认识，更重要的是为信托公司协调固有业务战略和信托业务战略提供了一个新的量化框架。这些结论对于处于转型中的信托公司具有普遍的借鉴意义。

关键词：信托 流动性风险管理 实证研究



目 录

一、研究问题的提出	665
二、数据选取	666
(一) 信托业务流动性风险水平的度量及经济解释	666
(二) 信托公司固有资产的配置及经济解释	666
1. 货币资金	666
2. 交易性金融资产	667
3. 可供出售的金融资产及持有至到期的金融资产	667
4. 贷款	667
5. 长期股权投资	667
(三) 其他影响信托公司流动性风险管理能力的因素	667
1. 同业拆借资格	667
2. 股东支持	667
(四) 样本的选取	668
(五) 数据统计描述	668
三、面板数据回归分析及经济解读	669
(一) 面板数据回归分析及随机效应检验	670
(二) 面板数据回归结果分析	670
(三) 经济解读	671
四、对转型中的信托公司的启示	672
附录	674



2014年4月8日，中国银监会出台了具有里程碑意义的重要文件——《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号，以下简称99号文）。99号文开宗明义，明确提出“有效防范化解信托公司风险，推动信托公司转型发展”的监管目标。近期，信托行业风险项目频出，从另一个侧面反映了监管当局对行业风险态势的准确判断和远见卓识。

99号文未雨绸缪地提出了妥善处置风险项目、切实加强潜在风险防控和建立风险防控长效机制三大风险防控要求，初步形成“信托公司自救、股东援手、行业互助、机构处置”四个层级的风险化解体系。本文旨在通过对行业活跃的30家信托公司2011年至2013年年报数据的分析和实证研究，探寻当前信托公司如何协调固有业务战略和信托业务战略，如何通过合理配置固有资产，搭建信托业务流动性风险缓释的第一道防线。

一、研究问题的提出

信托公司固有业务的重要目标之一，就是为处置信托业务流动性风险提供充足的准备。信托公司为化解信托业务兑付风险，可能需要变现其固有资产。因而，信托公司需要合理配置其固有资产，以保证能在必要时提供流动性。

凭借经验，我们知道信托公司固有资产中流动性越高的类别越容易变现以应对可能的兑付风险，其对信托业务流动性风险管理的作用越显著。但同时，持有高流动性资产往往意味着牺牲收益，因此，一家理性的信托公司必然需要在其各类固有资产中进行合理配置，在流动性和收益性方面取得平衡，以最大限度地发挥这类资产的风险缓释效能。

若寻找一变量来近似地描述一家信托公司所面临的流动性风险水平，该变量将被信托公司不同类别的固有资产联合解释，由此，可在信托公司的固有业务战略和信托业务战略之间建立起联系。

通过研究，我们希望了解：不同类别的固有资产的配置水平对于公司信托业务的流动性管理的重要性水平，即从单个资产类别的角度判断其对公司信托业务流动性风险管理的贡献度；从流动性风险缓释的角度来看，信托公司应该如何更好地运用资产组合来有效管理固有资产配置，即从多个资产类别联合作用的角度看如何改善公司信托业务的流动性风险管理。

延伸开来，上述研究将会提供一个信托公司固有资产配置的流动性管理边界，这



一边界结合不同类别资产的期望收益率水平和期望方差水平，将得到一个给定的风险收益水平下最优的固有资产配置结构。

二、数据选取

实证研究的目标是判断固有资产中各类资产的配置情况如何决定公司信托业务可接受的流动性风险水平。本文的样本选取自 30 家活跃信托公司，数据为 2011—2013 年连续三年组成的面板数据。

（一）信托业务流动性风险水平的度量及经济解释

本文的研究暂不考虑信托公司因业务战略差异、风险管理水平差异而带来的个体流动性风险水平的差异。基于数据的可获取性，本文暂以信托公司集合资金信托计划的规模（Pooled Trust） Y_i 作为各家信托公司信托业务流动性风险水平的度量，并将该指标定义为因变量。

对此，本文建立以下合理经济假设：

（1）由于单一资金信托的委托人较为成熟，受托人与委托人可就风险信托项目的兑付问题达成和解，受托人承担“刚性兑付”的流动性压力相对较小。

（2）虽然集合资金信托计划中的证券投资类信托计划的委托人相对成熟，受托人承担“刚性兑付”的流动性压力相对较小，但考虑到数据的可获得性（年报中对该类别无独立披露）以及相对规模问题，在运用数据时暂不将证券投资类信托从集合资金信托计划中扣除。

需要特别指出的是，本文所称“信托业务流动性风险水平”需要与“信托业务流动性风险敞口”相区别，后者数值显然要远远小于前者，后者指的是一家信托公司信托业务暴露在流动性风险下真正的在险价值。其度量需要信托公司结合单个项目的具体情况，数据的可获得性较差。

（二）信托公司固有资产的配置及经济解释

信托公司固有资产的配置按照流动性可大体划分为以下几类：存款、证券市场投资、信托产品投资、贷款、长期股权投资。

从各家信托公司 2011 年至 2013 年年报中获取上述配置的数据。

1. 货币资金

该项目反映的是各家信托公司为维持备付水平而持有的最高流动性的资产。



2. 交易性金融资产

该项目基本上反映的是各家信托公司证券市场的股票和债券投资。

3. 可供出售的金融资产及持有至到期的金融资产

在 2014 年以前，这两个科目的数字之和近似地反映了信托公司信托产品（或其他非标准化产品）投资的规模^①。

更进一步，可以根据各家信托公司年报披露的有关“固有资产与信托财产的交易”近似地得出信托公司投资本公司发行的信托产品的规模；将可供出售的金融资产及持有至到期的金融资产之和扣除“固有资产与信托财产的交易”所得数值则近似地反映一家信托公司投资其他公司发行的信托产品（或其他非标准化产品）的规模，部分公司需要根据信息披露从其他科目中进行调整。

4. 贷款

部分公司将贷款与其他应收款合并列示，本文以该数字近似地代表各家信托公司固有资金贷款的规模。

5. 长期股权投资

2014 年之前，该科目反映的是信托公司各项长期权益性投资。需要特别说明的是，根据 2014 年 3 月 13 日公布，并于 2014 年 7 月 1 日生效的《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》（财会〔2014〕14 号），从 2014 年开始信托公司部分原来列示在长期股权投资项下的，但无法实施重新大影响的投资将被重新分类至可供出售金融资产。

（三）其他影响信托公司流动性风险管理能力的因素

1. 同业拆借资格

同业拆借资格从某种程度上说已经被内化到公司固有资金的结构中，一家拥有同业拆借资格的公司能够在需要流动性支持时从市场获得帮助。我们将同业拆借资格作为一个控制变量，并赋予两个取值：拥有同业拆借资格的公司变量取值为 1，不拥有同业拆借资格的公司变量取值为 0。

2. 股东支持

来自股东的流动性支持同样有助于解释一家信托公司愿意承担的流动性风险水

^① 部分公司列示在“其他长期资产”中，需要根据报表附注进行调整。



平。但这个变量难以直接观察，本文从公开财务数据中选取净资产表示一家公司获得其股东支持力度的强弱。一家净资本规模较高的公司往往意味着要么股东有能力投入较多的注册资本金，要么股东有意愿通过减少分红来增厚公司的未分配利润。无论哪种原因，净资产规模都可以看作是一家信托公司获得股东支持的强度。

回归分析设置如下自变量：

货币资金（Cash）用 X_1 表示，证券投资（Securities）用 X_2 表示，购买其他公司信托产品 [Trust - investment (others)] 用 X_3 表示，购买信托公司自己发行的信托产品 [Trust - investment (own)] 用 X_4 表示，贷款（Loan）用 X_5 表示，长期股权投资（Long - term Investment）用 X_6 表示，同业拆借资格（Lending）用 X_7 表示，净资产（Capital）用 X_8 表示。

（四）样本的选取

本文没有选取全部 68 家信托公司的数据，而是选取了其中较为活跃的 30 家信托公司（剔除笔者所任职的厦门信托）的数据。样本选取是基于这样的假设，即行业活跃的 30 家信托公司能理性并合理地结合自身的备付水平来确定其集合信托业务的规模。

通过观察这 30 家活跃信托公司固有资产配置行为与其集合信托规模之间的关系，希望能够总结出可供所有信托公司参考的固有资产配置策略，这一策略的实质是，公司固有业务战略不是独立的，必须与信托业务战略结合起来作综合考量。

（五）数据统计描述

30 家信托公司 2011—2013 年三年年报数据详见附录。表 1 是面板数据的整体、组内和组间描述性统计。

表 1 2011—2013 年信托公司年报面板数据统计

变量名称		均值	标准差	最小值	最大值	观察值
集合信托规模	整体	4634787	3788584	617330	24000000	N = 90
	组间		3391870	1020589	13900000	n = 30
	组内		1762702	434786. 6	10700000	T = 3
货币资金	整体	106288. 6	121325. 2	1463. 11	843135	N = 90
	组间		105055. 7	18135. 33	548169. 7	n = 30
	组内		62698. 58	401253. 9	401253. 9	T = 3
贷款及应收款	整体	92190. 76	131879. 4	0	700865	N = 90
	组间		125852. 6	0	594899. 3	n = 30
	组内		43694. 54	- 35317. 5	204367	T = 3



续表

变量名称		均值	标准差	最小值	最大值	观察值
证券投资	整体	17107.41	24858.29	0	137058	N = 90
	组间		19347.15	0	68891.17	n = 30
	组内		15875.57	-40199.8	86078.61	T = 3
长期股权投资	整体	118270.6	173071.1	0	700581	N = 90
	组间		173140.9	0	659866.3	n = 30
	组内		25484.61	20250.64	193032.6	T = 3
购买本公司产品	整体	79573.14	140128	0	867000	N = 90
	组间		128289.6	0	629505.7	n = 30
	组内		59560.76	-176294	317067.5	T = 3
购买其他产品	整体	89071.94	115409.6	0	453508	N = 90
	组间		92077.82	0	297571	n = 30
	组内		70933.64	-77301.7	351565.3	T = 3
同业拆借资格	整体	0.69	0.47	0	1	N = 90
	组间		0.43	0	1	n = 30
	组内		0.19	0.36	1.36	T = 3
净资产	整体	530599.3	483230.5	43500	867000	N = 90
	组间		411936.8	148874.5	629505.7	n = 30
	组内		260063.7	-176294	317067.5	T = 3

从表1可以发现：除集合信托规模、同业拆借资格，以及净资产的均值大于标准差之外，其余变量的均值均小于标准差。

三、面板数据回归分析及经济解读

本文采取面板数据（Panel Data）回归的方法来对假设进行实证研究。

所谓的面板数据，是指截面数据与时间序列数据综合起来的一种数据类型。

具体地说，本文通过面板数据回归分析试图找出一家信托公司信托业务流动性风险水平（即集合资金信托计划规模 Y_i ）是如何受到公司固有资产配置行为的影响的。其中，公司某个时点（截面）固有资产配置指的是公司在该时点的现金 X_{1i} 、证券投资 X_{2i} 、其他信托公司信托/资产管理产品投资 X_{3i} 、信托公司自身信托产品投资 X_{4i} 、贷款 X_{5i} 、长期股权投资 X_{6i} 的配置规模。



本文选取 30 家活跃信托公司连续三年的数据进行回归，虽然三年数据对于面板数据检验来讲，时间序列长度略显不足，但考虑到数据的可获得性和相关性，本文仍然采用有限的面板数据作回归分析建模。

（一）面板数据回归分析及随机效应检验

回归模型如下：

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \sum_{k=2}^k \beta_{kit} x_{kit} + \mu_{it}$$

在这里，选取的个体在时间序列中保持不变。回归模型可能有两种结果。

第一种可能的结果是：对于选择的不同截面或不同时间序列，只是模型的截距项是不同的，而模型的斜率系数是相同的，此种模型称为固定效应模型（Fixed Effects Regression Model）。

回到回归分析，如果出现这一结果，比如说 2012 年至 2013 年的回归模型截距项不同，则表明 2012 年至 2013 年各年分别存在着某些特定因素的影响，以此得出的模型不具备推广价值；或是如果每家信托公司的回归模型截距项不同，则表明不同信托公司存在着某些特定因素的影响，模型同样不具备推广价值。换句话说，存在影响集合资金信托计划规模的时间上或个体上的特别因素，无法找出一个可以长期普遍使用的规律。

第二种可能的结果是：对于选择的不同截面或不同时间序列，截距项以及模型的斜率系数是相同的，不同个体之间的随机扰动项互不相关，则此种模型称为随机效应模型（Random Effects Regression Model）。

回到回归分析，如果出现第二种结果，则表明通过该回归模型找到了一个可以供各信托公司普遍借鉴和使用的规律。

很明显，本文希望得到的是第二种结果，经过对数据的单位根检验和 Hausman 检验，不能拒绝数据服从随机效应，可以放心地使用随机效应模型进行回归分析。在这里，单位根检验和 Hausman 检验过程略去。

（二）面板数据回归结果分析

本文使用 White 检验发现连续 3 年的 30 家信托公司的面板数据存在较大的异方差（详细检验过程不展开），为此使用“可行广义最小二乘法（FGLS）”进行回归，得到以下经异方差调整之后的回归结果。



表 2 截面/时间序列数据可行广义最小二乘法回归结果

系数：广义最小二乘法

固定样本：异方差检验

序列相关性检验：无自相关

集合信托	系数	标准差	z 值	p > z	95% 置信区间	
货币资金	26.62719	0.976311	22.15	0.0000	19.71365	23.54072
贷款	-2.757452	0.880741	-3.13	0.0020	-4.483673	-1.03123
证券投资	8.489033	1.572903	5.4	0.0000	5.4062201	11.57187
长期股权投资	-0.1302004	0.978695	-0.13	0.8940	-2.048407	1.788007
净资产	0.1209684	0.304928	0.4	0.6920	-0.4766802	0.718617
投资机构自身产品	7.917866	1.4494	5.46	0.0000	5.077095	10.75864
投资其他机构产品	10.10522	1.460828	6.92	0.0000	7.242054	12.9684
同业拆借资格	390728.9	246028.7	1.59	0.1120	-91478.42	872936.2
常数项	433092.5	258967	1.67	0.0940	-74473.6	940658.6

利用可行广义最小二乘法（FGLS）得到以下回归模型：

集合信托规模 = 433092.5 + 21.6 货币资金 + 10.11 其他信托公司信托产品投资 + 7.92
自己公司信托产品投资 - 2.76 贷款 - 0.13 长期股权投资 + 8.49 证券
投资 + 0.12 净资产 + 390728.9 同业拆借资格

从表 2 我们可以得出以下三点结论：

首先，该模型沃尔德卡方值（Wald chi2）为 832.53，表明模型拟合度及联合解释力较好。

其次，Z 检验值表明：货币资金、贷款及应收款、证券投资、购买本公司产品和购买其他公司产品均在 1% 的显著性水平下显著，其中，货币资金、证券投资、购买本公司产品和购买其他公司产品均与集合信托规模呈正相关关系，而贷款及应收款与集合信托规模呈负相关关系。

最后，长期股权投资、同业拆借资格和净资产虽然相关性符合我们的预期，但 Z 检验值表明，这三个变量均不显著。

（三）经济解读

进一步从各变量的系数数值高低、正负关系以及显著性水平来对上述回归结果进行经济解读。

（1）货币资金、其他信托公司信托产品投资、自己公司信托产品投资三个变量的回归系数为正，均值较高，方差稳定，回归显著性水平高，反映了 30 家活跃的信托公司主要以



此三类资产的配置来搭建信托公司的备付体系，且在此三类资产上的配置策略无太大分歧。

(2) 特别需要强调的是证券投资的回归系数，回归结果表明，证券投资对于信托公司搭建信托业务流动性风险缓释体系具有正向作用，且显著性水平高。但结合模型的异方差分析，我们注意到证券投资的回归系数是模型异方差的主要来源，它表明在观察的 30 家活跃信托公司中，各家公司对于证券投资的配置策略要么存在较大分歧，要么配置政策缺乏连贯性。这一观察表明，有相当一部分信托公司未能发现证券投资对于信托业务流动性风险缓释所具有的正面效应，而选择较为保守的规避投资策略或较为情绪化的波段配置策略。这一发现对于帮助各家信托公司在证券投资方面采取更为进取及更有连贯性的策略具有很大的启迪意义。

(3) 恰如预料，长期股权投资无论从系数的数值还是从显著性水平来看，其影响基本可以忽略，反映了信托公司长期股权投资更多地基于长期战略决策而非对中短期备付水平的考量。

(4) 贷款的系数为负值，且显著性水平相对较高，反映了固有资金配置贷款对于信托公司开展集合资金信托业务不利。造成这一现象的主要原因是，贷款的流动性相对较差，且占用净资本水平相对较高，对信托业务的开展有挤出效应。

(5) 一个比较有趣的观察是，回归结果表明，无论从系数数值的高低还是从显著性水平的高低来看，投资公司自身信托产品对于信托公司流动性风险体系建设的贡献要小于投资其他信托公司的信托产品。这一点似乎与直觉存在差异，一方面，信托公司购买自己发行的产品的风险资本占用较低，另一方面，转型中的信托公司往往面临较大的营销压力，因而普遍倾向于持有公司自己发行的金融资产，并将这一做法看作是固有业务配合信托业务的开展。回归的结果显然推翻了过去在这一问题上的“幻觉”，究其原因，对于一家处于项目兑付危机中的信托公司，市场会对其所有产品失去信心，继而造成其其余产品的流动性急剧下降。有鉴于此，一家信托公司应该在固有业务支持公司产品销售的同时，适度进行分散风险的配置，这是对公司信托业务长远发展更负责任的策略。

(6) 同业拆借资格以及来自股东的支持的强度虽然与信托业务的流动性风险水平体现为正相关，但显著性水平不高。该结论表明，非长期性资产的配置才是决定一家公司信托资产流动性风险管理的关键。

四、对转型中的信托公司的启示

本文通过对 30 家行业活跃信托公司 2011—2013 年固有资产配置行为和信托业务



流动性风险管理行为的跟踪,运用实证分析的方法,既验证了一些直觉判断,更颠覆了一些传统的认识,更重要的是为信托公司协调固有业务战略和信托业务战略提供了一个新的量化视角。这些结论对于处于转型中的信托公司具有普遍的借鉴意义。

第一,信托公司的固有业务与信托业务的联系要比预想中的更为紧密,其中之一就是一家信托公司需要协调其固有资产配置以为公司信托业务提供流动性风险缓释的充足准备。

第二,一家从传统的被动管理业务战略向主动管理业务战略转型的信托公司,有必要加大高流动性资产的配置比例,适度提高货币资金的持有比例。统计表明,增加1单位货币资金可增加21.60单位集合信托规模。

第三,就建立流动性管理备付能力而言,排在货币资金资产之后的优选资产配置分别是持有其他信托公司发行的金融产品和持有自己公司发行的金融产品,一家健康管理的公司在金融产品投资上要进行合理分散,不应在营销压力下过度集中投资本公司产品。统计表明,增加1单位其他信托公司产品投资可增加10.11单位集合信托规模,增加1单位自己公司产品投资可增加7.92单位集合信托规模。

第四,证券市场投资对信托公司固有资产配置所具有的正面效应需要得到行业的重新认识,其对转型中的信托公司搭建信托业务流动性风险管理备付体系具有十分正面的作用。统计表明,增加1单位证券市场投资可增加8.49单位集合信托规模。应鼓励信托公司在证券投资方面采取更为进取和更具政策连贯性的配置策略。

第五,信托公司在其固有资产配置过程中要适度压缩贷款的配置,该项资产对信托公司信托业务的开展呈现负激励。统计表明,增加1单位贷款会减少2.76单位集合信托规模。

第六,长期股权投资是一项独立决策,与信托公司流动性风险管理体系建设无直接关系。

第七,同业拆借资格和来自股东支持的强度对于信托公司的流动性风险管理有帮助,但仅可作为辅助手段,无法成为一家公司流动性风险管理的主要依托。

参考文献

王学民:《应用多元分析》(第二版),上海,上海财经大学出版社,2004。



行业活跃 30 家信托公司 2011@2013 年部分财务数据

附录

年份	公司名称	集合信托规模 (亿元)	货币资金 (万元)	贷款及应收账款 (万元)	交易性金融资产 (万元)	可供出售金融资产 (万元)	长期股权投资 (万元)	持有至到期投资 (万元)	净资产 (万元)	投资本信托公司的信托产品 (万元)	投资其他公司的信托产品 (万元)	同业拆借资格 (1表示具有, 0表示不具有)
2011	安徽国元信托有限责任公司	64.06	19095.3	33600	657.51	6652.02	274154	0	340433	0	6652.02	1
2012	安徽国元信托有限责任公司	160.00	27162.8	67900	395.77	5795.39	276795	0	368840	0	5795.39	1
2013	安徽国元信托有限责任公司	210.00	47336.4	75418.9	0.04	5073.21	294970	0	412039	0	5073.21	1
2011	百瑞信托有限责任公司	160.00	19468.4	87144.4	4415.89	56504.1	49363.6	0	231930	16900	39604.1	1
2012	百瑞信托有限责任公司	250.00	14565.2	121877	3836.48	67057.3	56102.7	0	238175	46200	20857.3	1
2013	百瑞信托有限责任公司	370.00	22012.6	111549	17992.6	106326	57072.1	0	306520	105800	526.102	1
2011	北方国际信托股份有限公司	78.58	67178.8	68576.2	20583	6603.68	36516.3	0	204187	5726	877.68	1
2012	北方国际信托股份有限公司	150.00	37441.2	154018	13328.5	5848.28	37516.3	0	221887	5101	747.28	1
2013	北方国际信托股份有限公司	180.00	113074	131988	16136	816.2	38577.1	0	274109	0	816.2	1
2011	北京国际信托有限公司	340.00	126849	55832	6762	50529	33610	36478	312673	36478	50529	1
2012	北京国际信托有限公司	480.00	122947	61975	10300	51023	31501	69478	328007	69478	51023	1
2013	北京国际信托有限公司	510.00	130805	93708	25212	53721	32283	52300	389500	52300	53721	1
2011	长安国际信托股份有限公司	330.00	92361.3	2660.44	10779.5	23993.7	3577.74	5568.72	169518	18842	21085.4	1
2012	长安国际信托股份有限公司	470.00	154197	154197	56422.9	28984.4	6355.34	21497.2	220454	34600	15881.6	1
2013	长安国际信托股份有限公司	580.00	136428	2447.48	137058	65112.6	6103.51	27090.2	309027	31400	60802.8	1
2011	方正东亚信托有限责任公司	62.53	43620.7	15556.3	1562.4	16385	0	0	80295.6	15981	404	0
2012	方正东亚信托有限责任公司	190.00	117965	54580.3	1299.2	4975.65	0	0	148435	37941	16639.3	0
2013	方正东亚信托有限责任公司	370.00	44710.6	186866	1257.2	4865	0	0	217893	0	4865	0
2011	广东粤财信托有限公司	330.00	94081.4	16259.1	2630.18	26059.5	94484.3	0	239142	26059.5	0	0
2012	广东粤财信托有限公司	500.00	135360	4878.52	0	16464.8	115404	0	270737	0	16464.8	0



续表

年份	公司名称	集合信托规模 (亿元)	货币资金 (万元)	贷款及应收账款 (万元)	交易性金融资产 (万元)	可供出售金融资产 (万元)	长期股权投资 (万元)	持有至到期投资 (万元)	净资产 (万元)	投资本信托公司的信托产品 (万元)	投资其他公司的信托产品 (万元)	同业拆借资格 (1表示具有, 0表示不具有)
2013	广东粤财信托有限公司	930.00	169915	5580.83	0	31876.8	119059	0	319303	0	31876.8	0
2011	华宝信托有限责任公司	210.00	70859.8	30026.4	20956.9	155161	67819.2	0	401195	155161	0	1
2012	华宝信托有限责任公司	510.00	62957	2892.36	9779.58	263594	71960.3	0	383877	219221	44372.9	1
2013	华宝信托有限责任公司	710.00	24914.7	3919.54	712.3	311055	73224.8	0	458027	259000	52055	1
2011	华能贵诚信托有限公司	310.00	119365	23092.9	53243.9	110364	0	0	316316	25000	85363.8	1
2012	华能贵诚信托有限公司	340.00	14263.2	56542.9	27920.5	260388	0	0	325056	25000	235388	1
2013	华能贵诚信托有限公司	630.00	63892.2	49500	59770.8	405104	0	0	538733	0	405104	1
2011	华润深国投信托有限公司	430.00	26448.4	44154	0	393033	536123	991	1000033	0	394024	1
2012	华润深国投信托有限公司	610.00	105584	63085.1	0	416780	588045	991	1017321	316503	101268	1
2013	华润深国投信托有限公司	1300.00	53077.5	40171.1	0	566821	640125	0	1216224	451100	115721	1
2011	华信信托股份有限公司	110.00	29161.5	132980	7331.78	42084	150787	0	371696	0	42084	1
2012	华信信托股份有限公司	190.00	11251.9	46231.3	0	271187	159149	0	547359	0	271187	1
2013	华信信托股份有限公司	360.00	13992.6	7938.1	0	7938.1	7938.1	0	587823	0	7938.1	1
2011	建信信托有限责任公司	180.00	58253.2	58400.2	2700.56	310330	46165.6	0	495208	62463	247867	0
2012	建信信托有限责任公司	330.00	23287.2	142510	45265.3	250988	66799	0	531286	59650	191338	0
2013	建信信托有限责任公司	710.00	61327.4	0	28045.4	453508	76855.9	0	630187	0	453508	1
2011	江苏省国际信托有限责任公司	85.59	19782.5	7818.52	0	30360.8	402811	37509.2	527012	37509.2	30360.8	1
2012	江苏省国际信托有限责任公司	80.59	45307.5	3259.26	0	36168.3	475593	62378	619291	0	98546.3	1
2013	江苏省国际信托有限责任公司	140.00	1463.11	234.43	0	15446.8	551345	136692	709466	0	152139	1



续表

年份	公司名称	集合信托规模 (亿元)	货币资金 (万元)	贷款及 应收账款 (万元)	交易性 金融资产 (万元)	可供出售 金融资产 (万元)	长期股权 投资 (万元)	持有至 到期投资 (万元)	净资产 (万元)	投资本信托公 司的信托产品 (万元)	投资其他公司 的信托产品 (万元)	同业拆借 资格(1 表示具有, 0表示 不具有)
2011	交银国际信托有限公司	140.00	117632	85369.2	0	17857.1	12000	0	243570	16010	1847.06	1
2012	交银国际信托有限公司	140.00	112121	71600	40549.4	8003.15	32000	0	266014	15000	11687.2	1
2013	交银国际信托有限公司	160.00	182551	246749	0	17518.3	22000	15001.2	494352	22100	10419.5	1
2011	昆仑信托有限责任公司	180.00	47867.4	39785.1	28177.6	317036	41399.3	0	483063	224875	92160.8	1
2012	昆仑信托有限责任公司	330.00	22009.7	79845.1	0	365770	42960.9	0	506122	327200	38570	1
2013	昆仑信托有限责任公司	580.00	53524.4	79152.3	0	367884	45790	0	544827	320400	47484	1
2011	平安信托有限责任公司	860.00	175390	60454.7	8823.03	460599	700580	0	1538725	460599	0	0
2012	平安信托有限责任公司	960.00	212478	7525.26	0	0	616501	0	2330496	560918	209813	0
2013	平安信托有限责任公司	1200.00	44948.1	2948.56	0	654250	662516	0	2458560	867000	130979	1
2011	山东省国际信托有限公司	260.00	38844.8	11334.3	44454.3	35342.1	118289	46488.4	301174	48486	33344.5	0
2012	山东省国际信托有限公司	430.00	46391.5	8545.04	90043.1	26349.1	51206	50268.4	261996	64532	12085.5	0
2013	山东省国际信托有限公司	510.00	139245	22331	72176.1	17178.8	61206	128260	320003	133300	12139.2	0
2011	上海爱建信托有限责任公司	61.73	14388.6	32087.4	0	303.76	4837.53	3000	62767.3	3303.76	0	0
2012	上海爱建信托有限责任公司	130.00	47538.2	155141	21089.7	17268.8	4837.53	27000	278735	126300	31638.8	0
2013	上海爱建信托有限责任公司	160.00	18907.8	173139	12779.3	484.91	4837.53	22130.9	315450	35500	85106.8	0
2011	四川信托有限公司	180.00	78009.6	6254.24	10021.8	0	52815.4	0	194216	0	0	0
2012	四川信托有限公司	450.00	75103.3	15290.4	33411.9	0	52815.4	0	234723	0	0	0
2013	四川信托有限公司	500.00	144701	21724.5	8426.3	0	84646	0	346167	0	0	0
2011	五矿国际信托有限公司	180.00	85719.8	5303.14	19476.9	24254.4	0	4470	140709	0	28724.4	0



续表

年份	公司名称	集合信托 规模 (亿元)	货币资金 (万元)	贷款及 应收账款 (万元)	交易性 金融资产 (万元)	可供出售 金融资产 (万元)	长期股权 投资 (万元)	持有至 到期投资 (万元)	净资产 (万元)	投资本信托公 司的信托产品 (万元)	投资其他公司 的信托产品 (万元)	同业拆借 资格 (1 表示具有, 0 表示 不具有)
2012	五矿国际信托有限公司	560.00	143410	20971.3	16074.1	29105.5	0	0	193690	0	29105.5	0
2013	五矿国际信托有限公司	870.00	335889	17811	15893.7	26170.3	0	1964	422237	3600	24534.3	0
2011	兴业国际信托有限公司	334.40	215812.75	44363.2	0	49897.03	20488.35	0	335726.1	0	49897.03	1
2012	兴业国际信托有限公司	284.49	27716.92	30106.54	0	197332.1	31888.35	0	391542.7	145690	51642.06	1
2013	兴业国际信托有限公司	268.05	48202.78	18721.27	2440.13	257695.2	42815.25	0	500403.3	124000	133695.2	1
2011	中诚信托有限责任公司	652.13	275426.16	467390.6	12438.96	16554	227474.1	0	1016501	16554	0	1
2012	中诚信托有限责任公司	454.08	194229.9	616441.6	64551.22	15676.33	246618	0	1007588	227200	42535.52	1
2013	中诚信托有限责任公司	514.60	234441.5	700864.9	15604.82	18460.22	276426	0	1112656	0	18460.22	1
2011	中国对外经济贸易信托有限公司	1293.02	44182.4	0	30096.69	166940.9	47262.64	42729.99	425586.1	0	209670.9	1
2012	中国对外经济贸易信托有限公司	947.47	103637	16970.95	105005.6	179429.5	49510.09	87782.09	515596.1	0	267211.6	1
2013	中国对外经济贸易信托有限公司	1660.00	62884.05	27842.12	502.57	126339.3	53318.24	270521.5	531394.2	0	396860.8	1
2011	中海信托股份有限公司	339.73	219762.42	9945.83	8.39	144729.3	73849.52	0	452982	91495	53234.26	1
2012	中海信托股份有限公司	343.70	77943.91	130000	0	89703.81	91515.94	0	380021.9	57500	32203.81	1
2013	中海信托股份有限公司	542.32	134313.3	100000	10720.25	102638.2	105398.3	0	380800.7	0	102638.2	1
2011	中航信托股份有限公司	198.55	104517.65	44824.64	2180.6	34585.84	8542	0	200026.3	0	34585.84	1
2012	中航信托股份有限公司	385.92	36891.48	38342.32	0	161993.2	31042	0	244930.3	0	161993.2	1
2013	中航信托股份有限公司	532.70	29192.19	57889.36	19540.4	271757.7	46522	0	383872	0	271757.7	1
2011	中建投信托有限责任公司	699.97	46618.13	113018.7	2345.43	78337.16	0	0	251414.8	78337.16	0	0
2012	中建投信托有限责任公司	145.90	34545.95	159835.3	2480.82	92872.96	0	0	271955.4	83388	9484.961	0



续表

年份	公司名称	集合信托规模 (亿元)	货币资金 (万元)	贷款及应收账款 (万元)	交易性金融资产 (万元)	可供出售金融资产 (万元)	长期股权投资 (万元)	持有至到期投资 (万元)	净资产 (万元)	投资本信托公司的信托产品 (万元)	投资其他公司的信托产品 (万元)	同业拆借资格 (1表示具有, 0表示不具有)
2013	中建投信托有限责任公司	264.05	54794.18	286084.2	2128	54309.23	903.29	0	354380.6	0	54309.23	0
2011	中融国际信托有限公司	972.21	307674	0	25225	58955	3514	0	421186	0	58955	1
2012	中融国际信托有限公司	1247.08	493700	0	27667	57085	4936	0	484339.2	0	57085	1
2013	中融国际信托有限公司	2040.00	843135	0	23910	37679	7511	0	753019.3	0	37679	1
2011	中铁信托有限责任公司	249.40	91113	46808	2241	113754	0	0	297676	43500	70254	1
2012	中铁信托有限责任公司	502.54	85658.83	7904.12	10349.11	23948.37	20004.35	0	334500	43500	224629.4	1
2013	中铁信托有限责任公司	643.33	63113.83	4900	2127.36	472367.2	20004.35	0	398825.8	43500	428867.2	1
2011	中信信托有限责任公司	997.28	110928.63	340430.8	34892.2	158350.1	101139.6	80965.81	888878.1	80965.81	158350.1	1
2012	中信信托有限责任公司	1137.83	471824.1	263239.4	9283.33	119723.4	179759.6	74000	993836.4	91671.93	102051.4	1
2013	中信信托有限责任公司	1200.00	287669.9	399162.6	0	553878.3	178190.4	0	1302875	137200	416678.3	1
2011	重庆国际信托有限公司	106.23	138868.7	241331.6	53355.11	272586.9	141184.3	0	856924.2	62455.87	210131.1	1
2012	重庆国际信托有限公司	204.84	30297.47	334973.6	29214.34	302782.2	263322.1	0	816165.1	122258	180524.2	1
2013	重庆国际信托有限公司	487.52	18442.27	413045.1	43604.44	462273.3	281787.4	0	924675.3	188700	273573.3	1

注: 按拼音顺序排序^③

数据来源: 根据选取公司年报信息披露整理^③



上海自贸区助力信托业转型研究报告

课题单位：方正东亚信托有限责任公司

课题组成员：杨帆
邹晓磊
董真理



摘要

信托行业在经历了近十年快速增长后，在新经济环境下，转型既是行业选择，也是大势所趋。在资本市场改革开放的背景下，应运而生的上海自贸区为信托转型提供了想象空间。本文通过建立理论框架与描述实践相结合，试图探讨信托通过自贸区进行行业升级与转型的可能性和具体路径。

本文从上海自贸区现有的制度优势出发，分析了信托公司在自贸区内开展私募投行业务、资产管理业务、财富管理业务的机会与前景，以及与自贸区内金融机构合作的空间。现阶段具备可操作性的是跨境股权投资业务，开展跨境股权投资业务可以丰富信托公司的产品线，进一步提高信托公司服务投资者多样化金融服务需求的能力。

由于上海自贸区内资本项下的资金流动仍然受到严格的限制，因而本文先对预期最先开放的境外资金投资上海地区证券和期货市场的相关业务进行了分析，认为信托公司可以针对其提供投资顾问服务和组合投资产品。同时，在跨境债权投资业务尚未获得政策上支持的背景下，本文针对境外资金对境内市场的旺盛需求设计出一款“担保费”模式产品。对信托公司布局未来资产管理业务方面，本文设计了以境内资产投资能力为支撑，以境外资产配置能力为依托的平行管理构架，并提出以与境外资产管理机构合资设立的基金公司作为在自贸区开展业务的载体。针对财富管理需求的分析，本文认为现阶段财富管理业务的重点应是财富在空间上的转移，兼以考虑财富的保值增值。在自贸区内金融同业合作的机会方面，本文主要分析了信托与融资租赁公司、信托与保理公司的合作情况及发展空间，发现信托公司在上述合作业务中主要是发挥私募融资的功能，并提出“融信合作”的组合贷款模式。此外，试图探讨信托参与自贸区融资租赁和保理活动的路径，认为融资租赁公司可以作为信托公司在自贸区开展业务的另一载体，并通过融资租赁公司兼营保理业务。

因此，上海自贸区作为资本市场改革开放的试验田为信托转型路径提供了多种选择。在境内外资金流动和跨境投融资成为常态的预期下，信托公司应立足于境内外投资者需求，以跨境股权投资作为起点，并做好前期的战略部署。

关键词：自贸区 信托业 转型 合作



目 录

一、上海自贸区的制度优势	684
(一) 上海自贸区设立的背景和使命	684
(二) 上海自贸区内金融环境	685
(三) 上海自贸区的制度安排	686
1. 创新有利于风险管理的账户体系	686
2. 探索投融资汇兑便利	687
3. 扩大人民币跨境使用	688
4. 自贸区的政策预期	690
二、自贸区私募投行业务机会分析	690
(一) 信托公司开展跨境股权投资业务的意义	690
1. 信托公司参与私募投行业务的战略目的	690
2. 信托公司参与私募投行业务的近期目标	691
3. 信托公司在跨境 PE 业务中的角色	691
(二) 自贸区跨境股权投资业务开展情况	692
1. 自贸区跨境股权投资市场总体情况	692
2. 跨境股权投资业务交易结构、实施步骤与资金回流	692
3. 跨境股权投资业务案例——弘毅投资 PPTV	693
(三) 跨境私募债权投资业务——担保费模式	694
三、自贸区资产管理业务机会分析	695
(一) 区内资产管理业务开展情况和相关政策	695
(二) 金融机构跨境资产管理业务开展情况	696
(三) 区内主体投资上海地区的证券和期货市场业务	698
(四) 自贸区内国际交易平台	699
1. 自贸区内金融市场建设	699
2. 自贸区内非标准化金融资产的交易平台	699



（五）信托公司利用自贸区开展资产管理业务长期规划	700
1. 以境内资产投资能力作支撑	700
2. 以境外资产配置能力为依托	701
3. 信托公司资产管理业务方案设计	701
（六）政策未开放前自贸区框架搭建	702
1. 信托公司参与自贸区资产管理业务的载体搭建——合资基金公司	702
2. 创新产品构想——收益互换产品	702
四、自贸区财富管理业务机会分析	703
（一）财富管理业务需求分析	703
（二）财富管理业务落脚点	704
五、自贸区内金融同业合作机会分析	704
（一）信托与融资租赁的合作	705
1. 融资租赁公司情况	705
2. 三大“融信合作”模式	705
3. “融信合作”案例	706
4. 融资租赁通道业务+信托融资	707
5. “融信合作”中信托的作用	708
6. 信托参与自贸区内融资租赁活动的路径讨论	708
（二）信托与保理的合作	709
六、总结	710



截至 2014 年第二季度，中国信托行业资产管理规模已突破 12 万亿元人民币，成为仅次于银行的第二大金融子行业。然而对于信托行业的下一步发展，各界反映并不乐观。一方面源于对信托行业传统业务的前景担忧，其中银信业务受到严格监管，业务开展的可行性和盈利性都不复存在，房地产信托业务面临很大的市场风险，优质项目资源非常稀缺，而政信业务的空间也将随着《预算法》修改进一步压缩。另一方面，信托产品收益率相对偏高，高成本既压缩业务开发空间和信托报酬空间，也反作用于业务风险，导致产生片面追求高收益的倾向。面对诸多困境，虽然各家信托公司都在尝试创新业务，但目前尚未探索出一条明确的转型路径。

在大刀阔斧进行经济改革的背景下，应运而生的上海自贸区为信托业转型带来了无限遐想。作为我国金融改革的试验田，上海自贸区将迎来一系列开放性金融政策，打通区内外资金的流动通道，实现跨区域投融资的常态化。面对新的历史机遇，在自贸区内的新环境下，信托业的转型应顺应市场发展的规律，抓住资本项下开放以后的双边需求，探索新业务空间。具体来说，信托业转型可以从开发创新产品、利用境外低成本资金、寻求金融机构间的合作等方面入手。

本文将从私募投行、资产管理和财富管理三个方向阐述信托业借助上海自贸区进行转型的可行性。信托公司现阶段主要在私募投行方向相对具有竞争力，尤其是房地产信托业务和基础设施信托业务，而在其他两个方向上的竞争力较弱，但随着私募投行业务在整个“大资管”行业全面铺开^①，资产管理和财富管理业务的需求将大为提升，本文也将对信托公司在以上两个业务方向上的提前布局进行比较和规划。

一、上海自贸区的制度优势

在中国加入 WTO（世贸组织）13 年之后的 2013 年 9 月，国务院办公厅正式发布了《国务院关于印发中国（上海）自由贸易试验区总体方案的通知》（国发〔2013〕38 号）。至此，来自最高决策层的自贸区政策框架完整呈现。9 月 29 日，中国（上海）自由贸易试验区终于挂牌。上海自贸区的规划面积为 28 平方公里，包括洋山保税港区、外高桥保税区及浦东机场综合保税区。

（一）上海自贸区设立的背景和使命

上海自贸区设立最关键的背景和意义都是人民币国际化。2008 年美国金融危机

^① 证券公司资产管理子公司和基金子公司已经获批开展类信托业务，且资产管理规模早已超万亿元规模。



的全球蔓延和美联储为应对危机开展的量化宽松政策，其基础都是美元的“国际货币”地位。世界各国在现行货币体系下，其经济发展、流动性宽松程度都或多或少受到美元政策的影响，而量化宽松政策更是绑架了其他各国经济。美元的量化宽松导致美元购买力下降，全球流动性过剩，各国颇感输入型通胀压力，而量化宽松一旦结束，将导致国际资本迅速回流，对各国经济可能造成严重伤害，而这些都是由于美元独一无二的国际货币地位所致。在这种环境下，中国既看到了一国货币国际地位的重要性，也看到了美元在肆无忌惮绑架他国经济导致自身信誉度下降的背景下，推动人民币国际化的可行性。因此，现阶段推进人民币国际化既是顺势而为也是主动选择。

人民币国际化的前提是人民币资本账户的开放试点。自从 2009 年香港成为首个离岸人民币交易中心以来，人民币跨境使用规模不断扩大。但是，人民币在全球货币总量中比例仍然很小，这一方面是因为人民币在资本项目下不可兑换，成为其国际化的主要障碍，另一方面是因为中国不完善的金融市场，使得跨境使用货币难以通过回流获利。国际清算银行（BIS）的数据显示，2013 年 9 月人民币在 BIS 的外汇成交额超过了瑞典克朗和新西兰元，跃居第 9 位。也就是说，人民币已成为全球十大货币之一，企业对使用人民币支付的需求增长。资本管制的有效性下降，强化了资本项目可兑换的要求。加上经济整体上稳定，银行系统稳健，人民币汇率趋于均衡，开放人民币资本账户的时机总体上已经成熟。所以，在上海自贸区内加快人民币资本项目开放，条件已经成熟。

一国货币国际化的核心是货币的定价能力、结算能力和增值保值能力。为实现人民币国际化需要从三个方面入手：一是推动大宗商品、贵金属、能源等以人民币定价，二是提高人民币结算、汇兑和跨境使用的便利度，三是增加人民币增值保值方式的选择，以支持人民币的持有。

而从现阶段市场预期来看，上海自贸区将作为资本项下开放的试验田。由于我国现阶段实行贸易项下开放，资本项下管制的政策，而境内外都存在差异化的投资机会，例如境外资金对于境内较高收益率的固定收益产品趋之若鹜，而境内资金对于分散投资，配置境外资产具有很强的需求，因此境内外资金非常希望跨境业务能够常态化。上海自贸区的设立及人民币国际化目标的确立，给市场留下了强烈的预期，即自贸区内将首先实验资本项目的开放，人民币的跨境流动更为便利，将减少投资方向等一系列限制。本文的重点之一就是讨论跨境资金流动所带来的信托公司转型机会。

（二）上海自贸区内金融环境

截至 2014 年 9 月，上海自贸区内银行资金成本为 5.2% ~ 5.4%，较区外基准贷



款利率低 1% 左右，信贷规模在 190 亿元人民币左右。开展较为活跃的是跨境股权投资业务，其模式是主要通过 PE 机构在区内设立的有限合伙基金进行操作。与此同时，众多金融机构纷纷在自贸区内设立资产管理子公司，预期开展类信托业务和投资咨询业务^①，例如华融资产、上海国际信托、爱建信托等，但囿于区内跨境金融投资尚未开放，上述机构尚未开展基础业务，仅处于规划阶段。除此之外，还有一些金融机构正与境外大型投行进行接洽，寻求合作机会，例如陆家嘴信托与野村证券。

（三）上海自贸区的制度安排

上海自贸区金融相关政策中最具指导意义的是《中国人民银行关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》（以下简称《意见》），其中最核心的内容包括三个方面，即创新有利于风险管理的账户体系、探索投融资汇兑便利和扩大人民币跨境使用。

从自贸区政策的内容来看，始终贯彻“一线放开、二线管住^②”的精神，即区内与境外业务和资金往来完全放开，不再受到跨境业务的一系列审批限制，但必须与国内（境内区外）市场相独立，以免造成市场环境的突变。因而对于资金跨境套利活动是严加监管的，业务空间狭窄，因而本文将更为着重顺应改革精神的方向，探讨自贸区内的创新金融活动。以下将分三个方面介绍《意见》的主要内容。

1. 创新有利于风险管理的账户体系

账户体系作为上海自贸区内个体资金往来的单元和各项投融资创新业务的载体，所发挥的基础作用 and 意义是不言而喻的。

自贸区内账户体系主要包括居民自由贸易账户和非居民自由贸易账户^③。各账户之间的资金划转方面，按照人民银行的规定，居民自由贸易账户与境外账户、境内区外的非居民账户、非居民自由贸易账户以及其他居民自由贸易账户之间的资金可自由划转。具体如图 1 所示。

自由贸易账户之间以及与非居民账户之间资金的自由划转体现了自贸区“一线放开”的设想，即区内与境外主体之间资金流动不受限制，也是把自贸区作为未来放开资本项目管制的试验田。但是，同时也限制了区内资金向境内区外的流动，即“二线

^① 例如对外投资对冲基金等。

^② “一线”，是指国境线，“二线”是指国内市场分界线，是自由贸易区的空间分界线。

^③ “居民”是指中国境内的个人和企业，其开设的区内账户可称为 FTA，“非居民”应是指中国境外的个人和企业，对应账户名称 FTN。

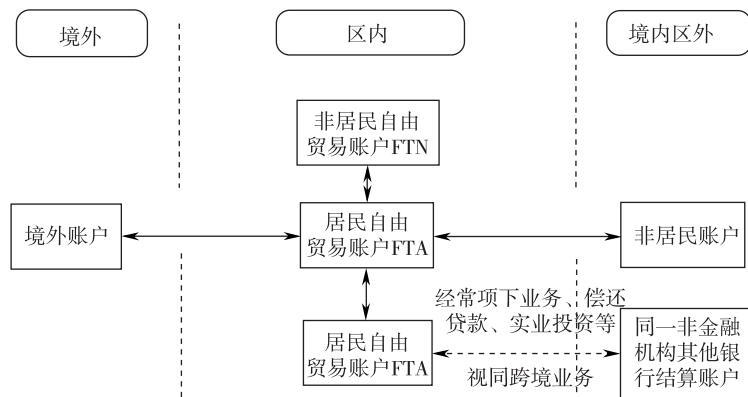


图1 创新有利于风险管理的账户体系

管住”，自贸区内与境内区外资金流动依旧按照现行规定进行管理^①，以限制和监控流入国内市场的境外资金。对于自由贸易账户的金融功能，人民银行明确指出居民自由贸易账户及非居民自由贸易账户可办理跨境融资、担保等业务。

2. 探索投融资汇兑便利

现阶段，境内主体对外投资（包括直接投资和资本市场投资）、境外主体投资境内资产（实物资产和金融资产），都受到严格限制，而在区内，将放开部分业务的权限。

首先，企业跨境直接投资^②时，收付和汇兑便利化。自贸区内一定投资额度内跨境直接投资可以直接向银行办理所涉及的跨境收付、兑换业务，不需向发改委、商务部门申报。

其次，自贸区内个人跨境投资^③有条件放开。在区内就业并符合条件的个人可按规定开展包括证券投资在内的各类境外投资。在区内就业并符合条件的境外个人可按规定在区内金融机构开立非居民个人境内投资专户，按规定开展包括证券投资在内的各类境内投资。该政策主要针对区内个人，因而在一段时间内，业务需求很有限。

最后，境内资本市场有条件开放。其一，区内金融机构和企业可按规定进入上海地区的证券和期货交易所进行投资和交易，即对区内主体开放了上海地区的证券和期货市场。其二，区内企业的境外母公司可按国家有关法规在境内资本市场发行人民

① 同一非金融机构主体的居民自由贸易账户与其他银行结算账户之间因经常项目下业务、偿还贷款、实业投资以及其他符合规定的跨境交易需要可办理资金划转。居民自由贸易账户与境内区外的银行结算账户之间产生的资金流动视同跨境业务管理。

② 直接投资是指投资者将货币资金直接投入投资项目，形成实物资产或者购买现有企业的投资。

③ 中国证监会并未对跨境金融市场投资发布实施细则，因而该业务仅限于讨论中。



币债券^①，但最高金融投资额应不会超过（区内企业信贷融资）总额度的10%。

此外，对于公众最关心的区内企业、非银行金融机构以及其他经济组织对外融资的问题，区内仍维持现行办法，即全口径外债的宏观审慎管理制度（见图2和图3）。

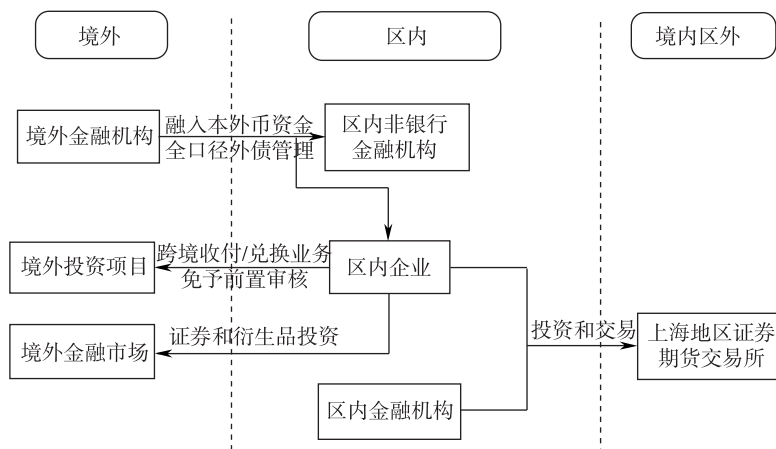


图2 探索投融资汇兑便利一

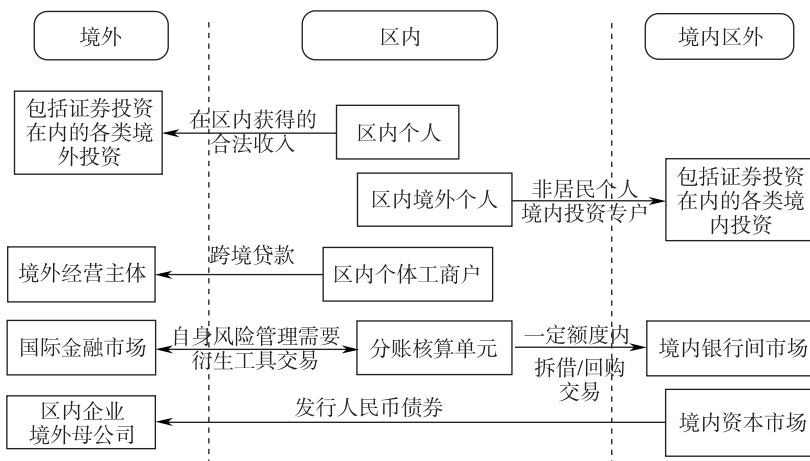


图3 探索投融资汇兑便利二

3. 扩大人民币跨境使用

首先，在区内资金流向境外市场的业务中，人民币结算业务权限下放至上海地区银行，简化了结算流程，促进对外贸易和直接投资活动。但《意见》强调“经常项

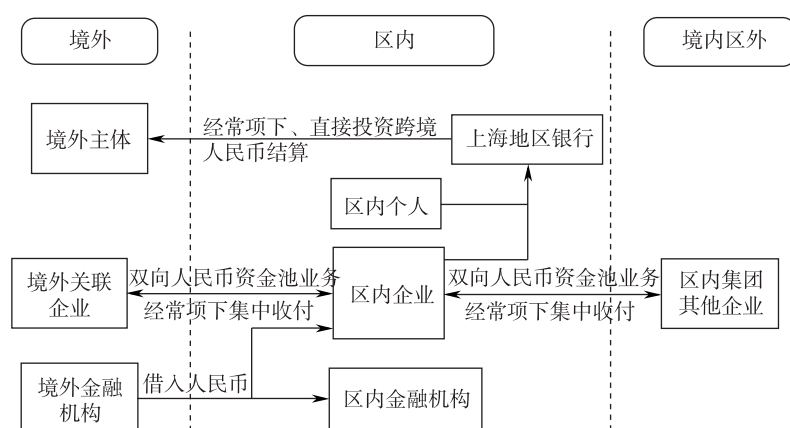
^① 由于现阶段境内融资成本远高于境外成熟市场，因而该业务需求有限。



目下”^①、“直接投资”所涉及的结算业务，排除了“资本项目下”^②，体现专注实体经济的原则，也说明对于区内机构的金融投资活动尚未放开。

其次，在境外资金回流区内市场的业务中，《意见》规定区内金融机构和企业可从境外借用人民币资金。但政策细则中主要在额度和使用方向上有详细的限制。在额度上，区内企业借用境外人民币资金规模（按余额计）的上限不得超过实缴资本与宏观审慎政策参数的乘积，区内非银行金融机构的上限不得超过上述额度的1.5倍。在使用方向上，区内借款企业依据规定在上海地区的银行开立专用存款账户^③，只能用于区内或境外，包括区内生产经营、区内项目建设、境外项目建设等。区内银行从境外借入人民币资金必须进入试验区分账核算单元，在区内使用，服务于实体经济建设，借用的人民币资金不得用于投资有价证券、衍生产品，不得用于委托贷款。在这一点上，区内的政策甚至严于区外。

最后，开放跨国集团双向人民币资金池业务，为其境内外关联企业提供经常项下集中收付业务。这主要针对跨国集团境内外资金归集问题，提高区内对跨国集团的吸引力，服务实体经济发展，对资产管理行业影响有限（见图4）。



注：借入资金不得投资于有价证券、衍生品、委托贷款。

图4 扩大人民币跨境使用

《意见》对于上海自贸区的定义和政策是自贸区金融改革最为权威的指导内容。

^① 经常项目，是指一个国家或地区对外交往中经常发生的交易项目，包括贸易及服务、收益、经常转移，其中贸易及服务是最主要的内容。

^② 资本项目，是指国际收支中因资本输出和输入而产生的资产负债的增减项目，所反映的是本国和外国之间以货币表示的债权债务的变动。

^③ 专门存放从境外借入的人民币资金，区别于跨境投融资汇兑便利中所提到的区内企业从境外市场融资业务。



在分账核算体系的基础上，上海自贸区将以人民币离岸金融中心为起点，探索资本项目的逐步开放，最终实现人民币的境内外投融资高效便利及外汇的自由兑换。在金融改革先试先行的自贸区内，信托公司如何从中探寻新的业务方向，提高创新类信托业务比例，迎合新型金融服务需求，将成为信托业转型的关键点。

从政策上来看，对于跨境业务将实现逐步放开，现阶段更支持直接投资业务，倾向与实体经济联系更大的投资活动，尤其是区内资金“走出去”，实现保值增值。再是资本市场的跨境投资业务，促进人民币的使用和跨境流动，提高人民币的国际货币地位。

4. 自贸区的政策预期

《意见》为上海自贸区下一步发展做了明确的规划，但由于金融制度、基础设施建设等各方面的工作尚未完善，大部分政策尚未落实。因此，预期在区内最先实现的相关创新业务应与《意见》已经提及的方向相关，尤其是区内个人的跨境投资和区内主体投资上海地区的证券和期货市场。

自贸区作为境内资本市场开放的试验田，未来还将继续推出与境外资金“引进来”和境内资金“走出去”相关的政策。《意见》中涉及的区内跨境资金流动多数要求在经常项目下和直接投资项目下，因此预期在《意见》获得理想效果之后，将推出资本项目下资本流动的相关政策，使区内成为一个真正意义上的完全开放市场。

二、自贸区私募投行业务机会分析

信托公司在境内私募投行业务，尤其是私募债权业务方面有着明显的优势，无论是对接房地产企业、政府机构还是工商企业的需求，都已经形成了一套成熟的运作体系和风控标准。自贸区为信托公司私募投行业务的进一步发展打开了新的局面，为信托公司提供了境内外双边市场和双向资金。在更为开放的环境中，跨境股权和债权投资业务作为信托公司熟悉的领域，将会搭载信托公司作进一步尝试。

（一）信托公司开展跨境股权投资业务的意义

1. 信托公司参与私募投行业务的战略目的

从信托的本源来说，信托公司代人理财，并不意味着资金投向均是信托公司“生产”的产品，信托公司的发展方向并不是银行、证券公司、基金公司或者私募公司，也不可能持续“生产”出市场中最优质的金融产品。实际上，信托公司的核心业务



是提供符合投资者需求的资产配置服务。因此，信托公司参与私募投资的目的并不是成为优秀的股权投资机构，而是积累私募投行业务中所涉及的经验 and 资源，以提高在投资私募、与私募公司合作过程中的收益预判与风险辨识能力，为投资者挑选出最符合收益和风险要求的投资标的，最大限度满足投资者的需求。对于信托公司来说，通过扩展境外业务，丰富产品线，可以有力地吸引投资者，成为业务转型的突破口。

从收益来看，投资海外私募资产能够帮助境内普通投资者获取海外投资的收益，分享其他国家（地区）经济或产业发展的红利。从风险来看，全球化配置资产，可以分散投资，降低区域风险。与此同时，现阶段也是个很好的时机，美国作为世界最大经济体，复苏已基本成型，诸多产业具备投资价值。欧洲复苏可待，基础产业已经吸引了大量境外投资。

2. 信托公司参与私募投行业务的近期目标

随着国内经济走向新常态，GDP 增长率将长期维持在 7% 左右，而境外经济形势变化将趋于好转，境内外发展速度的差异缩小，且近期美元加息和升值的预期强烈，境内外利差将逐步缩小，境内投资者对于投资境外市场的意愿有明显提升，而国内资金投资境外市场渠道非常有限，公开发行的只有基金公司的 QDII 产品，限制了投资者的选择空间，且其表现尚未有突出亮点。从政策前景看，设立上海自贸区作为人民币国际化的一个窗口，探索利率、汇率的市场化，促进人民币的跨境流动，进行跨境投融资活动将成为常态。因而，信托公司可以考虑抓住市场在这方面的需求，积极拓展跨境投资业务，寻求利润增长点。

从目前政策来看，只有跨境 PE 投资业务更为现实。国家为进一步推动人民币国际化，在上海自贸区内支持和鼓励跨境直接投资业务，并下放一定限额内境外股权投资项目审批权限至自贸区管委会，换汇也只需联系区内银行，比在境内区外方便很多，此类业务在操作上对信托公司来说有挑战，但也在其能力范围内。

除了资金跨境方面的创新政策，有利于信托参与跨境直接投资的因素还包括在投资拟上市公司股权时，信托计划作为有限合伙人（LP）参与 PE 业务不像在国内涉及上市退出障碍的问题。此外，信托作为跨境投资的载体更具备保护投资者隐私、节税等一系列优势。因而说信托公司在跨境股权投资业务上尚有很大的发展空间。

3. 信托公司在跨境 PE 业务中的角色

现阶段，大部分信托公司尚未涉及跨境投资业务，这主要因为存在行业监管，因而在境外开展 PE 业务领域，信托公司几乎是“零基础”。从这个角度考虑，信托公



司独立开展跨境 PE 业务将面临巨大风险，难点既包括操作上的也包括政策上的，因而信托公司在涉足跨境 PE 业务时，发挥资金聚集功能，实现融资作用，承担境内外资金流动的载体更为现实。

在发挥融资作用的过程中，信托公司不断积累在 PE 领域的经验和资源，以此为依托，逐步在业务中发挥更积极的作用。

（二）自贸区跨境股权投资业务开展情况

1. 自贸区跨境股权投资市场总体情况

截至 2014 年 4 月末，上海自贸区内已落户股权投资类企业 84 家，其中普通合伙人（GP）68 家，注册资本共约 54.2 亿元人民币；私募股权投资公司 16 家，募集资金 44.42 亿元人民币。弘毅创投、建银国际、渤海华美、嘉实资本、红杉资本等知名私募股权投资公司在区内已设立机构，高瓴资本、摩根士丹利、华人文化、中信并购等公司也有落户意向。至 2014 年 6 月底，自贸区已办结 49 个境外投资项目备案，对外投资 12.69 亿美元。

上海自贸区能够吸引众多股权投资企业，在于其为跨境股权投资业务创造了一系列便利条件：跨境投资审批权下放，业务操作便利性提高和换汇简便。

具体来说，根据相关政策^①，首先，自贸区内 3 亿美元以下境外投资一般项目从审批制改为备案制，5 个工作日内可以完成境外投资项目或境外投资开办企业备案；其次，此前审批过程往往有几个月甚至半年。工商部门开展“一口受理、综合办理”后，企业原来要先到工商注册登记，再到技术监督局拿机构代码，再到税务部门拿税务登记号，现在都在工商一个口子受理，十分便捷；在前两步流程顺利完成以后，只需提交相关材料给区内银行，便可直接换汇，免去了外汇管理局的逐笔审批，大大缩短了操作时间。

2. 跨境股权投资业务交易结构、实施步骤与资金回流

从最简单的交易结构入手，A 公司在自贸区内设立 GP，信托公司发行 XX 信托计划募集资金投向自贸区内有限合伙公司的 LP 份额，资金共同投向注册于英属维尔京/

^① 根据国务院印发的《上海自贸区总体方案》（国发〔2013〕38 号）要求，上海市政府出台了 4 个文件，包括《中国（上海）自由贸易试验区外商投资项目备案管理办法》（沪府发〔2013〕71 号）和《中国（上海）自由贸易试验区外商投资企业备案管理办法》（沪府发〔2013〕73 号），主要针对境外投境内；还有《中国（上海）自由贸易试验区境外投资项目备案管理办法》（沪府发〔2013〕72 号）和《中国（上海）自由贸易试验区境外投资开办企业备案管理办法》（沪府发〔2013〕74 号），针对区内企业从事境外投资。



开曼群岛的私募基金^①，在这一环节也可以有其他境内外资金的加入，私募基金将所有资金投向海外市场的投资标的，共享投资收益。

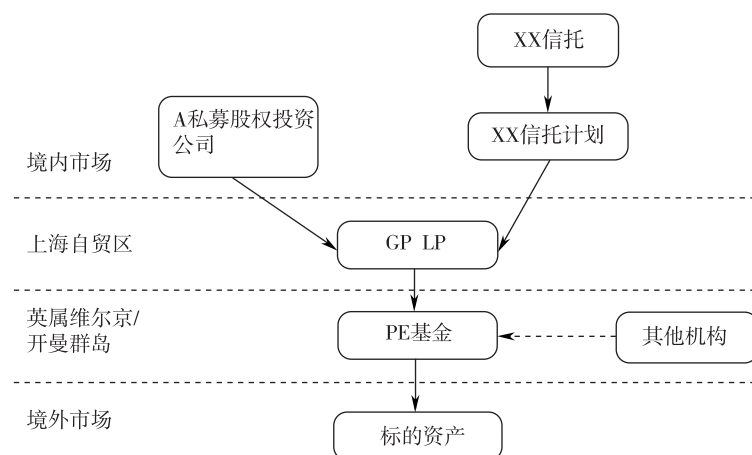


图5 跨境私募股权投资交易结构

根据弘毅投资的跨境投资交易情况，可以总结出境内资金跨境股权投资的实施步骤，如图6所示。



图6 跨境股权投资的实施步骤

从产品的结构来看，信托资金主要以有限合伙人的形式参与投资，因而对于资金的投向和使用不具备直接控制力，因而在开展此类业务中，选取优质的交易对手（A私募股权投资公司）尤为重要。

据悉，在投资结束资本回流的问题上，现阶段实行的是原路径返回。在上例中，资金的回流顺序应是境外市场投资折现后，资金计在离岸PE基金的账户，之后划回到自贸区内的有限合伙基金账户下，最后按初始比例划到各最终投资者账户下。

3. 跨境股权投资业务案例——弘毅投资 PPTV

弘毅投资于2013年9月29日率先在自贸区内成立GP（股权投资管理企业）作

^① 出于节税和保护隐私的角度考虑。



为投资主体，并于2013年12月成立人民币PE基金，成功募集1.86亿元人民币。

此后，弘毅投资在自贸区内的投资主体向自贸区管委会经济发展局提出参与PPTV收购的申请，进行境外项目的投资备案。获得备案证明后，根据自贸区相关政策^①，直接到银行办理购汇，1.86亿元人民币投向弘毅投资在海外设立的跨境投资平台^②（Exalt Spring和Virtue Faith^③），最终完成并购。

（三）跨境私募债权投资业务——担保费模式

从政策层面来看，现阶段对于资本项目下债权的控制尚未全面放开，对外资机构在区内发行债券和区内机构在境外发行债券都有较为严格的限制。虽然跨境直接投资债权有难度，但是通过嫁接内保外贷和外保内贷等业务，可以满足跨境资金的投资需求。

受美国量化宽松货币政策的影响，欧美市场无风险利率极低，对中国境内动辄10%年化收益率的金融产品趋之若鹜。作为信托公司，在自贸区内尚未放开资本项目管制的前提下，需要承接境外资金这一需求，本文设计了一个“担保费模式”。

境外投资者将资金交付信托公司在境外的战略合作金融机构，以该本金设立信用主体，向境外银行进行担保，境外银行向境内银行出具担保函，境内银行向与信托公司具有关联关系的外商投资融资租赁公司^④发放贷款，用于境内的融资租赁业务，降低融资租赁业务资金成本，同时对享受较低利息成本的企业，以组合的方式发放信托贷款。到期后，外商投资融资租赁公司以“担保费”的形式交付境外的信托主体，再向境外投资者进行收益分配。该结构一方面是可以搭起信托公司与境外投资者最初的合作关系，另一方面优化了企业的融资结构，降低融资成本，信托公司提供的一系列金融服务也将为自身带来较高的信托报酬。以下是收益测算。

假设：①根据境外信用主体向境外银行进行担保的保证金比例作为变量，保证金总额作为本金测算收益比例。②在自贸区内融资租赁公司的杠杆是11倍，假设租赁资产可以循环质押，质押率为50%，即1亿元人民币的银行贷款总共可以产生2亿元人民币的租赁资产，贷款利率上浮30%，为8%。③境外银行向境内银行出具担保函的费用为1.5%。④境内银行发放贷款利率为5.2%^⑤。⑤融资租赁平均利率为12%。

① 国家外汇管理局上海市分局制定的《外汇管理支持试验区建设实施细则》。

② 通过这一方式，可以避免暴露国内收购主体的身份，以基金身份参与海外并购。

③ 两家公司都是成立于英属维尔京群岛的投资控股公司。

④ 最佳方案为信托公司与其境外战略合作金融机构合资设立。

⑤ 自贸区内资金的平均成本。



该利润可以由信托公司、信托公司境外战略合作金融机构、境外投资者、外商投资融资租赁公司共同分享。担保费模式的交易结构图如图 7 所示。

表 1 担保费模式盈利空间测算

境外保证金比例	20%	40%	60%	80%	100%
利润空间	46.5%	23.25%	15.5%	11.625%	9.3%

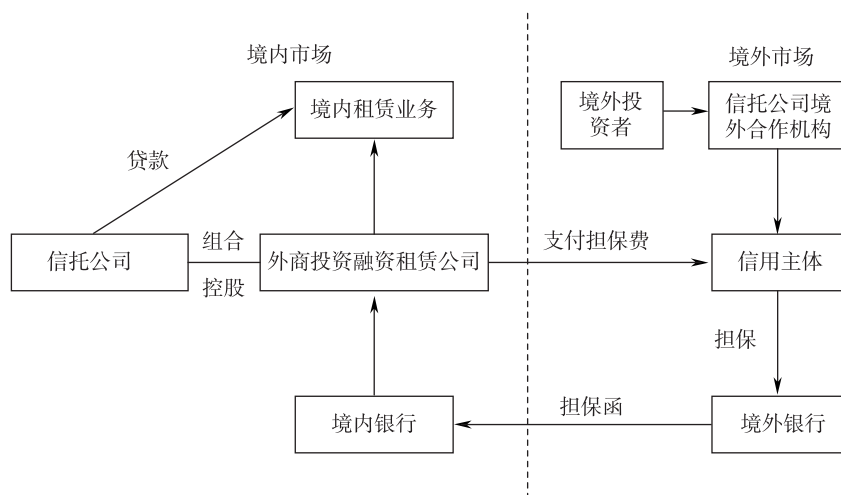


图 7 担保费模式

三、自贸区资产管理业务机会分析

除了跨境私募投行业务之外，信托公司开展资产管理业务既可以服务于更广泛的风险偏好范围的客户，也可以作为私募投行产品的资金来源。资产管理业务相对于私募投行业务来说，在运作模式、盈利模式、风险监控等方面都存在不同的标准，而在这方面，信托公司尚有提升空间。如果与境外大型金融机构进行深度合作，背靠信托公司在境内市场的投研能力，借助境外机构在境外市场的投资经验，二者共同搭载双边资金，将是共赢的策略。

（一）区内资产管理业务开展情况和相关政策

现阶段，入驻自贸区的金融机构主要包括银行、券商、保险公司、金融租赁公司，多以分支机构或子公司的形式设立。此外，中国证监会也在政策上支持证券期货经营机构在区内注册成立专业子公司，而上海地区以外的信托公司在参与自贸区内金



融创新活动时，存在政策方面的障碍^①。

从数量上看，截至2014年2月末，自贸区内落户金融类机构已达1383家，其中，有牌照金融机构43家，股权投资和融资租赁公司102家，金融经济服务类公司147家，投资和资产管理公司1091家。

从已发布政策来看，自贸区内主要开放了区内个人进入境外市场、区内金融机构和企业进入上海地区的证券和期货市场的投资活动。虽然在实践操作上，以上两个方向尚未放开，但依据政策精神，这些可能是最先开放的领域。

（二）金融机构跨境资产管理业务开展情况

涉足跨境资产管理业务的金融同业主要是基金公司、证券公司和个别外资私募股权投资公司。信托公司也有涉及，但是非常少。境内资金投资境外市场的途径有两种，一种是通过具有QDII资格和额度的境内金融机构，投向境外金融市场。在境内，投向金融市场的资金的跨境流动实行余额监管，需要外汇管理局等相关监管机构审批QFII、QDII额度，要求比较严格。另一种是通过近年推出的QDLP^②渠道。

（1）QDLP业务。2013年9月，首批上海QDLP试点6家基金共获批3亿美元QDLP额度。而QDLP业务的推广存在诸多问题，首先境内资金借对冲基金直投海外尚无操作先例，监管部门需要根据实际情况优化操作流程。此外，外汇管理局等部门比较担心QDLP资金能否按期回流，尤其是全球金融市场遭遇突发性系统性风险时。试点出台后，多家信托公司积极与其合作发起QDLP信托产品，甚至有信托公司已申请相关产品备案销售。信托公司在该业务中的优势是税收。QDLP试点基金需要缴纳5.5%的营业税，出资人还得承担25%的所得税，再加上2%的管理费，成本过高。QDLP信托产品则无须替投资者代扣代缴所得税，某种程度上起到合理避税的作用。但已被监管有关部门叫停，因为“担心QDLP资金一旦无法按时回流，信托产品将陷入偿付违约风险”。

（2）基金公司QDII业务。值得一提的是基金公司争抢阿里巴巴上市新股。基于众多投资者对阿里巴巴未来前景的乐观预期，已经有多家基金公司趁势推出专门针对阿里巴巴的新股团购专户产品。嘉实基金推出阿里巴巴新股投资的专项定制服务。在境外操作上，嘉实基金旗下嘉实资本将在开曼群岛设立一只阿里巴巴专项基金，作为

^① 根据《信托公司管理办法》，信托公司不得设立异地分支机构。

^② QDLP（合格境内有限合伙人），允许注册于海外，并且投资于海外市场的对冲基金，能向境内的投资者募集人民币资金，并将所募集的人民币资金投资于海外市场。



参与后者 IPO 打新股的投资主体。在境内操作上，产品所募资金结汇投资境外的通道，则是嘉实基金此前获得的外汇通业务^①。

从基金公司以境内投资者需求为导向，为其提供投资海外上市公司股权的例子，一定程度上说明了境内资金出海投资的需求旺盛，也说明该类业务为相关载体公司（即嘉实基金），能够起到积极的宣传作用，其正面效应并非只是针对该产品，而是对公司整体创新领先形象的打造。

（3）基金公司也加快了跨境投资业务布局。华安基金香港子公司日前成立，其将成为华安基金跨境资产管理业务发展的战略平台。华安基金日前已完成注册登记手续，并已获得提供投资咨询和资产管理业务的牌照。不止在香港，总部位于上海的华安基金已入驻上海自贸区，成为首家在上海自贸区设立资产管理子公司的基金管理公司，子公司名称为华安未来资产管理（上海）有限公司，业务范围为特定客户资产管理业务以及中国证监会许可的其他业务。注册资本为人民币 3000 万元。其中，华安基金持有 51% 的股权，上海敦享投资管理中心（有限合伙）持有 49% 的股权。

（4）证券公司 QDII 业务较基金公司更早放行，但推出产品数量和影响力都不如基金公司，但在 2014 年，证券行业整体对境外证券投资业务的重视程度有明显的上升。国泰君安资管正在重点开展境外证券投资管理业务，近期将与国际知名资产管理公司 Wilshire 联手，以创新模式打造新型 QDII 产品，满足客户的全球资产配置需求。

（5）信托行业跨境投资业务情况。截至 2014 年 9 月，包括中诚信托、上海信托、中海信托、平安信托、华信信托、华宝信托、中信信托、新华信托、兴业信托、外贸信托 10 家信托公司拥有该牌照（其中兴业信托和外贸信托是 2014 年 9 月获批的，因此其额度未知）。所有信托公司获批的 QDII 额度是 56 亿美元，整个金融行业获批的 QDII 额度是 807.93 亿美元，信托业所占比重仅为 6.93%。

表 2 信托公司 QDII 额度

信托公司	获批额度（亿美元）
华宝信托	14
中诚信托	13
中信信托	11.5
中海信托	2

^① 所谓外汇通业务，是在外汇管理局与中国证监会的允许下，嘉实基金获得的 10 亿美元额度海外阳光直投业务试点。个人投资者可以通过这项业务设立专项账户，在突破个人 5 万美元换汇额度的情况下，将境内资金换汇投资境外房地产、股权、债券、股票、金融衍生品等。



续表

信托公司	获批额度（亿美元）
上海信托	2
新华信托	4.5
平安信托	1
华信信托	1
兴业信托	—
外贸信托	—

无论是上海信托推出第一只 QDII 产品“上海信托铂金系列信托计划”，还是中诚信托推出的“诚信海外配置系列信托产品”，均是投向香港证券市场，H 股投资占比较高，品种较为单一。QDII 业务主要还是专户理财，为高净值客户或者机构提供定制级的投资服务，投向特定的海外金融市场，甚至是特定的产品，主动管理的产品较少。平安信托也加大了海外布局的力度，组建了约 10 人的海外资本市场投资团队，并不断与美国各大金融机构展开合作谈判。

（三）区内主体投资上海地区的证券和期货市场业务

区内个人投资境外资本市场的业务空间，在较长一段时间内，都将非常有限，且境外资产管理机构在此领域更有优势，境内资管机构能发挥的空间也有限，因而本文将视角主要放在区内金融机构和企业^①投资上海地区的证券和期货市场业务上。

上海地区的证券和期货市场已经相对较为成熟，主要包括上海证券交易所、上海期货交易所、上海黄金交易所和中国金融期货交易所。上海证券交易所产品包括股票、债券和基金。上海期货交易所目前上市交易的有黄金、白银、铜、铝、锌、铅、螺纹钢、线材、燃料油、天然橡胶、沥青 11 种期货合约。中国金融期货交易所目前上市交易的有沪深 300 指数期货和 5 年期国债期货合约。

在适当时候开启此项业务时，资管机构的业务机会在于提供专业的投资顾问服务和创新金融产品两个方向上。

信托业务之所以能够提供专业的投资顾问服务在于其证券投资类信托产品，为区内资金与境内专业投资机构^②搭建合作平台。

信托公司提供创新金融产品，则体现在现阶段境内外资金仍存在利率差，境外资金在区内设立的金融机构和企业，其闲置资金可以投向上海证券交易所的债券等赚取

① 资金来源主要为境外。

② 可以是信托公司内交易团队。



利差，但单一式的投资可以在公司内部完成。由此可以看出，信托业务的机会会有两个方向：一是根据企业业务类型设计组合投资产品，可以涵盖多项投资标的。二是加快推进资产证券化业务。后者的逻辑在于资产证券化产品预期收益率在境内市场不存在明显的优势，而境外资金则有明显优势，由此区内资金进入上海证券市场投资固定收益市场有助于解决限制资产证券化业务规模的资金来源问题，而这一问题也是信托公司迟迟未能在资产证券化业务中发挥更重要作用的限制之一。

（四）自贸区内国际交易平台

1. 自贸区内金融市场监管建设

自贸区致力于建设面向国际的金融市场，将建立若干个国际金融市场平台。上海期货交易所已在自贸区内设立了国际能源交易中心，正在推进国际原油期货。上海黄金交易所计划在自贸区内设立国际交易平台。上海证券交易所将在自贸区内设立国际金融资产交易平台。概括来说，一方面，上海自贸区建立的铁矿石、金属和能源交易等大宗商品交易平台，可以增强在原材料领域的定价能力，以及推动人民币国际化。另一方面，自贸区内将建立的一系列产权交易平台，会加速境外资金流入境内，为境内发展提供动力，其中首先是融资租赁产权交易平台，这是国内首个标准化、面向境内外的融资租赁产权交易专业平台，旨在探索开展涵盖境内、跨境乃至离岸的融资租赁资产的物权、债权和股权交易。更为重要的是，上海证券交易所将在区内设立上海国际金融资产交易平台和上海联合产权交易所将建立现代服务业资产交易中心，后者在短期将开展非标准化金融资产的交易平台。

在自贸区内更为完善的金融市场设置，对于整个资产管理领域来说是创造了提供更多金融服务空间。概括来说，一方面，金融机构可以通过在市场中提供居间服务获取盈利，例如经纪业务、做市业务、投资咨询业务等。另一方面，对于金融机构来说，是一系列新增的投资标的集合市场，金融机构可以以市场内的投资标的的组合投资，为资产管理市场提供差异化的投资产品；除此之外，交易平台对金融资产流动性的提升，有效提高了资金的流转速度，强化了市场资源配置功能。

2. 自贸区内非标准化金融资产的交易平台

单对信托行业来说，自贸区内制度创新主要在两个方面：近期准备推行的信托财产登记制度和非标准化金融资产的交易平台。

上海自贸区管委会与2014年9月正式发布了《信托登记试行办法》。根据该办法，为规范信托登记行为，保护信托当事人合法权益，自贸区将建立完善信托登记平



台，探索信托受益权流转机制。

至此，信托行业领域内一直呼声不断的财产登记制度终于找到了自贸区这片改革区落地，建立在此基础之上的信托计划受益权流转问题，也落在了区内将新设的非标准化金融资产交易平台上。由于此项信托登记制度并非是强制性的，因而其重点仍是为受益权流转做制度准备。

在自贸区内信托受益权的流转对于信托公司来说属于重大利好。从私募产品到可流通，非标准化金融资产的交易平台在为信托公司解决了信托产品流动性问题的同时，很大程度上解放了信托公司在“刚性兑付”问题上的被动立场。此外，能够引入境外大量低成本资金投资信托，将显著降低信托业务的资金成本，这样一是扩大了信托报酬率的空间，二是扩充了信托业务开展的范围，信托公司可以涉足更多利润率更低的优秀行业和企业。不仅如此，更丰富和全面的交易平台，一方面可以加强信托公司作为境内资金进入交易平台的载体作用，另一方面也扩大了信托资金配置的范围。

（五）信托公司利用自贸区开展资产管理业务长期规划

信托公司擅长开展境内投资业务，可以作为境外资金投资境内市场的落脚点，而对境外市场投资，信托公司毫无经验，因而在资本项目开放之后，信托公司搭载着境内资金投资境外市场时更需要借助境外金融机构的投资能力。从这个角度考虑，信托公司的战略应是选定一家境外优秀的资产管理机构，与之结成战略合作关系，或者共同出资设立合资企业，作为载体。

1. 以境内资产投资能力作支撑

境内资产管理业务这里主要指境外人民币回流资金，投资国内资本市场的相关业务。信托资金现阶段投向境内金融市场的产品较少，已有的成熟产品主要是阳光私募产品（股票、债券），定向增发产品等。不同于境外资产管理业务，信托公司可以依托于当地的机构，对于境内几大投资方向，信托公司自身应有强有力的产品供给，尤其在股票、债券、期货、PE等领域。具有影响力的优秀产品作为信托公司吸引投资者最重要的支撑力量，尤其在初期投资者划分尚未固化，信托公司之间在抢夺投资者上还具有有一定的空间的前提下。因而，境内资产能力应是公司现阶段着力提高的，既是为未来境内资管业务需求急速增长提前做好准备，也是受托管理境外资金能力重要和稳固的保障。



2. 以境外资产配置能力为依托

从长期来看，随着市场的不断开放，中国投资者不仅可以配置国内资产，也可通过信托投向境外市场。信托公司在此业务中的角色与在投行业务中的角色完全不同。资产管理业务不同于私募投行业务，是将企业的投融资活动转化包装为金融产品，向投资者销售，资产管理的重点是配置资产，做投资组合。信托公司不仅是资金的一个载体，更是一个依靠自身主动管理能力对市场中金融资产进行筛选、组合的资产管理机构。

境外资产管理业务，即资金的投资方向是境外市场。对于境外投资，信托公司在未来更多地应该是依托当地优秀资产管理机构（主要指境外投资基金），一方面当地的资产管理机构对于本国市场的熟悉度绝对优于外来机构。由于我国金融市场还处在发展初期，金融产品相对来说没有境外市场丰富，对于衍生品等另类投资的经验还不足，盲目自营存在较大风险；另一方面当地资产管理机构较为成熟，数量繁多。以基金为例，现在境内开放式 QDII 基金总共 100 只左右，而美国市场可统计基金数量为 1800 多只，面对众多的选项，信托公司并不需要直接投资于当地股票市场，可以站在中立的角度，发挥主动筛选能力，选择更符合投资需求和风格的资产管理产品。举例来说，年初至今收益率 10% 左右的 QDII 基金可以在同类产品排名第 10 位，而在美国基金的排行榜上，第 100 名的基金收益率为 16%，排名 20 之前的基金都至少翻一倍，相比之下，借助当地资产管理机构的管理能力进行投资，对于近阶段的国内资产管理机构而言更为有效。

从长期来看，随着政策的逐步放开，除了实业股权投资业务外，信托公司也可以与境外金融机构合作，将境内资金投向境外金融市场，以此逐步积累境外投资经验和资源，致力于成为跨境投资领域中最好的载体。

3. 信托公司资产管理业务方案设计

随着境内金融市场改革的逐步升级，金融产品和业务将继续丰富，到 2013 年底期货品种增加到 39 类，包括金属、农产品、国债、玻璃等。同时，个股期权、股指期权业务也在推动进程中，投资领域和选项数量将快速增长，而在这个变革的过程中，信托公司可以做的是打造不同投资方向的优秀团队，产品类型包括偏股型、偏债型、另类投资型、衍生品投资型等，每种类型开发数个产品，同类产品间保持竞争状态，以此保证不断为市场提供优秀的资管产品（见图 8）。

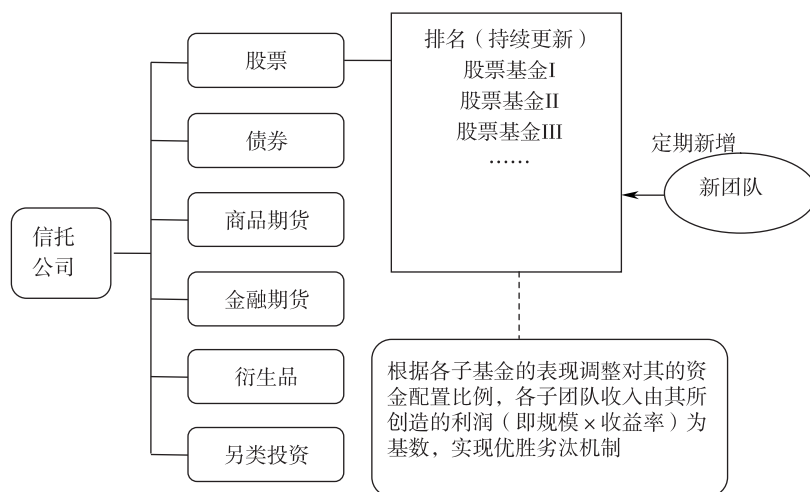


图8 信托公司资产管理业务方案设计

（六）政策未开放前自贸区框架搭建

1. 信托公司参与自贸区资产管理业务的载体搭建——合资基金公司

由于信托公司现在尚不能设立分支机构，而大部分信托公司的注册地也在上海地区之外，因而进入自贸区开展业务需要一个载体。

从政策导向和未来布局看，本文倾向于信托公司以自有资金和外资机构合资设立基金公司。从政策导向看，在上海市政府于2014年9月发布的《关于上海市进一步促进资本市场健康发展的实施意见》当中明确提出，配合中国证监会逐步放宽合资证券公司业务范围，在自贸区内逐步提高外资机构在自贸区内设立合资基金管理公司的持股比例，鼓励境内机构与境外机构在证券行业的合作。从未来布局来看，参股合资基金公司，一方面，可以与熟悉境外市场的外资机构合作开展公募基金业务，丰富资产管理产品种类，提高资产管理水平，进一步落实信托公司在资产管理业务上的长期规划；另一方面，在合资设立基金公司的基础上，可以申请基金子公司牌照，为信托公司在自贸区内开展传统业务提供了载体，且管理层对于基金子公司的监管力度远低于信托公司，因而可以期待其为公司增添更多利润增长点。

2. 创新产品构想——收益互换产品

境内投资者出资设立信托计划X，将信托资产受益权置于境外信托计划Y名下，境外信托计划同时以此信托资产受益权为收益标的，募集资金，所得投向海外金融市场（包括对冲基金等）。待信托计划到期，需要跨境划拨的是两边收益的差值，从操



作上来说会便利很多，同时省税效果明显。对于境外信托产品来说，境内固定收益高于境外，利差将吸引了众多投资者，对于境外投资者来说，该产品可以满足其获取境外投资收益的需求（见图9）。

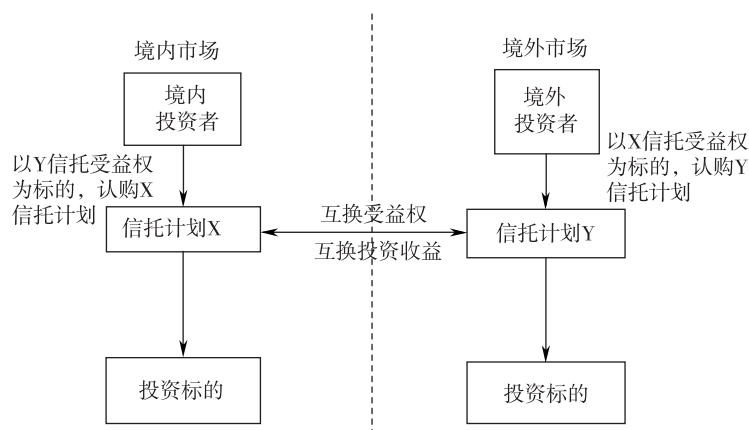


图9 收益互换产品结构

为保证资产管理机构对于收益追求的积极性，境内外信托报酬的基数都为当地投资收益。

四、自贸区财富管理业务机会分析

财富管理与前两大业务方向差异的重点在于强调业务的出发点直接受到委托人的需求影响。随着国内经济长期稳定的发展，国内超高净值人群的数量稳步增长，这类人群对财富管理服务的意识和需求都在提升。为个人的财富进行长期的规划和安排属于信托公司的本源业务，因而信托公司在这一领域也应重点规划。

（一）财富管理业务需求分析

概括来说，委托人对于财富管理功能的需求主要包括两个方面，一是财富转移和传承，财富转移和传承是资产在空间和时间两个维度的安排；二是财富保值和增值，财富的保值和增值是资产在收益和风险两个要素之间的平衡。

针对以上两类需求，财富管理业务可以分为三个方向——财富在空间上的转移、财富长期的规划与安排和财富增值。

由于我国正处于快速发展、居民财富从无到有的迅速积累阶段，因而委托人更注重资产的增值，这也与现时期资产管理业务的重点相吻合，即竞争主要在于产品收益率。然而，随着我国经济进入“新常态”，居民财富到达一定规模之后，对另外两个



方向的财富管理服务需求也会随之增长。总的来说，资产管理机构将重点放在财富增值业务上的同时，财富转移和传承也是一个不容错过的机会，尤其在家族财富管理业务当中，信托在财富转移和传承方面具有比较优势，一是在于信托制度上对委托人信息的保护，二是资产在更长时间维度上的安排，都优于其他资产管理机构。

根据2014年2月《投资时报》针对我国市场推出的一份财富报告，超过30%的高净值人士、超过50%的超高净值人士持有境外投资。但总体而言，境外资产总量占比并不高。在拥有境外资产的高净值人群中，近六成人士的境外资产在其资产总量中只占不到10%。结合这些人士的总资产规模进行加权平均计算，境外资产占这部分客户可投资资产总量的比例约为14%。在已持有境外投资的高净值人群中，有将近60%的受访者表示未来会进一步增加境外投资金额。在目前没有境外投资的高净值人士中，超过50%的受访人士表示计划未来开始进行境外投资。境外投资不仅仅吸引超高净值客户，很多入门级私人银行客户也开始使用离岸金融服务，这提升了使用离岸金融服务的总人群。

（二）财富管理业务落脚点

调研结果显示，在境外投资中，固定收益类产品、房地产和股票是现阶段中国高净值人群投资类别的主流。接近50%的受访者希望在境外投资市场投资债券等固定收益类产品。约30%的受访者表示会投资房地产市场，一方面可以满足自住需求，如为未来子女出国接受教育做准备，另一方面在经历了次贷危机后，投资者认为北美的房地产市场存在一些短期内价格被低估的投资标的，具有一定的投资机会。

过半的境外投资选择都落在了投资收益低于境内市场的固定收益类产品，我们认为从高净值人群境外投资的意图来看，以分散资产配置，寻求资产保值的倾向为主，以匹配未来生活规划和资产增值为辅。因而，在财富管理业务的三个方向中，现阶段信托公司更应注重财富在空间上的转移，主要是积极为高净值客户配置境外资产。从同业的转型安排来看，已有个别信托公司将家族信托业务作为转型的突破口之一，主要精力放在离岸信托业务。

五、自贸区内金融同业合作机会分析

信托作为金融子行业之一，虽然在业务范围和投资范围上较其他子行业具有更少的限制，但经验却有限，从行业最后一次整顿至今，只有10年左右时间，且业务涉及范围也较窄。因此，寻求与其他金融机构的合作，一方面能够为不同金融需求优化



服务，另一方面也能够通过合作与学习，提高信托公司在其他业务中的竞争力。

（一）信托与融资租赁的合作

上海自贸区正式挂牌后，随之在区内成立的融资租赁公司达到 400 多家，其运作的融资租赁资产近 90 亿美元，融资租赁行业在自贸区各项利好政策的影响下出现了快速增长，成为自贸区内最耀眼的行业之一。融资租赁公司作为“类金融机构”，可以通过负债开展业务^①，这一点是融信合作主要切入点之一。

1. 融资租赁公司情况

融资租赁公司是根据客户对租赁物的选择，出资购买租赁物，提供客户使用，收取租金，专门从事设备购置、租赁服务和资产管理新型投资机构。对于企业来说，融资租赁公司提供的是标的设备的融资服务，与其他融资服务相比，其优势在于还款灵活、融资费用税前列支、优化财务报表等。

内资融资租赁公司由商务部审批和监管，截至 2013 年末内资融资租赁公司有 123 家，合同余额约为 6900 亿元。金融租赁公司由中国银监会审批和监管，要求注册资本为 1 亿元人民币，主要出资人须控股 50% 以上，对发起人也有明确的要求，现有 20 多家金融租赁公司，一半左右出资人为银行。工行、交行等都有金融租赁公司。外商投资融资租赁公司数量较多，注册资本只需 1000 万美元，同样由商务部审批和监管。

在三类融资租赁公司中，金融租赁公司较为特殊，具有较强的金融属性，其业务范围除融资租赁业务外，还包括转让和受让融资租赁资产、固定收益类证券投资、同业拆借、境外借款、发行债券和资产证券化业务。

对于融资租赁公司来说，风险资产一般不得超过净资产总额的 10 倍，按企业的总资产减去现金、银行存款、国债和委托租赁资产后的剩余资产总额确定，这一点控制住了融资租赁公司的经营杠杆在 10 倍范围内，有效控制了风险。在自贸区内这一比例的要求被放大到 11 倍，提高了资金使用效率。

2. 三大“融信合作”模式

根据商务部《关于“十二五”期间促进融资租赁业发展的指导意见》（商流通发〔2011〕487 号），“十二五”期间将拓宽融资租赁企业融资渠道，引导融资租赁企业增加中长期资金来源，支持融资租赁企业运用信托等方式拓宽融资渠道，降低融资成

^① 信托资产不能负债。



本。鼓励企业通过资产证券化等方式盘活租赁资产，创新融资模式。鼓励融资租赁企业加强信托等金融机构合作。

现阶段与融资租赁公司合作较多的，除银行之外就是信托公司了。信托公司操作融资租赁业务的方式灵活多样，其中最主要的有三种。一是融资租赁集合信托模式。信托公司与租赁公司合作，借助租赁公司的项目资源、专业管理经验，信托公司发行融资租赁集合信托计划，在资金运用上由信托公司将资金贷给租赁公司用于购买设备，租赁给承租人使用并收取租金。二是租赁资产收益权受让集合信托模式。租赁公司为了盘活资产，可将一个或多个租赁项目未来的租金收入形成租赁资产的收益权进行转让，信托公司通过发行租赁资产收益权受让集合信托计划，以信托资金受让该租赁资产的收益权，信托期满后，由租赁公司溢价回购租赁资产收益权，获取信托收益。前两种模式的差别在于时点，第一种信托融资在租赁业务开始之前，而第二种是在已经完成租赁关系构建之后信托资金再介入。三是租赁资产证券化模式。将租赁资产信托给受托机构，由信托公司作为受托机构，以资产支持证券的形式向投资机构发行收益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券的结构性融资活动。

3. “融信合作” 案例

“融信合作”业务由来已久，随着信托行业的发展，也发生了相当大的变化，表3是近期“融信合作”的典型产品。

表3 “融信合作” 案例

产品名称	中信信岳融资租赁集合信托计划	长安信托宝信融资租赁集合资金信托计划
信托期限	5 年	分期
信托规模	15000 万元	4000 万元（第一期）
收益描述	优先级期限 1.5 年，8.5%；次级期限 5 年，无预期收益率	3 个月 6%，6 个月 7.2%，9 个月 8%，12 个月 9%
资金运用	本计划募集资金用于同岳租赁开展信托计划项下的重型卡车融资租赁业务；同岳租赁为本计划提供存量资产置换、逾期资产置换以及调期资产置换义务	信托资金以融资租赁—售后回租方式运用，融资租赁项目均拥有供应商的回购或再销售保障
担保情况	同岳香港有限公司为本计划提供同岳租赁 49% 的股权质押	名义共同出租人宝信公司受让剩余租赁资产实现信托资金退出，应收租赁款提供质押担保，西安投资控股有限公司为名义共同出租人受让剩余租赁资产提供连带责任担保，承租方实际控制提供个人无限连带责任保证担保

以上两个产品都为第一类“融信合作”模式，从信托要素可以看出，“融信合



作”业务中的风控保障多来自租赁公司的资产抵质押或担保等，且该类产品在还款安排上较为灵活，可以根据融资企业的现金流情况安排，对于投资者来说，可以有更多期限产品的选择。

4. 融资租赁通道业务 + 信托融资

(1) 外商投资融资租赁公司通道业务。相比中资企业，外商投资企业借用外债的限制相对宽松，外加融资租赁公司的业务杠杆可以放到 10 倍，融资租赁行业内便创新出获取境外低成本资金的通道业务（见图 10）。

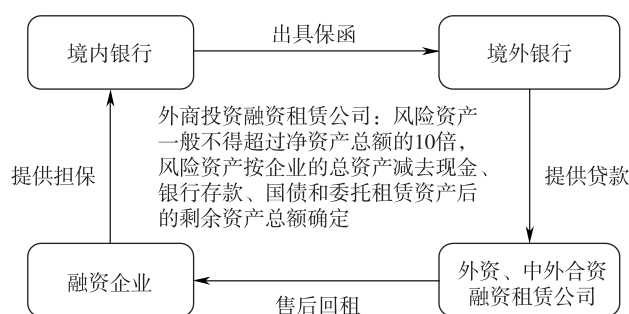


图 10 外商投资融资租赁公司通道业务

境内融资企业对境内银行提供融资担保，境内银行获得担保后向境外银行出具保函，境外银行收到保函后向外商投资融资租赁公司发放贷款，境外资金流入环节受一系列政策和操作限制，但对于外商投资融资租赁公司来说周期较短，操作更为简便。至此，境内融资企业获得境外资金的贷款，成本低于直接向境内银行贷款。该项业务中，融资租赁公司的通道费用为 0.6% ~ 1%。

(2) 组合贷款模式。在帮助融资企业通过设备进行融资的同时，为企业发放信托贷款支持企业的日常经营活动。

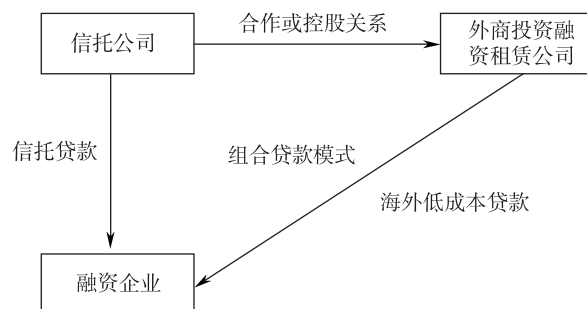


图 11 组合贷款模式



在组合贷款模式中，信托公司通过具有合作关系的外商投资融资租赁公司为企业争取到境外低成本资金的同时，为企业提供普通信托贷款，这一组合模式能够为企业降低融资综合成本，同时拉动信托业务增长。

5. “融信合作”中信托的作用

在现阶段的“融信合作”中，信托的角色是融资租赁业务的资金支持方，发挥的作用基本上以募集资金为主，对于融资租赁业务本身极少介入，风控措施也以债权、股权质押和担保为主。信托的另外一个作用是实现收益分期分级，在为融资租赁项目提供资金的同时可以实现资金的分期分级安排，以配合租赁资产现金流。除此之外，运用信托资产的独立性特点，实现应收租赁债权资产的独立性，起到隔离主体风险的作用。

此外，除了信托制度方面的优势，信托公司在租赁资产证券化业务中也可以发挥重要的 SPT 的作用，虽然现阶段该业务尚未放开，但是在自贸区内资金可以进入上海地区证券市场交易之后，租赁资产证券化产品对其具有相当吸引力，这一业务的放开很可能为信托公司带来可观收入。

6. 信托参与自贸区内融资租赁活动的路径讨论

以融资租赁公司作为信托开展自贸区业务的另一载体。由于信托公司现在尚不能设立分支机构，信托公司进入自贸区开展业务需要一个载体。首先，从操作上来看，在自贸区内融资租赁公司的审批已经下放到管委会，意味着公司的设立不需要经过层层报批，操作上非常可行。其次，从收益空间来看，如果信托资金以股权的形式^①进入自贸区参与融资租赁业务将更有吸引力。一方面，在自贸区内融资租赁公司可以从境外融资^②，规模相当于实缴资本，用于自贸区内租赁业务。另一方面，信托资金可以借这个载体进入自贸区租赁业务，虽然单一租赁业务利润率只有 1% 左右，但鉴于融资租赁公司 10 倍的经营杠杆，其最大收益也可以在 10% 以上。因而说从收益上来看，以融资租赁公司作为载体也具有可行性。

供应链融资信托模式。融资租赁业务与供应链上下游企业都有交集，因而将供应链上的核心企业及其相关的上下游配套企业作为一个整体，提供根据供应链中企业的交易关系和行业特点制定基于货权及现金流控制的整体金融解决方案，

^① 参股融资租赁公司，或全资设立。

^② 区内企业借用境外人民币资金规模（按余额计）的上限不得超过实缴资本 × 1 倍 × 宏观审慎政策参数，区内非银行金融机构借用境外人民币资金（按余额计）的上限不得超过实缴资本 × 1.5 倍 × 宏观审慎政策参数。



将单一的信托融资服务升级为一揽子金融服务，这一业务类型对于信托公司来说是个重要的利润增长点，但其真正的落地必须基于对行业背景和企业经营情况的全盘调查。

（二）信托与保理的合作

商业保理业务是指供应商与保理商通过签订保理协议，供应商将现在或将来的应收账款转让给保理商，从而获取融资，或获得保理商提供的分户账管理、账款催收、坏账担保等服务，与应收账款（收益权）信托业务相似。

从事商业保理业务的企业可以通过银行和非银行金融机构和股东借款、发行债券、再保理等合法渠道融资。信托公司也是其融资的渠道之一。

与融资租赁公司类似，保理公司风险资产一般不得超过净资产总额的 10 倍。风险资产按企业的总资产减去现金、银行存款、国债后的剩余资产总额确定。

在自贸区内开展保理业务在操作上较区外简便很多。新设从事商业保理业务的内资保理公司和已设立的内资融资租赁公司申请兼营与主营业务有关的商业保理业务的，都只需向自贸试验区工商分局提出申请，自贸试验区工商分局征询自贸试验区管委会意见后办理注册登记手续。

信托与保理合作与“融信”合作业务类似，信托计划主要扮演融资渠道的角色。典型案例是“中粮信托·中信保理资产转让集合资金信托计划”为中粮信托和中信保理的合业务，产品于 2013 年 12 月 9 日正式成立，产品规模 7000 万元，信托计划期限 63 天，信托资金用于受让中信商业保理有限公司的优质保理资产。

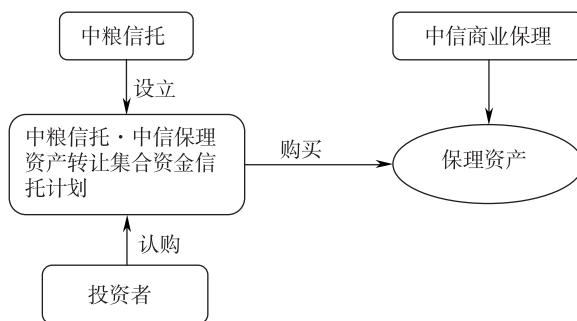


图 12 中粮信托·中信保理资产转让集合资金信托计划

信托公司直接涉足自贸区内保理业务的操作性不强，更可能通过注册在自贸区内



的融资租赁公司兼营保理业务，特别是有追索权的保理^①业务。融资租赁公司在开展业务时，当出现业务供给短暂不足时，可以将资金存放在银行、投资国债等，在自贸区内也可以选择开展期限匹配的保理业务。

六、总结

在金融改革的时代背景下，境内金融环境将在行业政策、产品需求和供给、业内竞争等方面出现大幅度的转变，而上海自贸区将会成为“新常态”的缩影。因此，信托公司在自贸区内的创新尝试，一方面有助于行业转型与升级，另一方面也有助于提前适应新的金融环境，保持行业竞争力。

本文以上海自贸区区内资金和跨境资金的流动为起点，从私募投行、资产管理和财富管理三个方向研究信托公司在产品创新、利用境外资金、同业合作三个方面的创新空间和业务部署。其中，信托资金通过区内私募基金参与跨境股权投资业务已经获得政策上的支持，操作上非常便捷，适合作为信托公司从事跨境业务迈出的第一步。

虽然跨境资产管理业务尚未放开，但提前进行业务部署对于跨境业务零基础的信托行业来说更为重要。信托公司应与一家境外大型金融机构结成深度合作关系，甚至共同出资设立合资企业。信托公司在境外投资方面与证券公司等同行相比，存在明显的经验和资源上的劣势。而与境外大型金融机构的合作一方面可以扩展信托公司投资境外市场的平台，提高境内资金对信托公司跨境服务的需求，另一方面通过与境外大型金融机构的合作，可以吸引境外资金投资信托公司具有优势的境内信托业务，这是一种双赢策略。因此，信托公司应该以境内信托业务作为支撑，尤其是现阶段对于境外资金来说十分具有吸引力的固定收益类业务。从政策的变化来看，预期首先开放的是区内主体投资上海地区的证券和期货市场业务。对接这一需求，信托公司的业务机会包括提供专业的投资顾问服务和创新金融产品两个方向，将区内资金与专业投资顾问相结合，开发组合投资产品，以及发行符合境外资金需求的资产证券化产品。在金融市场基础设施建设方面，对信托业最为重要的是国际金融资产交易平台，在自贸区信托登记制度的配合下，信托受益权的流转问题可能产生实质性的突破。此外，交易平台对境外资金的开放将大幅降低信托资金成本，且境外资金的差异化需求也有助于

^① 是指供应商将应收账款的债权转让保理商，供应商在得到款项之后，如果购货商拒绝付款或无力付款，保理商有权向供应商进行追索，要求偿还预付的货币资金。当前银行出于谨慎性原则考虑，为了减少日后可能发生的损失，通常情况下会为客户提供有追索权的保理。



信托业务转型^①。从未来资产管理业务的布局来看，应以境内资产管理业务作支撑，以境外资产配置能力为依托，双向服务于境内外合格投资者。

本文将财富管理需求分为三个方向，一是财富在空间上的转移，二是财富长期的规划与安排，三是财富增值。由现阶段高净值客户的需求来看，信托公司可以将业务重点放在客户财富在空间上的转移，主要是积极为高净值客户配置境外资产，优先配置在固定收益产品和房地产市场上。

由于信托公司现在尚不允许设立分支机构，因而对于注册地非上海地区信托公司而言，进入自贸区开展业务需要载体。本文建议的载体方案有两个，一是信托公司以自有资金和外资机构合资设立基金公司，二是设立融资租赁公司作为载体。前者的优势在于符合区内政策导向，且一方面可以与熟悉境外市场的外资机构合作开展公募基金业务，投资境内外证券市场，丰富信托公司资管产品种类；另一方面，通过公募基金可以申请基金子公司牌照，为信托公司在自贸区内开展传统业务提供了载体。后者的优势在于一方面公司设立的审批较设立基金公司更为便捷，且租赁业务开发空间大，收益具有吸引力；另一方面，也可以借此开展其他借贷性质的业务。

在与金融同业的合作方面，主要分析了与融资租赁公司及保理公司的合作机会。信托公司除了作为融资租赁公司的资金来源之一，也可以通过融资租赁通道业务与信托融资业务的结合，以组合融资的方式降低融资者的资金成本，拉动信托业务增长。在与保理业务的合作上，信托公司主要是充当融资通道的角色。

随着自贸区资本项目的逐渐开放，境内外资金的流动和跨境投融资将成为常态，信托公司在此历史机遇下应致力于提供更高质量的金融服务，从双边投资者需求出发，走好跨境股权投资的第一步，提高资产管理能力，丰富产品线。同时，为融资主体寻求低成本资金，支持实体经济发展，这样的转型才是成功的转型。

^① 境内购买信托产品的属于固定收益偏好的投资者，而境外偏好浮动收益的资金将有助于信托从赚取利差的角色向以提供金融服务换取报酬的角色转变。



城市分化与去化风险评估

课题单位：中诚信托有限责任公司

课题组成员：邹文军
王玉国



摘要

我国房地产市场将呈现城市分化的特征。中央行政政策的淡出，使得类似于2008年、2011年商品房价格从一线城市开始降价向二三线城市蔓延的情况出现的概率很小，而城市及其不同区域的供需结构与政策调控差异都将推动城市之间房地产市场加剧分化。因此，我们需要准确评估城市去化风险。

那么如何准确评估城市去化风险？在考量城市的库存或去化压力时，最常用的指标是去化速度，该指标直接反映商品房短期供需关系，但偏于短期。由于城市化进程、人口流入情况以及土地供应总量与新开工情况的差异，不同城市商品房供应的潜在需求与潜在供给呈现较大的差异，简单地以去化速度对城市之间进行横向比较显然不够。我们还需要从人口因素的角度去评估潜在需求，从新开工角度去评估短期潜在供应，从住宅土地供应的角度去评估长期潜在供应，从而综合地判断一个城市或区域房地产市场的供需关系、去化压力与发展空间。

我们测试了一线城市、大部分二线城市以及部分三四线城市，根据去化评估指标的横向比较我们发现，与以往的调整不同，当前二线城市的库存压力超过一线城市；而二线或者三四线城市之间，根据各自的人口因素、土地因素及库存情况，分化情况也将较为明显。杭州、宁波、大连是风险释放可能性较高的城市，武汉、苏州、呼和浩特是需要重点关注的城市。

对应于不同去化风险类别的城市，应采取不同的市场策略。由于投向房地产项目的信托资金期限大部分为12个月至60个月不等，对于已有项目，更加关注的是短期市场变化情况即去化速度；对于准备投资的项目，应关注三年后的市场变化预期，考虑城市中长期的去化风险。对于低风险城市，则应增加此类城市的资金进入；对于高风险城市，则应减少新项目的进入，注重已有项目的回款。

关键词：城市分化 去化风险评估



目 录

一、影响我国未来房地产发展的重大要素判断	718
(一) 商品房量价分析框架	718
(二) 行政政策：对房地产市场影响重大	719
(三) 人口因素：人口流动与人口增长仍是需求主因	720
(四) 信贷：信贷收缩是短期最大的影响因素	721
(五) 土地制度：征地制度与土地财政仍不可替代	722
(六) 房地产税：短期影响可忽略	724
(七) 新型城镇化：区域经济与产业发展影响城市布局分化	725
(八) 人民币贬值：影响负面，但影响甚微	726
(九) 影响因素总结	727
二、房地产市场城市区域分化	728
(一) 供需总量趋于平衡，区域分化将加剧	728
(二) 库存与去化时间差异分化	730
(三) 地方政策差异分化	731
(四) 城市人口流动差异分化	732
(五) 土地供应差异分化	732
(六) 综合判断：城市区域分化	734
三、城市库存与去化风险评估	734
(一) 指标选取	734
1. 人口因素	734
2. 去化时间	734
3. 潜在供给	734
(二) 库存与去化评估	735
(三) 局部市场检验分析	736
1. 北京：库存处于历史低位，供需失衡仍将持续	736



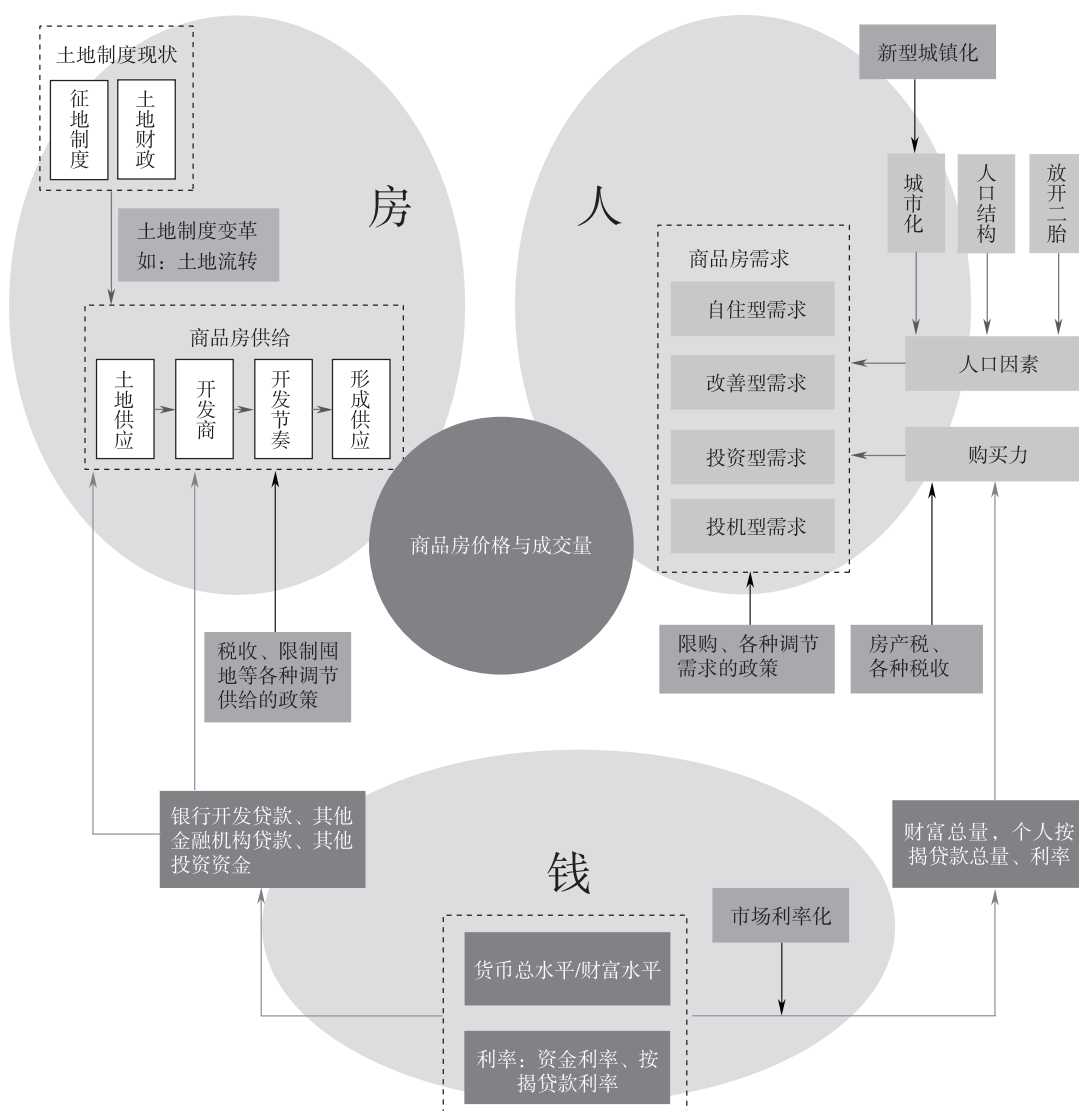
2. 杭州：城市局部区域分化	738
3. 鄂尔多斯之殇：土地供应与人口不匹配	740
(四) 结论与建议	742
参考文献	743



一、影响我国未来房地产发展的重大要素判断

(一) 商品房量价分析框架

影响商品房价格的因素众多，包括各种政策、土地制度、各项税收、城市化进程速度、人口因素、货币、汇率等诸多方面，无论何种因素，都将通过供需关系的各个环节反映在商品房价格之中。简而言之，商品房价格是供需关系的货币体现。



资料来源：中诚信托研究发展部。

图1 商品房量价分析框架



（二）行政政策：对房地产市场影响重大

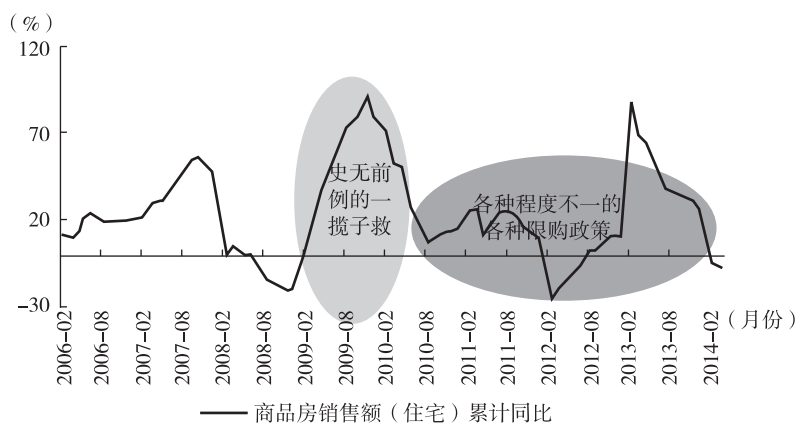
中央行政政策对我国房地产市场影响重大。2008 年之后，我国经历了两次重大的政策调整，第一次是 2008 年末至 2009 年初的一揽子救市计划，致使商品房价格与成交量在 2009 年、2010 年涨幅惊人，部分城市房价涨幅超过一倍；为遏制房价继续飙升，中央政府于 2010 年之后又出台了一系列与 2008 年救市计划反向的限购政策，在 2012—2013 年进一步调整，并延续至 2014 年。

表 1 2012—2013 年我国房地产政策调整

货币政策方面	适当调整：2 次降息，2 次下调存款准备金率
需求方面	进一步收紧二套房：首套房首付款比例不得低于 30%，二套房首付比例提高到 70%，首套房贷款优惠取消或减少，二套房利率不得低于基准利率的 1.1 倍
	二手房：二手房交易中个税按个人所得的 20% 征收，15 省市公布细则
	限购令：23 个城市延续执行限购令，14 个城市收紧限购政策，徐州放松限购令
土地供应方面	加速供应：14 个城市出台新政，收紧限购政策及加大土地供应
	限制结构：明确规定住宅项目容积率不得低于 1.0，别墅类房地产项目首次列入最新颁布实施的限制、禁止用地项目目录
	打击囤地：“闲置土地”定义变宽，加速土地开发，增加供应量

资料来源：根据公开资料、中诚信托研究发展部资料整理。

行政政策可以对整个房地产产业链进行调控，不论政策的好坏与对错，中央政策的干预对房地产市场的扰动十分明显，从图 2 即可见一斑。



资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

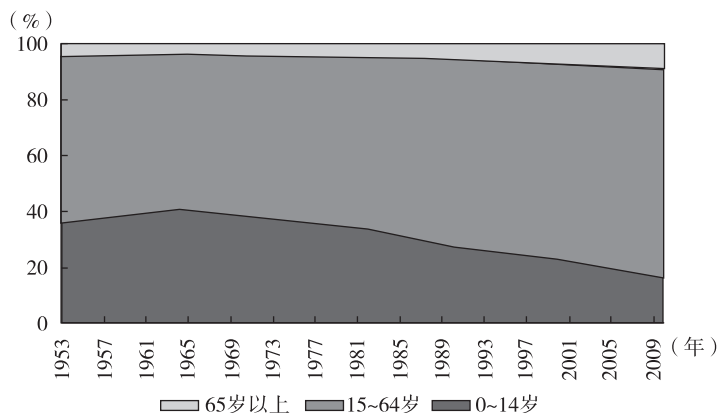
图 2 房地产调控与商品房销售额



（三）人口因素：人口流动与人口增长仍是需求主因

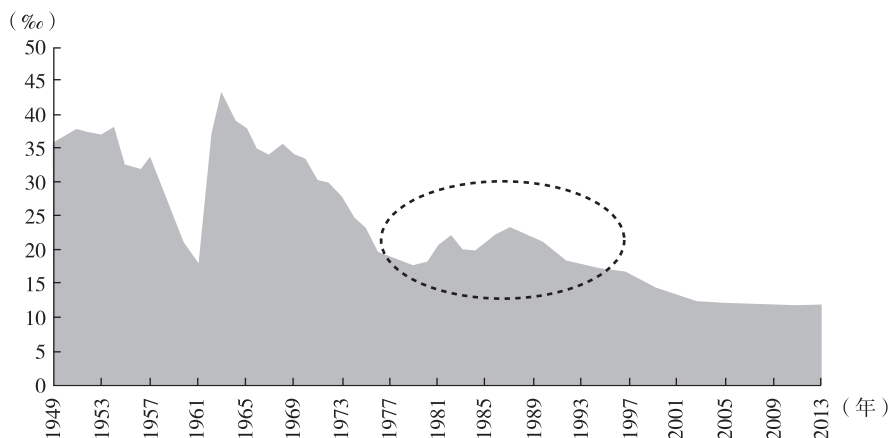
人口变化对城市房地产的影响，需要从两大方面考虑，一是人口数量，二是人口结构。对于人口数量，又需从三个方面分析：一是人口总量的变化与变化速度，二是农村人口转化为城市人口的总量变化和变化速度，三是城市人口在城市之间的流动（流出或者流入）。在人口结构方面，重在分析购买人群年龄分布，尤其是婴儿潮对当期改善型需求及二十年后的房地产市场影响重大，如放开“单独二胎”短期将增加改善型需求，中长期将带来商品房总量的需求。

可以大致判断，2014—2020 年我国仍将经历 1980—1991 年出生高峰带来的刚需释放，同时叠加“二胎”的改善性需求。



资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图3 我国人口年龄结构

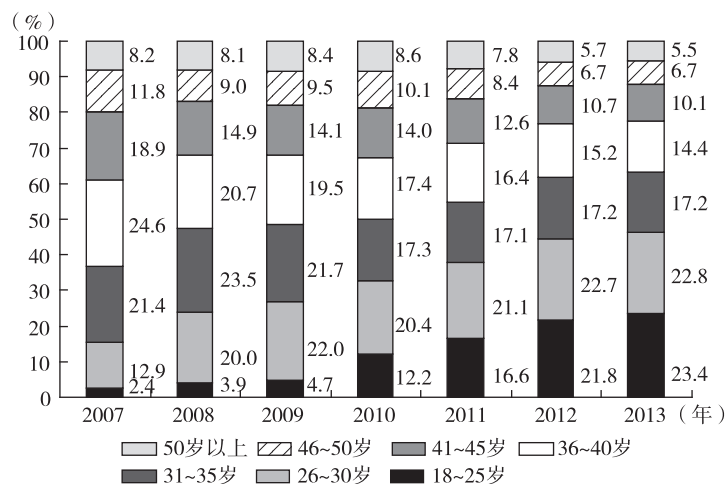


资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图4 我国人口出生率



购房者年龄结构变化也是影响地产需求的因素之一。从世联行客户年龄结构看，其客户人口年龄结构年轻化，购房者平均年龄显著下降：18~30岁的购房者已经占到所有购房者总数的46.2%，18~35岁的购房者则占到了63.4%。



注：图中部分年份百分比数据相加不等于100%是由四舍五入引起。

资料来源：世联行，中诚信托研究发展部。

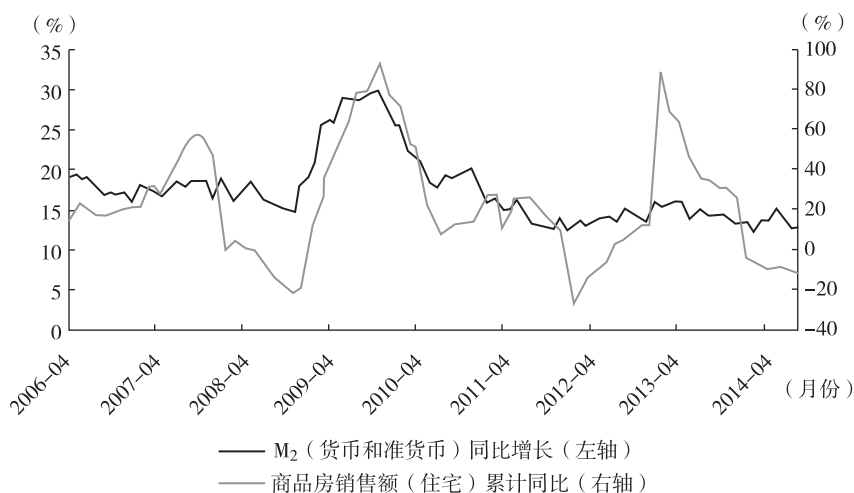
图5 世联行客户年龄结构

（四）信贷：信贷收缩是短期最大的影响因素

每次的调整都由银行信贷的收缩引导（有一定时差）。银行信贷对房地产的调节作用立竿见影。2011年 M_2 下降至低谷，同期个人贷款利率升至7.5%，房地产市场受此影响步入调整；而随后2012年 M_2 回升，个人贷款利率下降，并一直维持较低利率至2013年年中，由此伴随的是房价的大幅上涨（其中还有2013年“国五条”的影响）。

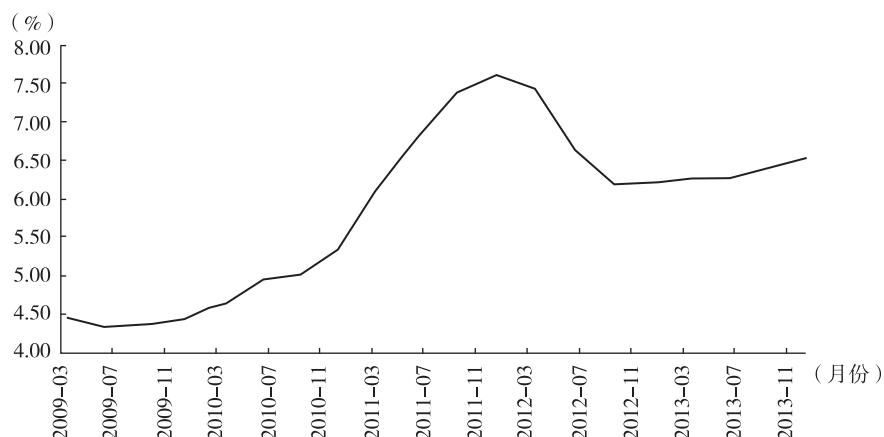
利率市场化初期，利率抬升将抑制居民购房需求。需要注意的是，利率市场化已经成为不可逆转的趋势，即使银行不主动收缩信贷，利率市场化初期，市场利率的抬升，也将使得银行将贷款向收益更高的地方配置。

如果发生地产资金链上的危机，最敏感的仍然是房地产开发端，而非个人按揭贷款。个人购房贷款占到购房总额的比重不高。自2004年至2013年的十年时间，我国商品房销售总额为40.5万亿元，而个人购房贷款余额为9.8万亿元（截至2013年12月），相当于最近十年商品房销售总额的24%。



资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图6 M₂及住宅销售额同比增速

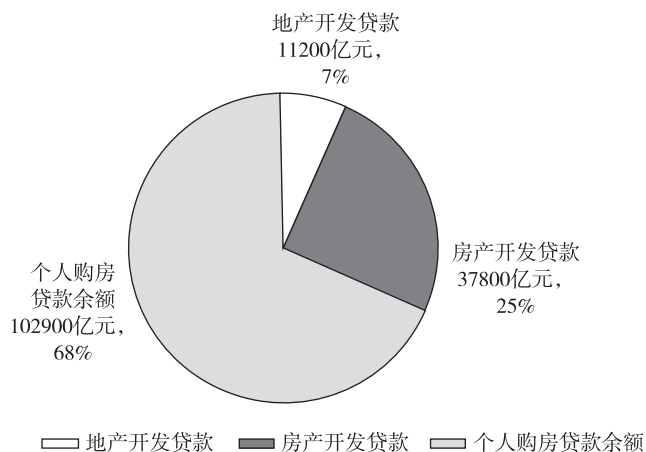


资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图7 个人住房贷款利率

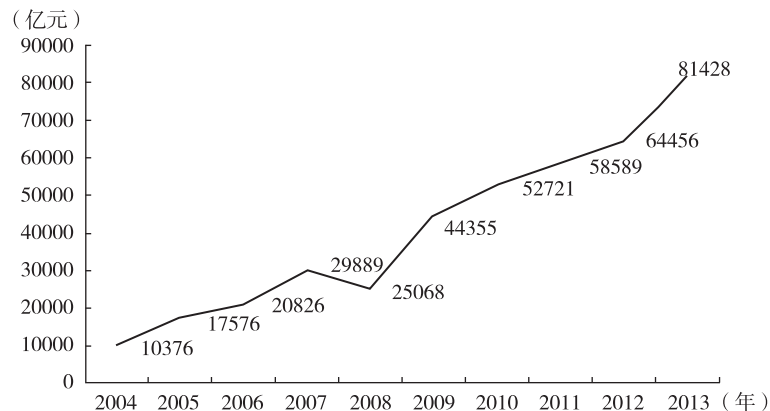
（五）土地制度：征地制度与土地财政仍不可替代

集体土地主要包括农用地、宅基地和集体建设用地，不同类型的土地往往散状分布，其中征地是农用地转用的唯一路径，宅基地则被禁止流转；若集体建设用地单独流转，往往难以满足城市规划与商品房建设需要，规划区内的集体建设用地流转若不符合规划，则可能面临二次征地或二次流转。因此，城市规划区内的集体建设用地流转将显著受制于城市规划，征地仍将是近期商品房开发用地供应的绝对主力。集体建设用地流转的突破口极有可能是在城市规划区外的集体建设用地，主要流转方向可能



资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图8 2014年3月房地产开发贷款余额构成



资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图9 历年商品房销售额

为工业用地。

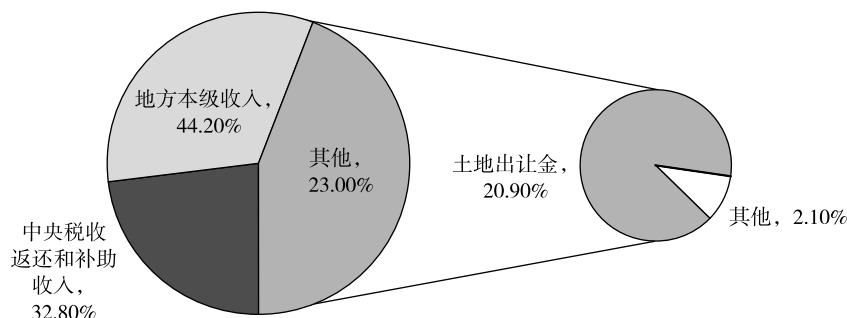
征地制度与集体建设用地土地流转的最大变革之处可能在征地收益分配上，不同的收益分配机制将对土地供应主体和供应方式产生重大影响。在农村集体所有和城市土地国有的城乡土地制度背景下，在符合规划和用途管制的前提下实行土地流转和征地制度改革，对市场影响较大的地方将出现在土地增值收益分配上，若农民及集体与政府共享土地增值收益，征收土地增值收益的分配实行集体、政府分成，则土地入市难度将有所下降，但将明显削弱地方政府财政土地收入。目前仅在深圳出现了一例集体建设用地直接流转为工业用地的情况，土地收益由集体与政府三七分成。



种种迹象表明，应以“建立统一的城乡建设用地市场”为顶层设计；而目前执行部门并未有成型的指导意见或实施办法，需要“摸着石头过河”；尤其是需要推动法律法规修订，地方要按照中央统一部署，规范有序推进。在城乡二元土地制度下，形成统一的建设用地市场，无论在设计还是实施上，难度都比较大，因此其实施过程会比较长。

2014年3月16日《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》（以下简称《规划》）正式发布。其核心精神中有一条就是肯定地方债仍然是城镇化重要的资金来源，这意味着基于土地财政建立起来的土地—商品房价值体系仍然有效并将持续。《规划》明确提出，要“建立健全地方债券发行管理制度和评级制度，允许地方政府发行市政债券”，这表明地方债已经被承认作为城镇化重要的资金来源，也意味着数十年来基于土地财政建立起来的土地—商品房价值体系仍然有效并将持续。

从地方政府的角度来看，当前的房价体系是构建在“土地财政”基础之上的。地方政府对“土地财政”高度依赖，主动打破土地财政模式的可能性微乎其微。



资料来源：国家统计局、中诚信托研究发展部整理。

图 10 2012 年土地出让金与地方财政收入

（六）房地产税：短期影响可忽略

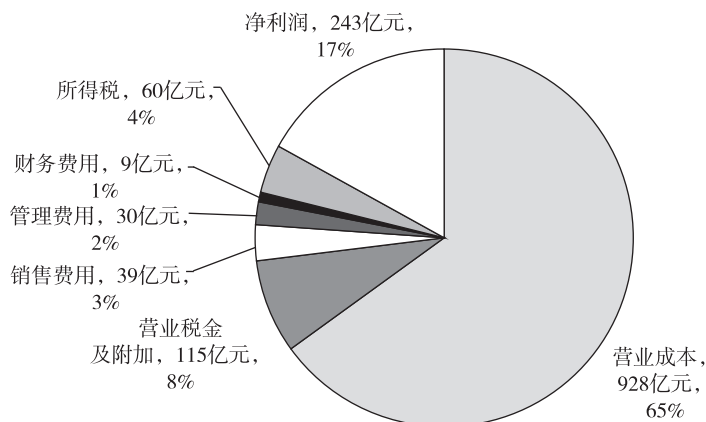
党的十八大提出：加快房地产税立法并适时推进改革，表明政府对于房地产税推进将先立法，再适时推进。对此，我们的基本判断是，房地产税对我国房地产的影响五年之内基本可以忽略，在分析 2020 年前的房地产行业格局中，可以剔除这个因子。

基本理由如下：

（1）增量征收对地方财政的贡献杯水车薪；2012 年上海、重庆、杭州的房地产税对地方财政收入贡献分别为 0.7% 和 0.1%、0.13%（模拟），影响有限。只有土地成交量大幅下降（或者说由于房地产市场充分发展，需求萎缩土地财政逐步退出）



后，房地产税收收入才有可能超过土地收入。同时，我们也看到，在现有房价构成中，各种直接税收比重已经非常高。



资料来源：万科公司年报，中诚信托研究发展部。

图 11 2013 年万科营业收入构成分析

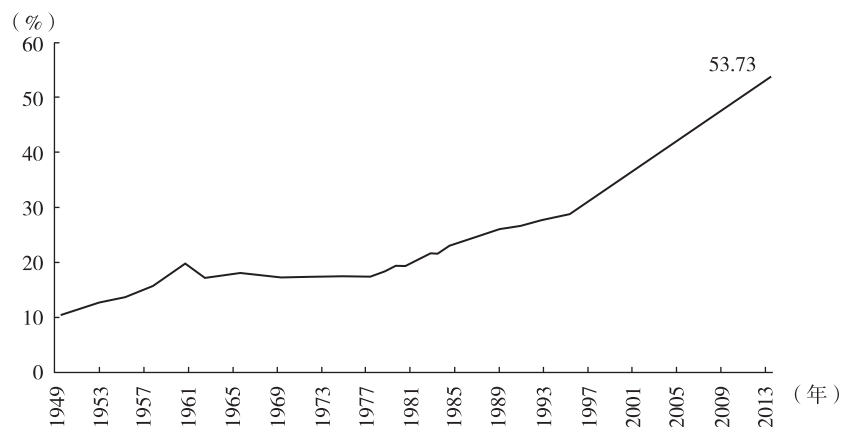
(2) 实施房地产税最基础的工作是房产登记制度，目前我国仍需要 3~5 年建立起完善的房产登记制度；房地产税评估的批量评估方法仍在研究阶段，因此从房地产税基本框架建立到有效实施的时间过程较长，预计有效实施将在 2020 年之后。

(3) 土地财政助推我国城市化进程，在现有的房地产价格体系中，已经包含了土地财政的要素。假设用房地产税替代土地财政（暂且不提其可行性），会造成商品房价值体系的重建，其社会成本过高。

(七) 新型城镇化：区域经济与产业发展影响城市布局分化

新型城镇化是基于城市群的视角推进城镇化，带来新的城市格局（城市群）。无论是老的城镇化，还是新型城镇化，结局都是城市（群）人口的增加和流动，城市人口的变化直接影响房地产市场兴衰。

区域经济与产业发展将对城市（群）布局产生重大影响。从 3 月 16 日发布的《规划》来看，我国将打造世界级“城市群”，主要是指京津冀、长江三角洲、珠江三角洲等城市群。《规划》指出，“京津冀、长江三角洲和珠江三角洲城市群，是我国经济最具活力、开发程度最高、创新能力最强、吸纳外来人口最多的地区，要以建设世界级城市群为目标”。

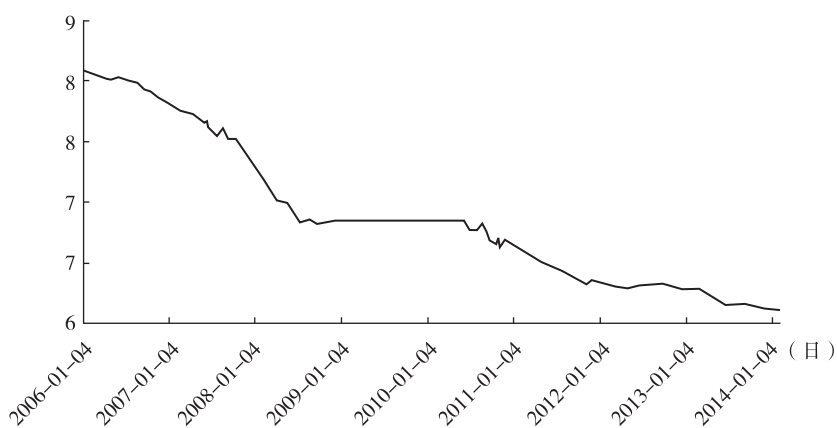


资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图 12 我国城市化水平

(八) 人民币贬值：影响负面，但影响甚微

对于人民币升值或贬值对楼市的影响，一是要定性分析其对房地产市场影响的方向，二是要定量去评估影响的程度。定性分析人民币升值或贬值对楼市的影响，主要在两个方面：一是对以人民币计价的资产价格有影响，主要包括房地产、股票、大宗商品等；二是影响资金供给，升值或贬值带来的热钱进出，从而扰动房地产市场的资本供给。



资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图 13 美元对人民币汇率

外资投入国内楼市主要分两类。一是开发类，以房地产开发资金的形式进入；二是基金类，以房地产基金的形式进入国内。我国对外资购买住宅限制较为严格，外资

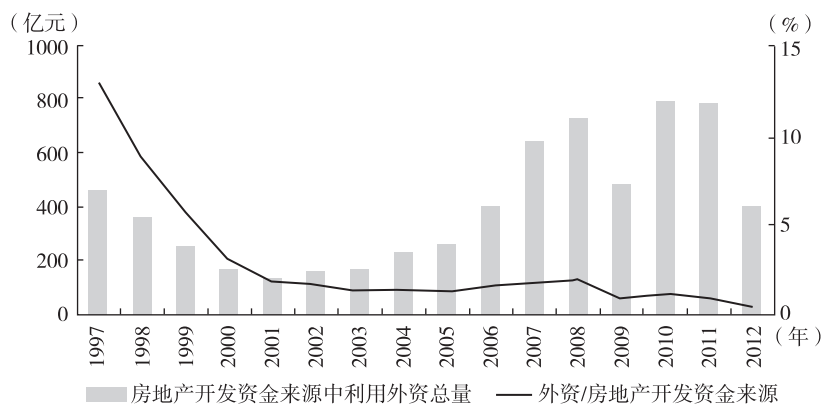


对我国商品住宅整体需求的影响可以不用考虑；外资主要是投向商业物业，对外资而言，以人民币计价的商业物业，其价值会受到汇率的影响而有所波动。

从资金供给的角度来讲，外资主要是在商品房市场的供给端，但从房地产开发资金来源构成来分析，我国房地产开发中利用外资的比重并不高。

因此，定性地去看人民币贬值，会对商业物业有一定负面影响，尤其是外资收购持有商业物业的吸引力会下降，但人民币贬值对住宅影响微乎其微；同时，会使投资于物业开发（包括住宅开发）外资降低吸引力。定量地去看，房地产开发资金来源中，外资占比逐年下降，其中，2012年房地产开发资金来源中，外资为402亿元人民币，仅占到我国房地产开发资金来源的0.42%。

在房地产需求端，人民币贬值对以人民币计价的不动产的资产价值有负面影响，尤其对外资收购或持有商业物业等投资行为有负面影响，但对住宅影响很小；在资金供给端，人民币升值或贬值是外资是否投入或撤出地产的一个指标，但根本因素还是综合升值空间或投资回报率（尤其是持有型物业），总量上看外资在开发资金中的占比不足1%，所以对房地产开发资金的负面影响可以不必考虑。



资料来源：国家统计局、中诚信托研究发展部。

图 14 房地产开发资金来源中利用外资总量及其占比

（九）影响因素总结

在上面的分析中，分析了政策、信贷、土地、人口、新型城镇化、房地产税、汇率七大因素，得出以下结论：

（1）中央政策退出，地方政策将可能分化。中央层面行政调控的淡出，使得未来的房地产行政调控将以地方政策为主，结合我国当前土地利用情况，征地制度与土



地财政仍将一如既往地推动地方政府继续发展地方房地产市场。地方政策的差异使得城市之间的房地产市场加速分化。

(2) 信贷因素成为影响短期地产波动的第一因素。回顾 2008 年、2011 年两次市场比较明显的调整，其主导因素为政策与信贷因素的相互叠加，全国性的行业政策与信贷政策对房地产市场产生立竿见影的效果。而新一届政府上台之后，全国性行业调控方式基本退出，地方政策尚未出现调整，这使得信贷因素成为影响短期地产波动的第一要素。

(3) 人口因素决定我国房地产行业处于高速发展的中后期。

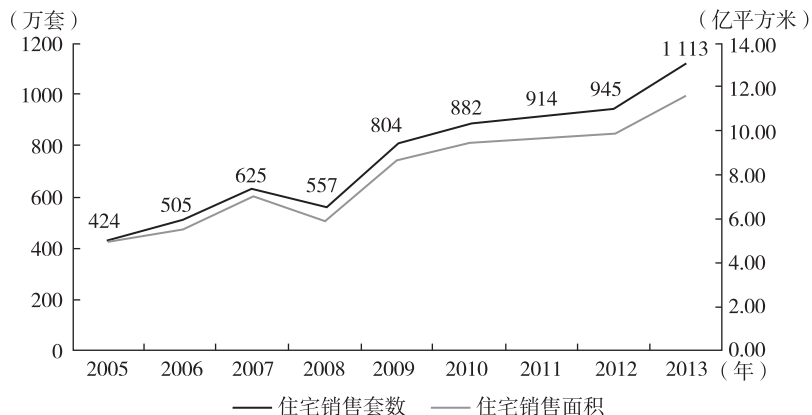
(4) 新型城镇化将改变城市群布局及调整城市功能，部分城市可能受到较大影响。

(5) 房地产税与汇率的影响在未来 3~5 年可以忽略。

二、房地产市场城市区域分化

(一) 供需总量趋于平衡，区域分化将加剧

从供需关系总量上看，过去九年新建有效住宅基本能够满足新增城市人口住房需求。2005 年至 2013 年，共计销售商品住宅约 6767 万套；同期，城市化率由 2005 年的 42.99% 提升至 2013 年的 53.73%，新增城市人口 1.69 亿人；假设所有新房均供应新增城市人口，则相当于新增有效供应 2.46 人/套，而同期户均人口数在 3 人/户以上。从总量上看，新建有效住宅基本能够满足新增城市人口住房需求。

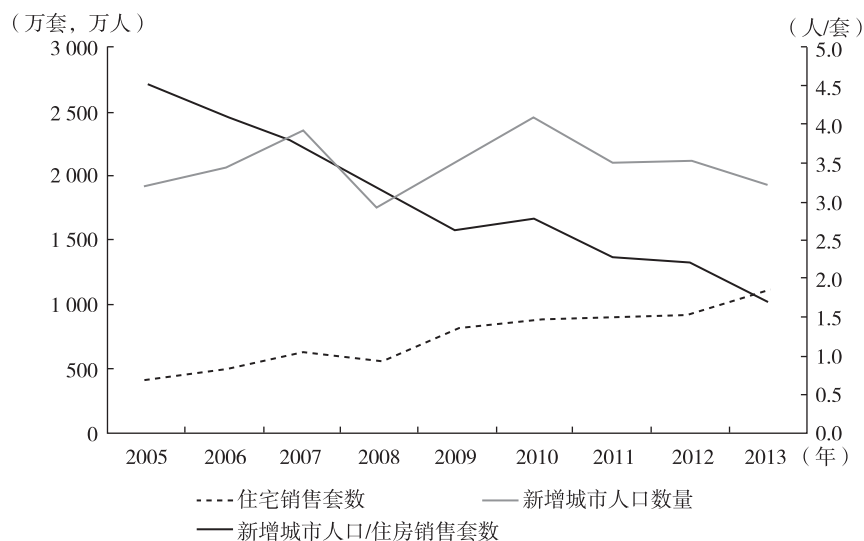


资料来源：国家统计局，中诚信托研究发展部。

图 15 2005—2013 年商品住宅销售套数与销售面积

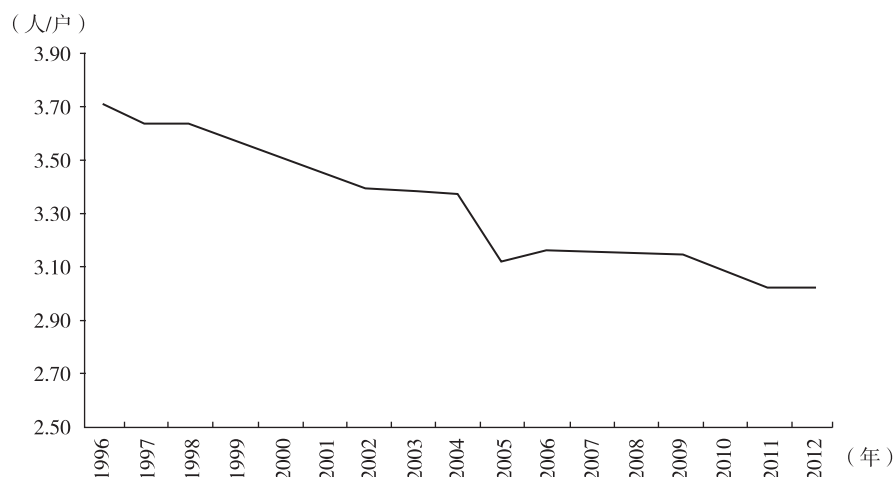


站在当前的时点看，在现有价格体系下，新建商品住宅已能够满足新增城市人口住宅需求。由于商品住宅基数越来越大，同时城市化带来的城市人口增长趋于稳定且明显低于商品住宅销售的增长，住宅销售套数中隐含的人均新增城市人口数值逐年明显下降，2013年已经降至1.7人/套，已经低于我国户均人数（2012年为3.02人/户），由此可以得出以下结论：目前新建商品住宅已经能够满足新增城市人口住宅需求，已经接近甚至已经跨过供需平衡点。



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，中诚信托研究发展部。

图 16 2005—2013 年住宅销售套数与新增城市人口



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，中诚信托研究发展部。

图 17 全国平均家庭户规模



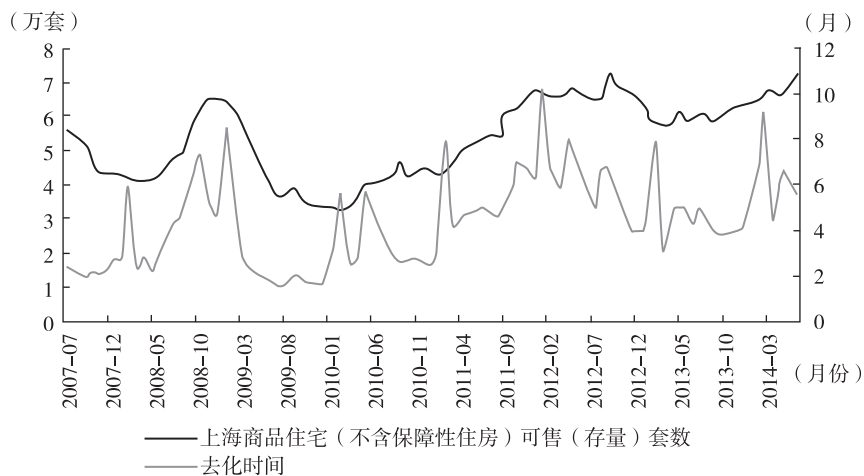
由于总量上趋于平衡，而城市之间的差异（包括人口总量、土地供应、房地产市场发展进程、经济发展速度的不同）将使得城市之间分化加剧，且未来商品住宅销售套数仍在增长的年份分化将越来越明显。

（二）库存与去化时间差异分化

去化时间即以当前可售套数/当前销售套数（每月）是一个动态的数据，需要动态地观测与跟踪，在市场景气之时，较快的销售速度或者新增供给没有跟上，去化时间偏短；而在市场调整期间，库存持续累积，而商品房滞销，去化时间则偏长。

对库存与去化时间的考量，包括两个方面：（1）某一城市连续的库存与去化时间变化的纵向比较；（2）某一时点不同城市的库存与去化时间的横向比较。

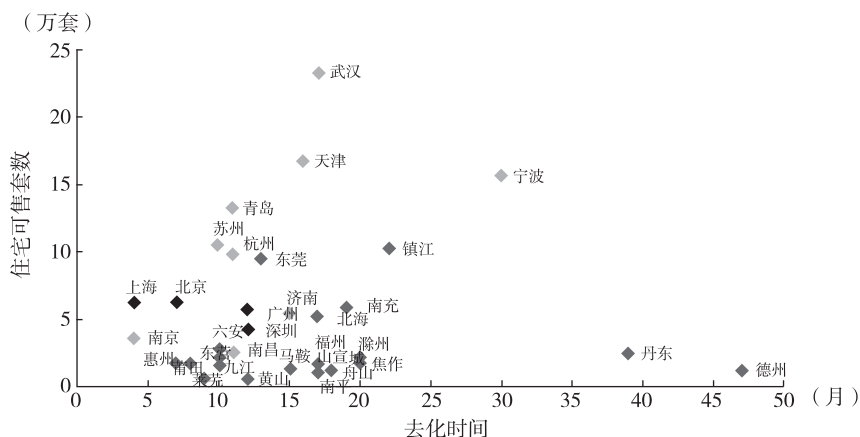
从对某一城市连续的库存与去化时间变化纵向比较中，我们可以比较清晰地看到该城市某一时段的库存水平和反映某一时段销售速度的去化时间，图 18 为上海近几年的商品住宅库存与去化时间。



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，中诚信托研究发展部。

图 18 上海可售住宅套数与去化速度

我们还可以对某一时点不同城市的商品住宅库存和去化时间进行横向比较。图 19 是 2014 年 3 月末一二线城市和部分三四线城市的库存与去化时间分布图，从图中可以看出城市之间差异较大。例如，武汉和南京（都是省会城市），同样是二线城市，库存与去化时间武汉为 23 万套和 17 个月，而南京则为 3.6 万套和 4 个月；一线城市库存差异较大，广州与深圳的去化时间明显长于上海和北京；三线城市之间差异则更大。由此可见，评估城市库存去化风险时并不能简单地以一线城市、二线城市和三四线城市进行区分。



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，中诚信托研究发展部。

图 19 2014 年 3 月末我国部分城市商品住宅库存与去化时间分布

（三）地方政策差异分化

当前，国家鲜有提及“房地产调控”，而是会从土地、税收、户籍与人口制度、金融支持等根源性问题上调整或影响房地产，其影响重大且偏向于中长期。

可以预见后续会陆续出台较多影响到房地产行业的规制以利于改革的实施，但效应皆基于长效机制。种种迹象表明，现有的这种自上而下的土地改革顶层设计，尚未有系统的对接政策，一套完备的城乡统一的建设用地市场推行方法尚未确定，可以预见后续会陆续出台较多的规制以利于改革的实施。最重要的有四个方面：一是在用地与规划管制前提下的集体建设用地直接流转方法方式以及集体与政府利益如何分配等制度，二是房地产税的立法与征收，三是人口与户籍制度，四是住房金融支持。这四个方面的都是根源性的大事，一旦实施都会视不同实施方案产生显著不同的市场影响。

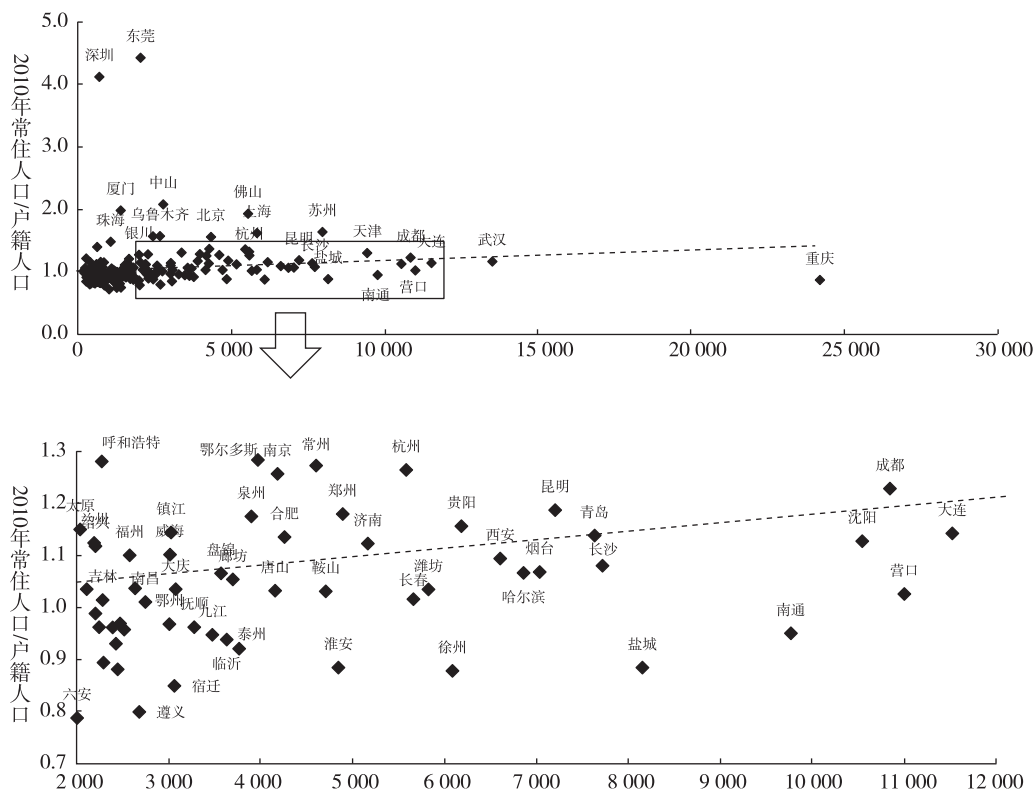
以土地流转、房地产税、住房金融等为框架的房地产市场新的秩序体系正在自上而下的搭建，对房地产产生直接重大影响的土地流转和房地产税都将在近期积极推进，但对市场形成实质性影响仍需要很长时间。

在行政调控上，我们将很难见到中央层面的“国 X 条”，而更多的以地方政策为主。结合我国当前土地利用情况，征地制度与土地财政仍将一如既往地推动地方政府继续发展地方房地产市场。由于各个地方的供需结构、限购程度、对土地财政的依赖度、房价上涨压力差异很大，因此各个城市的行政政策差异也将十分显著，各个地方可能面临不同程度的调整。地方行政政策的差异性，将可能直接导致由政策至市场的区域分化。



（四）城市人口流动差异分化

城市之间的人口因素差异体现在两个方面，即城市化率水平和人口净流入。一二线城市往往是人口流入城市，部分三四线城市为人口流出城市。尽管一二线城市的城市化率很高，但人口持续流入，城市常住人口仍保持较快增长，而部分三四线城市，尽管城市化率比较低，且以较高的速度推进，但人口外流，使得这些城市的常住人口出现负增长。



资料来源：CREIS 中指数据，中诚信托研究发展部。

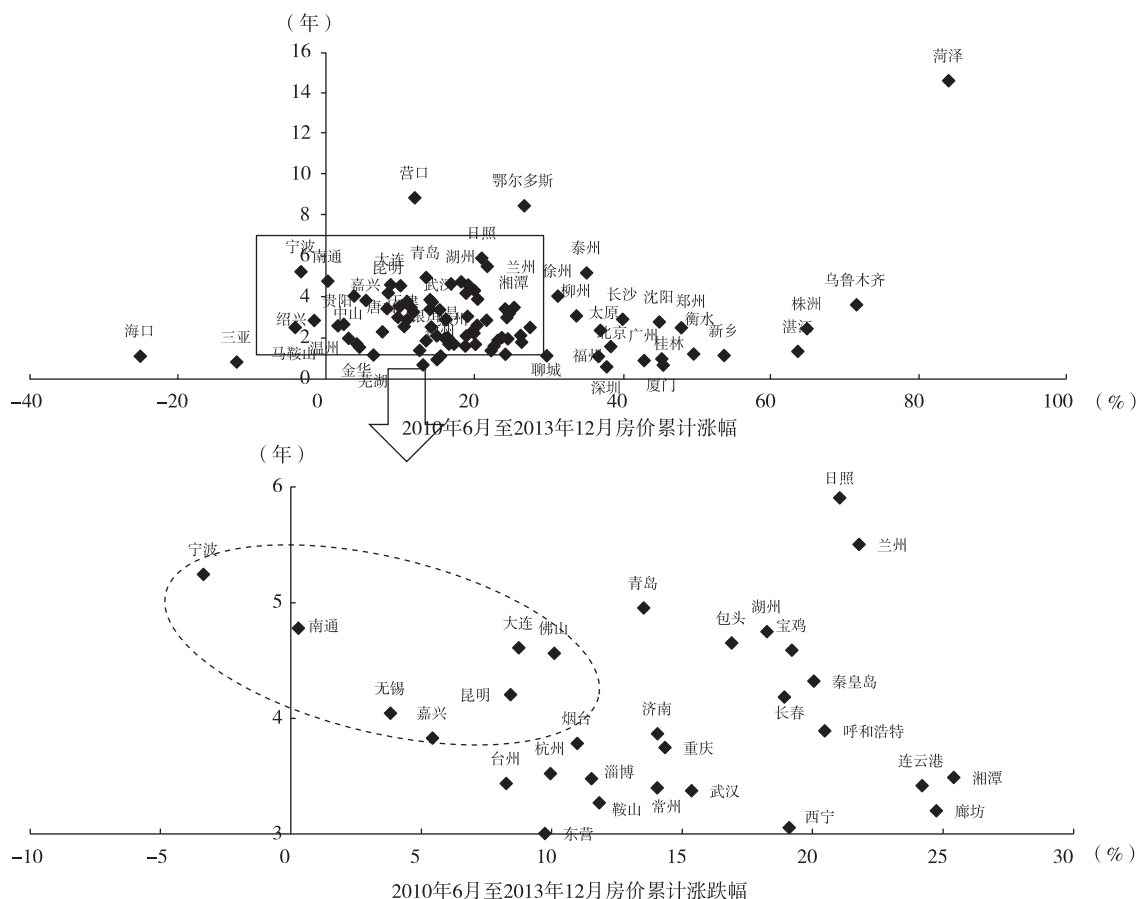
图 20 地级及以上城市人口流动与住宅土地成交面积情况

（五）土地供应差异分化

土地供应量指标更偏长期一些。我们注意到一些城市土地供应量差不多，但城市规模差异很大，对应的风险分化也显著不一样。部分三四线城市人口流动现象严重，而土地成交规模突出。2010—2013 年，三线城市南通和盐城住宅用地成交规划建筑面积均超过 8000 万平方米，而常住人口与户籍人口比值仅为 0.95 和 0.89，此外，徐州和淮安 2010—2013 年住宅土地成交规划建筑面积均超过 4500 万平方米，但其常住



人口与户籍人口的比值在 2010 年分别只有 0.88 和 0.89，人口聚集能力较弱，潜在供应远超出当地人口规模承载能力。总体来看，此类三线城市大多处于快速扩张阶段，近年来土地成交量较高，但常住人口明显低于户籍人口，人口流出现象明显，潜在购房者的需求有逐渐放缓的趋势，房地产市场供应可能面临过剩风险。



资料来源：CREIS 中指数据，中诚信托研究发展部。

图 21 近四年待开发土地存量所需消化时间与百城均价累计涨跌幅对比

表 2 部分城市住宅土地成交规划建筑面积与销售面积及常住人口对比

城市	2013 年土地 成交面积 (万平方米)	2013 年商品 住宅销售面积 (万平方米)	2013 年 常住人口 (万人)	城市	2013 年土地 成交面积 (万平方米)	2013 年商品 住宅销售面积 (万平方米)	2013 年 常住人口 (万人)
南通	3086	938	730	成都	2708	2556	1418
营口	1345	537	235	北京	1344	1364	2069
遵义	1665	327	611	天津	1666	1720	1413
宿州	684	380	538	福州	692	1105	727

资料来源：CREIS 中指数据，中诚信托研究发展部。



（六）综合判断：城市区域分化

中央行政政策的淡出使得前两轮从一线城市开始降价向二三线城市蔓延的情况出现的概率很小，而城市及其不同区域的供需结构与政策调控差异将推动城市之间房地产市场分化，而城市间的结构分化将加剧。城市区域风险不再简单地以一线、二线或是三四线城市区分；同时，同一城市郊区与核心功能区，郊区与郊区之间也将可能出现分化。

三、城市库存与去化风险评估

在考量一个城市的库存或去化压力时，最常用的指标是去化时间，但其不足之处在于：由于库存与销售速度均为动态变化，偏于短期，且需要持续跟踪。由于大部分项目开发周期均为3~5年，我们在关注去化时间的同时，还需要关注中长期潜在需求与潜在供应的变化。由于城市与城市之间经济发展存在差异，城市化进程、人口流入情况以及土地供应总量与新开工的情况差异使得不同城市商品住宅供应的潜在需求与潜在供给呈现较大的差异，简单地以去化时间对城市之间进行横向比较显然不够。

（一）指标选取

1. 人口因素

指标1：人口因素——库存/新增城市人口。对于不能获取城市新增人口数据的，为简化分析，采用城市新增人口增长数据替代。值得注意的是新增城市人口与城市新增人口并不相同，新增城市人口与城市人口总量和城市化率变化对应，而城市新增人口仅与城市人口总量变化对应。 $\text{库存/城市新增人口} = 1$ ，意味着库存住房套数 = 新增城市人口数，即一人一套。

2. 去化时间

指标2：去化时间——当期可售住宅面积（套数）/当期住宅销售面积（套数）。去化时间一般以月计算。以6~15个月比较常见。去化时间大于12个月（经验值）时，需重点关注。

3. 潜在供给

指标3：长期潜在供给——住宅土地供销比。即统计期内土地成交规划建筑面积/销售面积（住宅）。在下面的分析中，统计期为2009—2013年累计值。比值大于2（经验值），需重点关注。

指标4：短期潜在供给——新开工供销比。即统计期内新开工面积/销售面积（住



宅)。在下面的分析中,统计期为2009—2013年。比值大于2(经验值),需重点关注。

(二) 库存与去化评估

对于上述几个指标,其合理的参考值是多少,是值得商榷的,但通过对各大城市指标之间进行横向比较,可以分辨出其风险程度的差异。

上述四个指标中,指标1与指标2为衡量当前库存水平的指标,指标1是考量人口潜力的去化指标,而指标2则是考量销售速度的去化指标;指标3与指标4为衡量潜在供应量即库存增加压力的指标,既包括短期压力,也包括中长期压力。四大指标平均赋权,每个指标确定一个风险等级,超过临界值(或经验值)即为一个风险等级,4级为最高风险等级。

风险等级为0,意味着该城市去化基本无压力,市场表现为供不应求,市场的量价调整不会对行业造成大的波动。

风险等级为1~2,意味着四个指标中有1~2个值得注意,但市场相对仍然较为健康,库存压力相对较小。

风险等级为3,意味着值得重点关注,库存压力大。

风险等级为4,意味着应当密切关注,不论从城市人口增长、短期去化时间,还是从潜在库存角度来看,市场出现供过于求的可能性都非常高。

表3 去化评估指标

	指标1: 人口		指标2: 去化时间	指标3: 住宅土地供销比	指标4: 新开工供销比
	库存 /新增人口	库存 /城市新增人口	当前库存 /当前销售速度	土地成交规划建筑面积 /销售面积(住宅)	新开工面积 /销售面积(住宅)
经验值	<1	<1	<12个月	<2	<2

资料来源:中诚信托研究发展部。

表4 城市去化指标与风险评估

城市	人口	人口年 均增长	城镇人 口增长	当前 住宅 库存	住宅 销售 面积	统计期 累计销 售面积	统计期 累计土 地成交 面积	统计期 累计新 开工 面积	指标1: 人口因素		指标2: 去化 时间	指标3: 住宅土地 供销比	指标4: 新开工 供销比	风险 等级
	2012 年	2011— 2012年	2011— 2012年	(万套)	(月/套)	商品 住宅 (万平 方米)	商品 住宅 (万平 方米)	商品 住宅 (万平 方米)	库存/ 新增 人口	库存 / 新增城 市人口	当前 库存/ 当前销 售速度 (月)	土地成交 规划建 筑面积/ 销售 面积	新开工 面积/ 销售 面积	
北京	2069	53.6	48.3	6.3	7610	6618	5570	9402	0.1	0.1	8	0.8	1.4	0
上海	2380	38.9	—	6.8	15403	8814	6735	9552	0.2	—	4	0.8	1.1	0



续表

城市	人口	人口年均增长	城镇人口增长	当前住宅库存	住宅销售面积	统计期累计销售面积	统计期累计土地成交面积	统计期累计新开工面积	指标1：人口因素		指标2：去化时间	指标3：住宅土地供销比	指标4：新开工供销比	风险等级
	2012年	2011—2012年	2011—2012年	(万套)	(月/套)	商品住宅(万平方米)	商品住宅(万平方米)	商品住宅(万平方米)	库存/新增人口	库存/新增城市人口	当前库存/当前销售速度(月)	土地成交规划建筑面积/销售面积	新开工面积/销售面积	
深圳	1055	8.8	8.8	3.4	2818	2037	841	2521	0.4	0.4	12	0.4	1.2	0
广州	1284	6.5	13.5	5.3	5917	3714	4332	5784	0.8	0.4	9	1.2	1.6	0
杭州	880	4.8	7.5	9.7	3871	1820	5385	5644	2.0	1.3	25	3	3.1	4
武汉	1012	16.7	—	22.7	15067	6300	18380	8298	1.4	—	15	2.9	1.3	3
天津	1413	56.9	59.2	17.0	6840	5312	12213	9840	0.3	0.3	25	2.3	1.9	2
南京	816	7.7	13.5	3.3	5022	3780	4212	5879	0.4	0.2	7	1.1	1.6	0
苏州	1055	4.0	12.2	10.2	5916	4083	13923	8338	2.6	0.8	17	3.4	2	3
宁波	764	1.4	2.9	15.9	2783	1320	3600	4182	11.4	5.5	57	2.7	3.2	4
青岛	887	7.5	—	13.3	6407	4830	10039	5993	1.8	—	21	2.1	1.2	2
大连	590	1.8	—	7.0	3543	1543	9249	6206	3.9	—	20	6	4	4
福州	727	7.7	8.0	2.4	1635	1422	2376	5151	0.3	0.3	15	1.7	3.6	2
济南	695	6.6	—	5.3	3924	2310	7129	3640	0.8	—	14	3.1	1.6	2
南昌	511	4.5	—	2.3	2969	1724	3190	2756	0.5	—	8	1.9	1.6	0
呼市	295	4	—	11.7	1147	1870	2571	4822	2.9	—	102	1.4	2.6	3
厦门	367	7	6.6	1.8	1442	1756	1993	2031	0.3	0.3	12	1.1	1.2	0
长沙	715	5.1	9.7	13.6	6319	5569	5875	8327	2.7	1.4	22	1.1	1.5	2
西安	859	4	7.1	14.5	9586	5536	7831	9469	3.6	2.0	15	1.4	1.7	2
重庆	1837	36.5	57.2	15.9	13244	7268	12543	23203	0.4	0.3	12	1.7	3.2	1
成都	1418	6.62	25.0	7.8	9530	4775	8318	10306	1.2	0.3	8	1.7	2.2	1

注：人口数据时点为2012年，“统计期”指2009—2013年，“当前库存”与“销售面积”数据截至时间为2014年3月，“—”表示数据缺失，“呼市”指呼和浩特。

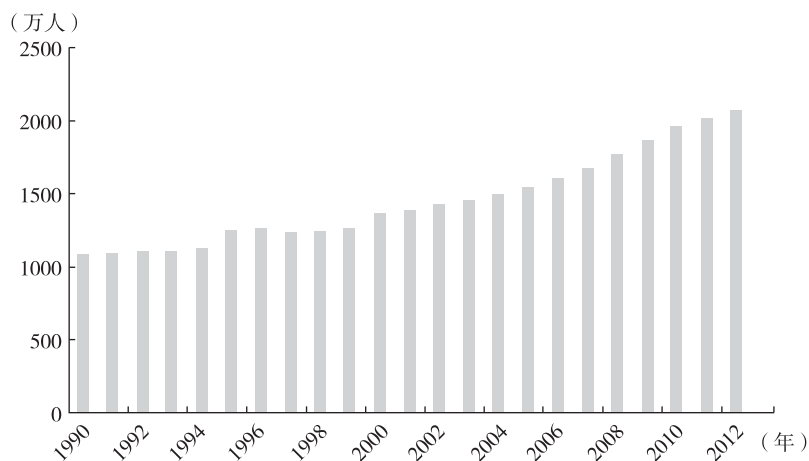
资料来源：公开资料，同花顺金融数据终端 iFinD，各地统计局，中诚信托研究发展部。

（三）局部市场检验分析

1. 北京：库存处于历史低位，供需失衡仍将持续

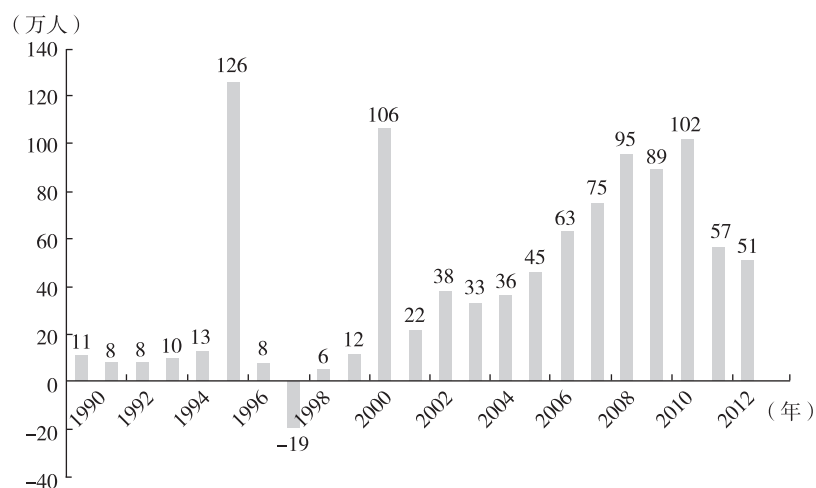
北京人口持续快速增长。2000年之后，北京市常住人口持续快速增加，2010年新增常住人口达到峰值102万人。2000年至2012年，北京市累计新增常住人口706万人，至2012年，北京市常住人口数量达到2069万人。

从总量上看，北京市住宅供应无法满足需求，主城区商品房供应严重不足。如果不考虑原有居民的自住型、改善型、投资型及拆迁需求等各种需求，仅考虑新增人口的住房需求，按人均30平方米估算，则需要新增住宅2.12亿平方米，而同期商品房



资料来源：北京市统计局，中诚信托研究发展部。

图 22 北京市常住人口数量



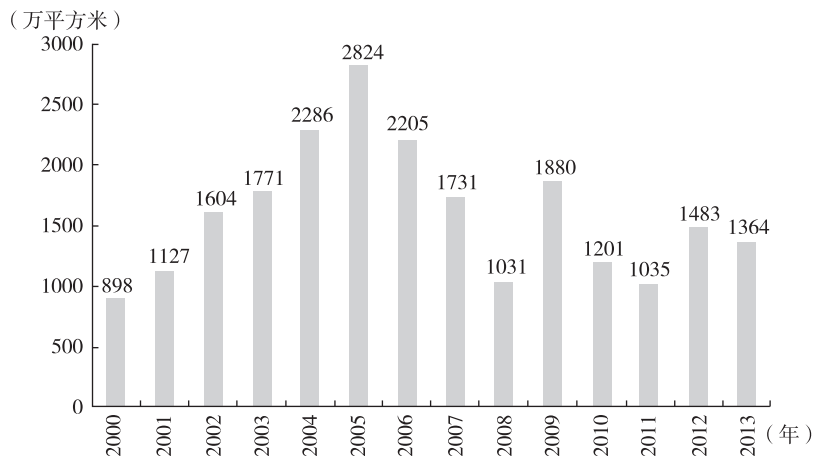
资料来源：北京市统计局，中诚信托研究发展部。

图 23 北京市每年新增人口数量

住宅销售面积为 2.24 亿平方米。从数量上看新增的住宅面积能够满足新增人口的住房需要。如果考虑到原有居民的自住、改善需求及各种其他需求，以及财富不均导致的少数人持有多套住房的情况，北京市商品住宅供应总量无法满足需求。这里还没有考虑新增人口往往在市区，而近几年住房供应大量在郊区县。

房价是商品住宅供需关系的货币体现，同时调节供需平衡。由于严重的供需失衡，北京城区房价快速上涨。

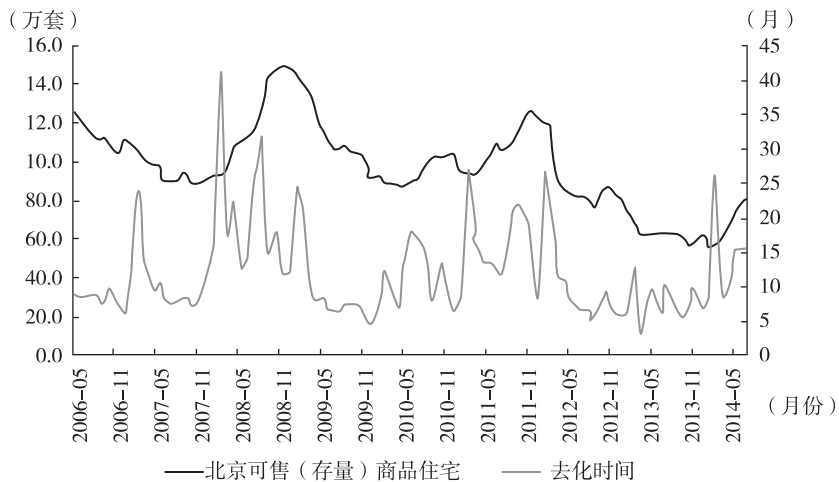
北京的住宅库存持续下降，去化时间处于历史低位。2014 年 1 月北京可售住宅



资料来源：北京市统计局，中诚信托研究发展部。

图 24 北京市住宅销售面积

套数不足 6 万套，去化时间约为 6 个月。如果考虑每年约 50 万人的新增人口，按人均 25 ~ 30 平方米估算，每年新增住房需求为 1250 万 ~ 1500 万平方米，相当于 15.6 万 ~ 18.75 万套（按每套 80 平方米计算）。



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，中诚信托研究发展部。

图 25 北京可售住宅与去化时间

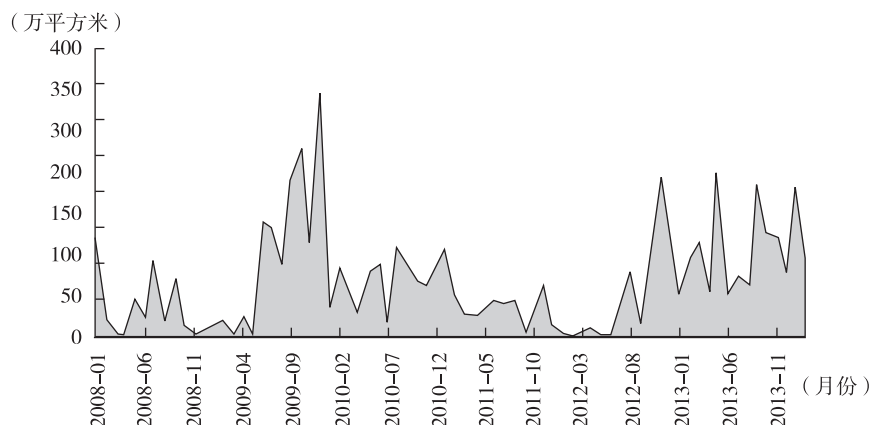
2. 杭州：城市局部区域分化

2013 年杭州商品住宅整体去化时间为 15 个月，总体库存情况其实并不悲观，但由于存量结构不均衡，导致部分区域存在风险。

从区域来看，目前杭州市区库存量不多，存量较大的区域主要集中于远郊，尤其是

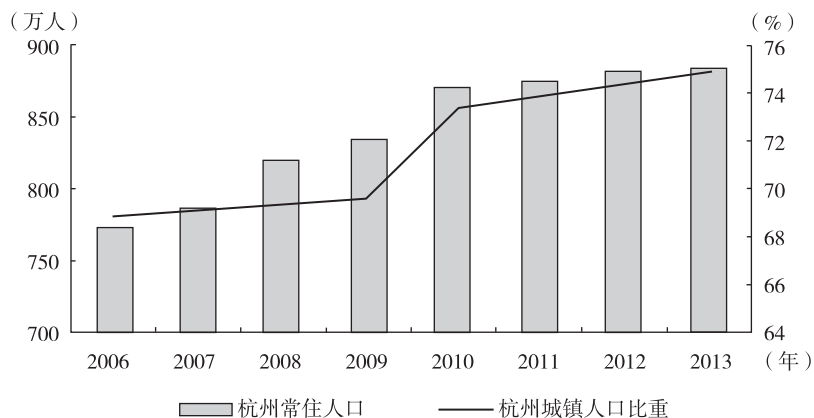


杭州“一主三副六组团”的格局搭建，使得城东新城、城北新城、下沙等区域近年来成为主城扩展重点区域，13年土地密集出让导致项目供应集中，但由于商业交通等配套欠完善，总体吸引力有限，竞争压力叠加潜在供应压力，风险逐步累积。从区域去化时间来看，杭州郊区板块如半山田园、转塘、滨江高教、钱江新城等区域去化时间都已经超过20个月，其中除了钱江新城主打高价路线所以总体去化较慢以外，存货量大、潜在供应高以及劣质库存占比较高是导致这些区域去化下行的主要原因，未来调整压力将首先出现在这些区域，而九堡、下沙、滨江等板块虽然存量较大，但市场总体保持较高热度，去化依旧保持良好。总体来看同一城市不同区域之间的差异会在此轮周期中凸显，潜在供应量大、库存质量低、且开发商集中都会导致该区域产生调整需求，一旦其中某个开发商运营出现压力就会导致该区域出现由点及面调整的风险。



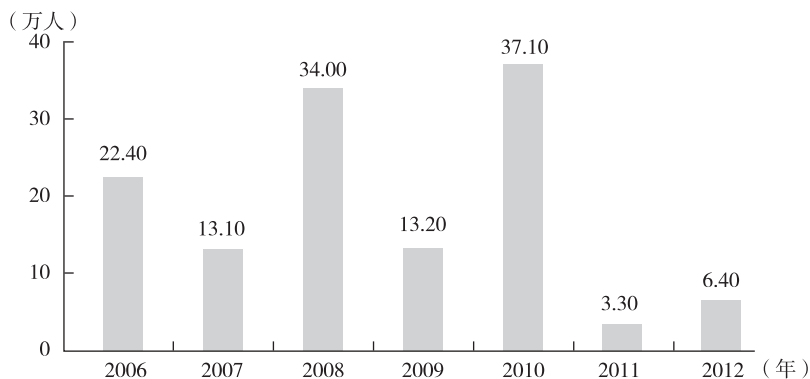
资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，中诚信托研究发展部。

图 26 杭州住宅用地成交面积



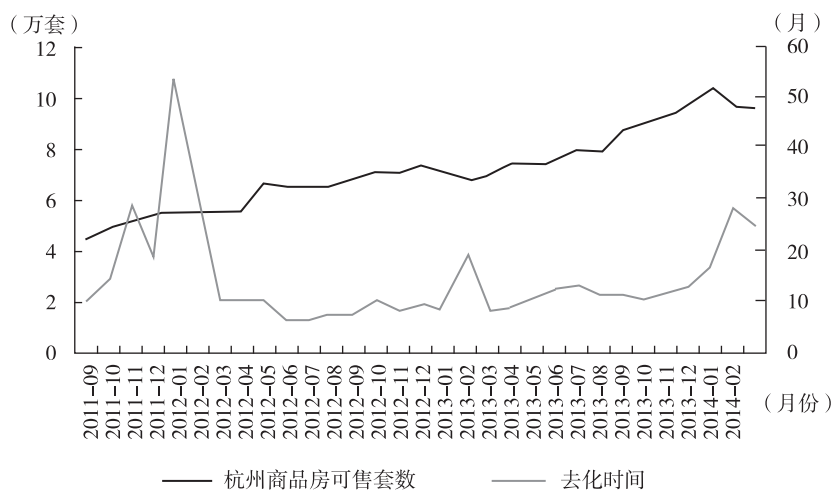
资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，杭州市统计局，中诚信托研究发展部。

图 27 杭州常住人口数量及城镇人口比重



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，杭州市统计局，中诚信托研究发展部。

图 28 杭州常住人口每年新增人口数量



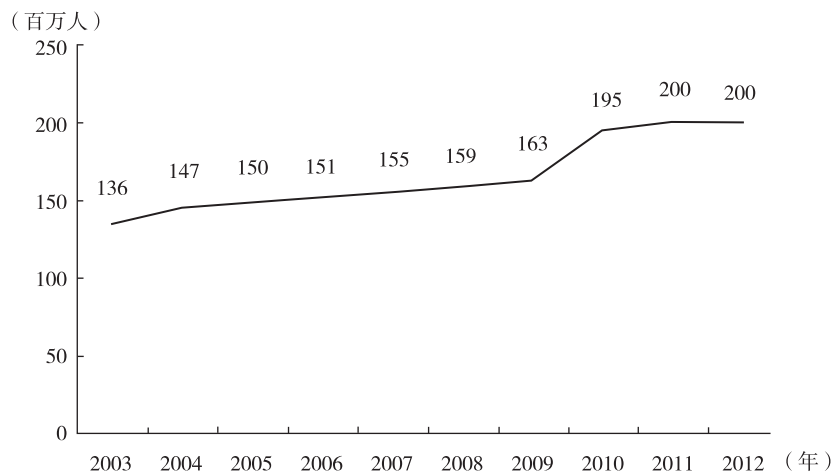
资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，杭州市统计局，中诚信托研究发展部。

图 29 杭州可售住宅与去化时间

3. 鄂尔多斯之殇：土地供应与人口不匹配

鄂尔多斯的问题基本可以归结为土地供应与需求的严重失衡。

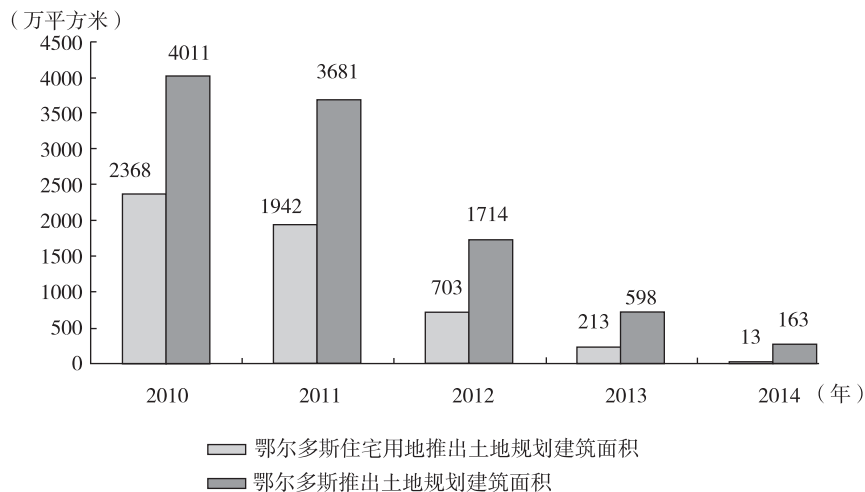
2010 年，鄂尔多斯常住人口达到 195 万人，随后的 2011 年、2012 年人口基本稳定在 200 万人左右，没有明显的增长。由于公开的统计数据的缺失，我们无法准确地获知鄂尔多斯人口中城市常住人口的数量和变化情况。由于数据缺失，我们参照 2013 年全国城镇化平均水平为 53.7%，以 2012 年 60% 的水平估计鄂尔多斯的城镇常住人口约为 120 万人，城镇化推进速度假设为 1.2%，不考虑人口流入/流出，每年新增城市人口约为 2.4 万人。



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，杭州市统计局，中诚信托研究发展部。

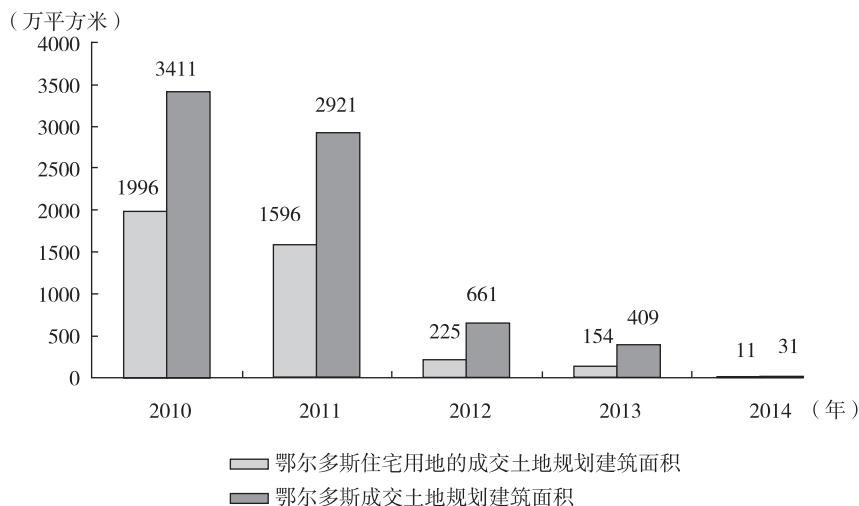
图 30 鄂尔多斯常住人口数量

我们再看同期的土地供应情况（2009 年之前的土地成交面积数据缺失），2010 年、2011 年两年住宅用地成交的规划建筑面积为 3592 万平方米，如果以 100 ~ 120 平方米/套计算，对应的商品住宅供应套数约为 29.9 万 ~ 35.9 万套。如果一个家庭平均为 3 个人，仅这两年新增的土地供应，能够形成的有效住宅供应至少能覆盖 100 多万城市人口，相当于再造一个鄂尔多斯。



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，搜房网，中诚信托研究发展部。

图 31 2010—2014 年鄂尔多斯推地情况



资料来源：同花顺金融数据终端 iFinD，搜房网，中诚信托研究发展部。

图 32 鄂尔多斯 2010—2014 年土地成交情况

（四）结论与建议

在考量一个城市的库存或去化压力时，最常用的指标是去化时间，该指标反映当前库存与当前销售速度的关系，是商品住宅短期供需关系最直接的反映。去化时间是衡量一个城市房地产库存和去化压力最直接的指标。不足之处在于：库存与销售速度均为动态变化，偏于短期，且需要持续跟踪。

在关注去化时间的同时，还需要关注中长期潜在供应与潜在需求的变化。由于城市与城市之间经济发展的差异，城市化进程、人口流入情况以及土地供应总量与新开工的情况差异使得不同城市商品住宅供应的潜在需求与潜在供给呈现较大的差异，简单地以去化时间对城市之间进行横向比较显然不够。

因此，我们还需要从人口因素的角度去评估潜在需求，从新开工供销比角度去评估短期潜在供应，从住宅土地供销比角度去评估长期潜在供应，从而综合地判断一个城市或区域市场的供需关系与房地产市场发展空间。

在下面的分析中引入人口因素、去化时间、新开工供销比和住宅土地四大要素，综合评估城市的短期与中长期的库存及去化压力。

本文测试了一线城市、大部分二线城市以及部分三四线城市，通过去化指标比较发现杭州、宁波、大连是风险爆发可能性较高的城市，武汉、苏州、呼和浩特是需要重点关注的城市。



根据去化评估指标的横向比较可以发现，与以往的调整不同，当前二线城市的库存压力超过一线城市；而二线或者三四线城市之间，根据各自的人口因素、土地因素及库存情况，分化情况也将较为明显。风险识别不再简单地以一线城市、二线城市、三四线城市加以区分，在项目分析中可以考虑引入去化综合分析，回避高库存、高去化时间、低人口增量的城市区域。

需要注意的是，高库存或较大的去化压力意味着较大的去化风险，但并不等同于房地产市场泡沫的破灭；市场本身具有自我调节能力，库存较高的区域，通过政府供地节奏减慢、开发商降低开发节奏，都可以逐步降低库存。

不同去化风险类别的城市，有不同的市场策略。由于我们投向房地产项目的信托资金期限为12个月至60个月不等，对于已有项目，信托公司更加关注的是短期市场变化情况；对于准备投资的项目，则应关注三年后的市场变化预期，同时必须要考虑城市的中长期去化风险。对于低风险城市，则应增加资金的进入；对于高风险城市，则应减少新项目的进入，注重已有项目的回款。

参考文献

- [1] 谢经荣、吕萍、乔志敏：《房地产经济学》，北京，中国人民大学出版社，2013。
- [2] 任远：《人口迁移流动和城镇化发展》，上海，上海人民出版社，2014。
- [3] 中国法制出版社编：《房地产调控法律政策文件汇编》，北京，中国法制出版社，2013。
- [4] 苏剑、贺明之：《对中国城镇化进程的一个定量解读》，载《经济学动态》，2013（9）。
- [5] 师应来：《影响我国城市化进程的因素分析》，载《统计与决策》，2006（10）。
- [6] 王立新：《经济增长、产业结构与城镇化》，载《财经论丛》，2014（4）。



私人财富管理市场前景展望与策略分析

课题单位：新华信托股份有限公司

课题组成员：赵 暖

王丙辉

岳翔宇

刘晓进

孙新宝



摘 要

中国经济持续多年的高速增长，带来了中国居民个人财富的迅速积累。特别是近五年，规模庞大的私人财富存量激发了财富管理市场需求的膨胀，由此催生大量财富管理机构的出现，而近年来经济结构与增长方式的转变，资本回报水平的下降以及人口老龄化的提速都推动着私人财富管理需求的增长。

与此同时，当前我国开拓私人财富管理市场已具备充分的制度基础：一是以《物权法》、《担保法》、《合同法》、《民法通则》为代表的民事法律体系不断完备，公民财产权的保障程度不断加深，从而奠定了私人财富管理市场的制度基石；二是以《中国人民银行法》、《商业银行法》、《证券法》、《保险法》、《信托法》、《票据法》等为核心的金融机构组织法、金融业务经营法、金融宏观调控法以及金融监督管理法的法律规范系统的全面构建，为我国私人财富管理市场提供了规范化和法制化保障。作为一种优秀的财产转移与财产管理制度，信托所独有的复合性、灵活性和稳定性等特性，使其在私人财富管理中与其他传统的财产管理工具诸如赠与、继承、买卖、委托代理、行纪、有限合伙相比，具有优越的制度功能。

与传统金融服务相比，财富管理业务所提供的服务涉及财富保值、增值和传承服务，其复杂多样的内容与风险都对相关业务的质量与策略提出了高度专业化的要求。因此，本文的目的不仅在于分析以信托为基础的私人财富管理服务的业务前景，还在于针对客户的收益要求、主观服务需求和风险防控三个方面，对私人财富管理业务的开展进行策略分析，相应地提出切实可行的建议，即加强资产配置能力、提高服务质量和强化风险防控，以期对财富管理机构的未来展业有所裨益。

关键词：私人财富管理 制度基础 资产配置 服务质量 风险防控



目 录

一、经济增长、结构转变与私人财富管理的发展	749
(一) 高速经济发展、居民财富积累与私人财富管理需求的增长	749
(二) 经济结构转变对私人财富管理需求的激发作用	751
(三) 人口年龄结构老化与私人财富管理需求的增长	754
(四) 非银金融的兴起与私人财富管理业务的发展	756
二、私人财富管理市场发展的法律制度基础	757
(一) 民事法律体系不断完备：私人财富管理市场的制度基石	757
(二) 金融法律体系日臻完善：私人财富管理市场的规范化与法制化 保证	758
(三) 信托在私人财富管理中的优势——制度功能与应用功能	762
三、信托机构发展私人财富管理的策略分析	763
(一) 财富管理业务中的资产配置与管理	764
1. 资产配置中的资产类别及其特征	764
2. 资产配置的过程	764
3. 资产配置的案例实证	765
(二) 财富管理业务中的服务质量缺口及其弥合	768
(三) 私人财富管理业务的法律风险及其内部防控	770
1. 私人财富管理的法律风险	770
2. 法律风险的应对	775
四、结语	777
参考文献	778
附录	781



中国经济持续多年的高速增长，带来了中国居民个人财富的迅速积累。特别是近五年，规模庞大的私人财富存量激发了财富管理市场需求的膨胀，由此催生大量财富管理机构的出现，而近年来增长方式的转变与资本回报水平的下降更是刺激了私人财富管理需求的增长。与此同时，中国人口老龄化提速，创业一代的相继退出使得其财富传承意愿越发强烈，服务好财富更迭需求已成为市场发展的新方向。根据波士顿咨询《2014 年全球财富报告》，亚太地区财富规模 2013 年增长最为强劲，中国过去五年相继超越德国和日本，成为全球私人金融财富规模排名仅次于美国的国家。

不仅经济形势推动着财富管理需求，金融、法律等方面的公共政策也日益有利于私人财富管理市场的发展。随着我国金融改革的推进，金融服务与法律法规体系逐步完善，各种服务居民财富管理需求的理财渠道和产品得以建立。

本文第一部分讨论经济增长、结构转变对私人财富管理业务发展的推动作用，第二部分讨论金融法律体系日趋完善对私人财富管理市场的维护与促进作用，第三部分讨论私人财富管理业务改进与发展的策略，第四部分总结全文，附录部分展示了瑞银集团财富管理业务的案例分析。

一、经济增长、结构转变与私人财富管理的发展

中国经济已经历 30 余年的高速增长。在这一过程中，居民通过辛勤劳作不断积累个人财富，但他们所面对的资本边际回报水平则随着资本的日益充裕而开始下降，与此同时人口年龄结构也日趋老化。这些因素结合在一起，促使高净值人群日益积极地寻求财富的管理。

（一）高速经济发展、居民财富积累与私人财富管理需求的增长

中国 30 余年来的高速经济发展推动了居民财富绝对存量的增长。表 1 展示了改革开放以来不同时段中人均 GDP 与人均储蓄余额的年均增速比较，从中可以明显看出，居民财富的积累速度长期高于经济生产的增速。^①

^① 储蓄存款是指为居民个人积蓄货币资产和获取利息而设定的一种存款，与企业存款、财政存款和机关团体存款是并列关系，可在一定程度上表征居民的财富积累。表 1 根据国家统计局及中国人民银行公布的数据计算，通胀以 GDP 平减指数衡量。不选取 CPI 是因为 GDP 平减指数更适于处理 GDP 中的通胀。



表 1 改革开放以来人均 GDP 与人均储蓄余额的年均增速（扣除通胀）

时间段	人均 GDP 的年均增速（%）	人均储蓄余额的年均增速（%）
1979—1983 年	6.648	25.535
1984—1988 年	10.392	27.232
1989—1993 年	7.552	19.520
1994—1998 年	9.080	17.827
1999—2003 年	7.915	12.028
2004—2008 年	10.960	8.873
2009—2013 年	8.327	11.088

数据来源：国家统计局，中国人民银行。

根据贝恩公司的《2013 中国私人财富管理报告》，2012 年中国个人持有的可投资资产总体规模达到 80 万亿元，达到 2008 年个人可投资资产规模的两倍。与此同时，中国高净值人群规模也逐年扩大，2012 年中国高净值人群数量已超过 70 万人，已超过 2008 年人群数量的两倍，年均复合增长率水平约为 18%。其中，超高净值人群规模现已超过 4 万人，可投资资产在 5000 万元以上人士共约 10 万人。就私人财富规模而言，2012 年中国高净值人群共持有 22 万亿元的可投资资产，人均持有可投资资产约 3100 万元。

这种财富积累与高净值人群规模扩大的结果是，国内居民对以信托为代表的私人财富管理产生了与日俱增的需求。中国银监会主席助理杨家才指出，信托过去发展缓慢的一个主要原因是当时高收入者较少，缺乏财富管理的市场需求，但改革开放以来的社会财富极大丰富、高收入群体增长迅速，为信托的私人财富管理业务发展提供了很大的空间。^① 从表 1 中可以看到，我国居民人均储蓄存款的增速在进入 21 世纪以后有所下降，但这显然并不是因为居民财富的积累减速，而恰恰是因为居民财富积累的绝对量已达到一个较高的水平，许多居民寻求储蓄存款以外的、更高效的财富管理方式。随着经济的发展与金融的市场化，金融投资日益得到发展，各类更专业的金融理财产品如公募基金、银行理财、券商资产管理计划、阳光私募基金、信托、投连险与万能险等如雨后春笋般出现。

表 2 展示了 21 世纪以来居民财富管理中理财与信托产品的发展，从一个侧面反映了居民财富管理结构的变化。在 2001 年，金融理财产品的总规模大约只有居民储蓄规模的 1.3%，但十几年来其规模增速却高达年均 66%，现已与居民储蓄规模不相

^① 杨家才：《在 2013 年中国信托业年会上的讲话》，载《银监会通报》，2014（27）。



上下。而这一时期内信托产品的发展速度则更是高达年均 163%，其占金融理财产品的比重从 2001 年的 0.105% 飙升至 2013 年的 27.236%。^①

表 2 21 世纪以来居民财富管理中理财与信托产品的发展

年份	理财产品与居民储蓄规模之比	理财产品中信托产品比重 (%)
2001	0.013	0.105
2002	0.018	0.248
2003	0.026	5.610
2004	0.049	7.731
2005	0.081	9.485
2006	0.160	8.330
2007	0.351	9.377
2008	0.367	11.064
2009	0.436	11.657
2010	0.594	16.869
2011	0.755	18.536
2012	1.199	15.599
2013	0.895	27.236

数据来源：中国人民银行，中国银监会，中国证监会，中国信托业协会，Wind 资讯。

当然，过去 30 多年来的超高速增长是不可复制的。学界和业界普遍相信，从中长期走向来看，中国经济处在经济增长的“换挡期”，以往依靠要素粗放投入方式取得的两位数超高增长速度已经难以为继，将随着经济结构的调整和生产效率的优化转变为次高增长速度。但即便以 5% 的速度再增长 30 年，中国仍能将自己的经济产出再翻两番，形成居民财富的进一步积累，并进一步推动私人财富管理需求的持续增长。

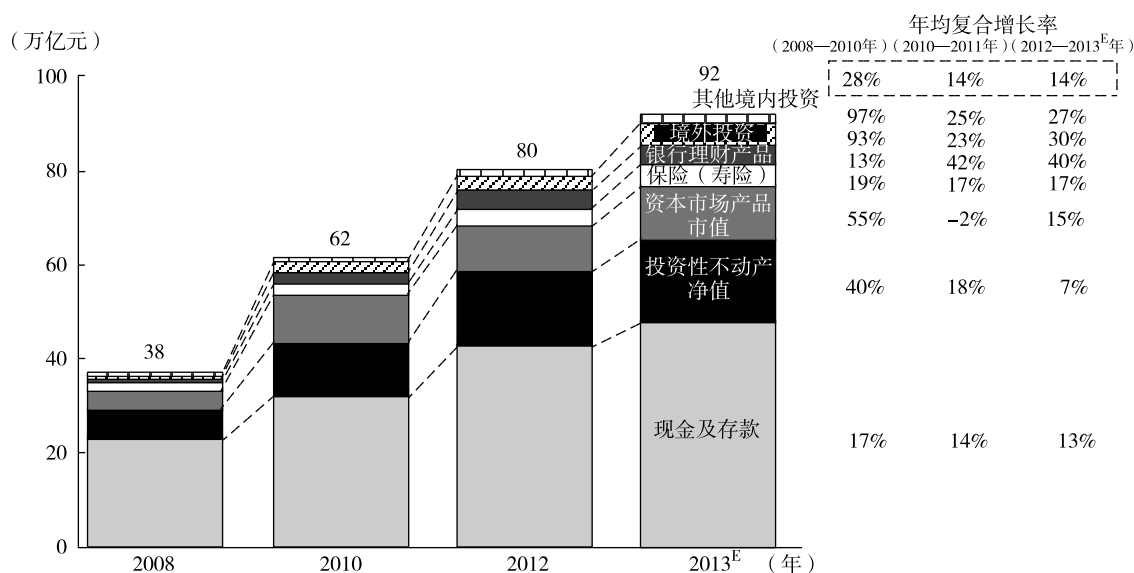
（二）经济结构转变对私人财富管理需求的激发作用

近些年，全球范围内出现了经济萧条，我国的经济增速也有所放缓。在此情境中，中国开始主动调整经济结构，加速转变发展方式，大力推动产业升级与经济市场化，从过去以要素投放扩张为主导的、外延的经济增长方式日益转向追求生产率提高的、内涵的经济增长方式。这种经济结构与增长方式转变的直接结果是经济增长速度放缓、质量提高。虽然这会导致私人财富的积累速度有所降低，但并不会削弱私人财富管理的发展前景，反而会提振私人财富管理的需求，推动私人财富管理的增长。

^① 表 2 根据中国人民银行、中国银监会、中国证监会、中国信托业协会及 Wind 资讯所提供的数据的综合计算。限于数据的可得性，金融理财产品规模数据包括基金、银行理财产品、券商资产管理计划、阳光私募基金和信托产品，不包括投连险与万能险等保险资产管理产品。



这一点从近三年的经济调整期中即可见一斑：不动产和资本市场等主要投资市场增速虽有下降，但银行理财、信托产品、其他境内和境外投资依然以较快速度增长，并成为中国财富管理市场的新增长极。图1是《2013 中国私人财富管理报告》对高净值人群资产分布的统计，虽然其统计口径与本文有所不同，但足以反映这一群体在财富管理方式上的变化：低收益或无收益的财富管理方式（如现金及存款等）的比重与增速均日趋下降，金融化的财富管理方式（如信托与银行理财产品）的比重则不断上升，其年均复合增长率也保持在一个较高的水平之上。



注：2013 年为预测值。

资料来源：贝恩公司《2013 中国私人财富管理报告》。

图1 2008—2013 年中国个人可投资资产规模及资产分布

这种私人财富管理市场规模逆周期扩张、在经济增长及财富积累放缓时加速的现象看似奇特，却有着深刻的内在经济逻辑。传统经济增长方式在带来大量财富积累的同时，也使得资本的相对稀缺程度下降，社会融资需求弹性增加，进而导致资本回报水平下降，这在经济减速期尤为明显。从表3可以看出，每单位固定资产投资所能拉动的经济产出（GDP）正逐步下降，2013 年仅为 1.272 单位，不足 21 世纪初的一半和 20 世纪 80 年代的 1/3，每单位社会融资所能拉动的经济产出也已经下降到 3.29 单位，约为 21 世纪初的一半。



表 3 各单位固定资产投资和社会融资拉动的 GDP

时间段	各单位固定资产投资拉动的 GDP	各单位社会融资拉动的 GDP
1981—1987 年	3.976	
1988—1994 年	3.415	
1995—2001 年	3.035	
2002 年	2.766	5.983
2003 年	2.444	3.982
2004 年	2.269	5.584
2005 年	2.083	6.163
2006 年	1.967	5.066
2007 年	1.936	4.455
2008 年	1.817	4.499
2009 年	1.518	2.451
2010 年	1.444	2.864
2011 年	1.519	3.688
2012 年	1.386	3.295
2013 年	1.272	3.290

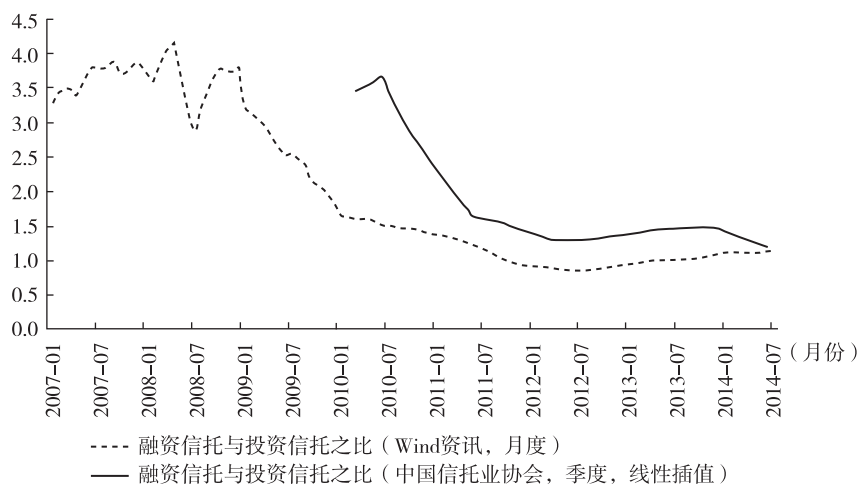
数据来源：国家统计局，中国人民银行。

在这种情况下，虽然高净值人群的教育水平、经济理念、财力水平、财富生产能力与自信心水平都促使其追求财富的保值与增值，但全社会资本回报水平的下降大大提高了获得较高投资回报的难度，经济的减速更是唤醒了这一群体中有识者的危机意识。这就使得高净值人群在追求财富保值、增值的过程中越来越多地寻求和依赖专业人士的咨询与管理服务。

在信托领域，这具体表现为以私人财富管理为代表的正向投资信托业务日益兴起，而传统的反向融资信托业务增速则逐渐放缓。需要说明的是，“正向信托”与“反向信托”并非专业的金融术语，而是信托业内约定俗成的一种说法，前者指信托项目的根本推动力为投资需求，即“钱找项目”，后者则指信托项目的根本推动力为融资需求，即“项目找钱”。^①更为正规的表述是“投资信托”和“融资信托”。图2的数据证明前者的比重正不断上升，后者的比重正不断下降。根据 Wind 资讯的月度统计数据，金融危机以前融资信托与投资信托之比缓步上升，而金融危机之后则呈下降趋势，目前已处于较低的水平。从通过线性插值处理的中国信托业协会季度数据来看，这一比例还有进一步下滑的趋势。

根据国际经验，在达到中等收入水平后，发展中国家很容易因劳动力成本上涨和自主创新能力不足而遭遇中等收入陷阱：在低技术领域无法与低收入、低工资的发展中经济体竞争，在高技术领域又无法与技术先进、不断创新的发达经济体竞争。为

^① 据笔者所见，“正向信托”与“反向信托”这一对概念最早正式出现于2012年2月6日《中国经营报》B2版上的一篇文章《百亿资金蜂拥艺术品信托》（作者为杜丽娟、秦玥和孔方）。



资料来源：Wind 资讯，中国信托业协会。

图2 2007年以来融资信托与投资信托之比

避免陷入中等收入陷阱，中国开始主动调整经济结构，加速转变发展方式，大力推动产业升级、市场化改革与自主创新能力的培养，但这并非一朝一夕即可实现。因此，经济结构与增长方式的转变将是一个长期的过程，在这一过程中我国的经济增速将明显低于前一时期，私人财富管理的意义也将因此而凸显。

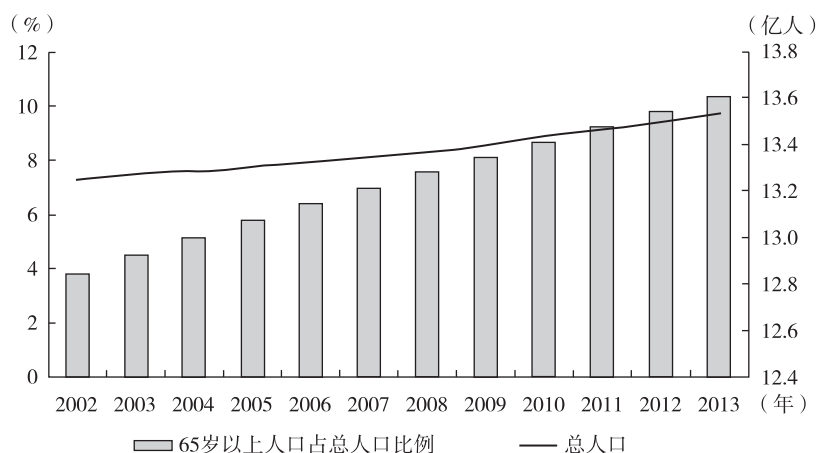
（三）人口年龄结构老化与私人财富管理需求的增长

除经济增长带动社会财富规模扩张、资本回报率下降与专业财富管理需求增长以外，中国社会人口年龄结构的老化也进一步对专业的私人财富管理产生更高的需求。诺贝尔经济学奖得主莫迪利安尼的生命周期理论指出，家庭的收入变化在人的生命周期内是有规律可寻的：人在年轻时有很多工资收入，因此可以大量积累财富，并在进入中年后进一步巩固；而退休后的老年人由于收入减少，因此只能消费青壮年时的积蓄。根据这种理论，老龄化的社会将发生财富积累速度的下降，因此对私人财富进行积极、主动的管理以寻求升值就变得意义重大，从而对私人财富管理的需求也相应增加。老年人虽然同时存在经济、生活和情感等多方面的需求，但其中收入保障是其他方面的经济基础，因此最为根本也最为重要。然而对于这一离开财富生产岗位的群体而言，现有财产（包括社保收入）几乎是固定的，专业的私人财富管理是唯一可帮助其获取额外收益、实现财富增值的渠道；而中国日益明显的老龄化结构必将带来更多的私人财富管理需求。

中国于20世纪70年代开始的计划生育政策不仅大幅减缓了人口增速，同时也基



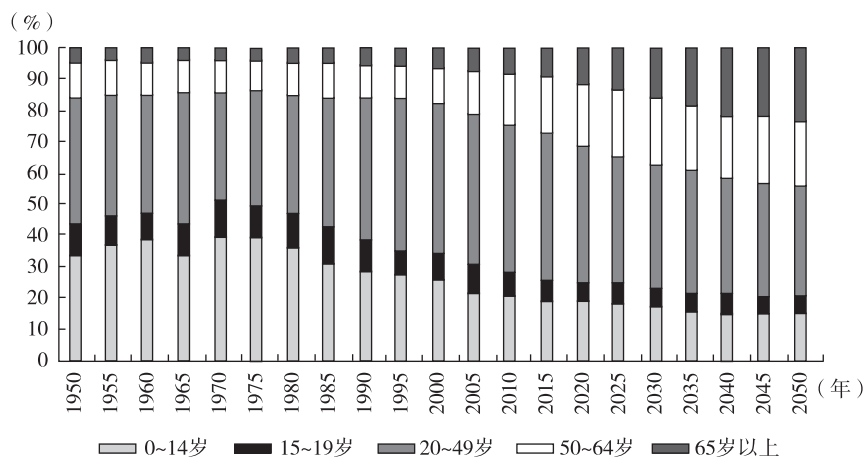
本决定了之后低出生、低死亡、低增长的人口发展模式。至 2002 年，中国人口结构老龄化程度已经大幅加深，中国 65 岁及以上人口占总人口的比例开始超过 7% 这一联合国定义的老龄化标准线（见图 3），中国步入老龄化社会。



资料来源：国家统计局。

图 3 中国 65 岁以上人口占总人口比例

全国老龄工作委员会办公室预计，65 岁及以上人口占总人口的比例到 2050 年将超过 20%（见图 4）。



资料来源：全国老龄工作委员会办公室：《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》。

图 4 2050 年中国社会老龄化趋势分布

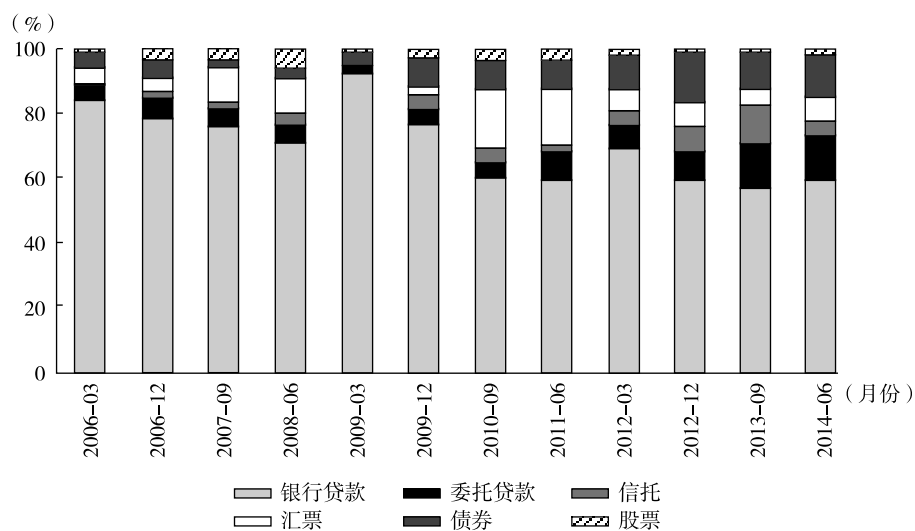
除了老年人群体的一般性财富管理需求以外，更值得关注的是其中高净值群体的财富传承需求。在改革开放以来的市场化大潮中，创业成功的第一代企业家通过奋斗积累了大量财富；随着年龄的增长与精力的衰退，他们已经开始逐步离开企业经营管



理的一线，因此这一高净值群体产生了对财富传承的迫切需求。根据调查，民营企业约占客户群体的 29.7%，他们之中认为自己不需要考虑财富传承问题的比例仅为 4.8%，相比之下，总客户群体中不考虑，财富传承问题的比例高达 12.4%，表明民营企业更加重视财富传承问题。在这一高净值群体中，55.8%的企业家认为子女成年、需要提前进行财产安排是他们考虑设立财富管理信托的一个主要原因，而 31.7%的人已经面临家族私营企业进入财富移交阶段的问题。所以，如何在发展财富管理业务的基础上进一步做好财富传承服务，逐渐成为各家财富管理机构发展、转型的重要方向。

（四）非银金融的兴起与私人财富管理业务的发展

银行向来执我国金融业之牛耳。在社会融资结构中，银行信贷一直占据着较大的比重。从图 5 中可以看出，尽管信贷对国内融资总量的贡献已显著下降，但仍保持 55% 以上的高水平。而且，虽然直接融资对总融资的贡献有所上升，但值得注意的是，其中债券融资约七成仍由银行持有。



资料来源：中国人民银行。

图 5 社会融资构成

当前中国金融体系过度依赖银行信贷的这种状态并不利于经济增长方式的转变与产业结构的转型，原因在于银行融资过于偏重非股权抵押品的提供、企业规模及国有背景，虽利于大型制造业的发展，却对经济市场化、发展第三产业和搞活小微企业的助力不大。与此同时，大量的民间资本不能有效地参与实体经济的投融资活动中，只



能涌入房地产等个别领域。这些问题使得资本要素不能在各市场间充分流转，资本要素价格不能反映市场真实的供需情况。

因此，中国亟须发展非银金融，并加强对民间资金的吸收，以优化资本要素市场的资源配置，党的十八大报告也有加快发展多层次资本市场的表述。基于这些考虑，本届领导集体出台了一系列政策推动金融改革。2013年3月，中国人民银行、中国银监会、国家外汇管理局下发了《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》；2013年5月，国务院批转发改委《关于2013年深化经济体制改革重点工作的意见》，涉及利率和汇率市场化、完善融资体系等方面。2013年7月，国务院批准建设上海自由贸易试验区，突出金融改革创新试点，并发布了《国务院办公厅关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，强调民间资本的引入和融资体制的改革。此外，经国务院批准，人民银行全面放开了金融机构贷款利率管制。2013年8月，国务院批准建立金融监管协调部际联席会议制度，发布了《国务院办公厅关于金融支持小微企业发展的实施意见》，并在常务会议中做出了进一步扩大信贷资产证券化试点的决定。

2013年11月，中共中央十八届三中全会提出要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革，并指出要完善金融市场体系。2014年4月，国务院发布了《国务院办公厅关于金融服务“三农”发展的若干意见》。2014年5月，国务院发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，明确指出要发展包括资金信托在内的私募投资产品，引导和鼓励此类资金支持科技发展、创业投资与中小微企业。2014年8月，国务院发布《国务院办公厅关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，明确提出要缩短企业融资链条，加强金融理财产品与实体经济的直接对接。

这些金融改革措施的发展，为基于信托的私人财富管理带来了良好的投资机遇。事实上，从投资标的的竞争来讲，过去直接融资机构与规模大、经验丰富、接受更多政策保护的银行相比并不处于上风。但随着金融改革的深化与国家对非银金融的扶持政策不断出台，以信托公司为代表的直接融资机构能够更好地服务于非制造业企业和小型企业的融资需求，从而有助于经济结构的转型与小微企业的发展。以本届政府关于发展直接融资和完善多层次资本市场的既定方针为基础，信托将给私人财富管理带来良好的投资机会。

二、私人财富管理市场发展的法律制度基础

（一）民事法律体系不断完备：私人财富管理市场的制度基石

一个国家私人财富管理市场能否长期持续发展，取决于该国对公民财产权的法律



保障程度。这是因为，财产权的基本功能是“保障个人在财产法领域的自由空间，并由此使其型塑自我负担的生活成为可能”，^① 也就是保证个人在经济上自我决定并自我负责，使其可以通过其自主意志而形成其经济生活的基础。将财产权作为个人的自由权来保障，保障个人排他地、自由地支配和处分财产，是财产权最基本的规范目标。^② 近 30 年来，中国私人财产权的确立和保护史，也正是中国经济体制改革的发展史。从 1986 年的《民法通则》、1999 年的《合同法》到 2007 年颁布实施的《物权法》，这一历史进程深刻反映了私人财产权的保护力度不断加深。

首先，民事法律体系的不断完备，奠定了私人财富管理市场的制度基石。市场经济是一个复杂的、动态的经济运行系统，市场经济的法制化主要是通过对经济运行的过程和运行结果的双重确认来实现的。其中对经济运行过程的确认主要是通过合同制度来完成的，而经济运行结果的确认则通过物权制度加以实现。如果说合同制度的主要功效在于给市场主体提供一个可以重复使用的博弈规则的话，那么，物权制度的主要作用则是为市场主体追求长期利益提供一个稳定的预期目标。好的法律制度不但要求博弈规则科学、合理和具有透明度，而且也要求交易的各方当事人必须对自己的资源有比较可靠、明晰的权利边界，而这种权利边界明确、产权关系明晰的状态只有通过物权制度才能实现。在没有法律之前，人对财产の利用是通过占有而实现的，但这种单纯的占有由于没有权利的外衣，因此具有不稳定性和易受侵害性。物权制度或产权界定的基本功效就是给市场主体提供一个追求长期利益的稳定预期，并对财产的价值和收益及行使财产权所获得的利益形成合理的期待，其最终目的是为了鼓励人们积极创造社会财富。因此，从这个意义上说，《物权法》的制定不但使民众通过自己的辛勤劳动和其他合法方式所获得的财富有了进一步的法律保障，而且还可以进一步激发社会公众获取财富的热情，从而极大地推动社会的进步。

（二）金融法律体系日臻完善：私人财富管理市场的规范化与法制化保证

金融法律体系的日益健全是我国财富管理市场规范化、法制化的根本保证，也是金融产品创新和金融安全的法律依据。根据国际经验，财富管理主要是指财富管理机构根据高净值客户不同发展阶段的财务需求和收益与风险偏好，通过为客户进行相应的财务规划，通过现金管理、资产管理、债务管理、保险保障、税务筹划、退休计划

^① BVerfGE 24, 367 (389) ; BVerfGE 50, 290 (339).

^② Vgl. Werner Böhmer, Grundfragen der Verfassungsrechtlichen Gewährleistung des Eigentums in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, NJW1988, S. 2563.



及遗产安排等手段，对客户的资产、负债、流动性进行管理，帮助客户达到满足财务需求、降低风险、实现财富增值的目的。由于中国目前仍处于银行、证券、信托、保险、基金分业经营和分业管理的金融体制下，因此，目前中国参与财富管理的机构包括商业银行、证券公司、信托公司、保险公司、基金公司及第三方理财机构等。

随着我国金融市场的不断发展和金融监管体系的不断完善，我国的金融监管逐步由原来强调行政审批的合规型监管向法制化管理转变。经过 30 年的不断发展，我国已基本建立了一套以《中国人民银行法》、《商业银行法》、《证券法》、《保险法》、《信托法》、《票据法》等金融法律为核心，以金融行政法规、金融规章和金融规范性文件相配套，多层次、全方位的金融监管法律体系，在保障我国金融体系运行安全、防范金融风险方面发挥了越来越重要的作用。金融机构组织法、金融业务经营法、金融宏观调控法以及金融监督管理法的法律规范系统的全面构建，为我国私人财富管理市场提供了规范化和法制化保障。

具体而言，涉及财富管理的法律规范详见表 4 至表 9。

表 4 商业银行的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2013. 07. 05	《关于林权抵押贷款的实施意见》	中国银监会、国家林业局	部门规范性文件	为改善农村金融服务，支持林业发展，规范林权抵押贷款业务，完善林权登记管理和服务，有效防范信贷风险
2012. 11. 29	《关于商业银行资本工具创新的指导意见》	中国银监会	部门规范性文件	推动和规范商业银行开展资本工具创新，拓宽资本补充渠道，增强银行体系稳健性，支持实体经济持续健康发展
2012. 01. 29	《关于印发绿色信贷指引的通知》	中国银监会	部门规范性文件	推动银行业金融机构以绿色信贷为抓手，积极调整信贷结构，有效防范环境与社会风险，更好地服务实体经济，促进经济发展方式转变和经济结构调整
2011. 08. 28	《商业银行理财产品销售管理办法》	中国银监会	部门规章	规范商业银行理财产品销售活动，促进商业银行理财业务健康发展
2011. 03. 08	《关于做好住房金融服务加强风险管理的通知》	中国银监会	部门规范性文件	提出妥善处理个人住房贷款中出现的问题，保护消费者合法权益，加强风险管理、规范业务发展的基本要求
2011. 01. 26	《关于规范商业银行使用外部信用评级机构和使用外部信用评级结果，防范商业银行因外部评级调整产生的系统性风险》	中国银监会	部门规范性文件	规范商业银行使用外部信用评级机构和使用外部信用评级结果，防范商业银行因外部评级调整产生的系统性风险
2011. 01. 13	《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》	中国银监会	部门规范性文件	进一步防范银信理财合作业务风险，促进商业银行和信托公司理财合作业务健康发展

数据来源：作者自行整理。



表 5 证券公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2013. 08. 21	《证券公司参与股指期货、国债期货交易指引》	中国证监会	部门规范性文件	规范证券公司参与股指期货、国债期货交易行为，防范风险
2013. 06. 26	《关于修改〈证券公司客户资产管理业务管理办法〉的决定》	中国证监会	部门规章	修订和完善之前的《证券公司客户资产管理业务管理办法》
2013. 06. 26	《证券公司客户资产管理业务管理办法》	中国证监会	部门规章	规范证券公司客户资产管理活动，保护投资者的合法权益，维护证券市场秩序
2011. 10. 26	《转融通业务监督管理试行办法》	中国证监会	部门规章	健全融资融券交易机制，拓宽证券公司融资融券业务资金和证券来源，规范转融通业务及相关活动，防范转融通业务风险

数据来源：作者自行整理。

表 6 信托公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2012. 02. 21	《关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》	中国银监会	部门规范性文件	信托公司不得与商业银行开展各种形式的票据资产转让/受让业务
2010. 08. 24	《信托公司净资本管理办法》	中国银监会	部门规章	加强对信托公司的风险监管，促进信托公司安全、稳健发展
2009. 02. 04	《信托公司集合资金信托计划管理办法》	中国银监会	部门规章	规范信托公司集合资金信托业务的经营行为，保障集合资金信托计划各方当事人的合法权益
2008. 06. 25	《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》	中国银监会	部门规范性文件	规范信托公司私人股权投资信托业务的经营行为，保障私人股权投资信托各方当事人的合法权益
2007. 03. 12	《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》	中国银监会、国家外汇管理局	部门规范性文件	规范信托公司受托境外理财业务，鼓励具备资质的信托公司进行审慎金融创新，提高自身竞争能力
2007. 01. 23	《信托公司管理办法》	中国银监会	部门规章	加强对信托公司的监督管理，规范信托公司的经营行为，促进信托业的健康发展
2007. 01. 22	《信托公司治理指引》	中国银监会	部门规范性文件	完善信托公司治理，加强风险控制，促进信托公司的规范经营和健康发展
2005. 01. 18	《信托投资公司信息披露管理暂行办法》	中国银监会	部门规范性文件	加强对信托投资公司的市场约束，规范其营业信托行为和信息披露行为
2001. 04. 28	《信托法》	全国人大常委会	法律	调整信托关系，规范信托行为，保护信托当事人的合法权益，促进信托事业的健康发展

数据来源：作者自行整理。



表 7 保险公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2014. 04. 04	《保险资金运用管理暂行办法》	中国保监会	部门规章	规范保险资金运用行为，防范保险资金运用风险，维护保险当事人合法权益
2013. 03. 15	《保险公司次级定期债务管理办法》	中国保监会	部门规章	规范了保险公司次级定期债务的募集、管理、还本付息和信息披露行为，保证保险公司的偿付能力
2012. 04. 28	《关于进一步加强财产保险公司投资型保险业务管理的通知》	中国保监会	部门规范性文件	规定了财产保险公司经营投资型保险产品应该具备的条件

数据来源：作者自行整理。

表 8 基金公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2013. 08. 02	《基金管理公司固有资金运用管理暂行规定》	中国证监会	部门规范性文件	规范公开募集基金的基金管理公司固有资金运用行为，防范固有资金投资风险，维护基金份额持有人的合法权益
2013. 04. 02	《证券投资基金托管业务管理办法》	中国证监会、中国银监会	部门规章	规范证券投资基金托管业务，维护证券投资基金托管业务竞争秩序，保护基金份额持有人及相关当事人合法权益
2013. 03. 15	《证券投资基金销售管理办法》（2013 年修订）	中国证监会	部门规章	规范公开募集证券投资基金的销售活动，促进证券投资基金市场健康发展
2013. 03. 01	《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局	部门规章	规范人民币合格境外机构投资者在境内进行证券投资的行为，促进证券市场健康发展，保护投资者合法权益
2012. 09. 26	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（2012 年修订）	中国证监会	部门规章	规范基金管理公司特定客户资产管理业务，保护当事人的合法权益
2011. 06. 09	《证券投资基金销售管理办法》（2011 年修订）	中国证监会	部门规章	规范证券投资基金的销售活动，促进证券投资基金市场健康发展
2009. 11. 06	《证券投资基金评价业务管理暂行办法》	中国证监会	部门规章	规范证券投资基金评价业务，引导证券投资基金的长期投资理念，保障基金投资人和相关当事人的合法权益

数据来源：作者自行整理。



表 9 期货公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2014. 09. 05	《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》	中国证监会	部门规章	加强证券期货市场诚信建设，保护投资者合法权益，维护证券期货市场秩序
2012. 09. 24	《证券期货业信息安全保障管理办法》	中国证监会	部门规章	保障证券期货信息系统安全运行，加强证券期货业信息安全管理工作，促进证券期货市场稳定健康发展
2012. 07. 31	《期货公司资产管理业务试点办法》	中国证监会	部门规章	为有序开展期货公司资产管理业务试点工作，规范试点期间资产管理业务活动，保护投资者合法权益
2011. 03. 23	《期货公司期货投资咨询业务试行办法》	中国证监会	部门规章	规范期货公司期货投资咨询业务活动，提高期货公司专业化服务能力，保护客户合法权益

数据来源：作者自行整理。

（三）信托在私人财富管理中的优势——制度功能与应用功能

信托是一种优秀的财产转移与财产管理制度。与以赠与、继承、买卖代表的财产转移制度和以委托代理、行纪、有限合伙为代表的财产管理相比，信托在践行财产转移与财产管理功能方面具有独特的优越性。

第一，复合性。传统的财产转移制度只能用于财产所有权的转移，不能用于财产的管理。无论是赠与、继承还是买卖，由于没有受托人的设计，因此，只能对财产进行单纯的转移，无法实现对所转移的财产附加管理的功能。而传统的财产管理制度则只能用于财产管理，不能用于财产转移。无论是委托代理、行纪还是有限合伙，由于没有受益人的设计，因此，只能单纯用于财产管理，无法实现对所管理的财产进行转移或者传承功能。而信托是将财产转移功能和财产管理功能整合为一体的创新性复合制度，能够同时用于财产转移和财产管理。举例来讲，甲在其子乙 10 岁时，拿出 100 万元设立一个“本金与收益相分离的信托”，约定受托人与乙满 30 岁时将信托本金交付给乙，在此期间，由受托人对该 100 万元信托财产进行投资管理，并将投资收益按年交付给甲。通过设置该信托，甲既实现了将 100 万元财产转移给乙的目的，又实现了对该笔财产进行投资管理的目的。

第二，灵活性。信托之所以能够日益发展成为一项世界性的法律制度，根本原因就在于其应用上的巨大灵活性。信托的应用具有极大灵活性，这是其他财产转移与财产管理制度所不具备的。其灵活性表现在三方面：

其一是设立方式多样化。信托的设立既可以采取合同方式，也可以采取遗嘱方式。与此不同，传统的财产转移方式中，赠与和买卖只能采取合同方式进行，不能采取遗嘱方式进行；继承则只能采取法定继承和遗嘱继承，而不能采取合同方式。在传



统的财产管理方式中，无论是委托代理、行纪还是有限合伙，都只能采取合同的方式，不能采取遗嘱方式。

其二是信托目的自由化。在信托中，只要不违背法律的禁止性规定和社会公共利益，委托人可以为各种各样的目的而创立信托。委托人既可以为了自己的利益设立“自益信托”，也可以为了他人的利益设立“他益信托”，还可以为了公益目的设立“公益信托”。相比之下，传统的财产转移制度中，赠与和继承只能用于他益和公益场合，不能用于自益场合；买卖则只能用于自益场合，不能用于他益场合和公益场合。而传统的财产管理制度，则均只能用于自益场合，不能用于他益和公益场合。

其三是信托利益规划的弹性化。信托目的自由化集中表现为委托人可以对受益人及其信托利益进行弹性规划，从而使信托能够更加灵活地实现委托人的意愿。如在信贷资产证券化信托、证券投资信托、不动产投资信托以及私人股权投资信托中，信托机构可以通过设计受益权分层的“结构性信托”，将受益权分为优先级和次级等不同层次，不同级别受益权的收益和风险特征不同，使同一信托得以同时满足不同偏好的投资者需要，极大地丰富了信托的财产管理功能。相比之下，委托代理、行纪和有限合伙等财产管理制度均无法对财产利益进行类似于信托的弹性规划，因而，难以向信托那样成为灵活的投资工具。

传统的财产转移制度在财产转移时通常是及时的转移，传统的财产管理制度在管理结构上则通常是法定的，因而，难以附加可以达成财产权人特定目的的各种条件，应用上较为僵化，缺乏弹性，灵活性不足。由于委托人设立信托的目的是自由的，可以在信托财产的管理结构和信托利益的设置方面附加各种条件，因此，信托在应用上具有空前的灵活性。

第三，稳定性。由于传统的财产管理制度实现的财产转移通常都是即时转移，因而难以有保障财产权人转移财产所要达到的目的稳定性机制；传统的财产管理制度，除投资公司和有限合伙外，委托代理关系随时可以解除，因此，也没有稳定的管理机制。而信托在法律上因有存在连续性的设计，因此，信托设立后可以不因各种意外情况发生而终止，从而确保委托人能稳定地实现自己的信托目的。

三、信托机构发展私人财富管理的策略分析

基于以上逻辑，我们认为信托财富管理的未来发展空间很大，值得在严控风险的前提下给予更多的关注和投入。具体而言，可以从三个方面改进现有的财富管理业



务：其一是针对客户的客观收益需求，加强主动管理与资产配置；其二是针对客户的主观服务需求，提高服务质量；其三是针对监管要求，加强法律风险的内部防控。

（一）财富管理业务中的资产配置与管理

作为财富管理服务的主要提供方，研究财富管理的资产配置，可以看到目前存在的问题和改进的方向，从而推动信托公司等资产管理机构在财富管理业务上更好地发展，最终实现个人、金融机构和社会的多赢局面。

1. 资产配置中的资产类别及其特征

资产配置的主要类别包括现金、固定收益证券、股票、基金产品、信托产品、银行理财产品、保险理财产品、衍生品和外汇、私募股权、房地产、贵金属和艺术品等。在配置资产的时候，通常需要关注资产的三个重要特性：即流动性、收益性、风险性，而整个资产配置工作其实都是围绕这些特性展开的。

所谓流动性，是指资产能够以一个合理的价格迅速变现的能力，它反映变现的时间尺度（卖出所需时间长短）和价格尺度（与公平市场价格相比的折价）之间的关系。现金的流动性是最高的，活期存款也几乎等于现金，定期存款的流动性就低于活期。能够在二级市场交易的股票和债券的流动性通常较好，因为大部分股票或者债券可以随时按市场价格买入或卖出。此外，流动性较好的还有贵金属、外汇和衍生品等。相比之下，房地产的流动性就比较差了，若遇到市场不好也有可能几个月无法变现，或者要低于市价很多才能变现。而期限较长的理财产品以及私募股权基金等则具有最低的流动性。

对于收益性，最通用的比较方式是用年化收益率来比较不同产品的收益高低。统计数据显示，权益类投资的收益率高于固定类收益产品，但是相对高的收益也伴随着相对高的风险。不同类别资产在不同时间段表现不一样，投资者本身投资的技巧也是收益率的重要决定因素。根据历史经验，股票、贵金属、外汇和衍生品、权益类基金、私募股权基金等产品的收益率较高，其次是房地产和债券类基金，最差的是现金、债券。至于风险性，其高低和资产收益性的高低基本上是呈正相关的，即收益越高往往风险越大。

2. 资产配置的过程

资产配置的过程，通常分为四个步骤：步骤一，设立财富管理目标；步骤二，建立资产配置策略；步骤三，选择适合的金融产品，形成具体投资组合；步骤四，定期检视投资组合。这四个步骤通常需要在整个投资期间不断重复。



整个资产配置过程的第一步就是设立财富管理的目标，这也是决定资产配置成功与否的重要因素。设定明确的财富管理目标，是成功实施财富管理计划的先决条件。根据达成时间长短，通常分为短期目标（3 年以内）、中期目标（4 ~ 7 年）与长期目标（7 年以上）。

在确立了财富管理目标之后，就是要建立相应的资产配置策略。在建立资产配置策略的时候我们通常关注资产的流动性、收益性、风险性，并在资产配置的相关理论指导下展开。

接下来是选择合适的产品，按计划将现有的资金和未来的资金放在存款、债券、股票、基金、信托、保险等理财产品中。选定投资产品并进行投资之后，我们仍然要定期追踪投资的绩效，同时尽量广泛地阅读相关书籍。同时，了解各项投资运作是否如预期、是否有更适合的新产品、是否有需要调整的情况出现。当发生如下事项时一定要及时检视投资组合，确定是否做出调整：（1）市场出现重大变化，需要重新评估该市场的长期表现；（2）某项投资与预期出现较大偏差；（3）新的投资产品出现，可以改善投资组合；（4）产品到期需要再投资。

3. 资产配置的案例实证

本文选取沪深 300 股票指数收益率、标普 500 指数收益率、二手房价格指数收益率^①、中证综合债券指数收益率、黄金价格指数收益率、贷款类信托收益率^②和货币市场基金收益率^③，利用其 2003 年至 2013 年的年收益率进行最优投资组合分析。统计数据显示，沪深 300 股票指数拥有最高的波动性，而中证综合债券指数波动性则最低。在收益率方面，黄金在样本期间拥有最高的累计收益率，而房地产的收益率次之，波动风险最小的货币市场基金收益率最低。同时债券资产的收益率和其余资产呈现负相关，在资产组合中可以起到很好的风险分散作用。

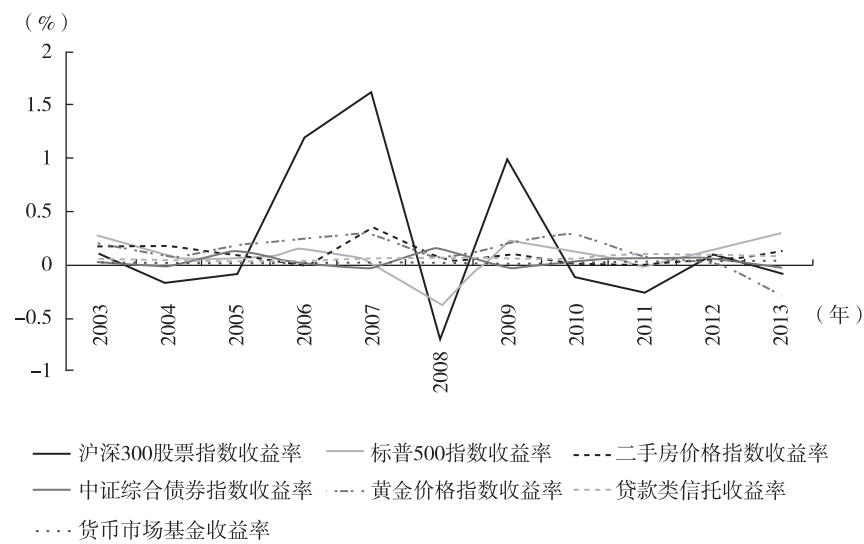
借助均值一方差模型，根据假设的三个不同情景，配置出三个不同风险程度的投资组合。

情景一：假设投资者的预期收益率较低，为 7%，风险承受能力较低，均值一方差模型计算出的资产投资权重如下。

① 这里选取一线城市的二手房价格指数作为代表。

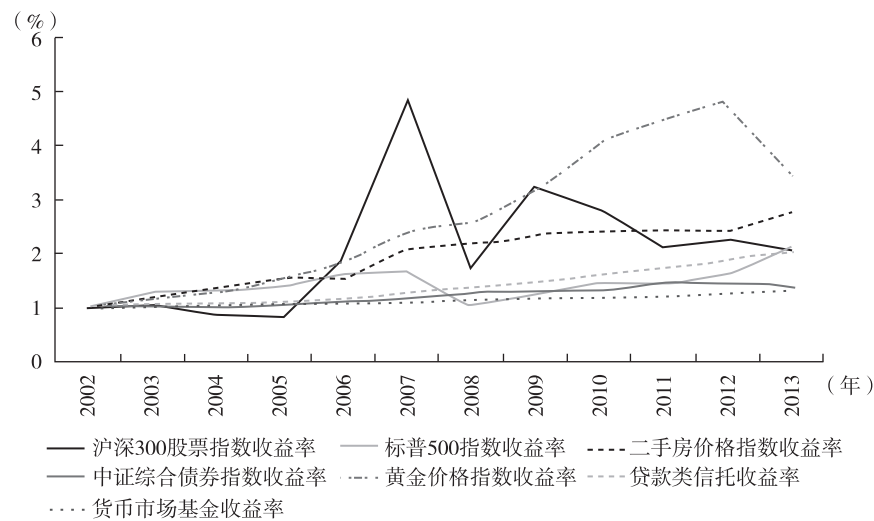
② 以每年发行的所有贷款类信托产品的平均收益率数据作为代表。

③ 货币市场基金选取历史数据较长的南方基金的南方现金增利 A 作为代表。



数据来源：新华信托研究部，Wind 资讯。

图 6 七种资产的年收益率



数据来源：新华信托研究部，Wind 资讯。

图 7 七种资产的累计收益率比较
各项资产投资权重

表 10

资产	权重 (%)
沪深 300 股票指数	0.00
标普 500 指数	5.34
二手房价格指数	9.62
中证综合债券指数	13.67
黄金价格指数	4.88
贷款类信托	66.49
货币市场基金	0.00
组合标准差	1.12

数据来源：作者自行整理。



从具体分析来看，该权重相当合理，在预期收益较低的情况下，约 80% 资金进入贷款类信托产品以及债券产品，有助于风险的把控。

情景二：假设投资者的预期收益率为 11%，风险承受能力一般，均值一方差模型计算出的资产投资权重如下。

表 11 各项资产投资权重

资产	权重 (%)
沪深 300 股票指数	0.00
标普 500 指数	9.55
二手房价格指数	40.18
中证综合债券指数	0.00
黄金价格指数	42.18
贷款类信托	8.09
货币市场基金	0.00
组合标准差	8.68

数据来源：作者自行整理。

从具体分析来看，在预期收益中等的情况下，大部分资产进入收益较为稳定的黄金资产、房地产和贷款类信托，有助于在风险可控的情形下获取适度的收益率。

情景三：假设投资者的预期收益率为 20%，风险承受能力较高，均值一方差模型计算出的资产投资权重如下。

表 12 各项资产投资权重

资产	权重 (%)
沪深 300 股票指数	64.98
标普 500 指数	0.00
二手房价格指数	0.00
中证综合债券指数	0.00
黄金价格指数	35.02
贷款类信托	0.00
货币市场基金	0.00
组合标准差	48.95

数据来源：作者自行整理。

从具体分析来看，在预期收益较高的情况下，高风险的权益类资产配置比重提升，超过一半资产配置到沪深 300 股票指数，有助于获取较高收益率，但是投资者需要承担的风险也大幅攀升。

根据模型测算的结果，绘出被选择的 7 种典型资产对应的有效前沿，其横坐标轴



代表风险，纵坐标轴代表收益率。

表 13 不同预期收益率对应的各项资产投资权重一览 单位：%

预期收益率	5	7	11	15	20
沪深 300 股票指数	0.00	0.00	0.00	16.84	64.98
标普 500 指数	5.21	5.34	9.55	0.00	0.00
二手房价格指数	4.67	9.62	40.18	0.00	0.00
中证综合债券指数	14.22	13.67	0.00	0.00	0.00
黄金价格指数	3.58	4.88	42.18	83.16	35.02
贷款类信托	27.78	66.49	8.09	0.00	0.00
货币市场基金	44.54	0.00	0.00	0.00	0.00
组合标准差	0.62	1.12	8.68	54.85	48.95

数据来源：作者自行整理。

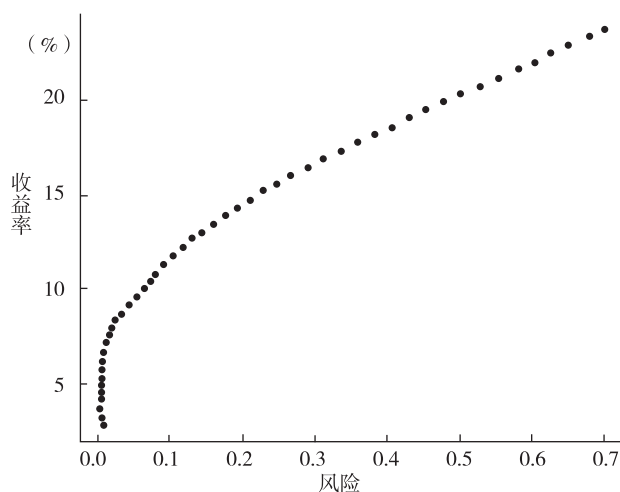


图 8 投资组合有效前沿

(二) 财富管理业务中的服务质量缺口及其弥合

财富管理客户的需求是一种隐性服务标准，它存在于客户的头脑之中，是个体的一种内心体验，较难用语言或书面材料进行准确描述。它也不易被体察和模仿，只有不断地与服务感知质量进行对比，客户内心的这种需求才会日渐明朗。与此相对应的是公司内部制定的各种显性服务标准，它存在于员工手册和企业的规章制度中，是管理层可控制的标准。隐性标准需要通过客户与财富管理人员的沟通和服务传递，才能逐渐在财富管理人员的头脑中清晰起来，这种感知通过组织内部的沟通渠道获得管理层的认可，作为新的标准条款写进财富管理服务的管理规章中，从而变为显性标准。



根据实际情况，财富管理服务质量的缺口主要包括倾听缺口、服务设计与标准缺口、服务绩效缺口以及服务沟通缺口，信托公司的任务就是要弥合这四个缺口，如图9所示。

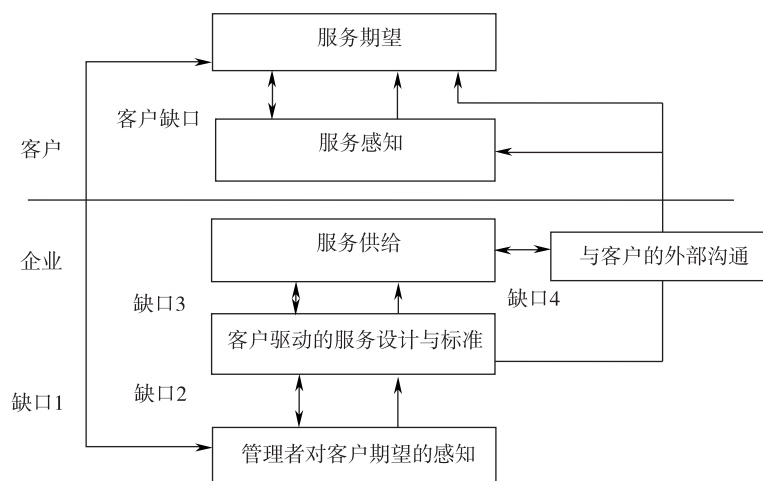


图9 服务缺口模型

倾听缺口是指财富管理客户对服务的期望与公司对这些期望的理解之间的差别。公司不了解或者不清楚客户的期望，甚至不愿意了解客户期望或不准备解决这些问题，都可导致服务行为不符合客户的期望。该缺口可能会引发一系列的错误决策与次优资源配置，最终导致低劣的服务质量感知。造成倾听缺口的原因很多，常见的有营销研究导向不充分、缺乏向上沟通、对关系的关注不充分和服务补救不充分等。因此，研究倾听缺口是提高、改善财富管理服务质量的基础。为了消除客户倾听缺口，财富管理人应当尽可能地走近客户、了解客户，最大限度明确客户想要什么，通过客户访谈、问卷调查、投诉回访系统及对海外相关数据收集等方式，充分理解客户对财富管理的内在需求。

在明确客户需求后，下一个必要条件是建立合适的财富管理服务设计及绩效标准。财富管理公司对客户期望的理解与制定客户驱动的服务设计和标准之间存在的缺口，是指公司虽然对客户期望有着比较清楚的了解，但没有将这种期望转变为客户期望的服务质量标准。公司很难制定准确的绩效标准来衡量员工是否服务到位。因此，财富管理人应当吸收成熟市场服务理念、方式及资产配置技术，结合公司在实际展业中遇到的问题，如客户希望的服务内容、避免标准制定的主观性等，最终完成整个财富管理服务设计与标准的设定。



财富管理服务设计与标准设定后，下一步将进入服务的提供及操作阶段。服务标准落实到位的前提是系统、流程、人员全部到位，确保服务传递与正确的服务设计与标准相匹配。但实际中，服务标准与服务绩效间往往存在差距，因此财富服务实施的监督与实际效果的检验是保证服务标准实现的关键，除了强化人员、系统外，在投资方面，要针对中国市场实际情况及可能的变化，对投资策略、技术进行定期检验，并及时调整相关参数，以此确保投资（服务）标准的动态达标，即服务绩效缺口的弥合。

最后一个缺口是服务沟通缺口，是指信托公司实际传递的服务质量与内容和宣传的服务间存在差别，这些差别产生的原因涉及缺乏整合营销传播、对客户期望无效管理、过度承诺、水平沟通不充分、不恰当定价等。鉴于上述因素，在外部沟通方面，无论是营销沟通还是定价，都可能由于提高客户对服务传递期望，而造成更大差距。

上述服务质量差距的分析，勾勒了财富管理服务体系的构成元素。以上这四个缺口的弥合，归根结底是为了弥合客户总的服务体验。财富管理业务的核心是财富管理服务，在充分认识客户需求的情况下，通过对服务质量缺口的弥合，来完善整个财富管理体系，对信托公司已经开始的业务转型有着很大的指导性意义。

（三）私人财富管理业务的法律风险及其内部防控

1. 私人财富管理的法律风险

尽管私人财富管理的市场前景非常广阔，信托公司开展此业务也具有良好的制度优势，但其潜在的风险也是存在的。目前，国际上通行的财富管理业务的服务对象定位为一些高净值客户（High - Net - Worth Individuals, HNWI）^①，表面上看，这些高净值客户的信用水平相对较高，似乎没有多大的风险，但实际上，与传统金融服务相比，财富管理业务所提供的服务涉及财富保值、增值和传承服务，内容复杂多样，这就决定了由此可能产生的风险更加错综复杂。根据国际经验，声誉风险、市场风险、操作风险和法律风险等是财富管理业务领域存在的主要风险，其中法律风险是财富管理业务发展面临的最大障碍。

财富管理领域的法律风险并无统一界定，我们不妨参考《巴塞尔新资本协议》

^① 根据2014年5月27日，兴业银行与胡润研究院在上海联合发布的《2014中国高净值人群心灵投资白皮书》，高净值人群是指个人资产在600万元以上的人群，高净值人群资产包括个人拥有的实物资产和金融资产，其中实物资产包括自住房产、投资性房产等，金融资产包括股票、基金、债券、存款、保险等。



对银行的法律风险的界定,《巴塞尔新资本协议》将法律风险定义为包括但不限于因监管措施和解决民商事争议而支付的罚款、罚金或者惩罚性赔偿所导致的风险敞口。其主要分为经营法律风险和环境法律风险两种类型。法律风险普遍存在于商业银行经营管理与业务操作的各个方面,如商业银行的操作风险实际上也是一种具有法律特征并需要运用法律专业判断才能够有效控制的一类风险。^①可见,法律风险并非独立存在,从受托机构运营操作到客户权益保护,涉及的风险相互交织在一起,同一行为在产生一种风险的同时也会直接或间接地引发第二种风险。例如,受托机构未进行风险提示或提示不充分的行为属于违约风险范围,但同时也违反了法律规定,属于合规风险;又如客户不披露自身重要信息既是对约定义务的违反,会给受托机构带来违约风险,在其利用财富管理业务进行洗钱犯罪时,则又会给受托机构带来合规风险。

(1) 监管与合规风险。

①监管风险——统一监管的缺失。信托的主要功能有财产转移与财产管理,派生功能有资金融通、信息融通、资源配置以及税务规避等。金融理财市场提供的综合性金融服务,正是试图利用营业信托的这些功能特点,针对不同客户而定制金融服务,财富管理业务也因此成为我国跨行业交叉性金融业务中最活跃的业务类型。信托与财富管理有着高度的统一性,两者均强调金融机构受信任的地位以及诚信、专业的品质。“信托”一词之所以能从英美法系走入大陆法系,并非依托于以信托命名的机构或行业,而是依托于“基于信任而托付”的制度安排。目前,在国内不管是商业银行推出的个人理财业务,还是证券公司、基金公司、保险公司等各类金融机构推出的类信托业务,其核心都是“受人之托,代人理财”。无论提供信托服务的主体以怎样的名称或形式出现,作为受托人,其在受托管理他人财产的过程中,都必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。究其实质,并未跳出信托这一范畴,营业信托机构的范围已经从信托公司拓展开来成为不争的事实。如果对“信托”的认识与定位仅停留在信托公司层面,既不利于民事信托的发展,也不利于营业信托的监管。因此,我国信托业已经成为从事营业信托业务的所有金融机构的总和或者相应业务的市场总和,相对应地,信托业监管对象绝不应该限于信托公司及其业务。然而,受制于分业经营和分业监管的政策,同类型的财富管理业务却会因为金融机构的不同而有不同的监管标准,这种监管尺度宽严不一、监管理念相去甚远的情况直接导致了差别监管。差别监管在市场上正在不断制造越来越多的不公平竞争,参差不齐的

^① 刘轶:《论巴塞尔新资本协议中的法律风险》,载《武汉理工大学学报(社会科学版)》,2006(2)。



市场准入制度也在快速集聚信托风险。

②合规风险。所谓合规风险，是指受托机构因未能遵守法律、监管规定、自律性组织制定的有关准则，而可能受到法律制裁或者监管处罚、重大财务损失或者声誉损失的风险。实际上，各国金融监管机构都从降低经营风险的角度出发以法律形式规定了业务经营的禁止性规定。

由于财富管理业务通常内容复杂、个性化程度高、涉及多个金融领域，因为对产品及服务的法律合规性有着严格的要求。随着财富管理业务的核心越来越明确，即帮助客户实现财富的保值、增值和传承，在国外混业经营的市场环境下，金融机构可以按照客户的要求，利用多种金融工具提供多元化的产品，但我国法律确立的分业经营制度，使银行、证券、保险、信托市场处于割裂状态，导致目前国内财富管理业务所提供的产品并不能满足综合化、个性化的要求。从国外成熟市场来看，财富管理业务无一不和资本市场、金融市场有着密切联系。随着国内该项业务的需求持续扩张，金融机构为了能够获得比较优势，必然会积极为客户的资金寻找更多利于保值增值的投资渠道，产品的范围不排除会逐渐向法律法规禁止的金融领域延伸，稍有不慎便会陷入违规经营的困境。

(2) 承诺预期信托收益的法律风险。任何的投资都有风险，只不过是风险大小的问题。基于信托机理的财富管理业务当然也包括投资功能。在实践中，信托公司往往公布预期收益，从而吸引投资者。预期信托收益是设计信托产品最重要的组成部分，这关系到投资回报的关键问题。信托收益一方面是投资者积极参加信托计划的原动力，另一方面又是信托公司选择投资项目进行投资的责任。投资者的投资回报来源于信托收益，如果没有预期的信托收益或者令投资者满意的收益率，投资者也不会认购信托产品。因此，预期的信托收益是投资者和信托公司共同关注的问题。

从法律上讲，信托收益不能保底，信托财产也不能保证不受损失。根据《信托公司管理办法》规定，信托公司不得承诺信托财产不受损失或者保证最低收益。但是，刚性兑付已经成为行业潜规则。业内所谓的刚性兑付，可概括为：信托计划发生兑付困难时，信托公司以自身或者关联方信用，为信托计划原受益人实现兑付的非市场化兑付行为。刚性兑付的特性表现为以下几方面：

第一，刚性兑付异化了信托业务的本质，信托业务从其属性上不属于信托公司的负债业务，而刚性兑付实质上是由信托公司或其关联方为信托计划提供了隐性担保，进而将信托业务变成了信托公司的一种隐性负债，这种隐性担保的存在，进一步导致



了信托产品风险与收益的不匹配，产生了信托市场高收益、零风险的扭曲现象。

第二，刚性兑付具有权利和义务的不对等性，因刚性兑付扭曲了信托业务的本质，进而导致信托公司因此承担了信托合同外的义务，因此存在权利和义务的不对等性，进而加大了信托公司的经营风险。

第三，刚性兑付运作方式具有非市场性的特征，信托公司或者关联方对信托受益权的受让从动因上看主要是基于规避监管不利后果，而非信托受益权价值的真实体现，其定价也并非基于信托受益权的真实市场价值。

从历史纬度观察，刚性兑付是在信托行业发展初期，信托公司为维护市场声誉和规避监管的不利后果，在出现风险时采取的一种特殊兑付方式。刚性兑付具有功能上的双重性，在信托行业发展初期对行业发展起了一定的促进作用，是信托公司在市场机制不完善的背景下为保护投资者利益而形成的一种特殊的自我约束机制，对于促进信托公司以此为警戒提升风险管理能力具有一定的促进作用，但刚性兑付背后隐含的风险不容小觑，长远来看不可维系。其风险表现如下。

第一，刚性兑付在一定程度上异化了信托业务“受人之托，代人理财”的信托本质，以信托公司及关联方信用为信托计划提供了隐性担保，使得其承担的实质风险超越了净资本约束的范围。随着行业的不断发展以及受托管理资产规模的不断扩大，刚性兑付背后所隐含的风险将超出信托公司的承受范围，势必将影响信托公司的长远发展。

第二，刚性兑付具有风险积蓄及传导功能，可能引发系统性的金融风险。刚性兑付异化信托业务本质的另一个表现是风险与收益的不匹配。信托业务尤其是其中的集合资金信托业务飞速发展的一个重要原因是刚性兑付背景下信托产品的高收益和零风险，此现象吸引了大量社会资金涌入信托市场，而随着刚性兑付对于信托公司乃至信托业变得不可长期维系，加之信托业务风险被长期忽视，资本收益长期不能得到合理的风险定价，系统性的金融风险极易发生。

第三，引发和加重系统性金融风险的另一个原因是不同金融机构之间的合作进一步加深，随着2012年资产管理市场的全面开放，银信合作、证信合作、基信合作、保信合作等新的业务合作模式不断涌现。如果信托市场发生系统性风险，极易将风险传导至其他金融部门，进一步加深金融行业的系统性风险。

概言之，信托业的刚性兑付规则，使信托产品的投资者在获得远高于一般存款人和债券投资者收益的同时，却不承担相应的风险和损失，使信托公司变相为信托产品



投资者提供隐性担保。如果任其发展，可以预见信托产品零风险、高收益的特征将使低风险的固定收益类产品面临利率大幅提升的被动局面，进而扭曲国家的利率体系。

(3) 违反反洗钱义务的法律风险。违反反洗钱义务的法律风险是私人财富管理业务面临的最重要的风险之一。所谓洗钱，是指将犯罪所得及其收益通过交易转移转换等各种方式加以合法化，以逃避法律制裁的行为。金融机构在接受一笔巨额财产的同时也承担了巨大的法律风险。中国正处于经济转轨时期，因腐败、走私、贩毒、侵吞国有资产等各种违法犯罪行为产生的违法收入数额巨大，希望借助私人财富管理业务这一渠道洗钱的欲望也特别强烈。如果不加强对私人银行反洗钱义务的宣传和监管，所谓的投资理财会为贪污腐败的官员和取财无道的商人大开洗钱的方便之门。全球化的进一步发展使得各国对反洗钱活动的危害认识加深，各国在立法上也对私人财富管理业务的尽职审查义务提出了更高的要求。无论是素有离岸资金乐土之称的瑞士，还是在金融自由化下私人银行业务突飞猛进的美国，都为应对洗钱犯罪对本国的法律做了修改。如何在保证私人财富管理业务快速发展的前提之下，有效地监控和防范洗钱风险，将成为未来我国私人财富管理业务健康长远发展的关键。

我国《反洗钱法》及《金融机构反洗钱规定》等法律法规，规定了金融机构的反洗钱义务及其法律责任，要求金融机构必须建立健全反洗钱内部控制机制，建立客户身份识别制度、客户身份资料和交易记录保存制度以及大额和可疑支付交易报告制度等。然而，在财富管理业务的实际开展过程中，如何界定高净值资产客户的财产是否合法，却是一个难以解决的问题。

首先，执行难度大。从我国金融机构反洗钱的现状来看，受托机构获取、审查客户完整、有效的身份信息和经营信息的手段单一，可操作性较弱，缺少高水平的甄别技术和信息手段，工作人员难以有效识别其真伪。当前，富裕阶层很难完整地说明财产来源渠道及其合法性，并提供相对应的法律证明文件，法律所规定的诸如工资单、纳税单等收入证明文件类型已经不适应其收入来源渠道的多元化趋势。对受托机构来说，承担着巨大的法律风险，随时可能因为涉及帮助非法资金外逃和洗钱犯罪而受到法律制裁。

其次，存在利益冲突。金融机构开展反洗钱工作，必然要加大对客户信用、资质的审查，这就使得原本相对宽松的服务变得严格和复杂。一方面，客户往往会认为受托机构在“监视”自己的隐私，从而引起避忌，这势必会使受托机构损失部分客户，导致直接收益下降。另一方面，反洗钱的监控成本也会大大提高财富管理的总成本。



当各家财富管理机构在激烈的市场竞争中争夺高端客户时，财富管理机构可能因为利益诱惑而在判断客户财产合法性时不履行反洗钱义务。同时，如果金融机构为履行反洗钱义务所付出的较高成本得不到补偿，会挫伤其参加反洗钱工作的积极性。

最后，与为客户保密原则的背离。在实践中难免发生与为客户保密原则背离的情形，因此为了执法与司法的需要，法律又对金融机构的保密义务做了许多例外规定。根据这些例外条款，能在金融机构行使查询划拨冻结等权力的机关众多，金融机构保密义务的规定与保密例外规定的关系失衡。在这种情况下，很难履行对客户金融信息保密的承诺，高净值资产客户对于把自己的资产委托给金融机构经营管理不能不产生种种疑虑和担心。从目前我国的法律环境来看，个人隐私和财产保护的法律边界、保护方式、公权力干预范围及方式损害赔偿等内容处于空白状态，无疑将对财富管理机构合法适当地履行对客户隐私和财产的保护义务带来不利影响。这同时也是财富管理机构的反洗钱义务与为客户保密原则的矛盾所在。

2. 法律风险的应对

除了客户的收益与服务要求外，信托公司尤其应当注意开展相关业务中的法律风险。法律风险的普遍性决定了法律风险管理的组织结构较为复杂，对其的处理需要广泛运用法律专业判断和风险量化技术。因此，构建私人财富管理的法律风险防控组织结构必须明确各个组织部门的管理职责，同时为使所有相关部门能够理解和有效实施法律风险管理必须建立相应的协调或者报告机制。

(1) 健全财富管理机构内部管理与责任机制。建立私人财富管理的内部管理与责任机制是通过财富管理机构自身的管理机制来确保其合法合规经营的重要方式。具体而言，内部管理机制可从客户信用风险评级、投资业务分析管理、业务流程跟踪监控、风险责任救济机制及员工管理体制五方面进行完善。第一，建立高净值客户信用风险评级机制。完善的风险评级机制是财富管理机构避免行为风险的基础，财富管理机构通过建立专业的信用风险评级流程与系统，根据客户提供的个人信息及主观投资风险识别对客户的风​​险承受能力做出准确判断，从而进行有针对性的产品销售行为。第二，健全投资业务分析管理体系。投资业务分析管理要求财富管理机构具备专业性分析人员，通过对投资事项的调查与论证对产品的投资风险与收益做出准确判断，并将判断结果如实告知客户，以便客户以此做出投资决策。第三，进行业务流程跟踪监控。业务流程跟踪监控是财富管理机构对投资业务存续运行过程的管理，通过流程监控及时调整投资方式，确保预期投资收益的实现。第四，设置风险责任救济机制。风



险责任救济机制是财富管理机构因投资判断错误或义务履行缺失而导致客户权益受损时，采取的私力救济方式。财富管理机构应当针对不同产品类型制订救济预案，当损失发生时及时采取救济措施，防止客户投资资金亏损的进一步扩大，切实保护客户权益。第五，完善员工管理体制，通过制定内部员工操作规则加强员工道德风险与操作风险防范。

(2) 建立相对独立的高净值客户信息系统和保密制度。了解客户是私人财富管理业务开展的重要基础。一方面，财富管理机构需通过了解客户状况防止由交易对象所带来的法律风险；另一方面，只有充分了解客户，才能更有针对性地为客户提供其所需要的个性化服务。因此，财富管理机构应该在现有制度的基础上，建立相对独立的高净值客户信息系统和保密制度。该系统同时收集客户的业务信息和反洗钱信息，将业务发展和反洗钱工作结合起来。同时还应该制定概念准确、符合反洗钱要求的客户信息保密制度和查询制度。严格规范查询权限，确保财富管理客户的信息安全。从国外知名财富管理机构的经验来看，它们总是将反洗钱制度和客户信息保密制度结合起来介绍。这样的处理方式，可以让目标客户明白自己的金融隐私受到法律和财富管理机构的强力保护，让不良企图者知险而退。

具体而言，在商业活动的开始，即资金实际进入财富管理业务体系之前就应开展这一了解工作。首先，在开户程序上，客户经理就要确保对客户信息核实工作的到位，不与身份未明的客户发生业务和提供服务，严格构筑起反洗钱的第一道防线。一般而言，客户经理应在开立账户前与该客户进行面谈，需要收集和记录的基本信息应包括开户原因、财富来源（描述产生其净财富的经济活动）、估计净财富、资金来源（描述开立账户所接受货币的来源及支付手段）；在可能的情况下，通过证明人或是其他途径来确认有关客户的信息。在财富管理所服务的高净资产客户中，有几类人需要对其进行额外的尽职调查，因为他们可能给受托人带来更高的风险。比如，资金来源于那些被业界广泛认为是反洗钱工作水平不足或是犯罪和腐败风险高的国家和地区，在职或是曾在职的政治性人物及其家人。开展财富管理业务应根据不同种类金融产品的特点，以及客户的经济状况、业务状况、风险认知能力、投资偏好、风险承受能力等因素，为客户建议或设计适合客户需要的产品及服务，防止由于了解客户不够而损害客户利益的情况发生。

(3) 合规风险防范与信息披露制度相结合。财富管理机构应当制作详尽而规范

的合同，其中一些重要条款应当经由专职法律人员进行审查，确保合同的合规性。在



销售过程中财富管理机构应要求客户经理向客户充分揭示产品风险，并建立几道严密的防线。

首先，如果客户经理通过电话联系客户，财富管理机构应进行电话录音；设置尽职调查岗位，再一次向客户确认是否了解产品的特性，客户经理是否对其充分揭示了产品风险。通过这些做法使客户更加了解财富管理机构向其提供的产品、服务的内容、可能存在的风险、双方当事人的权利和义务、财富管理机构有可能承担的法律风险与后果等。这样既降低了财富管理机构违约风险的可能，也更好地保护了财富管理业务客户的合法权益。

其次，建立客户经理的黑名单，对泄露客户信息、损害客户合法权益的客户经理进行业务限制。此外，对财富管理业务客户经理的考核不应仅以业绩作为唯一标准，评判还应包括对其服务质量、职业操守等进行全方位调查和监督。

(4) 严控产品前端设计，破解刚性兑付困局。前述风险分析已表明，刚性兑付并非受托人的法定义务，甚至与受托人义务是相悖的。而这种刚性兑付困局是由多方面的历史因素综合导致，面对越来越激烈的财富管理市场竞争，受托机构是否要刚性兑付，已经无从选择。因此，既然刚性兑付已经成为业内“潜规则”，我们不妨换个视角，从信托产品的设计开始，防范“兑付危机”。兑付危机来源于信托本息能否实现。针对信托风险，首先看资金运用项目的投资情况，特别是项目在信托期限内的现金流量是否能充分承担还本付息的义务；其次，看项目公司的背景和实力，即项目公司是否有足够的资金实力在项目不能正常还本付息时偿付信托财产；再次，看信托资金运用的风险防范手段，如抵押（质押）物是否有保障，担保方信用级别和资金实力如何，是否有保险机制介入等；最后，看发售信托产品的市场成熟程度，例如在2003年7月，中信信托推出的“华融公司优先资产收益权”的信托产品，虽然在资产处置和融资思路方面做出了重大创新，但是其高风险程度只有业内人士才知道。所以，这就要凭借从业经验和国家金融产业政策来综合考量判断。

四、结语

中国经济持续多年的高速增长，带来了规模庞大的私人财富存量，这激发了财富管理市场需求的膨胀，由此催生大量财富管理机构的出现。而近年来经济结构与增长方式的转变、资本回报水平的下降以及人口老龄化的提速都推动着私人财富管理需求的增长。与此同时，当前我国开拓私人财富管理市场也已具备充分的制度基础。无论



从经济形势还是从公共政策来看，私人财富管理市场都具备着广阔的市场前景与发展空间。信托机构应抓住良机，从客户的客观收益要求、主观服务要求和应对法律风险三个方面入手，提高服务质量，加强主动管理，严控法律风险，发挥自身的制度、经验和人才储备优势，大力发展财富管理业务。即便财富管理业务刚刚起步，总有一天中国的信托公司也可以像国外同行那样成为成熟企业的市场典范。

参考文献

- [1] 李海洋、牛海鹏：《服务营销》，北京，企业管理出版社，1996。
- [2] 朗志正：《质量管理和质量体系要素》，北京，中国标准出版社，1995。
- [3] 宋彦军：《TQM、ISO9000 与服务质量管理》，北京，机械工业出版社，2005。
- [4] [美] 瓦拉瑞尔·A. 泽丝曼尔、玛丽·乔·比特纳等著，张金成等译：《服务营销》，北京，机械工业出版社，2004。
- [5] 狩野纪昭：《在全球化中创造魅力质量》，载《中国质量》，2002（9）。
- [6] 邓富民：《基于服务质量差距模型的服务质量特性构成分析》，载《四川大学学报（哲学社会科学版）》，2004（5）。
- [7] 黄家章：《国内资本市场投资者如何通过趋归投资本义而走向成熟》，载《学术论坛》，2008（8）。
- [8] 潘新民：《中国财富管理发展趋势与应对策略》，载《时代金融》，2012（3）。
- [9] 郭妍婷：《财富管理的发展以及在中国的前景》，载《经营管理》，2011（5）。
- [10] H. Hong and J. L. Yu, Jiang Wang: Firms as Buyers of Last Resort: Financing Constraints, Stock Returns and Liquidity, Journal of Financial Economics, 2007.
- [11] M. Haugh and L. Kogan, Jiang Wang: Evaluating Portfolio Policies: A Duality Approach, Operations Research, 2006.
- [12] Dimitri Vayanos, Jiang Wang: Liquidity and Asset Returns under Asymmetric Information and Imperfect Competition, Review of Financial Studies, 2012.
- [13] Regan W. J. : The Service Revolution, Journal of Marketing, 1963（27）.
- [14] Lehtinen U. , Lehtinen J. : Service Quality: A Study of Quality Dimensions. In:



Working Paper. University of Tampere, 1983.

[15] Gronroos C. : Service Management and Marketing. Lexington, Massachusetts: Lexington Books, 1990.

[16] Lewis R. C. , Booms B. H. : The Marketing Aspects of Service Quality. In: Berry Led. Emerging Perspectives on Services Marketing, Chicago: GISHostack and G. Upah, Eds, 1983.

[17] Gronroos C. : Marketing in Service Companies, Malmö Liber, 1983.

[18] Albrecht C. , Zemke R. : Service America: Doing Business in the New Economy. New York: Warner, 1985.

[19] Lindqvist L. : Customers' Perception of Quality in Consumption Phase. In: Research Report No. 17. Helsinki: Swedish School of Business and Economics, 1988.

[20] Parasuraman A. , Zeithaml V. A. , Berry L. L. : A Conceptual Model of Service Quality and Its Implications for Future Research. Journal of Marketing, 1985 (49).

[21] Parasuraman A. , Zeithaml V. A. , Berry L. L. : SERVQUAL: A Multiple – Item Scale for Measuring Consumer Perceptions of Service Quality, Journal of Retailing, 1988.

[22] Guiry M. , Hutchinson W. , Weitz B. A. : Consumers' Evaluation of Retail Store Quality and Its Influence on Store Choice. In: Working Paper. University of Florida, 1992.

[23] Dabholkar A. P. , Thorpe D. I. , Rentz J. O. : A Measure of Service Quality for Retail Store: Scale Development and Validation, Journal of the Academy of Marketing Science, 1996.

[24] Wetzels M. , Ko de Ruyter, Lemmink J. et al. : Measuring Customer Service Quality in International Marketing Channels. Multimethod Approach, Journal of Business & Industrial Marketing, 1995.

[25] Carman J. M. : Consumer Perceptions of Service Quality: An Assessment of the SERVQUAL Dimensions, Journal of Retailing, 1990.

[26] Babakus E. , Boller G. W. : An Empirical Assessment of SERVQUAL Scale, Journal of Business Research, 1991.

[27] Vogels R. , Lemmink J. , Kasper H. : Some Methodological Remarks on the SERVQUAL Model. In: Avlonitis G. L. , Papavasiliou N. K. Kourenenos A. Ged. Marketing



Thought and Practice in the 1990s, Conference Proceedings of the XVIII Annual Conference of the European Marketing Academy, 1989.

[28] Olson J. C. , Dover P. : Disconfirmation of Consumer Expectations Through Product Trial, Journal of Applied Psychology, 1979.

[29] Oliver R. L. : An Extended Perspective on Post Purchase Phenomena: Is Satisfaction a Red Herring? Presented at 1985 Annual Conference of the Association for Consumer Research, Las Vegas, 1985.

[30] Markowitz H. : Portfolio Selection, Journal of Finance, 1952 (7).

[31] Roy, A. : Safety – first and the Holding of Assets, Econometrica, 1952 (20).

[32] Tobin J. : Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, Review of Economic Studies, 1958 (2).

[33] William F. : Sharpe A Simplified Model of Portfolio Analysis, Management Science, 1963 (9).

[34] Mao J. C. T. : Models of Capital Budgeting E – V versus E – S, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1970 (5).

[35] Ralf Korn: Realism and Practicality of Transaction Cost Approaches in Continuous – time Portfolio Optimization: the Scope of the Morton – Pliska Approach, Mathematical Methods of Operations Research, 2004 (2).

[36] Longstaff F. A. : Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities, Review of Financial Studies, 2001, 14 (2).

[37] Banz R. : The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks, Journal of Financial Economics, 1981 (9).

[38] Kim, Tong Suk, Edward Omberg: Dynamic Nonmyopic Portfolio Behavior, Review of Financial Studies, 1996 (9).

[39] Shefrin H. , Statman M. : Behavioral Capital Asset Pricing Theory, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1994, 29 (3).

[40] Artin Lfgren and Lars Witell: Kano's Theory of Attractive Quality and Packaging. QMJ, 2005 (3).

[41] Berger Charles etc. : Kano's Methods for Understanding Customer – defined Quality, Center for Quality Management Journal, 1993 (4).



附录

瑞银集团财富管理业务解析

瑞银集团开展私人银行业务已有 150 多年的悠久历史，瑞银集团目前是全球最大的财富管理机构之一。2003 年，瑞银集团将私人银行业务正式更名为财富管理业务。瑞银集团向目标客户提供全方位财富管理服务，使客户享受到品质卓越的全方位金融服务，帮助其实现与其个人、事业和家族目标相一致的个性化财富管理战略。瑞银集团财富管理的服务宗旨是，依靠众多理财专家的协助，制订出与每位投资者的投资计划相适应的规划方案，进而为客户及其相关的其他主体，实现风险与收益平衡的个性化资产配置。

一、瑞银集团的价值观和财富管理的要点

瑞银集团的价值观表现为四个方面：以客户为中心，创新和个性化的投资方案，高质量的员工培训，有效执行和服务卓越的企业文化。

瑞银集团越来越明确地形成了一种理念：财富管理业务的优势地位将会给其余业务以及集团自身带来更多收益。瑞银集团的财富管理是一个完整的服务体系，它通过个性化的建议、方案和服务的咨询程序帮助客户积累、保护和转移财富。财富的积累、保护和转移是瑞银集团财富管理的三个要点。

二、采用“ONE FIRM”的模式来发展财富管理业务

瑞银集团财富管理的一个基本特征是采用“ONE FIRM”的模式而不是各自为政的业务单元来发展财富管理业务。在瑞银集团看来，整合的业务模式要比各自为政的业务单元更能创造价值。瑞银集团建立了内部伙伴关系，从而杠杆放大了人力资本、产品内容和分销手段的相近性，此举增加了瑞银集团跨客户和跨部门的业务趋势，从而能够更好地服务客户，并最终能够创造新的业务机会。

瑞银集团的客户及其金融顾问会受到来自多领域专家团队的支持。这些财富管理专家同金融顾问共同设计出有深度的、整合的投资方案，诸如资产配置、投资规划、高管期权战略、财富转移和慈善规划等财富管理事项。这样紧密的一体化团队协作是瑞银集团财富管理成功的一个关键因素。

“ONE FIRM”模式的另外一个优点是，帮助瑞银集团消除了大量冗余的基础设施、服务、管理和控制。在所有的业务中，过去不能接近的客户和市场如今变得近在



咫尺，从而改善了客户服务和客户体验。

三、瑞银集团财富管理的客户体验：以客户需求为中心

瑞银集团致力于充分了解客户的需求，并将客户的需求转化为切合实际的金融目标。然后，与客户共同制定金融战略，并提供全面的投资建议以实现这些目标。在取得客户同意以后，将计划付诸实施。最后，随时检讨并关注投资表现，以便根据市场或者个人情况来调整管理策略。

同时，瑞银集团提供多种差别化的服务模式，例如根据客户参与度的不同，将方案分为委托方案、组合委托方案、建议性方案、独立方案，从而帮助客户达成财富管理的目标。



农村土地流转综合评估与大数据监测报告

课题单位： 中信信托有限责任公司

课题组成员： 车 耳
谷 彬



摘要

深化农村土地制度改革，推动土地资源有序流转需要全面、综合、系统的评估。本报告整合多种权威数据资源，对土地流转的发展过程、结构特征与区域分布进行系统分析解读，对区域土地流转状况与关联要素进行综合评估与聚类分析。基于百度这一全球最大的中文检索引擎，对社会公众对于农村土地流转的关注与检索进行大数据监测，为土地流转提供舆情信息支持。本文实证发现：当前农村土地流转并不充分和顺畅，土地流转面积、参与农户比例均比较有限，放弃农地经营的农户比重较低，诸多因素与土地流转负相关，存在显著阻碍作用。

农村土地流转，归根结底是人的问题。党的十八届三中全会后，农村土地制度改革进入关键时期与攻坚阶段，这是一项涉及面广、关联要素多的系统工程，需要凝聚人心、整合资源、形成合力。受《道德经》“委则全，枉则直，洼则盈，蔽则新，少则得，多则惑”的启发，我们认为，土地流转的突破口不妨从欠发达地区入手。这些地区发展矛盾比较突出，对于规模化、集约化、科技化经营的需求更加迫切，阻力更小，两者的契合点与互补性更高，更容易凝聚共识，形成合力，土地流转会更加顺畅，更容易调动各方智慧，突破发展瓶颈，实现共赢。

关键词：土地流转 官方数据 综合评估 大数据监测



目 录

一、研究背景意义	789
(一) 研究背景	789
1. 深化农村改革需要全面、综合、系统的评估	789
2. 农村土地流转与优化配置需要统计信息支撑	790
3. 土地流转复杂度高，需要模型方法的辅助决策	790
(二) 研究意义	790
1. 综合评估与关联分析有助于土地流转稳步推进	790
2. 区域聚类创新边界划分，服务差别化政策制定	791
3. 大数据模型方法：发掘“三农”隐性信息和联系	791
(三) 研究报告框架设计	792
二、农村土地流转研究综述	792
(一) 国内外研究综述	792
1. 土地流转现状研究：时间短、不规范、纠纷多发	792
2. 土地流转影响因素研究：多种复杂因素交叉影响	793
3. 土地流转意愿研究：流转意愿不高，区域差别较大	793
4. 农户土地流转行为研究：多元化、复杂化与阶层分化	795
(二) 研究现状述评	795
1. 研究视角有待丰富，跨学科研究成为趋势	795
2. 研究结论存在分歧，需要全面系统的实证研究	795
3. 研究方法与技术有待突破及创新	795
(三) 本报告研究特色	797
1. 整合权威数据资源，构建土地流转综合数据库	797
2. 基于多重“三元”稳态，构建土地流转指标体系	797
3. 综合评价与大数据监测，实现土地流转深入洞察	797
三、“数”理土地：多元官方数据测度土地流转	798



（一）土地流转动态分析：全国农村固定观察点调查	798
1. 土地规模化经营逐渐形成，进程不断加快	798
2. 东中西部土地供求格局不同，变动规律差异	799
3. 政策因素对土地流入的影响大于土地流出	800
（二）土地流转结构特征：农业部统计资料	801
1. 合同流转比重上升，种粮比例相对稳定	801
2. 流转主体以农户、专业合作社为主	802
3. 土地仲裁稳步发展，仲裁效率有待提升	804
4. 流转形式以转包为主，现代模式发展不足	806
（三）土地流转区域分布：第二次全国农业普查	808
1. 农户土地资源禀赋的区域分布	808
2. 农户土地流入与流出的区域特征	809
3. 农户土地经营自有与流入的区域对比	810
4. 土地经营规模化与非农化的区域分析	811
四、区域土地流转测度指标体系与综合评估	812
（一）区域土地流转评价指标体系构建	813
1. 区域土地流转评估的指导思想	813
2. 土地流转统计的内涵与定义	813
3. 土地流转指标体系的框架设计	814
4. 土地流转指标体系的具体构成	814
（二）区域土地流转综合评估与要素解读	818
1. 区域土地流转综合评价与区域差距	818
2. 区域土地流转的要素均衡度分析	820
3. 土地流转分项指数的区域差距	820
4. 区域土地流转的聚类分析过程与区域类型划分	825
5. 典型区域土地流转特征描述与相关要素分析	828
五、农村土地流转的百度大数据监测	831
（一）公众重点关注农村土地政策法规	832
1. 农村土地政策检索的阶段性特征	832
2. 土地确权的突发升温与持续关注	833



3. 土地相关法律的关注点各有不同	835
(二) 农村土地流转实践的迫切需求	836
1. 土地流转的多方需求逐渐释放	836
2. 土地流转的实操性规范需要完善	838
3. 新型城镇化与新型农业经营体系	839
(三) 现代农业经营主体与金融支持	841
1. 对新型农业经营主体的关注	841
2. 家庭农场的认定标准“令出多门”	843
3. 土地流转金融：信托与股份制交相辉映	845
六、结论与启示	847
(一) 农村土地流转的阻碍因素	847
1. 土地价格持续走高，农户观望态度严重	847
2. 棘轮效应：农户担心“转出易，转入难”	848
3. 惠农政策不协同：扰乱预期，反向激励	848
(二) 农村土地流转健康发展的对策建议	849
1. 实现土地流转定价机制的透明与联动	849
2. 完善退出机制，赋予农户土地经营选择权	849
3. 加强政策协同，建立农民预期管理机制	849
(三) 农村土地流转的经验与启示	850
1. “三农”稳态与包容性：需要渐进、和谐与互补	850
2. 超越经济维度：土地流转需要社会文化考量	850
3. 信托综合优势：在深化改革中寻找机遇	851
参考文献	852



一、研究背景意义

土地是最基本的农业要素，事关“三农”的根本，然而，随着农村大量劳动力外出务工、经商，许多地区出现了土地闲置、抛荒的现象，迫切需要科学规划和合理利用。科学推进农村土地流转是促进现代农业规模化、集约化发展的必由之路，对于社会主义新农村建设和新型城镇化战略具有深远意义。2013年7月，习近平到武汉农村综合产权交易所，了解涉农产权交易，尤其是土地流转交易情况，指出土地流转是农村土地改革的有益探索，一系列问题要在下一步改革中好好研究。2014年中央一号文件提出了深化农村土地制度改革，构建新型农业经营体系的要求。当前正处于全面深化农村土地制度改革完善的关键阶段，土地流转区域差距大，情况复杂，涉及面广、关联要素多，各地区“三农”发展的基础条件如何，其比较优势和短板瓶颈在哪里，如何整合多方主体形成合力，推动土地平稳有序流转，如何基于地区实际情况，推动土地资源流转出高效益，在打造现代农业的同时，提高农民收益，在推动“三农”发展的同时，推进新型城镇化进程，这一切都需要基于现实统计数据进行全面系统地分析和科学的定量研究。本文构建由土地流转、土地资源、人力资本、基础情况、环境因素、主体发展、技术特征、财政金融等9类一级指标，36项二级指标，120项三级指标组成的区域土地流转评价指标体系，基于大规模数据对土地流转情况与关联要素进行度量与综合评估，通过区域系统聚类与因子分析研究区域土地流转的共性与差异性特征，构建计量模型对区域土地流转的影响因素与隐性关联机制进行实证研究。统计数据信息和模型方法属于定量科学的知识，有助于从土地流转关联要素的数量关系中发现隐性知识和信息，提供土地流转经济效益的同时，推动社会效益、生态效益的全面提高。

（一）研究背景

1. 深化农村改革需要全面、综合、系统的评估

党的十八届三中全会提出赋予农民对承包地占有、使用、收益、流转及承包经营权抵押、担保权能，允许农民以承包经营权入股发展农业产业化经营，赋予了农民更加充分的土地权益和自主决策的空间，开启了农村土地制度改革的大门。2014年中央一号文件提出：深化农村土地制度改革，构建新型农业经营体系。发展多种形式规模经营，鼓励有条件的农户流转承包土地的经营权，加快健全土地经营权流转市场。这标志着农村土地流转由局部试点到全面稳步推进的转变，其中，市场机制将发挥决



定性作用。然而，农村土地流转的区域性较强，地区差异明显，加之土地对于“三农”承担多种职能，因此，农村土地流转需要全面、综合、系统地评估，统筹兼顾多种目标，在背景条件相对成熟、各方面条件具备的地区实行差异化、特色化的有序稳步推进。

2. 农村土地流转与优化配置需要统计信息支撑

新农村建设与新型城镇化迫切需要土地流转，但是，湖南益阳、福建沙县、浙江绍兴等地区实践都是个案。2013年中央一号文件提出，全面促进土地流转，预示着由自发流转到政府推动的转变。区域大数据度量与统计信息系统有助于找准改革突破口，选好切入点，实现区域土地流转稳步推进。本文实证研究以农村老龄化、劳动力迁移、非农收入水平等关键变量勾画农村经济社会转型的现状，使土地流转区域聚焦更加精确，在条件更成熟的地区实施，然后由点带面，全面铺开。党的十八届三中全会提出深化改革，细化统计数据有助于在不同阶层、不同区域、不同行业深化改革，选好改革条件成熟的突破口。然后，根据客观条件的成熟度，渐进推进深化改革。通过统计信息与模型方法科学划分边界，寻找主要关联要素，发现潜在规律，增加符合地区具体情况的隐性知识含量，实现土地流转项目风险与收益的科学管理。

3. 土地流转复杂度高，需要模型方法的辅助决策

农村土地承担生产要素与基本保障等多种职能，土地流转关系到农村的稳定发展与农民切身利益，关系到现代农业和新型城镇化的未来，需要统筹兼顾多种目标，也需要借助现代模型方法进行科学测算与辅助决策，以降低整体推进的风险，增加土地流转的经济、社会和环境效益。农业发展、农民增收、农村发展、城乡差距与一体化进程等多种目标都与土地有关，而各地区土地资源禀赋、区位特征、人力资本状况、人口老龄化与劳动力转移情况、基础设施状况、社会保障状况、农业科技水平、农村市场情况、农业主体的构成、专业组织的发育、乡镇财政状况、农村金融条件等多重因素的现状、差距与发展趋势，都是土地流转涉及的关键要素，而多元统计方法与现代计量模型有助于通过定量研究发现不同要素之间的隐性关联与传导机制，为土地流转的平稳、高效推进提供决策信息与辅助支持。

（二）研究意义

1. 综合评估与关联分析有助于土地流转稳步推进

农村土地流转涉及面广、关联因素多，其中任何一方面的问题都可能成为土地流



转的瓶颈和短板，影响土地流转的整体效益。区域土地流转综合评估与关联分析有助于科学评价土地流转相关要素的现状与差距，确定不同要素间的相关关系和影响机制，通过区域间的对比分析考察各地区经济社会发展的不同、自然情况的区别、农户意愿的差别，即经济、社会、自然，主观与客观不同方面的关联性和迫切性，找到共性与差异性影响因素；确定土地流转不同方面的重点工作，挖掘出不同侧面的比较优势，流转出特色优势，流转出经济效益，流转出规模效益与科技进步；促进农民增收与农村的全面进步，旨在促进“天、地、人”三元的和谐发展，推动新型城镇化进程，让广大农民平等参与现代化进程、共同分享现代化成果。

2. 区域聚类创新边界划分，服务差别化政策制定

中国农村幅员辽阔，区域差距大，不仅东中西部的地区差异，同一区域内部也存在显著差别，不仅存在经济差距，在社会、人口、科技、教育、市场、财政、金融、基础设施等诸多方面也存在差距。总之，多重维度差距的相互交叉、错综影响是中国农村发展的客观现实。而从政策层面，必须结合区域发展的现实情况，以及不同方面的差距与关联，厘清主要矛盾与次要矛盾，结合具体地区的发展规划与定位，制定针对性的政策措施。多元统计中的系统聚类方法，就是基于多重因素的指标，通过定量计算的数学方法进行区域分类，这种基于统计指标的区域分类方法，改变传统东、中、西三大经济带划分，华北、东北、华东、中南、西南、西北行政区域划分，以及东北、黄河中下游、长江中下游、东南沿海、西南地区、西北地区的六大综合经济区划分，从新的视角为更加细化、更具针对性的政策制定提供了定量依据。

3. 大数据模型方法：发掘“三农”隐性信息和联系

农业是传统产业，具有极强的包容性，既可以容纳规模化、现代化的经营模式，又可以保持自给自足的小农经济，既吸引了一批高知识、高技术的农业经营人才，又可以成为较低人力资本劳动者的生产资料，甚至成为农民养老的基础保障。农业具有较高包容性的产业特征，加之农业经营具有长期特征，并受到自然、经济、技术等多种复杂风险的影响，因此，农业具有维持自身稳态的惯性和较强的风险厌恶特征。也就是说，“三农”领域在自身稳态中存在诸多隐性的知识和关联，除非外部冲击带来的收益显著大于成本，并且风险较小，才能推动“三农”实现变化。农村土地流转也是同理，农户维护自身稳态与风险厌恶倾向是土地流转的阻碍因素。本文大数据度量与模型方法应用，将有助于发现“三农”隐性知识和联系，联通不同方面的信息，发现隐性知识和潜在价值，洞察潜在问题与挑战，减少土地流转的风险，促进土地流



转在更大范围、更长时期、更加规范有序地开展，真正做到让广大农民平等参与现代化进程、共同分享现代化成果。

（三）研究报告框架设计

本文结构与主线是：首先，进行国内外文献综述；其次，结合党的十八届三中全会与中央一号文件精神，基于多种权威官方数据，对农村土地流转的发展与现状进行系统分析；再次，构建区域土地流转测度系统与评价指标体系，并对区域发展现状进行综合评价与聚类分析，进而基于百度大数据，对社会公众对于农村土地流转问题的主观关注情况进行动态监测，为全面深化农村土地制度改革提供主观信息支撑；最后，结合研究结论，提出政策建议。

二、农村土地流转研究综述

在我国，土地作为农业最基本的生产资料，是农民赖以生存和发展的基础，土地问题是解决中国“三农”问题的关键所在。随着我国统筹城乡发展与新型城镇化战略的推进，为了加快实现农业现代化、增加农民收入、深化农村改革、加快新农村建设，农村土地流转成为必然趋势。国内外学者从农村土地流转现状、影响因素、农户流转意愿、流转行为规律等诸多方面展开了深入研究，为我国农村土地制度改革和土地资源的有序流转提供了科学依据。

（一）国内外研究综述

1. 土地流转现状研究：时间短、不规范、纠纷多发

国内学者对于我国农村土地流转现状进行了广泛的调查与实证研究。杜培华、欧名豪 2008 年通过对江苏省的调查发现，农村土地流转市场存在发育缓慢、流转不规范、产权不清、资本化程度低等问题。向平、李晓 2009 年通过对四川雅安市的调查发现，耕地流转呈现以短期流转为主的特点。李爱新、陈明新 2009 年研究发现土地流转形式与主体正在向多元化方向发展。杜朝辉 2010 年认为土地流转行为不规范是我国农村土地流转最显著、最普遍的特点，也是引发土地纠纷最主要的根源。梁中 2010 年的调研发现，安徽省土地流转规模相较于沿海地区（浙江、上海、江苏）要小得多。李丽 2012 年研究发现，地区土地流转的速度和规模与该地区的教育水平、交通状况、农业生产结构以及经济发展水平成正比例关系。总之，学术界基本取得共识，即我国农村土地流转总体呈现加快发展的趋势，但区域差距较大，流转期限较



短，行为不规范，机制不完善。

2. 土地流转影响因素研究：多种复杂因素交叉影响

关于农地流转的影响因素，国外学者认为影响土地流转的因素有劳动力转移、农业生产市场化、信贷约束和土地产权稳定性等（Kristensen S. P.，2003；Rasul G.，Thapa G. B.，Zoebisch M. A.，2004）。此外，农户对土地的集约化、规模化利用也会受制于资金状况、劳动投入、非农劳动参与程度及有机肥使用等因素（Ransom J. K.，Paudyal K.，Adhikari K.，2003）。而国内学者则认为地方农地市场发育与土地流转受阻与土地频繁调整（钱忠好，2002）、农户家庭收入水平（史清华、贾生华，2003）、农户外出打工（陈美球等，2008）、农户所处的区位（骆东奇等，2009）等有显著关系。土地立法的不完善（赵忠璇，2010）、城乡二元户籍制度（李晓、赵颖文，2010）、社保制度的不完善（于晓阳等，2011）、农户的恋土情结（王崇志，2012）使农民不愿意放弃土地，阻碍了土地流转的顺利进行。

3. 土地流转意愿研究：流转意愿不高，区域差别较大

关于农户土地流转意愿的研究，学者们主要采用 Logit 模型、Tobit 模型、Probit 模型实证研究农地流转倾向、流转目的、不愿流转的原因。例如，对浙江省嘉兴海宁（钱文荣，2002）、北京城郊农户（何国俊、徐冲，2007）、全国十省份 30 个行政村（乐章，2010）、湖南千户农民（刘卫柏，2011）、天津郊县（许恒周，2012）农户的土地流转意愿的研究，均发现农民土地流转意愿整体水平不高，这与非农就业能力、非农收入、年龄、医疗保险和养老保障等因素密切相关。总体来看，不同经济发展水平的地区影响农户农地流转意愿的因素均有所不同（杜文星、黄贤金，2005）。相对而言，第二、第三产业比重大，经济发达的农村地区，农户土地流转意愿更强烈（叶剑平等，2004），其阻碍因素包括制度法律不健全、阶层意识与特征（陈成文、赵锦山，2008）、农村传统习俗及政府土地调整限制（贺雪峰，2007）、土地保障功能明显、中介组织匮乏（李跃，2010）等方面。

表 1 农户土地流转微观实证研究

研究	方法	数据	区域	期间	研究内容
陈 和 午、 聂 斌 (2006)	统计分析方法	国务院发展研究中心 农村部的农户调查	福建、黑龙江	2002 年	对农户的土地租赁行为与发展变化进行统计分析
张丁、万蕾 (2007)	多元回归模型	中国农村政策研究中心 的农村粮食储备情 况调查数据	15 个省（区）	2003— 2004 年	从土地供给和土地需求两方面 对农户土地流转的影响因 素进行研究



续表

研究	方法	数据	区域	期间	研究内容
包宗顺等（2009）	统计分析方法	作者调查与第二次农业普查数据	江苏	2006—2007 年	实证研究江苏农村土地流转的区域差异、影响因素和问题
赵晓秋、李后建（2009）	结构方程模型	作者农户调查	重庆 9 个县（区）内的 54 个村	2008—2009 年	实证研究农民土地转出意愿的影响因素
张务伟等（2009）	频数分析法、最优尺度回归分析法	作者对山东省 2421 位农业转移劳动者的问卷调查	山东	2008 年	研究农业富余劳动力转移与其土地处置方式之间的关系
孔祥智、徐珍源（2010）	Logistic 模型	作者农户调查	安徽合肥的 7 个县（区）	2009 年	实证研究转出农地农户选择流转对象的影响因素
王兆林等（2011）	有序 Probit 模型	作者农户调查	重庆	2010—2011 年	考察影响农户承包地、宅基地退出意愿的影响因素
李庆海等（2011）	Biprobit 模型	农业部农村固定观察点数据	辽宁、吉林等 10 个省（区）	2003—2009 年	识别并检验农户租入和租出土地决策的影响因素
许恒周、郭忠兴（2011）	Logistic 模型	作者农户调查	江苏	2007 年	实证研究对农民职业分化、产权偏好与农村土地流转的关系
韩菡、钟甫宁（2011）	Tobit 模型	作者农户调查	浙江、安徽的 4 个县	2010 年	研究农户转入土地面积的影响因素及土地流转对农民收入的影响
罗必良等（2012）	Logistic 模型	作者农户调查	广东不同区域抽取的 21 个镇、150 个村	2011 年	对农户土地经营权与承包权退出意愿的影响因素进行实证研究
林本喜、邓衡山（2012）	面板数据模型	浙江省农村固定观察点农户数据	浙江	1995—2006 年	分析了农业劳动力老龄化对农村土地资源利用效率的影响
丰雷等（2013）	Ordered - Probit 模型	中国人民大学和美国农村发展研究所进行的农村土地调查	17 个省（区）	1999—2010 年	考察中国农地制度变迁中农户态度的时序变化、地区差异与决定因素
杜鑫（2013）	农户多要素最优配置模型	中国社会科学院国情调研项目村庄调查横截面数据	山东、安徽、湖北等 11 个省（区）	2008—2010 年	研究并实证检验农户各种生产要素配置行为之间存在的关系
郜亮亮等（2013）	Probit 模型、Tobit 模型	中国科学院农业政策研究中心的农户追踪调查	东、中、西部 6 个省（区）	2000 年、2008 年	考察了农户农地使用权预期对其农地长期投资的影响
田先红、陈玲（2013）	案例分析	作者田野实地调研	安徽、江苏等 5 个省（区）	2002 年、2006 年、2009 年	研究不同阶层农户在农地流转中的态度、行为逻辑和行动能力的差异



4. 农户土地流转行为研究：多元化、复杂化与阶层分化

中国正经历工业化、城镇化快速发展的过程，在此过程中出现大范围的耕地撂荒（刘成武、李秀彬，2006）、复种指数下降（辛良杰，2009）、农业种植结构转变（陈瑜琦，2009）的现象。孔祥斌等（2010）研究发现，城市郊区的农户相对更偏好资本和劳动集约的利用方式。阎建忠等（2010）研究发现，纯农户相对粗放的耕地比例较大，兼户相对集约利用耕地。鲁莎莎等（2011）运用C-D生产函数对农地适度经营规模进行模拟分析，认为农村劳动力的有效转移和家庭土地承包使用权的流转是推进农地适度规模经营的重要前提。杨俊等（2011）实证研究发现，农户主要劳动力年龄与其耕地利用效率呈现倒U形发展规律。从社会行为视角来看，土地流转是一个重构农村阶层体系的过程（陈成文、谭日辉，2008；陈柏峰，2009；贺雪峰，2011；杨华，2011），农民已经分化为离农户阶层、兼业户阶层和纯农户阶层以及更加细化的次级阶层，每个阶层在农地流转中的态度、行为逻辑和行动能力都存在显著差异（田先红等，2013）。

（二）研究现状述评

综上所述，关于农村土地流转，学术界主要从宏观和微观视角展开研究，研究视角主要集中于土地流转的数量、分布、特点、影响因素、主观意愿与行为规律，但是，对于农户土地流转的深层决策机制挖掘不足。具体而言，在以下方面仍有待改进。

1. 研究视角有待丰富，跨学科研究成为趋势

关于农村土地流转，学者的研究各有侧重，主要分为三类：第一，是农业经济学者，主要关注农户投入产出和成本收益问题；第二，是地理研究学者，主要从“人—地”关系角度探讨农户土地利用行为；第三，是社会学学者，主要从社会转型、阶层分化角度进行考察。然而，对于农户而言，土地流转是一个主客观因素综合作用的过程，需要借助跨学科的力量来加深这一问题的认识。

2. 研究结论存在分歧，需要全面系统的实证研究

现有研究多以某一时点、某一或多个区域的数据进行实证分析，证实或推翻某种假设，研究时限较短，数据来源庞杂多样，调查与普查数据，客观与主观数据，官方、非官方及作者调查数据共存，研究结论存在分歧，需要全面系统的实证研究，为全面深化农村改革提供参考依据。

3. 研究方法与技术有待突破及创新

在技术方法层面，现有研究主要采用农户模型及Logit模型、Tobit模型、Probit



模型等数理统计方法，其完全理性假设、同质性假设、信息充分假设与现实存在较大差距。多主体建模技术关注土地利用变化中人类决策的影响，在主体设计上包含了异质性，无须把个体行为整合成平均变量，刻画了个体差异，并且以有限理性取代完全理性，强化了客观规律的表现力，正在成为土地科学新的研究方向（Nilsson F. , Darley V. , 2006；G. Roberts, 2008；Waring, T. M. , 2010；Mullan et al. , 2011）。该方法融合了计算机科学、经济学、心理学、社会学等多种学科，为农户土地流转行为研究提供新的思路和方法，通过其模型优势可以贡献一些创造性的观点（见图1）。

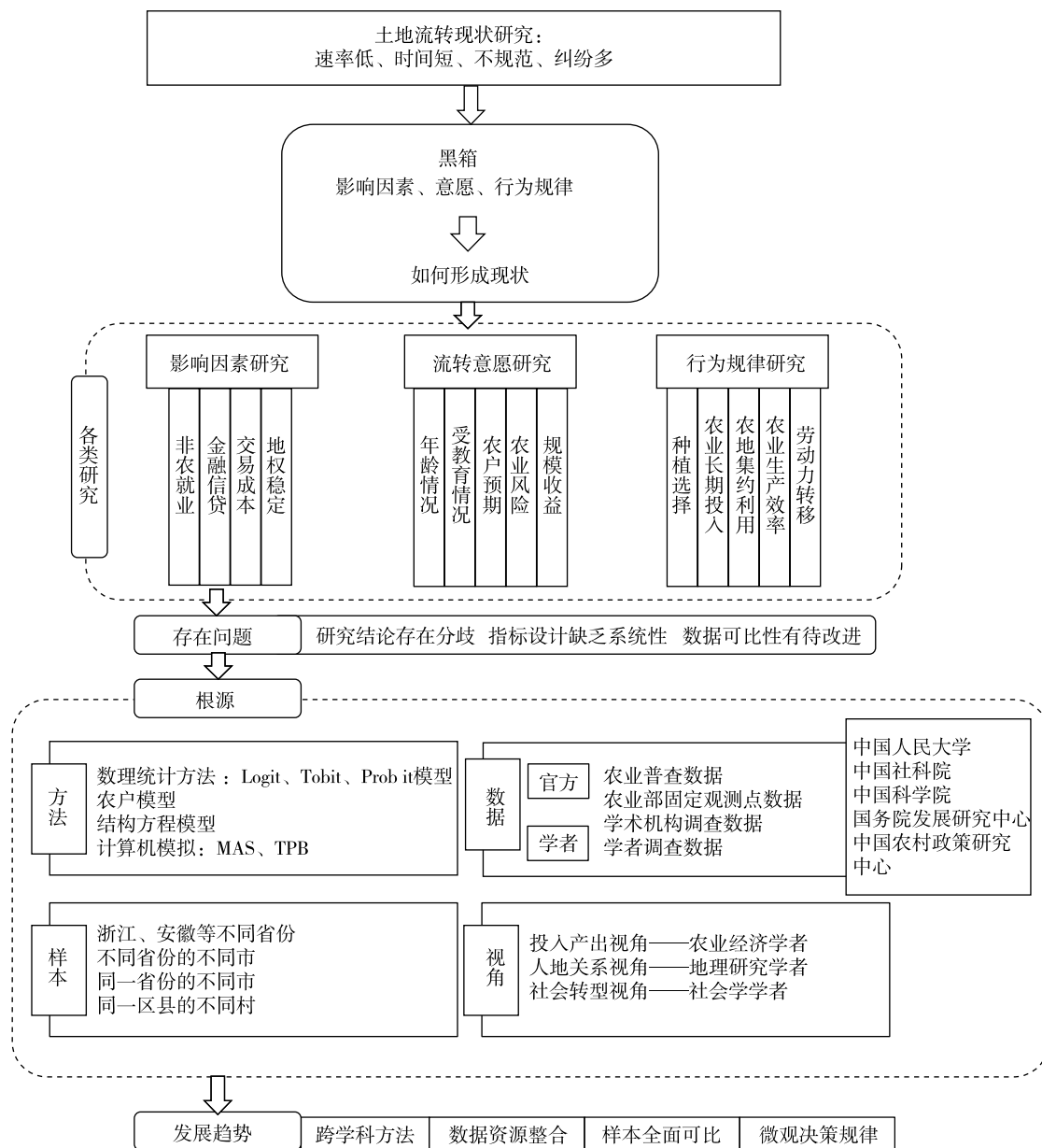


图1 国内外研究现状与发展趋势



（三）本报告研究特色

1. 整合权威数据资源，构建土地流转综合数据库

中国农村地区情况差异较大，在土地流转时间中，政府和企业等相关主体需要深入考察地区的现实情况和问题，制定科学合理、符合地区实际的土地流转制度方案。这一切都基于翔实准确的统计数据信息。可以说，现实情况越复杂，对于详细统计信息的需求越迫切。本课题有效提取、收集和整理土地资源禀赋、区位特征、人力资本状况、人口老龄化与劳动力转移情况、基础设施状况、社会保障状况、农业科技水平、农村市场情况、农业主体的构成、专业组织的发育、乡镇财政状况、农村金融条件等方面的统计资料，涵盖主观与客观数据、普查与调查数据、官方与非官方数据，并进行数据质量校验与插值补充，建立农村土地流转综合数据库，确保了模型的可验证性和实证研究的准确性。

2. 基于多重“三元”稳态，构建土地流转指标体系

本文对区域土地流转总体状况与关联要素进行统计量化与建模。在数据库建设的基础上，以多元统计数据测度区域土地流转。本文指标体系的构建充分借鉴了“三元”思想，包含多重的“三元”构架，这是因为“三元”思想作为普遍规律，三要素间相互支撑关联，相互协同，通过协同的质量互变、否定之否定的辩证规律推动事物自身协调均衡的发展。指标体系具体包括农村经济、社会与农户，土地资源、人力资源与设施资源，土地资源的种类、地貌、区位，人力资源的年龄、文化与技术，设施资源的交通、水利与电力，农村市场、市场规模与销售渠道，农业经营主体的产业活动单位、机构单位与专业组织，财政、金融与公司财务状况。

3. 综合评价与大数据监测，实现土地流转深入洞察

作为核心生产要素和重要家庭资产，土地流转与其他农业、农村、农户密切相关。比如，劳动力转移、农业经营投资、农业科技创新、农村基础设施建设、农村财政金融、农村市场培育等。本文基于农村土地流转数据资料进行综合评价与模型实证，有助于理解和预测农村土地流转的复杂影响关联，可以用来作为辅助决策的支持工具，通过综合评价与模型实证，得到比较精确的测算结果，为决策者提供更有参考价值和启发性的支持和帮助。本课题定量研究区域土地流转现状与深层关联机理，评估地区现实情况，区域聚焦更加精确，为土地流转相关参与主体与政策制定者提供深入的洞察，根据主客观条件的成熟度，渐进式深化改革，逐渐铺开。



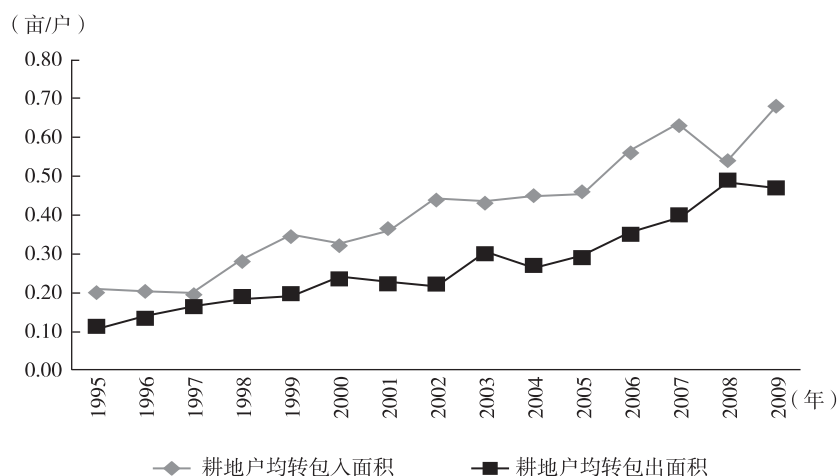
三、“数”理土地：多元官方数据测度土地流转

为了全面、系统掌握中国农村土地流转的发展过程、现实状况与区域分布特征，为科学制定相关政策、全面深化农村改革提供参照和依托，本部分利用中央政策研究室与农业部“全国农村固定观测点调查数据”，农业部《中国农业发展报告》、《中国农业年鉴》数据，国家统计局“第二次全国农业普查数据”等多种统计资料，从发展过程、结构特征、区域分布三个方面对中国农村土地流转的现状进行多元定量解读，通过调查与普查、截面与连续、全面与典型等丰富翔实的统计数据，对中国农村土地流转的发展概况进行较为全面的定量解读。

（一）土地流转动态分析：全国农村固定观察点调查

1. 土地规模化经营逐渐形成，进程不断加快

土地和劳动力是经济社会尤其是农村经济社会发展的两个重要资源，也是农村经济社会改革所关注的两个核心生产要素，农村土地流转与农村劳动力转移是密切联系的两个过程。从发展趋势来看，户均包入与包出土地面积在 20 世纪 90 年代后出现快速增长的趋势（见图 2），分别从 1995 年的 0.20 亩/户、0.11 亩/户上升到 2009 年 0.68 亩/户、0.47 亩/户，分别上升了 2.4 倍和 3.27 倍，其中，户均包入耕地面积持续高于户均包出的耕地面积，表明土地规模化经营正在形成，土地正在向少数经营主体集中，两条曲线间距的拉大，表明规模化进程正在不断加快。



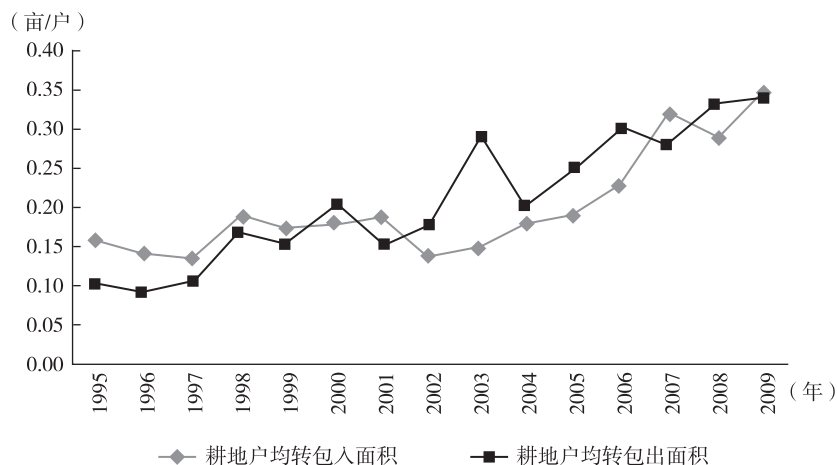
资料来源：《全国农村固定观察点调查数据汇编》。

图 2 户均土地流转包入与包出面积



2. 东中西部土地供求格局不同，变动规律差异

从东部地区来看，图3显示，户均耕地包入面积与包出面积的变化趋势总体相同，两者上下波动，基本平衡，分别从1995年的0.16亩/户、0.10亩/户上升到2009年0.35亩/户、0.34亩/户。东部地区市场经济发达，市场机制在农村资源配置中发挥较好的作用，因此，农村土地的供求双方也是在市场调节下维持基本平衡的状态。但是，需要指出的是，东部地区土地流转具有两个重要的“五年”，分别是1995—2000年和2002—2007年。前者，户均包出面积低于户均包入面积，土地要素的供不应求，土地流转规模化集中；后者，户均包出面积高于户均包入面积，土地要素的供大于求，土地规模化进程呈现减慢的态势。

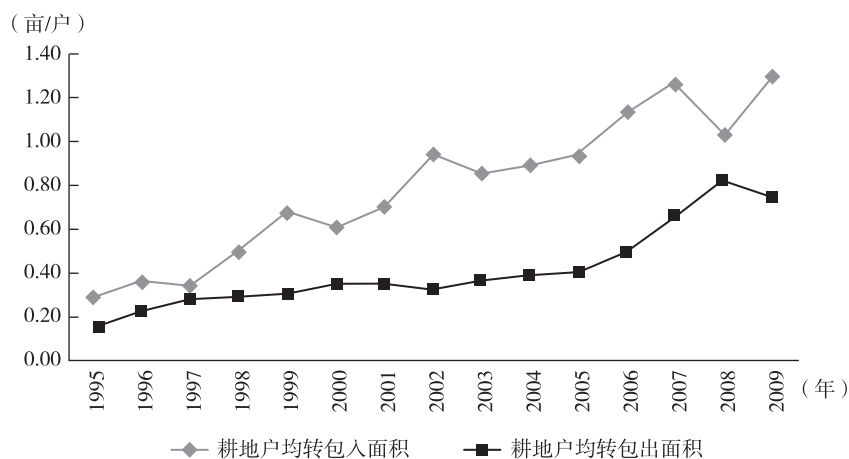


资料来源：《全国农村固定观察点调查数据汇编》。

图3 东部户均土地流转包入与包出面积

从中部地区来看，户均耕地包入面积与包出面积在总体上升的过程中，呈现较大幅度的偏离，表明土地流转渐趋活跃，土地规模化快速发展，土地资源处于供不应求（见图4）。整个过程分为两个阶段：1997年后，土地流转逐渐加速；2008年后，进一步提速，这可能与政策层面的推动有关。2008年，党的十七届三中全会通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，强调了加强土地承包经营权流转管理和服务，建立健全土地承包经营权流转市场，按照依法自愿有偿原则，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权，发展多种形式的适度规模经营。政策层面的逐渐明朗，有效地促进土地流转的进行。

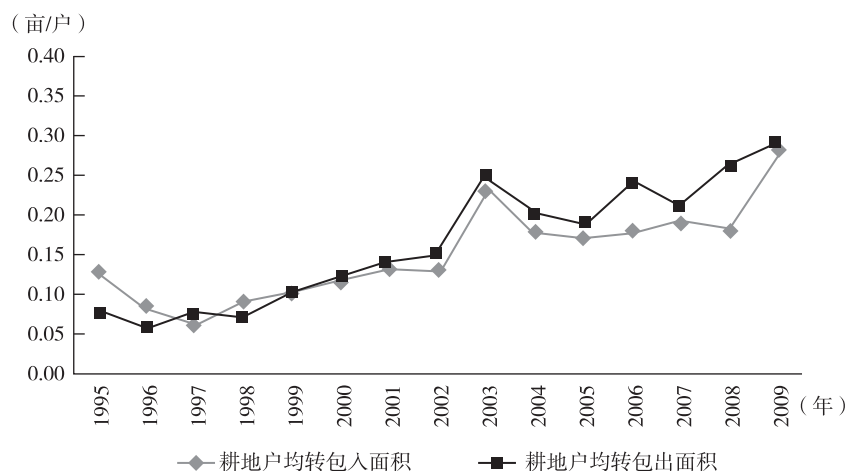
从西部地区来看，户均耕地包入面积与包出面积分别从1995年的0.13亩/户、



资料来源：《全国农村固定观察点调查数据汇编》。

图4 中部户均土地流转包入与包出面积

0.08 亩/户上升到2009年0.28 亩/户、0.29 亩/户。图5显示，户均耕地包出面积略高于包入面积，但两者基本保持相同的变化趋势，表明略微供过于求，但总体趋于平衡，这也反映了西部土地流转与规模化集中趋势比较缓慢，主要是由于西部土地规模化经营积极性不高。



资料来源：《全国农村固定观察点调查数据汇编》。

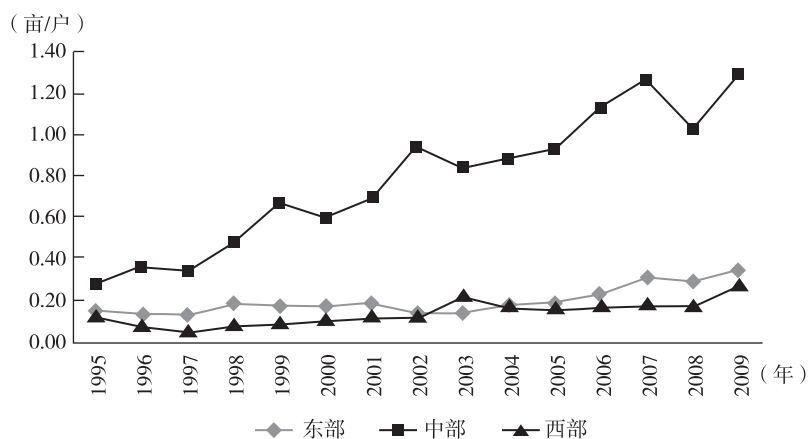
图5 西部户均土地流转包入与包出面积

3. 政策因素对土地流入的影响大于土地流出

从户均转包入面积的区域对比来看，中部地区显著高于东西部地区，中部与东西部地区的差距不断扩大，分别从1995年0.28 亩/户、0.16 亩/户、0.13 亩/户上升为



2009 年的 1.29 亩/户、0.35 亩/户、0.28 亩/户，分别上升 3.6 倍、1.2 倍和 1.2 倍，表明中部地区土地规模化经营的热情较高、基础较好。1995—2001 年和 2006—2009 年，东部地区户均转包入面积略高于西部地区，在 2002—2004 年较短的时间内，西部地区户均转包入面积略高于东部地区。



资料来源：《全国农村固定观察点调查数据汇编》。

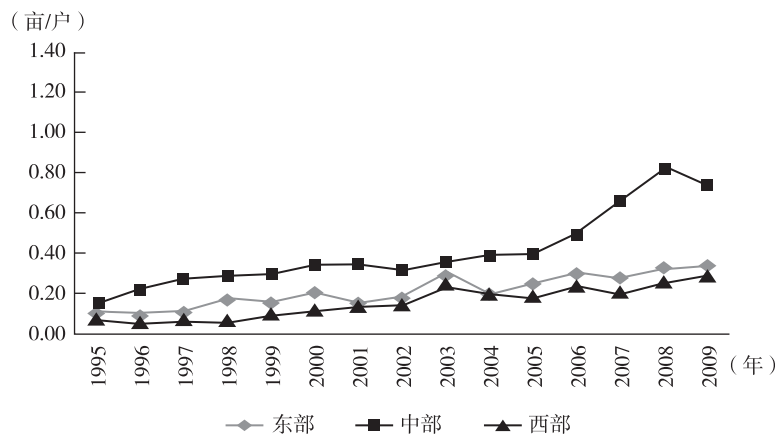
图6 耕地户均转包入面积区域对比

从户均转包出面积的区域对比来看，中部地区与东西部地区的分化发生在 2003 年以后。2003 年实施的《中华人民共和国农村土地承包法》在第二章的第五节详细阐述了土地承包经营权的流转，使得土地流转在政策上更加明朗。2006 年后，中部与东西部的差距被进一步拉大。从东西部地区对比来看，东部耕地户均转包出面积略高于西部。2008 年，党的十七届三中全会通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，强调了加强土地承包经营权流转管理和服务，建立健全土地承包经营权流转市场，按照依法自愿有偿原则，允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权，发展多种形式的适度规模经营。政策层面的变动对于土地流入作用明显，2008 年户均转包入面积出现上扬（见图 6），但对于土地流出作用不明显，2009 年中部地区户均转包出面积甚至出现下降（见图 7）。

（二）土地流转结构特征：农业部统计资料

1. 合同流转比重上升，种粮比例相对稳定

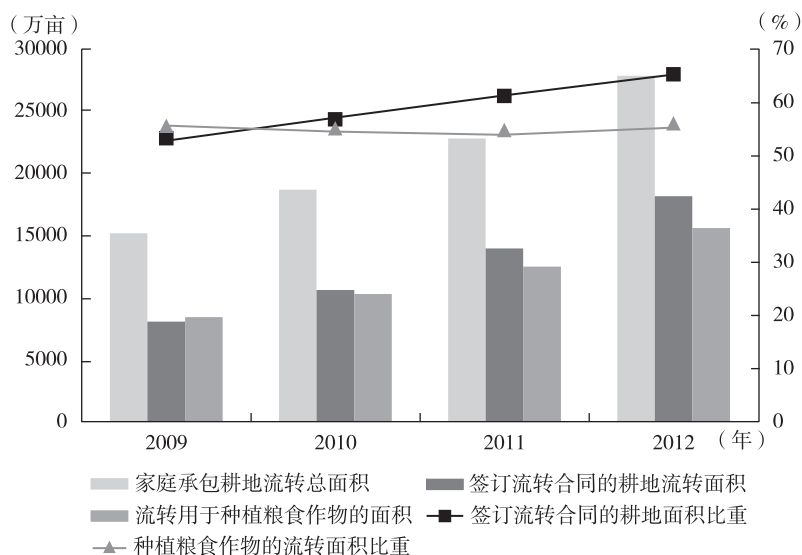
从土地流转面积和用途来看，家庭承包耕地流转总面积，通过签订合同实现流转的耕地面积，以及流转后用于种植粮食的耕地面积均不断增长，其中，签订合同的土地流转面积比重不断上升，表明土地流转的规范化、合法化程度在不断增强。然而，



数据来源：《全国农村固定观察点调查数据汇编》。

图7 耕地户均转包出面积区域对比

流转用于种植粮食作物的耕地面积比重比较稳定，这在一定程度上是由农村的自然条件、种植习惯以及销售渠道的限制共同决定的。因此，粮食作为大宗农产品，生产风险与市场风险相对较小，成为经营大户规避风险的普遍选择（见图8）。



资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

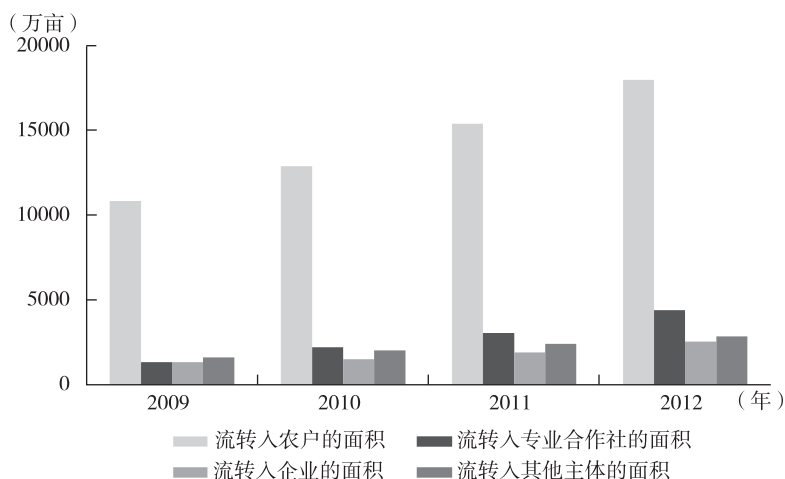
图8 农村土地流转概况

2. 流转主体以农户、专业合作社为主

从土地流向的主体来看，流向农户的土地面积占绝对的规模优势，高于其他三类主体的面积之和，并呈现持续增长，从2009年的10850万亩，增长为2012年的



18006 万亩，增长了 66%（见图 9）。农村土地流转与规模化经营仍以农户为主，排在第二位的经营主体是专业合作社。当前土地流转与规模化经营的主体是农户和专业合作社，这两者都是以农民为基础，他们的生产经营符合地区农业发展的客观现实和基础条件（见图 10）。

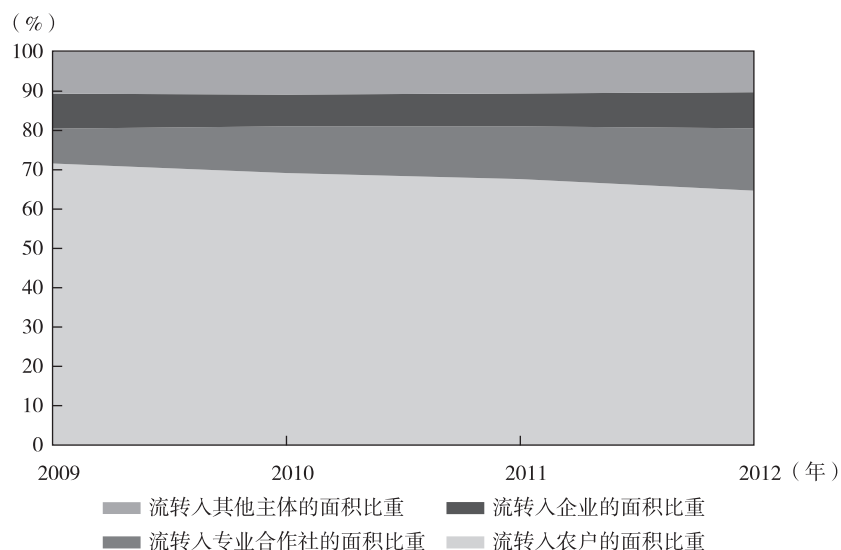


资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

图 9 农村土地流转方向对比

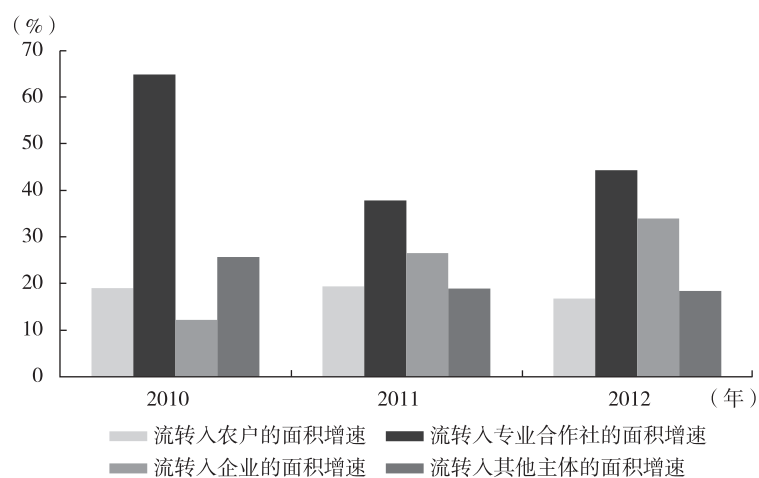
从土地流向的主体来看，占流转耕地面积比重由高到低分别是农户、专业合作社、其他主体和企业，其中，农户占据绝对地位，比重始终在 60% 以上。从变化趋势来看，流转农户的耕地比重逐渐下降，而流向专业合作社的耕地比重稳步上升，流向企业和其他主体的耕地面积比重比较稳定，其增速与土地流转总规模的增速基本持平，因而在总体中比重趋于稳定。农户与专业合作社土地流转比重出现了持续增长，这验证了未来农村改革与现代农业的建立不应替代农民的主体地位，应尊重客观现实，与农民形成互补和共赢的关系，弥补其经营的短板与不足，发挥其优势，形成合力，也是农村全面进步的内生动力。

从增长速度来看，流向农户的土地资源虽然占据规模上的绝对优势，但增长速度是较低的，并有进一步减缓的趋势。2009—2012 年，流向农户、专业合作社、企业、其他主体的土地面积增长分别为 66%、228%、90%、77%。流向专业合作社的土地资源增速最高，但并不稳定，经历了先降后升的增速波动。流向企业的土地资源增速逐渐提升，表明现代企业化的运作模式在土地规模化、集约化经营中大有可为，是一个有前景的发展方向。流向其他多元主体的土地增速有下降趋势。



资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

图 10 农村土地流转方向的结构



资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

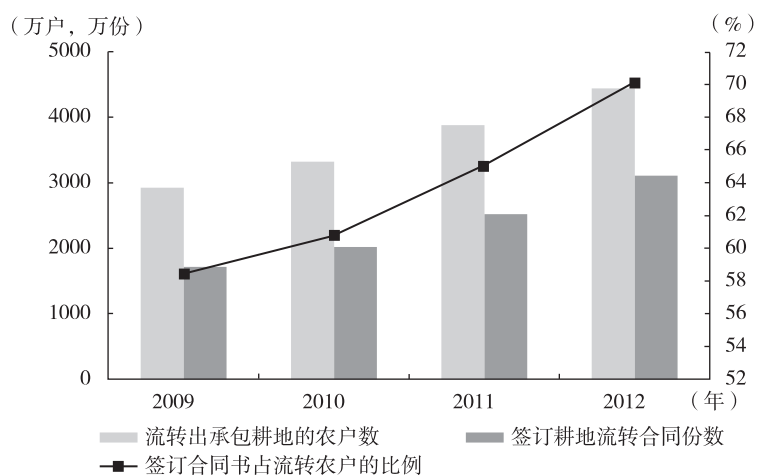
图 11 农村土地流转面积增速

3. 土地仲裁稳步发展，仲裁效率有待提升

从流转主体来看，流转出承包地的农户数呈现加速增长的态势，从2009年的2924万户增长为2012年的4439万户，增长52%。其中，签订耕地流转合同的份数呈现更快的增长速度，从2009年的1714万份增长为2012年的3107万份，增长81%；签订流转合同数占流转农户比例不断上升，从2009年的59%上升为2012年的70%。其原因主要包括两方面：一方面，农户土地流转的法律意识在增强，更多地采用合同方式规



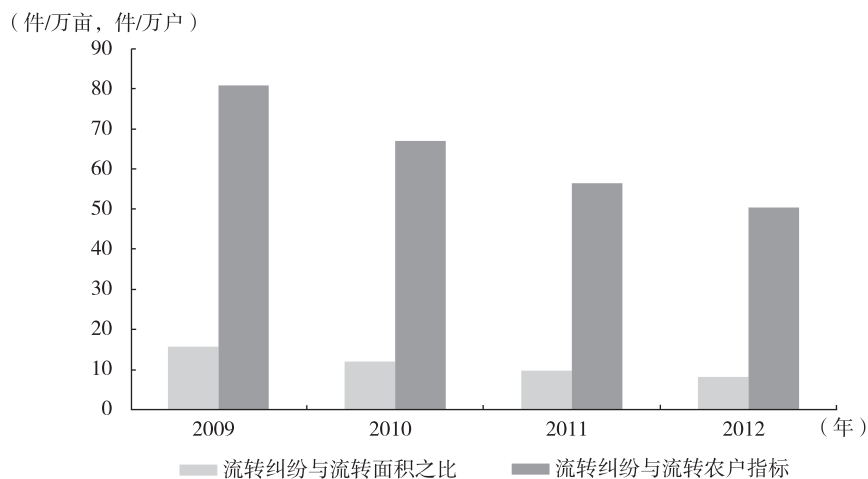
范土地流转行为，保护双方权益；另一方面，由于农村土地细碎化比较严重，一个家庭可能拥有多块土地，因此，家庭土地流转行为将涉及多个标的地块，签订多份合同，这也意味着土地分散化、细碎化问题得到缓解，土地资源的整合初见成效（见图12）。



资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

图12 农村土地流转合同签订

从土地流转纠纷的发生频率来看，平均每万亩流转土地发生的纠纷数持续下降，从2009年的16件/万亩，下降为2012年的8件/万亩，下降了50%。平均每万户流转农户发生的纠纷数持续下降，从2009年的81件/万户，下降为2012年的50件/万户，下降了38%。这表明，土地流转纠纷的发生频率和发生强度（即单位土地流转面积对应的纠纷数）在不断下降，土地流转的规范化、合法化程度在不断提升（见图13）。

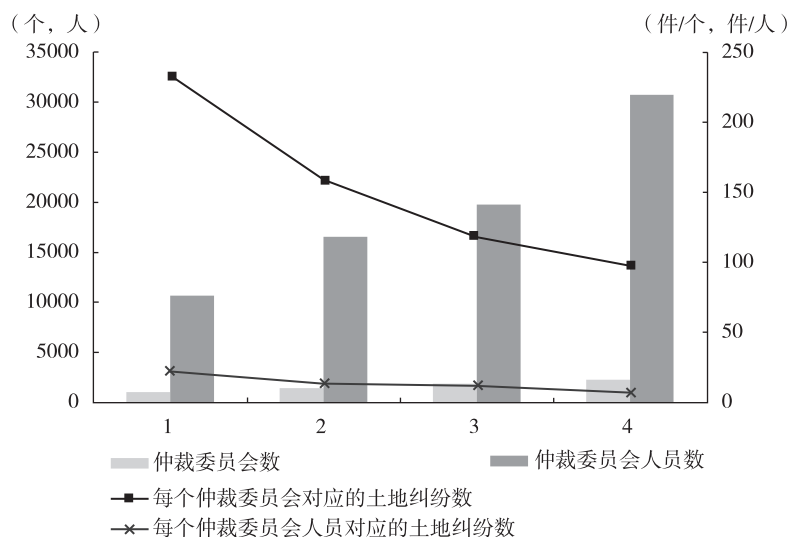


资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

图13 土地流转纠纷情况



从土地流转仲裁机构的发展来看，仲裁委员会数量、仲裁委员会人员数均呈现不断增长态势，分别从2009年的1013个、10654人增长为2012年的2259个、30727人，分别增长123%、188%。每个仲裁委员会对应的土地纠纷数、每个仲裁委员会人员对应的土地纠纷数逐年下降，分别从2009年的234件/个、22件/人，降低为2012年的99件/个、7件/人。这表明土地仲裁机构与仲裁人员规模不断扩张，均摊的土地纠纷数在不断下降（见图14）。但从图15来看，流转纠纷处理率不断下降，表明土地仲裁机构的效率比较低，需要进一步提升。



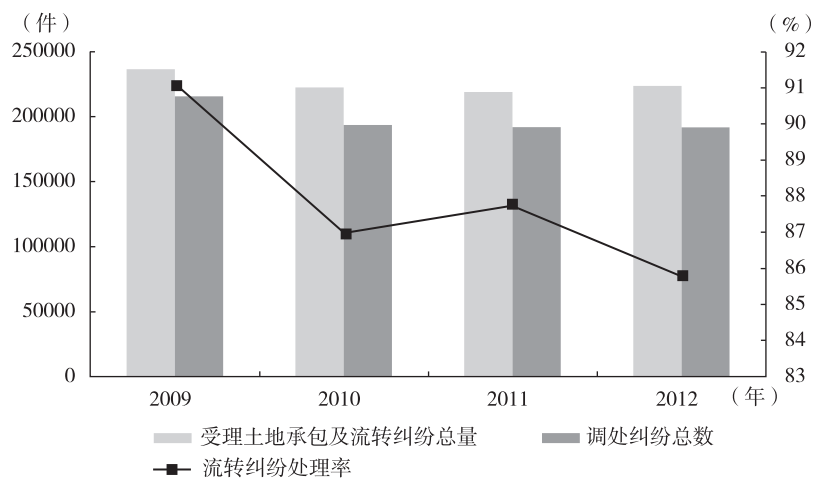
资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

图14 土地仲裁机构发展情况

从土地权益保护视角来看，受理的土地流转纠纷总量、调处纠纷数呈现下降趋势，分别从2009年发生236630件、处理215659件，下降为2012年发生223744件、处理191938件。然而，土地流转纠纷的处理率呈现下降趋势，从2009年的91%，下降为2012年的86%，处理率的下降表明有些土地流转的纠纷与矛盾并没有得到及时解决，不和谐因素在积累和发酵。农户土地流转具有较强的学习和效仿效应，如果个别纠纷处理不好，会严重影响整体预期，造成整体流转进程的受阻，需要引起足够重视。

4. 流转形式以转包为主，现代模式发展不足

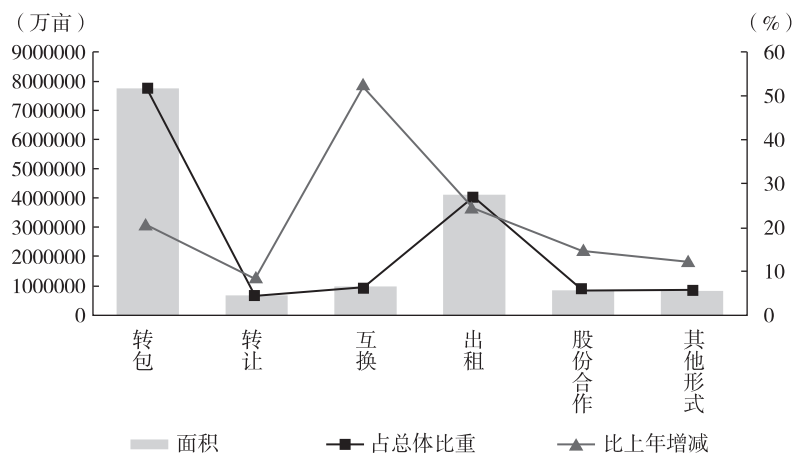
从流转形式来看，转包占据规模与比重的绝对优势，为7758053万亩，占51.1%，但增速较低，为20.8%。股份合作制，以及包括土地银行、土地信托、专业合作社在内的其他形式占据较小的比例，仅为6%，仅高于放弃土地权益的土地转让



资料来源：《中国农业发展报告》（2012，2013）。

图 15 土地流转纠纷受理与处理

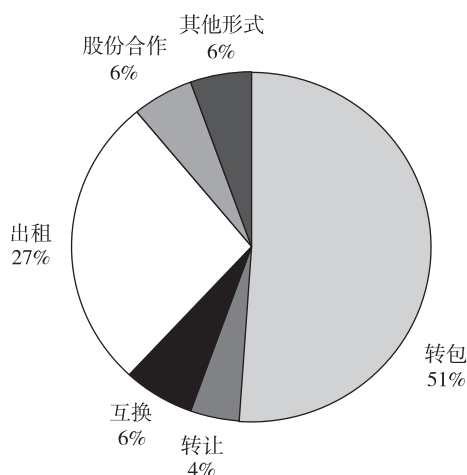
这种罕见的情况（因为农户通常是不愿放弃和转让土地权益的），其增速也仅为平均水平，在发展速度上比其他土地流转形式没有明显的优势（见图 16）。



资料来源：《中国农业年鉴 2012》。

图 16 土地流转形式规模与变动

土地银行、土地股份制、土地信托、专业合作社等流转形式具有较好的制度优势和组织安排，通常被认为是土地流转的高级形式和现代模式。然而，相对于转让、转包、互换、出租，其发展规模与速度并没有体现出明显优势，也就是说，这些理念上先进的土地流转形式，在现实农村中的推广与接受程度并不高，其根源有待深入剖析（见图 17）。



资料来源：《中国农业年鉴 2012》。

图 17 土地流转形式构成

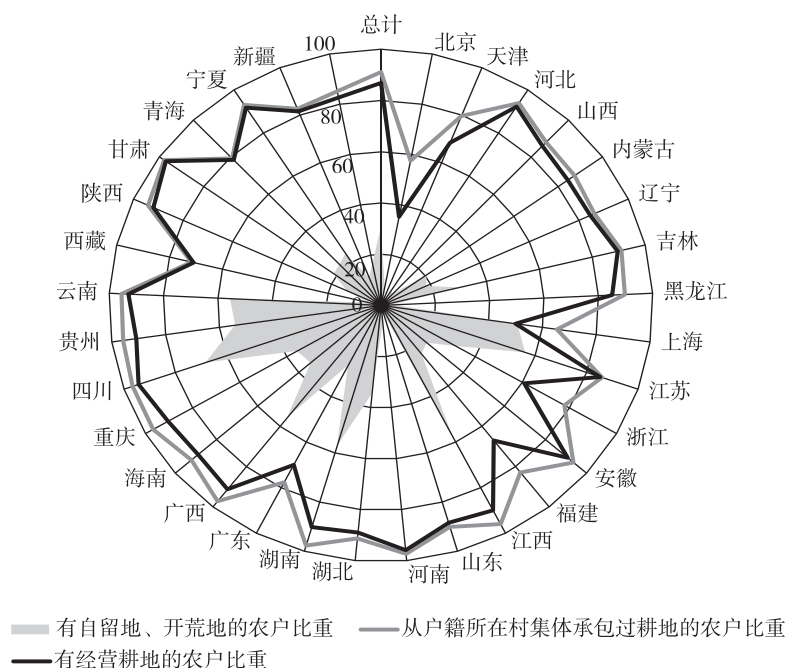
（三）土地流转区域分布：第二次全国农业普查

鉴于当前尚未实现农村土地的全面流转，土地流转在全国范围内更多是小规模的个案，因此，本部分将各项指标的门槛和口径设定较高和严格，以便将各方面比较突出的省区凸显出来，将目标区域聚焦更精确，促使对不同方面要求较高的农业产业项目进行更精确的区域选择。

1. 农户土地资源禀赋的区域分布

从耕地属性来看，北京、上海、天津、广东、浙江作为直辖市或经济发达省份，经济比较发达，非农产业发展比较充分，耕地资源较少，从户籍所在村集体承包过耕地的农户比重、有经营耕地的农户比重两项指标均低于 70%。河北、安徽、江西、河南、湖南、广西、重庆、四川、贵州、云南、陕西、甘肃、宁夏等省区经营耕地的农户比重均在 90% 以上，浙江、福建、广东、西藏、青海、新疆经营耕地的农户比重低于 80%，不同地区土地流转涉及的具体农户群体不同，应结合其经营土地的现状科学推进。四川、贵州、云南、上海、江苏、江西、湖南、广西等省区有自留地、开荒地的农户比重较高，均高于 50%（见图 18）。

在新中国成立初期，土地都归国家、集体所有，但给农民自己保留了一小部分归自己所支配土地，所以叫自留地。根据二轮土地延包时的谁开荒、谁管理、谁受益的规定，自留地没有纳入承包合同，属于农民的自留地、开荒地，由农民自主经营，土



资料来源：《中国第二次全国农业普查资料汇编》。

图 18 农户土地来源构成

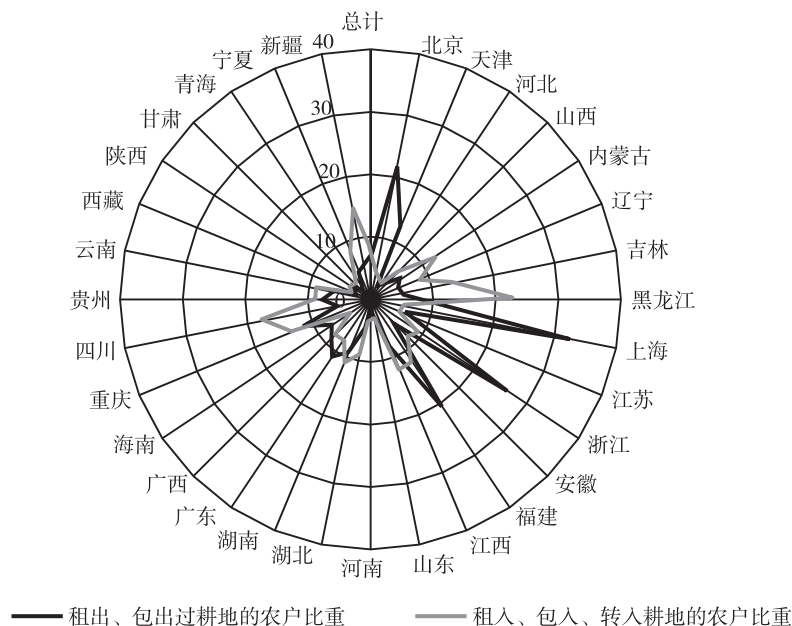
地的承包期较长。《中华人民共和国土地管理法》规定，开发未确定使用权的国有荒山、荒地、荒滩从事种植业、林业、畜牧业、渔业生产的，经县级以上人民政府依法批准，可以确定给开发单位或者个人长期使用。由此可见，拥有自留地、开荒地农户比例高的省份，其土地经营关系拥有更强的长期性和稳定性。

2. 农户土地流入与流出的区域特征

从土地流转主体来看，北京、上海、浙江、福建租出、包出过耕地的农户比重较高，大于 20%，天津、广东、重庆的比重也高于 10%，而河北、山西、山东、河南、西藏、陕西、甘肃、青海租出、包出过耕地的农户比重较低，小于 4%。内蒙古、吉林、黑龙江、福建、江西、湖南、重庆、四川、新疆等省区租入、包入、转入耕地的农户比重较高，大于 10%，而天津、河北、山东、河南、西藏、陕西、甘肃的比重较低，小于 4%。从流入、流出的对比来看，北京、天津、上海、浙江、福建租出、包出过耕地的农户比重显著高于租入、包入、转入耕地的农户比重，表明这些地区土地流转的需求比较旺盛，但土地流入并规模化经营的主体相对较少，处于供过于求的局面。内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江西、湖北、四川、新疆租入、包入、转入耕地的农户比重显著大于租出、包出过耕地的农户比重，表明这些



土地流转处于供不应求的局面。通过流入与流出的主体对比可知，不同地区的土地流转面临不同的供求状况，供求双方的差距印证了土地流转仍面临一些问题，这也是未来的机遇和发展空间（见图19）。



资料来源：《中国第二次全国农业普查资料汇编》。

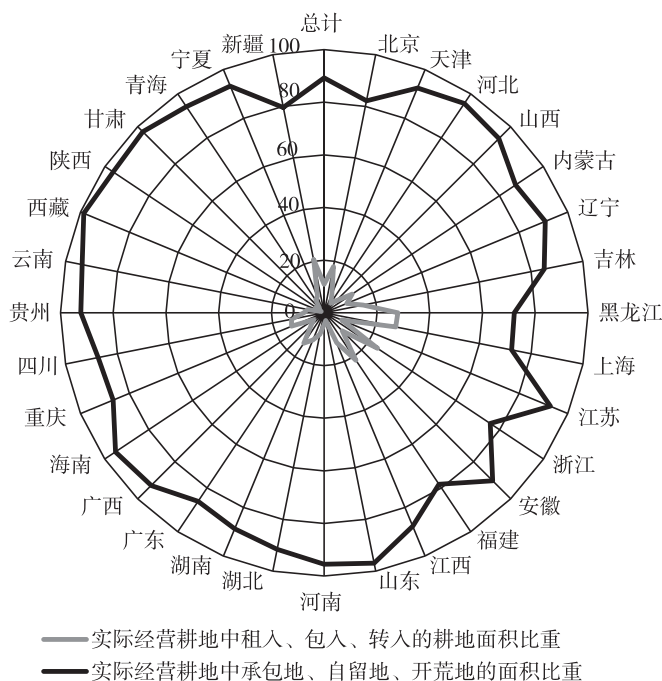
图19 农户土地流转决策

3. 农户土地经营自有与流入的区域对比

从土地经营的面积来看，北京、上海、吉林、黑龙江、浙江、广东、福建、新疆等省区实际经营耕地中租入、包入、转入的耕地面积比重较高，表明这些地区土地流转比较活跃，流转范围和程度较高；河北、山东、河南、海南、西藏、陕西、甘肃等地区实际经营耕地中承包地、自留地、开荒地的面积比重较高，均在95%以上，表明这些地区的农业生产经营更多是在原有的土地资源基础上进行，通过土地流入实现规模化经营的较少。从流转面积来看，天津、河北、山西、江苏、山东、河南、广西、海南、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏的土地流转面积比重普遍不高，这些地区涵盖了东、中、西、东北地区，有经济较为发达的沿海省份，也有劳动力输出的欠发达地区，这表明中国农村土地流转的不顺畅问题是普遍的，并不是由经济、区位、劳动力流动等单方面因素来决定，需要结合更加多维、更加细化的因素有针对性地进行研究，挖掘其地区特色与具体需求，在深度和广度上进一步推进农村土地



流转（见图 20）。



资料来源：《中国第二次全国农业普查资料汇编》。

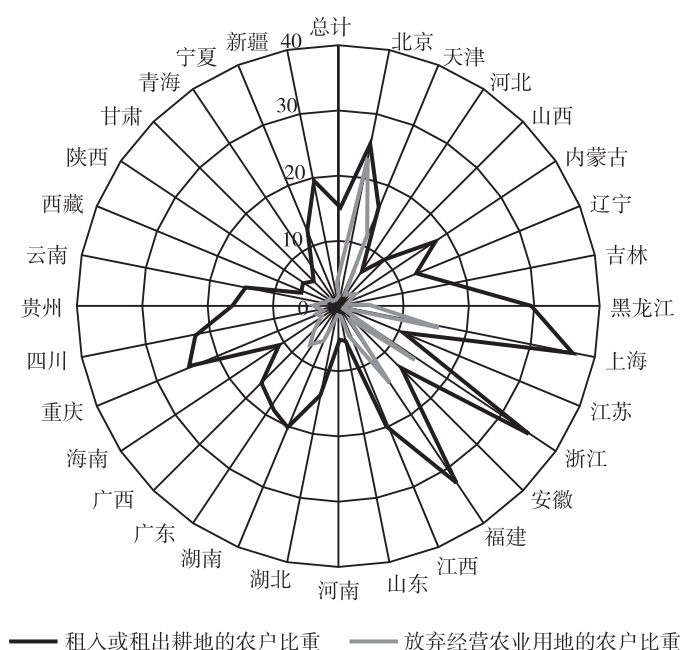
图 20 农户土地经营的来源构成

4. 土地经营规模化与非农化的区域分析

从土地经营来看，北京、天津、上海、浙江、福建等省市放弃经营农业用地的农户比重较高，均在 10% 以上，其中，北京最高，为 22.9%。需要引起重视的是，江苏和上海、浙江地理位置靠近，文化背景相似，然而，放弃经营农业用地的农户比重极低，仅为 0.8%。河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、山东、河南、湖北、海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 22 个省区放弃经营农业用地的农户比重较低，均在 5% 以下，其中，西藏最低，为 0.6%，这表明大多数省区农民愿意从事农业生产，不愿放弃土地的经营。北京、上海、浙江、福建、黑龙江、湖南、江西、重庆、四川等省市租入或租出耕地的农户比重较高，均在 20% 以上，其中，直辖市以上海最高，为 36.6%，省区以浙江最高，为 35.4%，最低的是河南，为 5%。从国家政策导向来看，区域土地流转要坚持农村基本经营制度的重要性、长期性，即以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制。创新农业经营体系不是否定家庭承包经营制度，土地流转将尊重农民主



体地位。从土地流转主体状况来看，东部的北京、天津、上海、浙江、福建、广东，西部的重庆租出或包出耕地的农户较多，均在 10% 以上（见图 21）。从流转面积来看，东部的北京、上海、浙江、福建，东北的吉林、黑龙江，西部的新疆实际经营耕地中租入、包入、转入的耕地面积比重较多。租入或租出耕地的农户比重在一定程度上表明区域土地流转的参与主体的广泛性与群众的接受和认可度。坚持农村基本经营制度，赋予农民长期而有保障的生产经营自主权，确立农户自主经营、自负盈亏的市场主体地位，可以最充分地调动绝大多数农民的积极性、主动性、创造性。



资料来源：《中国第二次全国农业普查资料汇编》。

图 21 农户土地经营决策

总体来看，中西部地区劳动力输出省份与东南沿海经济发达地区，土地流转涉及农户与流转面积比重普遍不高，而各省区放弃农地经营的农户比重较低，大多在 5% 以下，很多省区低于 2%，这表明农户普遍不愿放弃土地经营与相关权益，这其中包含经济视角难以准确计量的多种权益，需要借助制度与体制因素的完善来给予保障。

四、区域土地流转测度指标体系与综合评估

当前正处于全面深化农村土地制度改革的关键阶段，土地流转区域差距大，情况复杂，涉及面广、关联要素多，各地区“三农”发展的基础条件如何，其比较优势



和短板瓶颈在哪里？如何整合多方主体形成合力，推动土地平稳有序流转？如何基于地区实际情况，推动土地资源流转出高效益，打造现代农业的同时，提高农民收益，推动“三农”发展的同时，推进新型城镇化进程？这一切都需要基于现实统计数据进行全面系统的分析和科学的定量研究。本文构建由土地流转、土地资源、人力资本、基础情况、环境因素、主体发展、技术特征、财政金融等9类一级指标，36项二级指标，120项三级指标组成的区域土地流转评价指标体系，基于大规模数据对土地流转情况与关联要素进行度量与综合评估，通过区域系统聚类分析研究区域土地流转的共性与差异性特征。统计数据信息和模型方法属于定量科学的知识，有助于从土地流转关联要素的数量关系中发现隐性知识和信息，提供土地流转经济效益的同时，推动社会效益、生态效益的全面提高。

（一）区域土地流转评价指标体系构建

1. 区域土地流转评估的指导思想

本文以党的十八大报告、党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》为指导思想，瞄准现代农业发展、新农村建设、新型城镇化的战略目标，根据权威可信的统计数据对农村土地流转及重要关联要素进行综合评估。本文主要目标是，基于农村土地资源、人力资本、科技发展、基础设施、财政金融、农村市场、机械化程度等方面的现状和综合发展情况，科学制定土地流转政策，选择符合地区实际和比较优势的项目，在促进土地流转实现高效益的同时，促进农村科技进步、市场发展、人才发展和社会保障的提高，为社会主义新农村建设和新型城镇化战略提供初始原动力。

2. 土地流转统计的内涵与定义

农村土地流转是指农村家庭承包的土地通过合法的形式，保留承包权，将经营权转让给其他农户或其他经济组织的行为。农村土地流转是农村经济发展到一定阶段的产物，通过土地流转，可以开展规模化、集约化、现代化的农业经营模式。土地资源对于“三农”发展承担多种职能，包括生产要素、生活保障、就业机会、收益来源、财产继承等，绝不能简单、孤立地看待土地流转问题，而应从农业发展、农民增收、新农村建设、新型城镇化的战略高度来科学地认识。从个体角度来看，农村土地流转的目标是缩小城乡差距，促进农民增收；从国家层面来看，农村土地流转与现代农业发展、新型城镇化战略、城乡基本公共服务均等化、社会主义新农村建设密切相关。因此，农村土地流转的关联因素包括农村人口社会因素、基础设施状况、机械化水平、科技进步状况、基本公共服务、农村市场发展、农业经营主体、财政金融状况等

方面，需要综合统筹考虑。

3. 土地流转指标体系的框架设计

区域土地流转统计度量，是基于官方数据与非官方数据、客观数据与主观数据、普查数据与调查数据，常规数据与互联网信息等多种信息资源，对区域土地流转及重要关联要素的发展现状进行综合评估，通过统计信息分析技术与现代计量模型方法挖掘农村土地流转与地区土地资源情况、人力资本构成、科技发展水平、基础设施状况、财政金融状况、农村市场发展、机械化程度、社会保障水平等多种因素之间关联的隐性联系，促进农民增收和农业产业链条的高效对接与发展壮大，促进农村经济、科技、社会的全面进步，促进农村社会保障与基本公共服务的发展，推动新型城镇化进程（见图 22）。

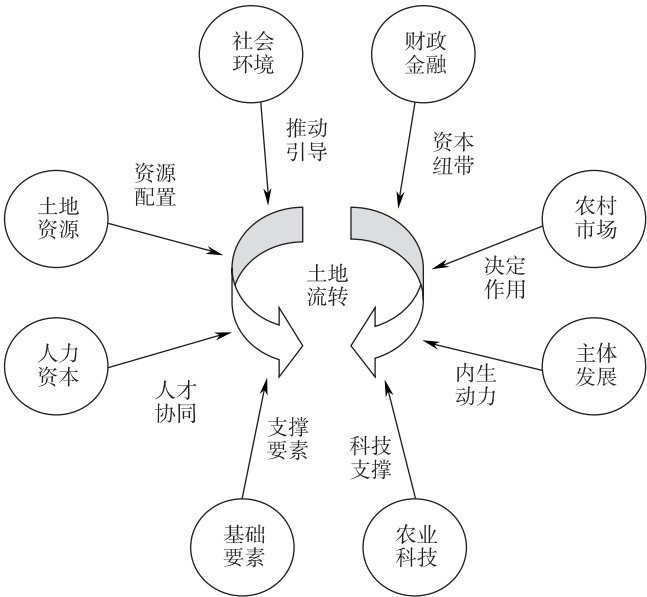


图 22 区域土地流转评价指标体系

4. 土地流转指标体系的具体构成

本文区域土地流转评价指标体系由 9 项一级指标、36 项二级指标、120 项三级指标构成。九大模块分别是土地资源、人力资本、基础设施、技术特征、主体发展、农村市场、财政金融、社会环境、土地流转，主要从土地资源禀赋、人才协同发展、基础支持要素、科技创新支撑、市场主体发育、农村市场体系、财政金融发展、环境背景因素等角度进行综合评价。这些因素都是农村土地流转能否统筹兼顾多种目标，协调多方主体的发展诉求，能否顺利实施、达到预期效果的重要影响因素，本文将从统计度量、综合评估与关联分析的视角为破解这些问题提供基础信息支撑（见表 2）。



表 2 农村土地流转度量指标体系

一级指标	二级指标	三级指标	单位	一级指标	二级指标	三级指标	单位
土地流转	耕地属性	从户籍所在村集体承包过耕地的农户比重	%	农村市场	农村市场	有综合市场的乡镇比重	%
		有自留地、开荒地的农户比重	%			有专业市场的乡镇比重	%
		有经营耕地的农户比重	%			有农产品专业市场的乡镇比重	%
	流转主体	租出、包出过耕地的农户比重	%			有粮食专业市场的乡镇比重	%
		租入、包入、转入耕地的农户比重	%		市场规模	年交易额超过 1000 万元以上的综合市场个数	个
	流转面积	实际经营耕地中租入、包入、转入的耕地面积比重	%			年交易额超过 1000 万元以上的专业市场个数	个
		实际经营耕地中承包地、自留地、开荒地的面积比重	%			年交易额超过 1000 万元以上的农产品专业市场个数	个
	土地经营	租入或租出耕地的农户比重	%			年交易额超过 1000 万元以上的粮食专业市场个数	个
		放弃经营农业用地的农户比重	%		销售渠道	合作组织统一销售农业生产经营户比例	%
土地资源	总量分布	区域耕地面积	(千公顷)			商贩上门收购农业生产经营户比例	%
		区域耕地面积占全国的比重	(%)			销售给企业农业生产经营户比例	%
	耕地种类	水田面积比重	%			销售给市场农业生产经营户比例	%
		水浇地面积比重	%		商业环境	有开展旅游接待服务的本村居民的村比重	%
		旱地面积比重	%			村内有 50 平方米以上的综合商店或超市的村比重	%
	地形地貌	0~15 度耕地面积比重	%			村内能买到化肥的村比重	%
		15~25 度耕地面积比重	%	主体发展	产业单位	多产业法人单位的产业活动单位比重	%
		25 度以上耕地面积比重	%			单产业法人单位比重	%
	区位特征	按到最近的车站、码头距离分 5 公里以下的村比重	%			未注册单位比重	%
		按到最近的车站、码头距离分 6~10 公里的村比重	%		机构单位	农业生产经营单位中企业数比重	%
		按到最近的车站、码头距离分 10 公里以上的村比重	%			农业生产经营单位中事业数比重	%
人力资本	年龄构成	30 岁以下劳动力比重	%			农业生产经营单位中机关数比重	%
		30~60 岁劳动力比重	%			农业生产经营单位中社会团体数比重	%



续表

一级指标	二级指标	三级指标	单位	一级指标	二级指标	三级指标	单位
人力资本	年龄构成	60岁以上劳动力比重	%	主体发展	所有制类型	农业生产经营单位中国有单位比重	%
	文化程度	小学以下常住劳动力比重	%			农业生产经营单位中集体单位比重	%
		初中常住劳动力比重	%			农业生产经营单位中内资私营企业比重	%
		高中常住劳动力比重	%			农业生产经营单位中内资合作、合资企业比重	%
		常住劳动力大专及以上学历比重	%		专业组织	有农业专业合作经济组织的乡镇比重	%
	技术人员	初级农业技术人员占劳动力资源比重	%			有实体型农业专业合作经济组织的乡镇比重	%
		中级农业技术人员占劳动力资源比重	%	乡镇农技推广		平均每个乡镇的农技推广服务机构数	机构/乡镇
		高级农业技术人员占劳动力资源比重	%			平均每个乡镇的农技推广服务机构从业人员数	人/乡镇
	非农就业	纯农户/农业兼农户	无			农技推广服务机构平均从业人员数	人/机构
		非农收入为主的户数/农业收入为主的户数	无	技术特征	农业技术与生产方式	2006年本村举办过农业技术讲座的村数比重	%
		城乡收入比	无			2006年本村通过“公司加农户”的方式生产、销售农产品的村数比重	%
基础设施	交通设施	通公路的村比重	%			有农业技术人员的村数比重	%
		通公路的自然村比重	%			年末参加“公司加农户”的农户比重	%
		村内主要道路有路灯的村比重	%		农业技术应用	机耕面积占耕地面积比重	%
	水利设施	在正常年景下用水有保障的村比重	%			机电灌溉面积占耕地面积比重	%
		有机电井的村比重	%			喷灌面积占耕地面积比重	%
		有能够使用的灌溉用水塘和水库的村比重	%			滴灌渗灌面积占耕地面积比重	%
		有排灌站的村比重	%			机播面积占播种面积比重	%
	机械化水平	平均每个乡镇拥有的大中型拖拉机数	台/乡镇			机收面积占播种面积比重	%



续表

一级指标	二级指标	三级指标	单位	一级指标	二级指标	三级指标	单位
基础设施	机械化水平	平均每个乡镇拥有的小型拖拉机数	台/乡镇	技术特征	薄膜、化肥、农药	地膜覆盖面积比重	%
		平均每个乡镇拥有的大中型拖拉机配套农具数	台/乡镇			中小棚覆盖面积比重	%
		平均每个乡镇拥有的小型拖拉机配套农具数	台/乡镇			常住农户的平均化肥购买量	吨/户
		平均每个乡镇拥有的联合收割机数	台/乡镇			常住农户的平均农药购买量	吨/户
	规模经营	经营 20 ~ 50 亩耕地的农业生产经营户比重	%		乡镇财政	财政收支差额	万元
		经营 50 ~ 100 亩耕地的农业生产经营户比重	%			资产负债比	无
		经营 100 亩以上耕地的农业生产经营户比重	%		农户借贷	银行、信用社贷款户比重	%
	人口抚养比	总抚养比	无			其他渠道借款户比重	%
		少儿抚养比	无			农村常住户平均银行、信用社贷款额	元/户
		老年抚养比	无			农村常住户平均其他渠道借款额	元/户
社会环境	基础教育	7 ~ 12 岁适龄儿童入学率	%	财政金融	水利资金	来源于国家的村比重	%
		13 ~ 15 岁适龄儿童入学率	%			来源于集体的村比重	%
	社会保障	农村常住户参加农村社会养老保险的比重	%			来源于其他的村比重	%
		农村常住户参加农村新型合作医疗的比重	%			无资金的村比重	%
		农村常住户参加城镇基本养老保险的比重	%		企业财务	农业法人单位平均年末固定资产原值	万元/单位
		农村常住户得到过集体养老金的比重	%			农业法人单位平均全年固定资产投资完成额	万元/单位
	住房状况	拥有住宅面积合计	平方米			农业法人单位平均年末贷款余额	万元/单位
		户均拥有住宅面积	平方米/户			农业法人单位平均全年经营总收入	万元/单位
		住宅估价 10 万元以上的常住户数比重	%			农业法人单位平均全年营业税金	万元/单位



（二）区域土地流转综合评估与要素解读

基于第二次全国农业普查数据，构建 9 项一级指标、36 项二级指标、120 项三级指标的多元综合指标体系，用于描述评估我国各区域之间的农村土地流转状况。区域土地流转综合评估是以我国 31 个省（自治区、直辖市）为对象，测度各省区市土地流转及其相关因素的现状水平，并分析其存在的优势和劣势。基础数据采用标准正态化方法进行无量纲化处理：将各个指标结果采用标准化方法（Z - Scores）处理后返回概率累计值；再将各指标逐级汇总，转化为 0 到 100 之间的综合评估值，各级指标采用等权处理方式汇总到上一级指标（见图 23）。

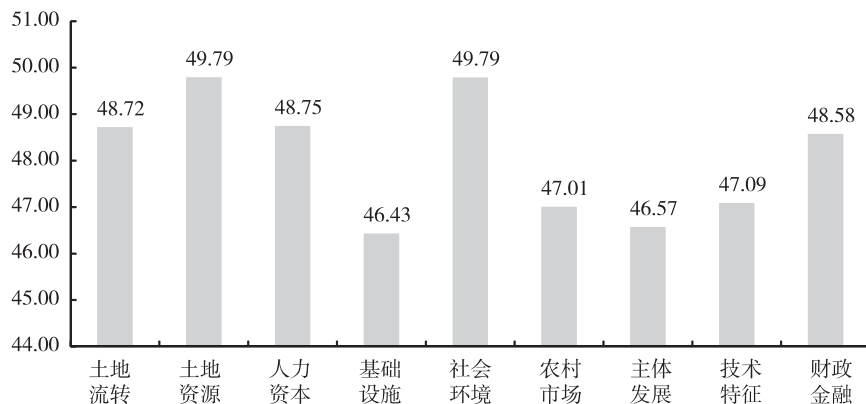


图 23 全国土地流转综合评价结果

本文采用对称性设计的指数系统编制方法，包括土地流转、土地资源、人力资本、基础设施、技术特征、主体发展、农村市场、财政金融、社会环境要素等方面测量区域土地流转状况的综合性指数，每一维度和要素构成区域土地流转系统的具体方面和细化网点。本文评价方法不仅横向可比，而且纵向可比，不仅可以横向比较区域土地流转的总体水平及各省区市的相对位次，而且可以纵向考察区域土地流转的发展变化，为推动农村土地流转提供系统科学的参考依据。

1. 区域土地流转综合评价与区域差距

由图 24 可以看出，从全国的角度来看，土地流转指数综合评价结果中社会环境、土地资源得分最高，表明土地资源的总量、结构、区位，社会环境的老龄化、公共服务等因素等是土地流转的主要驱动因素。而基础设施、农村市场、主体发展、技术特征得分最低，表明农村基础设施、农村市场、市场主体、农业科技的发展滞后是短板所在，有一定的制约作用。尽管我国在基础设施建设领域做了大规模投入，但是这些



投资主要集中于区域均衡发展，对于城乡均衡的投入相对欠缺，这也是造成我国城乡差距大于区域差距的重要原因，是当前实施新型城镇化战略的重要使命。当前农村市场发育的滞后、市场主体的培育也是严重不足的，农业生产个体户较多，掌握先进技术、市场信息、科学管理模式的现代经营主体较少，造成农村经营整体上缺乏内生动力，效率较低。

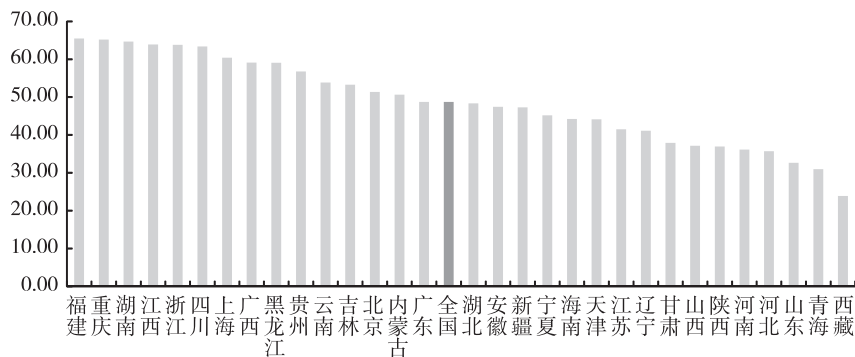


图 24 全国 31 个省（自治区、直辖市）土地流转指数评价结果

从农村土地流转现状来看，福建、重庆、湖南、江西、浙江、四川的流转程度比较高，均超过 60 分，流转程度差异小，这几个地区的农村劳动力转移较多，其中福建和浙江的工商业、小商品制造业以及食品加工业比较发达，吸引了较多的农村劳动力向第二、第三产业转移，并且现代农业主体发展得较好，从两方面共同促进了土地流转的供给与需求。重庆、四川、湖南和江西则是劳务输出大省，每年涌向北上广深的农村流动人口较多，土地的闲置和外出打工农户逐渐培养出的开放思维、经济意识从一定程度上促成了这些地区的土地流转的加快。山西、陕西、河南、河北、山东、青海、西藏的流转程度偏低，这些省区多为农业大省，农业生产仍以传统的分散经营为主。

土地流转价格因区位、流转对象、流转目的的不同而差异明显。在东部沿海地区、经济发达地区、区位优势明显的地区，土地价格更是呈现快速上涨的趋势，这一方面造成土地流入方用地成本较高，在不改变土地用途的前提下，土地流转与规模化经营的成本更高，利润空间被压缩，降低了企业和经营大户的流转需求。作为投资方，在经济发达地区，土地估值高，增加了投资成本，当地用工成本、土地成本、各种生产要素的价格也比较高，由于农业用地政策的限制，预期收益的增长也是有限度的，这就降低了农业经营者流转土地，进行规模化经营的动力。另一方面，土地价格的上涨，加之政策层面的确定性，农民出于利益驱动和风险规避，更愿意储存土地资

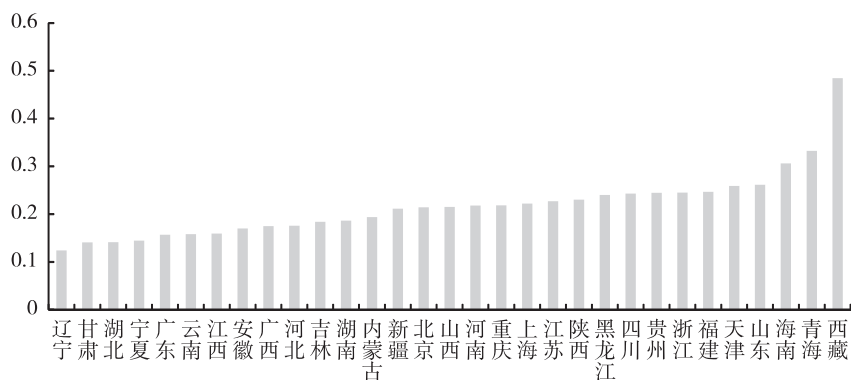


源这一重要资产，采取观望的态度，等待以后更高价格并且政策明朗之后再行流转。因此，土地价格的上涨，农户的观望情绪，政策层面的不明朗与诸多限制，阻碍了土地流转进程的顺利进行。

2. 区域土地流转的要素均衡度分析

从关键要素的均衡性来看，在流转程度高的省份中，福建、浙江、四川关联要素非均衡特征比较明显，而重庆、湖南、江西各要素发展比较均衡。在流转程度低的省份中，山东、青海、西藏关联要素非均衡特征比较明显，而山西、陕西、河南、河北各要素发展比较均衡。

从要素均衡度来看，要素均衡度较高的省份，土地流转程度在全国排名比较居中。作者认为影响土地流转的原因较多，要素均衡并不是影响土地流转的唯一且关键的因素，土地流转更多是基于地方特色，对于某些地区，可能存在各项因素发展一般但是总体的土地流转程度较高的情况，如重庆。而在另一方面，任一土地流转条件的成熟，均有可能成为土地流转的催化剂，比如福建的主体发展特色。故综合以上，促进土地流转更为关键的是结合地区情况，在考虑客观因素的基础上，选择有竞争力的经营主体和农业项目（见图 25）。





城市化程度高，因而土地资源较少。土地资源的总量将直接限制土地流转的发展规模，因此在考察地区土地流转程度时应当结合其土地资源总量综合评估。再者，土地资源指标还包含了耕地类型、土地区位以及土地地形地貌等反映土地质量的二级指标。土地流转的实现是基于土地的使用价值和经济价值，但土地所具有的价值并不是土地实现流转的决定性因素，土地成本过高等也会限制土地流转，如北京、上海等地。在一些土地流转程度很高的地区，土地资源排名却低于全国平均水平，甚至比较靠后，如福建和浙江。但是部分土地流转程度低的地区，土地资源排名也靠后，比如西藏、陕西、青海。

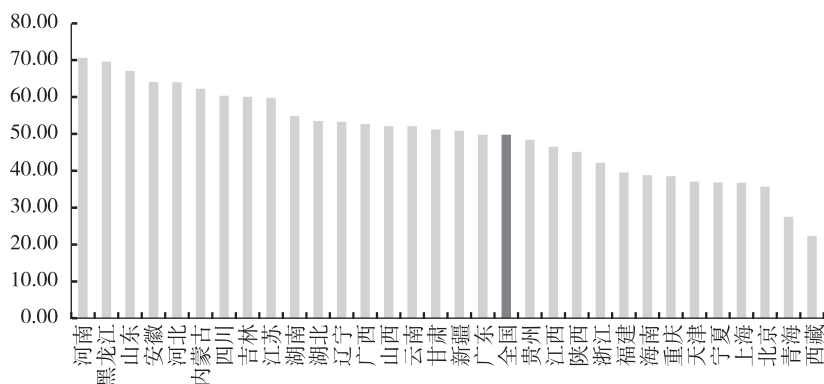


图 26 全国 31 个省（自治区、直辖市）土地资源指数评价结果

由图 27 可以看出，农村人力资本指数中得分最高的是北京、天津、陕西、河南，得分最低的是重庆、四川、贵州、海南。由人力资本指标可以看出，得分较高的地区中，北京、天津等地文化程度较高，且农业技术发展程度较高，技术人员数量相对较多，就业情况也相对较好；而得分较低的地区当中，海南、四川、贵州等地农业技术发展程度相对较低，农业兼业户比例较低，因而人力资本方面相对表现较差。但值得注意的是，云南、西藏、宁夏、甘肃以及青海这五个西部省市的人力资本水平超过了全国的平均水平，而广东、上海以及江苏的人力资本水平反而低于了全国水平，这与人力资本指标中所包含的二级指标意义有关系。本研究中的人力资本主要描述的是农村人力资源的状态，并不包括城镇人口。再者，人力资本包含了年龄构成、文化程度、技术程度以及收入类型及比例等方面。这与发达地区“工进农退”的发展模式有关系，年轻的农村劳动力纷纷离开农村进入城市并从事非农工作，而农村的主要劳动力变为老人，这部分老年群体的文化程度普遍较低，这一现象造成了部分发达地区尤其是南方地区的人力资本反而低于西部落后地区的人力资本水平。

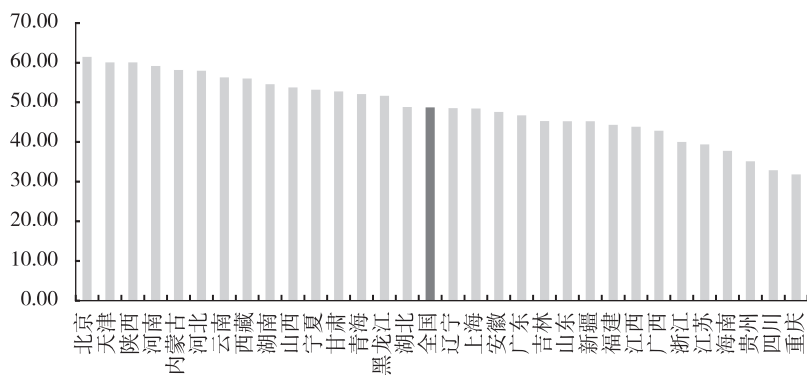


图 27 全国 31 个省（自治区、直辖市）人力资本指数评价结果

由图 28 可以看出，基础设施指数方面得分最高的是黑龙江、内蒙古、吉林、山东，得分最低的是贵州、西藏、云南、陕西。由基础设施指标具体情况可以看出，得分较高的黑龙江、内蒙古、吉林、山东等地区大多属于农业发达地区，其交通、水利、机械化程度等基础设施建设相对较好，而贵州、西藏、云南、陕西等大多处于贫困地区、高原地区、山地地区、干旱地区，地形复杂，农业基础设施比较滞后，在一定制度上制约了农业规模化经营与现代农业发展。农业基础设施建设水平除与土地类型以及区位有关系外，还同地区的产业发展重点和功能定位有关系，比如广东、北京以及上海，这三地的经济发展水平远高于全国平均水平，但基础设施建设反而不足全国平均水平，这是因为北京、上海以发展第三产业为重心，而广东省将产品制造加工业作为重点，农业在这些地区为非重点产业，甚至逐渐在边缘化，因此相关的农业基础设施建设较少。

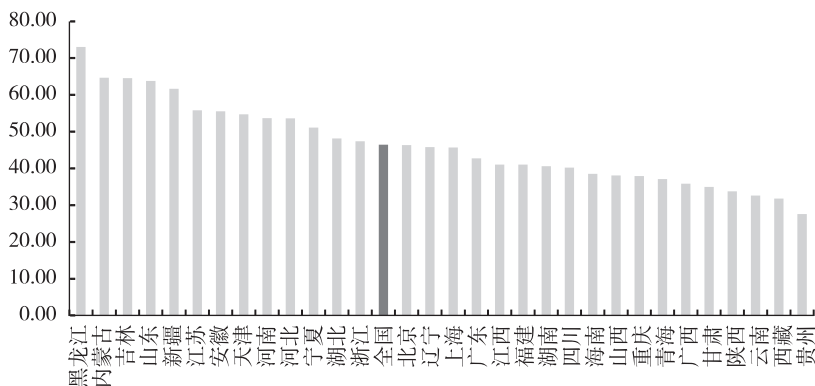


图 28 全国 31 个省（自治区、直辖市）基础设施指数评价结果

由图 29 可以看出，社会环境指数中得分最高的是浙江、上海、北京、江苏，得



分最低的是贵州、青海、西藏、广西。很明显可以看出，社会环境方面得分较高的北京、上海等地区基本都位于东南或者沿海地区，其基础教育、社会保障等方面发展程度较高，因此社会环境指数较高。得分较低的贵州、青海等地则因为地处偏远，且地理环境较差，社会环境等方面的发展程度也较低，加之劳动力输出与人口转移等因素，农村老龄化程度较高，人口经济负担较重，农户对土地的依赖程度大，土地流转需要承担更多的社会功能。

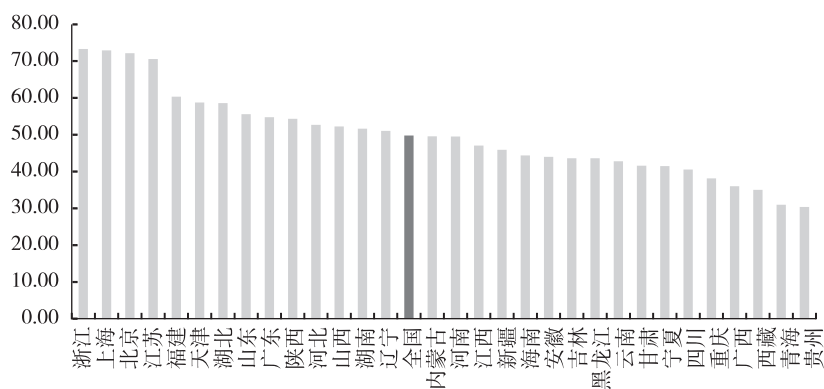


图 29 全国 31 个省（自治区、直辖市）社会环境指数评价结果

由图 30 可以看出，农村市场指数中得分最高的是江苏、河南、安徽、山东，得分最低的是西藏、青海、海南、贵州。因为江苏、河南、安徽等地区都是农业大省，其农村农业情况的发展程度也相对较高，因此其农村市场方面的成熟程度，包括市场规模、销售渠道等方面都相对较高，因此在农村市场方面得分较高。农村市场能够为农产品以及农业生产相关要素提供销售和交换平台，而土地作为农业生产的关键要素

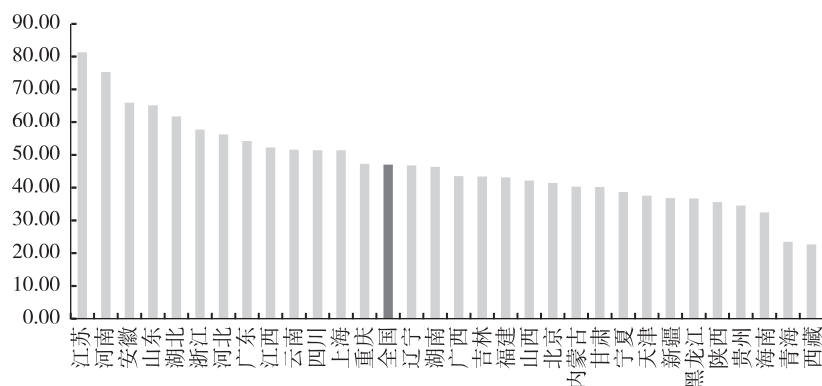


图 30 全国 31 个省（自治区、直辖市）农村市场指数评价结果



之一，可以依托成熟的农村市场实现流转，健全的市场机制一方面能够提供平台，另一方面也有助于土地的合理定价，切实保护农户的权益。西藏、青海、贵州等地区因为地理条件较差、农业发展规模不大等原因，在农村市场的发展与成熟方面显然落后于其他地区，因而得分较低。

由图 31 可以看出，主体发展指数中得分最高的是山东、浙江、福建、江苏，得分最低的是西藏、青海、海南、天津。主体发展方面，山东、浙江、福建、江苏等得分较高的省份大多处于东南沿海，这些地区的人民群众法制水平普遍较高，尤其是商业意识较强，注重农产品的深加工，一些地区为了形成地区品牌效应，将地区内的农户进行了整合，形成了“企业 + 农户”的新型农业生产模式，对农产品的生产以及包装统一标准，农业生产单位、法人等组织的成立也相对较多，占农业生产的比例也较大，因而主体发展指数较高。西藏、青海、海南等地相对偏远，缺乏农业龙头企业的带动，接收信息速度慢、程度低，未能及时跟进农业发展的新政策，因而主体发展指数相对较低。

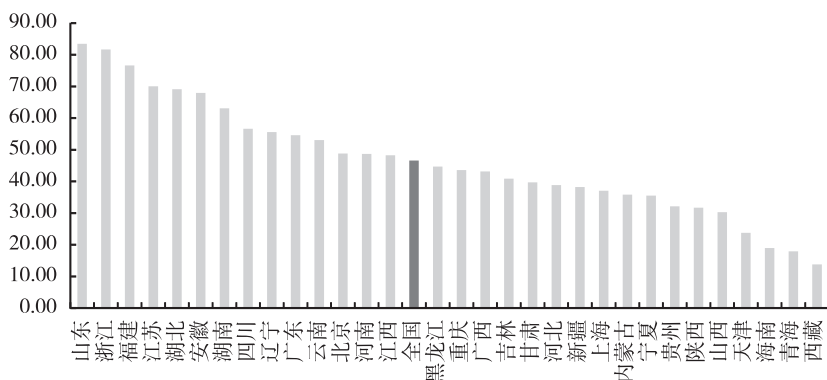


图 31 全国 31 个省（自治区、直辖市）主体发展指数评价结果

由图 32 可以看出，技术特征指数中得分最高的是江苏、新疆、山东、河南，得分最低的是西藏、青海、山西、广东。可以看出，江苏、山东、河南等地区因为农业发展程度较高，农业技术的普及与推广程度也较深入，因此其技术特征指数得分较高。新疆则因为新疆建设兵团是政府计划单列的从事农业生产的社会组织，其对于农业生产的高新技术引进程度也较深入，因此技术特征得分也较高。西藏、青海等地区因为地处偏远，难以接受高新技术的进入，因而技术特征得分较低。

由图 33 可以看出，财政金融指数中得分最高的是江苏、海南、福建、广东，得

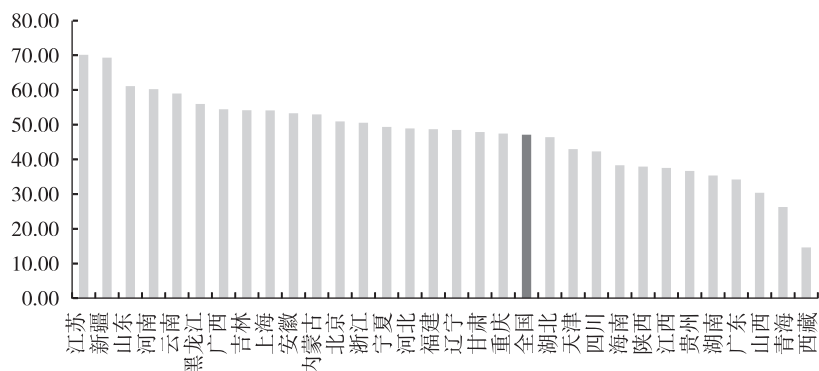


图 32 全国 31 个省（自治区、直辖市）技术特征指数评价结果

分最低的是四川、辽宁、吉林、黑龙江。财政金融方面得分较高的江苏、福建、广东等地区，这些地区地处沿海，经济比较发达，农村金融发展程度较高，乡镇财政状况良好，因此财政金融指数得分较高。海南农业生产的自然条件较好，农业比较发达，加之旅游业发达，带动了地方经济，因此农村基层政府的财政状况较好。财政金融的水平一方面反映了政府为地区经济所能提供的支持力度，另一方面也反映了农业产业化所需要的资金供给能力。土地流转过程必将牵涉到资金的转移，相对发达的财政金融服务能够有效地降低土地流转的资金成本等。

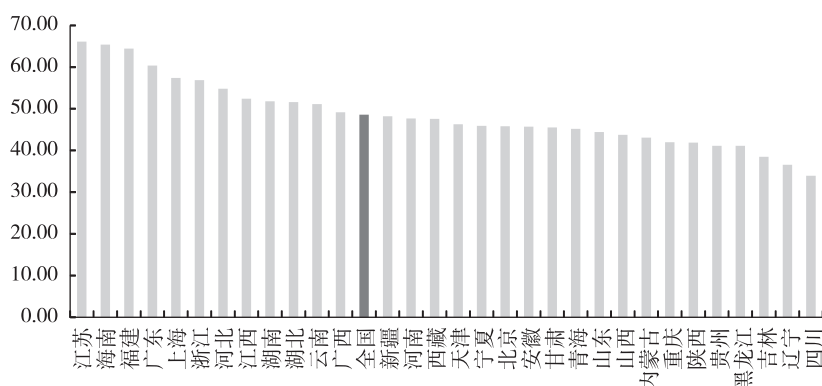


图 33 全国 31 个省（自治区、直辖市）财政金融指数评价结果

4. 区域土地流转的聚类分析过程与区域类型划分

根据图 34 所示的聚类分析过程，依照土地流转的水平和特点将 31 个省（自治区、直辖市）划分为四大类，分类结果如表 3 所示。

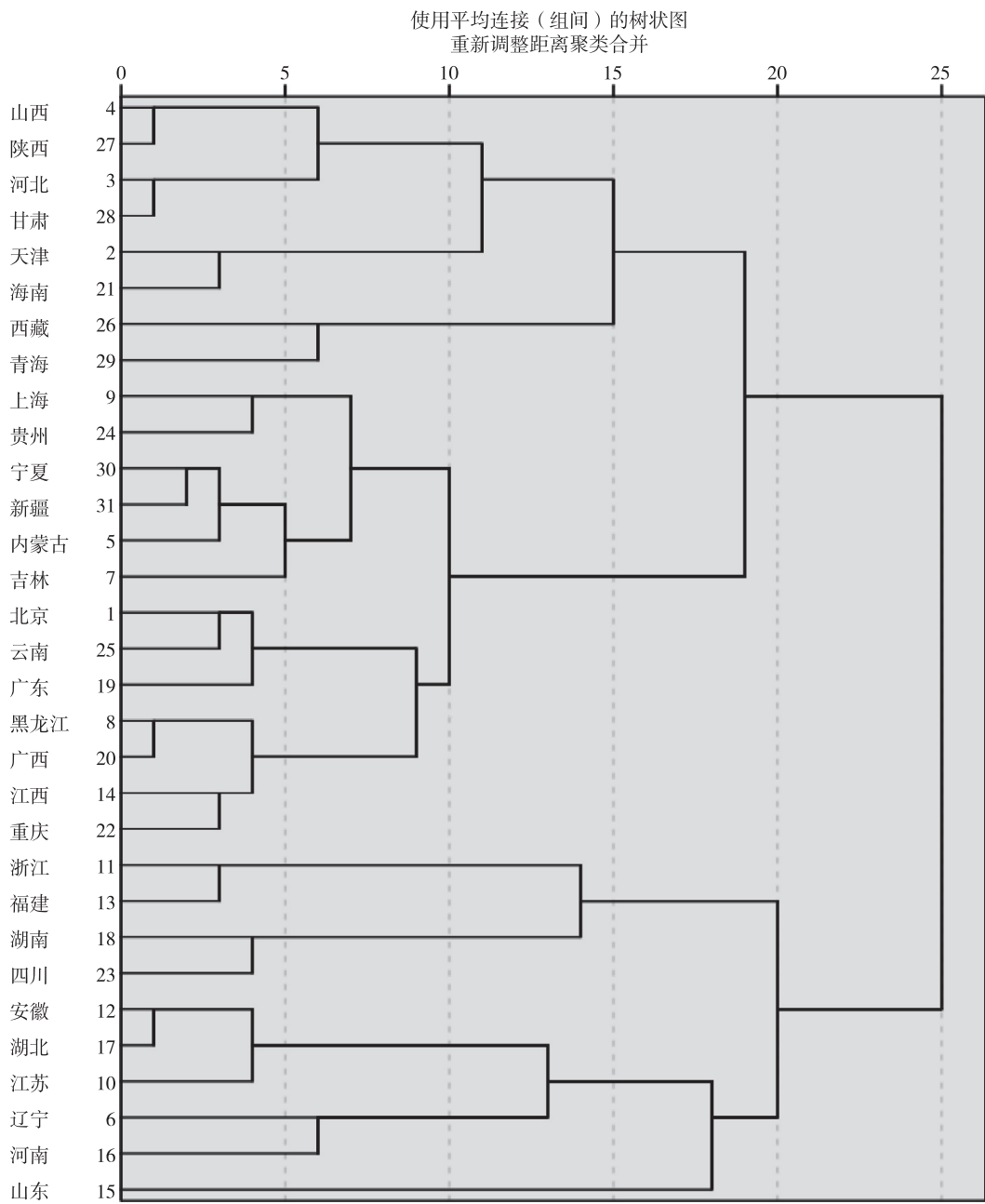


表 3 区域土地流转系统聚类表

类型	省（自治区、直辖市）
第一类	浙江、福建、湖南、四川
第二类	安徽、湖北、江苏、辽宁、河南、山东
第三类	上海、贵州、宁夏、新疆、内蒙古、吉林、北京、云南、广东、黑龙江、广西、江西、重庆
第四类	山西、陕西、河北、甘肃、天津、海南、西藏、青海



第一类地区，将其命名为主体发展型的土地流转区域。该类区域的土地流转水平在四类地区中最高，土地流转的影响因素呈现出主体发展强劲的特点。浙江、福建、湖南以及四川均属于南方地区且制造业、工商业相对发达，经济水平相对较高，尤其以浙江、福建为典型。以浙江省为例，其土地面积较小，土地资源并不丰富，但是小商品制造业、食品制造业以及商业等十分发达，在发展的早期，一方面是农村劳动力逐渐向第二、第三产业转移，使部分土地流转呈现非农化趋势，另一方面是商业资本由城市向农村逐渐渗透，例如加工厂等在农村兴办，占用了土地资源。现在而言，随着工农发展的逐步协调，结构日趋合理，这类区域的土地流转积累了较长时间的经验，土地流转市场发展已逐步规范，有关土地流转的中介组织也积极发挥作用；再者，以农产品为原料的加工业迅速成长，主体发展优势显现，让农业经营生产实现规模效应和产业效应；相应地，土地流转对促进农业现代化以及提高农业经营效率的作用开始显现。因此，主体发展水平高是该类区域实现土地流转高水平的重要支撑。同时，该类区域也拥有较好的社会环境和财政金融支持，说明区域的土地流转市场条件相对成熟和健全。

第二类地区，将其命名为资源支撑型的土地流转区域。这类区域的突出特点是土地资源相对丰富，但是土地流转水平偏低。安徽、湖北、江苏、辽宁、河南、山东六省市在全国属于经济发展水平中等偏上的地区，大部分是传统的农业大省、人口大省，受中华文化影响较深。不同于一般地区，这类区域的自然环境较为适宜，地势较为平缓，不是多山地与多丘陵的地区，适宜耕种的土地资源相对丰富。该区域农业人口多，农村市场较为广阔，但是多为劳务输出大省，除江苏省外其余各省省内的工商业、制造业发展水平并不高，很难由工业发展带动地区的农业现代化发展，同时土地也难以流转为城市化中的商业用地。另一方面，正由于人口多，而土地流转所能获取的经济价值不高，再加上受中国传统农耕文化的影响，该区域农户土地流转意愿不强。再者，该类区域的财政金融支持水平同主体发展型的土地流转区域仍存在较大差距。综合以上，该类区域虽然土地资源极其丰富，基础设施、社会环境、农村市场、主体发展以及技术特征方面表现均较为良好，但是土地流转水平仍然偏低。

第三类地区，将其命名为均衡发展型的土地流转区域。该类区域涵盖省市较多，土地流转水平相对较高。虽然在本区域关于土地流转的九大因素发展水平普遍处于四大类区域的中等水平且在较多方面低于资源支撑型区域，但是本区域具有显著的均衡协同效应。这说明在土地流转的综合评价中，多方面的协同效应可以较好地提升地区



土地流转水平并且在其中发挥重要作用。该类地区包括国内经济最发达的省市——上海、北京、广东以及重庆，还有经济发展一般的地区——吉林、黑龙江、内蒙古，甚至还包括了很多经济较为落后的省份——贵州、宁夏、新疆、云南、广西、江西，这说明经济发展的程度与地区的土地流转情况并无显著的联系。土地流转不仅是对地区经济效率的追求，还需综合考虑各个方面，比如公共利益以及农村社会市场。土地流转牵涉到三方面的利益，即农户、市场以及政府，只有平衡了三方面的利益，才能使得土地流转顺利与健康地推进。齐头并进式的发展使该区域各项因素仍具有较高的提升空间，土地流转水平仍可提升。

第四类地区，将其命名为人才支撑型的土地流转区域。该类区域土地流转水平明显低于其他三类区域，突出特色是人力资本水平较高，但土地资源、基础设施、社会环境、农村市场、技术特征、主体发展六大因素水平均为四大类中最低的，其中主体发展程度甚至不及前两类区域的一半。该区域主要包括西北三省——陕西、甘肃、青海，部分华北地区——河北、天津、山西，还有边远地区——海南、西藏。这类区域的自然环境相对较差，导致土地资源的农业经济价值偏低，土地转入的需求不高，比如西北地区严重缺水，西藏地区高寒，海南山地多耕地少等。再者，土地开发程度较低，基础设施建设水平差，利于促进土地流转的农村市场发展不健全，仍然处于起步阶段。农业生产形式较为低端，农业发展的主体仍多为农户个人，农业机构单位等具有规模效应的现代农业组织少。从另一方面看，该区域的人力资本虽然较高，但人力资本对土地流转往往具有负向作用，人力资本较高的地区中劳动力对农业收益的依赖性通常较低，社会与经济的发展对人力资本的依赖度大，再加上该地区本身的土地资源与环境较为恶劣，因此二者共同促使通过土地流转实现的农业规模化、产业化的收益较低。在土地流转方面，这类区域仍然存在较多问题需要解决。

5. 典型区域土地流转特征描述与相关要素分析

第一类地区，产业带动型的土地流转区域。该区域内四个省的土地流转水平较高，相互之间差异小。但四川省在财政金融方面与其余三个地区仍具有明显差距，这与四川的经济水平相对较弱具有关系，金融服务体系不够发达，金融机构单一，而在土地流转的过程中，财政金融发挥的作用日益明显，基层政府的财政引导可以有力加快土地流转，推进农业产业化发展。再者，新兴的土地流转渠道——土地流转信托也需要政府出资成立中介服务机构，将农户的土地经营权规范化地转出。但是四川的土地资源是该区域中最好的，这与四川的环境保护水平好、气候适宜、土地面积较大具



有直接关系。主体发展水平高是该区域的一大特色，其中浙江又尤为突出，福建表现也较好，这两个地区的工商业发展程度高，在商业发展的带动下，农产品加工业也发展较快，再加上沿海优势促进了出口的发展。以福建为例，漳州的闽台蔬菜花卉基地有效地集合了农民的土地，由农业大户及农产品生产企业统一负责农产品的种植到销售，使得土地流转有效地提高了农业经营产业化与农业生产效益。具体各省市指标得分详见表4。

表4 第一类地区各一级指标情况

省份	土地流转	土地资源	人力资本	基础设施	社会环境	农村市场	主体发展	技术特征	财政金融
浙江	63.79	42.18	40	47.36	73.3	57.71	81.66	50.56	56.86
福建	65.47	39.55	44.33	41.05	60.32	43.13	76.59	48.68	64.42
湖南	64.65	54.83	54.55	40.59	51.63	46.34	63.11	35.38	51.81
四川	63.39	60.32	32.91	40.23	40.54	51.41	56.62	42.32	33.95

第二类地区，资源保障型的土地流转区域。只有当土地资源具有较高利用价值时土地流入需求才会旺盛，需求的产生能从一定程度上促进土地流转。这类地区所具有的显著特点就是土地资源相对丰富，但是土地流转水平普遍偏低，得分均在40分左右，与第一类地区具有20分左右的较大差距。其中山东省和河南省的土地流转水平最低，土地资源最为丰富，这与其是农业大省具有密切关系，农业人口多，种粮仍然是农民主要的收入来源，农民对土地的依赖性大，土地转出的供给较弱。除辽宁外，该地区的农村市场发展程度较高，但农村市场的成熟化和规模化发展带给土地流转的是两方面的影响。一方面完善的农村市场机制为土地流转提供了交易平台，另一方面农村市场的高度市场化发展使得通过土地流转获得超额收益的机会变小，一定程度上削弱了土地流转的积极性（见表5）。

表5 第二类地区各一级指标情况

省份	土地流转	土地资源	人力资本	基础设施	社会环境	农村市场	主体发展	技术特征	财政金融
辽宁	41.12	53.31	48.52	45.79	51.07	46.79	55.55	48.45	36.56
江苏	41.52	59.79	39.38	55.83	70.56	81.27	70.05	70.13	66.09
安徽	47.43	64.06	47.6	55.55	43.99	65.89	67.96	53.3	45.73
山东	32.66	67.08	45.26	63.79	55.61	65.13	83.43	61.09	44.41
河南	36.13	70.6	59.16	53.69	49.52	75.26	48.68	60.25	47.67
湖北	48.37	53.49	48.85	48.17	58.6	61.71	69.12	46.42	51.61

第三类地区，均衡发展型的土地流转区域。该类地区包含的省市多，内部的土地流转程度差异大，最低的是宁夏地区，得分为45.17分，而最高的是江西省，达到



63.9 分，相差近 20 分。该地区内各省市在农村市场、主体发展、技术特征以及财政金融四方面的发展水平基本相近，但在社会环境、基础设施、土地资源方面差距较大。北京、上海两地的社会环境发展很好，这与其具有较为完善的社会保障制度、医疗服务制度等有直接关系，农户的法制保护能力和非农就业能力强，从一定程度上减轻了农户对土地的依赖，促进了土地流转。但是北京市的土地资源很匮乏，这与人口密度过大、城市规模过大存在关系，可以利用的土地资源量很少、成本高又联合制约了土地流转。黑龙江土地面积大，土质肥沃，森林资源等丰富，尚未开发的土地资源较多，人口密度小，具有丰富的土地资源。在该类地区中，贵州省的基础设施建设水平很低，与基础设施建设较好的内蒙古相差 37 分，同时，社会环境也较差，与北京、上海相差近 40 分，其余因素表现也较差，但是贵州省的土地流转水平却属于中等偏上，这说明贵州省在土地流转的发展过程中具有较为明显的协同均衡效应，并且这种效应可以极大地促进土地流转。

综上所述，该地区内各省市的土地流转因素发展较为均衡，并且这种协同均衡效应为提高土地流转水平起到了很大作用。指标得分见表 6。

表 6 第三类地区各一级指标情况

省（自治区、直辖市）	土地流转	土地资源	人力资本	基础设施	社会环境	农村市场	主体发展	技术特征	财政金融
北京	51.36	35.67	61.47	46.33	72.17	41.42	48.82	50.95	45.84
内蒙古	50.63	62.25	58.16	64.66	49.58	40.35	35.86	52.93	43.06
吉林	53.26	60.06	45.27	64.57	43.62	43.39	40.9	54.15	38.5
黑龙江	59.08	69.66	51.66	73.03	43.62	36.72	44.68	55.95	41.14
上海	60.39	36.79	48.46	45.67	72.93	51.41	37.06	54.1	57.41
江西	63.9	46.52	43.84	41.06	47.03	52.27	48.29	37.53	52.43
广东	48.73	49.81	46.71	42.71	54.78	54.23	54.61	34.18	60.36
广西	59.09	52.7	42.83	35.85	36.01	43.54	43.17	54.44	49.18
重庆	65.21	38.54	31.84	37.94	38.14	47.3	43.58	47.45	41.99
贵州	56.76	48.44	35.16	27.61	30.37	34.51	32.13	36.64	41.15
云南	53.85	52.08	56.29	32.6	42.8	51.6	53.06	58.96	51.13
宁夏	45.17	36.84	53.17	51.11	41.48	38.67	35.52	49.36	45.91
新疆	47.32	50.8	45.24	61.68	45.91	36.84	38.23	69.32	48.23

第四类地区，人才流动型的土地流转区域。相对于前三类地区而言，该类地区的土地流转水平普遍较低，而人力资本较高。综合意义上，人力资本对土地流转水平的提高具有负向作用，除海南省外，该类地区人力资本出现了与其他指标发展不相符的



高水平。较高的人力资本使得在要素市场中土地所能带来的边际收益较低，土地流转的动力不足。但值得注意的是海南省虽然人力资本较低，但主体发展和农村市场水平也明显偏低，制约了土地的流转。

就土地资源方面，省市间差距较大，河北省土地资源相对较为丰富，地处华北平原，人口密度相对较小；而西藏地区与青海省土地资源非常薄弱，虽然人口密度较小，但是由其地理位置决定了其自然环境的恶劣，很多土地不适宜开发利用，在很大程度上限制了对土地转入的需求。西藏地区地属高寒地区，少数民族聚居，长期以来发展较为闭塞，人口较少，因此多项指标得分均垫底，并且仍和其他省市存在较大差距，西藏地区的土地流转推进仍需结合地区特点开展。

总体上，该类地区除存在人力资本高、土地资源不丰富的客观原因外，还应当注意提高主体发展水平，促进农村市场进一步发展。该类地区的农产品生产企业与农业生产机构单位少，缺乏龙头企业的带动作用，农业产业化的效益不明显，使得土地流转的供需两方意愿较低。再者，该类地区的农村市场发展水平过低，进一步发展市场还不会显现出明显的负向作用，应当建立健全市场体制，繁荣市场，为土地流转提供良好的渠道。第四类地区的指标得分情况见表7。

表 7 第四类地区各一级指标情况

省（自治区、直辖市）	土地流转	土地资源	人力资本	基础设施	社会环境	农村市场	主体发展	技术特征	财政金融
天津	44.14	37.07	60.09	54.74	58.76	37.57	23.77	42.93	46.28
河北	35.74	64.01	57.96	53.63	52.71	56.24	38.86	48.89	54.8
山西	37.13	52.09	53.78	38.08	52.26	42.17	30.29	30.38	43.74
海南	44.24	38.79	37.77	38.53	44.36	32.45	19	38.29	65.39
西藏	23.91	22.35	56	31.79	35	22.67	13.79	14.61	47.57
陕西	36.98	45.14	60.07	33.76	54.33	35.59	31.73	37.92	41.9
甘肃	37.93	51.23	52.74	34.98	41.57	40.21	39.69	47.9	45.52
青海	30.98	27.51	52.06	37.1	30.98	23.45	17.94	26.28	45.19

五、农村土地流转的百度大数据监测

土地对于“三农”发展具有基础性支撑作用，承担多种职能，土地流转区域差距大，情况复杂，涉及面广、关联要素多，深化农村土地制度改革需要凝聚人心、形成合力、激发活力。农村土地确权、新型城镇化、土地流转与现代农业经营体系建设



进入关键时期，受到社会舆论的高度关注。百度是最大的中文搜索引擎，为研究网民网络搜索行为提供了权威数据来源。本文利用百度搜索指数、需求分布图考察网民乃至整体社会公众对于农村土地流转问题的主观关注、发展趋势与关注重点，为全面深化农村土地制度改革提供大数据支撑。

(一) 公众重点关注农村土地政策法规

1. 农村土地政策检索的阶段性特征

从发展趋势来看，关键词“农村土地政策”的百度搜索指数^①存在较大的波动，经过2012年、2013年较高的时期，2014年逐渐下降（见图35），其原因包括：一方面，2012年、2013年党的十八大、党的十八届三中全会召开，在“三农”领域实行新的政策和部署，其中，作为基础的农村土地政策引起了社会的普遍关注。另一方面，农业的相关管理部门加大了政策的宣传力度，互联网、手机等移动终端的普及使得农业政策信息推广更加便捷，社会公众对于农村土地政策的了解逐渐深入和充分，因此，2014年网络搜索指数整体呈现下降趋势。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 35 “农村土地政策” 搜索指数变动

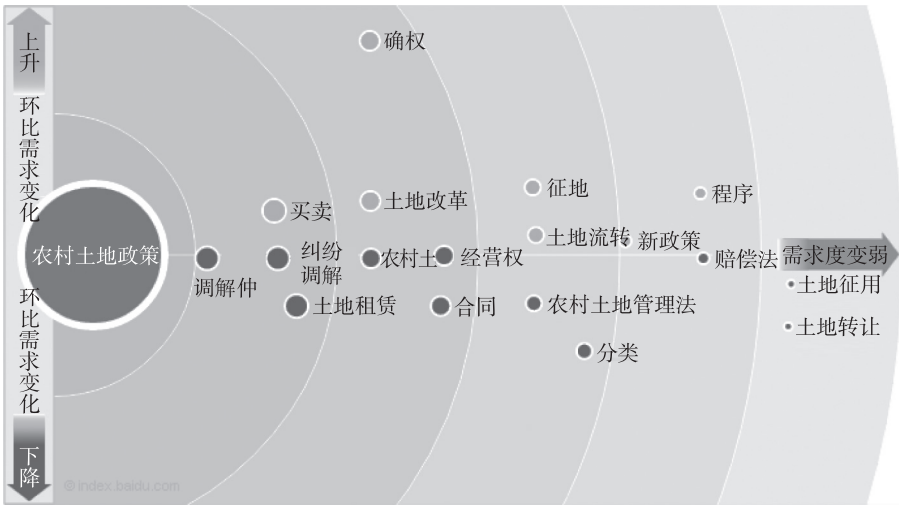
从百度需求图谱^②来看，“农村土地政策”网络检索的需求主要集中于确权、买卖、土地改革、征地、程序、土地纠纷调解赔偿等问题，对于农村土地承包经营纠纷调解仲裁法、农村土地承包法、农村土地管理法等国家法律关注度较高。其中，确权、土地买卖、土地改革的网络关注程度上升较快，尤其土地确权的关注度环比上升

① 百度搜索指数是以网民在百度的搜索量为数据基础，以关键词为统计对象，科学分析并计算出各个关键词在百度网页搜索中搜索频次的加权和。

② 百度需求分布图是针对特定关键词的相关检索词进行聚类分析而得的词云分布。



最快，这是因为土地确权与权属关系的明晰化是土地改革、土地买卖、征地等问题顺利开展的基础，事关民众的长远根本利益，需要给予重视。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 36 “农村土地政策”网络检索需求图谱

2. 土地确权的突发升温与持续关注

从搜索指数变动趋势（见图 37）来看，“土地确权”的网络关注度在 2014 年 2 月之后出现了快速上升。2013 年中央一号文件《中共中央 国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》明确提出，用 5 年时间基本完成农村土地承包经营权确权登记颁证工作，妥善解决农户承包地块面积不准、四至不清等问题。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 37 “土地确权”搜索指数变动



加快推进征地制度改革，提高农民在土地增值收益中的分配比例，确保被征地农民生活水平有提高、长远生计有保障等。然而，土地确权相关主体较多、权益关系复杂，是一项长期基础性工作。2014年1月，农业部发布《关于切实做好2014年农业农村经济工作的意见》，提出抓紧抓实农村土地承包经营权确权登记颁证工作，进一步扩大试点范围，选择两个省开展整省试点，其他省份至少选择一个整县开展试点。土地确权工作是由局部试点向全面推广的渐进式推进，按照农业部政策要求，2014年只有两个试点省份，其他省份试点至少保持县级以上行政区划整体推进。

从百度需求图谱来看（见图38），“土地确权”网络检索的需求主要集中于意思、登记、发证、程序、实施方案等关键信息，表明公众对于土地确权具体含义的了解还不够深入，对于土地权属信息的登记、权证的发放、土地确权的程序与具体实施的关注度较高，这些关键信息是农业主管部门宣传和普及土地确权工作的重点。应结合地区农户文化知识水平与人口外出情况，通过电视、报纸、广播、手机、网络等新闻媒体，以及黑板报、宣传小册子等新旧宣传手段扩大宣传，将土地确权的含义、确权程序、登记发证、实施方案等信息图形化、条理化、规范化，便于农户理解，得到农户监督，促进土地确权的顺利开展。在土地确权过程中，要注意保护残疾人、妇女、儿童等弱势群体的土地权益。虽然《中华人民共和国农村土地承包法》、《中华人民共和国妇女权益保障法》等法律对农村妇女土地权益进行了立法保护，但是由于实行了“三十年不变”和“增人不增地，减人不减地”的土地承包政策，广大妇女儿童的权



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 38 “土地确权”网络检索需求图谱



利没有得到基本的保障，此类问题不仅事关农村妇女儿童的生存与发展，而且事关社会的稳定和谐与长远未来。中国残联 2014 年设立专项课题研究“残疾人土地权益保护问题”，全国妇联提出，抓住农村土地确权的机遇，推动将农村妇女的名字体现在权证上，使农村妇女与土地相关的各项财产权益真正落到实处。

3. 土地相关法律的关注点各有不同

从搜索指数变动趋势来看（见图 39），农村土地承包法律、农村土地管理法律、农村土地承包经营纠纷调解仲裁法律的网络关注程度由高到低，经历了不同的发展轨迹，其中，对于农村土地承包法律的关注波动比较剧烈，农村土地管理法律、农村土地承包经营纠纷调解仲裁法律保持相同的发展趋势，前者略高于后者，两者间差距有缩小趋势。整体来看，对于三种土地法律的网络关注度呈现下降趋势，2011 年下半年至 2012 年初，关注程度较高，2013 年至 2014 年出现了明显下降。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 39 土地相关法律搜索指数变动

从百度需求图谱来看（见图 40），对于农村土地承包经营纠纷调解仲裁法律的需求主要集中于劳动争议、劳动人事、适用范围、全文及司法解释等方面。2009 年 6 月 27 日，第十一届全国人大常委会第九次会议审议通过《中华人民共和国农村土地承包经营纠纷调解仲裁法》，自 2010 年 1 月 1 日起施行。2011 年 8 月至 10 月，全国人大常委会执法检查组对湖南、安徽等六省进行执法检查发现，随着国家各项支农惠农政策力度加大，一些原来放弃土地承包经营权的农民，纷纷重新主张土地承包经营权；二轮土地承包后，人地矛盾愈加突出，土地纠纷逐年增多。目前调解仲裁体系建设尚不适应土地纠纷有所增多，建议健全农村土地承包经营纠纷调解仲裁体系，并建议最高人民法院研究出台在审判执行工作中适用调解仲裁法的司法解释，解决农村土



地承包仲裁中的法律适用问题。2014 年 1 月最高人民法院公布了《最高人民法院关于审理涉及农村土地承包经营纠纷调解仲裁案件适用法律若干问题的解释》，旨在统一、规范各级人民法院办理涉及农村土地承包经营纠纷调解仲裁案件工作，确保农村土地承包经营纠纷调解仲裁法的贯彻落实。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 40 农村土地承包经营纠纷调解仲裁法律网络检索需求图谱

各地在农村土地承包经营纠纷调解仲裁的实践过程中积累了宝贵经验。上海市在农村土地纠纷调解中加强信息化建设，在市农村土地承包经营信息管理系统中设置了调解仲裁管理模块，建立了调解仲裁调处信息录入工作制度和调解仲裁案件档案管理制度，全市 90% 以上纠纷调处信息录入上海市农村土地承包经营信息管理系统，从而实现了调解仲裁案件信息和档案信息的电子化管理。四川阆中为方便农民群众，以中心乡镇为核心设立了 10 个农村土地承包经营纠纷调解仲裁庭，以乡镇为单位设立了工作室，以行政村为单位设立了工作组，建立了上下统一协调，市、乡、村三级联动的调解仲裁组织体系，建立土地承包经营纠纷调处时时有人管、事事有人问、层层有人抓的工作体制。河北省调解农村土地承包经营纠纷不得收取费用，强化民间调解在解决农村土地纠纷中的作用，并将各家庭成员签字确认作为农村土地承包经营权转让的必要条件。

（二）农村土地流转实践的迫切需求

1. 土地流转的多方需求逐渐释放

从搜索指数变动趋势来看（见图 41），2011 年以来“土地流转”、“土地流转政



策”的网络关注程度始终较为平稳，在2013年8月之后出现一个跃升，直至2014年才逐渐恢复平稳态势。新形势下如何深化农村改革，是党和国家面临的重要现实问题。2013年7月22日，习近平来到武汉农村综合产权交易所考察涉农产权交易尤其是土地流转交易情况。习近平指出，这是有益探索。如何在坚持农村土地集体所有性质的前提下完善联产承包责任制，既保障基本农田和粮食安全，又通过合乎规范的流转增加农民收入？一系列问题在下一步改革中要好好研究。深化农村改革，完善农村基本经营制度，要好好研究农村土地所有权、承包权、经营权三者之间的关系，土地流转要尊重农民意愿、保障基本农田和粮食安全，要有利于增加农民收入。习近平总书记的讲话为农村土地流转的健康发展指明了方向，也引发了金融市场针对农村土地资源的持续创新。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 41 “土地流转”搜索指数变动

从百度需求图谱来看（见图 42），对于“土地流转”的需求主要集中于合同范本、相关政策、农田、调研报告、概念股、（流转）方式、（收益）共享等方面。这表明当前土地流转的规范性仍有待提高，土地流转的相关政策需要普及，并进行深入细致的调查研究。2013年11月召开的党的十八届三中全会对农村土地制度改革做出重大部署，开启农村土地流转变革的大门，提出在符合规划和用途管制前提下，允许农村集体经营性建设用地出让、租赁、入股，实行与国有土地同等入市、同权同价。此次会议首次鼓励农村建设用地使用权流转，为新一轮土地制度改革指明了方向。在此背景下，土地流转信托应运而生，由土地信托组织接受农户的委托，将其拥有的土地使用权在一定期限内依法、有偿转让给其他单位或个人。信托制度能够实现土地所



有权、使用权和收益权的相互分离，不仅能保护农户的利益，还可以使农民获得持续性收入。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 42 “土地流转”网络检索需求图谱

2. 土地流转的实操性规范需要完善

从搜索指数变动趋势来看（见图 43），“农村土地承包经营权流转管理办法”、“土地流转合同范本”网络关注度经历了不同的变化轨迹，前者始终处于波动之中，后者于 2014 年 2 月之后出现急剧上升。《农村土地承包经营权流转管理办法》于



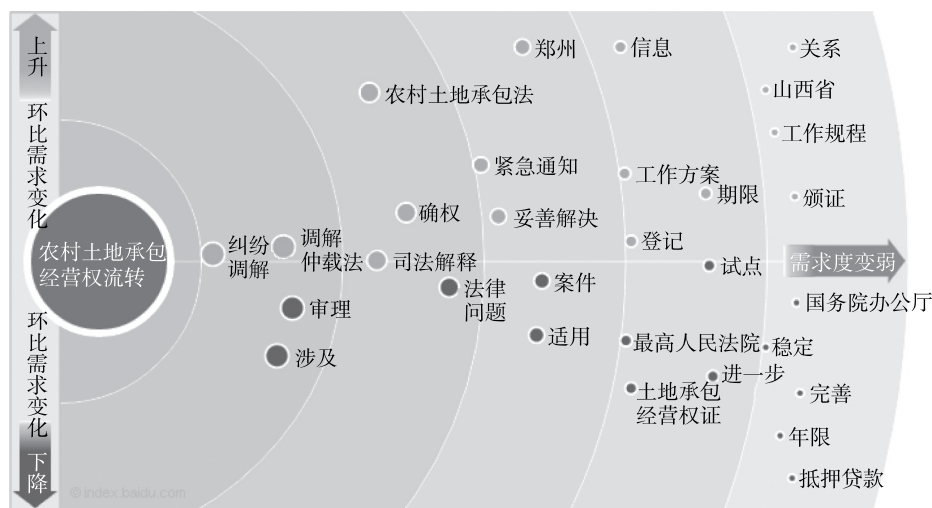
资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 43 土地流转管理和合同范本搜索指数变动



2005年1月7日经农业部2005年第2次常务会议审议通过，自2005年3月1日起施行。此后，《农村土地承包经营权流转管理办法》得到长期关注，许多细节之处得到了完善，如专章规定了流转当事人、流转合同、流转管理，在附则中具体界定了各种流转方式之定义等。各地结合地方实际，分别制定地方行政法规，例如《杭州市农村土地承包经营权流转和规模经营项目及资金管理办法（试行）》、《成都市农村土地承包经营权流转管理办法（试行）》、《大连市农村土地承包经营权流转管理办法》。2013年随着十八届三中全会全面深化改革的开启，农村土地流转在更大范围全面展开，对于土地流转规范化的需要更为迫切，因此“土地流转合同范本”的搜索在2014年出现了快速上升。

从百度需求图谱来看（见图44），对于《农村土地承包经营权流转管理办法》的需求主要集中于纠纷调解、土地确权、（案件）审理、司法解释、适用条件、工作方案、工作规程、（流转）年限、抵押贷款等问题，这反映了公众对于政府土地流转管理的具体方案、流转时间、金融支持、纠纷调解等问题的规定关注较多。与此同时，关注的重点也包括农村土地承包法律、调解仲裁法律等相关法律，表明公众对《农村土地承包经营权流转管理办法》与农村土地承包法律、调解仲裁法律等相关法律的关系还不甚清楚，对于“三农”政策法规之间的联系与区别需要加强宣传与解读。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图44 《农村土地承包经营权流转管理办法》网络检索需求图谱

3. 新型城镇化与新型农业经营体系

从搜索指数变动趋势来看（见图45），“新型城镇化”、“新型农业经营体系”网



络关注度经历了不同的发展趋势，2012年下半年之后，新型城镇化的理念逐渐酝酿，其网络关注度出现缓慢提高，2012年12月之后出现了显著提升，2013年全年及2014年以来，“新型城镇化”的网络关注度始终维持在较高的水平。“新型农业经营体系”的网络关注度较低，直至2013年11月才出现小幅提升，并稳定在一个特定的水平。十八大报告明确提出，发展农民专业合作和股份合作，培育新型经营主体，发展多种形式规模经营，构建集约化、专业化、组织化、社会化相结合的新型农业经营体系。然而，对于新型农业经营体系的网络关注并没有出现明显提升，直到2013年11月党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，提出要加快构建新型农业经营体系，其网络关注度才出现一定提升，其原因在于新型农业经营体系涉及面广，关联制约要素多，是一个整体性宏观问题，具有长期性、系统性，需要全面深化改革破除各种政策阻碍、制度约束与体制藩篱。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 45 土地流转管理和合同范本搜索指数变动

从百度需求图谱来看（见图 46），对于“新型农业经营体系”的需求主要集中于信息、人才、科技、商贸、流通、品牌、资本等关键词，其中，对于信息的需求最为突出，可以借助互联网、大数据等现代信息媒介，彻底变革农业要素的流动与整合模式，提高产业链各个环节的运行效率，为现代农业发展提供信息化支撑。其次，对于品牌、商贸流通的需求比较突出，表明现代农业经营体系需要在下游环节注重产品质量与品牌建设，并与商贸流通环节的市场创新、营销创新、渠道创新相协同，才能获得竞争优势。最后，对于人才、科技、资本的需求比较强烈，主要集中于产业链的上游环节，表明现代农业经营体系建设不仅需要农业大学培养高端人才，也需要职业学

图 46 “新型农业经营体系”网络检索需求图谱

1. 对新型农业经营主体的关注

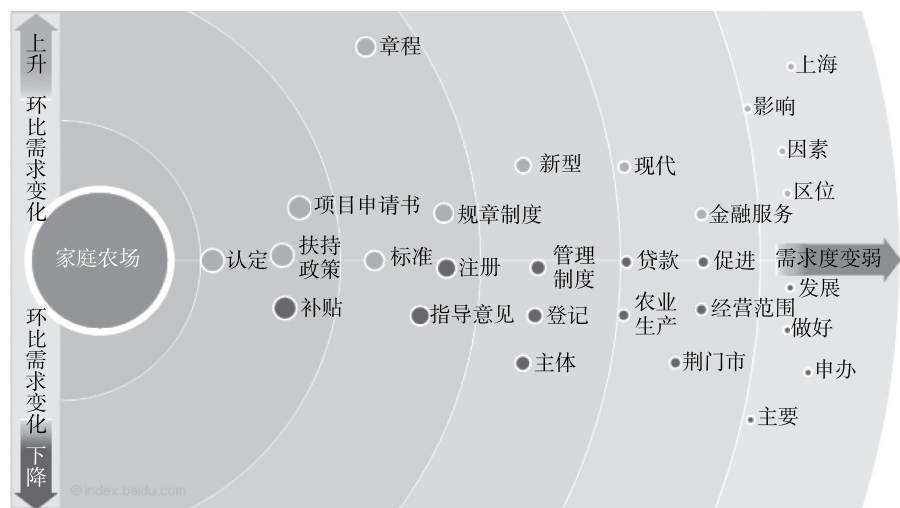
从百度需求图谱来看（见图 48），对于“家庭农场”的需求主要集中于认定、扶持政策、补贴、项目申请、规章制度、（具体）章程、注册登记等方面。总体来看，公众对于家庭农场的关注主要集中在三方面：首先是家庭农场的认定、注册、登记等方面的规则制度与具体细则；其次是家庭农场的扶持政策，涉及财政补贴、贷款、金



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 47 新型农业经营主体搜索指数变动

融服务等方面内容；最后是家庭农场的管理制度、经营范围、区位选择等经营管理方面的问题。家庭农场最终将成为我国农业生产中的主要经营主体，其特点是以家庭成员为主要劳动力，不雇工或在农忙季节少量雇工，农场收入是家庭的主要收入来源，且经营的土地比较稳定。这是家庭农场的三个基本特征。对家庭农场的支持是一个系统工程，包括很多方面，如科技、资金、信息、管理、市场、基础设施等，尤其是土地制度改革和人才培养体系的建设。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 48 “家庭农场”网络检索需求图谱



2. 家庭农场的认定标准“令出多门”

从搜索指数变动趋势来看（见图 49），“家庭农场模式”、“家庭农场认定标准”网络关注度均在 2013 年 2 月出现急剧上升，总体来看，对于“家庭农场认定标准”的关注度更高，表明社会公众对于发展家庭农场的热情很高，迫切需要促进实践的具体政策。关于家庭农场的认定，目前没有全国的统一标准。各地自然经济社会条件差别很大，很难提出一个在全国范围内普遍适用的具体面积标准。各地县级以上农业部门可以从当地实际出发，依据自然经济条件、农村劳动力转移、农业机械化水平等因素，确定本地家庭农场的规模标准。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 49 家庭农场经营模式与认定标准的搜索指数变动

基于网络文本挖掘汇总的省区及下辖市县的家庭农场官方认定标准见表 8，网络没有检索到非对应省（市、县）的官方认定标准见表 9。文本检索发现三个情况：首先，部门协同存在障碍，家庭农场涉及农业、工商、财政、金融、保险等部门，但各地区标准的制定主要由农业、工商部门共同完成，或独立完成。其次，对家庭农场理解混乱，认定标准低、界定概念模糊等，大量原来的合作社、龙头企业，为了获得家庭农场的政策支持而“改头换面”，甚至出现工商资本“借壳上市”发展家庭农场的情况。最后，各地区经验不同，例如，东莞“家庭农场”将有质监标准；潍坊银行发放家庭农场贷款；湖北简化行政审批，符合五个条件即可开办家庭农场；重庆市家庭农场认定标准出台，需满足七个条件；福建省分级建立家庭农场，既认定省级家庭农场，市县级也在其辖区认定家庭农场；吉林延边发展民族自治州的政策优势，将《延边朝鲜族自治州促进专业农场发展条例》纳入立法工作计划，通过立法给予专业农场更加充分的保障。



表 8 对应省（市、县）家庭农场认定标准

	省级	地市级	县级
江苏	《做好家庭农场登记工作的意见》	《南京市家庭农场登记表》	南通启东市《关于鼓励和支持家庭农场发展的意见》
		《无锡市家庭农场认定暂行办法》	
		苏州市《关于培育发展示范性家庭农场的通知》	
		《江苏省扬州关于鼓励发展家庭农场的意见》	
		《宜兴市家庭农场认定与管理暂行办法》	
		《淮安市家庭农场认定管理办法（试行）》	
山东	《山东省家庭农场登记试行办法》	济南市《2014 年市级示范性家庭农场创建项目申报指南》	《山东省青州市关于加快家庭农场发展意见》
		《菏泽市家庭农场认定标准（试行）》	潍坊《高密市家庭农场（种植业）认定标准》
浙江	《浙江省家庭农场登记暂行办法》	《杭州市示范性家庭农场认定管理办法（试行）》	温州《瑞安市示范性家庭农场申报认定和监测管理办法》
		《浙江省嘉兴关于大力发展家庭农场的指导意见》	
安徽	《安徽省示范家庭农场认定办法（试行）》	《合肥市示范性家庭农场认定管理办法（试行）》	
		《黄山市家庭农场认定标准和登记注册指导意见（试行）》	
		《马鞍山市市级示范家庭农场认定办法（暂行）》	
		《亳州市家庭农场认定管理暂行办法》	
		《安庆市家庭农场认定和登记注册试行办法》	
		《阜阳市市级示范家庭农场认定及管理办法》	
四川		《成都市温江区家庭农场注册登记暂行办法》	《四川丹棱县关于大力发展家庭农场的实施意见》
		《资阳市家庭农场注册登记暂行办法》	
湖北	《关于做好家庭农场登记管理工作的意见》	武汉市《2011 年家庭农场申请财政补贴项目指南》	
		《枝江市家庭农场认定标准和登记注册办法（试行）》	
		《襄阳市家庭农场认定标准和登记注册办法（试行）》	
		宜昌市《家庭农场认定管理办法》	
		《荆州市家庭农场认定登记管理办法》	
陕西	《陕西省家庭农场认定办法（试行）》	《西安市家庭农场认定管理及监测办法》	《陕西省高陵县加快促进家庭农场发展的实施意见》
甘肃	《甘肃省农牧厅家庭农场认定标准》	《定西市农业局定西市工商局关于做好家庭农场建设工作的通知》	天水《甘谷县家庭农场认定标准和登记注册办法》
福建	《关于开展省级家庭农场示范场认定工作的通知》	漳州在全省率先出台《关于鼓励扶持家庭农场发展的若干意见（试行）》	《龙岩市新罗区人民政府关于支持家庭农场发展的实施意见（试行）》
		福建省《安溪县家庭农场注册登记指导意见（试行）》	

资料来源：作者整理。



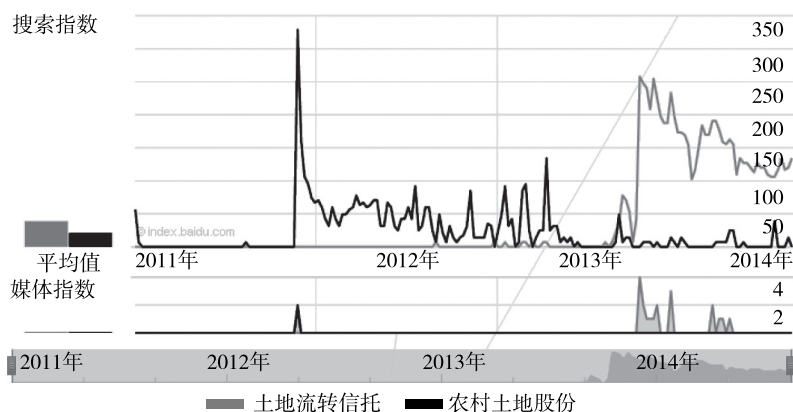
表 9 非对应省（市、县）家庭农场认定标准

省级	《山西省农业厅关于认定家庭农场的暂行意见》	《河南省示范家庭农场认定管理暂行办法》
	重庆《关于培育发展家庭农场的指导性意见》	辽宁《关于充分发挥工商注册职能做好家庭农场登记工作的指导意见》
地市级	云南《丽江市家庭农场认定标准》	吉林《吉林市示范性家庭农场标准》
	《关于松江区家庭农场考核和补贴的实施意见》	《延边朝鲜族自治州促进专业农场发展条例》立法保障
县级	广东梅州《蕉岭县家庭农场管理办法（试行）》	宁夏吴忠市《盐池县家庭农场认定管理办法（试行）》

资料来源：作者整理。

3. 土地流转金融：信托与股份制交相辉映

从2004年“土地流转”一词首次出现在国务院的文件（《国务院关于深化改革严格土地管理的决定》）中以来，各地都在积极探索土地流转经营新模式，其中，土地信托、土地股份制是较好的制度安排和金融服务模式。从搜索指数变动趋势来看（见图50），“土地流转信托”与“农村土地股份制改革”的网络关注变化差别较大，总体来看，前者高于后者，但2011年1月至2013年10月期间，“农村土地股份制改革”的网络关注程度高于“土地流转信托”，并在2011年11月出现峰值，其新闻事件是2011年11月21日《21世纪经济报道》刊登了《土地法修订拟力推农地入市 小产权房合法化悬疑》，2011年11月25日《南方都市报》刊登了《鼓励农村土地股份制改革将掀新一轮土地改革？》。2013年10月之后，“土地流转信托”的网络关注程度快速上升，高于“农村土地股份制改革”，其原因是2013年10月，全国首个土地



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 50 土地流转信托、农村土地股份制改革搜索指数变动



流转信托项目落户安徽宿州，2013 年 11 月，北京信托在江苏无锡阳山推出“北京信托·土地信托之无锡桃园村项目”。随后，土地流转信托实践步伐加快，中信已分别在安徽宿州、山东青州、贵州开阳、安徽马鞍山以及湖北黄冈与河南济源成立了六单项目，北京信托在江苏无锡、镇江句容、北京密云以及安徽铜陵推进了四个土地流转信托项目。

关于“土地流转补贴政策”与“农村土地承包经营权抵押贷款”的网络关注度，前者高于后者，反映了农民土地流转更注重直接财政补贴，对于抵押贷款的金融支持方式重视不足（见图 51）。长期以来，《中华人民共和国土地管理法》、《中华人民共和国农村土地承包法》、《中华人民共和国担保法》等法律禁止农村土地进行抵押。2014 年中央一号文件正式论述农村土地“三权分离”，提出，“赋予农民对承包地占有、使用、收益、流转及承包经营权抵押、担保权能。在落实农村土地集体所有权的基础上，稳定农户承包权、放活土地经营权，允许承包土地的经营权向金融机构抵押融资”。然而，农村土地“三权分离”还需要由中央文件精神上升到农村土地制度和产权法治建设层面，即承包地“三权分离”的法律修订，才能够依法保护农民土地权益，促进农村生产力的大释放。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 51 土地流转补贴政策与土地抵押贷款搜索指数变动

“三农”的发展有其客观规律和自然周期，需要长期的“耐心资本”。对于土地流转概念股，证券市场存在一定炒作因素，新闻监测显示，“土地流转概念股接过领涨大旗 10 股集体涨停（2013.09.03）”、“沪深两市震荡走低 土地流转概念领跌（2013.11.08）”、“土地流转概念股重挫 北大荒领跌（2013.11.12）”“土地流转概念



再掀炒作潮 相关概念股或腾飞（2014. 8. 19）”、“‘聚土地’发酵土地流转概念股飙升（2014. 8. 21）”。农业生产经营产业链条长，受自然因素制约较大，涉及群体受众面广，制约因素多，抗风险能力弱，土地信托、土地股份制、土地银行等土地金融模式有助于为农村土地流转与规模化经营引入长期的“耐心资本”，助力现代农业腾飞（见图 52）。



资料来源：百度指数、百度数据研究中心。

图 52 土地流转概念股龙头搜索指数变动

六、结论与启示

目前我国正处于改革发展的关键时期，推动农村土地制度改革，实现土地资源的有序流转，对于破解我国发展难题，特别是对解放生产力，具有极其重要的意义。本文实证研究发现，当前农村土地流转并不充分和顺畅，无论是劳动力输出省份，还是非农经济发达省份，土地流转面积、参与农户比例均比较有限，放弃农地经营的农户比重比较低，许多因素与土地流转负相关，存在诸多阻碍作用。本文进一步剖析阻碍农村土地流转的深层根源，并探讨治理对策与经验启示。

（一）农村土地流转的阻碍因素

1. 土地价格持续走高，农户观望态度严重

近几年，土地要素价格持续上涨，土地增值潜力逐渐显现并非常可观，尤其在东部沿海地区、经济发达地区、区位优势明显的地区，土地价格更是呈现快速上涨的趋势。在此背景下，农户对土地权益流转的期望价值越来越高。然而，当前土地流转价格并没呈现出显著的上涨，与农民的预期偏差较大。农户更愿意储备土地，持续观



望，等待城乡土地市场更加统一时再出手进行流转。这就导致土地规模经营者要想流转土地，必须付出更高的价格，至少是与农民的预期价格较为接近，造成土地流入方用地成本较高，土地流转与规模化经营的成本更高，利润空间被压缩，降低了企业和经营大户的流转需求。另一方面，土地价格的上涨，加之政策层面的确定性，农民出于利益驱动和风险规避，更愿意储存土地资源这一重要资产，采取观望的态度，等待以后更高价格并且政策明朗之后再行流转。因此，土地价格的上涨，农户的观望情绪，政策层面的不明朗与诸多限制，阻碍了土地流转进程的顺利进行。

2. 棘轮效应：农户担心“转出易，转入难”

目前仍有部分群众对土地承包经营权流转在认识上存在误区，对现行的流转政策不太清楚，农民普遍担心土地转包出去后，自己丧失了土地经营权，生怕流转后永远失去土地，失去最基本的生活资料。于是，农民外出打工，更加倾向于把土地通过不正规手段交给亲属经营，而不愿通过正规手续流转出去。由于土地承担多重经济、社会、文化职能，土地流转具有明显的经济、社会、文化成本，这就形成土地流转的阻尼效益和棘轮效应，也就是进入容易，退出难，流转出去容易，收回难，缺乏土地流转的退出机制。与企业相比，农户处于弱势地位，担心未来流转结束或终止后，土地重新分配，自身权益受到损害。安徽宿州埇桥区朱庙村村委会书记沈加亮说：“帝元公司这两年的经营并不好，处于亏本状态，村民担心如果这个企业发展不好，甚至倒闭了，村民的收入就会受影响，被承包的土地还需要重新分配。农民都有土地情结，虽然一些不愿意进行土地流转的村民最后还是顺应了主流，但是他们的担心从来没有减少过。”

3. 惠农政策不协同：扰乱预期，反向激励

20世纪90年代末，由于粮价持续走低，加上农业税费负担较重，农民弃耕抛荒的现象较为严重，土地成了农民的“负担”，土地租赁也成了绝对的买方市场。当时若有人愿以很低的价格、很长的租期与农民签订土地租赁合同，农民一般都会愿意。随着农业税费负担的取消，加之多项惠农补贴政策的实施，不少农民感到当初订的合同太吃亏，很多流转农民提出修改原合同条款，或要求收回原承包土地，由此引发的土地流转矛盾大量产生。而一些土地流入户曾向国家交过公粮等农业税，农业税取消后，他们也拒不交回土地经营权，认为自己长期交农业税，对国家做出了贡献。2004年以后国家先后实施了一系列优惠农民种植粮食的政策，使农业生产的比较效益得到提高。而随着年龄增长，许多第一代农民工又回乡要回了自己的承包地，农民回乡种



地的积极性高涨。在实践中，一些惠农项目是直接补贴到农业经营者，例如，直接补贴种子、农药，或者统一病虫害防治等，农户认为这是由于自己的土地才享受到的国家惠农政策，因此要出更高的土地流转价格，这破坏了农业生产关系的稳定性和长期性。

（二）农村土地流转健康发展的对策建议

1. 实现土地流转定价机制的透明与联动

目前，农村土地流转定价机制主要是由政府进行政策引导，以及部分农户间的私下流转协商。前者定价的公平性较难把握，土地流入方流入价格往往明显高于农户获得的土地流转收入，一些乡村干部从中获利，并将政策引导演化为政策干预，甚至是强制流转；后者则将土地流转局限在了农户的亲属朋友之间，很难实现规模效应，生产效率没有明显提高。因此，应当确立市场在土地流转中的基础性作用，采用协商、投标等方式，并结合粮食成本收益以及物价指数确定流转价格。再者，应当维护信息的公开透明，完善流转信息的公开披露制度，让农户和土地流入方充分了解流转价格。建立农村土地交易的信息平台，提供第三方鉴证、法律服务，为农户群体提供咨询和帮助服务。应当尽快制定出农村土地科学估价标准和最低保护价制度，供地方逐条参照。

2. 完善退出机制，赋予农户土地经营选择权

土地流转是农户将土地的经营权暂时的租出，但由于相关政策、法律法规的不健全，以及农户自身的维权意识、风险意识不强，往往造成流转出去的土地很难收回。完善土地流转退出机制是切实保障农户利益的一个方面，并且可以降低农户的收入风险。首先，应当规范土地流转协议，将一些内容作为必备的限制性条款加入，比如企业将土地闲置浪费时农户可有权将土地收回，土地资源及环境遭到破坏时有权收回并索要赔偿，以及对土地相关禁止性用途的规定条款等；其次，尽量避免签订一次性期限过长的土地流转协议，五年以上的流转协议应当向农户充分揭示所存在的风险，为农户提供多种期限的土地流转选择；再者，可以增加退出补偿条款，即当农户想提前收回土地经营权时可以通过支付合理的违约金实现。

3. 加强政策协同，建立农民预期管理机制

国家近年来先后实施了一系列惠农政策，为农民种粮减轻负担，调动了农民回乡种粮的积极性，但从另一方面，为实现土地经营的规模效应和农业生产的现代化，相



关政策又在引导农村土地的流转，二者之间具有一定的不协调，因此要注重政策的协同性并且要能将政策有力地结合在一起，从而在真正意义上实现农民利益和社会效益的最大化。应当将惠农政策为农民增收带来的相对效益加入农户的土地流转收入中，适时调整土地租金，避免土地流转金的一次性支付，逐步实现土地流转的分期支付，将政策变动、物价指数等加入到租金调整中，完善浮动的土地流转价格机制。

（三）农村土地流转的经验与启示

1. “三农”稳态与包容性：需要渐进、和谐与互补

农业是传统产业，具有极强的包容性，既可以容纳规模化、现代化的经营模式，又可以保持自给自足的小农经济，既吸引了一批高知识、高技术的农业经营人才，又可以成为较低人力资本劳动者的生产资料，甚至成为农民养老的基础保障。农业具有较高包容性的产业特征，加之农业经营具有长期特征，并受到自然、经济、技术等多种复杂风险的影响，因此，农业具有维持自身稳态的惯性和较强的风险厌恶特征。也就是说，“三农”领域在自身稳态中存在诸多隐性的知识和关联，除非外部冲击带来的收益显著大于成本，并且风险较小，才能推动“三农”实现质变。统计数据将有助于发现“三农”隐性知识和联系，联通不同方面的信息，发现隐性知识和潜在价值，洞察潜在问题与挑战，减少土地流转的风险，促进土地流转在更大范围、更长时期、更加规范有序地开展。现代金融资本与科技要素下乡推进土地流转，应采取合作的模式，与农户形成互补关系，而非替代或竞争的关系。

2. 超越经济维度：土地流转需要社会文化考量

“中国式问题”，尤其是“中国的农村问题”具有高度复杂性，土地流转的体制机制尚未理顺，土地流转成规模的实践更多是典型个案，尚未全面推广铺开，其阻碍因素并不是纯粹的经济问题，挖掘到深层，更多的则是社会文化领域的原因。这也是以供求为代表的经济理论常常不能解释现实的根本原因。例如，随着农业机械化与科技的应用，农业生产不再是一种劳累、繁重的体力劳动，农民逐渐把种地看成一种休闲和消遣方式，也就是农民常说的“不种地就闲着没事干”，并通过自身劳动，为自己和亲友提供无污染、无公害的农产品，成为保障食品安全的信任机制。这导致单纯基于增加非农收入来促进土地流转的纯粹经济手段的失灵。农业具有维持自身稳态的惯性和较强的风险厌恶特征。也就是说，“三农”领域在自身稳态中存在诸多隐性的知识和关联，除非外部冲击带来的收益显著大于成本，并且风险较小，才能推动“三农”实现质变。农村土地流转是一项长期系统工程，实证研究发现，许多因素与土地



流转负相关，存在诸多阻碍作用。农村土地流转可以尝试从基础设施薄弱、发展较为滞后的地区开始，这些地区对于土地流转的需求更为迫切，土地流转的规模化、集约化、科技化经营与原有经营模式的反差更大，需求更为迫切，两者的结合点与互补性越高，土地流转也会更加顺畅。

3. 信托综合优势：在深化改革中寻找机遇

当前农村土地流转的阻碍主要来自于制度和政策方面，土地规模化、集约化、现代化经营的需求是客观存在的。在制度和政策不明朗的情况下，农户担心权益受损，不愿意放弃土地经营。2014年9月29日，习近平总书记主持召开中央全面深化改革领导小组第五次会议，审议了《关于引导农村土地承包经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》、《积极发展农民股份合作赋予集体资产股份权能改革试点方案》。随着全面深化改革的推进与政策路线的渐趋明朗，农村土地流转与土地信托的制度性阻碍将逐渐得到消除，信托因其综合制度优势将获得较大的发展机遇，信托公司应提前谋划，有备应对。

2014年9月29日，习近平在中央全面深化改革领导小组第五次会议上指出，要在坚持农村土地集体所有的前提下，促使承包权和经营权分离，形成所有权、承包权、经营权三权分置，经营权流转的格局。习近平提出了农村土地三权分置，为今后土地信托实践过程中更多的制度创新提供了空间。土地信托利用相对灵活的信托机制，通过建立极具创新性的委托代理结构，将科技、资本、知识、信息等要素引入农业发展，将金融体制机制创新与农村土地制度现实很好地结合起来，为开展相关创新工作提供了新的思路。土地信托发挥融资融智的信托制度优势，推进农用地所有权制度和农用地经营管理制度进行一系列改革，提高农地使用价值与农民土地收益，为社会主义新农村建设注入新的活力。

农村土地流转应本着整合兼容的思路，使土地流转不同方面要素与不同利益诉求主体实现融合，发挥不同方面要素的资源优势和比较效率优势，实现“三农”发展的协同演进，从一个稳态向更高层次稳态逐渐过渡与跃升。现代金融资本与科技要素下乡推进土地流转，应采取合作的模式，与农户形成互补关系，而非替代或竞争的关系。从历史经验看，家庭联产承包制的改革实践，之所以始于安徽小岗村，与小岗村当时发展极为落后，面临生存危机的背景是分不开的。农村改革也是一场革命，鉴于小农经济具有维持自身稳态的惯性，农村土地制度改革不妨转换思路，借鉴“星星之火，可以燎原”的思路，从农业发展薄弱、对于现代农业需求最为迫切的地方开始，



这样成功的概率也许较大。

农村土地流转，归根结底是“人”的问题。根据《道德经》“委则全，枉则直，洼则盈，蔽则新，少则得，多则惑”，土地流转的突破口不妨从矛盾突出的地方入手，其不同方面的发展问题比较突出，更容易凝聚共识，形成合力，也更容易调动各方的智慧和资源，突破发展的瓶颈，实现共赢。独具慧眼，发现问题，解决问题，这也许是信托公司综合比较优势的用武之地。

参考文献

- [1] 张卫杰：《土地流转的意义、存在问题与对策》，载《时代金融》，2011（12）。
- [2] 蒲坚：《解放土地：新一轮土地信托化改革》，北京，中信出版社，2013。
- [3] 刘向南等：《农村承包地流转：动力机制与制度安排》，载《中国土地科学》，2010（6）。
- [4] 樊万选：《我国农村土地流转及其发展趋势》，载《中国国土资源经济》，2012（7）。
- [5] 宋敏等：《我国农地流转特征及规律的实证研究——湖北省仙桃市93户农户的调研》，载《新疆农垦经济》，2006（10）。
- [6] 刘明宇：《对农村土地流转纠纷问题的法律思考》，载《中小企业管理与科技》，2011（3）。
- [7] 李丽：《陕南贫困山区农村土地流转特点和存在问题及对策：以安康市为例》，载《安徽农学通报》，2012（11）。
- [8] 陈和午等：《农户土地租赁行为分析——基于福建省和黑龙江省的农户调查》，载《中国农村经济》，2006（2）。
- [9] 史清华等：《农户家庭农地流转行为的变迁和形成根源——1986—2005年长三角15村调查》，载《华南农业大学学报（社会科学版）》，2007（3）。
- [10] 杜培华等：《农户土地流转行为影响因素的实证研究——以江苏省为例》，载《国土资源科技管理》，2008（1）。



信托公司跨境资产管理业务初探

课题单位：中国对外经济贸易信托有限公司

课题组成员：寿 翀



摘 要

信托公司经过数十年的发展,已经成为具有鲜明特色和重要影响力的资产管理机构,但一直在国际化方面进展缓慢。由于对信托公司跨境投资的监管政策相较银行、基金、保险等同业机构更为严格,与实际业务需求差距较大,再加上过去几年境内信托业务快速发展带来的“挤出效应”,信托公司在对外投资和引进境外投资方面的业务发展严重滞后。随着国家金融改革的加速深化,以及跨境投资需求在中国金融体系对外开放的过程中快速释放,信托公司正面临开展跨境资产管理业务的历史机遇期。本文从信托公司跨境资产管理业务的需求动力和市场机遇,美国信托机构的全球化发展经验,跨境信托业务的监管,以及信托公司跨境资产管理的可行业务类型这四个方面,进行了初步分析和探讨。在呼吁监管进一步放宽信托境外投资政策的同时,对现行条件下信托公司跨境业务的创新发展提供思路。

关键词: 信托 跨境 资产管理 对外投资



目 录

一、信托公司跨境资产管理业务的发展动力	858
(一) 信托公司跨境资产管理的内容	858
1. “引进来”	858
2. “走出去”	858
(二) 发展跨境资产管理符合改革的战略方向	859
(三) 跨境资产管理业务需求旺盛	860
(四) 全球市场近期走势	861
1. 美国和欧洲资本市场	862
2. 中国香港资本市场	862
3. 其他市场	863
(五) 信托公司必须加速开展跨境资产管理业务	863
二、跨境资产管理的美国经验	864
(一) 资产管理机构的类型和规模	864
(二) 资产管理机构的业务和功能	864
(三) 投资者来源和对资产管理服务的要求	865
(四) 信托公司的竞争策略	866
(五) 信托公司的全球化发展	867
1. 全球市场接入和全球资产配置	867
2. 全球客户无差别服务	868
三、跨境资产管理的政策和监管	868
(一) 对外投资	868
1. 企业对外实业投资	868
2. 机构对外金融投资	869
(二) 对华金融投资	871
四、信托公司跨境资产管理业务的发展方向	871
(一) 信托公司跨境资产管理业务的市场竞争环境	872



(二) 境外证券投资 873

 1. 浮动收益型证券投资 873

 2. 保本型和区间收益型证券投资 873

 3. 首次上市（IPO）项目投资 874

(三) 定制信托和家族信托 874

(四) 私募证券信托平台 875

(五) 境外资金投资境内标准化信托 875

五、结论 876



在党的十八届三中全会制定进一步深化金融体制改革的总目标，人民银行加速推进人民币国际化、利率市场化、汇率市场化以及资本项目开放的大背景下，中国跨境资本流动的速度和规模成为举世关注的金融指标。中国以何种方式吸引和监控境外对华投资，以何种方式鼓励和监管中国对外投资，不单是金融监管机构需要思考的问题，更应是包括信托公司在内的金融机构应该审慎思考和积极探索的课题。

信托公司作为中国资产管理行业的先驱和资产管理规模仅次于商业银行的第二大（截至2013年9月）金融机构^①，在中国境内做大做强资产管理业务的同时，也应该开始思考和布局跨境资产管理业务。信托公司是否应该开展跨境资产管理业务、何时开展、以何种方式开展，都是处在当前转型期的信托公司关注的问题。通过对全球资产管理行业发展的回顾，对全球市场近期走势的分析，以及对跨境资产管理监管和业务的展望，希望对信托公司跨境资产管理业务的开展提供一些初步思路。

一、信托公司跨境资产管理业务的发展动力

（一）信托公司跨境资产管理的内容

信托公司跨境资产管理业务是指信托公司分别为境内资本和境外资本提供境外投资和境内投资的综合资产管理金融服务。其主要包括两个方面：

1. “引进来”

“引进来”是指为境外资本提供境内投资的资产管理金融服务。

其投资范围不仅包括目前的上市股票和债券，还应该包括公开交易的衍生品、非上市的股权、私募基金、房地产、基础设施以及其他各类金融和非金融资产。由于境内资产管理机构在中国境内积累了长期的投资经验，因而可以为境外资金提供专业的投资意见和独特的投资机会。

金融服务不仅包括证券经纪业务，更应该包括投资咨询、承销、基金管理等主动化、专业化、附加值高的服务内容。

可以看到，由于目前相关法律法规对非标准化资产投资的限制，以及信托公司在标准化证券业务方面的欠缺，信托公司在这方面基本没有开展业务。

2. “走出去”

“走出去”是指为境内资金提供境外投资的资产管理金融服务。

^① 中国信托业年度报告课题组：《中国信托业年度报告（2013）》，2013-09-14。

其投资范围不仅包括目前的上市股票和投资级债券，还应该包括高收益债券、金融衍生品、非上市股权、房地产、对冲基金等各类资产类别。投资方式也应该包括买入持有和做空双向的机制。

由于信托公司在非标准化资产投资上相比其他金融机构有优势，在目前相关法律法规尚未放开投资范围的情况下，信托公司在这方面业务开展得也并不理想。

（二）发展跨境资产管理符合改革的战略方向

党的十八届三中全会提出全面深化价格、财税、金融、行政、土地、户籍等领域改革。其中，关于“完善金融市场体系”的论述包括：完善人民币汇率市场化形成机制，加快推进利率市场化，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，加快实现人民币资本项目可兑换等^①。金融改革的目标是逐步建立在社会主义市场经济体制下的市场开放、市场定价、审慎监管等“市场的力量”发挥主要作用的金融市场。

其中，汇率市场化、资本市场双向开放、资本项目可兑换等内容，对跨境资产管理业务有直接的支持作用。可以预计，在真正实现上述改革目标之后，跨境资产管理业务在资金和投资方面将不存在任何实质性的限制，包括信托公司在内的资产管理机构将可以为投资者提供全球投资的专业化服务和渠道。因此，跨境资产管理业务符合国家金融改革的战略方向，也必将成为信托公司的核心业务之一。

然而，汇率市场化和资本项目可兑换是金融改革中推进难度相对较大的内容（见表1）。相比贷款利率放开、存款保险制度等利率市场化的相关内容的推进速度，汇率市场化和资本项目可兑换仍然处于进一步扩大离岸人民币市场，以及增加 QDII 和 QFII、RQFII 试点规模的阶段，尚未触及改革的核心内容。因此，跨境资产管理将会有一个长期的适应和发展过程。

表 1 金融改革内容与难度

改革内容	目前进展	推进程度	实现难度
汇率市场化	人民币双向浮动	☆☆	☆☆☆☆☆
利率市场化	贷款利率放开	☆☆☆	☆☆☆
收益率曲线市场化	银行间市场改革基本完成，债券市场允许违约	☆☆☆☆	☆

^① 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，2013-11-15。

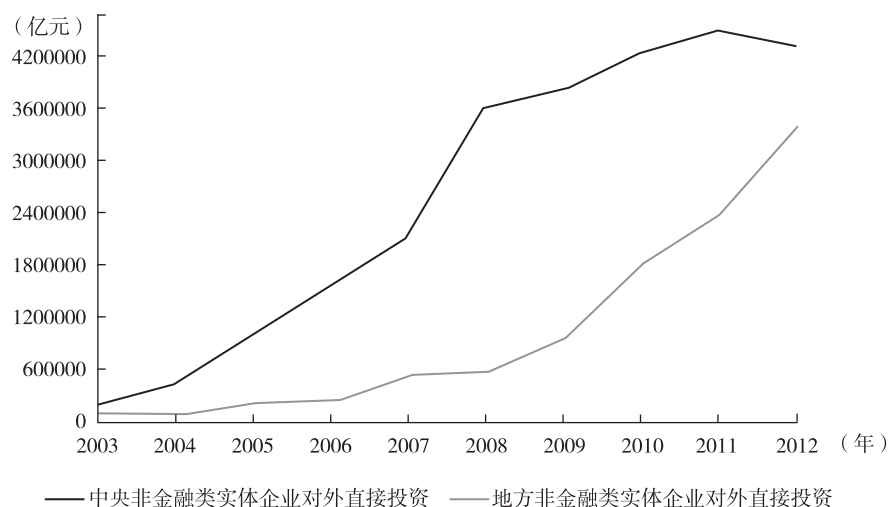


续表

改革内容	目前进展	推进程度	实现难度
资本市场双向开放	QDII、QFII、RQFII 规模扩大	☆☆☆	☆☆☆
资本项目可兑换	自贸区内试点	☆☆	☆☆☆☆☆
审慎监管框架	IPO 注册制改革正在进行	☆☆☆	☆☆☆

（三）跨境资产管理业务需求旺盛

在目前外汇管制的情况下，很多非金融类实体企业已经通过实体投资的渠道，满足了自身跨境投资的需求，且对外投资规模持续放大（见图1）。



资料来源：Wind 资讯。

图1 非金融类实体企业对外直接投资规模

跨境金融投资通过 QDII、QFII、RQFII 等已经有了长足的发展和规模的扩张，一小部分跨境投资的长期需求得到满足。然而，由于受到投资标的和投资规模的限制，大部分的需求仍然受到压抑，无法得到释放。可以预计，在真正实现汇率市场化以及资本项目可兑换后，资本跨境流动的需求将得到释放，投资者对全球资产配置的要求将得以实现。

在境外资金对华投资方面，QFII（包括 RQFII）在非上市公司股权、私募债、项目债权以及其他非金融资产等方面存在着较大的需求（见图2）。信托公司在未来应注重发挥自身在此类投资上的优势，为境外投资者提供专业的资产管理服务。

在境内个人投资者对外投资方面，目前金融机构的 QDII 只能提供上市股票和债券的理财投资服务，而在房地产投资、定制化投资、对冲基金投资等方面有较大的缺

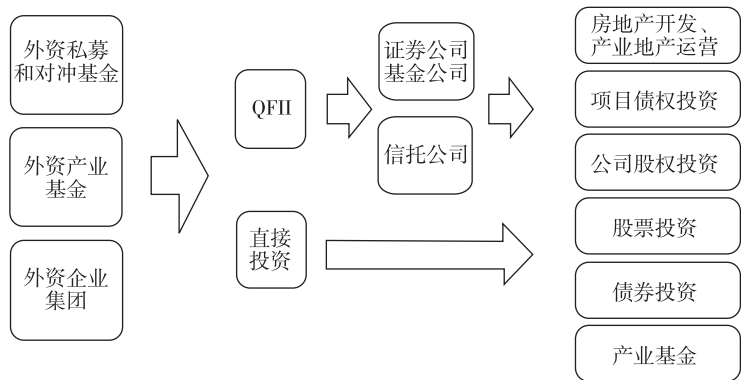
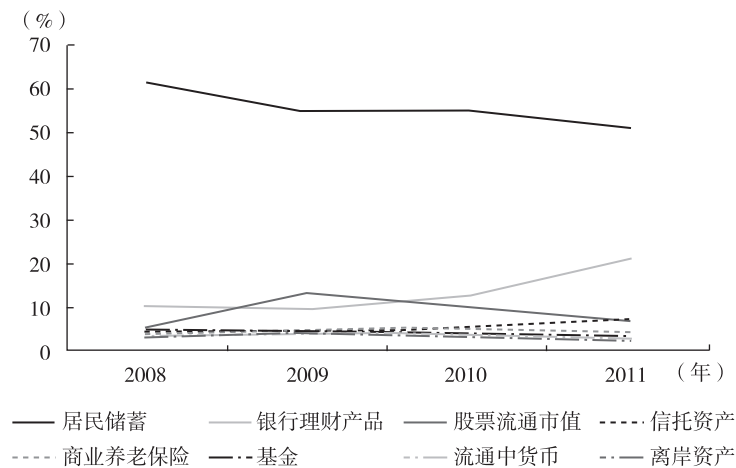


图2 境外机构对华投资的方式

陷，境外投资占中国境内居民投资总额的比例不足 5%，未来增长的空间很大（见图 3）。



资料来源：Wind 资讯。

图3 中国境内居民投资标的类型占比

（四）全球市场近期走势

从 2007 年开始的 QDII 业务接连受到了 2007 年至 2008 年美国次贷危机以及 2010 年至 2011 年欧洲债务危机的影响，投资本金和收益都受到了冲击，市场表现不佳。没有在最好的历史时机进行对外投资，也造成中国境内投资者对 QDII 产品热情不高的原因之一。为了选择信托公司开展 QDII 业务的历史时机，有必要对近期全球市场的走势进行分析。



1. 美国和欧洲资本市场

随着美国次贷危机和欧洲债务危机的解除，美国和欧洲资本市场自 2013 年以来进入了新一轮的牛市。特别是美联储的三轮量化宽松，让美国资本市场呈现出一片欣欣向荣的景象。

自 2013 年起，美国股市走出了一波又一波的上涨行情，标普 500 指数和道琼斯工业指数接连创出几十个历史新高，投资回报日渐高企。标普 500 指数自 2013 年 1 月至 2014 年 8 月的 20 个月间，累计回报率高达 40.5%。在此期间推出投资美国股市的 QDII 产品，市场接受度会相对较高。

表 2 2013 年 1 月至 2014 年 8 月指数收益率

	美国标普 500 指数 (%)	美国道琼斯 100 工业指数 (%)	英国富时 100 指数 (%)
2013 年 1 月至 2013 年 6 月	12.6	13.8	5.4
2013 年 7 月至 2013 年 12 月	15.1	11.2	8.6
2014 年 1 月至 2014 年 6 月	6.1	1.5	-0.1
2014 年 7 月至 2014 年 8 月	2.2	1.6	1.1
20 个月累计	40.5	30.5	15.6

数据来源：根据 Market Watch 数据整理。

另外，在美国上市的中国概念股也有不俗的表现。百度（BIDU）在 2013 年 1 月至 2014 年 8 月间，累计上涨 108.7%。京东（JD）自 2014 年 5 月上市至 2014 年 8 月间，短短 3 个月的时间，累计上涨 46.7%。阿里巴巴（BABA）也定于 2014 年 9 月 19 日在美国上市。可以预计，未来将有更多的科技类公司赴美上市，而信托公司对其的了解远胜于境外投资者，在中概股的投资上应可以有所作为。

2. 中国香港资本市场

虽然中国香港市场 2013 年 1 月至 2014 年 8 月没有出现类似美国股市的明显上涨行情，但是由于香港市场与中国内地的紧密关联性，以及众多中国内地企业赴香港上市，投资者对香港市场投资的接受度一直比较高。

另外，随着中国内地股市的逐渐向好，改革红利的逐步释放，香港股市也将稳步走强，成为境外投资的重要收益来源。

由于中国内地企业上市在香港，业务在内地，信托公司通过在内地信托业务和在香港的 QDII 业务，为企业的上市、融资等提供相应的金融服务，也可以同时为投资者谋取适当的收益。如何在香港和内地两地做好联动的金融服务，是信托公司全球化的首要任务。



3. 其他市场

随着美国次贷危机的解除，美国房地产行业自 2012 年以来稳步复苏。Vanguard 房地产 REIT 指数基金（VGSIX）在 2012 年累计上涨了 14.0%，2013 年至 2014 年 8 月累计上涨了 19.3%。

由于日本央行的量化宽松政策，日本股市在 2013 年走出了高速上涨的行情。东京日经指数自 2013 年 1 月至 2014 年 8 月，累计上涨 45.5%。

在新兴经济体市场，巴西指数 ETF（EWZ）自 2014 年 2 月以来，经历了一轮大规模的上涨，上涨幅度接近 40%。这与巴西成功举办 2014 年足球世界杯，以及巴西市场化改革的推进是分不开的。

另外，在大宗商品市场、其他新兴经济体市场以及发达经济体债券市场，随着世界经济走出金融危机的阴影，以及各国政府和央行的推行差异化的财政和货币政策，广泛存在着投资机会。

总体来看，美国次贷危机和欧洲债务危机对世界经济的影响已经基本消除，各国央行通过量化宽松政策，新兴经济体通过推行改革，世界经济将整体向好并加快经济增长。在此背景下，各国家和地区的资本市场都有较好的表现，投资机会相对较多，有利于信托公司开展境外投资业务。

（五）信托公司必须加速开展跨境资产管理业务

随着金融市场的开放、人民币国际化的步伐加快以及资本项目可兑换的进一步放开，自由的跨境投资已然为时不远。而境内的资产管理机构在加速深化改革的背景下显得有点措手不及，并没有做好充足的准备。

金融机构建立和开展一项创新业务都需要经过以下三个步骤：确保业务合规并建立盈利模式，建立业务运营框架并做好风险管理，积累业务经验并扩大业务规模。显然，信托公司的跨境资产管理仍然处在摸索盈利模式的阶段，离积累多年的成熟经验并扩大规模的阶段还至少需要 5~10 年的时间。

因此，国家深化改革的步伐实质上是在倒逼包括信托公司在内的境内资产管理机构，迅速提高自身的跨境资产管理能力，在改革真正完成之前达到第三阶段，具备为境内外投资者提供专业服务的水平，以及与境外成熟资产管理机构进行市场化竞争的能力。



二、跨境资产管理的美国经验

为了给信托公司跨境资产管理业务提供业务模式和发展目标，以美国资产管理行业为例作一些分析，以期信托公司的国际化发展提供一些借鉴。

（一）资产管理机构的类型和规模

资产管理机构是指按照拟定的投资目标将归集的零售投资者资金投资于证券的资产管理机构，提供分散投资、证券流动性和专业的管理咨询服务，并收取服务费用。

美国的资产管理行业机构类型众多，不仅包括商业银行、保险公司、信托公司、公募基金等，还包括另类投资基金、对冲基金、养老基金、捐赠基金等。由于美国没有设立证券公司的专门牌照，投资银行业务和资产管理业务都在商业银行开展。

从规模上看，公募基金是美国资产管理行业的领军机构。美国资产管理规模前五位的机构均属于公募基金类型，分别是黑石（BlackRock）3.5万亿美元、领航（Vanguard）2万亿美元、道富（State Street）1.9万亿美元、太平洋投资（PIMCO）1.8万亿美元以及富达（Fidelity）1.6万亿美元^①。

仅次于公募基金的资产管理机构是商业银行的资产管理部门。美国的各大商业银行，包括摩根大通（JP Morgan Chase）、纽银梅隆（BNY Mellon）、高盛（Goldman Sachs）、美银美林（Bank of America Merrill Lynch）、富国（Wells Fargo）等，管理资产规模都在5000亿美元到1.5万亿美元的区间内。

虽然大型的信托公司在美国已比较少见，只有北方信托（Northern Trust）管理资产8000亿美元，属于大型的资产管理机构，但事实上，美国法律没有设立专门的信托机构，一般的商业银行和公募基金等都可以申请信托业务资格而从事信托业务。因此，信托的资产管理功能在许多资产管理机构的业务中得以体现，纽银梅隆和道富就是其中的典型，可以在某些方面将其看作信托机构，以对中国的信托公司发展提供参考。

从上述角度来看，信托机构在美国的资产管理行业享有重要地位，其业务有别于公募基金和商业银行的资产管理部门，独树一帜。

（二）资产管理机构的业务和功能

和中国一样，美国的资产管理机构从事的金融服务的业务类型也有着明显的不同

^① 维基百科，http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_asset_management_firms。

(见表3)。商业银行的业务范围最大,不仅包括商业银行业务,也包括投资银行业务。其次是信托公司,除了传统投资银行业务证券承销以外,其他资产管理相关业务均可以从事。

有趣的是,公募基金的业务范围最为狭小,只包括股票和债券的投资以及衍生品投资业务,但是其管理资产的规模却是最大的,这与美国证券市场的高度发达密切相关。由于美国金融市场证券化程度高,不仅一般的股票、债券及其衍生品可以在市场交易,包括银行信贷资产、基础设施资产、房地产等传统的非标准化资产都已经大量的证券化,并在证券市场交易。因此,在商业银行完成了上述资产的证券化上市之后,公募基金实质上成为了这些证券化产品的最主要投资者和持有者。

表3 美国资产管理机构的业务范围

机构类型	贷款	另类投资	股权投资	股票、债券投资	证券承销	衍生品投资
商业银行	√	√	√	√	√	√
保险公司	×	√	√	√	×	√
信托公司	√	√	√	√	×	√
共同基金	×	×	×	√	×	√
另类投资公司	×	√	√	√	×	√
对冲基金	×	√	√	√	×	√
养老基金	×	√	√	√	×	√

另外,从功能上看,美国的资产管理机构不仅包括传统意义上的“归集资金、投资证券”的狭义资产管理功能,还包括投资咨询、提供证券流动性、交易、结算、风险管理等类似投资银行的广义资产管理功能。

随着金融牌照的放开,中国的金融机构面临着混业经营的残酷竞争局面,也享有为客户提供全方位的金融服务的契机。信托公司作为最为灵活的金融机构,理应抢先实现这种全业务线条的“一站式”金融服务。而美国资产管理机构的业务构成,也恰好说明了这一点。这就给信托公司未来业务的发展提供了一个很大的想象空间。

(三) 投资者来源和对资产管理服务的要求

美国资产管理机构的销售渠道主要是直销(32%)和证券经纪商(31%),而通过银行网点的比例只占8%左右,甚至低于保险公司渠道(11%)。这也是美国发达的证券市场造成的。美国的资产管理机构只需要把各种资产管理的策略和模式形成标准化的证券产品上市交易就可以了。这样有利于金融产品的标准化和透明化,也方便普通投资者的购买和交易,并节省了销售和交易成本。



与美国截然不同是欧洲大陆，例如德国。银行网点的渠道比例高达 80%，直销比例只占到 14%。

显然，中国目前的情况与德国更为相似。首先，中国大部分资产管理产品（除了公募基金之外），均没有达到标准化和上市交易的程度，仍属于非标准化资产，不利于产品的推广和投资者认知。其次，除商业银行外的大部分资产管理机构，缺乏有效的直销渠道。只有建立并完善自身的直销体系，并尽快完成资产管理产品的标准化可上市流通之后，信托公司才有机会开创一片蓝海，摆脱商业银行“影子”的束缚，扩大资产管理规模。

在客户维护上，根据普华永道对美国私人银行首席执行官（CEO）的调查，首要的因素是服务质量和个人关系（相对重要性均为 15%），其次才是投资收益率（10%）和安全性（9%）。因此，信托公司不仅要在投资安全性和投资收益上做到专业，更要在给客户提供方便高效的完整金融服务上做到最好，这样才可以维护好与客户的关系。

（四）信托公司的竞争策略

在美国，资产管理行业混业经营、机构众多、竞争激烈，信托公司作为其中重要的一支力量，以其独特的业务模式，赢得投资者稳定的资产管理需求。

北方信托（Northern Trust）作为目前保留信托名号的最大的资产管理机构，其发展历程和竞争策略值得信托公司借鉴。北方信托自 1889 年成立之后，一直保持稳健的经营风格，安全度过了包括 20 世纪 30 年代美国银行倒闭潮在内的金融危机，成为美国 20% 最富有的家族的资产管理者，并同时为各类其他资产管理机构服务^①。其业务不仅包括传统的信托业务，如个人金融服务（为高净值个人和家族提供资产管理）和投资管理服务（公募基金、私募股权基金、对冲基金的投资），还包括广义的投资银行业务——公司和机构服务（证券托管、融资融券、证券交易和清算），以及少量的商业银行业务（存贷款业务）^②。

纽银梅隆（BNY Mellon）虽然以银行命名，但追溯其历史，在 20 世纪吸收合并了超过 5 家信托公司，并将信托公司的业务融入银行本身。另外，其在 2001 年和 2006 年把零售银行业务分别剥离给国民银行（Citizens Bank）和摩根大通（JP Morgan Chase），因此其在很大程度上与信托公司更为相近^③。目前，纽银梅隆的业务范围除

① 维基百科，http://en.wikipedia.org/wiki/Northern_Trust。

② 北方信托官方网站，<https://www.northerntrust.com/>。

③ 维基百科，http://en.wikipedia.org/wiki/The_Bank_of_New_York_Mellon。



了资产管理（机构投资者）和财富管理（个人投资者）外，还包括资产服务（托管、证券经纪、证券做市）、发行服务（公司信托、特殊目的信托、存托凭证）、清算服务（证券交易清算），以及财务服务（全球支付、公司财务管理、流动资本管理）等^①。

道富（State Street）虽然目前以公募基金相关业务为主，但其与纽银梅隆一样，在 20 世纪收购合并了多家信托公司。其业务包括全球咨询（为资产管理机构提供投资咨询）、全球市场（证券和衍生品交易）以及全球服务（托管、结算、记账管理）等^②。

通过以上例子可以清楚看到，虽然美国的许多资产管理机构已经没有了信托的名号，但是其发展历史和业务种类与信托公司更为接近。除了传统的资产管理和财富管理业务之外，还普遍经营证券业务，包括交易、清算、托管、发行等，并在全球证券市场都有足迹。这些公司的发展为中国的信托公司提供了宝贵的借鉴。

（五）信托公司的全球化发展

自 20 世纪中叶开始，美国的信托公司开始全球化扩张，到 21 世纪初，已经基本完成了全球网点的建立和运营，真正形成了全球市场接入和 24 小时不间断交易。以纽银梅隆为例，其已在全球的 36 个国家参与超过 100 个金融市场的交易，员工超过 48000 人，是个真正意义上的全球化信托公司。

为全球投资者提供全球市场的投资、咨询和证券服务，是美国各大资产管理机构推崇并被市场普遍认可和接受的金融服务理念。主要有以下两方面的内容：

1. 全球市场接入和全球资产配置

自 1952 年现代投资组合理论发表以来，美国的专业资产管理机构和投资者都普遍认可，通过分散化投资，可以提高收益率并且降低投资风险。而通过投资全球市场，可以满足最大限度地分散投资的要求，从而实现长期投资的保值和增值。这也恰好与美国信托公司开始全球化扩张的时间一致。

北方信托（Northern Trust）和太平洋投资（PIMCO）都把“非美国股票投资”或者包括股票和债券在内的“全球分散配置”作为资产管理投资解决方案的重要组成部分^③。高盛（Goldman Sachs）更是在其推荐的投资组合中配置了 10% 的非美国股票、2% 的非美国债券，以及 14.5% 的另类投资（包括基础设施、私募股权、房地

① 纽银梅隆官方网站，<https://www.bnymellon.com/>。

② 维基百科，http://en.wikipedia.org/wiki/State_Street_Corporation。

③ 太平洋投资官方网站，<http://www.pimco.com/en/Pages/default.aspx>。



产、房地产信托等)^①。

反观中国境内的资产管理机构，仍然处在比拼收益率的阶段，而中国境内的投资者也尚未接受以资产配置和分散风险为准绳的长期投资理念。因此，信托公司通过全球资产配置分散投资风险的投资者教育和业务布局可能需要同时进行，并将是一个长期的过程。

2. 全球客户无差别服务

全球化的信托公司不仅意味着投资的全球化，还意味着客户来源的全球化。在人民币国际化快速推进的过程中，中国境内的金融机构如何跟随人民币一起走向全球，向全球投资者提供人民币的资产管理服务，将是一个重要的课题。

美国的信托公司恰好利用了美元的全球优势地位，为世界各地的投资者提供美元投资的机会和专业服务。一个在印度孟买的客户，可以享受到与美国纽约的客户同样的服务业务范围、服务质量、交易速度以及收费标准。

随着人民币国际化和金融改革的进一步深化，信托公司未来在境外设立办事机构，为当地投资者提供中国境内的投资机会，应该不会太远。

三、跨境资产管理的政策和监管

（一）对外投资

1. 企业对外实业投资

中国境内企业对外实业投资的大门一直是敞开的，而且随着党的十八大以后政府进一步简政放权，实业投资的门槛越来越低，灵活性越来越高。

2013年12月，国务院公布的《政府核准的投资项目目录（2013年本）》规定，无论是国企还是民企，只要不涉及敏感领域和地区，10亿美元以下的境外投资将不再需要送发改委各级部门核准，而只根据事项不同，分别向发改委、商务部、省级政府备案。

2014年4月，国家发改委发布的《境外投资项目核准和备案管理办法》规定，投资额10亿美元以下项目一律实行备案，10亿美元及以上项目才实行核准制，涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目不分限额均需核准。

2014年9月，商务部发布了新的《境外投资管理办法》，确立了“备案为主、核准为

^① 高盛官方网站，<https://assetmanagement.gs.com/content/gsam/worldwide/en/gateway.html>。

辅”的管理模式，取消了对特定金额以上境外投资实行核准的规定，商务部核准时限在 20 个工作日内，省级商务部门核准时限在 15 个工作日内，备案时限在 3 个工作日内，同时明确，由省级商务主管部门负责地方企业的备案工作，便利企业就地办理业务。

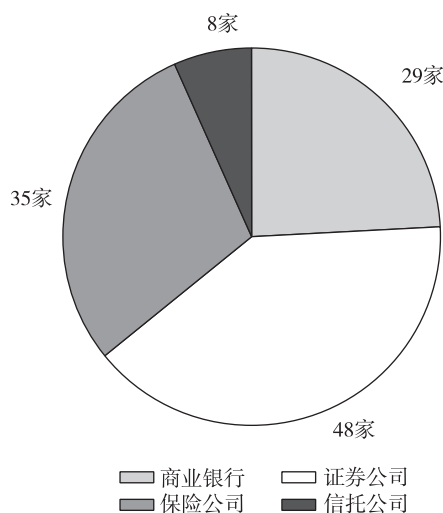
随着上述法规的出台，企业实施自主对外项目投资已几乎不存在合规障碍。

2. 机构对外金融投资

目前，金融机构（合格境内机构投资者，QDII）对外金融投资仍存在一定的限制。主要包括几个方面：

（1）投资主体审批。金融机构开展境外理财业务需要事前向上级主管部门申请业务资格，在获取批复后，方能开展业务。监管机构均对申请机构的资质有一定的要求，例如净资产、受托管理资产规模、专业人员配备、公司治理、业务开展年限等。

目前，只有商业银行、信托公司、证券公司、基金公司、保险公司可以开展对外金融投资，而审批权分别在中国银监会、中国证监会、中国保监会。截至 2014 年 5 月，获准开展境外投资业务的金融机构为 120 家，其中信托公司只有 8 家（见图 4），在四个金融子行业中排名最后。



注：统计时段截至 2014 年 5 月 30 日。

资料来源：国家外汇管理局。

图 4 QDII 机构数量

（2）投资标的限制。虽然监管机构对各类金融机构对外金融投资的范围有不同的规定，但综合来说，基本都以上市证券和投资级债券为主，其他各类资产的投资均受到较大的限制。



从受托境外理财的投资范围细节来看，由于基金业受托境外理财的管理办法中没有对境外投资范围有具体限制，只规定“基金、集合计划应当投资于中国证监会规定的金融产品或工具”^①，实质上包括其在境内业务的整个投资范围。另外，近几年基金子公司兴起，其在境外投资范围也包括房地产、私募投融资、并购等信托公司的传统业务范围，实质上已经抢占了境外私募投资的市场先机。

信托公司境外投资的标的物范围和投资比例限制等，是四个金融子行业中最严格的。信托公司受到境外投资范围的限制^②，无法在境外高收益证券、私募股权、衍生品、房地产等传统优势业务领域进行投资，在这方面，较基金和保险行业的监管政策更为严厉。在投资比例上，也较银行更为严厉。例如，对商业银行投资境外公募基金没有比例限制，而信托公司投资单个公募基金则不得超过总信托资金的 20%^③。

随着信托公司业务的发展和自身风险管理能力的提高，2007 年制定的对信托公司境外投资的管理办法，已不适应信托公司的业务需求。2012 年初平安信托曾尝试利用信托 QDII 资格参与美国著名社交网站 Facebook 的非上市股权投资，最终未能有所突破。中信信托开展的境外投融资业务，也未使用其自身的 QDII 资格，而是通过其关联公司进行。信托公司的境外投资需求与现行的监管政策显然出现了错配，监管条例限制了业务发展。

表 4 各类 QDII 机构的投资范围

机构类型	上市证券	投资级债券	高收益债券	非上市股权	衍生品	房地产
商业银行	√	√	×	×	√（只限于风险对冲）	×
保险公司	√	√	√	√	√	√
信托公司	√	√	×	×	√（只限于风险对冲）	×
证券公司和基金公司	√	√	√	√	√（只含特定交易所交易的衍生品）	√

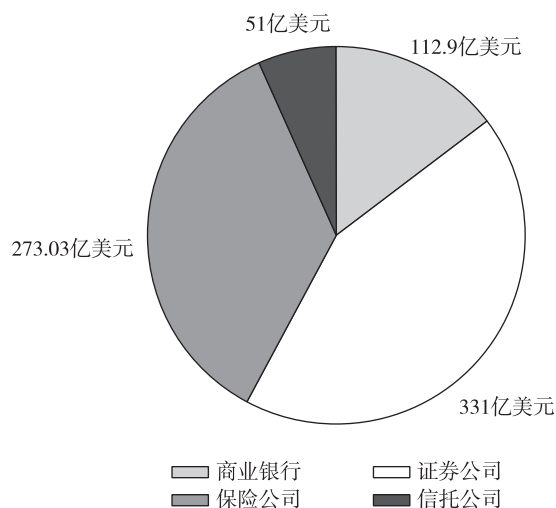
（3）投资总额限制。由于外汇管制的需要，QDII 机构在实际进行境外投资前，必须向国家外汇管理局申请投资付汇额度。因此，对外投资的总额也受到限制。

随着金融改革的进一步深化，可以预期，QDII、QFII、RQFII 等将在资本项目双向投资放开以后，完成其历史使命。2014 年 6 月，人民银行发布《中国人民银行年

① 2007 年发布的《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》（中国证监会令第 46 号）。

② 2007 年发布的《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》（银监发〔2007〕27 号）和《中国银监会办公厅关于调整信托公司受托境外理财业务境外投资范围的通知》（银监办发〔2007〕162 号）。

③ 2007 年发布的《中国银监会办公厅关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》（银监办发〔2007〕114 号）。



注：统计时段截至2014年5月30日。

资料来源：国家外汇管理局。

图5 QDII 外汇总额度

报2013》，表示将进一步扩大QDII和QFII主体资格，增加投资额度，条件成熟时，取消资格和额度审批，将相关投资便利扩大到境内外所有合法机构。

（二）对华金融投资

境外资本对华金融投资目前只限于合格投资者（QFII、RQFII）。与QDII一样，QFII和RQFII的资格和额度也需要分别由中国证监会和国家外汇管理局审批。而投资范围也只限于上市股票和债券。

由于信托公司的主营业务集中在房地产、基础设施、私募股权等非上市资产的投资，不属于目前QFII和RQFII的投资范围，因此信托公司与QFII和RQFII的合作尚未展开。

随着未来信托产品的标准化得以实现，以及QFII和RQFII投资范围的进一步扩大，信托公司承担境外资金的投资管理业务也必将成为现实。

四、信托公司跨境资产管理业务的发展方向

随着金融改革的深化，信托公司的业务必将更加市场化和国际化，业务机会将迅速增加。另外，借鉴美国信托公司发展的经验，中国信托公司跨境资产管理的业务范围也将逐步扩展。根据目前各类金融机构境外投资业务的开展状况，以及信托公司的业务类型，提出了对信托公司创新型跨境资产管理业务的发展思路。



(一) 信托公司跨境资产管理业务的市场竞争环境

从 2003 年 QFII 业务和 2006 年 QDII 业务起步以来，特别是近 5 年金融行业加速开放以来，各类金融机构在跨境资产管理方面发展迅速。而信托公司由于监管政策的限制以及境内信托业务爆发性增长对跨境业务的“挤出效应”，在跨境业务方面鲜有建树，发展严重滞后。

商业银行凭借庞大的理财业务体量和客户资源，虽然在跨境投资能力方面不如基金，但随着银行国际化程度的提高，独立理财事业部的成立，从“资产持有”向“资产管理”转变，理财从“保本”向“净值”转变，跨境业务也越来越受到重视，未来规模的迅速增长可以预期。

基金凭借强大的证券投资投研能力和 2007 年以来境外投资积累的经验，将在未来较长的时间保持境外投资的龙头地位。特别是在产品创新，以及投资地区、投资风格、投资标的等产品全系列覆盖方面，将保持优势地位。

保险公司凭借庞大的资产管理规模和最灵活广泛的投资范围，将保持在私募股权、房地产、跨国并购的领先地位，并在证券投资方面继续积累经验。

信托公司无论在跨境证券投资能力还是投资标的范围来说，都处于劣势。未来发展应注重发挥信托制度优势，在结构化证券信托产品、另类投资信托产品、实业投融资信托产品等方面积蓄经验，展开差异化竞争。

表 5 各类金融机构的跨境资产管理业务分析

金融机构	对外投资 QDII 业务	对华投资 QFII 业务	业务分析
中资银行	以证券投资为主，选聘投资顾问或自主管理，规模较小，收益一般	仍处业务起步阶段，规模极小，以证券投资为主	随着银行理财产品从保本型向净值型转变，证券投资类理财将迅速发展，银行客户群体和潜在规模巨大
外资银行	以结构化复杂证券组合投资为主，选聘投资顾问或自主管理，规模较大，产品收益参差不齐	尚未形成业务模式	在境外投资方面有先天优势，但是产品设计复杂，投资者接受度一般，且产品收益无法保证
基金	单一证券投资业务，自主管理，规模较大，根据市场表现和投资标的浮动收益	业务规模较小，通过与境外资产管理机构合作或通过境外子公司募集，业务增长较快	证券投资研发交易能力强，QDII 基金总规模超过 500 亿元人民币，产品类型、投资标的的多样，QFII 规模增长迅速
保险	证券投资、房地产投资、股权投资等各类业务，规模较大，但无受托投资业务	尚无业务	投资策略灵活，投资范围广泛，但产品和投资收益透明度低
信托	仍处起步阶段，选聘投资顾问或自主管理，以证券投资为主，规模较小	尚无业务	在非标准化资产、私募股权、并购、产业投融资等方面有优势，但受投资范围限制，未来发展空间很大

（二）境外证券投资

1. 浮动收益型证券投资

由于证券投资目前不是信托公司的主要业务方向，信托公司也尚不具备传统的浮动收益型证券投资的各種专业能力，包括证券研究、证券交易、上市公司尽职调查、市场风险管理等，因此，信托公司开展证券投资应与基金公司形成差异化竞争。

从投资者方面看，目前信托公司的客户对公募基金型的纯浮动收益产品接受度不高，其对风险和收益的要求，其实更接近于私募证券基金的投资者。因此，信托公司境外证券产品设计方面应从“结构化”、“限亏”等方面，给浮动收益系上“安全带”，才有可能满足现有客户的需求。目前私募证券基金的通行做法是“管理人做劣后，优先级约定止损”。这样的设计可以提高管理人的资金杠杆，同时又满足优先级投资者对资金安全和投资收益的要求。具有类似设计的境内证券信托产品已运行多年，存在较为广泛且成熟的客户群体，可以作为境外浮动收益证券产品设计的突破口。由于信托公司只一直做“私募阳光化”的平台，并没有利用和开发好这个客户群体，发展自己的证券信托产品，因此未来的发展空间非常大。

在投资策略方面，信托公司可以利用自身对另类投资的经验优势，在房地产、基础设施、并购重组等方面参与境外证券的投资。例如，美国证券市场有上百个房地产投资信托（REITs）上市交易，覆盖工业、办公、商场、住宅、房贷、度假村、仓库等各个房地产类别，流动性好，交易成本低。而且近期美国房地产市场持续复苏，投资收益稳定、可观，有机会形成较好的投资策略。另外，中国企业赴境外收购资产越来越多，信托公司可以利用自身与中国境内企业的业务联系，寻找在境外并购重组中的业务机会，在给中国企业提供融资和财务咨询的同时，挖掘相应境外投资的机会。

信托公司还可以寻找目前 QDII 基金未涉足的领域，利用产品的独特优势，参与境外投资市场。例如，可以利用美国证券市场众多的 ETF 指数基金，做好全球市场的资产配置，涵盖各资产类别和各国家或地区的经济体，并通过在大类资产和地域的投资比例的调节，做主动投资，提高收益率。这样不仅可以节约交易成本，更重要的是可以避免对单个境外企业进行尽职调查，也分散了风险。

2. 保本型和区间收益型证券投资

为了适应信托公司目前的固定收益型客户群体，信托公司可以通过结构化设计，推出保本型和区间收益型的境外投资产品。

通过投资固定收益型债券获取保本或固定收益，再通过投资股票、房地产及金融



衍生品等具有高收益特性的金融产品，可以基本保证投资者获取一个最低的收益，以及在市场利好情况下的超额回报。这是信托结构化设计相对于公募基金的优势，也应是信托公司可以着重发展的产品类型。

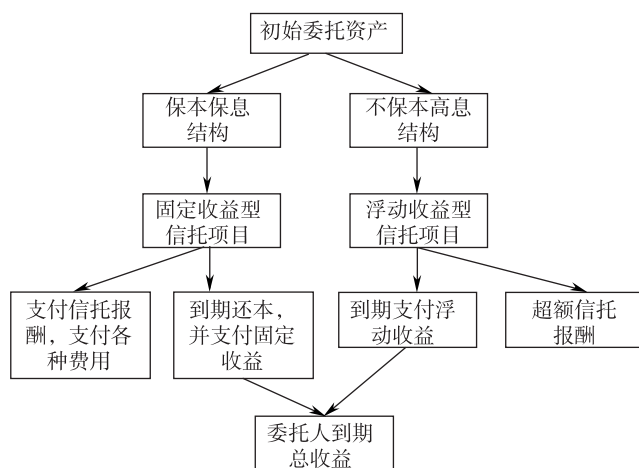


图6 保本型和区间收益型产品设计

3. 首次上市（IPO）项目投资

信托公司可以利用与中国境内赴境外上市企业的业务联系，在企业境外 IPO 的过程中挖掘投资机会。信托公司不仅可以参与企业在境外的 IPO 认购，以机构投资者的身份参与新股定价以及认购条款的确定，还可以在境内对企业进行尽职调查，参与其在境外上市后的证券投资。信托公司对这种类型的投资有相对较大的把握，也由于上市主体的主要业务在中国，对主体的把控能力也较强。这样的投资能力是公募基金、银行等机构所不具备的。

（三）定制信托和家族信托

为了满足机构客户和高净值家族客户的定制化投资需求，信托公司应该把境外投资作为信托投资的一个重要组成部分，开展全球资产配置的定制信托和家族信托业务。

定制信托是指企业法人或者金融机构，通过设立信托的方式，完成按其自主意愿进行投资的财产管理方式。随着中国境内企业国际化程度的增加，在全球范围内配置资产的需求也相应增长。

家族信托是指信托公司受个人或家族的委托，代为管理、处置家庭财产的财产管理方式。通过设立家族信托完成财富传承的市场需求已进入快速增长阶段。

信托公司可以利用信托的独特法律关系和制度保障，灵活机动地按照委托人的意愿，设立信托，并以专业的金融服务，对相应的资产进行管理。其中一个重要的部分，就是满足委托人对境外投资的需求，并对境外资产进行有效的管理。

（四）私募证券信托平台

中国境内的多家信托公司已开展多年证券信托业务，帮助境内的私募基金实现“阳光化”，并提供包括证券交易、风险管理、结算、财务管理等在内的全面金融服务。这与美国信托公司的证券交易和清算服务颇为相似，只是在托管、融资融券、提供交易流动性等较为复杂的证券业务方面尚有欠缺。

但是，相对应委托私募机构日益增长的全球化投资要求，信托公司在提供境外证券服务方面稍显落后。信托公司可以利用自身境外投资平台，为境内的私募机构提供境外投资的渠道和相应的一揽子服务（见图7）。

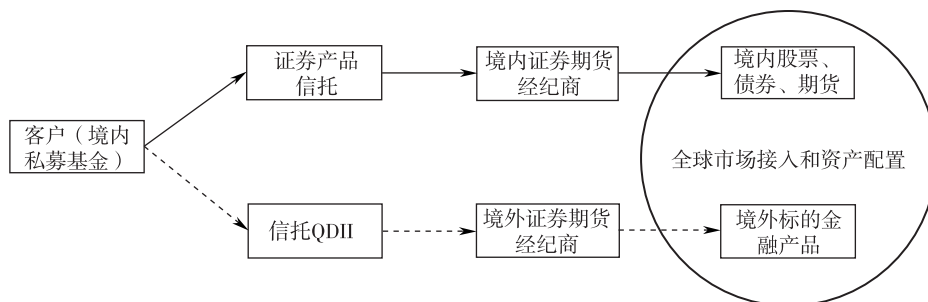


图7 证券信托境外投资

需要注意的是，境外证券产品众多，地域广泛，规则不统一且与境内差异较大。信托公司必须加速对境外证券市场的学习，培养相关业务能力，为真正实现全球化24小时的证券服务平台开一个好头。

（五）境外资金投资境内标准化信托

信托公司专长于非标准化股权和债权的投资，而在当前金融产品标准化趋势日渐明确的背景下，将信托公司擅长的非标准化资产转化为可上市交易的标准化金融产品，是信托公司的重要创新课题。将信托收益权或者基础非标准化资产转变为标准化金融产品，不仅可以实现非标准化资产的风险缓释，更可以拓宽信托产品的融资渠道和融资规模。

由于目前境外资金只能通过QFII和RQFII投资于境内的标准化金融产品，因此信托产品不属于境外资金的可投资范围。一旦信托产品完成了标准化改造，或者信托



公司将非标准化债权转变成符合市场和监管要求的可上市标准化债权之后，信托公司就可以引入境外机构委托人，实现境外资金的跨境资产管理。

五、结论

在国家大力推进人民币国际化、汇率市场化、资本项目可兑换政策的引导下，在世界经济逐渐走出金融危机的阴影，重回经济增长的宏观背景下，信托公司开展跨境资产管理业务是大势所趋，也正当其时。

比较了信托与银行、证券、保险关于境外投资监管政策，对于信托公司监管限制最为严格。在境外投资方面，信托公司无法进入传统优势业务领域，例如房地产、私募投融资、实业投资等，甚至有被基金公司后来居上的趋势。因此，对于现行监管政策，特别是在投资范围和标的物比例限制等方面，如果可以考虑当今市场情况和信托公司的发展状况，进行适当的调整，将对相关业务的起步发展形成巨大的推动作用。

借鉴美国信托公司的成长历史和业务经验，信托公司在现行监管政策下，应注重发展与基金和银行等其他资产管理机构相差异化的业务内容，在结构化境外理财信托、定制和家族信托、证券信托的全球投资以及吸引境外资金投资境内信托方面，抓住机遇，大力创新，为最终真正建成具有国际竞争力的全球化信托公司积累宝贵的经验。



《论语》：继受信托制度的中国文化土壤

课题单位： 中铁信托有限责任公司

课题组成员： 陈 赤



摘 要

“富而好礼”。已经取得了长足进步的信托业，有条件、有必要大力推进信托文化建设。信托文化之精要，在于受托人自觉拥有履行其忠实义务和注意义务等基本信托义务的强大意愿，而社会则有热情鼓励和严格监督受托人恪尽职守的文化氛围。在移植和继受国外发达的信托制度和信托文化的同时，深入挖掘华夏文明最重要的文化经典——《论语》中关于“忠信”、“临事而惧，好谋而成”等方面的重要论述，使作为英美普通法精粹的信托精神与民族文化血脉相互融合，彼此贯通，有助于培育和弘扬信托文化，帮助信托业和信托公司塑造出鲜明的不同于其他金融行业的行业文化、企业文化，促进信托事业长期健康可持续发展。

关键词：信托 论语 忠实义务 注意义务



目 录

一、忠实义务之基石：忠与信	882
二、注意义务之基石：临事而惧，好谋而成	890
参考文献	895



信托起源于十三四世纪的英国，人们为了突破封建土地制度对财产自由继承和自由移转的限制，发明了信托制度^①。由于其精巧的制度设计和日益扩展的金融功能，信托随着时代的发展走向世界，在英国、美国、日本以及我国台湾、香港等国家和地区不断发展壮大，信托业则已成为现代金融体系中不可或缺的部分。在现时代，信托以财产管理和财产传承为主要功能，具有广阔的应用空间和多样化的应用方式，信托原理常常运用于金融创新活动之中。

在信托制度下，委托人基于对受托人的信任，将自己的财产转移给受托人成为信托财产，受托人按照委托人的意愿，为了委托人所指定的受益人的利益，以受托人自己的名义，持有和管理、运用和处分信托财产。受托人是最重要的信托当事人，居于信托关系的中心地位。在信托发展的初期阶段，担任受托人的，往往是有良好名誉和声望的教士或绅士，他们把被选任受托人看作是一项崇高的社会荣誉，并不以获取报酬为目的，无酬主义成为当时信托制度的一项普遍原则^②。

在中国，信托作为一项法律制度，是一个舶来品。我国从20世纪初叶引进和移植信托制度，最早出现的信托机构可以追溯到1913年设立的大连取引所信托株式会社，到今天刚好历经一个世纪。信托在中国的百年历史，充满曲折和艰辛，几经蹉跎，近几年才刚开始呈现出繁荣和普及的景象。在检讨我国信托事业发展长期不顺利的原因时，往往会提到两个基础性的因素：一是信托属于英美普通法系，而我国属于大陆法系，二者之间多有抵牾之处，因而我国继受信托制度需引入新的法律观念，创设新的法律关系；二是我国的信托文化薄弱，造成推广信托事业的困难。而信托文化之精要，就在于受托人必须自觉拥有履行其忠实义务和注意义务等最基本的信托义务的强大意愿，而社会则有热情鼓励和严格监督受托人履行忠实义务和注意义务的文化氛围。毋庸讳言，近代以来的中国，滋养信托茁壮成长所不可或缺的信义文化确实比较淡薄，亟须大力培育。在华夏文明最重要的文化经典——《论语》中，我们正可以聆听孔子在这方面的谆谆教诲，从而使作为英美普通法之精粹的信托精神与中华古老文明最优秀的传统彼此血脉贯通，相互促进，融合演进，在富有中国文化营养的土壤上开出生机盎然的信托之花。

① 余辉：《英国信托法：起源、发展及影响》，北京，清华大学出版社，2007。

② 何宝玉：《信托法原理研究》，北京，中国政法大学出版社，2005。



一、忠实义务之基石：忠与信

在稠密的人群中，人与人之间会发生各种关系，而在众多的社会关系中，孔子尤其强调信任关系的重要性：

子贡问政。子曰：“足食，足兵，民信之矣。”子贡曰：“必不得已而去，于斯三者何先？”曰：“去兵”。子贡曰：“必不得已而去，于斯二者何先？”曰：“去食。自古皆有死，民无信不立。”（颜渊第十二）

弟子子贡向孔子请教治国的方法。孔子说，备足粮食，备足军备，取信于民。子贡问，如果迫不得已要去掉这三项中的一项，先去掉哪一项？孔子说：去掉军备。子贡又问，如果迫不得已还要去掉一项，剩下的两项中又去掉哪一项？孔子说，去掉粮食。孔子认为，没有军备打不了胜仗，固然会有人死掉；没有粮食，吃不饱饭，固然也会有人死掉；但自古以来人都难逃一死，只要有人民的信任，就还可以重头再来；而如果失去了人民的信任，人心散了，一切就都完了，什么都谈不上了。可见，孔子把人们的信任关系视为族群、邦国的生存之本，“人心齐，泰山移。”信任关系是凝聚人心的无形纽带，它的重要性甚至超过了御敌的军备和果腹的食粮。

而信托的建构，正是“无信不立”。显而易见，如果不是对受托人的诚实信用和专业能力充分信任，委托人绝不会敢冒风险，做出把自己辛辛苦苦积累的财产轻易地交付给他人持有、管理和处分的决定。因此，委托人对受托人的信任无疑是信托得以创设的前提，信托必须立足于信赖的基础之上。正如日本著名信托学者能见善久先生所阐述的：

信托，是以“信赖”为基础的制度。受托人应承担和这种信赖相应的、严格的信赖义务。一言以蔽之，信赖以及与此相应的“诚实”为信托的基本思想。在英国法上，“诚实”与“信赖”作为衡平之要求由衡平法院对其给予保护。这种基本思想是英美信托法的血与肉^①。

信托的创设基于委托人对受托人的信任，而这一信任的前提条件则在于受托人对委托人所托之事竭尽其力，忠于所托；自己的所作所为诚实守信，绝不会有所隐藏、

^① 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。



虚饰和欺瞒。受托人处于受信任的地位，他接受了信任和委托，就负有忠实而谨慎地为受益人的利益处理信托事务、管理和处分信托财产的责任。受托人具有基本的义务，就是忠实义务和注意义务（又称为谨慎义务）^①。

信托成立后，面对委托人的莫大信任，受托人负有忠实义务，即管理信托财产、处理信托事务的唯一目的，只能是为了受益人的全部利益而行动^②。这一目的必须是纯粹的、无杂质的，即受托人不可以一边为了受益人的利益，一边同时又为自己或其他第三人的利益行事；更不可以为了自己或其他第三人的利益而牺牲受益人的利益。因此，受托人在按照委托人的意愿管理或者处分信托财产、处理信托事务时，不得使自己个人的利益与受托人的职责发生冲突，不得利用受托人的地位以任何方式为自己或者其他第三人牟取利益或方便。信托所要求的这一忠实义务，恰好与孔子大力倡导的“忠信”原则的要求十分合拍：

予以四教：文、行、忠、信。（述而第七）

孔子一贯强调“主忠信”。关于“忠”，冯友兰先生指出：

“己欲立而立人，己欲达而达人”，换句话说，己之所欲，亦施于人，这是推己及人的肯定方面，孔子称之为“忠”，即“尽己为人”。^③

因此，“忠”是要求人们在受托替别人办事时，须做到尽心尽力、尽职尽责、一心一意、一丝不苟，即受人之托，忠人之事。

而“信”则是要求人们一要说话信实，“所说的全部为事实，并为事实之全部”；二要信守承诺，一言既出，驷马难追，不可食言而肥。《史记·吴太伯世家》记载了季札挂剑的千古美谈：

之初使，北过徐君。徐君好季札剑，口弗敢言。季札心知之，为使上国，未献。还至徐，徐君已死，於是乃解其宝剑，系之徐君冢树而去。从者曰：“徐君已死，尚谁予乎？”季子曰：“不然。始吾心已许之，岂以死背吾心哉！”

春秋时吴国公子季札有一次出使外国，途经徐国。徐国的国君看到季札佩带的宝

^① 何宝玉：《信托法原理研究》，北京，中国政法大学出版社，2005；张军建：《信托法基础理论研究》，北京，中国财政经济出版社，2009。

^② 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。

^③ 冯友兰：《中国哲学简史》，北京，北京大学出版社，2013。



剑，很是喜爱，但冒昧相求，碍难启口。季札善解人意，心里暗地应允把宝剑赠送给徐君了，但因自己还有出访的使命在身，便未立即相赠。待季札出使归来，再过徐国时，不料徐君已经去世了。季札来到徐君的墓前，慨然解下佩剑，挂在墓旁的树上。随从对季札这一举动十分不解，说：“徐君不是已经去世了么？您这是把剑送给哪一位呀？”季札回答道：“不是这么说。当初在我心里早已暗自应许把要宝剑送给徐君，又岂能因为徐君去世了，就背弃我心中的承诺呢？”季札将宝剑脱手相赠亡友的豪举，为后世展现了一诺千金的最高境界——岂止是说出来的承诺，哪怕是心里的应许，也要义无反顾地践诺。这道出了“守信”的本质，不该是迫于外在压力的“箭在弦上不得不发”，而应是源于内在情感和道德诉求的“此情无计可消除”，“不思量，自难忘”。正如大文豪马尔克斯所写的：

守信是一项财宝，不应该随意虚掷。

对于忠信的价值，孔子给予很高的评价和期待：

子张问行。子曰：“言忠信，行笃敬，虽蛮貊之邦，行矣。言不忠信，行不笃敬，虽州里，行乎哉？立则见其参于前也，在舆则见其倚于衡也，夫然后行。”子张书诸绅。（卫灵公第十五）

子张同学问老师如何才能使自己行得通，孔子说，说话忠诚老实，行为忠厚严肃，这样即使到了少数民族的部族之地，你也能行得通。但如果说话不忠诚老实，行为不忠厚严肃，即使是在本乡本土，你能行得通吗？站着的时候，要好像看见“忠信笃敬”四个字在自己面前；坐车的时候，要好像看见“忠信笃敬”四个字刻在车辕前的横木上。时刻记住，这样才能使你到处通行。于是子张同学把老师说的话书写在腰间的大带上，以便经常温习。作为受托人的信托公司也一样，如果有了“忠信”的品牌，就可以广泛地受到委托人的信赖和尊重，大行其道了。

对于那些不肯守信的人，孔子表现出极大的蔑视：

子曰：“人而无信，不知其可也。大车无輹，小车无轨，其何以行之哉？”（为政第二）

孔子说，一个人要没了信誉，不知道他怎么能够立足于社会之中。譬如大牛车没有安上横木的輹（牛车车辕前横木两端的活销），小马车没有安上横木的轨（马车车



辕前横木两端的活销)，车子又如何能行走呢？同理，忠和信的信誉，是信托的受托人的立身之本，失去了这方面的信誉，受托人将不再受到委托人的信任，他的受托人的角色也就基本上当到头了。

要守住“忠信”，信托的受托人须有古君子之风：

君子喻于义，小人喻于利。（里仁第四）

孔子指出，君子晓得的是义，小人晓得的是利。英国早期受托人不收取任何报酬的做派，像极了中国古代的君子。对于现代以营利为目的的营业信托的受托人来说，如何平衡受益人的“利”和受托人自己的“利”，如何辨明其间的义与利，是一个重大的问题。简言之，在事前约定的条件下，以不损害受益人的利为前提而获取受托人合理的利，称得上是坚守了君子之“义”；反之，则是贪图小人之“利”，这“利”来得不明白，也不干净。

孔子对“忠信”的高度重视，深刻地影响了他的弟子们。弟子曾参说：

吾日三省吾身：为人谋而不忠乎？与朋友交而不信乎？传不习乎？（学而第一）

这也许是孔子布置给弟子们的功课罢，曾参认真、虔诚地笃行：替别人谋划和办事是否有没尽心尽力的情况？和朋友交往是否有不诚实守信的情况？老师传授给我的东西，我将传授给学生们的东西，是否有自己还没习练过的情况？曾参的学问很笃实，不仅是因为他记得牢，而且还因为他行得真。曾参在修身方面下的工夫很深，他是每天反省自个儿，而不是忙着去检查别人、指责别人。为自己办事，大概一般都会尽其所能，那么，为别人做事，是不是也能够如此呢？恐怕并不容易次次都做到。和朋友交往，时间长了，常常会随随便便地答应些事情，过后又很快忘记，当时信誓旦旦，过后不当回事，这种情况在我们身上可能也是时有发生吧。至于对自己半懂不懂甚或根本就不知就里的东西，就敢振振有词地讲给别人，这样的例子，在如今“专家”横行的年代，也是让人见惯不惊了。曾参在属于他的年代，已经洞察了自己和别人身上存在这些毛病，日复一日，年复一年，他持之以恒地警醒自己，努力地加以克服。可是，为人谋而忠，与友交而信，传与人先习，这些基本的人际交往规则，却屡遭破败，古已有之，于今为烈。曾参给信托的受托人指出了十分具体的修行方法，今天的受托人应该每日一省、每周一省，或者哪怕是每月一省：我们替委托人和受益人谋划和办事是否有没尽心尽力的情况？对待委托人和受益人是否有不诚实守信的情



况？我们承诺为委托人管理信托财产的方式和路径，是否有我们自己还没操练过、还不太在行、把握还不大的情况？如果我们能够持之以恒地检讨我们的行为，反省我们的意识，那么受托人的优秀品质一定会日积月累，不断地提高。但如果缺乏反省精神，那我们的品质就会止步于前，很难长进了。弟子子夏也曾说：

贤贤易色；事父母，能竭其力；事君，能致其身；与朋友交，言而有信。虽曰未学，吾必谓之学矣。（学而第一）

子夏说，对妻子重视其贤德而不是容貌；伺候父母，能尽心尽力；服事君上，能尽职尽责；与朋友交往，言而有信。这样的人，虽说是没有学习过，我也一定要说他是学过了。

孔子强调信任关系，视之为复杂的人际交往过程的润滑剂和减震器。

子夏曰：“君子信而后劳其民，未信，则以为厉己也。信而后谏，未信，则以为谤己也。”（子张第十九）

孔子认为，作为理想人格的君子，必须透彻地认识到人与人之间建立信任关系的重要性。对下，君子在建立了信任关系后，再去指挥民众；如果没有这一层信任关系，老百姓就会以为你是在故意折磨他。对上，君子在建立了信任关系后，再去进谏，如果没有这一层信任关系，君上就会以为你是在故意毁谤他。这先后顺序的巧妙把握，往往使君子事半功倍，顺利地达成目的。从社会学的角度看，信任关系的建立有利于社会和谐，社会成员相互会更加亲密；从经济学的角度看，信任关系的建立，消除了人们之间的猜忌，大大减少了为防范交易对手而采取的包括事前拟定繁复的合同文本，事中在各个环节上的小心监控，事后发生纠纷时的争吵、诉讼等，从而有利于交易费用的降低，可以显著增进社会福利。从小处说，有了信任，你会安心地让美发店陌生的服务员在为你洗头时轻按你的眼部，而不担心她会突然用力，压碎你的眼球；从中处说，有了信任，你敢于让自己处于全身麻醉的状态，把自己完全托付给并不熟悉的外科大夫，而不担心他会随意而为、恣意而行；从大处说，在国内的公路上，你放心地靠右行驶，而不担心来自相反方向的车辆会随意越界迎面撞来。有了信任，才会有信用，才可能产生企业贷款，使社会扩大再生产快速扩张；也才可能出现个人按揭贷款、助学贷款，使人们能够借助金融的力量或者提前享受美好生活，或者实现高等教育的梦想；有了对创业者的信任，才可能有风险资本家对草创企业的风险



投资。而信任关系建立的前提，是我们每个人做到诚实、守信，值得信赖。但是，令人遗憾的是，与发达国家的人民相比，曾经诚信为本的中国人，现在为了占便宜、图省事，常常如李宗盛在《凡人歌》中所唱的：“道义放两旁，把利字摆中间。”台湾“《中国时报》”独立评论员庄佩璋女士曾尖锐地批评所谓聪明的中国人的种种愚蠢之举：

在美国，你去商店买东西，事后不论任何理由，都可去退货还钱。因此，有一些人（一些台湾人和更多的大陆人）过几天要出席重要宴会，就去“买”一套名牌衣服，穿去赴宴之后，再去退钱。……十年前，我带年仅三岁多的儿子到美国旅行，寄宿亲戚家。亲戚拿个全新的儿童汽车安全座椅给我，说：“这里规定儿童一定要坐汽车安全座椅，这个给你用，因为是借来的，请尽量不要弄脏，我还要还人。”两周后，我不再开车，他拿着半新不旧的安全座椅到量贩店办退货。店员一声不吭，钱全数奉还。亲戚得意地对我说：“美国的商店，两周内都可凭发票退货，所以我们常来这里‘借’东西。有些大陆人甚至连电视都‘借’哩！你说，美国人笨不笨？无条件退货的漏洞这么大，他们竟然都不知道！”来年，我到日本，在当地做事的台湾朋友招待我，出入都开车。我问：“东京地狭人稠，不是很难停车吗？”“没那么严重啦！政府规定要有停车位才准买车，所以车子并不像你想的那么多。”他说。“哇！那你有停车位喽？一定贵得吓死人对不对？”“你怎么跟日本人一样笨！先租个停车位，等车子挂牌后，再把停车位退掉，不就解决了？”几天后，换成日本朋友招待我，待遇沦为两条腿加地铁。他客气地说：“东京养车容易，养停车位难。所以只好委屈你挤地铁了。”我马上向他传授“破解之道”。没想到他没有“悟道”的狂喜，只淡然说：“真要钻漏洞，其实到处都是，比如家母住在乡下，我把户籍迁过去再买车就可以了。但是，我实际上就住东京，没停车位却买车，左邻右舍会怎么看我？开车上班，我怎么面对同事？上司及正派的人不会这样做。”美国商店无条件退货的机制与日本到处漏洞的法规，都建立在“信任”的基础上，当“信任”瓦解，社会也会崩溃。

……

最近帮台积电上课，发现台积电的餐厅跟科学园区的其他厂商一样，采用外包模式，一样干净整洁明亮。所不同的是餐厅没有人帮你打菜，要吃什么一切自己来，发水果的地方贴了一张纸条——每人限拿一袋（洗好切好的）。连入口处也很少有人在看管，进餐厅自己用识别证刷卡，月底自动从薪水中扣除。一位台积电副理告诉我：有一位员工被抓到吃饭没刷卡，第一次警告，第二次就开除。当彼此信任度越高，管理



就越少，彼此方便，成本自然下降，工作也越愉快。相反地彼此猜忌、防范、围堵、监督。不但降低生产力，工作也被动，不愉快。^①

那么，发达国家普遍的诚实程度有多高呢？美国可口可乐公司下属的“诚实茶”（Honest Tea）饮料公司曾经做过一次调查，他们在动物园的入口处摆放了许多无人看管的瓶装冷饮，只设一个投币箱，上写“每瓶一美元，请将钱投入钱箱”。由于无人看管，游客可以选择付钱，也可以不付钱，喝霸王茶的人不必担心承担任何法律责任（调查人员在隐蔽处观察记录每个人的特征）。这项调查在全美 50 个州以及哥伦比亚特区同时展开，为时 10 天。在调查结果的基础上，他们编制了“全国诚实指数”。虽然这项调查有局限性，但它从一定程度上反映了各地美国人以及不同美国人的诚实度，由此得出了许多有趣的结论。其中一个结论是，全美平均诚实度为 92%。也就是说，每 100 个人中，有 92 人自动付钱，只有八个人没有付钱。“诚实茶”联合创始人兼首席执行官塞思·戈德曼表示这个结果令人欣慰，因为即使在没有人的时候，还是有 92% 的美国人选择了做正确的事^②。但是，这一实验要是放在国内的话，不知道我们还能抱有多大的信心呢？

所以，按照孔子关于“忠信”的教导，信托的受托人应该以此精神对待信赖自己的委托人，切实执行以下规则。

一是不得利用信托牟取私利。受托人无论以任何名义和方式，都不得利用信托财产为自己或其他第三人牟取利益，这是信托的一项重要规则。对受托人作出这一限制，是由受托人在信托关系中所处的地位所决定的。受托人实际控制信托财产，拥有对信托财产的管理处分权，但信托财产及其收益应全部归属于受益人。如果允许受托人利用信托财产为自己牟取利益，那么受托人在处理信托事务时往往会优先考虑自己的利益，而忽视甚至损害受益人的利益，这就使信托丧失了应有的功能和意义。因此，受托人利用信托财产为自己牟取利益，是受到严格禁止的行为，目的是为了保护受益人利益不受损害。因此，受托人不得以受托人的地位直接或间接地享有信托财产的收益，不得以信托财产为自己或其他第三人的利益而进行交易，也不得因信托财产交易而从交易对方获取私人利益。如果受托人违反法律规定，利用信托财产为自己或其他第三人牟取利益，其所得利益必须归入信托财产，由受益人享有。当然，受托人

^① 庄佩璋：《信任的成本》，载台湾“《中国时报》”，2006-01-18。

^② 晓路：《从“诚实茶”看美国人的诚实度》，载《羊城晚报》，2013-08-15。



付出一定的人力、物力和财力，管理、运用、处分信托财产，处理信托事务，可以按照信托文件的约定取得一定的报酬。受托人按照约定取得的报酬，是委托人同意给付受托人的一种补偿性利益，不同于受托人利用信托财产为自己牟取的利益，不应受到禁止，而应受到保护^①。

二是不得将固有财产和信托财产进行交易，不得将不同委托人的信托财产进行相互交易。首先，受托人不得将其固有财产与信托财产进行交易。受托人以其固有财产与他人委托管理的信托财产进行交易，表面上是不同主体之间的相互交易，但实施整个交易行为的实际上都是受托人一人，这种交易实为自我交易。受托人一人兼作交易中的双方当事人，作为买方时，一定希望以最低的交易价格购入；作为卖方时，当然企图以最高的交易价格售出，如此，受托人的职责与其个人利益必相冲突。按照受托人的职责，受托人本应为受益人的最大利益管理和处分信托财产。受托人要优先考虑受益人的最大利益，就自然会减少或者损害自己的固有财产可得之利益，但受托人难以做到故意去减少或损害自己的财产权益，而一旦受托人优先考虑自己的固有财产在交易中的利益，就不可能真正做到为受益人的最大利益处理信托财产，反倒容易损害信托财产，进而危害受益人的利益了。所以，一般情况下，禁止受托人将固有财产与信托财产进行交易。这里所谓交易，不仅仅指买卖，也包括抵押、质押、留置、互换等方式。其次，受托人不得将不同委托人的信托财产进行相互交易。受托人将不同委托人委托给他的信托财产进行相互交易，由于交易的当事人只有受托人一个，没有磋商和讨价还价，没有真正的要约和承诺，这样的交易显然容易作弊，事实上也难以做到在同一交易中同时无偏向地为两个以上受益人的最大利益服务，因此也受到法律禁止。如果受托人违反上述两项原则的要求，造成信托财产损失的，应承担赔偿责任。不过，法律禁止导致利益冲突的交易行为的规定也并非绝对的。如果基于对受托人的能力、信誉的信任，委托人在与受托人商定信托文件条款时，允许受托人根据实际情况相机处理信托财产，不禁止在有利原则下受托人的固有财产与信托财产进行交易，也不禁止将信托财产与受托人接受的其他委托人的信托财产进行交易，将这些特殊约定事先在信托文件中载明；或者在信托文件事前没有明文记载时，经过委托人或受益人的同意，受托人可不受上述两项原则的约束，以公平的市场价格进行相互交易。所谓公平的市场价格，是指没有欺诈行为，参考了市场上的同类财产交易的价格条件，接近市场平均交易价格水平的价格；或者是在公开设立的市场上按同类财产交

^① 何宝玉：《信托法原理研究》，北京，中国政法大学出版社，2005。



易的条件完成该交易的价格^①。

三是不得将信托财产转为固有财产。信托财产是受托人受托管理的财产，不是受托人自己所有的固有财产，但信托财产又置于受托人的管理之下，因此，法律规定受托人有义务保证信托财产的安全、完整，不得借机侵占，不得将由其管理的信托财产转为其固有财产。如果出现受托人将信托财产转为其固有财产的情况，受托人有义务恢复信托财产的原状，将信托财产恢复到受侵害前的状态，包括恢复到原有的权利状态。如果由于受托人将信托财产转为其固有财产而造成信托财产损失，受托人就应承担其侵害行为造成的后果，有义务对信托财产的损失予以赔偿^②。

二、注意义务之基石：临事而惧，好谋而成

《论语》中有一个故事发人深省：

子谓颜渊曰：“用之则行，舍之则藏，惟我与尔有是夫！”子路曰：“子行三军，则谁与？”子曰：“暴虎冯河，死而无悔者，吾不与也。必也临事而惧，好谋而成者也。”（述而第七）

有一回孔子对他最钟爱的弟子颜回说，如果国家用我们，就出来做事；不用我们，就安于命，将本领收藏起来，能做到这一点的，怕只有我和你两个人吧！这是把颜回和孔子自己相提并论，当然是给颜回非常高的赞誉了。孔子夸颜回，也不是一次两次了，别人听了也就听了，都没吭声；子路偌大年纪，却还有争强好胜的心性，他问孔子，那您统率三军，找谁一起呢？子路一定是想，仁啊、德啊、文啊、艺啊这些方面我是比不过颜回了，但行军打仗总没人比得上我，嘿嘿，这时候老师您离不开我了吧？您总不会找个颜回跟着去打仗吧？没成想孔子给他碰了一个硬钉子：徒手打虎，徒身渡河，死了也不后悔的莽撞之人，我是不会和他们共事的；一定是那些临事小心戒惧，用心安排、精心策划把事情做成的人，才是我要共事的。

“临事而惧，好谋而成”，正是注意义务要求受托人必须抱有的态度。因为信托成立后，信托财产虽系于受托人名下，由受托人实际控制，但并非受托人的固有财产。受托人对信托财产的管理或者处分，是为了受益人的最大利益，必须以最大勤勉之精神和格外谨慎之态度，履行其作为善良管理人的注意义务。也就是说，受托人行

^① 何宝玉：《信托法原理研究》，北京，中国政法大学出版社，2005。

^② 赖源河、王志诚：《现代信托法论》，北京，中国政法大学出版社，2002。



使信托财产的管理权，必须按照法律法规和信托文件的要求，恪尽职守，做到诚实、信用、谨慎和有效管理，积极地实现信托目的（张军建，2009）。

在接受所托的时候，受托人应该向曾参学习，时刻怀有这样的心态：

《诗》云：“战战兢兢，如临深渊，如履薄冰。”（泰伯第八）

战战，是恐惧的样子；兢兢，是戒慎的心理；如临深渊，是害怕坠入深谷；如履薄冰，是害怕冰裂落水。《诗经》中的这几句话，生动形象地刻画了一个小心谨慎的人的心理状态。受托人在管理、运用和处分信托财产时，也需要持有这样戒骄戒躁的谨慎心态，最基本的要求是：

己所不欲，勿施于人。（颜渊第十二）

不愿意在自己身上发生的事，就不应该强加在别人身上。人同此心，心同此理，这是多么简单的道理，又是多么有力的逻辑！它可以激发受托人的不忍之心，唤醒的是受托人可贵的良知。如果受托人觉得此时证券市场风险较大、投资价值较小，自己的资金不愿往里投，就不可以拿信托财产投进去冒险；如果受托人对某一企业或项目的发展前景看不清、吃不准，对它的未来的股权价值把握不住，自己不愿意对这家企业进行投资，同样道理，就不可以拿信托财产投进去冒险。不仅如此，受托人还应该以比对待自己的财产更大的谨慎态度和责任感对待信托财产，而不能像有的冒失鬼对待自己的固有财产那样率性而为、随意而行。

受托人仅仅是“临事而惧”，具有谨慎行事的风格还不够，因为一味地戒慎，最终可能导致受托人以此为借口，无所作为。按照受托人是否承担积极义务，信托分为消极信托和积极信托。消极信托又称为被动信托，是指受托人在进行信托财产的管理和处分时不承担任何积极义务的信托；积极信托又称为主动信托，是指受托人在进行信托财产的管理和处分时承担积极义务的信托。信托产生之初的主要形态是以规避不合理法律限制为目的的消极信托。在相当长的一段时间内，消极信托扮演着主要的角色。在消极信托中，受托人仅仅是为了实现财产转移这一信托目的而存在的“名义所有人”，信托财产的实际管理权和受益权都由受益人拥有。消极信托存在的背景原因是，在中世纪，土地是社会的主要财富，保证土地的代代相继是人们的强烈愿望，但封建法律对人死后土地的处分课以种种限制，利用信托的设计能够规避此类限制而达到土地移转的目的，于是消极信托主导了信托早期的发展史。封建制度的崩溃导致了



消极信托依存的社会条件消失。政治上的民主化和经济上的市场化，体现在法律上便是取消了原来加诸财产移转和处分上的种种限制，使财产的流动趋于合理化。同时，近代的进步运动所孕育的法制理想，也不允许当事人通过信托行为规避法律的适用，即使是面对不合理的法律，也只能通过立法程序加以改进，这促成了信托目的合法性原则的确立。客观环境的变化，使过去用于规避法律限制的消极信托丧失了其存在的必要性和合法性，各国以不同的形式否认了消极信托的效力。这样，消极信托淡出了信托的历史舞台，而积极信托则主导了现代信托的发展。进入市场经济时代后，社会财富的形式多元化，土地不再是社会财富的主要形式，人们对财富的观念也发生了巨大的变化，从原来的确保传承转变为以获取更多利益为目标。于是，受托人的功能由消极被动地代替委托人持有财产，转变为积极主动地帮助委托人管理财产。信托的这种积极化趋向，一方面使信托与投资越来越紧密地结合在一起，另一方面为了配合更专业的财产管理活动，提供更为方便的管理渠道，信托机构日益发达，从而使营业信托蓬勃发展，受托人的权利随之不断扩大，受托人积极的管理活动则随之进一步深化^①。这就要求受托人具备“好谋而成”的能力。例如，在管理、运用信托资金时，受托人的“谋”，首先表现在他对所欲投资或融资项目的高标准、严要求，对于不符合自己要求的项目绝不苟且，让它们蒙混过关，就像孔子对待饮食那样：

食不厌精，脍不厌细。食馐而餲，鱼馁而肉败，不食。色恶，不食。臭恶，不食。失饪，不食。不时，不食。割不正，不食。不得其酱，不食。肉虽多，不使胜食气。惟酒无量，不及乱。沽酒市脯，不食。不撤姜食，不多食。（乡党第十）

这是《论语》中的著名篇章，意思是说，食物不嫌做得精，鱼肉不嫌切得细。粮食霉烂发臭，鱼肉腐烂，不吃。食物颜色难看，不吃。气味难闻，不吃。烹调火候不当，不吃。不到吃饭的时间，不吃。切得不合刀法，不吃。没有合适的调味酱醋，不吃。席上肉虽多，吃它不超过主食。只有酒不限量，但不要喝醉。买来的酒和肉干，不吃。吃完饭，不撤下姜，但也不多吃。借鉴孔子的这一段话，受托人在开发投融资项目时，应该有所取舍，要切实防范因公司的利润压力或员工的过度激励等不恰当的、激进的、过分冒险的安排，导致受托人降低信托项目的准入门槛，放松信托项目的风控标准。毋庸讳言，近年来，信托业得到了高速增长，在这一超常规快速扩张的过程中，受托人很难完全做到“食不厌精，脍不厌细”，因此，进入后10万亿时代

^① 周小明：《信托制度比较法研究》，北京，法律出版社，1996。



的信托业，首要任务是将前期吃进来的各种食物很好地消化掉，以防止因为消化不良而导致肌体病变。同时，信托业者要效法孔子的严格限制，把好准入关，将形形色色的有各种毛病的项目杜绝在业务开展之前，时机不好的项目不做，管理不善的项目不做，风险过高的项目不做；可以做的项目，也要控制业务集中度。目前，信托业步入了高位盘整时代。信托机构只有认真做好自己的事，把现有项目的风险管理好，同时探索出传统业务转型、信托产品升级和信托业务创新的新路子，才能促进信托业在此基础上更上一层楼，迎来发展的新天地。

愿意取舍，是一种良好的心态；知道如何取舍，则是一种难得的能力。孔子指出：

工欲善其事，必先利其器。（卫灵公第十五）

做工的人要做好自己的工作，一定得先搞好他的工具，使其工具用起来得心应手。作为受托人的信托公司的最主要、最重要的“工具”是什么？有一句名言：“投资是人的事业。”投资的市场、行业、品种、时机、规模等一切决策，都藏于人的头脑之中。先进设备易买，出色人才难觅。信托公司要做到“好谋而成”，关键在于是否拥有足够的高素质人才。人才是信托公司形成核心竞争力的根本，信托公司必须竭尽所能地吸引一流人才，留住优秀人才，培养更多人才；要想方设法创造出一个让大家心情舒畅的工作环境，提高大家的敬业精神和专业能力，让员工充分施展他们的才华，有效率地思考和工作，从而为委托人和受益人创造更多的价值。同时，信托公司必须持之以恒地致力于培养自己的专业能力，就像孔子的弟子子夏所说的：

百工居肆以成其事，君子学以致其道。（子张第十九）

工匠们在作坊里专心致志地劳作，才能制作成各种器物；君子则必须通过专心致志地学习，才能明白领悟和践行大道。如《大学》所言：

知止而后有定，定而后能静，静而后能安，安而后能虑，虑而后能得。

受托人需要长期定下神、静下心的磨砺，才能锻造出信托投资的利器，成就委托人理财的愿望，达成受益人的利益。

总之，注意义务要求受托人管理信托财产时，首先必须恪尽职守。受托人应当勤勉尽职，忠于职守，管理运用、处分好信托财产，符合信托目的，不可稍有懈怠。其



次，受托人必须做到诚实、信用、谨慎、有效管理信托财产。受托人由于受到委托人的信任，取得了信托财产的管理处分权，与此相对等，受托人应以比处理自己事务更高的注意或者谨慎程度来管理信托财产，即应当履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。所谓诚实，就是诚诚恳恳，老老实实，以善意的方式履行职责，不故意违反或规避法律和信托文件的规定，不弄虚作假，不欺诈受益人；所谓信用，就是信守承诺，遵守约定，不朝令夕改，偷梁换柱；所谓谨慎，就是受托人管理信托财产、处理信托事务应达到高度的注意，比管理自己的固有财产更加周到严谨、小心慎重，重视信托财产的安全，避免由于自己的过失使信托财产遭受损失；所谓有效管理，就是受托人管理信托财产要见到成效，为受益人牟取尽可能大的信托利益^①。

同时，注意义务还要求营业信托的受托人应当真实地具备他对外宣称所具有的或者是被合理期待所具有的特殊的专业知识、经验和技能。这一方面要求受托人具有真才实学，另一方面则要求受托人的对外宣传应该恰如其分，不得过分渲染。《论语》中，孔子期待人们学会多做少说：

君子欲讷于言而敏于行。(里仁第四)

在春秋时代，孔子大概是见到了太多人能言善辩，但言不及义；太多人花言巧语，但毫无诚意；太多人指鹿为马，但强词夺理。他们使世风日下，人心不古。所以，孔子平生最讨厌巧言令色之辈，主张君子应该说话少而慢，做事多而快。诚然，在商业化的市场经济时代，不可能要求每一个受托人都达到孔子所希望的“讷于言而敏于行”，但如果长期说得多，做得少，迟早会被人们看白，受托人应引以为耻：

君子耻其言之过其行。(宪问第十四)

其次，受托人最好是先做后说：

先行其言而后从之。(为政第二)

先做后说，这样他说的话才有力，才能服人；大讲一通自己并没有实践过的道理，必然苍白无力，难以让人信服，这是让人引以为耻的：

古者言之不出，耻躬之不逮也。(里仁第四)

^① 卞耀武：《中华人民共和国信托法释义》，北京，法律出版社，2002。



孔子说，古时候的人话不轻易出口，就是怕说出来，做不到，让人耻笑。今天作为受托人的信托公司在宣传信托产品时，尤其是向投资者介绍项目风险的控制措施时，也应该学习这种事先确定做得到然后才敢承诺的实事求是的态度，这才是信托业长久发展的气象。这又同与忠实义务相关的“信”联系在一起：

“信”不仅是愿意或者允诺实践自己的话，而且近于古代的“盟誓”，即宣称人必须具有足够的能力、聪明和手段去履行、完成他所说过的话。如果“信”只是尝试实践自己所讲过的话，那么，成功或者失败就无关紧要了。但是，孔子把失败看做是缺乏“信”的能力……^①

如果信托业者在产品推介时纷纷避重就轻、避实就虚，说到风险就吞吞吐吐、虚言搪塞，或者甚至大言炎炎，说话不怕闪了舌头，实际上是不断给这个行业积聚风险，迟早会受到投资者的遗弃。

受托人脚踏实地、一丝不苟、持之以恒地履行好忠实义务和注意义务，是信托制度的根本要求，是信托事业在中国健康发展的必要条件。我们当效法曾参的伟大精神：

士不可以不弘毅，任重而道远。（泰伯第八）

信托公司作为受托人，不可以没有弘大的格局，不可以没有坚毅的意志，因为责任重大，道路漫长。是的，为委托人打理他们通过辛勤工作而积攒的财产，不是责任重大吗？将信托作为一项长远的事业，前行不止，至死方休，不是路途遥远吗？这种以忠信为指引受托人思想的标尺，以审慎为统领受托人决策的圭臬，以专业知识和技能为指导受托人行动的利器，奉献于重任远道，树立恢弘的胸襟，坚毅果决，百折不挠，道路虽远不畏难，险阻虽多不气馁，理念坚定不移，甩开膀子埋头苦干的精神，不正是当今信托业急需补充的宝贵的精神能量吗？

参考文献

[1] 卞耀武：《中华人民共和国信托法释义》，北京，法律出版社，2002。

[2] 陈赤：《中国信托创新研究——基于信托功能视角的分析》，成都，西南财

^① [美] 郝大维、安乐哲著，蒋弋为、李志林译：《孔子哲学思微》，南京，江苏人民出版社，2012。



经大学出版社，2008。

[3] 冯友兰：《中国哲学简史》，北京，北京大学出版社，2013。

[4] 傅佩荣：《论语 300 讲》，北京，中华书局，2011。

[5] [美] 郝大维、安乐哲著，蒋弋为、李志林译：《孔子哲学思微》，南京，江苏人民出版社，2012。

[6] 何宝玉：《信托法原理研究》，北京，中国政法大学出版社，2005。

[7] 赖源河、王志诚：《现代信托法论》，北京，中国政法大学出版社，2002。

[8] 李里：《论语讲义》，南宁，广西师范大学出版社，2007。

[9] 李零：《丧家狗——我读〈论语〉》，太原，山西出版集团·山西人民出版社，2007。

[10] 李泽厚：《论语今读》，北京，生活·读书·新知三联书店，2004。

[11] 能见善久著，赵廉慧译：《现代信托法》，北京，中国法制出版社，2011。

[12] 钱穆：《论语新解》，北京，生活·读书·新知三联书店，2012。

[13] [宋] 朱熹集注：《论语》，上海，上海世纪出版集团·上海古籍出版社，2007。

[14] 孙钦善：《论语注译》，南京，凤凰出版传媒集团·凤凰出版社，2011。

[15] 晓路：《从“诚实茶”看美国人的诚实度》，载《羊城晚报》，2013 - 08 - 15。

[16] 杨伯峻：《论语译注》，北京，中华书局，2006。

[17] 余辉：《英国信托法：起源、发展及影响》，北京，清华大学出版社，2007。

[18] 张军建：《信托法基础理论研究》，北京，中国财政经济出版社，2009。

[19] 周小明：《信托制度比较法研究》，北京，法律出版社，1996。

[20] 庄佩璋：《信任的成本》，载台湾“《中国时报》”，2006 - 01 - 18。



资管新政下信托业的变革之路

课题单位： 英大国际信托有限责任公司

课题组成员： 盖永光



摘 要

在 2007 年信托业的新“一法两规”指引下，中国信托业得到鼓励优先开展资产管理类业务、私人股权投资信托、产业投资信托、资产证券化、受托境外理财等新业务，使原有“金融百货公司”之称的信托业，回归信托本源，使信托公司成为“受人之托，代人理财”的专业理财公司。一些优质的信托公司利用这一契机，迅速扩大了市场规模，并在产品投资领域、资产配置和收益分成方面形成了品牌特色，树立了其在信托业的领先优势。资产管理市场未来竞争格局发生了显著的变化。2012 年中国证监会、中国保监会等监管机构相继出台了一系列资产管理新政，极大地拓展了证券业、基金业、保险业的业务范围，使其资产管理业务与信托业务之间产生了很强的替代性。面对新形势，信托业无论从经营范围还是产品特点来看都不具有竞争优势，这就倒逼信托业反思当下，提升金融服务的专业性、多样性和有效性，进而把握金融发展的未来。资产管理行业的生态多样性决定了信托公司必须锻造属于自身的核心竞争力，在立足自身发展内在规律的情况下，走上大资产管理时期信托业的突围之路。本文主要从以下几个方面展开。第一部分介绍了信托的概念和中国信托业的发展历史；第二部分分析了中国信托业发展的现状及存在的问题；第三部分介绍了发达国家信托业发展的模式，并提出借鉴意义；第四部分指出未来信托公司发展的三大方向，分别是成为信托银行、金融控股公司、财富管理的事务性信托公司；第五部分对本文进行了总结。

关键词：信托业 转型 创新



目 录

一、信托的定义和历史文化发展	902
(一) 信托的定义	902
(二) 中国信托业的发展历史	902
二、中国信托业的现状分析	903
(一) 中国信托业的政策环境和法律基础	903
1. 法规促进了信托本源业务的回归	904
2. 促使定位于金融高端市场	904
3. 法规对贷款业务的限制	905
4. 强调风险管理	905
(二) 中国信托业发展现状	905
1. 信托公司管理规模和人均利润均创新高	905
2. 信托公司资产结构进一步优化，自主管理能力进一步增强	905
3. 中国信托业持续高增长的动因	906
(三) 中国信托业的主要问题分析	907
1. 资产管理新政下信托业面临的竞争	907
2. 信托业发展的短板	908
三、国际信托业发展的模式借鉴	909
(一) 英国信托业：根深蒂固	909
(二) 美国信托业：高度发达	910
(三) 日本信托业：极具创新	910
(四) 德国信托业：全能银行	911
(五) 小结	911
1. 加快立法建设，加强监管	912
2. 为信托业的职能合理定位	912
四、中国信托公司发展路径思考	913



(一) 信托结构创新：信托公司与银行的融合	914
1. 中国银信合作现状	914
2. 发达国家金融业混业经营现状	916
3. 混业经营模式将成为我国金融业发展的趋势	916
4. 信托公司与银行融合的必要性	917
5. 信托公司与银行融合的可能性	919
6. 信托公司与银行融合的优势	920
7. 信托公司与银行融合的路径选择	921
(二) 信托组织的创新：成为金融控股公司	922
1. 金融控股公司概念及架构	922
2. 国内外金融控股集团发展现状	923
3. 信托公司转变为金融控股公司的优越性	925
4. 中国信托公司资本融合现状	927
(三) 业务创新：成为财富管理的事务性信托公司	927
1. 信托公司业务开展现状	927
2. 信托公司业务转型模式分析	928
五、小结	934
参考文献	935



一、信托的定义和历史发展

（一）信托的定义

信托，简而言之，就是信用委托，信托起源于“受人之托，代人理财”。不同国家对于信托有着不同的认识，英国认为信托体现着一种法律关系，美国认为信托是使用和控制财产的一种方式，日本认为信托是遵循一定的目的来对财产进行管理和处理。而我国的《信托法》中规定：信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定的目的，进行管理或者处分的行为。

随着信托业的不断发展，现在普遍认为信托作为一种经济行为，是指委托人为了自己或者第三者的利益，将自身的财产委托给受托人代为管理、经营的经济活动。信托作为一种财产管理制度，是指在信任的基础上，通过委托和受托的方式对委托人的资金和财产进行管理。

（二）中国信托业的发展历史

在党的十一届三中全会后，为了适应改革开放后多种经济成分发展和多元投资主体对资金融通的需求，创立一个对外筹资的窗口和平台被纳入领导层视野，1979年我国信托业正式恢复，在这样的历史背景下恢复的我国信托业是在完全没有制度准备的情况下摸索前行，30年间经历了大起大落、始乱终治，回顾六次清理整顿历史对理解我国信托业的现状及解决我国目前信托业存在的问题都有一定指导意义。

第一次清理整顿是在1982年，重点是结构整顿。主要原因是信托机构膨胀过大，大多数信托机构与银行抢资金、争地盘，在业务上超越信托范围，变相搞信贷业务。整顿的主要结果是规定信托业务只能由四大国有银行办理，并纳入银行信贷计划。机构过多过乱局面得以控制。

第二次清理整顿是在1985年，重点是业务整顿。主要原因是信托投资公司资金投向不合理，助长了当时的固定资产投资膨胀。整顿的结果是银行停止办理信托贷款和信托业务，同时，1986年颁布了《金融信托投资机构管理暂行规定》，第一次在法律上确定了信托业在金融体系中的地位。

第三次清理整顿是在1988年，重点是解决信托公司业务不规范，内部经营管理混乱问题。整顿的主要结果是提出了“银信分离”的方针，为信托业的规范化发展



创造了条件。

第四次清理整顿是在 1993 年，重点是解决信托公司大量办理假资金委托业务，大量违规拆借资金问题，同年 7 月，人民银行发出通知上收信托公司的审批权，对信托公司均要求由人民银行批准和核发《经营金融业务许可证》。1995 年，国务院批准了四大国有银行与所属信托公司彻底脱钩，第一次真正实现了银信分离。

第五次清理整顿是在 1999 年，重点是解决信托公司定性、定位不清，内控制度薄弱以及机构过多等制度缺陷问题，重新对全国信托公司进行登记。整顿的主要结果是全国原有 239 家信托公司，截至 2014 年 6 月 30 日，全国共有信托公司 68 家（全国各省平均 1~2 家），同时出台了一系列法律法规，促使信托公司真正走向了依法经营的局面。

以 2007 年 3 月实施的《信托公司管理办法》及《信托公司集合资金信托计划管理办法》为标志，信托业进入第六次整顿。主要是让信托公司及其业务回归信托本源，使信托公司成为从事“受人之托，代人理财”业务的专业理财公司。

二、中国信托业的现状分析

（一）中国信托业的政策环境和法律基础

目前在中国，信托公司所遵循的法律法规主要有以下几部，一是在 2001 年 4 月颁布的《信托法》，这是由第九届全国人民代表大会常务委员会第二十一次会议通过的。二是经过了几年的发展，为了更好地适应市场经济的发展，中国银监会于 2007 年 1 月正式颁布了《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《信托公司治理指引》，通过这三个法规文件对信托公司的性质、经营、管理做出了重大调整，由此中国信托业进入了转型发展期。

表 1 中国目前信托相关法律法规及其影响意义

法律（法规）名称	颁布时间	主要意义和影响
《信托法》	2001 年 4 月	从国家法律的层面确定了信托制度的存在，是规范信托业务的基础
《信托公司管理办法》	2007 年 1 月	对信托业的管理做出了具体的规定，新法规的颁布引导了信托业回归本源、重视业务创新和风险管理
《信托公司集合资金信托计划管理办法》		
《信托公司治理指引》		

《信托法》作为由全国人民代表大会常务委员会通过的一部基本法，从根本上支撑了信托业近年来的高速发展。《信托法》对于信托计划设立的必备条件、信托财产



所具有的独立性，委托人、受托人、受益人三方的权利和义务关系，信托计划的变更和终止条件都有了明确的规定。其从国家法律的层次确定了信托这种财产管理制度存在的正当性，作为一部高层次、规范统一、能够广泛适用于所有财产管理活动的法律，可以为各种代客理财业务、公募基金管理公司的证券投资业务、保险公司以及私募基金的相关业务提供各种基础性规范。但是需要明确的一点是，《信托法》的调整对象是信托关系，其并没有对信托业的管理做出具体的规定。

在《信托法》的支撑下，为了更好地促进中国信托业的发展壮大，规范信托公司的业务，中国银监会出台了《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《信托公司治理指引》，对于信托公司在功能定位、业务发展方向上产生了里程碑似的重大影响，其主要体现在以下几个方面：

1. 法规促进了信托本源业务的回归

在界定公司职能方面，将信托投资公司改称为信托公司，表明了监管层希望弱化信托投资公司的“投资”职能，强化“信托”职能的期望。信托公司的注册资本门槛分两级，“新两规”在保留信托公司的注册资本不得低于3亿元规定的同时，要求从事不同业务的信托公司的注册资本必须满足其他法律规定的最低标准，促使了信托本源业务的回归。在固有业务方面，新办法强调“压缩固有业务，突出信托主业”，规定信托公司不得开展除同业拆入业务以外的其他负债业务，固有财产原则上不得进行实业投资。从制度上割断信托业务与固有业务之间的利益输送纽带，实现受托人为受益人最大利益服务的宗旨，督促信托公司更加专注服务于受益人的最大利益。此外，在关联交易方面，新办法“限制关联交易，防止利益输送”，弱化信托公司变相融资平台的角色，使信托公司回归本能，成为真正意义上的“受人之托，代人理财”的专业公司，以便在金融不断开放的格局下，专业水准很高的外资信托公司进入时，中国信托公司也具有相应的竞争能力。

2. 促使定位于金融高端市场

在集合资金信托计划方面，新的《信托公司集合资金信托计划管理办法》规范了集合信托业务，重新定义了委托人，引入合格投资者制度，这样基本上确立信托业的市场基础将建立于金融高端市场，客户来源主要是具有风险识别能力，能自我保护并有一定风险承受能力和经济实力的高端个人或机构，而不再是类似基金公司面对中小散户。



3. 法规对贷款业务的限制

在信托贷款方面，新法规做出了限制，规定信托公司管理信托计划，向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%。做出这种调整，主要是引导信托公司真正开展信托本源业务，不以贷款作为主要业务模式和盈利模式，以增强信托公司的专有竞争力。同时，引领信托公司发挥信托制度优势，进一步运用多种信托财产管理运用方式。

4. 强调风险管理

新法规特别强调风险揭示，要求建立受益人大会制度，加强受益人对信托业务的监督，督促信托公司依法履行受托职责。规定受益人大会可以就“提前终止信托合同或者延长信托期限、改变信托财产运用方式、更换受托人、提高受托人的报酬标准以及信托文件约定的其他事项”行使权利。对监管部门而言，将对信托公司设立、管理集合资金信托计划过程中存在的违法违规行为，依法采取取消高管资格、暂停业务、限制股东权利直至停业整顿等措施，加大信托公司的违规成本，提高监管的有效性。

可以看到，经过了监管层对于信托业的六次清理整顿之后，中国目前形成了相对完善的信托监管法律法规。新的“一法两规”逐步引导信托公司将业务范围更多地集中在自身本源的信托业务，使得信托公司进行差异化经营，提升了信托业在金融行业的竞争力。

（二）中国信托业发展现状

1. 信托公司管理规模和人均利润均创新高

自从 2007 年新“一法两规”颁布之后，中国信托业不断演绎着高增长的传奇。截至 2014 年第二季度末，中国 68 家信托公司年末信托资产规模总计约 12.48 万亿元，在近些年连续超越证券公司、公募基金和保险公司，成为仅次于银行业的第二大金融行业。

2013 年全年信托公司共实现收入 832.6 亿元，净利润达到 568.61 亿元，净资产收益率为 18.59%，人均利润均值达到了 305.65 万元。

2. 信托公司资产结构进一步优化，自主管理能力进一步增强

从信托资产结构构成来看，信托资产结构进一步优化，资金信托规模从 2011 年的 4.64 万亿元增加到 2013 年末的 10.9 万亿元，增长幅度达到 50.43%，管理财产类信托规模从 2011 年的 1706 亿元增加到 2013 年末的 5985 亿元，增长幅度高达 350.82%。管理财产类信托规模的大幅度提高说明了信托公司在挖掘自身本源业务方



面取得了显著的突破。

从资金信托的来源来看，信托公司的自主管理能力得到进一步的提升，自主管理类资金信托规模由 2011 年的 2.97 万亿元增加到 2013 年的 10.3 万亿元，增速高达 66.8%。其中，在信托公司自主管理的资金信托中，单一资金信托规模增速大大高于集合资金信托规模增速，集合资金信托规模由 2011 年的 1.35 万亿元增加到 2013 年的 2.71 万亿元，增长 200%，单一资金信托规模由 2011 年的 1.61 万亿元增加至 2013 年的 7.59 万亿元，增长高达 470%。

从资金信托投向来看，信托对实体经济的支持力度大幅度提升，机构进一步优化，投向实体经济领域的资金由 2011 年的 2.65 万亿元增加到 2013 年的 8.46 万亿元，增速高达 391%，其中，投向基础设施领域的信托资金规模由 2011 年的 1.01 万亿元增长到 2013 年的 2.6 万亿元，增速达到 257%，投向房地产领域的信托资金保持稳定，但是投向工商企业的资金信托由 2011 年的 9740 亿元增长到 2013 年的 2.9 万亿元，增长幅度高达 299%。

3. 中国信托业持续高增长的动因

从 2007 年起至今，信托公司保持了快速的增长，其主要原因在于信托公司独有的制度优势和中国经济高速发展带来的投资需求，这种制度优势以及旺盛的投资需求是信托公司持续快速增长的内在驱动力。信托的制度优势主要有以下几个方面：

(1) 跨界优势。在中国分业经营、分业监管的大背景下，信托公司是唯一一个能够横跨货币市场、资本市场和实体领域的金融机构。在党的十八大之后中国政府决定摒弃原来高增长、高耗能的发展方式，进行经济结构调整，不再追求高速的经济增长。在经济进入下行周期的时候，债券的表现相对最为优秀。从最近几年来看，信托公司的主要产品是投资于实体领域的信托产品。投资于实体领域的信托产品的发行方式具备私募性、债性和直接融资等特点，从本质上来讲，这种信托产品就是债券中的私募债，而私募债在债券中的收益率是最高的，因此对于高端投资者来说更加具有吸引力。

(2) 灵活运用方面的优势。信托业与银行业相比，虽然主业都是投向实体领域，但信托业在资金运用方式、风险控制和资金运用方向三个方面都具有比较大的灵活性，能够最大限度地满足企业的融资需求。在资金运用方式上，相较于银行单一的贷款模式，信托公司能够综合运用债权、股权以及组合等多种方式将资金运用于实体领域，满足企业的融资需求；在风险控制上，银行的风险控制手段较为单一，而信托公司则可以综合运用物权抵押、股权抵押、权利质押、担保和保证等诸多方式对项目风



险进行控制；在资金运用方向上，银行贷款的限制较为严格，信托公司的资金运用则限制较少。对于企业的资金需求，信托公司不仅可以为其提供流动贷款，还可以为其提供并购资金，甚至可以提供再融资贷款。

（3）外在环境的有利因素。宏观经济持续快速增长、利率市场化，外在环境的变化为中国信托业的发展创造了一个巨大的发展空间。一方面，中国宏观经济依然保持了持续较快的增长，由此带动了企业大量的融资需求，与此同时，在“分业经营，分业监管”的金融体制下，实体经济融资渠道相对单一，银行贷款一直是实体经济融资的主要渠道。在宏观调控政策的影响之下，银行信贷处于相对紧缩的状态，但是企业的融资需求与日俱增，这些需求难以通过银行来满足。这就导致了企业对于银行信贷之外的资金的旺盛需求，从而促进了信托业的快速发展。另一方面，随着中国改革开放带来经济的快速增长，中国的高净值客户日益庞大，这些高净值客户孕育出一个规模巨大的财富管理市场。但是，仍未放开的利率市场化使得银行的存款利率难以满足其理财需求，而相较于资本市场的高风险性，信托产品的固定收益、低风险的特点吸引了越来越多的高净值客户。

（三）中国信托业的主要问题分析

1. 资产管理新政下信托业面临的竞争

从 2012 年下半年开始，中国证监会和中国保监会相继颁布了证券公司、基金子公司、保险公司的资产管理新政，它们的资产管理业务新政完全比照信托制度，并且其某些具体的规定上相较于信托来说更为宽松，因此其业务对于信托业务来说有着极强的替代性。

表 2 资产管理领域各金融机构的差异对比

	信托公司	证券公司	基金子公司	银行	保险公司
投资范围	趋同	趋同	趋同	—	趋同
投资门槛	100 万元	100 万元	100 万元	5 万元	—
人数的限制	50 人	200 人	200 人	无	200 人
业务开展成本	注册资本最低限额为 3 亿元，实行净资本监管	—	2000 万元注册资本，无净资本约束	—	—
产品的开放性	受限	可灵活设置开放期，证券公司资产管理计划允许展期	可灵活设置开放期	期限多在半年以下	—



续表

	信托公司	证券公司	基金子公司	银行	保险公司
产品的流动性	缺乏有效的流通平台，没有信托收益权二级市场	可交易所平台转让，拥有从一级市场到二级市场的完整业务链	可通过交易所平台转让	不能转让，但期限相对较短，大多在半年以下	—
投资风险	隐性承担	不承担	不承担	分类别承担	不承担
投资者保护	投资者通过受益人大会决定信托计划的重大事项	没有投资者保护的方式规定	没有投资者保护的方式规定	—	—
公私募兼营	私募	兼营	兼营	兼营	兼营
广告宣传	不可以	不可以	不可以	可以	—

由表2可以看出，首先，在投资门槛和人数限制方面，信托公司发行的信托计划投资门槛最高，而投资人数上限标准又最低，这使得信托计划募集资金的能力和规模都受到了一定的局限。其次，在产品的开放性和流动性方面，中国银监会对于信托公司的监管较为严格，信托计划的开放期受到限制，并且缺乏完善的一、二级市场结构，这就使得市场参与者减少，影响力大大降低，对投资者的吸引力降低。再次，在投资风险的承担和对投资者的保护方面，信托公司注册资本要求比较高，对于信托业务实行净资本监管，而信托公司对于其产品具有隐性的“刚性兑付”，这也就造成了信托公司产品的收益与风险不对等。最后，在产品的推介方面，信托公司开展单一的私募业务，禁止在公开媒体上进行宣传推广，而银行、保险公司、证券公司、基金子公司等自身主业为公募业务，分支机构遍布全国，公募业务积累了大量客户，为其私募业务打下了良好的基础，这使得其同时具有推介优势和门槛优势。

2. 信托业发展的短板

对于中国的信托业来说其产业发展的上游是可用于受托的财富和信托当事人，其下游则是灵活的信托计划退出机制。现实的困境造成了信托业发展的短板，主要表现为以下三点：

(1) 缺乏长期稳定的低成本资金来源。信托业务的核心是信托财产，大量的信托财产对信托业具有至关重要的作用。目前信托业的短板在于缺乏长期稳定的金融资产的支持，使得基于资产配置的信托功能难以有用武之地。在利率市场化的趋势下，信托公司目前较高的私募成本也成为制约其发展的不利因素。由于缺乏充足的金融资产支持，信托公司只有通过“刚性兑付”这一隐性承诺来吸收资金，这相当于将受托人的资金负债化。这样信托业务的风险几乎全部由信托公司承担，使其自身面临较



大的经营风险，这是造成信托公司风险管理能力有余而投资管理能力和事务服务性不足的一个主要原因。

(2) 信托收益权缺乏流动性，没有响应的二级交易市场。中国的《信托法》虽然明确规定了信托受益权是一项可转让的财产性权利，受益凭证具有收益性、流通性、风险性和期限性，在性质上属于有价证券，但是目前中国并没有一个类似证券交易所性质的标准化转让平台。对信托受益权转让交易、资产打包证券化、受益权标准化等具有较多的限制，无法提前赎回和抵押，导致信托对于资产的打包能力受限，信托受益权缺乏流动性。市场参与本身取决于产品的交易量、流动性、新颖程度和投资者对产品的认知情况，缺乏信托产品二级交易市场不利于信托产品的创新与功能的增强。

(3) 信托产品的营销环节薄弱。对于信托公司来说，其发展壮大的核心竞争力表现在产品和营销两个方面，这是建立企业的行业信誉和服务品牌的关键因素。银行资金雄厚，机构网点遍布全国；保险公司营销队伍庞大，有较强的营销能力优势；证券公司、基金公司自身主业为公募业务，分支机构众多，积累了大量客户，为私募业务打下良好的基础，具有推介优势和门槛优势。

三、国际信托业发展的模式借鉴

现代的信托业起源于英国，在 19 世纪的时候传入美国、日本等国家后开始发展壮大，并且成为金融业中不可或缺的重要一分子。经过百余年的不断发展，信托制度已经由最初在英国的宗教领域扩展到了个人理财、社会公益等多个领域，信托财产也由最初的土地扩展到了货币、不动产、股权、债券等多个财产和财产权领域。目前，英国、美国、日本、德国等国家的信托业发展比较完善。

(一) 英国信托业：根深蒂固

英国的信托业务可以分为一般信托业务和证券信托投资两大类。其中，一般信托业务根据委托对象的不同，可划分为个人信托和法人信托。金融信托业以个人信托为主，其承接的业务量占 80% 以上，而法人信托业务则主要由银行和保险公司兼营，专营比例很小。法人信托业务的种类包括股份注册和过户、年金基金管理、公司债券的受托管理、公司的筹设合并等业务。

从经营业务来看，英国信托业仍偏重于个人信托（或称民事信托）和公益信托。个人信托主要以承办遗嘱信托为主，其业务内容涉及财产管理、执行遗嘱、管理遗



产、财务咨询等。公益信托与私益信托对应，主要是指人们将捐赠或募集的款项交给受托人，指定受托人用受托资金或财物兴办学校、医院等公益事业。

（二）美国信托业：高度发达

美国信托业脱胎于英国，第二次世界大战以后，随着美国经济的快速增长，美国资本市场急速扩大，信托业也获得了快速的发展和开拓空间，包括公司债券信托、企业偿付性利润分配信托、退休和养老基金信托以及职工持股信托等多种新的业务。新的方式层出不穷，信托资产的规模迅速扩大。

美国的信托业务按委托人法律上的性质，可分为三类，即个人信托、法人信托、个人和法人混合信托。个人信托包括生前信托和遗嘱信托两种，是指委托信托机构代为处理其财产上的事务和死后一切事务，具体包括受托管理财产、受托处理财产、指定充当监护人或管理人以及私人代理账户。法人信托主要是代理企业和事业单位发行股票和债券（如发行公司债券信托），进行财产管理（如商务管理信托），代办公司的设立、改组、合并及清理手续等业务。个人和法人混合信托有职工福利信托、公益信托等。

表 3 美国信托业经营的主要项目

信托分类		品种
个人信托		生前信托、遗嘱信托
法人信托		有担保债券信托、无担保债券信托、设备信托、建设公债信托
个人与法人混合信托	职工福利信托	年金信托、员工分红信托、节约储蓄计划信托、员工入股信托、个人退休账户转账信托
	公益信托	余存财产之公益信托、主导公益信托、集合运用收益基金

此外，美国还开发了许许多多新型的信托投资工具，比如 MMMF（货币市场互助基金）、CMA（现金管理账户）、MTF（共同信托基金）、融资租赁业务，以及把信托资金投资于 CD（大额存单）、CP（商业汇票）和 TB（国库券）等短期资金市场等。

（三）日本信托业：极具创新

日本从欧美引进信托业后，结合本国具体情况，在欧美原有业务形式上不断创新，经过近百年的发展，形成了极具创新特色的信托业务体系。日本信托业的主力是信托银行，主要业务分为信托业务、兼营业务和银行业务三大类。其中，信托业务作为信托银行的本业，主要包括金钱信托、贷款信托、养老金信托、财产形成信托、证



券投资信托、金钱信托以外的钱财信托、有价证券信托、金钱债权信托、动产和不动产信托、土地信托、公益信托、特定赠与信托、遗嘱信托。

除以上信托业务外，日本信托银行还从事不动产、证券代理、遗嘱执行等中间业务。随着经济全球化的不断发展，日本信托银行业务日趋多元化、专业化，新的金融工具正不断地被开发和使用，以促进日本经济的发展。近几年，各类信托品种所占比例呈现的变化趋势为：金钱信托与证券投资信托所占比例相对稳定，养老金信托所占比例呈逐年增长趋势，贷款信托所占比例呈逐年下滑趋势。

（四）德国信托业：全能银行

20 世纪 70 年代初，前联邦德国有 13 家信托投资公司，所运用基金分为股票信托投资基金 33 只，债券信托投资（公债、公司债信托投资）基金 10 只，共计 43 只基金。其中，在信托条款中明确投资于国内证券的只有 5 只基金，大多数都是海外投资基金。海外投资基金可分为兼作国内投资的混合型与限定仅作海外投资的基金。限定仅从事海外投资的基金又可分为仅以欧洲为投资对象的地区基金、特定投资于一国或两国的基金与不限国家广泛进行国际投资的基金三种。

90 年代在金融自由化浪潮的推动下，绝大部分的发达国家采取了混业经营的模式。在欧洲，典型的例子是德国，表现为它的全能银行制度，所以在德国没有专门的金融信托机构。全能银行的经营范围是存款业务、贷款业务、贴现业务、信托业务、证券业务、投资业务、担保业务、保险业务、汇兑业务、财务代理业务、金融租赁等所有的金融业务。德国的全能银行享有以机构投资者身份进行证券投资的独占权。事实上，德国的证券市场完全是由银行来组织和控制的。德国金融信托业务的拓展与长期资本市场的发展两者呈同步发展之势。信托业的发展使整个金融资产不断扩大，德国银行业的资产从 1988 年末的 3.9 亿兆马克增加到 1995 年末的 7.5 亿兆马克。

（五）小结

由前文可以看出，在当今主要发达国家，信托制度已经发展得相当成熟，成为各个国家金融行业的一个重要组成部分。美国约 30% 以上的商业银行设有信托部，还有相当数量的独立的专业信托公司，它们与银行的地位是平等的。而中国自从 1979 年成立了中国国际信托投资公司并恢复信托业务以来，已经走过了 30 多个年头。对比发达国家信托业发展的历史、现状以及向规范化、规模化发展的趋势，可以得出以下几点启示：



1. 加快立法建设，加强监管

从前述可以看出，国际的经验仍表现为信托公司同别的金融机构一样，在良好的法制等市场环境的情况下，参与到市场间竞争中，加强自身的规范和管理，才能整体上和别的金融机构在信用体系上形成竞争。因此，信托业的发展必须与法制建设紧密相关。纵观信托业务发达的国家，如英国、美国、日本等，无不有健全的信托法制作为基础，除了有一般的信托法外，还有根据不同信托品种而制定的信托特别法，每一种信托业务都有与之相对应的法律依据。这是信托业在历史上从无到有、从不规范到规范并得以迅速发展的根本前提。没有明确的信托制度，信托在财产管理业务方面所具有的优势和应用方面所具有的弹性，实质上无从运作和利用。加快信托立法，从法律上界定信托业在我国经济金融体系的地位、功能、作用、经营范围和市场准入，使信托经营活动和对其的监管有法可依。

2. 为信托业的职能合理定位

从中国信托业的长远发展来看，必须给予信托业一个基本的定位。通过借鉴发达国家在发展信托行业中的经验教训，并且依据中国经济发展的特殊国情以及颁布的《信托法》和《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《信托公司治理指引》的规定，中国信托业的基本职能应集中定位以下几个方面：

(1) 财产事务管理职能。这是信托的基本职能，又称为社会理财职能。它是指信托机构受委托人之托，为之经营、管理或处理财产事务的职能，即“受人之托，代人理财”。现代信托业务，无论是金钱信托，还是实物信托，都是对这一职能的具体运用。根据这一职能，信托公司应拥有开办信托业务、提供专项服务的经营权力，借以充分发挥为财产所有者经营、管理、运作、处理各种资产的作用，如开办各种投资信托、财产信托等。中国信托业的发展也必须根植于此职能。信托业的财务管理职能在中国能否充分发挥，未来中国信托业能否在此职能上下工夫、做文章，直接关系到中国信托业的前途和命运，也就是说，中国信托业的主要职能定位应是财务管理，否则，背弃财务管理而偏重其他功能的发挥，要么发展道路越来越窄，要么重蹈频频整治的覆辙。

(2) 融资职能。在货币信用经济条件下，个人财产的相当大部分必然以货币形态得以表现，对这部分财产的管理必然伴随着货币资金的融通过程。因此，财产管理职能的发挥必然在某种程度上表现为融资职能。与银行间接融资和资本市场的直接融资服务是有区别的，信托机构在投融资中提供的是一揽子金融服务，架构委托人、受



托人、受益人、投资项目的多边信用关系，可以是融资、融物和直接融资、间接融资的混合运用，信托投融资是商业信用关系，而不是银行信用关系。借鉴日本把信托公司规定为融通长期资金的金融机构，在我国，利用这一职能，信托公司可以为基础设施建设引进国外先进的技术和设备等。

(3) 社会投资职能。通过开办信托业务参与社会投资行为是信托业的重要职能。信托机构开办投资业务是世界上许多国家的普遍做法，信托业务的开拓和延伸，必然伴随着投资行为的出现。只有在信托业享有投资权和具有相适应的投资方式的条件下，其代人理财职能的发挥才能建立在可靠的基础上。

(4) 为社会公益服务的职能。在当前主要发达国家，办学基金、慈善机构一般都由信托机构代理经营。随着我国经济的逐步发展，社会公益需求正逐步上升。近年出现的扶贫基金、残疾人基金、养老统筹基金等可以由信托经营。

四、中国信托公司发展路径思考

目前，随着中国金融行业“大资管”时代的到来，信托公司不仅面临着商业银行、证券公司、保险公司，基金子公司的激烈竞争，并且随着中国资本市场开放程度的进一步提高，未来还将面临进入中国市场的国际金融机构的竞争。面对着这种格局，信托业迫切需要尽快采取应对措施，加快业务创新和产品创新步伐，建立健全法律法规体系，防范经营风险，加强金融同业的战略合作。从中国金融市场发展趋势来看，未来信托公司可能会向三个方向寻求突破：一是成为信托银行，二是成为全能型金融控股公司，三是成为财富管理的事务性信托公司。

表 4 部分信托公司转型思路

公司名称	转型思路
安信信托	探索产融结合模式，构建可持续发展的基金化新模式
百瑞信托	挖掘股东资源，布局综合经营
长安信托	提高自主管理能力，包括债券市场、国债期货、资产证券化，设计一些基金化的产品
方正东亚信托	资产管理高手、财富管理专家，重点是从融资类业务向融资类和投资类业务并重进行转型
杭州工商信托	做信托业的“劳斯莱斯”，强调专业特色，突出主营；只做高端客户，坚持“组合投资管理”的业务方向
华宝信托	专注证券、投融资、产融结合
华融信托	发挥“一体两翼”战略，转型财富管理（一体即中国华融总部，两翼即各分支机构和平台公司，共享客户资源，为客户提供一揽子综合金融服务，增强总体竞争力）
交银信托	与保险、银行等机构对接，提升三个能力，即融资管理能力、投资管理能力特别是在固定收益市场方面的能力、受托财产管理能力



续表

公司名称	转型思路
平安信托	布局三大板块，即私募投行、另类资产管理、私人财富管理
上海信托	注重思想文化转型，未来业务板块将重点放在三大领域，即家族管理、资产管理和投资银行
苏州信托	围绕城镇化建设，深耕本地市场，坚持直销策略
新华信托	一是由私募投行为主的业务模式转向私募投行、财富管理、投资管理三类业务并存的业务模式，二是由目前的通道业务转向国际化的通道业务
兴业信托	强调同业合作，具体战略目标是建设综合性的信托机构，路径可能和理论上的资产管理机构或财富管理有所不同，是以打造金融市场服务能力为基础，以金融同业为特色，逐步建立起自己的企业客户和私人客户群体
外贸信托	四个方向，即资产证券化，私募基金的第三方清算服务，小微银行、精品投行、ABN 为实体经济服务，家族信托
五矿信托	积极推进与有色中心、黑色物流中心、黑色矿业中心、勘察公司等业务协同，在集团主业投资和上下游客户资源整合方面挖掘商机，进而实现与各业务中心的有效协同。外部以证券信托作为发展的重点
中江信托	主打政信类信托谋发展
中粮信托	围绕农业做探索性尝试，主要集中在农产品、财产方面，特别以土地为基础的所有权的转化，未来重点探索农业产业链
中泰信托	低配房地产，转型小金控
中铁信托	积极调整经营策略，打造“风控+直销+低成本资金”的核心优势，积极在资产证券化、产业基金、家族信托、网络营销等布局探索，并依托控股股东中国中铁的管理优势，开发真正意义上的股权投资和自主管理业务，积极打造有特色的业务领域

（一）信托结构创新：信托公司与银行的融合

从 20 世纪末开始，全球主要经济体兴起了金融混业经营的大趋势。对于中国的信托公司来说，从党的十八届三中全会公报可以看出，随着改革开放的进一步加深和中国资本市场的逐步开放，“大资产管理”时代的来临预示着未来中国的金融机构将从分业经营逐步向混业经营转变。信托公司可以充分利用信托制度的优越性，与商业银行进行不同层次的融合，灵活地探索综合经营或混业经营的可行途径。

1. 中国银信合作现状

截至 2014 年第二季度，信托公司银信合作业务资产余额为 2.67 万亿元，同比上涨 28.2%，为有统计数据以来的最高值，环比上涨 8.1%，也是历史高值之一。统计数据表明，银信合作业务规模虽然超过 2.5 万亿元，但占比自 2010 年第三季度 64.0% 的高点之后持续下滑到 2013 年第四季度的 20.0%，近两个季度出现了小幅的反弹，上升到 2014 年第二季度的 21.4%。显然，银信合作业务在监管政策的影响下



已经从当年的支柱型业务降为一般的业务。

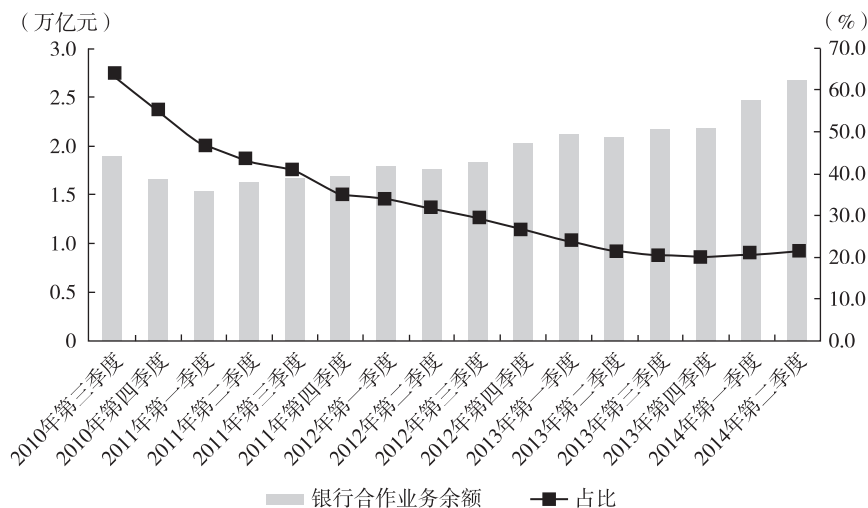
表 5 2010—2014 年各季度银信合作业务余额统计

季度	银信合作业务余额 (亿元)	占比 (%)	同比增长 (%)	环比增长 (%)
2010 年第三季度	18932	64.0		
2010 年第四季度	16605	54.6		-12.3
2011 年第一季度	15302	46.8		-7.8
2011 年第二季度	16114	43.1		5.3
2011 年第三季度	16732	40.8	-11.6	3.8
2011 年第四季度	16710	34.7	0.6	-0.1
2012 年第一季度	17934	33.8	17.2	7.3
2012 年第二季度	17692	32.0	9.8	-1.3
2012 年第三季度	18410	29.1	10.0	4.1
2012 年第四季度	20304	27.2	21.5	10.3
2013 年第一季度	21127	24.2	17.8	4.1
2013 年第二季度	20847	22.1	17.8	-1.3
2013 年第三季度	21675	21.4	17.7	4.0
2013 年第四季度	21852	20.0	7.6	0.8
2014 年第一季度	24704	21.1	16.9	13.0
2014 年第二季度	26716	21.4	28.2	8.1

资料来源：中国信托业协会。

事实上，自中国银监会 2010 年 8 月下发《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（银监发〔2010〕72 号）和 2011 年 1 月下发《中国银监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知》（银监发〔2011〕7 号）以来，银信合作业务开始由盛转衰，业务总量由 2010 年第三季度的 1.89 万亿元上升到 2014 年的 2.67 万亿元，仅增 0.78 万亿元，而同期信托资产总量则从 2.96 万亿元增加到 12.48 万亿元，增长 4.2 倍。显然，银信合作业务在当前信托业发展过程中的地位和作用已日渐式微。

不过据统计，截至 2014 年 6 月 30 日，银行的理财资金余额达 12.65 万亿元，其中约有 8.48 万亿元通过信托和债券投向了实体经济，占全部理财资金余额的 67.04%。因此，公布的银信合作业务规模有可能低估了实际的规模。目前，银行正处于深化改革的关键期，银信合作的潜在机会不容错过，虽然目前如信贷资产证券化等业务的利润空间有限，但长期来看，银信合作可以使信托分享到银行业改革的成果，成为金融混业中重要的一员，如果这部分业务被券商、基金或保险所替代，信托在未来可能会被逐渐边缘化。因此，如何提高信托在银信合作中的地位而不是放弃这



资料来源：中国信托业协会。

图1 2010—2014年银信合作业务存量变化走势

部分业务才是信托业未来需要重点思考的方向。

2. 发达国家金融业混业经营现状

目前，发达国家金融业从制度上结束了分业经营的历史，混业经营已是大势所趋。除德国、瑞士等少数国家一直采用混业经营外，世界许多国家金融业的发展大都经历了混业—分业—混业交替发展的道路，即初期阶段的混业经营—发展阶段的分业经营—发达阶段的混业经营。

英国在20世纪80年代中期到1992年间完成了从分业经营向混业经营的过渡；日本在1998年彻底放弃分业经营；1999年11月，美国《金融服务现代化法》的颁布，标志着分业经营的创始者美国也开始全面进入混业经营时代。

混业经营主要有两种模式：一种是综合银行制，即银行设置内部业务部门全面经营商业银行、投资银行、证券经纪、保险、信托等业务，德国、瑞士、荷兰、卢森堡等国的金融机构采取这种模式；另一种是全能银行制，即在总行基础上设立不同的控股机构分别经营不同的业务，英国、日本、美国在经历了分业经营制度后转向混业经营，采取了这种模式。可以看出，前一种方式是较为全面的混业经营；而后一种方式从外部看是混业，从内部看则是分业。

3. 混业经营模式将成为我国金融业发展的趋势

在向市场经济过渡初期，银行业、信托业与证券业的混业经营曾经引发了金融危



机和经济混乱。正是在这种情况下，我国借鉴国外的一些经验，做出了分业经营、分业管理的规定。这是在市场经济不健全、信贷需求膨胀、经济秩序混乱的特定历史条件下做出的理性选择。但是，现在外部条件发生了重大的变化，几乎所有的发达国家都放弃了分业经营模式，中国加入了世界贸易组织，金融市场开放程度不断加深，这些变化将有力地推动我国金融业逐渐放弃分业经营，走上混业经营或综合经营的道路。具体而言，我国金融业格局向混业经营转变具有必要性。

(1) 混业经营是金融创新的需要。随着金融产品、金融业务创新的不断涌现，银行、证券、保险、信托各行业之间的交叉和融合趋势越来越明显。金融机构推出的“银证通”、“投资连结保险”、“银信连结理财产品”，以及允许商业银行设立基金管理公司、金融租赁公司、信托公司、保险公司和进行资产证券化试点等，均带有浓厚的混业经营色彩。

(2) 混业经营是市场竞争的需要。分业经营容易形成一家或几家金融机构在某一业务领域的垄断，这有悖于市场经济的自由竞争原则，也会损害金融运行效率，不利于增进金融消费者的社会福利。有效的专业分工是通过市场竞争自然形成的，而不是凭借行政权利人为划定的。在银行、信托、基金、证券、保险等金融各行业之间的依存关系愈来愈强，对金融机构的规模经营提出相当高要求的情况下，如果片面强调专业分工，必然造成较多的市场壁垒，抑制金融竞争，从而导致金融效率损失。从现实情况来看，金融机构对混业经营有强烈的内在需求。

面对经济全球化和全面对外开放的冲击，面对金融机构自身发展的要求，我国金融业将逐步放弃分业经营，走向混业经营，这是业已出现的发展趋势。它是由国际经济环境、世界金融业发展规律以及国内经济金融发展的要求等诸多因素共同决定的。

4. 信托公司与银行融合的必要性的必要性

(1) 在混业经营趋势下，信托公司与银行需要融合。传统经营模式的信托业已经远远不能适应发展的需要，必须从满足不同的市场需求出发，全方位地开拓信托市场，创新信托业务、产品，打破传统的金融业务分工与界限，将功能范围渗透到经济生活的各个领域，向为客户提供全方位金融服务的全能化方向发展。信托业的实力规模一直和其作为金融业重要支柱之一的地位不相匹配。目前，银行通过股份制改造和上市极大地提升了资产状况和资本充足率，增强了竞争力；证券公司也在经历了多年整顿之后，为下一步发展打下了良好的基础；保险公司经过了几年的快速发展，也有了长足的进步；基金公司通过产品创新和强大的研究能力，在资本市场上发挥着举足



轻重的作用；但信托公司由于业务模式不清晰、不稳定，核心竞争力薄弱，在经历了粗放式发展之后，面对着制度红利的逐渐消失，正面临着严峻的形势。从国际经验来看，与银行有着良好互补性的信托公司，大多与银行有着紧密的联系。因此，通过适当的途径与银行实现战略合作，紧密融合，对于我国的信托公司而言，将是当前混业趋势下的现实选择和重要方向。

(2) 从发展来看，信托公司需要与银行融合。虽然中国信托业的资产规模在2013年第三季度已经迈过10万亿元的门槛，但是可以预见的是，信托业的高速增长是不可持续的，信托公司必须找到符合自身特点的发展之路，从而可以战胜其目前面临的内部和外部的挑战。

从信托公司发展的外部环境来看，相关法规制度不完善，监管体系不完善：“一法两规”的相继颁布，为我国信托业的发展建立起基本的法律框架，促进了信托业合法规范化的发展，但与此同时与信托业配套的法律制度还远未健全。虽然信托与银行、保险、证券同为金融业的重要支柱，但其他三大金融领域有独立的监管体系，而信托业的监管机构则由中国银监会的非银行金融机构部门负责，面对具有独特产业特征和庞大产业规模的信托业，当前的监管部门往往在精力上和能力上力不从心。经历六次整顿的我国信托业正逐渐回归到“受人之托，代人理财”的主业上来，但在理财市场上却要同时面对来自银行、证券、基金、保险机构的激烈竞争。商业银行的个人理财业务、证券公司的客户资产管理业务、保险公司的投资型保险业务以及基金业务等，都对信托公司的业务开展造成了巨大的压力。

从信托公司发展的内部环境来看，信托公司市场定位模糊，缺乏核心业务模式，信托业最基本的职能是财产管理。信托业一直在试图找到准确的市场定位，实现“受人之托，代人理财”的初衷，强化财产管理的职能。但是，信托公司虽然是唯一可以跨越货币市场、资本市场和实业市场的金融机构，号称“金融百货超市”，却没有自己擅长的有较大竞争优势的业务领域，开办的业务内容、产品种类缺乏鲜明的信托特色，信托业一直以配角的地位存在于中国的金融体系当中。中国信托公司目前还有一大问题就是人才匮乏，中国信托业历经整顿，导致了大量优秀人才的流失。信托公司作为专业性的金融投融资理财中介机构，从业人员中受过专业教育的较少，且经验积累的基础薄弱，真正精通业务的人员较少。与其他金融机构相比，差距仍然很大，信托从业人员非常缺乏各个专业市场和领域的投资管理能力和对资本市场各细分市场的专业管理能力等。信托人才的匮乏已成为制约中国信托业发展的重要因素。



面对严峻的发展形势，中国信托业的整体实力仍然偏弱，如果仅仅依靠自身的建设发展，不寻求外部强有力的战略合作者，势必很难在激烈的竞争中得到发展。通过与银行的融合，一方面可以巩固提升自身的地位，另一方面也可以通过在信贷资产证券化、企业年金受托管理和理财产品开发合作中寻求自己的核心业务模式，找到信托业务发展的突破口。此外，从国外发展经验来看，与银行有着良好互补性的信托公司大都与银行有着紧密的联系。考虑到中国银行业的实力以及在金融体系中所处的地位，信托公司应将银行作为自己首选的战略发展伙伴。

5. 信托公司与银行融合的可能性

(1) 市场定位具有交叉性。信托公司与银行在市场定位上具有交叉性。目前中国信托业正在回归“受人之托，代人理财”的财产管理主业。2007年3月，信托新办法的实施，表明信托公司回归主业的步伐在加快。商业银行间的竞争日益激烈，传统信贷业务的发展面临严峻的挑战，大力发展中间业务成为其必然选择，而个人理财业务正是这其中极具发展潜力的一种业务。各银行投入了大量的人力、财力进行理财产品开发，而银行的理财资金可以和信托进行对接，利用信托公司跨市场的投资管理能力来获取更大的利润。此外，信托公司的房地产信托等重点业务领域也与商业银行的主要业务如房地产开发贷款、住房按揭贷款等重点服务领域有着很强的重合性，信托公司与商业银行的一些主要业务市场定位非常接近，为双方开展合作、共享资源、降低成本奠定了一个坚实的基础。

(2) 业务内容具有关联性。按照中国银监会2007年《信托公司管理办法》的规定，信托公司的经营范围主要包括：受托经营资金信托业务；受托经营动产、不动产及其他财产的信托业务；经营有价证券业务；受托经营法律、法规允许从事的投资基金业务，作为投资基金或基金管理公司的发起人从事投资基金业务以及其他中介业务和自有资金投融资业务等。

信托公司上述广泛而特有的业务手段和经营范围为与商业银行开展深层次的合作提供了良好的平台，商业银行不仅可以灵活运用信托的融资功能直接为银行开展的各种基本建设贷款、技术改造贷款、设备储备贷款的传统业务提供多元化的融资渠道，而且还可以组合运用信托的其他功能，创新开展联合贷款、直接银团、间接银团、委托管理资产等的密切结合，不断进行金融创新，从而为银行建立长期稳定的资金来源，筹集和引导社会资金用于经济建设，以融资推动信用建设，催化新型的投融资体制。



(3) 业务手段具有互补性。信托公司作为我国目前唯一能够横跨三大市场进行直接投资和融资的金融机构具有独特的制度优势，其业务手段具有多样性和灵活性。但由于历史上的原因以及一些政策的约束，信托公司规模相对较小，实力较弱。而银行的金融功能和相关资源十分强大，但在分业经营的体制下业务模式和领域上存在着很大的政策制约，在开放格局下与境外金融机构竞争处于劣势。信托的制度性优势可以帮助银行有效规避目前分业经营的诸多政策限制，拓展银行理财的投资范围，增强竞争实力。正是上述信托公司和银行各自的优势和局限性，政策约束的差异性，使信托公司与银行的业务手段具有极强的互补性，通过优势互补，可以达到战略双赢的目的。

6. 信托公司与银行融合的优势

(1) 共享销售渠道。按规定信托产品不得公开进行营销宣传，信托公司不得开设分支机构，因此，信托公司营销体系和网络的匮乏，始终困扰着信托产品的发行。相比而言，我国的商业银行拥有众多的营业网点，尤其是国有商业银行，营业网点遍布全国各地，信托公司与银行共享销售渠道，是信托公司与银行进行融合得到的一个很大的利益。通过银信融合，促进了信托公司与银行的合作，信托公司可以运用银行的营业网点，银行也可以运用信托公司的高端客户资源。这样不仅降低了运行费用，而且提高了银行营业网点的利用效率，节约了经营成本。通过共享销售渠道和客户资源，可以大大缩短进入新市场的时间，增强彼此的综合经营能力。通过向客户提供银行和信托公司的金融服务，银行、信托公司和客户都可以获益，客户节约了交易成本和寻找成本，银行和信托公司实现规模经济和范围经济，从而达到共赢的效果。

(2) 共享品牌和商誉。金融业属于高风险的行业，金融机构的商誉和品牌形象对客户而言，显得尤为重要。良好的商誉可以增加客户对公司的信任感，以及购买服务产品的安全感，更容易吸引大量的客户。相反，对于商誉差的公司，即使自己的产品或服务给客户更多的利益，但这种不安全感和不信任感，仍然无法保持大量的客户，它们的客户开发成本要远远高于那些商誉好的公司。在同等经营水平下，资本实力强的公司一般具有较高的商誉，这一点在金融业表现得更为突出。信托公司由于资本金少，其经营规模、网点设置、技术设备、风险承受能力等均不及银行，公信力一般也低于银行。因此，要在激烈的市场竞争中获得更大的发展空间，信托公司有必要与银行融合，通过融合提高自身的商誉和树立良好的品牌。

(3) 共享信息系统。信息技术已经渗透到经济活动的各个方面。在金融业，信



息技术的作用越来越重要。信托公司与银行的融合可以实现信息系统的共享。银行和信托公司的客户信息、业务信息不尽相同，彼此都可以挖掘潜在客户，降低开发新客户的成本，而且也能发现新的市场需求，开拓新的业务，减少市场研究费用。此外，信息系统的共享使对同一客户提供多种服务更为便利，能有效地降低客户维护的成本，提高客户的忠诚度。

7. 信托公司与银行融合的路径选择

(1) 发达国家信托公司与银行融合的借鉴。

① 美国的银行兼营信托制。美国的信托业是在独立战争之后由英国传入的，经历了民事信托、商事信托，逐步发展为现在的金融信托。美国的信托业与银行业相互兼营，且以银行兼营信托占主导地位。美国信托业经营机构包括专门信托机构和兼营信托机构两种，专门信托机构数量较少，兼营信托机构数量较多。商业银行在以经营银行业务为主业的同时，可以开办信托业务，目前大部分商业银行都设立了自己的信托部门来从事信托业务，美国的信托业务基本上由大的商业银行设立的信托部垄断，这是美国实力雄厚，声誉可靠的大银行与信托机构竞争的结果。在美国的金融体系中，信托机构与商业银行享有同等地位。在美国，信托业务部门和银行业务部门在商业银行内部严格按照部门职责进行分工，实行分别管理、分别核算、信托投资收益实绩分红原则。同时，禁止银行业务人员担任受托人或共同受托人，以防止信托当事人违法行为的发生。这种经营模式上的兼业与业务独立分离管理的方法体现了美国信托制度的独立性，反映了银行业务和信托业务的区别和联系。

② 日本的信托银行制。日本作为大陆法系国家成功运用信托制度的代表，在信托发展史上具有重要的地位，日本对信托制度的成功运用，以及所制定的一系列成文的法律法规，为推进信托业在世界范围内的发展提供了成功的经验。日本的《信托法》是明治维新时期从美国引进的。日本的信托业务是由“担保公司债”发展起来的，第二次世界大战后实行信托与银行的兼营，在 1953 年实现信托和银行的分离，此后日本的信托业务逐渐集中于七家大的信托银行。目前，日本信托业的主力是信托银行，其业务主要分为信托业务、兼营业务和银行业务三大类。其中信托业务是信托银行的主业，约占其业务量的 60%，银行业务约占 30%，兼营业务约占 10%。日本严格实行信托、银行的分业经营。除 7 家信托银行和 3 家商业银行外，其他银行都不得经营信托业务，而兼营银行业务的信托银行也仅限于在信托有关的范围内进行。在具体的业务经营中，日本的信托业还根据政府的“长、短期金融相分离”的原则，利



用日本的信托财产大都是长期稳定财产的优势，确立起了自己在长期金融领域中的重要地位，与长期信用银行成为日本长期金融业务领域中的金融机构。

(2) 发达国家信托公司与银行融合模式的启示。

① 完善的法律制度是信托业规范发展的基础。从各国的发展经验来看，信托业每一步的发展都离不开相关配套的法律法规作为基础，每个国家在信托方面都制定了一系列的法律法规。在这方面日本堪称典范，除了制订信托行业的基本法律外，伴随着每一项信托业务的创立都有相关的法规出台。而我国虽然有“一法两规”，但还有一些与信托业务紧密联系的一系列相关配套法规制度没有建立起来，使开展具体业务无法可依。

② 银信混业经营势在必行。美国的信托业务基本都集中在大商业银行设立的信托部，同时在银行内部对信托业务和银行业务加以严格区分，这既反映了信托业务与银行业务的区别，又反映了依靠商业银行的信誉与实力推动了信托业的发展；日本的信托业实行信托银行制度，通过允许银行经营与信托相关的业务，明确了市场定位，取得了快速的进展。上述各国的发展经验显示出银行业与信托业的密切关系，银行业对信托业的发展有着积极的作用，这为中国信托业开展与银行业的合作带来了重要的启示。

③ 建立与本国国情相符的信托模式。当前世界各国信托业的发展都各具特色，比如美国高速发展的经济积累了巨额的信托财产，同时发达的资本市场和较完善的法制为美国的证券信托提供了发展空间；日本居民拥有的证券及其他资产较少，财产主要以货币形态存在，金钱信托得以发展，并很好地适应了日本国民经济发展的需要。可见，一国的具体国情对信托业的发展起决定性的影响。对于中国的银行业来说，虽然工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行五大国有银行占据了市场的主导地位，但是，像民生银行、招商银行、光大银行等股份制银行以及南京银行、宁波银行等地方城市商业银行也发展迅速。信托公司应该根据自身的业务类型和实力规模来选择合适的股份制银行或者地方城市商业银行进行融合，拓展自身的发展之路。

(二) 信托组织的创新：成为金融控股公司

1. 金融控股公司概念及架构

金融控股公司形式是指母公司只掌握子公司股份，而不从事具体的金融业务，通过控股权协调各类业务活动并取得收益，不同子公司从事不同的金融业务。控股母公司通过设立、兼并、收购、转让子公司的股权，对新的业务领域进行投资，协调内部



资源共享，实现经济资源的最优配置。母公司虽不开展具体的经营活动，但是其子公司涉及多个领域的金融业务，通过控股公司方式进行相互间的业务渗透，在集团层面形成综合经营，各子公司都是独立的法人实体，这实际是一种分业经营的模式。

通过独立的控股公司，金融控股公司拥有银行、保险、证券、基金等子公司，各子公司既有自己的资本金，又能通过控股公司实现集团业务的一体化安排。为了防范可能存在的金融风险，需要各子公司建立有效的内部防火墙。在这种模式下，控股公司对各子公司的资本投资责任是有限的；各金融机构间相互平等，相对独立操作，同时在投资决策、风险管理等方面受制于控股公司。

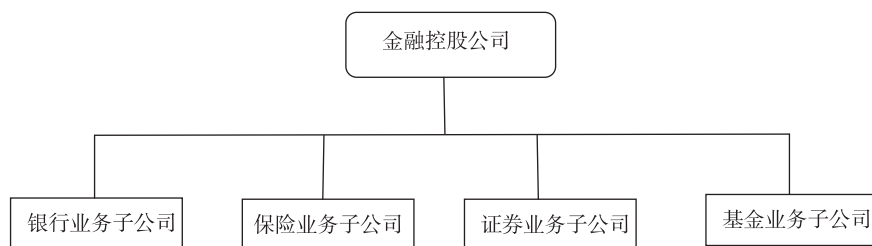


图2 金融控股公司架构

分业经营作为一项体制来规范我国金融业的发展，已经产生了不容回避的负面效应。在分业经营体制下各金融机构单兵作战，我国的商业银行、证券公司、保险公司、信托公司等金融机构不仅无法在国际金融市场上与综合化全能经营的职能制银行和全能制银行进行竞争，甚至难以在国内市场上应付外资银行的冲击。尽管目前我国金融业全面推行混业经营体制还不具备充足的制度基础和技术条件，但从发展的观点来看，混业经营体制必将成为我国金融制度变迁的目标选择。根据国外金融业改革发展的实践经验并结合我国的现实情况，金融控股公司应当是我国信托公司从分业经营体制到混业经营体制转变的可选择的组织模式。

2. 国内外金融控股集团发展现状

(1) 国外金融控股集团发展现状。20世纪90年代中期以来，美国、日本、英国等国家的大多数大型金融机构都已转型为金融控股集团。花旗集团是美国第一家在1999年《金融服务现代化法》颁布之前成立的金融控股集团，其发展历程实际上就是20世纪60年代以来美国银行控股公司发展的缩影。1998年4月6日，花旗银行与旅行者集团以对等的形式合并为“花旗集团”。合并后花旗集团的总资产达到了7000多亿美元，净收入为500亿美元，在100多个国家和地区拥有1亿以上的客户，6000多万张信用卡消费客户，从而成为全球第一家集银行、证券、保险、信托、基金、租



赁等全方位金融业务于一体的超级金融控股集团。客户可以通过营业网点、网上银行、电话银行等各种服务渠道获得花旗集团提供的“一站式”金融服务。花旗集团这种全方位、多角度的金融服务方式和服务理念引发了金融业的空前变革。1999 年《金融服务现代化法》出台之后，花旗集团这种金融经营组织创新进一步得到了法律的认可与保护，并进而促进了全球金融业经营模式的转型。

表 6 国外主要金融控股集团概况

名称	一级资本 (百万美元)	资产规模 (百万美元)	利润 (百万美元)	平均资本收 益率 (%)	成本/ 收入比	资产收益 率 (%)	资本充足 率 (%)	不良贷款 率 (%)
花旗集团	66871	1264032	26333	41.8	52.50	2.08	12.00	2.69
美洲银行	44050	736445	15886	36.5	53.13	2.16	11.87	1.13
摩根大通	43167	770912	10037	24.9	68.03	1.30	11.79	1.50
富国银行	25074	387798	9588	41.2	60.16	2.47	12.20	1.31
第一银行	24499	326563	4390	18.1	60.31	1.34	13.70	1.71
汇丰集团	54863	1034216	12816	27.3	47.93	1.24	12.00	2.77
巴克莱银行	26761	791292	6862	26.3	58.44	0.87	12.80	1.82
德意志银行	27302	1014845	3481	12.4	81.81	0.34	13.90	4.47

(2) 国内金融控股公司的发展现状。2002 年 12 月 5 日成立的中信控股有限公司，是由中国中信集团公司出资设立的国有独资有限责任公司，它不仅是中信集团公司经营体制改革创新的重要举措，也是我国第一家金融控股公司。经国务院批准，中国中信集团公司于 2011 年 12 月整体改制为国有独资公司，并更名为中国中信集团有限公司（简称中信集团），整体改制完成后公司注册资本 1837 亿元。中信集团经过 30 多年的发展，已经成为一家金融与实业齐发展的大型跨国的综合类企业集团，集团业务覆盖金融、房地产及基础设施建设、工程承包、资源与能源开发、制造、信息产业等行业和领域，具有强大的综合优势和良好的发展前景。

中信控股接受中信集团的委托与投资，负责管理集团旗下银行、证券、信托、保险、期货、租赁、基金、信用卡以及资产管理等全部金融业务。中信控股对集团旗下所有金融类子公司行使股东权利，控股的子公司包括中信银行香港特别行政区的中信国际金融控股、中信证券、中信信托、中信资产管理、信诚人寿等金融机构。作为中信控股公司的母公司，中信集团不仅从事股权投资，同时还经营实业，母公司对集团内部所有子公司的经营业务进行整合，获取了良好的规模效益和范围效益。截至 2013 年末，中信集团总资产达 4.29 万亿元，净资产 2719 亿元，全年实现营业收入 3751 亿元，净利润 378 亿元。从 2009 年起连续被选入美国《财富》杂志“世界 500



强”企业排行榜，2013 年排名第 172 位。

从总体来看，我国目前有多种力量在争夺金融控股集团这块大“奶酪”。中信集团等中央级金融机构、四大国有商业银行、海尔等产业集团及一些实力雄厚的民营资本等。除了这些力量之外，以信托公司或以信托公司为核心的金融控股公司将成为资本市场新兴的机构群。

表 7 我国金融控股集团类型及其代表机构

机构类型	代表机构
由金融机构形成的，同时或正在形成控制银行、证券、保险、信托等机构的金融集团	中信集团、光大集团、平安集团、人保集团、人寿集团、中再集团等
四大国有商业银行以及资产管理公司的金融控股集团	工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、四大资产管理公司等
产业资本控股银行、证券、保险等多种金融机构，形成金融控股集团架构的企业集团	泛海控股、中植集团、国家电网、海尔集团、东方集团、宝钢集团、招商局集团、新希望集团等

3. 信托公司转变为金融控股公司的优越性

金融混业经营是金融产业融合的基础，金融控股公司是我国金融产业融合的具体表现形式，金融机构并购的外在动因正是基于管制放松下对潜在市场的拓展。在党的十八届三中全会之后，管理层将逐步推动金融改革战略布局，金融管制相对放松，为跨行业资产配置创造了政策环境，这就为信托公司成为拥有商业银行、信托、证券、基金、保险、租赁在内的全牌照的金融机构创造了有利时机。

信托公司通过股权置换、并购重组、开设子公司等方式逐步发展成金融控股公司，可以获得以下经营优势：

（1）集权式管理，集约化经营。金融控股公司的最大特点是集权式管理，最重要的机能是资本的高度集约化经营。金融控股公司对资本的经营管理极其便利，只要把设立、兼并或收购的公司置于控股公司的管理架构下即可，无须解决像其他一般企业在实施兼并或收购过程中所遇到的母公司与新公司在技术、财务、法律及人事方面的诸多问题。即使在出售其所控股的子公司时也只要转让控股股权就行，这种便捷的资本经营方式极有利于金融控股公司对子公司的资产实行集约化经营。

（2）放大的资本扩张效应。母公司通过投资控股对子公司拥有支配权，子公司又可以通过部分投资控股“孙公司”，例如英大信托控股了英大基金，英大基金可以设立并控股其基金子公司，依此类推，可以形成资本扩张效应，即多重资本杠杆效应。



(3) 金融产品的品牌效应。金融控股公司内部实行控股公司系统管理，执行的是法人分离原则。在这种原则指导下，公司旗下各个子公司是相对独立的专业公司，它们具有专业金融公司的品牌优势、质量保证和人才优势。从公司整体来讲，既有专业金融公司的产品质量优势，又有控股公司的规模经济及一站式全面金融服务的优势。

(4) 合理避税效益。金融控股公司实行的是中央集权式的经营管理组织，对外实行合并报表，统一纳税；对内可以通过合理调度公司内部资金和财务资源，实现内部的利润最大化。公司下属的子公司在各自行业中所拥有的地位不同，再加上银行、信托公司、证券公司、基金公司、保险公司的经营模式及监管制度有所不同，造成其经营能力不同，并且边际收益和边际成本也不一样。公司可以通过平抑各个子公司的利润规模，在一个最优化的利润规模下进行纳税，以达到合理避税的经济效益。

(5) 范围经济优势。金融控股公司可以通过增加金融服务产品的种类达到降低成本，获得范围经济效应的目的。例如，信托公司如果控股了商业银行，那么可以借助商业银行众多的支行网点及客户资源，在商业银行开展自身业务的同时，销售信托、证券、保险、基金等不同金融商品和金融服务，这样可以比分业设立网点节省许多人力、物力和财力。

(6) 业务多元化优势。党的十八届三中全会提出了要建立普惠金融，让金融更好地服务于广大的群众。而金融控股公司最根本的好处还在于其适应市场需求，能更好地服务客户。金融控股公司能够为广大客户提供十分便捷的一站式金融服务和适应网络时代要求的网络金融服务。一站式金融服务又称“金融超市”，就是将各种金融商品和服务整合在同一个平台上。消费者进入一家“金融超市”就可以同时进行储蓄、信贷、信用卡、信托、保险、基金、股票等多种金融交易，还可以享受免于交纳各种费用的优惠。无论是从组织架构来看，还是从所经营金融商品和金融服务的多元化角度来看，金融控股公司都非常适宜网络金融服务的发展。网络金融服务可以使金融控股公司的经营业务不受营业时间和地点的限制，使业务切换迅速便捷。

(7) 风险分散优势。金融控股公司在提供多元化金融服务的同时，也实现了收益的多元化和风险的分散化。当某一个地区的子公司因当地经济不景气而出现经营亏损时，金融控股公司就可以通过另一个景气地区的子公司的盈利来弥补亏损。同理，金融控股公司在同时经营银行、信托、基金、证券、保险等业务时，当某一金融行业不景气而导致该行业的子公司出现亏损时，就可以通过另一个景气行业的子公司的盈



利来弥补亏损。

4. 中国信托公司资本融合现状

自 2007 年信托业“新两规”由中国银监会颁布实施后，信托公司迎来了高速的发展时期。但是，随着金融改革的逐步深化，信托公司面临着严峻的挑战，在挑战中寻找机遇是信托公司目前的主要任务。因为自有资金受限，因此越来越多的信托公司开始尝试打造自己的金融控股公司。对于信托公司来说，混业经营有利于其在不同的服务模式、盈利模式、金融产品之间进行组合配置，有利于提高金融配置和服务效率，实现销售渠道的多元化，提升其在信托业中的竞争力。截至 2012 年末，信托公司金融股权投资情况见表 8。

表 8 信托公司金融机构持股比例情况 单位：家

金融行业	10% 及以下	10% ~ 20% (含 10%)	20% ~ 40% (含 20%)	40% 以上 (含 40%)
商业银行	34	3	3	0
证券公司	16	5	4	4
基金公司	0	4	4	15
期货公司	0	1	2	4
保险公司	7	3	0	1

从表 8 可以看出，信托公司参股商业银行的数量最多，但是信托公司持有商业银行股份的整体比例偏低，大多数为 10% 以下，超过 10% 比例的均为农村商业银行或地方性商业银行，如国元信托参股安徽桐城农村合作银行 14.93%、参股淮南通商农村合作银行 20%、参股池州九华农村商业银行 20%，华信信托参股丹东银行 19.79%，吉林信托参股九台农村商业银行 17.09%，重庆信托参股重庆三峡银行 34.79%，重庆信托及其控股子公司斥资 15 亿元收购合肥科技农村商业银行 34.99% 的股份，成为其第一大股东。据统计，信托公司参股证券公司、基金公司、期货公司的比例均高于银行。参股证券公司的比例超过 40% 的有 4 家信托公司，而信托公司参股基金公司、期货公司大多都在 40% 以上。

(三) 业务创新：成为财富管理的事务性信托公司

1. 信托公司业务开展现状

因为委托人设立信托的目的是自由的，只要不违反相关政策法规和社会公德，信托公司作为受托人可以根据委托人的目的来设计信托计划。委托人希望设立信托计划，并不仅仅是出于理财的需求来确保财产的保值增值，还有就是出于非理财的



需求来确保设立的信托财产按照自己的意愿实现转移和分配。

但是，从目前中国金融市场的业务链来看，在大资产管理时代，信托公司的主要竞争对手商业银行、证券公司、基金公司、保险公司与信托公司的竞争领域集中在“资金信托”的运用上，这在信托关系中处于下层地位。而对于真正有技术含量以及核心竞争力的上层信托关系，即“目的自由性”的信托，商业银行、证券公司、基金公司、保险公司的竞争力较差，不能从事与“他益”和“公益”信托相关的业务。对于这些非信托业的金融机构来说，其资产管理业务主要是为了实现委托人资金的保值增值，并不能实现信托财产的转移和分配。

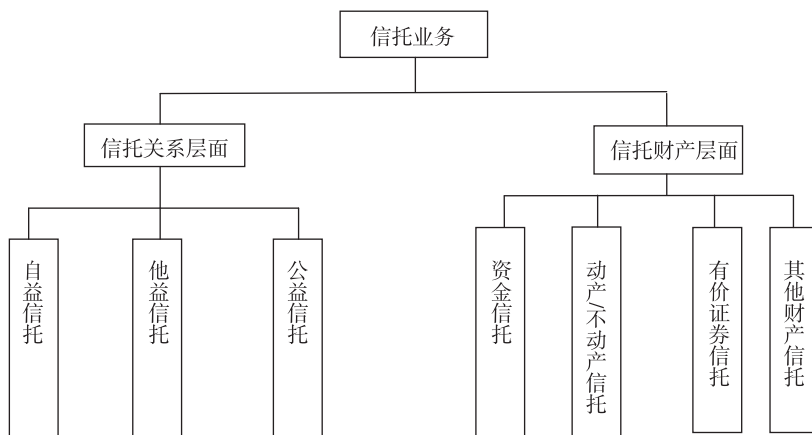


图3 信托业务开展分类

2. 信托公司业务转型模式分析

截至2014年第二季度，中国信托业资产管理规模已达到12.4万亿元。但是，根据中国信托业协会对中国信托公司主要业务数据的统计，截至2014年6月末，中国信托资产中投融资类的占比高达73.65%。由此可见，信托公司对于信托功能的运用还处于相对低端的资金信托层面。随着中国资本市场大资产管理时代的到来，信托公司要想在激烈的竞争中生存下来，必须要进行业务转型。

信托公司目前主要通过理财设计来使得公众的资产实现保值增值，但是信托公司基于其制度的优越性，可以综合多种功能实现家族财富的代际传承、集体财产的公正托管等一系列职能，并针对企业主对财富管理的需求，提供集企业融资、个人财富管理于一体的金融服务；信托公司可以通过信托管理机制解决市场失灵导致的慈善事业和公益事业投入不足的问题；在基金公司、证券公司、保险公司相对难以涉足的实业领域，信托公司可以开展实业投行业务，通过并购等手段改善目标公司的股权结构，



优化公司的治理，并且还能整合中介机构提供智力支持。

信托公司应该遵循信托本源，实现从主要从事信托贷款和债权融资的财富管理机构向现代财富管理机构的转型，其主要业务拓展创新方向包括财产传承信托、农村土地流转信托、产业基金等。

（1）财产传承信托。

① 家族公司股权信托。随着改革开放的深化，中国的企业也逐步健全现代企业治理结构，其所有权和经营权实现了分离，而信托公司所具有的信托机制如果引入企业治理结构，则能够将企业的收益权独立出来。这样就可以保证创始人家族成员获取收益的同时，实现家族对于公司股权和财产权的控制。

信托公司应根据客户的具体需求来制订信托计划，设置合适的公司股权的运作方式。一般来说，以公司的股权设立信托，统一行使股东权利。家族成员通过享有信托利益的方式分享家族财产收益，有效避免因股权分割或者股权出售产生的创始人家族对公司控制权的削弱。通过信托的方式来推举家族内年长者来主持信托利益分配，并且推举家族内最有能力的人担任公司的领导职务，还可以根据需求聘任管理人员。

② 家族公司财富信托。民营企业创业之后，由于继承人不愿到企业接班等原因，家族可能会选择追求财产的多元化配置，从而放弃公司股权的控股地位。此类信托计划其初始的信托财产是该家族上市公司的股票，其计划是在数年的时间里逐步完成对该信托资产的多元化配置，从而使得受益人获得与国民经济增长相符合的投资收益。为了规避相关税费，信托公司可以将有类似需求的几个家族整合进来，共同组织一个信托计划，这样就变成了一个相对多元分布的资产组合计划。

（2）农村土地流转信托。党的十八届三中全会明确指出建立城乡统一的建设用地市场，赋予农民更多财产权利，鼓励和引导工商资本到农村发展适合企业化经营的现代种养业，向农业输入现代生产要素和经营模式，保障农民集体经济组织成员权利，积极发展农民股份合作，赋予农民对集体资产股份占有、收益、有偿退出及抵押、担保、继承权，探索农民增加财产性收入渠道。建立农村产权流转交易市场，推动农村产权流转交易公开、公正、规范运行。农村土地流转信托在发展现代化农业及保障农民财产权利方面与会议精神十分契合，未来预期会有比较大的发展。

在中国新型城市化的进程中，农村集体资产大量增加，农村集体资产主要就是土地，而农民的收入增长关键在于农村集体资产的妥善经营。将农村集体资产经营引入信托管理这一现代金融模式，有利于通过信托资金的封闭运行实现风险隔离，并通过



信托投资获得稳健的收益。信托公司介入农村土地流转正好符合国家的发展方向。

农村土地流转信托是以实现农村土地流转为出发点和目的的信托。基本原理是将农村土地使用权（包括农用地的土地承包经营权、集体建设用地使用权以及宅基地使用权）作为信托财产，委托给信托公司进行经营管理，并计划实现土地受益权的标准化和凭证化，农民凭证定期领取收益。农村土地流转信托，实质上是一种用益物权的信托化。

① 农村土地流转信托模式的优势。

第一，实现了土地所有权、承包权和使用权的彻底分离，通过信托方式解决了土地所有者具有土地开发的积极性但无能力开发的问题，有利于合理配置土地资源，提高土地经营效率。

第二，突破了原有土地使用权流转仅限于村级内部的界限，可实现跨行政区域的土地流转，有利于发展区域经济，实现农业的规模化和产业化经营。

第三，专业化经营管理使得土地流转更具效率 and 安全性，促进农村土地的大规模流转，可高效配置利用土地，使国有土地的管理与处置手段多样化。

第四，通过信托契约的设立，明确信托当事人的权利和义务，一方面可保护农户的土地经营权及相应的经济利益，另一方面也可保护承租方的合法权益，使其放心投资经营。

②农村土地流转信托案例。中信信托于2013年10月10日正式成立了首单农村土地流转信托——中信·农村土地承包经营权集合信托计划1301期。根据信托计划成立公告，该信托计划的期限为12年，信托计划的A类委托人为安徽省宿州市埇桥区人民政府，第一期涉及流转的土地面积为5400亩，从远期来看流转面积将达到25000亩。流转后土地拟建设现代农业循环经济产业示范园，由安徽帝元现代农业投资有限公司（以下简称安徽帝元）作为服务商提供服务。园区规划为五大板块，涉及二十多个子项目，具体包括现代农业种植及水资源保护工程、现代化养殖、生物质能源和基质肥项目、设施农业和农业物联网、农业科研平台。

该产品在方案设计上，采用结构化、混合型的设计，主要分为三部分：一是财产权，农户将土地承包经营权委托给中信信托，中信信托集中管理，通过专业化的服务公司进行出租；二是通过发行资金信托计划，解决建设上述五大板块的资金问题；三是发行资金信托计划所募集的资金还有一部分用于地租支付和土地整理，解决五大板块建设资金的期限和流动性问题。目前首期主要是做土地承包财产权的信托，后续再



结合项目运转、资金需求情况来发行资金信托计划。

农户收入主要来自于三个方面，都相当于每年每亩 1000 斤小麦的基本地租收入、土地使用后增值收入的 70% 和农民转化为农场工人后的工资收入。

对于中信信托的收入，除了正常的信托管理费以外，还会有一部分租金价差的收入。

而作为服务商的安徽帝元在土地流转完成之后，将承担项目开发经营的角色，负责规划的实施以及招商、招租。通过中信信托支付给农户的地租收入以及增值收入都由安徽帝元支付，安徽帝元也同时承担着地租差额补足的义务。

案例分析：

第一，从信托运作模式来看，专业信托结构的介入使得它较政府主导的土地信托在标准化与规范化等方面前进了一大步；利用信托原理将农村土地使用权作为信托标的，实现了土地受益权的标准化和凭证化；通过信托契约的方式保障项目各方在信托期限内的权益，再加上信托“刚性兑付”的特征，有利于保障农民的收益安全。

第二，从信托期限来看，中信信托计划长达 12 年。一方面，这能确保信托计划经营方的农业产业布局与农业投资计划。如果流转期限过短，将影响经营者对土地投入的热情，可能导致破坏性的短视开发，不利于地力的保护。另一方面，信托期限与农村承包地剩余期间相对应，有利于信托财产的稳定。

第三，从收益分配来看，中信信托的模式不是一次性支付收益，而是细水长流，这在一定程度上锁定了农民的权益。农民权益不是一次获得，而是分 12 年，每年都有信托收益。

第四，从产品设计来看，采取结构化设计方式。大财产权信托下包含小资金信托，在接受农民土地委托的前提下根据项目需要，为项目服务商提供资金信托，很好地解决了项目服务商资金不足所带来的经营困境。

(3) 产业基金信托。在中国的非资本市场上，信托公司是所有金融机构中距离实业最近的，信托公司服务实体，促进产业升级，使得自身成为名副其实的实业投行，这是信托公司未来发展的一个重要方向。

信托公司可以设立信托计划，使信托资金进入一些银行信贷资金不适宜介入但实质上风险可控的领域，运用涵盖股权、债权和介于二者之间的“夹层”方式，以及各种收益权投资，通过设置灵活的交易结构、多元化的风控手段，为企业融资发挥重



要的作用。信托公司对产业方的扶持，既包括提供资金，也包括改善企业的股权结构，优化公司治理，并通过整合中介机构提供智力支持等。信托公司通过帮助行业“龙头”企业开展兼并收购，达到产能集中的目的，并且对企业的技术改造升级提供资金扶持，促进产业的优化升级。

(4) 保险金信托。陷入困境中的信托业正在谋求新的业务方向和资金来源，与保险公司合作则是途径之一。目前，信托与保险公司的合作呈现多样化，除了以往的险资投资集合信托外，“保险金信托”、“企业年金信托”等创新业务也在出现。

2014年5月4日，中信信托和信诚人寿联袂推出一系列面向国内高端人群市场的创新型产品，并嵌套一款高端定制终身寿险产保险金信托，兼具资产管理和事务管理功能。该信托的具体原理如下：首先购买的是一款高端终身寿险，该寿险以全残或死亡为给付条件，在保险条件触发之前，钱都在保险公司。一旦发生理赔事故，客户会有3种选择：①一次性领取保险金；②按约定分期领取保险金；③保险理赔金额进入信托公司，信托公司根据当初与客户签订的信托协议（投保人在签订保险合同的同时，将其在保险合同下的权益——主要是保险理赔金设立了信托），履行受托义务。根据客户的意愿，这笔信托资金的运用将成为私人定制，可用于子女的教育、购房、购车等多个方面。信托协议可以进行修改，前提是在保险事故发生之前。

据悉，外贸信托保险金信托服务即将开启，并将其作为家族信托业务中的一部分。平安信托也正在规划将客户的大额保单放至信托名下，与保险公司协商将客户大额保单的受益人改为家族信托，待大额保单赔付时，赔付金将赔付至家族信托名下。

(5) 企业年金养老金信托。我国企业年金制度自建立以来发展迅速，累积规模已近千亿元。2013年，人力资源和社会保障部联合“三会”下发的《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》及《关于企业年金养老金产品有关问题的通知》首次将信托产品纳入企业年金计划投资范围，为创新型“后端集合模式”养老金产品开闸。

2013年5月28日，长江养老与英大信托联手推出的“长江养老英大电力信托型养老金产品”获得人力资源和社会保障部确认函，成为国内市场上第一个企业年金投资创新产品。该产品作为国内首个基础设施项目资源联结型的创新型养老金产品，根据企业年金基金投资需求和风险特征量身定做，长期存续，主要投资于英大信托为企业年金投资发起设立的专项信托计划。此后，昆仑信托与海富通基金联合发行名为“海富通昆仑信托型养老金产品”，该产品由投资管理人按份额认购，最终投资于中石油管道合资项目。



2014年7月7日，百瑞信托与中国人寿养老保险共同打造的“百瑞安鑫1号单一资金信托”宣布成立，该信托是根据企业年金投资需求设计单一资金信托，首期募集资金3.47亿元人民币。该款信托产品的信托资金最终投资于百瑞信托控股股东中电投的光伏发电项目。

(6) 消费类信托。消费类信托，简单来讲就是“理财+消费”，是为消费而进行的投资理财。一种具备了金融属性与产业属性的消费产品。信托公司从消费者需求出发，通过发行消费信托产品，让投资者购买信托产品的同时获得消费权益，直接连接投资者和提供消费产品的产业方，从而将投资者的理财需求和消费需求整合起来，达到保护消费者消费、实现消费权益增值的目的。

2014年11月30日，备受关注的国内首单消费信托——嘉丽泽健康度假产品于近日在云南正式启售，这款已经推出的“中信·消费信托嘉丽泽健康度假产品系列信托项目”分为“H”和“G”两类，期限均为五年，H类产品交付资金8.8万元，其中7.5万元为保证金，五年后到期全额返还；另外1.3万元购买消费服务权益，相当于“会籍费”，一次性收取，每年2600元。具体而言，认购该产品后可获得的消费服务项目，即为云南嘉丽泽国际健康岛中温德姆五星级度假公寓14天居住权及一张健康消费卡。除此之外，认购消费信托还将获得一项投资权益，即在购买产品后的3年内拥有原价优先购房权。G类产品与H类采取同样模式，但客户交付资金18.8万元，保证金部分为15万元，获取更多的消费权益。按照市场价格等指标初步测算，若将消费权益进行资金化回报换算，每年付出2600元会籍费成本，可获取的消费权益价值约1.6万元（按折扣价计算），5年有效期内，每年消费权益价值的实际回报率超过15%。

2014年9月21日，由中信信托、百度金融、中影股份及德恒律师事务所联合举办的“百发有戏”电影大众消费互联网服务平台启动仪式在京举行。作为全国第一单互联网消费信托，百度消费权益信托为财产权信托。在“百发有戏”平台之中，消费者获得相关消费权益后，将消费权益注入百度消费权益信托项目，由中信信托对消费权益进行集中管理。中信信托作为独立第三方，将发挥信托财产的独立性和破产隔离方面的独特功能，为消费众筹项目增信，同时进行监督管理，确保资金专项运用。该产品的消费权益有效期间为180天，除消费权益有效期间内已实现的消费权益外，产品到期后，用户的现金补偿将全数进入中信信托消费信托账户，由后者进行信托理财。



五、小结

随着我国混业趋势的推进，一旦国家放宽对银行、证券公司、保险公司等信托市场参与机构的限制，那么这些机构将依靠其庞大的分支机构、营业网点、营销网络，以及其品牌优势及客户资源等对信托公司形成压倒性优势，这无疑将使信托公司失去生存的土壤，因此有必要对信托公司未来的发展模式进行思考。另外，从国际信托业演变历程来看，信托公司依托组织形态灵活多变且富有弹性的制度优势，使信托功能分布于整个金融空间，与其他金融机构呈现出相互融合的发展趋势，换言之，信托业已由分业格局逐步过渡到混业形态，信托公司的组织模式也随之发生深刻变化。在此背景下，各信托公司应当根据自身实际情况及制度环境，制定自身的发展战略，特别对于关系到全局的组织模式的路径选择，更应当体现出有针对性的内涵，找到适合自己的路径。信托公司的组织模式主要有三大演变路径：

(1) 信托公司与商业银行的融合，这是在现行的分业监管的金融体制下进行混业经营或综合经营的一种探索。不同金融业态之间的界限越来越模糊，信托公司的业务领域不断受到其他金融机构的侵蚀。在此情况下，信托公司若只是改善服务方式、提高服务水平，已无法真正从根本上解决所面临的产业退化的危险。信托公司必须自觉地进行“进化”的适应性反应，大力进行创新，在原有的职能被侵蚀的情况下，补充新的职能。信托公司可以将与商业银行之间建立策略联盟、开展股权合作、合作构建信托银行等不同层次的合作，作为其增强自身竞争力、实现跨越式发展的一条道路。

(2) 成为金融控股公司。金融市场逐步开放，国内的金融机构不断受到西方发达国家金融混业经营模式的竞争和挑战。面对压力，国内要求实行混业经营改革的呼声越来越高。但是，基于我国目前的政治、经济、科技水平等因素的制约，混业经营制度对分业经营制度的替代只能是一个渐进的制度变迁过程，事实上，在不断增强的市场需求推动下，各类金融机构均有混业经营业务的尝试。信托公司在金融控股公司的框架下更能充分体现制度优势、加强内部协作和整合内部资源，并联合保险、证券、银行等金融要素，为客户的需求提供量身定制的服务，切实成长为“综合金融服务提供商”。这也不违背金融业现行的分业经营、分业监管模式，并且随着金融混业的加剧，这条演进路径也具备极强的适应能力和快速反应能力。

(3) 成为财富管理的事务性信托公司。信托公司应该努力拓展本源业务，依托



信托的内涵和功能，从财产的管理和分配转移视角出发，开拓财富传承信托、产业基金、市场化的集体资产管理信托，实现从以产品为导向向以客户为导向的金融服务模式的转变，“全市场配置”型财富管理等本源化业务将成为未来的发展方向。

参考文献

- [1] 胡萍：《资管市场信托面临竞合新格局》，载《金融时报》，2012-12-10。
- [2] 曹元：《资管混业猜想：寡头时代来临？》，载《21世纪经济报道》，2012-11-16。
- [3] 郑智、万涛：《泛资产管理“五国”混战顶层设计马蹄声急》，载《21世纪经济报道》，2012-11-19。
- [4] 万涛、冀欣：《从“画地为牢”到“藩篱拆尽”：泛资产管理竞合新格局》，载《21世纪经济报道》，2013-01-02。
- [5] 李高阳：《大资管时代突围信托业尝试跨界变革》，载《第一财经日报》，2013-11-12。
- [6] 郑德岭：《“大资管时代”信托业机遇与挑战并存》，载《国际商报》，2013-11-13。
- [7] 朱永康：《大资管时代信托亟待革新》，载《中华工商时报》，2013-11-05。
- [8] 金立新：《信托转型三大业务四大体系九大能力》，载《金融时报》，2013-12-02。
- [9] 徐维强：《平安信托转型样本财富管理打出组合拳》，载《上海证券报》，2013-12-13。
- [10] 金莘莘：《大资管时代信托“转身”普惠金融成新热点》，载《上海证券报》，2013-12-27。
- [11] 陈俊岭：《“99号文”指明信托转型六方向业内称转型非一蹴而就》，载《上海证券报》，2014-04-16。
- [12] 秦炜、吴晓求：《信托转型要走“私人定制”路线》，载《证券日报》，2014-05-09。
- [13] 唐真龙：《回归财富管理本源拓展信托转型之路》，载《上海证券报》，2011-06-20。



- [14] 朱熹妍、赵娟：《信托公司竞争加速金融业资管变局初显》，载《经济观察报》，2012-06-18。
- [15] 宁新田：《我国信托业转型发展研究》，载《商场现代化》，2014（14）。
- [16] 浩森：《信托业的发展转型》，载《银行家》，2014（1）。
- [17] 夏小依：《信托业走上转型之路》，载《中国金融家》，2014（2）。
- [18] 周小明：《信托业基本业务模式的转型》，载《中国金融》，2013（21）。
- [19] 张楠、许学军：《我国信托业的发展现状与转型问题研究》，载《金融经济》，2013（18）。