

信托公司国际业务策略研究

课题单位：国投泰康信托有限公司

课题组成员：和晋予　林　寅

摘　要

信托公司国际业务在近几年开始成为行业关注的热点话题之一，结合现今的市场状况，布局国际业务正当其时，有助于信托公司拓展业务空间、顺应全球周期、满足客户需求及扩大品牌影响；而在当前的市场环境下，境内资金的跨境配置需求、人民币汇率变动以及境外投资策略的丰富，加上客户对于资产全球化配置以及全领域覆盖的需求增大，结合逐步放开的监管政策，对信托公司而言，在国际业务板块进行布局恰逢合适的时机。

对于信托公司在国际业务领域的方向选择，经过市场调研、同业洽谈以及与境内外机构的业务沟通，目前来看信托公司开展国际业务应该主要抓住四大业务条线：一是跨境通道业务，二是跨境资产配置业务，三是境外融资，四是境外家族信托。这四大业务条线能够相互补充、相互促进，同时与信托公司的境内业务也能够形成较好的互动与协同，能够为未来信托公司向国际化转型奠定坚实的基础。

根据不同信托公司资源禀赋和投入力度的不同，在国际业务的布局策略上可以按照“三步走”的节奏进行，在起步阶段依托境内主体开展国际业务，在发展阶段尝试设立境外分支机构，建立境外业务平台；而成熟阶段则是分别发挥境内分支与境外分支在资金、资产、客户上的相对优势，打通境内外资金与资产的双向配置渠道，结合市场环境与政策变化，达到整体协调、灵活布局、顺应潮流、优势互补的效果。

为了保证国际业务的顺利开展，信托公司需要采取重点措施，确保在国际业务发展的过程中能够不断聚集专业人才，持续加强系统建设，改进激励机制，同时积极推进机构合作，通过合理运用公司的资源，适应自身发展特点，打造专业化、市场化、特色化的国际业务板块。

关键词：国际业务　跨境通道　全球配置　境外融资　家族信托　布局策略

目　录

一、国际业务对信托公司的现实意义 …… 483
（一）拓展业务空间 …… 483
（二）顺应全球周期 …… 484
（三）彰显牌照价值 …… 484
（四）扩大品牌影响 …… 485
二、信托公司开展国际业务的有利条件 …… 485
（一）市场环境支持 …… 486
（二）客户需求旺盛 …… 486
（三）监管政策放开 …… 487
三、信托公司国际业务的四大条线 …… 487
（一）跨境通道业务 …… 488
（二）跨境资产配置业务 …… 489
（三）境外融资业务 …… 491
（四）境外家族信托业务 …… 494
四、信托公司国际业务的阶段布局 …… 496
（一）起步阶段：依托境内主体 …… 497
（二）发展阶段：设立境外分支 …… 497
（三）成熟阶段：境内外业务联动 …… 498
五、开展国际业务的重点措施 …… 500
（一）聚集专业人才 …… 500
（二）加强系统建设 …… 502
（三）改进激励机制 …… 503
（四）推进机构合作 …… 504
参考文献 …… 506

一、国际业务对信托公司的现实意义

信托公司国际业务在近几年开始成为行业关注的热点话题之一，结合现今的市场状况，布局国际业务正当其时。从国际业务对信托公司的现实意义来看，一是能够拓展信托公司的业务空间，二是有助于信托公司顺应全球周期，三是方便信托公司更好满足客户需求，四是可以显著提升信托公司的品牌影响力。

（一）拓展业务空间

开展国际业务既可以规避国内的拥挤市场，又能够通过分散投资减少风险，还可以增加信托公司的收入来源，拓展信托公司现有的业务空间。

1. 规避拥挤市场

目前国内金融市场建设尚未完全，与国际金融市场相比，功能相对单一，市场参与者不够多样化，产品体系不太丰富，风险缓释措施不足，导致不同机构可选择的投资方向比较有限，风险偏好也比较集中，市场竞争非常激烈，优质资产供不应求，整体是比较拥挤的状态。信托公司开展国际业务，进入国际大市场，首先可选择的交易对手数量大大增加，不同风险偏好的机构对于业务的需求也有较大差异，业务合作成功的概率大大上升；其次国际市场体系比较完善，信息相对公开透明，市场参与者不仅可以从公开市场直接达成买卖，更可以通过做市商、中介商的服务满足特别的需求，金融产品种类多样，适应不同的投资策略。

2. 分散投资风险

由于市场参与者的多样性，整体来看国际金融市场的变动趋势相对符合经济规律，各国的经济货币政策对于全球大市场的干预程度相对有限，能够有效规避单一国别金融市场的政策风险；通过在不同国家间进行跨境配置以及在不同大类资产间进行跨领域配置，能够有效分散投资风险；国际金融市场提供了丰富的汇率对冲工具，能够规避单一币种投资的汇率风险；国际评级机构对于金融机构与金融产品的判断受到市场广泛认可，结合评级结果与市场波动情况能够有效减少信用风险暴露；另外，在国际金融市场上还有丰富的风险缓释工具，包括保险、互换、挂钩票据等，可以通过组合配置大幅降低风险敞口。

3. 增加收入来源

根据国际金融业务惯例，金融服务的收费模式比较多样，既可以前端收取，也可以

后端收取，同一项业务中既可以包括固定费用，也可以设计浮动费用，资产管理收入既可以包含固定报酬，也可以包含超额业绩报酬等。在国际金融背景下，收费模式往往按照市场惯例，而提供专业服务的资产管理机构往往能够收取较高水平的费用。

对信托公司而言，开展国际业务的收入来源也相对多样化：一是为境内机构提供资金跨境投资渠道，收取通道费；二是为跨境并购的企业提供融资，收取利息；三是作为投资银行提供撮合业务，收取财务顾问费；四是作为资产管理人为客户管理投资组合，收取组合管理费；五是根据客户需求设计金融产品，收取服务费；六是参与到境外大类资产投资中，获得投资收益；七是投资境外股权，获取分红收入；八是作为账户管理人或者家族信托的受托人，收取账户管理费；九是根据合同约定，在达到一定的业务基准时，收取一定比例的超额管理费；十是作为金融产品销售平台，收取代理销售费等。

（二）顺应全球周期

1. 顺应经济周期

由于世界各国所处的历史发展阶段不同，在经济、金融、社会领域表现出来的特点也不同，而不同的经济发展阶段投资机会也存在较大的差异；信托公司开展国际业务，通过总结我国的历史发展经验和其他国家的历史发展经验，结合对世界各国经济发展阶段的判断，能够有效顺应全球经济周期，在不同的地域开展适应当地发展阶段的金融业务，并且随着世界经济格局的调整灵活调整业务方向。

2. 顺应产业周期

同一个产业在不同的国家往往存在发展周期的差异，信托公司通过开展国际业务能够有效把握产业的调整周期，根据产业不同发展时期对金融服务的需求，合理安排业务条线，参与全球产业升级的进程。

3. 顺应资产周期

信托公司开展国际业务，建立覆盖各大类资产的投研、投资、运营业务条线，灵活调整各类资产的配置比例，有助于在资产轮动过程中抓住各大类资产的投资机会，即使跨越不同的资产配置轮动周期，也能够实现财富的保值与增值。

（三）彰显牌照价值

1. 发挥制度优势

信托在境外是普遍使用的工具，境外市场对基于信托法律关系设计的产品与服务

的接受性更高，法律保护机制更为完善，运用信托工具能够为客户提供更为个性化的定制服务。我国信托公司以《信托法》中规定的信托法律关系为基础开展信托业务，对于信托法律关系的熟悉与运用程度远超其他金融机构，在开展受托境外理财业务时，能够很快调整适应境外信托法律关系，真正发挥出信托制度财产独立、诉讼豁免、破产隔离、运作灵活、隐私保护等优势，克服国际业务期限长、交易主体多、法律关系复杂等困难，通过设计定制产品来满足委托人受托境外理财的个性化需求。

2. 突破时空界限

基于信托工具的属性，理论上通过信托工具能够突破时间的界限，为客户提供终身、隔代、永续的金融服务。同时，信托公司通过配置集中账户管理服务，可以实现对客户不同地域资产的统筹安排，突破地理界限的限制。在互联网技术已经覆盖全球大部分国家的今天，全球操作、实时响应对于信托公司而言已经不是难题，信息技术的发展为信托公司开展国际业务提供了巨大的便利。

（四）扩大品牌影响

1. 增进品牌认知

开展国际业务，将公司品牌辐射到更广阔的区域与市场，能够有效提升公司的品牌认知度，随着国际知名度的提升，反过来也能够增加信托公司在国内的市场影响力。通过在国际业务运作过程中与境外各类机构的合作交流，信托公司能够通过多种渠道扩大合作圈层，迅速加深信托公司在同业机构中的印象。一旦国际业务与境外机构合作落地顺利，其他境外机构也会慕名主动前来洽谈合作，从而减少展业的难度。

2. 提高市场评价

在信托公司开展国际业务的过程中，信托公司通过与交易对手的业务交流和相互间的尽职调查，在增进彼此了解的同时，由于国际金融市场的信息传播速度较快，树立良好的机构形象将有助于获得更好的市场评价；若能够获得国际评级机构较好的评级，更有助于开展境外融资或发行债券时争取到更加优惠的利率。

二、信托公司开展国际业务的有利条件

从当前的市场环境、客户需求和监管政策现状与趋势来看，信托公司开展国际业务目前具备了多方面的有利条件，布局正当其时。

（一）市场环境支持

开展国际业务能够与当前的市场环境相适应。一是境内资金境外配置的需求增加。境内资金面宽松，流动性宽裕，配置需求上升；股市进入震荡期，债市收益率曲线下行；基准利率带动金融市场整体收益率下滑。

二是人民币汇率下行趋势尚未扭转。进出口贸易减少，汇率下行加剧进口量下滑；人民币对一揽子货币汇率指数进入下行通道；大量资本外流，对外汇储备造成冲击。

三是境外资产配置选择丰富。境外金融市场机制发达，信息透明，投资者成熟；境外金融产品多样，定制灵活，满足各类需求；通过不同投资策略，可以稳健调节风险与收益。

四是其他国家纷纷实行 QE 与负利率政策，境外融资成本目前处于较低水平，与境内的资产收益率存在较大利差，引入境外资金投资境内资产前景较好。因此，目前的市场环境对信托公司开展国际业务有较大的助推作用。

（二）客户需求旺盛

随着中国居民财富的日益积累以及境外市场的逐步开放，高净值客户境外理财与全球资产配置的需求日益强烈，境内机构参与境外投资的需求也在持续增长。2015 年民生银行与胡润百富联合发布的《2014—2015 年中国超高净值人群需求调研报告》显示，中国超高净值人群约 17000 人，总计资产规模约 31 万亿元，这些客户的需求已经从财富增值、保值目的下的理财产品选择，过渡到分散资金风险、跨境资产配置和财富传承上。

信托公司通过开展国际业务，为客户提供综合金融服务，既能够从面上覆盖大多数高净值客户，也能够从点上为个别超高净值客户提供个性化定制业务。在服务大多数高净值客户方面，信托公司通过开发跨境资产配置信托产品，可以突破单一市场、单一币种、单向资产、单调产品的传统境内资产管理业务限制，发挥境外投资跨市场、多币种、泛资产与特色产品等优势，为大量有资产配置需求的高净值客户提供跨境投资管理服务。在服务超高净值客户个体方面，信托公司通过境外家族信托服务，能够在严格保护个人隐私的前提下，通过税务统筹合理节税，优化制度设计隔离个人资产，防止经营风险向家庭蔓延，降低婚姻危机的财产损失，避免后代财富传承的纷争，有效保障家业长青。在未来，通过点面结合，信托公司将可以发掘出更多的客户需求，客户范围也将逐步从境内客户慢慢过渡到海外华人，将服务覆盖到世界各主要

经济体地域。

（三）监管政策放开

由于国际业务专业性强、难度高、限制多、收益不确定性大，加上金融危机的影响，信托行业一开始对国际业务关注较少，已有业务资格的公司也逐步减少投入。近几年来，在人民币国际化战略的指导下，从2007年发行QDII，到2013年QDLP在上海自贸区启动，2014年QDIE在前海试点落地，再到QDII2，深港通将成为下一波开放试点业务，个人跨境投资的开放进程正有条不紊地推进，从未来政策的动向来看，我国的资本账户管制中长期有序放开是大势所趋。

对信托公司而言，2007年信托业新一法两规开始执行，同年银监会与国家外汇管理局发布了《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《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），对信托公司从事受托境外理财业务的准入标准、业务管理、投资范围、外汇额度管理、账户资金管理、经营风险控制、信息披露等细节进行了详细的规定。随后行业开始有几家信托公司开展国际业务布局，取得了一定的进展，但彼时国际金融环境处于危机复苏期，境外业务风险较大，收入较低，而境内通道业务如火如荼，因此大部分信托公司都放弃了投入。

近几年来，国际金融环境发生新的变化，境内业务也有所调整，随着国内宏观经济进入新常态，信托业务收益下滑，风险上升，不少信托公司又将眼光放到了境外，而监管部门也适时在信托公司参与国际业务层面上逐渐加大了支持力度。2015年，银监会修订了《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》，重新制定了信托公司申请受托境外理财业务资格的准入标准与申请流程，新版标准更为清晰并且更易于操作，为信托公司发展受托境外理财业务提供了重要的支持。2016年5月，央行启动新的跨境融资审慎管理模式，发布《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》，为信托公司开展跨境融资提供了政策便利。因此，未来信托公司开展国际业务，在监管政策方面应该仍旧会延续目前逐步放开的趋势。

三、信托公司国际业务的四大条线

对于信托公司而言，在当前阶段开展国际业务主要布局的是四大业务条线：一是跨境通道业务，二是跨境资产配置业务，三是境外融资业务，四是境外家族信托

业务。

（一）跨境通道业务

1. 市场分析

跨境通道业务是外汇资本管制背景下衍生出来的信托同业合作业务，得益于拟赴境外上市的企业对基石与锚定投资者需求的持续增长，由于目前的政策限制资金出境，出境渠道受限，作为合法的资金出境途径，信托 QDII 通道成为同业国际业务合作的选择之一，在当前外汇额度紧张的背景下，通道业务收益可观。

2. 业务架构

信托公司在通道业务中主要发挥 QDII 资金通道和外汇兑换的作用。跨境通道业务的资金方一般为拟上市企业的关联企业或者企业集团财务公司，信托公司设立单一或者假集合的境外投资信托计划，资金方投入资金，通过 QDII 通道汇往境外托管行开具的账户，最终投向资金方指定的投资标的。在这个过程中，信托公司主要提供外汇额度，发挥事务管理职能，不承担市场风险和汇率风险。跨境通道业务架构如下图：

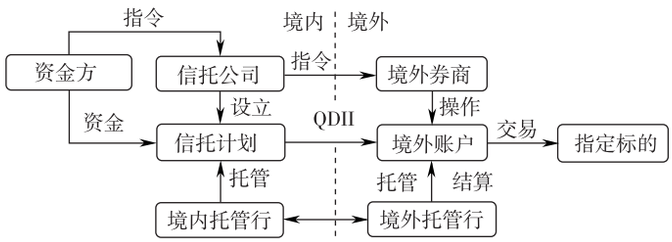


图 1　跨境通道业务基本架构

从业务参与方来看，除了资金方与信托公司外，跨境通道业务还需要联系好境内外的托管行和境外的券商。信托公司在境内托管行设立境内信托账户，资金方将资金汇入该账户，然后通过 QDII 通道，将资金转到境外托管行开立的境外信托账户，同时开立境外券商的证券账户。资金方将投资指令下发到信托公司，信托公司通过券商的系统操作相应的信托账户完成特定的交易，项目结束后资金通过 QDII 通道转回境内，释放额度。

3. 业务思考

跨境通道业务主要服务于境外股票 IPO 或者定增，也会参与跨境的并购。开展跨

境通道业务，在人员、资本、风控、系统等方面的投入并不需要很多，资金来自于境内客户，标的也由境内客户指定，信托公司并不承担业务风险，因此本项业务适合刚开始从事国际业务的信托公司作为起步业务，由于在这个过程中对于业务流程、风险控制、系统运营都有一些基本要求，以跨境通道业务来锻炼团队，能够为其他业务打下基础。

但是，跨境通道业务也会占用 QDII 额度，虽是通道业务，其项目退出年限往往会达到 2 ~ 5 年，而 2015 年以来，外汇局暂未批准新的信托公司 QDII 额度，已有 QDII 额度的公司也未能扩大其规模，如果大量开展跨境通道业务导致 QDII 额度用完，可能会限制到整个国际业务条线其他业务的开展。另外，跨境通道业务是当前外汇管制下的政策红利，从长远来看并不具有持续性，未来如果全面放开外汇与资本管制，跨境通道业务可能失去市场。

4. 业务策略

基于上述考虑，对于跨境通道业务的策略选择，建议在获得 QDII 额度后优先开展本项业务，在当前额度紧张的环境下跨境通道费率可以达到 1.5% ~2.5%，而且不承担业务风险，整体性价比较高，适合新进入国际业务领域的信托公司开展。但是，考虑到外汇额度在当前政策环境下新增的可能性相对有限，不建议全部外汇额度都用来开展跨境通道业务，结合各家信托公司的实际，可以考虑配置 60% ~ 70% 的额度，并随着过往项目的结束以及其他业务的落地，逐步减少跨境通道业务的占比。

（二）跨境资产配置业务

1. 市场分析

跨境资产配置是信托公司专业能力的集中体现，目前跨境资产配置业务需求强烈，业务空间广阔，市场前景良好，一是目前境内优质资产减少，风险上升，机构需要优化资产配置；二是境内居民对个人资产全球化配置的需求持续上升；三是境外资本市场发展成熟，配置选择较为丰富；四是通过资产全球配置，能够适度分散投资风险。

2. 业务架构

根据信托公司是否直接参与资产配置投资决策，分为主动管理和委托管理两种业务类型，整体业务架构如图 2。

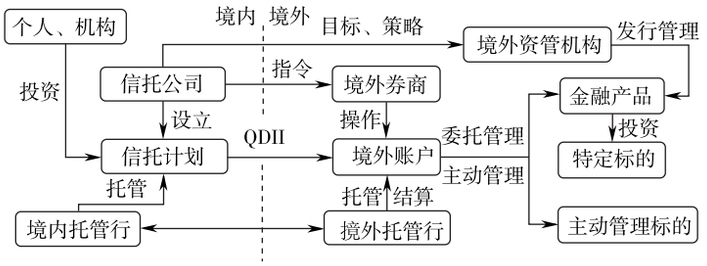


图 2　跨境资产配置业务基本架构

一是委托管理业务。信托公司在境内发行信托计划，募集个人与机构资金，通过 QDII 通道将资金转到境外账户，随后直接投资于合作境外资管机构发行的金融产品（基金、票据、资管专户等），由境外资管机构按照约定的策略进行投资运作，并定期更新账户估值情况。信托公司可以选择保留决策权、否决权或者全权委托管理。在产品到期或者开放申赎时，合作方原状返还资金并转回境内，释放外汇额度。

二是主动管理业务。信托公司在境内发行信托计划，募集个人与机构资金，通过 QDII 通道将资金转到境外账户，随后由信托公司进行内部投研决策并向境外券商发布操作指令，完成证券的买卖操作，由境外服务机构提供核算估值、清算结算等服务。在产品到期或者开放申赎时，卖出持有的证券并将资金转回境内，释放外汇额度。

3. 业务思考

跨境资产配置业务是任何从事国际业务的信托公司都必须重点投入的业务条线。首先，跨境资产配置业务是支撑信托公司跨境财富管理、境外家族信托等板块的重要支柱，只有具备对金融机构、国际市场、大类资产的研判能力，才能够保证信托财产的保值增值，否则信托公司如果仅作为受托人承担账户托管的简单工作，缺乏专业的资产配置能力与手段，信托公司的价值就无法体现，无力支撑起其他相关业务。其次，以跨境资产配置的业务架构为基础，能够衍生出跨境通道业务、跨境证券业务、跨境 PE 业务、跨境并购业务、跨境主题投资等多种业务形态，可以说，只有具备了跨境资产配置的业务基础，才能够向更高级、更具有附加值的业务形态演化。总体来看，跨境资产配置能力如何，往往决定了信托公司在整个国际业务板块中能够走多远，因此必须加大力度投入，形成专业的研究、投资、风控与运营管理体系，适应国际金融市场的节奏。

4. 业务策略

跨境资产配置业务对于团队、系统、风控与运营管理的要求比较高，一步到位的

成本较大，因此在建设本业务板块时采取循序渐进的方式为宜，建议先与境外知名的资产管理机构开展合作，采取委托管理的方法，同时信托公司资金组建团队在业务合作的过程中逐步熟悉境外各类资产的运行轨迹，适应全球的宏观周期，学习优秀机构的先进方法与技术，随后先以自营资金作为业务孵化基金试点开展主动管理业务，搭建适应本机构风险偏好的投资组合，并在业务落地的过程中完成内部各项系统的升级。在具备一定的自营产品运作经验后，再大规模复制开展主动管理型跨境资产配置信托业务。

（三）境外融资业务

1. 市场分析

随着人民币国际化战略的实施，信托公司引入境外资金的方式也更为丰富，既可跨境直接融资，也可以通过境外子公司融资，再通过各类资金通道将境外资金转入境内使用。境外融资目前具有较好的市场基础，一是目前境外融资利率整体处于较低水平，部分地区实行负利率，引入境外资金可以提高利差；二是越来越多的金融机构成功试行境外融资，信托公司开展境外融资有较多的参考范例；三是境外市场的融资工具较为丰富，境外资金入境渠道多样；四是随着人民币国际化的进行，未来预计将有更多鼓励境外融资的政策出台。

2. 业务架构

境外融资可以分为境外子公司融资、跨境直接融资和资金入境三套业务体系。综合业务架构如图 3 所示。

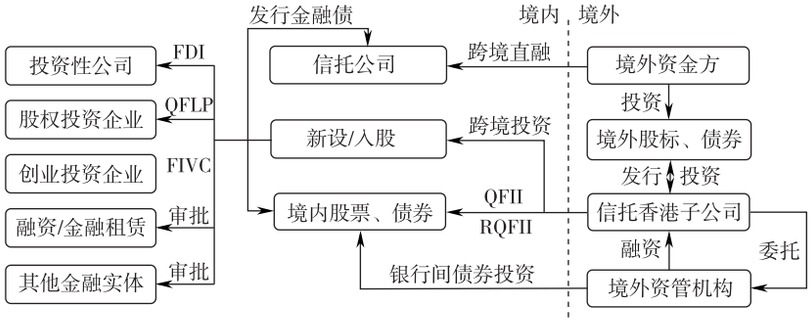


图 3　境外融资业务基本架构

一是跨境直融。信托公司跨境直融，是以信托公司作为境内主体直接向境外机构融资，实现资金的跨境使用。跨境直融是 2016 年 5 月央行实施新的跨境融资审慎管

理带来的新业务模式，实际上是之前自贸区跨境融资试点基础上进行的推广，主要政策依据是《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》明确指出，信托公司跨境融资归外汇局管理，采取备案制，跨境融资签约币种、提款币种和偿还币种须保持一致，融入资金可用于补充资本金，服务实体经济发展，并符合国家产业宏观调控方向；经国家外汇管理局批准，融入的外汇资金还可结汇使用。

目前对于境内企业与金融机构跨境融资额度的管理如表1。

表1　　央行全口径跨境融资宏观审慎管理方式

跨境融资需满足的条件	风险加权余额≤风险加权余额上限				
风险加权余额计算方式	∑本外币跨境融资余额×期限风险转换因子×类别风险转换因子 +∑外币跨境融资余额×汇率风险折算因子				
风险加权余额上限计算方式	资本×跨境融资杠杆率×宏观审慎调节参数				
各项参数设定	期限风险转换因子	类别风险转换因子	汇率风险折算因子	跨境融资杠杆率	宏观审慎调节参数
短期融资：1年内（含）	1.5		0.5		1
中长期融资：1年以上	1				
表内融资		1			
表外融资		暂定1			
企业、非银行金融机构				1	
银行				0.8	
信托公司简化计算公式	∑2×短期融资额+∑1.5×中长期融资额≤实收资本				

对于上述五项参数，央行可根据宏观金融调控需要和业务开展情况，对跨境融资风险加权余额中各类型融资的计算方法进行调整。按目前的设定条件推算，对于注册资本30亿元的信托公司，其跨境融资风险加权余额上限为30亿元，可以开展累计不超过20亿元人民币的中长期融资（1年以上）或者累计不超过15亿元人民币的短期融资（1年以内，含1年）。

另外，根据《通知》要求，信托公司首次办理跨境融资前，只需将自身情况、融资余额与上限、计算过程等报送央行与外汇局，随后可开立本外币账户办理跨境融资涉及的资金收付。后续跨境融资业务的开展，只要风险加权余额在规定的额度内，就可以采取事后备案的方式，自行与境外机构签订融资合同。

事后备案信息上报的具体要求如下：

一是在跨境融资合同签约后执行前，向中国人民银行、国家外汇管理局报送资本金额、跨境融资合同信息；二是在提款后按规定报送本外币跨境收入信息，支付利息和偿还本金后报送本外币跨境支出信息；三是在每月初5个工作日内将上月本机构本外币跨境融资发生情况、余额变动等统计信息报告中国人民银行、国家外汇管理局。总体来看，跨境融资的操作虽然多了备案程序，但由于放开审批，执行起来效率相对比较高。

二是境外子公司融资。信托公司需要先在香港设立子公司，按规定在具备相应的资本实力和良好业务开展经历后，可以香港子公司为主体向境外各类资金方融资，或直接在境外金融市场上发行债券。信托公司通过境外子公司融资已有实践案例，中融信托通过境外平台中融国际控股在2016年成功发行了2.25亿美元债券，所融的资金主要用于境外平台的日常经营以及境外投资。该境外平台被标准普尔公司授予长期“BB+”和短期“B”的发债人信用评级，长期评级的展望为稳定。与此同时，该公司还被授予长期“cnBBB+”和短期“cnA-2”大中华区信用体系评级。

三是境外资金入境。一是以香港子公司为外资主体申请QFII、RQFII等牌照，直接引入境外资金投资境内股票与债券。二是以香港子公司为外资主体，在境内新设或入股投资型公司、股权投资企业、创业投资企业、融资租赁公司或其他金融实体，以注入资本金的方式实现资金入境。三是委托具备准入资格的境外资管机构在银行间市场进行投资。

3. 业务思考

央行全口径跨境融资的放开，为信托公司境外融资打开了一扇新的窗口。对有志于开展境外融资的信托公司而言，如果希望扩大跨境融资额度，一个方向就是提高中长期融资的比例，另一个方向则是增加实收资本，在扩大资产管理规模上限、提高整体风险抵御能力的同时，也提高跨境融资的额度上限，使得引入境外低成本资金更为方便。

信托公司以境外子公司为主体通过贷款、发债等方式从境外获得低成本资金，也是可行的融资方式。由于这部分资金是境外资金，不占用境内的外汇额度，只要境外资金方认可，融资额度相对灵活自由；由于境外资本市场较为发达，融资渠道丰富，金融机构较为活跃，在长期的发展过程中形成了规范化、标准化、专业化的业务流程，通过境外子公司开展融资操作也相对简便。

对于境外资金入境的三种方式：

第一种方式需要境外子公司先申请 QFII 或者 RQFII 牌照并向外汇局申请投资额度，然后投资于境内指定的金融资产。采取这种方式，境外子公司需要再向监管部门申请牌照，可能需要额外配置专业人员，相对需要一些前期准备工作，但好处在于自主性比较强，可以与境内主体配合，搭建资金的内外流通渠道。另外，根据央行新规，目前大部分境外资产管理机构已经可以直接进入银行间债券市场，如果未来信托公司境内主体在银行间市场发行金融债券，境外子公司先从境外融资再投资于境内银行间市场对应的债券，就可以实现境外资金的曲线入境。

第二种方式，境外子公司作为外资投资主体，通过在境内新设或者参股入股投资型公司、股权投资企业、创业投资企业、融资租赁公司或其他金融实体等方式，以注入资本金的方式实现资金入境，可选择的投资通道包括 FDI、QFLP、FIVC 等。这种方式相对烦琐，并且境内外双重主体意味着在税收上可能会有额外成本，而且不同的主体类型对自有资金的使用范围有着不一样的限制，比如实体企业的外汇资金不可投资于金融资产等；有一些主体在设立时还需要经过审批，像 FDI、融资租赁公司需要经过商务部审批，QFLP 需要自贸区审批等。因此，第二种方式往往更加适用于境内外的业务联动，而不是单纯的资金出入境目的。

第三种方式，境外子公司将资金委托于其他境外资产管理机构，包括中资金融机构的境外分支、境外投资银行、境外基金公司等，可以借助这些资产管理机构的 QFII、RQFII、QFLP、沪港通等资金通道，实现境外资金的曲线入境。这种方式比境外子公司自行申请牌照相对简单，也可以规避关联投资的相关限制，但相对业务成本可能更高一些，业务自主权也会受到一定的影响，实质上是通道业务。

4. 业务策略

由于跨境融资三种方式的难易程度有较大差别，开展本项业务时一定要结合机构整体的布局情况，首先是完善内部管理制度，向央行与外汇局就跨境直接融资进行备案，试点引入境外资金；如果已经设立香港子公司，在申请资产管理牌照的同时，可以借助母公司的信用或品牌，尝试境外发债、申请贷款等方式进行融资，补充境外机构的运营资金，减少母公司的资源占用。在香港子公司运作成熟后，再优选资金入境通道，将境外资金转入境内使用。

（四）境外家族信托业务

1. 市场分析

境外家族信托是信托公司服务境内外高净值客户的重要手段，与境内家族信托相

比，境外家族信托普遍使用的工具、法律保护机制更为完善，能够真正发挥出信托制度财产独立、诉讼豁免、破产隔离、运作灵活、隐私保护等优势，克服国际业务期限长、交易主体多、法律关系复杂等困难。由于境外家族信托主要用于管理境外资产，比较适合服务于跨国居民或者新移民，新增客户能够从境内家族信托的客户中转化，能够与境内家族信托业务条线形成业务协同。

信托公司开展境外家族信托市场前景良好，一是境内外客户对境外家族信托服务的需求持续增长，尤其是企业家人士对家族信托的认识持续提高，在寻求资产配置保值增值的同时，更希望得到财富传承、税务规划、移民设计等专业服务，本项业务市场空间巨大；二是境外家族信托能够为资产配置业务提供业务来源，信托公司通过综合运用多种金融工具，有效满足家族信托客户的定制化需求；三是境外家族信托服务体系较为完善，信托公司获客后在各个业务环节均可以找到长期经营特定业务环节的专业机构开展合作，信托公司只需做好境内外对接、信息交互及顶层设计，只要一单业务落地，就能够迅速复制推广；四是已有境内金融机构成功获得境外信托受托人资质，信托公司完全可以自主开发整套业务体系，打通上下游环节，提供一条龙专业服务。

2. 业务架构

完整的家族信托业务条线包括境内家族信托和境外家族信托两套独立完整的业务体系，整体业务架构如图 4。

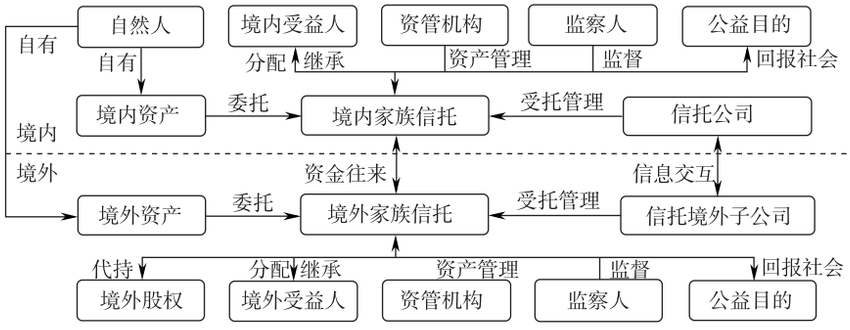


图 4　家族信托业务条线基本架构

一是境内家族信托。由于缺乏政策支持，目前境内家族信托仅适用于自然人的境内金融资产，通过设立家族信托的方式能够为自然人实现资产保值增值，并按照信托合同的约定执行分配与继承，也可投入公益事业，是信托公司开拓客户的基础。

二是境外家族信托。自然人的境外资产列入以信托境外子公司为主体设计的家族信托计划，在实现财产隔离的同时，通过设计保留原始权益人对境外资产的控制力。境外家族信托独特的功能在于可以实现对自然人的股权代持，从而避免婚姻、死亡对自然人相应企业的股权影响。除此之外，境外家族信托也可以通过资产配置和管理，实现境外资产的保值增值，并按照自然人的意愿进行分配与继承，也可投入公益事业。

3. 业务思考

目前，境外家族信托的客户在寻求专业服务时，更多的并不是考虑资产保值增值的问题，而是希望借助信托制度的设计，实现个人对财产的灵活管理。总体来看，境外家族信托业务更像是金融服务平台，在平台上提供各类业务接口，根据客户的需求再相应接入相关服务，信托公司经营此项业务的优势一方面在于长期经营信托业务积累了一定的高净值客户基础，获客能力相对较强，公司名字本身就带有“信托”二字，客户的品牌信任度更高；尤其是具有央企、大型金融集团背景的信托公司，在开展境外家族信托业务时母公司的品牌声誉往往能够带来一定的公信力；另一方面则在于信托公司本身的业务平台就较为适应境外家族信托业务的开发与升级，通过信托账户的集中统筹与分账管理，即使不具备某个特定领域的专业能力，也能够通过与其他专业机构的合作，实现业务平台的无缝对接。

4. 业务策略

境外家族信托业务是一项长期服务，属于客户总量较少、单体溢价较高的精品定制服务，在实际运作时，首先要发掘已有客户的潜在需求，起步阶段先与境外专业家族信托服务商开展合作，积累经验，后续再依托香港子公司，自主开展境外家族信托业务。业务成熟后，再逐步扩大客户服务群体，延伸到境内高净值客户、华人新移民、华裔等。

四、信托公司国际业务的阶段布局

从信托公司国际业务的阶段布局节奏来看，大致可以按三个阶段推进布局。一是起步阶段，主要依托境内主体，信托公司以境内机构为主体开展跨境业务，利用境内的客户与业务资源基础，主要业务方向是“走出去”，实现境内资金的跨境配置。二是发展阶段，在这个阶段信托公司通过在境外设立机构，境外主体结合注册地的情况独立开展国际业务。三是成熟阶段，通过境内外机构联动，在资金跨境流动、资产跨

境配置、客户共享等方面实现双向运作，发挥境内外市场在资金、资产、客户等方面的相对优势差异，适应市场环境变动开展业务。

（一）起步阶段：依托境内主体

在起步阶段，主要依托境内主体开展业务，以通道业务与委托管理型业务为主，因为这两项业务对于人员、风控及运营管理要求相对较低，相比之下主动管理业务要求一定的初始投入，但在收入上与通道业务、委托管理业务相比并没有太大的溢价空间。另外，在当前以固定收益型产品为主、刚性兑付为预期的市场环境下，主动管理净值型产品由于需要自负盈亏，受众也相对小一些。

随着信托公司专业能力的提升，业务选择上也要慢慢向主动管理型倾斜。首先，靠出借外汇额度获取收入的通道业务并不是一项可长期持续的业务，政策收紧则无米可炊，政策放开则红利消失；委托管理业务看似轻松，但信托公司仅提供了“代销”的服务，没有体现自身的专业能力，在产品开发、管理、运作上处处受制于所委托的机构，业务收入溢价空间有限，对客户的控制力也较弱，一旦其他机构主动营销，客户可能很快流失；如果代理的产品出现风险，则会直接影响到信托公司的品牌声誉。相比之下，主动管理型业务虽然前期投入较大，只要具备了跨境资产配置的专业能力，就能够掌握业务的主动权，在发行、风控、收入等方面更加灵活。

（二）发展阶段：设立境外分支

在发展阶段，主要考虑设立境外分支机构，开展国际业务。设立境外分支机构最重要的是区域选择，目前来看香港是首选的地点，主要基于以下考虑：一是香港是全球自由的市场之一，有良好的司法体系和有效的监管体系；二是香港与内地语言文化相近，不存在时差问题；三是香港股票市场是全球第十大、亚洲第二大市场，从换手率来看，香港市场与成熟市场相当，表现出一个成熟市场的特征；四是香港是中资企业海外上市的首选地，许多大型的国有蓝筹股都在香港上市；五是香港市场的 H 股、红筹股等的主要业务在内地，投资者比较熟悉，也便于境内投资机构的投资；六是从市盈率来看，与其他主要证券市场比较，香港市场历年的市盈率几乎都是最低的，体现了以价值投资为主的理念；七是香港的注册管理与税务处理相对灵活，以香港子公司为基础再去境外其他地域设立分支机构相对操作起来会更为便利。因此，建议先设立香港的子公司，再以子公司为主体分设其他分支机构，并各自申请特定领域的牌照，以金融集团的方式实现多牌照经营。

设立境外分支机构后，可以考虑申请所在地的金融业务牌照，开展相应的业务。以香港子公司为例，目前已设立香港子公司的信托公司，其香港分支机构主要申请的牌照是金管局的1号、4号、6号与9号牌照。根据香港监管规定，1号牌可以提供证券交易服务，4号牌可以提供证券投资咨询服务，6号牌可以作为上市保荐人，9号牌可以提供资产管理服务，获得1号、4号、6号及9号牌照后，可以进一步拓展境外投资标的范围，丰富投资人的产品选择，为机构客户及高净值个人客户提供全球资产配置和家族信托业务服务，并能够作为资金方、保荐人或者财务顾问参与到境内机构的跨境上市、定增与并购业务中。

（三）成熟阶段：境内外业务联动

随着信托公司境内分支机构与境外分支机构的业务成熟，通过境内外业务联动的方式实现业务协同，将是成熟阶段信托公司最大化利用境内外各自资金、资产优势的手法。从资金双向通道来看，目前可以通过下图所示的各种资金通道，实现境内外业务联动。

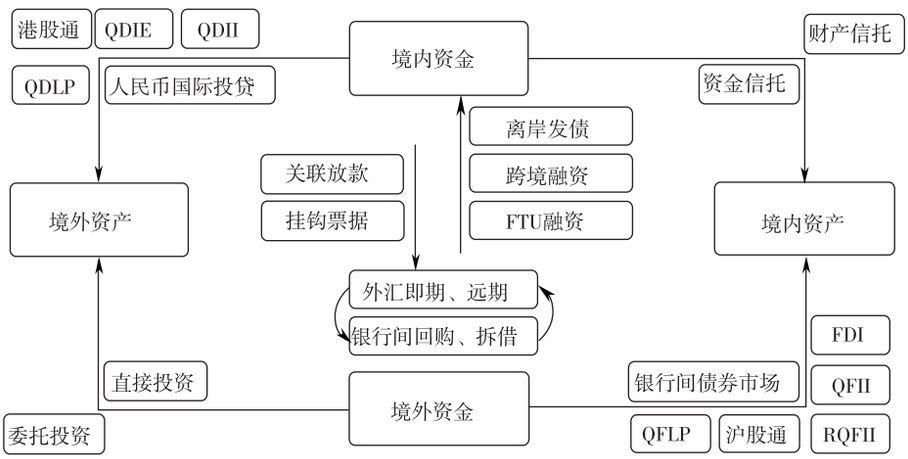


图5　境内外资金、资产与业务联动模式图

从图5可以看出，目前信托公司的资金、资产与业务联动主要包括境内资金投资境外资产、境外资金投资境内资产、境内外资金流动等三种模式。

1. 境内资金投资境外资产

境内资金投资境外资产的业务主体是信托公司的境内分支机构，需要借助QDII、QDIE、QDLP和人民币国际投贷等资金渠道，各个资金通道的具体要求和业务范围参见表2。

表 2　　境内资金投资境外资产的通道选择

资金通道	主管单位	资金用途	特别要求
QDII	银监会、外汇局	投资经认可的货币工具、债券、股票、公募基金、衍生品	先获批资格，再申请外汇局额度
QDIE	深圳金融办	覆盖 QDII 范围，新增对冲基金、境外 PE 市场、实物资产	深圳注册或设分支机构
QDLP	证监会、外汇局	投资境外证券，一二级市场、对冲基金、大宗商品	先获批资格，再选择业务合作方
港股通	证监会	投资香港上市股票	需要到券商开通资格
国际投贷	央行、试点地区金融办	人民币境外直接投资、人民币境外贷款	上海、云南、广西、山东首批试点，需设立直投公司

2. 境外资金投资境内资产

境外资金投资境内资产的业务主体是信托公司的境外分支机构，需要借助 QFLP、QFII、RQFII、沪股通、FDI、银行间债券市场等资金渠道，各个资金通道的具体要求和业务范围参见表 3。

表 3　　境外资金投资境内资产的通道选择

资金通道	主管单位	资金用途	特别要求
银行间债券市场	人民银行	债券现券远期及利率互换远期	境外各类金融、机构投资者
QFII	证监会、外汇局	除 B 股外的股票、交易所债券	先获批资格，再申请额度
RQFII	证监会、外汇局	交易所股票和债券及权证、银行间债券固定收益产品、基金、期货	先获批资格，再申请额度
QFLP	深圳 QFLP 领导小组	投资于境内 PE 市场	深圳前海注册
FDI	外汇局	用于投资企业经营，不可用于证券、贷款（非主营）、偿债	投资前需获商务部或自贸区准入

3. 境内外资金流动

境内外资金流动包括双向流动渠道和单向流动渠道两类，实现资金流动均需要境内分支机构与境外分支机构的配合，其中双向流动渠道主要是指通过银行间外汇市场、银行间同业拆借市场以及银行间债券回购市场实现的境内外资金双向流动，主要集中于银行间短期资金的流出与流入；单向的境内资金流出渠道包括挂钩票据、关联放款等；单向的境外资金流入渠道包括离岸发债、跨境直融、自贸区 FTU 融资等。各个资金通道的具体要求和业务范围参见表 4。

表 4　　境内外资金流动通道选择

资金通道	主管单位	资金用途	特别要求
银行间外汇市场	外汇局	外汇即期远期的自营及代理交易	境外央行、清算行、参与行
银行间拆借市场	人民银行	拆借资金仅用于调剂资金头寸和临时性资金余缺	取得银行间同业拆借会员资格
银行间回购市场	人民银行	正回购融资可调出境外使用，逆回购可向境内放款	境外央行、清算行、参与行
挂钩票据	外汇局	通过投资特殊挂钩票据的方式，间接实现资金向境外流动	一般通过 QD 通道投出
跨境直融	外汇局	融入资金可补充资本金，服务实体经济，经批准可结汇使用	首次融资前需向央行与外汇局报告
离岸发债	国家发展和改革委	资金投向主要是符合政策导向的固定资产投资项目	逐级报国家发展和改革委核准
FTU 融资	人民银行上海总部	资金用于自营、区内及境外项目建设	上海注册或设分支机构，建立 FTU 账户

对于信托公司而言，国际业务的成熟阶段意味着真正打通境内外资金与资产的双向配置渠道，结合市场环境与政策变化，从成本较低的地方获得资金，再配置到收益率与风险相对合适的地域，实现境内外资金、资产与业务的灵活布局。

五、开展国际业务的重点措施

信托公司为了更好开展国际业务，必须在人才、系统、机制和机构合作上采取较大力度的支持措施，促进国际业务的快速发展。

（一）聚集专业人才

信托公司为了更好开展国际业务，必须建立专业的人才队伍，聚集一批精英，而要聚集精英一般会考虑外部引进，也可以考虑内部培养。

1. 外部引进

外部引进是迅速搭建国际业务团队的高效举措，从操作上可以分为骨干并购、团队并购、公司并购与新设机构等四套措施。

一是骨干并购。从国际专业机构招募业务精英，引领业务发展，形成人才梯队。骨干并购操作起来相对简便，引进骨干的目标更重要的在于以骨干带动团队，充分运用业务骨干精英在长期参与国际业务过程中积累的经验，并在带队工作的过程中培养内部的人才队伍。骨干并购适合起步阶段，因为在组织架构上相对变动比较小，对于骨干的相关激励和考核可以采取特事特办的方式，对公司整体管理的影响较小。但

是，采取骨干并购模式虽然投入较少，实际效率可能会因为需要重新建立团队而受到影响，业务骨干在组建团队的过程中还需要分散精力进行人员的培养，同时团队磨合也需要一段时间，个人的力量在适应公司内部管理模式的过程中精力相对会耗散一部分，影响整体作用的发挥。

二是团队并购。引进完整建制的团队，迅速扩大业务规模，创造收益。团队并购的目标在于迅速复制原有业务，扩大规模，增加收入，主要发挥整个团队在长期执行国际业务的过程中积累的项目资源与业务关系，并且由于在团队内部已经形成较好的分工与配合，不需要分散精力进行人员培养与团队磨合，以团队的方式来适应公司的内部管理模式相对效率更高。但是，由于团队并购往往涉及组建整体部门或者业务单元，对于原有的组织架构可能造成冲击；并且对于国际业务团队如果采取特殊的激励和考核机制，对于其他业务团队而言也可能带来一定的消极影响；而如果统一管理、激励和考核机制，对并购来的团队而言也可能带来一定的预期落差。为此，信托公司一定要提前定位好国际业务在公司整体业务条线中的地位，并采用适宜公司发展情况与发展阶段的管理方法。

三是公司并购。收购或入股专业机构，促进业务协同，建立分支板块。公司并购直接可以拥有独立的功能齐全的子公司，直接就能够实现资源的整合与业务条线的建设，在管理、考核上不需要投入太大精力，是最有效率的手段。但是，公司并购可能会需要一大笔支出，而且公司并购不一定能够保留子公司原有的人才结构，尤其对于原班管理团队而言，新股东的出现可能带来潜在的冲突，这些将可能影响到子公司未来的经营。另外，如果公司并购的话，母公司对于子公司的控制力相对较弱，如果子公司出现较大的经营风险，母公司在处理上相对棘手一些，骨干并购和团队并购如果出现问题，可以直接裁员，但公司并购如果出现问题，可能还会给母公司带来连带影响。同时，如果是经营业绩本来就非常好的国际专业机构，原股东出让股权的难度相对较大。

四是新设机构。母公司直接设立新的子公司，再从其他专业机构招募业务骨干或者建制的业务团队以及中后台队伍，同时可以放开员工持股来吸引国际专业机构的资深高级管理人员或者明星业务员。新设并购能够综合之前三类外部引进措施的优点：一是人员安排较灵活，新公司招募可以单一骨干招募也可以团队招募，建制型团队直接进来成立新业务单元即可，也可以从母公司直接调配人员到新公司，更可以先由母公司人员进入，孵化一段时间后再慢慢引入外部人员；二是机制安排较灵活，

新公司可以在设立的时候就采取与母公司有差异的体制机制设计，尤其是在薪酬考核与激励机制上可以重新设计，既可以结合目前市场的主流机制进行设计，更可以追加创新机制。但是，新设机构也是最耗时间、金钱与精力的方式，从无到有建立子公司不仅需要母公司大量的资源投入，而且在时间进度上相对其他手段而言，新设机构前期准备时间较长，如果希望快速布局国际业务的话，可能无法满足进度。但是，从长远发展而言，如果希望国际业务成为公司的支柱板块，那么新设机构将是首选的手段。

2. 内部培养

内部培养是相对成本较低、性价比较高的国际业务人才队伍建设方式，要做好内部培养，除了选拔人员组建团队外，还必须建立配套的人才培养与稳定机制，否则辛辛苦苦引进或者培养的人才，干几年全部跳槽到更专业的机构或者收入水平更高的机构，对于公司而言损失还是比较大的，不仅失去了现有业务人员，而且还得再去招募其他人员，对业务条线的运行造成较大影响。

一是选拔转岗，内部选拔优秀人才转岗至国际团队，并给予学习与成长空间。内部人员转入国际业务团队后，重点任务是快速学习成长，从原有的业务思路过渡到国际业务的思路上，并逐步建立自己的业务圈。二是专项培养，建立人才专项基金，支持鼓励国际业务人员培训、资格证书考取以及个人进修等。综上，在进行内部培养的时候，必须确保公司拥有留住人才的环境和机制。

（二）加强系统建设

信托公司为了更好开展国际业务，必须结合布局的阶段和业务的开展，建设配套的资讯系统、业务系统和交易系统。

1. 资讯系统

由于国际业务对资讯的要求比国内业务高，在开展国际业务时一定要做好资讯系统建设，跟进全球各地政治、经济、军事和金融市场局势，把握全球经济周期与市场机会。因此，在起步阶段，建议购买彭博之类的综合信息客户终端，用于接收国际各类实时市场资讯，联系各类境外机构；在发展阶段升级为购买专业独立研究机构的信息资讯及研究报告推送；在成熟阶段打造独立的投研系统，具备宏观资讯整合、市场数据监控、研究报告推送以及交易策略分析等功能。

2. 运营系统

公司如果开展国际业务，对内部运营系统也需要进行相应的改造升级，以便适应

国际业务的需求。因此，在起步阶段，建议在运营系统上增设国际业务流程与资金划拨模块，允许多币值计量，并加入手动进行估值与核算的功能；在发展阶段，增设与财富管理板块的对接模块，实现客户信息管理和资金账户管理自动化；在成熟阶段，增设境外资金运作模块和境外客户管理系统，兼容境内外家族信托的信息操作管理系统。

3. 交易系统

公司开展国际业务，在执行资产配置策略时需要通过信息平台进行操作，为此在交易系统方面也得加强建设。在起步阶段，考虑到系统建设难度较大与周期较长，可以先购买外部中介机构的服务，采取手动下单并委托操作的方式；在发展阶段，可以考虑内部信息系统中增设与境外服务机构决策与交易系统对接的业务模块，允许自动向境外机构下达投资指令；到了成熟阶段，则是自主设立独立的交易室，具备直接交易股票、债券、票据及衍生品的能力，运行各类投资策略模型。

（三）改进激励机制

信托公司为了更好开展国际业务，必须改进激励体系，在薪酬策略、费用策略和考核策略上根据国际业务布局的节奏，适当进行调整，整体要顺应国际金融市场的规则，建立独立、灵活、科学的激励机制。

1. 薪酬策略

根据公司国际业务板块的整体定位，有几种薪酬策略可以选择：

一是与公司整体的薪酬机制基本一致，但可以根据实际业务情况进行调整，因为部分国际业务受到额度的限制，本身规模的增长和收入的空间相对比较有限，如果考核标准过于生硬，国际业务团队为了完成任务只能再尝试国内业务，反而本末倒置。

二是直接参考市场水平进行设置，这种方式的优点在于紧贴市场，更有利于人员招聘与团队稳定，但如果公司自身市场化程度较低，或者内部薪酬分化较高，而国际业务团队的业绩相对不突出的话，可能影响其他业务板块的管理。

三是直接考核国际业务板块的整体利润，放开内部薪酬调节，相当于团队合伙人制，由团队负责人自己确定下属员工薪酬，而这些薪酬计入团队整体费用的一部分，这种策略是承包责任制的推广，公司不限制国际业务团队的人员招聘，但每新增人员就要相应新增指标，同时人员薪酬从团队整体收入中计提，这种方式能够调动团队负责人的主观能动性，也能够根据布局进度自行调节团队规模和业务规模，但在计算和管理上相对复杂一些。

2. 费用策略

推进国际业务的费用策略主要考虑的范围是管理费用、业务费用和人工费用，管理费用主要指日常办公的相关消耗以及办公场所租金等；业务费用指交通费、住宿费、业务招待费等与业务开展相关的业务支出；人工费用指人员的薪酬。在费用策略的考虑上，在起步阶段，可以由公司承担所有的费用；在发展阶段，公司可以逐步减少费用覆盖，收入总包后将业务费用计入团队自身承担的范围；在成熟阶段，则可以由国际业务团队自己独立承担相应的费用。

3. 考核策略

推进国际业务的考核，要与国际业务的布局阶段结合起来，在起步阶段，主要采取任务考核的方法，尽快完成业务板块搭建；在发展阶段，采取规模与收入考核的方法，鼓励国际业务团队扩大业务规模，占领市场；在成熟阶段，则可以直接考虑板块整体的利润，通过自身渠道与内部业务协同而减少的业务成本可以从利润上体现出来。

（四）推进机构合作

信托公司为了更好开展国际业务，必须坚持不懈推进机构合作。从国际业务整体合作条线来看，参与信托公司国际业务的机构大概如图 6 所示。

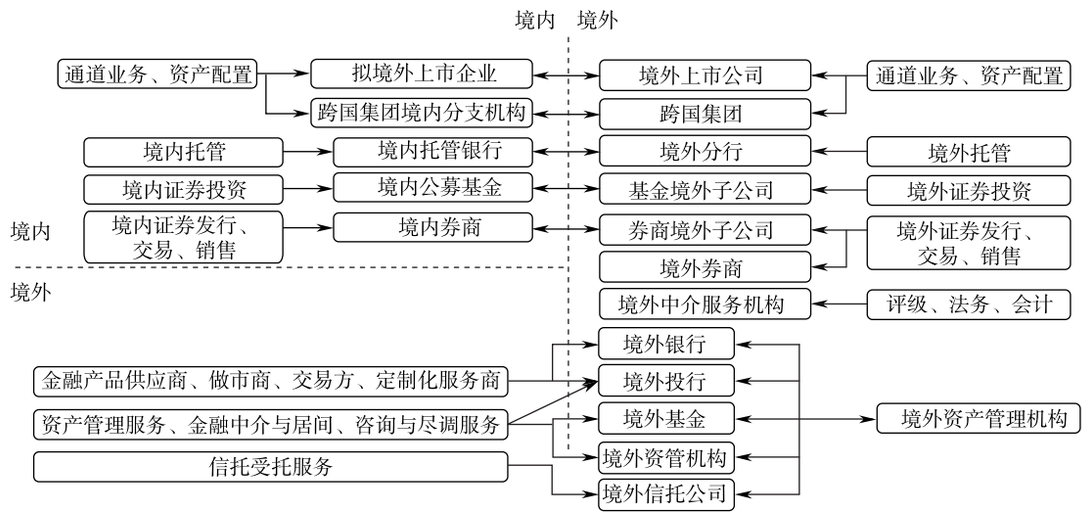


图 6　信托公司国际业务合作机构分布

在推进机构合作时，首先应该关注的就是境内外都有分支机构的合作伙伴，包括

跨国公司、大型银行、券商、基金等，两地都有分支机构的机构在开展业务合作时沟通更为方便，而且如果在境外业务上出现各种变化，都可以通过境内母公司之间的沟通协调来解决，对于布局国际业务板块而言提供良好的合作基础。

其次就是各类跨境的中介服务机构，包括评级公司、律所、会计师事务所等，在开展国际业务时中介服务商的良好合作关系对于推进业务开展起到重要的作用，而且大部分中介服务机构在不同的国际业务条线上都可以提供服务，能够减少外包服务的分散化，集中沟通并且通过整体服务购买的方式相对减少沟通成本与费用成本。

最后则是提前联系境外的资产管理机构，在自己独立设立境外分支机构之前，大部分的业务可能还是需要与这些机构合作来推进，而且境外资产管理机构长期经营国际金融业务，是很多金融产品的供应商、做市商、交易方和定制化服务商，信托公司需要从这些机构手上购买相应的产品，提前开展尽调与合作洽谈会更有利；同时信托公司在国际业务发展过程中，资产管理服务、咨询尽调服务、中介居间和信托受托服务等可能需要部分外包或者完全外包，与这些机构建立联系并推进业务合作，有助于减少国际业务板块落地的障碍。

选择不同国际业务的合作机构，可以参考表5的机构条件资质以及典型代表。

表5　　信托公司境外合作机构的条件资质与典型代表

机构类型	条件资质	典型代表
境内大型银行	在境外有分支机构，具备开户、托管、支付、结算等资质或牌照	中国银行、工商银行
境内大型券商	在境外有分支机构，具备证券发行、交易、销售、资管等资质或牌照	中金、中信、海通、国投君安
境内大型基金	在境外有分支机构，具备证券投资、外汇业务等资质或牌照	华夏、嘉实、易方达、南方
境外券商	具备当地的证券发行、交易、销售、资产管理等资质或牌照	新鸿基、大福
境外评级公司	评级结果被市场广泛采纳	标准普尔、惠誉、穆迪
境外律师事务所	国际知名金融法律服务机构	金杜、大成、环球、君合、中伦
境外会计师事务所	国际知名会计师事务所	普华永道、毕马威、德勤、安永
境外大型综合银行	具备开户、托管、支付、结算等资质或牌照	道富、汇丰、摩根、梅隆
境外大型投资银行	具备证券发行、交易、做市、销售、资产管理、衍生品等资质或牌照	摩根斯坦利、高盛、UBS
境外基金公司	具备证券投资、外汇业务等资质或牌照	贝莱德、富达、Amundi、宝诚
境外资产管理机构	具备特定领域的资产管理牌照	黑石、麦格理、KKR、桥水
境外信托公司	具备信托受托人资质或牌照	Amicorp、北方信托
境外投研机构	提供财经资讯、产品信息、分析评级	Bloomberg、Morningstar

综上，信托公司开展国际业务，要抓住当前的市场机会，做好整体的布局设计，明确业务发展的阶段，建立合适的业务条线，并且根据不同的条线和不同的发展阶段配套相应的支持措施，合理运用公司资源，适应自身发展特点，积极开展同业合作，打造专业化、市场化、特色化的国际业务板块。

参考文献

［1］中国信托业协会．中国信托业发展报告（2014—2015）［M］．北京：中国金融出版社，2015.

［2］中国信托业协会．中国信托业发展报告（2015—2016）［M］．北京，中国金融出版社，2016.

［3］招商银行，贝恩公司．2014 中国私人财富报告［R/OL］．招商银行官网，2014.

［4］招商银行，贝恩公司．2015 中国私人财富报告［R/OL］．招商银行官网，2015.

［5］毕马威．2015 年中国信托业调查报告［R/OL］．毕马威官网，2015.

［6］中国信托业协会．2014 年信托业专题研究报告［R］．2014.

［7］中国信托业协会．2015 年信托业专题研究报告［R］．2015.



信托业增资扩股问题研究：基于行业面板数据的实证估计

课题单位：光大兴陇信托有限责任公司

课题组成员：罗　凯

摘　要

使用中国68家信托公司2003年至2015年的年报面板数据，本报告系统考察了增资扩股对信托公司经营绩效的影响。双重差分模型的估计结果表明：（1）增资扩股具有“起跳摘果”效应[①]，在历次行业普增潮中，增资扩股对管理资产规模没有显著的促进效果，但在每次行业普增潮出现前发生的先行增资对管理资产规模则有显著促进作用；（2）增资扩股行为具有“结果理性”特征，即无论是先行增资、还是追随行业大流补增资，增资扩股后公司的净利润、ROC、人均利润和营业收入均实现提升，且统计上显著，但信托报酬率作用不显著；（3）注册地在东部、主要在东部展业的信托公司增资带来的经营绩效改进更为显著；（4）公司员工数多因而初始规模大的信托公司增资对经营绩效的促进作用相对更大，表明信托业属于密集型产业，人才是信托公司的核心资源。

关键词：信托公司　信托业　增资扩股　ROC　双重差分模型

① 这是作者首创的概念比喻，形象点讲，是指果树下一组人（特征无任何差异）排队起跳摘取枝头果实，则与先起跳者相比，后起跳的够到果子的成功率和数量降低、难度增加、投入成本升高。这里用来比喻增资早的公司由此积累起的先动优势，有时又称其为“先动租”（Moving－first Rent）。

目　录

一、导言 …… 511
二、理论综述 …… 511
三、信托业增资扩股情况的统计分析 …… 516
四、信托业增资扩股效果的实证研究 …… 521
（一）模型方法 …… 521
（二）数据来源 …… 523
（三）计量结果报告与分析 …… 525
五、结论与政策建议 …… 532
参考文献 …… 533

一、导言

近年来，信托行业的“大手笔”增资频频出现，值得一提的要属重庆信托，注册资本在2015年9月29日从24.38亿元跃升至128亿元，成为68家信托公司资本实力最强者。而信托业增资大戏也似有愈演愈烈之势，2016年以来，信托公司再度竞相增资扩股，现已有11家公司获批，且增资规模达207.03亿元。6月以来，又有5家信托公司先后宣布增资扩股，增资已成为信托公司、市场和监管部门最热议的话题。①

另外，近年来，随着宏观经济的持续下行和市场环境的竞争多变，资金的大约80%均投向实体经济的信托业，在一段滞后期后已不可避免地随主体经济步入周期的回落与盘整阶段。在“五期叠加”② 影响下，从2013年第二季度开始，信托业管理资产规模同比增速就一直在逐季下滑，只在2015年第二季度有微弱回升，但还是难以改变连续下滑的趋势。随着行业调整的逐步展开，行业资管规模波动会有所加大。对于经济走势和市场前景持悲观判断的比重有所上升，因而，对信托业增资潮的质疑同样也引起越来越多的关注。

信托公司增资到底能不能改善其经营绩效？回答这个问题很困难，特别是近年来信托业的增资潮还处在经济相对不景气的环境中，未来一段时间还将如此，信托业自身增速也开始逐渐回落，未来不排除还可能会出现绝对数的回落。此时，做这样的分析，是十分困难的，必须找到科学有效的工具方法。同时，回答这个问题又显得十分重要。信托行业评级最近即将推出，资本实力是主要指标之一，对这个问题的研究结论将直接影响这一指标在评级和监管操作实践中的权重和导向性，其意义由此可见一斑。

本文以下的结构安排为：第二部分我们对增资扩股相关知识做理论综述；第三部分描述数据并对信托业增资情况做统计分析；第四部分对模型方法做说明并报告计量回归结果与分析；第五部分得出结论和相应的政策建议。

二、理论综述

信托公司多为有限责任公司，归纳、提炼现有文献关于此类公司的增资扩股的定

① 张菲菲．信托公司增资扩股，上半年增资额超200亿元［EB/OL］．第一财经，2016－06－23.

② 即经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期、利率市场化推进期和资产管理业务扩张期。

义、方式、程序和问题，主要内容如下。

所谓增资扩股，是指公司为扩大生产经营规模，优化股权比例和结构，提高公司资信度和竞争力，依法由原股东增加投资扩大股权或向社会发行股票、募集股份、邀请新股东投资入股，从而增加注册资本金的行为。

一般来说，有限责任公司的增资扩股方式分为两种：（1）公司股东按原出资比例增加出资额，增资后，各股东出资比例保持不变；（2）邀请出资，改变原出资比例，邀请出资的对象可以是原股东、也可以是原股东以外的人，如果是公司原股东认缴出资，可以是另外缴纳股款、也可以采取把资本公积金或应分配给股东的股息红利转化为出资。

通过创新，目前又出现两种新方式：（1）信托方式。通过资金信托精准聚合高净值人士或专业投资者群体的民间资金实现企业的增资扩股，既实现了从民间大量融资投入运营的目的（还不用 IPO），又避免了上市公司等股份有限公司股东众多导致企业决策权力分散，不利于经营管理的弊端，还规避了个体投资人的风险，使他们愿意将资金投进来，还完成了代表国家当前政策导向的混合所有制改革和转型升级[①]。（2）其他隐性的方式。为曲线实现扩大业务范围、规模、地域和建设性规避行业监管或实现监管套利，通过与公司原股东或原股东以外的机构或个人联合出资成立基金子公司、PE 子公司、境外子公司等[②]。

增资扩股的程序，一般分为六步：（1）董事会制订增资扩股方案；（2）东会审议增资扩股方案，经代表 2/3 以上表决权的股东通过，作出是否进行增资扩股的决议；（3）新进股东缴纳出资；（4）聘请验资机构对新增资本进行验资；（5）召开股东会、董事会，增选董事、监事，修改章程；（6）履行工商变更登记手续。

增资扩股中需注意的问题是：（1）以未分配利润转增注册资本，转增比例不可过高；（2）以上市为目的进行增资扩股，发行人从成立之日起计算持续经营时间应当在 3 年以上，最近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更，以免影响公司上市进程；（3）有限责任公司进行增资扩股，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资，在有新股东投资入股的情况下，老股东还需做出放弃（全部或部分）优先认缴出资权利的声明。

增资扩股对于公司经营会带来哪些影响呢？

① 胡国锋 . WS 公司资金信托增资扩股融资方式研究［D］. 兰州：兰州大学，2011.

② 罗凯 . 从三次增资潮透视中国信托业发展进程［J］. 现代商业银行，2016（8）.

一些研究认为这种影响是有利的。颜占寅（2010a）认为[①]，与银行贷款、民间借贷、实物抵押、股权质押等其他融资方式相比，增资扩股可以以最低成本筹集用于扩大再生产所需的经营资金，而且几乎可无限期使用。尤其在高科技公司[②]和监管对业务占用资本（如风险计提或拨备等）有要求的金融业机构[③]，增资扩股对企业业务扩张和盈利增长的作用更明显。曹冰玉和彭湘杰（2006）认为增资扩股是对企业股权结构的产权重置，有利于完善内部法人治理结构[④]。雷春柱（2005）认为，增资扩股增强了公司资金实力，有助于提高对风险的抗御能力[⑤]。朱云（2010）指出，增资扩股有助于提高公司信用，获取法定资质；而且增资扩股补充了营运资金，可能增加优质业务的收益，或减轻企业负债，减少股东收益分配比例，保持营运资金[⑥]。齐艳平（2010）指出通过增资扩股，引进高素质股东做战略投资者，有利于改善股东结构，注入项目、资金和渠道等优质资源，带来有价值的技术、产品、管理经验，实现互补与协同发展[⑦]。杨学军（2004）指出，跨国公司增资扩股往往是出于保护知识产权、提高合资企业组织效率、增强对在华子公司的控制力和向子公司转移其特有资源以及管理模式等目的[⑧]。赵东（2015）指出文化创意产业的资源垄断性强，而智力方面的创意成果通常是极为重要的资产，非国有资本机制灵活、敢于冒险创新的优势是国有文化企业欠缺的，面向非国有资本增资扩股，有利于盘活国有文化企业的存量资源，有助于形成企业内部相互制衡的管理体制和经营约束机制，有利于发展混合所有制经济并助推文化产业大发展大繁荣[⑨]。杨成义（2002）对1999—2001年的证券业增资扩股潮做了分析，证券业的增资扩股在当时是在弱市循环周期背景下进行的，他呼吁需要市场环境和投资方的良好配合才能扭转证券业的颓势、走出低谷，认为增资扩股一是可提高证券业的整体抗风险能力，为中国证券业迎接入世后的挑战，提供政策上的有力支持；二是可改变彼时证券市场的竞争格局及运行格局。证券业可能重新洗牌，可能涌现中国的摩根、高盛、所罗门、美邦公司，而没有竞争优势的证券公司可

① 颜占寅．浅析增资扩股及其注意事项［J］．产权导刊，2010a（7）．

② 纪佳．对某高科技公司增资扩股的分析与思考［J］．商业文化月刊，2015（6）．

③ 信托公司增资扩股或上市的应对策略是否正确？［EB/OL］．http：//www.188money.com/news/653.html，2014－02－14．

④ 曹冰玉，彭湘杰．农村信用社增资扩股的产权效应分析［J］．湖南经济管理干部学院学报，2006（3）．

⑤ 雷春柱．对农村信用社增资扩股工作的几点建议［J］．西南金融，2005（7）．

⑥ 朱云．中油仪表有限公司增资扩股的方案与实施［D］．兰州：兰州大学，2010．

⑦ 齐艳平．城市商业银行增资扩股问题［J］．合作经济与科技，2010（15）．

⑧ 杨学军．跨国公司在华增资扩股的动因研究［J］．南方经济，2004（12）．

⑨ 赵东．混合所有制经济下的陕西国有文化企业增资扩股分析［J］．改革与战略，2015（3）．

能会面临淘汰的危险。另外，由于大型证券公司具有很强的研究能力，其运作方向往往具有很强的市场指导意义，因此随着券商的不断做强做大，我国证券市场的运行格局也将发生重大变化[①]。高金余和杜桂清（2004）研究发现，证券公司通过增资扩股，资本实力大为增强，资产规模迅速扩大，产生了一批综合类券商，证券公司可以通过组建金融控股公司、与外资券商合资合作、成立外资参股基金管理公司、进行业务创新等途径来发展壮大，而混合经营是证券公司未来发展的趋势[②]。

关于信托业，目前尚无这方面的研究。我们主要从一些叙述性的报道中粗略整理出尚未经过任何模型推导或计量估计的主观性判断，主要可概括为：限于监管对净资本的考核要求，并随着行业评级和分类监管等监督措施的依次展开，在此背景下，实施增资扩股对信托公司来说，有助于公司拓展业务空间、提升市场份额、增强资源获取实力[③]，提升在行业中的排名和市场地位，取得创新业务展业资格、开展新业务[④]，保持和增强市场竞争力[⑤]、提升市场品牌形象[⑥]、实现转型突围，还可以做大资本为IPO上市夯实基础，也可以引进外资、放大稀释股权比例、降低对经营的干预、改善组织效率；而且大量案例表明，增资越及时、转型越主动，则越有利，将会带来未来创新发展的更多机会[⑦]。

但是也有一些研究认为增资扩股对公司经营影响可能是不利的。朱云（2010）发现，如果没有仔细进行市场评估与企业诊断，也没有完整的业务发展计划，又没有带来价值链互补效应，则增资扩股可能对现有股东无任何益处，既要出钱又摊薄股权，最后沦为“烧钱”闹剧[⑧]。齐艳平（2010）认为，增资扩股如果使股权结构分散化，则起到优化股权结构，提高组织管理效率的正向作用；但如果未做好方案设计和制度设计，造成增资后政府股权或民营股权的“一股独大”，则必然会带来少数人对被投企业的控制，从而造成对经营的干预和效率的损害[⑨]。胡泓（2001）发现，中外合资企业中的外商增资扩股行为具有正负两方向的效应，如果中外双方能够同比例同步增

① 杨成义．券商自主增资扩股意义重大［J］．金融博览，2002（1）．

② 高金余，杜桂清．我国证券公司的增资扩股现状及发展方向［J］．东南大学学报（哲学社会科学版），2004，6（2）．

③ 王鹤．信托公司增资160亿满足风控要求［N］．经济参考报，2016－03－25．

④ 张菲菲．中原信托、北京信托增资2014成信托“增资扩股年”［EB/OL］．第一财经，2014－12－26．

⑤ 张星．68家信托公司竞争力报告：5项深度考评结果首发［N］．理财周报，2014－09－01．

⑥ 刘夏村．信托公司密集增资 提高抵御风险能力［EB/OL］．中证网，2014－03－19．

⑦ 周子崴．从被迫到主动 信托公司增资潮再起［N］．经济观察报，2016－06－13．

⑧ 朱云．中油仪表有限公司增资扩股的方案与实施［D］．兰州：兰州大学，2010．

⑨ 齐艳平．城市商业银行增资扩股问题［J］．合作经济与科技，2010（15）．

资，则双方均能公平地享受成熟期企业所带来的利润；但如果外商单方面增资扩股，便会依据较大的股权比例获取企业利润的大部分，并引致企业管理控制权的外落[①]。

刘学华（2004）对证券业 1999—2001 年增资潮的后续问题做了系统研究，他发现，尽管增资扩股是我国证券公司迅速发展壮大的主要途径，但证券公司增资扩股后，一方面，片面追求利润，在展业过程中大多采取进攻性战略、进行高风险业务操作、往往十分激进，特别是在急剧扩张阶段，多数还没有来得及系统检讨在上轮牛市转熊市时扩张中的得失，就又拿到了大笔新的筹码，正反馈与负反馈交错出现引发混乱和决策冒进并带来损失；另一方面，证券公司所属的金融控股集团基本上对证券子公司中的风险防范机制没有足够认识，导致证券公司不仅没有解决以往自身就存在的业务风险控制不力、挪用客户交易结算资金、超范围经营等老问题，还带来了在短短几年中大股东一股独大，利用关联业务攫取非法利益、损害证券公司和客户利益等新问题。此外，公司内控机制不健全，公司股东利用从证券公司获取的信息，进行内幕交易和操纵市场，不仅难以防范，甚至难以查证[②]。

关于信托业增资的讨论，也有报道认为，信托公司通过增资扩股、引进战略投资者等增加净资本的手段，只能作为缓解目前燃眉之急的权宜之计，无法支撑信托公司继续走粗放型增长的道路。信托业过去那种单纯追求资产规模、市场份额与经营业绩的经营模式和理念已经不可持续，构建行业良性的生态系统成为时代的选择，信托公司必须在诚信、稳健经营基础上，适变应变，走以专业化、特色化、国际化为导向的资产管理和财富管理“双轮驱动”发展之路[③]。至于解决净资本约束，以及应对融资类业务风险资本计提标准高于投资类业务等监管“红线”的根本性方法应是通过人力资源、成立各类子公司等其他策略对项目、团队和资金等资源重新组合配置[④]，调整业务结构，转变盈利模式，实现公司业务产品模式的全面转型，即：以内涵型深耕式发展为指导思想；以主动管理信托资产为基本原则；以净资本管理风险指数为发展导向；以投融资等多种手段组合为竞争优势；以基金化、高附加值、智力密集信托产品线为支撑的全新业务模式[⑤]。但这些定性的探讨尚缺乏理论或实证的验证。

此外，还有一些研究从会计处理和法律实操层面，对增资扩股进行了探索。郑先

① 胡泓．中外合资企业外商增资扩股的综合分析与对策［J］．河南师范大学学报（哲学社会科学版），2001，28（4）．

② 刘学华．证券公司增资扩股后的监管对策［J］．河南商业高等专科学校学报，2004，17（3）．

③ 李民吉．2014 年中国信托业发展报告［N］．中国证券报，2014－12－22.

④ 胡萍．着眼业务长远发展　信托公司竞相增资［N］．金融时报，2015－01－26.

⑤ 胡萍．增资扩股或解燃眉之急　可持续发展需精耕细作［N］．金融时报，2012－11－26.

弘（2008）提出，由于增资扩股的形式、途径多样化，可能会引起投资企业持股比例、享有权益等方面的变化，从而引发有关会计问题。在新会计准则中，对于投资企业享有被投资单位净资产份额发生变化的会计处理，只涉及持股比例不变的情况，未涉及因被投资单位增资扩股等引发投资企业的持股比例下降但其投资额未发生变动的情况。另外，在子公司增资扩股的情况下，母公司享有权益变动以及商誉减值的确认和计量也是需要处理的会计问题①。颜占寅（2010b）提出，在开展增资过程中，需要考虑：（1）纳税问题；（2）是否需要开设验资专户问题；（3）公积金、未分配利润如何转增注册资本问题；（4）募股不足问题；（5）以法定、资本或任意公积金转增注册资本触及财政部和税务总局的有关规定问题②。姜卫东（2012）则研究了外资股权并购国有控股股份有限公司时，股权转让和增资扩股的比较优势及选择使用它们的条件问题③。邵健和黄磊（2012）从项目操作实践和法律规定角度对增资扩股项目运作、资本溢价的处理、引进多家投资方有关同股是否同价等问题提供了措施性建议④。沈立群（2015）探讨了增资扩股的市场化操作模式问题，认为国有企业借助产权市场和交易平台进行公开市场化引资时，引入单一投资者与引入多个投资者在操作上有一定的区别，分别应采取“资格条件入围 + 多轮竞价”模式与“价格为主”的权重竞价模式，这样可以从技术方法上有效解决基于市场公允价值的合理定价问题⑤。

三、信托业增资扩股情况的统计分析

1999 年到 2002 年是信托业的一个“分水岭”。1999 年 2 月，国务院办公厅下发通知拉开了信托业第五次清理整顿的序幕。这次整顿是中国信托业历史上规模最大、措施最严、整治最彻底的清理整顿，通过这一轮整顿，全行业原有的 244 家信托投资公司，绝大多数通过关闭、撤销、破产等方式退出了市场，只保留 60 余家经营状况良好、化解了历史风险的信托投资公司，其特定背景下的力度和意义可与国家现阶段对钢铁等行业开展的“去产能、清理僵尸企业、加速市场出清”相比拟，都带有改革创新和转型升级的自我革新意义，此举一役而化解了信托业历史上长期积累

① 郑先弘．子公司增资扩股的会计处理［J］．财会月刊（会计版），2008（19）．

② 颜占寅．增资扩股再思考［J］．产权导刊，2010b（9）．

③ 姜卫东．外资股权并购国有控股股份有限公司方式的选择——股权转让和增资扩股的比较分析［J］．江苏商论，2012（24）．

④ 邵健，黄磊．国有企业增资扩股运作实践及问题探析［J］．产权导刊，2012（7）．

⑤ 沈立群．增资扩股的市场化操作模式［J］．上海国资，2015（1）．

的金融风险，使信托业甩掉了包袱轻装上阵，为之后的大发展并跃居金融子行业第二位打下了坚实基础。随着 2001 年《中华人民共和国信托法》的出台和 2002 年《信托投资公司管理办法》与《信托投资公司资金信托计划管理暂行办法》（即“旧两规”）的颁布与实施，信托法律体系与监管框架得以初步确立，信托业开始回归主业并走上规范化发展轨道。

因此，本节简要回顾了 2003 年信托公司陆续开始年报披露以来，信托业增资扩股的总体情况，并做了初步的统计分析。

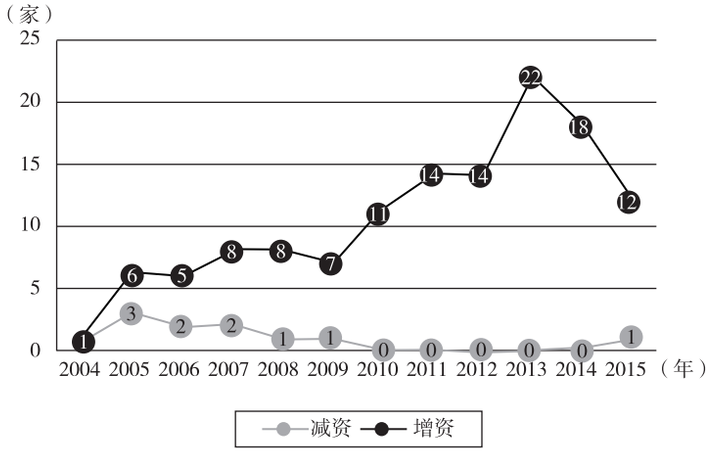


图 1　信托业增减资公司年度变化情况

自 1999 年至 2003 年先后完成清理整顿和重新登记后，恰逢“一法两规”的出台，国内信托公司获得了良好的发展环境和政策条件。如图 1 所示，自 2004 年中海信托首次增资扩股迈出行业第一步开始，至今已有 61 家信托公司进行了重组，共开展了增资扩股 127 家次。截至 2015 年末，几乎所有的信托公司完成了一轮增资扩股，大部分信托公司完成了两轮、三轮增资扩股，部分公司增资扩股甚至已进行了四轮、五轮。如图 2 所示。对比图 1 和图 2 可知，信托业大体上有过三轮密集增资潮，分别是 2004 年后的 2005—2008 年，2009 年后的 2010—2011 年，2012 年后的 2013—2015 年。

其中，又以第 1 轮热潮时的行业增资与个别公司减资同时并存最为鲜明，当然 2015 年个别公司的减资又开始露头。这一方面可能是始自 1999 年的第五轮清理整顿的余波未息，另一方面可能是信托业一别过去以自营和实业直投为主业的“不务正业”转而回归主业开展“受人之托、代人理财”业务后，部分公司转型遇阻，只好瘦身以适应新业务和新监管的自然之举。

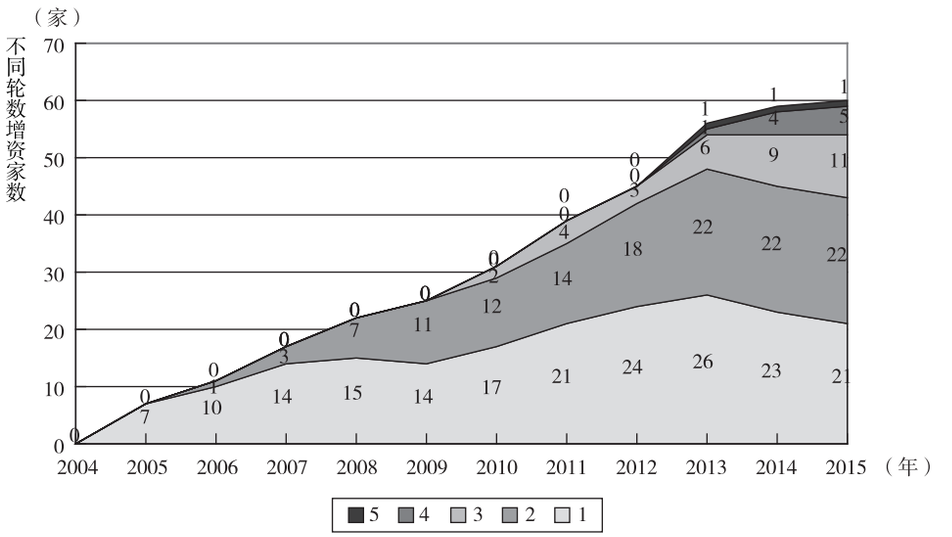


图 2　信托业进行过不同轮数增资的公司年度变化情况

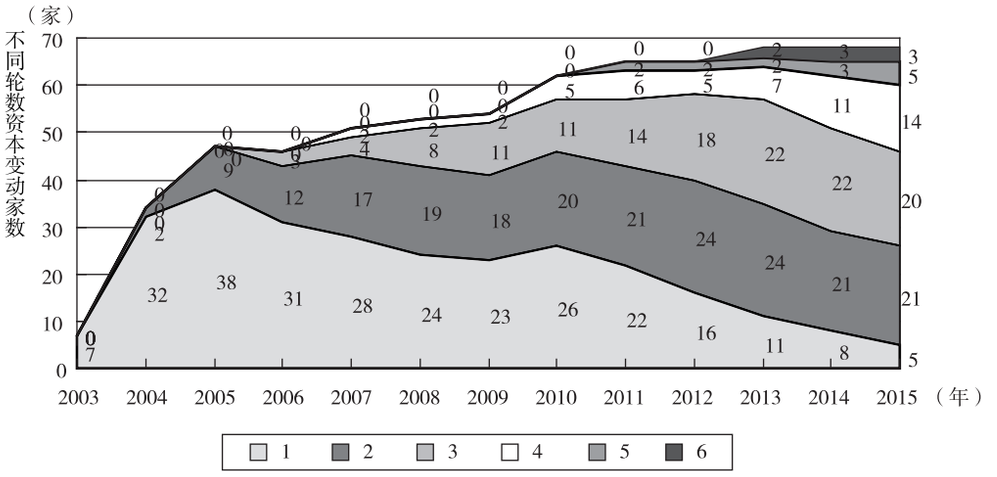


图 3　信托业进行过不同轮数资本变动的公司年度变化情况

将增资和减资数合并统计并作图 3 加以展示。与图 2 对比可看出，截至 2015 年末，进行过 4 轮增资的公司有 2 家曾经还进行过一轮次减资；进行过 3 轮增资的公司有 1 家曾经还进行过 1 轮次减资；进行过 2 轮增资的公司有 4 家曾经还进行过 1 轮次减资；进行过 1 轮增资的公司有 2 家曾经还进行过 1 轮次减资。总体而言，减资公司家次数相对资本变动家次数的比例为 9.5%[①]，反映了信托公司对市场的反应相对积极、更市场化一些，信托业资本状况整体是良性和富有弹性的。同时，增资仍旧是信

① 湖南省信托有限责任公司曾进行过 3 轮减资，为唯一特例。

托业重新登记并分业经营后的主旋律。因此，如无特别说明，本文以下研究将仅围绕增资情形展开。

仅就增资而论，从图2可以看到，截至2015年末，共计有21家只进行过1轮增资，22家进行过2轮增资，11家进行过3轮增资，6家进行过4轮增资，1家进行过5轮增资。

表1　　信托公司注册资本的7级分层与年度迁移走势

资本 / 年份	5亿元以下	5亿~10亿元	10亿~20亿元	20亿~30亿元	30亿~50亿元	50亿~100亿元	100亿元（含）以上	行业均值（亿元）	行业中位数（亿元）
2003	1	3	3					8.63	5.80
2004	12	12	7	3				8.41	5.09
2005	16	17	11	3	1			8.70	5.63
2006	13	15	14	3	1			9.41	6.08
2007	15	14	17	3	1			9.41	5.82
2008	11	15	22	3		1		10.54	9.40
2009	9	15	25	3	1	1		11.19	10.00
2010	8	15	30	7	1	1		12.06	11.18
2011	7	11	32	12	1	1		13.49	12.00
2012	5	11	32	13	3	1		14.67	12.30
2013	4	7	34	17	5	1		16.42	14.50
2014	3	7	26	21	7	3	1	20.39	17.61
2015	2	5	26	18	12	2	3	24.30	20.00

信托公司的资本金是其经营的基础，也是决定其业务能力和抗风险能力的最主要因素。经过三波增资扩股潮和其他年份的个别性增资案例，信托公司资本实力不断升级，规模大为增强。如表1所示，将68家信托公司依照注册资本金体量由小到大的7个级档[①]进行分层可以看到，截至2015年末，共有2家低于5亿元，5家介于5亿元和10亿元之间，26家信托公司注册资本金介于10亿元和20亿元之间，18家注册资本金介于20亿元和30亿元之间，12家介于30亿元和50亿元之间，2家介于50亿元和100亿元之间，3家100亿元及以上。全部信托公司的注册资本金中位数轨迹从2003年的5.8亿元经过整顿余波和短暂不适应引起的减资降至2004年的5.09亿元后，大体上呈现逐步升级走高的趋势，在2006年达到阶段新高的6.08亿元后，一路

① 依照资本金低于5亿元、5亿~10亿元、10亿~20亿元、20亿~30亿元、30亿~50亿元、50亿~100亿元和100亿元及以上将全部信托公司加以归类，一共为7级分层。也有所谓5级分类分层的统计方法。如无特别说明，本文均采用注册资本7级分层的统计方法。

升至2015年20亿元，短短十年翻了两番之多。信托行业平均的注册资本规模则从2003年的8.63亿元短暂降至2004年的8.41亿元后，一路升至2015年的24.3亿元，接近2004年的3倍。

表2　　信托行业增资总量、平均数及其分化程度

年份	行业增资金额合计（亿元）	行业增资金额均值（亿元）	行业增资金额分化程度（亿元）	行业平均增资幅度（%）	行业增资幅度分化程度（%）
2004	2.00	0.33	374.17	7.12	24.47
2005	19.58	0.58	498.36	9.09	28.10
2006	25.25	0.57	317.59	10.92	40.36
2007	16.70	0.37	334.52	5.54	18.37
2008	57.85	1.16	380.88	16.68	53.69
2009	40.14	0.77	493.24	17.57	91.43
2010	71.41	1.35	231.02	19.50	47.03
2011	109.68	1.77	205.65	29.57	67.39
2012	94.01	1.49	244.78	20.30	49.06
2013	126.55	1.95	179.81	20.01	37.86
2014	269.97	3.97	312.66	30.28	97.73
2015	266.00	3.91	366.04	23.13	70.88

就信托全行业增资合计绝对数额而言，整个行业近10年无疑经历了超高速的成长，从2004年34家有披露的合计2亿元增资，到2005年48家有披露的合计近20亿元增资，再到2008年52家有披露的合计57.85亿元增资，以及到2009年受国际上“次贷”危机影响54家有披露的增资合计仅有40亿元，随后到2010年62家有披露的合计71.41亿元，从2010年开始直到2015年，合计增资金额从62家有披露的近110亿元，最终扩大到2015年68家有披露的266亿元，获披露的行业注册资本金增长了133倍。

考虑到年报披露口径一直在变，观测行业平均增资金额和增幅更为精确，如表2所示，行业平均增资金额从2004年时的3300万元上升到2014年的3.97亿元，平均增幅超12倍。

如果将行业注册资本金平均增幅分解到各年，也可看到10年来，除个别年份外，呈加速增长态势，从2004年的7%增速提升至2006年的近11%，在2007年出现短暂回落后，大体上持续加速上升，到2010年增速达到近20%，随后除2014年的爆炸式增长外大体维持在20%以上水平。

考虑到行业内部在增资上判断不一、决策分化，我们还测算了行业增资金额和行业增资幅度的分化程度。行业增资金额分化最严重的是2005年和2009年均为国内关于经济走势发生分歧的时点，而2013年则为行业分化程度最小年份，当时增资在信托全行业成为共识，2010年至2013年是行业分化程度次之的年份，显示2010年以来，信托行业增资出现集体普增、轮番追增的“羊群效应”现象。

历史上的1999年到2003年在中国证券行业也曾出现过类似的情形，在那之后，证券公司群体和证券行业资本实力大增，资产规模迅速膨胀，一批综合类证券公司应运而生。证券业自那以后从附属于银行或信托公司的一个部门或子公司的总体格局成功实现蜕变，最终正式成为金融行业的第二大子行业（后于近几年被信托行业赶超，按照上述增资走势图表及图4显示的数据，正好是在信托行业通过数轮增资潮后实力大幅增强的时间段）。

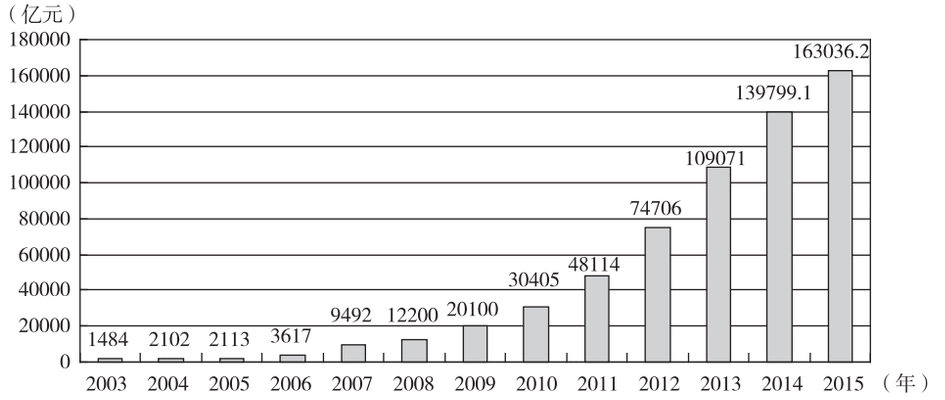


图4　信托资产规模

四、信托业增资扩股效果的实证研究

（一）模型方法

本文使用双重差分模型方法来估计增资扩股对信托公司经营绩效变动的效应。基本的计量方程设定如下：

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_2 \times Event_{it} + \beta_2 \times DID_i t + \beta_3 \times Group_i + \beta_4 \times X_{it} + \gamma_t + \varepsilon_{it} \qquad (1)$$

在（1）式中，Y_{it}表示信托公司i第t期的经营绩效（为多维度考察，我们分别使用净利润、ROC、人均利润、营业收入、信托报酬率、管理信托资产规模等指标作为代理变量）。$Group_i$是增资扩股组别哑变量，当信托公司i在样本期内实施了增资

扩股则取1，并称其所在组为“实验组”；当信托公司 i 未进行增资扩股则取0，并称其所在组为“对照组”。其中，“对照组”公司的选取方法参照主流文献的做法，从地理位置位于或发达程度和地理位置最接近“实验组”信托公司注册地省市的有信托公司注册的省市中，选取与其在样本时点[①]注册资本金水平最接近（也就是处在7级档分层最邻近、因而发展阶段最接近）的、同时增资扩股轮数少于该信托公司增资轮数的公司作为其“对照组”公司，其成对分组结果与依据详见表3。$Event_{it}$ 是实验发生哑变量，当信托公司 i 属于“实验组”时，如果第 t 期增资扩股得以实施则取1，若第 t 期尚未完成实施则取0；而当其属于“对照组”时，则仿照医学自然实验中的安慰剂效应（placebo effect）原理，采取与其最接近的“实验组”信托公司相同的赋值，当其相对应的“实验组”公司第 t 期该指标取1时，同样也取1，当其取0时，也同时取0。DID_{it} 是双重差分指标，它是 $Group_i$ 和 $Event_{it}$ 的交叉项，用来识别和精确评估增资扩股对信托公司经营绩效的影响。X_{it} 代表其他可能影响该信托公司经营绩效的主要控制变量，包括公司滞后一期的注册资本规模、公司展业区位（部分反映市场空间和市场结构等因素的影响）、公司员工规模等；γ_t 代表各信托公司的非观测效应，用以控制观测不到且不随时间而变化的异质性；ε_{it} 是随机扰动项，假定它的期望值为零，无序列相关，但可能会有异方差。

一项有共性的企业决策（或决定）对市场上或行业内的某些企业群体产生了影响而对另外一些群体没有产生影响或影响很小时，我们可以类比“自然实验”，即对某些样本做了处理，形成实验组；同时样本中未被处理的个体构成对照组。在本文中，如果把实施增资扩股看作一项自然实验，那么通过对比实验组和对照组，就可以相对准确地评价出增资扩股对于信托公司经营绩效变动的影响。

在使用双重差分模型中，需要注意以下两个问题：第一，“自然实验”的外生性问题，因为双重差分模型要求“自然实验”必须是严格外生的，而且实验组和对照组的分配是随机的。但在现实中，以企业和市场为对象所进行的实验想要保证其随机性非常困难，以增资扩股为例，做出这一决策并诉诸实施并非是随机的，而是信托公司内部在董事会等治理结构和国资监管体系下经过严密的论证及完成全部的流程后加以敲定和实施的。

对此，本报告从信托业协会网站取得了28个省、自治区和直辖市所辖的信托公

① 本文选取信托业出现大面积增资潮的2012年作为样本时点。在后面的回归估计中，作者还替代性地采用了2005年和2009年作为样本时点，对应的回归结果是相互一致的。

司数据，这28个省、区、市分布在中国的不同地理位置，而且在设置对照组[①]时，考虑了就近的因素，例如上海的某家信托公司实施了增资扩股，将与之最临近的另一家上海未实施增资扩股的信托公司作为其对照组。通过以上的处理，可以近似模拟出“自然实验”随机分组的效果。这种划分体现在表3中。第二，实验不满足“外生性”条件可能导致模型估计失效的问题。以本文为例，实施增资扩股的公司可能会发生并购重组或交叉持股换股等，并因而使增资扩股效应向未实施增资的公司外溢，所幸这种情况截至2015年末在本文的全部68家样本公司中近乎罕见。另一种情况，实施增资扩股的公司实施了多总部制，并获得多个省市政府方面的资源与支持，由于中国信托牌照稀缺性与属地监管等金融体制的特殊性，省市间信托展业尚且存在激烈的竞争，在文中28个省、区、市地方国资和银监部门难以见到此种既无激励动机又不太合规的情形。综合认为，实验不满足“外生性”条件的问题相对不严重，基本可以忽略不计。

（二）数据来源

本报告所用数据取自全部68家信托公司已发布的年报披露数据，涉及在安徽、北京、福建、甘肃、广东、贵州、河北、河南、黑龙江、湖北、湖南、吉林、江苏、江西、辽宁、内蒙古、青海、山东、山西、陕西、上海、四川、天津、西藏、新疆、云南、浙江、重庆共28个省、区、市注册的安徽国元信托有限责任公司、建信信托有限责任公司、北京国际信托有限公司、国民信托有限公司等全部68家信托公司从2003年到2015年的数据。其中，中泰信托有限责任公司等37家信托公司在此期间实施增资扩股或较对标更积极开展了增资扩股，被列入“实验组”，期间未曾实施过增资扩股或不及对标更积极开展增资扩股的另外的信托公司样本，被列入到“对照组”里。

下面列出的是模型中变量所代表的含义及其样本数据的统计特征。主要变量如下。

（1）Y_{it}：信托公司i第t期的经营绩效，分别使用净利润、ROC、人均利润、营业收入、信托报酬率、管理信托资产规模等指标表示。

（2）$Group_i$：是否实验组，增资扩股组别哑变量，增资的公司取1，未增资的公

① “实验组”里每家信托公司一定对应一家“对照组”信托公司作为参照系，其选定方法为：按照地理位置位于或至少发达程度和地理位置最接近该“实验组”信托公司注册地的有信托公司注册的省市中选取与该“实验组”信托公司在样本时点注册资本金水平最接近（也就是处在7级档分层最邻近、因而发展阶段最接近）的、同时增资扩股轮数少于该信托公司增资轮数的方法选出公司作为其“对照组”公司。由于“实验组”里个别省市的个别公司按照三个条件同时满足的方法无法找到专属配对的对标公司，则采取主流文献的“样本分拆分享”做法，与“实验组”其他公司共享一家“对照组”公司，这家对标公司正好对这几家“实验组”公司的三个条件的要求都符合。存在样本分拆分享情形的经测算只占到总样本的4.41%。

司取0。

（3）$Event_{it}$：是否已实施增资，实验发生哑变量，增资公司在增资前取0，增资后取1，未增资的取值与其接近的增资公司相同。

（4）DID_{it}：等于 $Group_i \times Event_{it}$，代表“增资效果”的变量。

（5）$X_i t$：影响该信托公司经营绩效的主要控制变量，包括公司滞后一期的注册资本规模、公司展业区位（部分反映市场空间和市场结构等因素的影响）、公司员工规模。

（6）γ_t：年份虚拟变量，当样本数据时点处于对应年份时取1，为其他年份时取0。

表3　　各主要变量的统计特征

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
增资轮数	744	1.83	1.24	0	5
减资轮数	744	0.19	0.50	0	3
变资轮数	744	2.02	1.29	0	5
注册资本在5亿元以下	744	0.14	0.35	0	1
注册资本为5亿~10亿元	744	0.24	0.43	0	1
注册资本为10亿~20亿元	744	0.40	0.49	0	1
注册资本为20亿~30亿元	744	0.16	0.37	0	1
注册资本为30亿~50亿元	744	0.04	0.21	0	1
注册资本为50亿~100亿元	744	0.01	0.12	0	1
注册资本在100亿元以上	744	0.01	0.07	0	1
增资金额（万元）	662	16731.56	68167.14	-50151	1036127
增资比例	662	18.27	60.13	-33	733
$Group_t$ 是否实验组（1：增资组；0：未增资组）	744	0.51	0.50	0	1
$Event_{it}$：是否已实施增资（分段值点代表增资发生的时点）	744	1.24	1.16	0	5
DID_{it}：增资效应双重差分估计量	744	0.63	1.03	0	5
注册资本（万元）	744	137500.90	125504.60	30000	1280000
营业收入（万元）	740	91919.24	174324.40	-12288	2627144
净利润（万元）	736	41817.25	56381.64	-16489	498763
人均利润额（万元）	677	247.58	212.41	-543	966
年管理资产规模（万元）	734	8742214.00	13600000	1013	110000000
ROC（%）	689	15.00	11.55	-63	98
信托报酬率（%）	607	0.93	0.78	-5	7
员工数（人）	722	136.90	110.96	19	973
主要在东部展业	744	0.59	0.49	0	1
主要在中部展业	744	0.19	0.40	0	1

注：增资轮数指的是截至2015年末样本信托公司的增资次数，未曾增资赋值0，以此类推，最多有增资5次的赋值5。

（三）计量结果报告与分析

这部分报告了基于面板数据的双重差分模型方法所做的关于增资扩股对信托公司经营绩效作用的估计结果。表4第（1）至第（3）列报告了增资扩股对信托公司净利润影响的双重差分模型的基础估计结果。在表中，第（3）列是控制了与第(2）列同一组解释变量、分别运用固定效应和随机效应模型设定形式后、通过Hausman检验结果采纳了固定效应模型设定形式得到的回归结果[①]。

从第（1）至第（3）列结果可以看出，DID变量代表的增资净效应统计显著，且系数为正，以第（3）列估计系数结合表4平均数代入模型方程得出，同等条件下实施增资扩股比不这么做能够使企业净利润平均增长21.3%左右。

表4　　增资扩股对信托公司净利润的作用效果：双重差分估计及稳健性检验

	因变量：Y（净利润）					
解释变量	双重差分基础估计			稳健性检验		
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
	OLS	OLS	FE	Panel－GLS	Panel－GLS	Panel－GLS
增资净效应	4708 *	4531 *	8939 ***	4708 *	14361 ***	4531 *
	（2453）	（2414）	（2586）	（2438）	（3053）	（2378）
是否实验组	－11244 **	－9624 **		－11244 ***	－18413 ***	－9624 **
	（4372）	（4312）		（4345）	（5204）	（4248）
是否已实施增资	4333 **	250.7	－1897 *	4333 **	2666	250.7
	（1784）	（1961）	（2628）	（1772）	（2509）	（1932）
滞后一期注册资本	0.223 ***	0.225 ***		0.223 ***		0.225 ***
	（0.018）	（0.018）		（0.018）		（0.017）
主要在东部展业	9074 **	7665 **		9074 **		7665 **
	（3699）	（3640）		（3676）		（3586）
主要在中部展业	－8351 *	－6729		－8351 *		－6729
	（4472）	（4393）		（4444）		（4328）
全部员工数	148.0 ***	132.6 ***		148.0 ***		132.6 ***
	（15.7）	（15.9）		（15.6）		（15.6）
常数项	－12512 ***	－26029 ***	42429 ***	－12512 ***	16395	7516
	（4413）	（6841）	（7557）	（4386）	（19941）	（6907）

① 根据所得到的p值，Hausman检验零假设被拒绝，这意味着应采用固定效应的模型设定形式。

续表

	因变量：Y（净利润）					
解释变量	双重差分基础估计			稳健性检验		
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
	OLS	OLS	FE	Panel – GLS	Panel – GLS	Panel – GLS
年份效应	未控制	控制	控制	未控制	控制	控制
样本数	644	644	644	644	736	644
R 的平方	0. 56	0. 59	0. 51			
Hausman 检验 p 值	—	—	0. 0004	—	—	—
Wald 检验 p 值	—	—	—	0. 0000	0. 0000	0. 0000

注：（1）本表中括号内的数字均为 t 值，***、** 和 * 分别代表双尾检验在 1%、5% 和 10% 上显著。（2）* 代表估计系数即使在 15% 水平上也不显著，这可能是由于加入年份虚拟变量后，估计结果出现了多重共线性，此时的系数估计值也相对小，其负作用几乎可忽略不计。（3）本表中年份效应指将年份虚拟变量作为解释变量加入回归以控制年度宏观或行业环境因素的影响。（4）Hausman 检验或 Wald 检验报告结果是 p 值。

注册资本滞后一期变量对净利润的影响始终显著为正，这在考虑了增资净交叉效应的情形下意味着增资决策是在注册资本增加会显著提升公司利润时做出的，体现了增资决策的“利润理性”或者“经营绩效导向（或业绩导向）下的结果理性”行为特征。

在考虑了增资年份效应的情形下，二者交叉效应的大小和显著程度随时间递减，这意味着如果以晚增资的公司为参照系的话，那些早于行业增资潮先行实施增资的公司收获了增资正效应数量上的一个正的时间级差（见表 5），这个级差就其实际意义而言可以称为增资决策的“先动租”；而年份越晚采取的增资决策则越带有明显的补偿性特征，无法像行业领先公司那样获得级差明显的“先动租”，而只是基本追平了前者，这与部分媒体的观察报道（“信托公司的主动增资将会带来未来发展的更多机会”）也是一致的[①]。但由于信托业各家公司的增资不是一次性的，而是带有轮动式的竞相增资特色，这就表明，增资决策的“先动租”随着行业平均注册资本规模的逐渐扩张而趋于不断衰减。行业最终会达到一个规模和注册资本处于几个档级水平的信托公司群分别处于阶段性平衡的弱稳定状态。

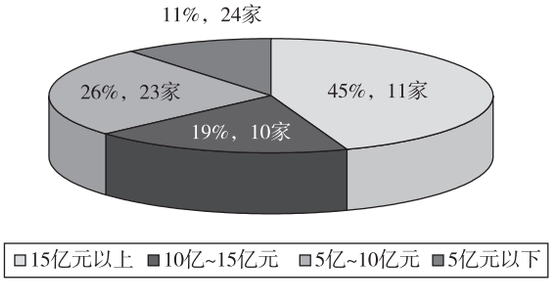
① 周子崴．从被迫到主动 信托公司增资潮再起［N］．经济观察报，2016 – 06 – 13.

表 5　　增资对信托公司净利润影响与年份的交叉效应

增资年份交叉效应	双重差分基础估计		稳健性检验	
	系数 p	t 值	系数 p	t 值
DID * _ Iyear_ 2004	-57105.5	-4.32	-42498.8	-3.28
DID * _ Iyear_ 2005	-63202.6	-8.12	-48772.4	-6.74
DID * _ Iyear_ 2006	-57621.5	-7.7	-43744	-6.3
DID * _ Iyear_ 2007	-31373	-4.42	-18264.7	-2.75
DID * _ Iyear_ 2008	-42409.4	-6.37	-30247.5	-4.86
DID * _ Iyear_ 2009	-41634.9	-6.58	-30557.3	-5.12
DID * _ Iyear_ 2010	-38794	-6.53	-28637.8	-5.05
DID * _ Iyear_ 2011	-32362.5	-5.91	-23917.4	-4.54
DID * _ Iyear_ 2012	-21016.8	-4.12	-14349.3	-2.87
DID * _ Iyear_ 2013	-12859.7	-2.74	-8623.32	-1.83
DID * _ Iyear_ 2014	-7541.69	-1.68	-5605.69	-1.23

注：该结果是在控制所有解释变量运用随机效应模型所取得的，因为 Hausman 经验未拒绝。其他设定形式结果也大体显著，其递减趋势是基本一致的。

为了进一步验证这一结论，报告考察和对比分析了信托业第三轮增资潮尾声时的 2015 年相比 2014 年增资高潮时的市场动态。根据 Wind 统计的 68 家信托公司 2015 年度财务数据，与其他金融业相比，信托行业市场竞争格局基本稳定。从净利润角度考察发现，排名前 11 位的公司净利润之和占整个行业的 45%，2014 年为 43%；排名后 24 位的公司仅占整个行业的 11%，与 2014 年占比（11%）相同。这与前面的回归结果是一致的，表明相对于那些早于行业增资潮先行实施了增资的信托公司来说，追随行业大流实施的补偿性增资在行业内没有收获效应显著的所谓“先动”带来的级差租，而仅仅只是一种管理学上所谓的“保留效应”，即补偿性的增资即使实施，也只是维系了市场份额、排名等市场地位的相对不变，或者再保守点说，避免了其相对地位的滑落。



注：占比数据存在四舍五入。

图 5　信托业 2015 年市场格局（净利润维度）

同时，主要在东部展业（注册地在东部）对净利润也有显著提升作用。而员工规模越大对信托公司净利润同样有正向作用，且统计上显著，说明信托业属于劳动密集型产业，人才是信托公司的核心资源。

关于双重差分模型的模型设定形式其实主要有两类：第一类就是如表4第（1）至第（3）列及背后所使用的模型设定形式，即使用面板数据进行决策实施效果估计，主要可采用固定和随机效应模型进行估计测算。第二类就是如表4第（4）至第（6）列那样，将同一样本不同时间点的抽样，按照一次差分，处理掉固定效应（组间差异），然后，由于决策实施后有些是实验组，有些不是实验组，将数据依照是否实施了此决策进行第二次手动差分，处理掉组间差异，剩下的就是该决策的真实效果。其本质是将面板数据处理成为混合数据，进而成为截面数据，进行决策效果的分析。因此，以这样的方法所做的估计是对前面采用面板数据和对应模型方法所得估计结果的稳健性检验。

考虑到原始样本数据实际上存在着的组内跨期性和组间异质性对回归结果可能带来的影响，我们采用了以GMM估计为核心方程的两阶段最小二乘法和面板广义最小二乘法模型进行回归估计。

从表4第（4）至第（6）列可以看出，DID变量代表的增资净效应统计上显著，且系数为正，以第（6）列估计系数结合表3平均数代入模型方程得出，同等条件下实施增资扩股比不这么做能够使企业净利润平均增长10.84%左右。注册资本滞后一期变量、主要在东部展业以及员工规模对净利润的影响始终显著为正，且统计上显著。

从表4各列可以看出，稳健性检验结果与基础回归结果是一致的，进一步验证了我们在基础估计的结论判断。

在此基础上，参照表4，将ROC（资本利润率）等多项替代性指标放入模型以考察增资扩股对信托公司经营绩效的效应。在考察对ROC（资本利润率）的影响时发现，同等条件下实施增资扩股比不这么做能够使企业ROC平均增长18.31%左右[①]。在考察对人均利润的影响时发现，同等条件下实施增资扩股比不这么做能够使企业人均利润平均增长18.65%左右[②]。在考察对营业收入的影响时发现，同等条件下实施

① 文中列出的是稳健性检验估计值，基础模型的估计值是20.67%左右。

② 文中列出的是稳健性检验估计值，基础模型的估计值是14.73%左右。

增资扩股比不这么做能够使企业营业收入平均增长13.68%左右[①]。

注册资本滞后一期变量对人均利润的影响显著为正，这在考虑了增资净交叉效应的情形下意味着增资决策是在注册资本增加会显著提升公司利润时做出的，体现了增资决策的“业绩导向下的结果理性”行为特征，这与前面的净利润回归结果是一致的。

注册资本滞后一期变量对ROC的影响虽然为负并统计显著，但其大小几乎可忽略不计；在考虑了增资年份效应的情形下，二者交叉效应的大小和显著程度随时间递减，这意味着年份越晚采取的增资决策带有明显的补偿性特征。

在考虑了增资年份效应的情形下，二者交叉效应大致为正[②]，其大小和显著程度随时间递减，这意味着年份越晚采取的增资决策则越带有明显的补偿性特征，与前面的净利润回归结果是一致的。

主要在东部展业对人均利润也有显著提升作用，这与前面的净利润回归结果是一致的；但是所不同的是，西部地区展业的信托公司在人均利润上要大于中部地区，鉴于信托行业的灵活性和适应性的制度红利优势以及在满足融资需求方面的市场化程度相对较高，这种两边高、中间低可能折射出了国家战略导向下“中部塌陷”的无奈事实。

但在考察对反映信托主动管理能力的信托报酬率指标的影响时发现，DID变量代表的增资净效应系数为正，可统计上不显著，反映了同等条件下实施增资扩股与不这么做的企业之间在信托报酬率上没有显著差异和级差[③]。而注册资本滞后一期变量、主要在东部展业以及员工规模等指标对信托报酬率的作用也不显著。这些或许表明，增资并不能自动提高信托公司的主动管理能力。主动管理能力与规模并不自然成正比，也同区位优势无关。信托公司要提升主动管理能力还需考虑其他因素。而信托公司增资的主要动机仍是基于盈利而非提升主动管理能力做出的，带有明显的“业绩结果导向下的理性”特征。

表6第（1）至第（3）列报告了增资扩股对信托公司管理资产规模影响的双重差分模型的基础估计结果。第（3）列是控制了与第（2）列同一组解释变量、分别运用固定效应和随机效应模型设定形式后、通过Hausman检验结果采纳了固定效应模

① 文中列出的是稳健性检验估计值，基础模型的估计值是38.5%左右。

② 感兴趣的读者可以向笔者索取结果，email：luokai@gsm.pku.edu.cn。

③ 文中说的是稳健性检验估计情形，基础模型的估计值是13.66%左右，且统计显著。

型设定形式得到的回归结果。从第（1）至第（3）列结果可以看出，DID 变量代表的增资净效应统计显著，且系数为负。

表 6　　增资扩股对信托公司管理资产规模的作用效果：双重差分估计及稳健性检验

	因变量：Y（管理资产规模）					
解释变量	双重差分基础估计			稳健性检验		
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）
	OLS	OLS	FE	Panel – GLS	Panel – GLS	Panel – GLS
增资净效应	– 1506522 **	– 1331345 *	– 2773689 ***	– 1506522 **	– 608904	– 1331345 *
	（730848）	（698063）	（721124）	（726323）	（705543）	（687753）
是否实验组	1819895	2055891 *		1819895	– 192437	2055891 *
	（1288922）	（1233394）		（1280941）	（1192155）	（1215178）
是否已实施增资	3458272 ***	1296320 **	– 1025514	3458272 ***	1965920 ***	1296320 **
	（536593）	（572627）	（684572）	（533271）	（585619）	（564169）
滞后一期注册资本	22. 79 ***	23. 66 ***		22. 79 ***		23. 66 ***
	（5. 29）	（5. 05）		（5. 26）		（4. 98）
主要在东部展业	2632276 **	1843418 *		2632276 **		1843418 *
	（1083859）	（1035994）		（1077148）		（1020692）
主要在中部展业	588571	1182785		588571		1182785
	（1316666）	（1255178）		（1308513）		（1236639）
全部员工数	46982 ***	37811 ***		46982 ***		37811 ***
	（4643）	（4561）		（4614）		（4493）
常数项	– 6519828 ***	– 7303261 ***	12872051 ***	– 6519828 ***	817425	5513326 ***
	（1302748）	（1968701）	（2132533）	（1294681）	（4556637）	（1993447）
年份效应	未控制	控制	控制	未控制	控制	控制
样本数	648	648	648	648	734	648
R 的平方	0. 41	0. 48	0. 61	.	.	.
Hausman 检验 p 值	—	—	0. 0020	—	—	—
Wald 检验 p 值	—	—	—	0. 0000	0. 0000	0. 0000

注：（1）本表中括号内的数字均为 t 值，***、** 和 * 分别代表双尾检验在 1%、5% 和 10% 上显著。（2）本表中年份效应指将年份虚拟变量作为解释变量加入回归以控制年度宏观或行业环境因素的影响。（3）Hausman 检验或 Wald 检验报告结果是 p 值。

在考虑了增资年份效应的情形下，二者交叉效应大致为正，其大小和显著程度随时间递减，这意味着如果以晚增资的公司为参照系的话，那些早于行业增资潮先行实施增资的公司收获了增资正效应数量上的一个正的时间级差[①]，这个级差就其实际意

① 感兴趣的读者可以向笔者索取结果，email：luokai@ gsm. pku. edu. cn。

义而言可以称为增资决策的“先动租”；而年份越晚采取的增资决策则越带有明显的补偿性特征，无法像行业领先公司那样获得级差明显的“先动租”。由于对管理资产规模的效应来说，越晚增资不仅级差为负，而且绝对效应也为负，这可能意味着，相对于那些早于行业增资潮先行实施增资的行业领先信托公司来说，晚增资的公司面临行业竞争激烈化和经济下行的市场总体环境，相对而言已很难收获前者所获得的那种所谓的“先动租”，与前者的差距只会是越拉越远，这与部分媒体的观察报道（“信托公司的主动增资将会带来未来发展的更多机会”）也是一致的[①]。

表6第（4）至第（6）列报告了使用两阶段最小二乘法和面板广义最小二乘法模型方法所做的估计，作为对前面采用面板数据和对应模型方法所得估计结果的稳健性检验。从表6第（4）至第（6）列可以看出，DID变量代表的增资净效应统计上显著，且系数为负，进一步验证了前面基础回归的结论。

为了进一步验证这一结论，报告考察和对比分析了信托业第三轮增资潮尾声时的2015年相比2014年增资高潮时的市场动态。根据用益信托观察统计的68家信托公司2015年度管理资产规模数据，与其他金融业相比，排名前13位的公司信托资产规模占整个行业的39%，2014年这一指标值为48%；排名后18位的信托公司仅占整个行业的6%，与2014年占比相同。信托公司两极分化现象较为明显，但集中度有所下降，尤其是信托资产规模的集中度下降明显。这与前面的回归结果是一致的，表明先行增资对信托公司扩张管理资产规模来说，其先动租的级差最为明显；反之，补偿性的增资在行业内没有先动租，而仅仅只是一种管理学上所谓的“保留效应”，即补偿性的增资即使实施，也只是维系了市场份额、排名等市场地位的相对不变，或者再保守点说，避免了其相对地位的滑落。

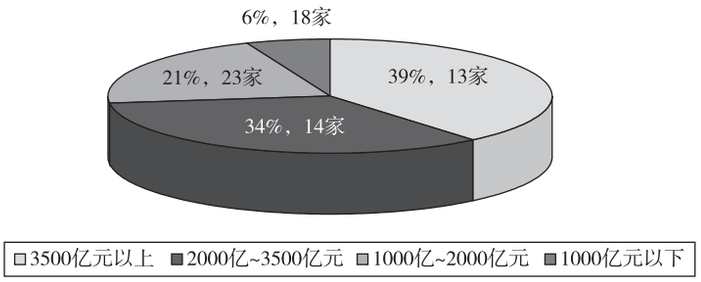


图6　信托业2015年市场格局（管理资产规模维度）

① 周子崴．从被迫到主动　信托公司增资潮再起［N］．经济观察报，2016－06－13.

注册资本滞后一期变量对信托公司管理资产规模的影响始终显著为正，这在考虑了增资净交叉效应的情形下意味着增资决策是在注册资本增加会显著提升公司管理资产规模时做出的，体现了增资决策的“业绩导向下的结果理性”特征。

主要在东部展业对信托公司管理规模的影响大体上统计显著，且系数为正；主要在中部展业的系数也为正，但统计上不显著；大致来看，管理资产规模在一定程度上具有区位差异，这可能与资源和机会的经济地理分布有关。同时，员工规模越大，对信托公司管理资产规模同样有正向作用，且统计上显著，说明信托业属于劳动密集型产业，人才是信托公司的核心资源。

从表 5 各列可以看出，稳健性检验结果与基础回归结果大体上是一致的，进一步验证了我们在基础估计的结论判断。

五、结论与政策建议

本报告利用 68 家信托公司 2003 年至 2015 年的年报面板数据，针对增资扩股与信托公司经营绩效间的关系做出了较系统而深入的研究。由于各自特殊的公司情况，增资扩股没有在所有信托公司都实施，实施的时间有早有迟，增资的次数也不尽一致，这就造成了同一家公司的经营绩效在增资前后不同，而同一时间实施增资的信托公司的经营绩效和未实施的也不同，利用双重差分模型方法能够有效识别和评估增资对信托公司经营绩效的影响效果。

研究发现：增资扩股对管理资产规模没有显著的促进效果，但公司的净利润、ROC、人均利润和营业收入均实现提升；增资对于那些注册地在东部、主要在东部展业的以及员工数多的信托公司经营绩效的促进作用相对更大。囿于对信托公司股权结构面板数据的缺乏，对增资影响信托公司经营绩效的作用机理还有待进一步观察和研究。

根据本报告的研究结论，对信托公司提出三点策略建议：

第一，增资后，企业短期内自营收入贡献度上升，信托主营业务在收入和利润中的贡献率有所下降，信托公司经营层将面临监管对“主业偏离厌恶”和股东对“利润偏离厌恶”两种偏好间的潜在和直接冲突所带来的巨大压力，信托公司须仔细进行市场评估与企业诊断，制订完备有约束力的业务发展计划，严格挑选新股东并对原股东基于增资前价值链和资源贡献度提出股比升降考核要求，放大协同效应和互补效应，推动股权结构分散化或善意行使实际控制权，避免少数人控制带来对公司经营的

过度干预和效率损害。

第二，在经济下行周期，增资工作务必做到透明化、规范化和可比化，既有助于降低决策风险，又有助于夯实 IPO 上市的资本基础和制度基础（信息披露等）。

第三，信托业属于劳动密集型产业，人才是信托公司的核心资源，应高度重视业务、创新、风控和营销等部门的队伍建设，提出服务于公司中长期发展战略的人力资源战略，从人才的培训、储备和组织结构上保障战略目标的顺利实施。

参考文献

［1］李民吉 . 2014 年中国信托业发展报告［N］. 中国证券报，2014 – 12 – 22.

［2］张星 . 68 家信托公司竞争力报告：5 项深度考评结果首发［N］. 理财周报，2014 – 09 – 01.

［3］胡国锋 . WS 公司资金信托增资扩股融资方式研究［D］. 兰州：兰州大学，2011.

［4］齐艳平 . 城市商业银行增资扩股问题［J］. 合作经济与科技，2010（15）.

［5］周子崴 . 从被迫到主动 信托公司增资潮再起［N］. 经济观察报，2016 – 06 – 13.

［6］纪佳 . 对某高科技公司增资扩股的分析与思考［J］. 商业文化月刊，2015（6）.

［7］雷春柱 . 对农村信用社增资扩股工作的几点建议［J］. 西南金融，2005（7）.

［8］邵健，黄磊 . 国有企业增资扩股运作实践及问题探析［J］. 产权导刊，2012（7）.

［9］赵东 . 混合所有制经济下的陕西国有文化企业增资扩股分析［J］. 改革与战略，2015（3）.

［10］杨学军 . 跨国公司在华增资扩股的动因研究［J］. 南方经济，2004（12）.

［11］曹冰玉，彭湘杰 . 农村信用社增资扩股的产权效应分析［J］. 湖南经济管理干部学院学报，2006（3）.

［12］颜占寅 . 浅析增资扩股及其注意事项［J］. 产权导刊，2010a（7）.

［13］杨成义 . 券商自主增资扩股意义重大［J］. 金融博览，2002（1）.

［14］姜卫东 . 外资股权并购国有控股股份有限公司方式的选择——股权转让和

增资扩股的比较分析［J］. 江苏商论，2012（24）.

［15］高金余，杜桂清. 我国证券公司的增资扩股现状及发展方向［J］. 东南大学学报（哲学社会科学版），2004，6（2）.

［16］刘夏村. 信托公司密集增资 提高抵御风险能力［EB/OL］. 中证网，2014－03－19.

［17］王鹤. 信托公司增资160亿满足风控要求［N］. 经济参考报，2016－03－25.

［18］张菲菲. 信托公司增资扩股，上半年增资额超200亿元［EB/OL］. 第一财经，2016－06－23.

［19］信托公司增资扩股或上市的应对策略是否正确？［EB/OL］. http：//www.188money. com/news/653. html，2014－02－14.

［20］沈立群. 增资扩股的市场化操作模式［J］. 上海国资，2015（1）.

［21］胡萍. 增资扩股或解燃眉之急 可持续发展需精耕细作［N］. 金融时报，2012－11－26.

［22］颜占寅. 增资扩股再思考［J］. 产权导刊，2010b（9）.

［23］胡萍. 着眼业务长远发展 信托公司竞相增资［N］. 金融时报，2015－01－26.

［24］刘学华. 证券公司增资扩股后的监管对策［J］. 河南商业高等专科学校学报，2004，17（3）.

［25］胡泓. 中外合资企业外商增资扩股的综合分析与对策［J］. 河南师范大学学报（哲学社会科学版），2001，28（4）.

［26］朱云. 中油仪表有限公司增资扩股的方案与实施［D］. 兰州：兰州大学，2010.

［27］张菲菲. 中原信托、北京信托增资2014年成信托“增资扩股年”［EB/OL］. 第一财经，2014－12－26.

［28］郑先弘. 子公司增资扩股的会计处理［J］. 财会月刊（会计版），2008（19）.

［29］罗凯. 信托公司增资扩股专题研究［R］. 光大兴陇信托有限责任公司，2016.

［30］罗凯. 2003—2015信托行业数据：增资对经营绩效有四大铁律［EB/OL］.

信托百老汇，2016－07－06.

［31］罗凯．信托业增资扩股行为及效果分析［EB/OL］．搜狐财经，2016－07－07.

［32］罗凯．透视信托业 12 年增资：营收改善不大　净利上升明显［N］．证券时报，2016－07－07.

［33］罗凯．从三次增资潮透视中国信托业发展进程［J］．现代商业银行，2016（8）。

［34］罗凯．信托业近年目睹之怪现状［N］．证券时报，2016－09－23.

［35］罗凯．增资扩股对信托公司经营的影响：文献综述与统计分析［J］．经营与管理，2016（9）.

［36］罗凯．信托业增资扩股行为及效果分析［J］．国际金融，2016（11）.



信托受益权资产证券化研究

课题单位：重庆国际信托股份有限公司

课题组成员：周建伟

摘　要

近年来，信托受益权资产证券化产品逐渐受到市场关注，随着信托公司主动管理能力增强，以信托公司主导的信托受益权资产证券化业务相继发行，引起行业关注。自 2014 年海印股份信托受益权专项资产管理计划发行以来，已有数十款以信托受益权为基础资产的资产支持证券产品在交易所公开发行。信托受益权资产证券化是信托受益权实现由非标准化向标准化转化的有效途径，能充分盘活信托财产流动性，可以有效拓宽信托公司交易对手类型，帮助信托公司拓展长期限融资业务，也可以为投资者提供更多的产品选择，因此，信托受益权资产证券化业务对信托公司发展有着十分积极的意义，符合信托公司转型发展趋势下的业务多元化和提高主动管理水平的发展方向。

国内针对信托受益权资产证券化的研究较少，缺乏对该类业务模式的梳理和总结，各信托公司的资产证券化业务也处于摸索期，因此，本课题结合信托公司转型发展的背景，对信托受益权资产证券化原理和法律关系进行了研究，提出了信托受益权资产证券化产品设计流程和法律问题，对国内已开展的信托受益权资产证券化典型案例进行总结，对信托公司开展信托受益权资产证券化提出了发展方向和操作建议。

关键词：信托受益权　资产证券化　SPV（特殊目的载体）

目　录

一、绪论 …… 541
（一）研究背景及目的 …… 541
（二）文献综述 …… 543
（三）研究方法 …… 543
二、信托受益权资产证券化原理 …… 544
（一）资产证券化种类 …… 544
（二）信托受益权资产证券化概述 …… 547
三、信托受益权资产证券化业务模式分析 …… 548
（一）信托受益权资产证券化发展现状 …… 548
（二）信托受益权证券化的交易结构 …… 550
（三）信托受益权证券化设立流程及法律问题分析 …… 551
四、信托受益权资产证券案例分析 …… 557
（一）海印股份信托受益权专项资产管理计划 …… 557
（二）星美国际影院信托受益权资产支持专项计划 …… 560
（三）中信·茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划 …… 562
五、案例总结及业务展望 …… 565
（一）信托受益权资产证券化特点 …… 565
（二）信托受益权资产证券化实践的意义 …… 566
（三）信托受益权资产证券化业务展望 …… 567
六、信托公司开展信托受益权资产证券化的建议 …… 568
参考文献 …… 569

一、绪论

（一）研究背景及目的

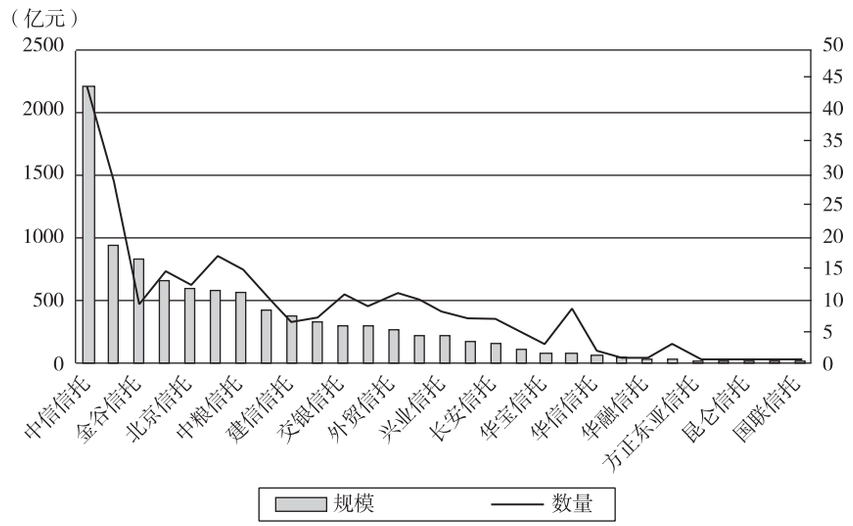
资产证券化是20世纪70年代产生于美国的一项重大金融创新，是世界金融业务的发展趋势之一。资产证券化在国内试点后推进了我国金融业务发展进程。我国资产证券化第一案例是2003年中国信托投资公司的中国华融资产管理公司不良资产信托项目。随后，我国主要采取试点运行方式，在开展证券化试点运作工作中逐步发展该项金融业务，并为支持证券化试点工作颁布了一系列法律法规。自从2012年我国资产证券化重新放开以来，该业务取得了迅猛发展。2012年出台的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》标志着2008年金融危机以来停滞近4年之久的信贷资产证券化业务在我国重新开闸。自此，中国资产证券化开始快速发展。2014年，银监会下发《关于信托公司风险监管的指导意见》，明确提出“鼓励开展信贷资产证券化等业务，提高资产证券化业务的附加值”。同时，近年来监管部门频发多项利好政策，良好的外部发展环境为信托公司在资产证券化领域的创新发展提供了更加广阔的空间。

表1　　资产证券化发行制度的相关规定逐渐完善并放松

时间	文件	主要内容
2012年5月	关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知（银发〔2012〕127号）	资产证券化试点重启
2012年8月	银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引（银行间市场交易商协会公告〔2012〕14号）	允许企业发行资产支持票据
2013年3月	证券公司资产证券化业务管理规定（证监会公告〔2013〕16号）	进一步明确参与各方的法律地位
2013年12月	中国人民银行、中国银行业监督管理委员会公告〔2013〕21号	自留比例不低于5%
2014年11月	证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定（中国证券监督管理委员会公告〔2014〕49号）	扩大业务主体与基础资产范围
2014年11月	关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知（银监办便函1092号）	信贷资产证券化业务实施备案制
2014年12月	关于发布《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则的通知（中基协函〔2014〕459号）	对企业资产证券化实施备案制，对基础资产实行负面清单制度
2015年3月	中国人民银行公告〔2015〕第7号	信贷资产支持证券试行注册制
2015年8月	资产支持计划业务管理暂行办法（保监发〔2015〕85号）	推动保险业开展资产证券化业务

数据来源：根据监管机构发文整理。

信托公司近年来逐渐由高速增长过渡到平稳发展，在新的行业竞争环境下，信托传统业务领域遭遇发展瓶颈，急需寻求新的业务发力点，推进信托业务转型升级已成为信托公司发展主题。资产证券化业务作为新兴业务领域，开始受到各信托公司重视，由于信托公司是信贷资产证券化唯一法定的特殊目的机构（SPV），目前已有一半以上的信托公司申请了信贷资产证券化业务资格。



数据来源：Wind。

图 1　2008 年至 2016 年 9 月末银行贷款抵押债券发行机构统计情况

从近年来业务开展的情况来看，信贷资产证券化业务同质化程度较高，信托公司发挥的仅仅是 SPV（特殊目的载体）职能，信托收取的费率较低。随着信托公司主动管理能力的提高，信托在企业资产证券化方面也开始逐渐发挥主导作用，以信托受益权为基础资产的资产证券化得到了快速发展。自 2014 年海印股份信托受益权专项资产管理计划发行以来，信托受益权 ABS 项目陆续得到发行，其中仅 2015 年发行的信托受益权资产证券化项目便多达 11 个。信托公司开始逐步提升其在资产证券化中的角色和地位，从“参与”到“主导”，从“受托人”到“交易安排人”。

在信托公司转型升级的过程中，资产证券化或将成为信托公司新的利润增长点。在此背景下，研究信托收益权资产证券化业务模式，对于增进我国资产证券化业务发展具有重要意义，同时，也对信托公司寻求业务转型、探索新型业务模式、提高产品流动性、促进业务标准化发展等方面具有重要意义。

（二）文献综述

我国资产证券化理论建立初期主要是以借鉴国外理论为主，并且主要以研究信贷资产证券化为主要内容。随着我国证券市场的不断发展，以沪深交易所为代表的交易场所规模不断扩大，创新产品种类逐渐增多，企业资产证券化业务逐渐兴起，相应的学术研究热潮亦随之高涨。我国学者在对国外资产证券化业务进行充分研究的基础上，结合我国法律体系、资本市场现状等具体国情，对企业资产证券化的运作模式、法理基础、监管体制及发展趋势进行了深入的探讨和分析。

国内对于信托受益权资产证券化的研究仍然十分有限。我国最早将信托受益权与资产证券化相联系出自于胡旭阳（2002）的研究，其中指出了信托资产的独立性与资产证券化的真实销售问题，并给出了信托与证券化融资方式的选择，但是最终只给出了信托形式实现资产支持债券具有一定的可能性，并未对信托受益权与企业资产证券化做进一步考虑。在此之后，部分学者对信托受益权进行过研究，使得我国学界对于信托受益权的权利性质的了解愈发深入。徐卫（2006）通过对信托受益权的研究，首先对信托受益权这一新型权利做了一次全面的剖析，并初步得出了信托受益权的性质应当归为物权。但该观点由于提出时间较早，并没有涉及到资产证券化的层面上。

总体来看，多年来我国学者针对信托型资产证券化的理论虽反复进行了深入探讨，但是大多数研究成果都是基于不良资产的证券化的法律分析，针对信托受益权资产证券化的研究较少，因为 2013 年之前证监会并未明确表明信托受益权作为资产证券化基础资产的合法性，况且我国业界对于信托受益权的认知仍然有限，所以对此类研究较少。2014 年海印股份信托受益权专项资产管理计划得到发行，成为国内首款以信托受益权为基础资产的证券化产品，随后信托受益权 ABS 陆续发展，受到了信托业及学界的关注。

（三）研究方法

1. 系统分析

资产证券化是国内新兴金融业务，其发展过程、法律关系、业务类型是一个复杂的系统，因此，本课题采用系统分析，重新对信托受益权的性质进行了探讨和定义，本着与实际相结合的理念，对信托受益权证券化是否需要实现真实出售这个问题进行了分析与见解，并提出了一套针对信托受益权证券化的业务操作实务指引。

2. 对比分析

本课题在分析信托受益权资产证券化业务的同时，对国内不同资产证券化类别进行对比和总结，在信托受益权案例研究中也通过对比分析的方式研究该类业务模式的共性和创新点。

3. 案例分析

通过对信托公司已开展信托受益权资产证券化的案例分析，总结该类业务的特点和交易模式，寻求现象背后的内在理论基础和逻辑基础，在梳理信托公司在资产证券化业务中发挥的作用基础上，为信托公司提供实际的操作经验，从而更好地为该类业务发展提供建议。

基于上述研究方法，本课题的研究内容和架构如图 2 所示。

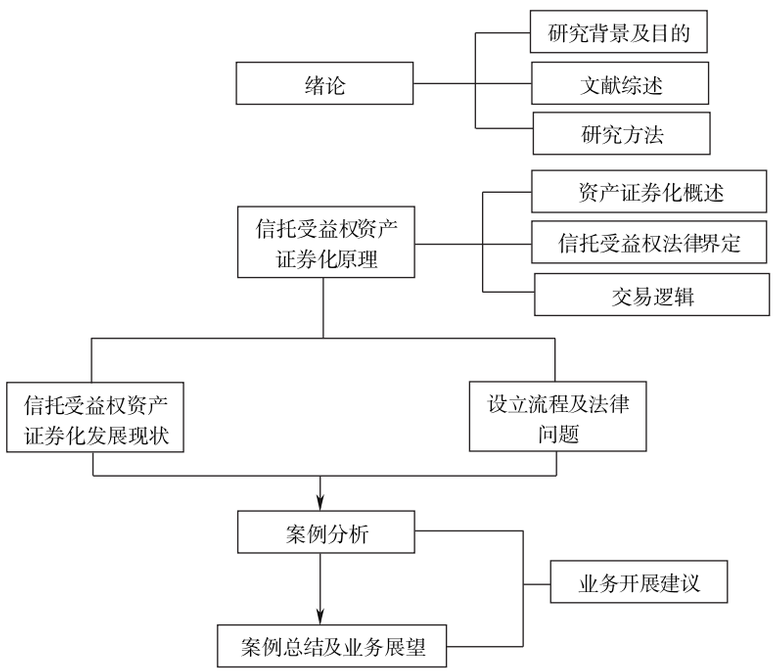


图 2　课题研究结构

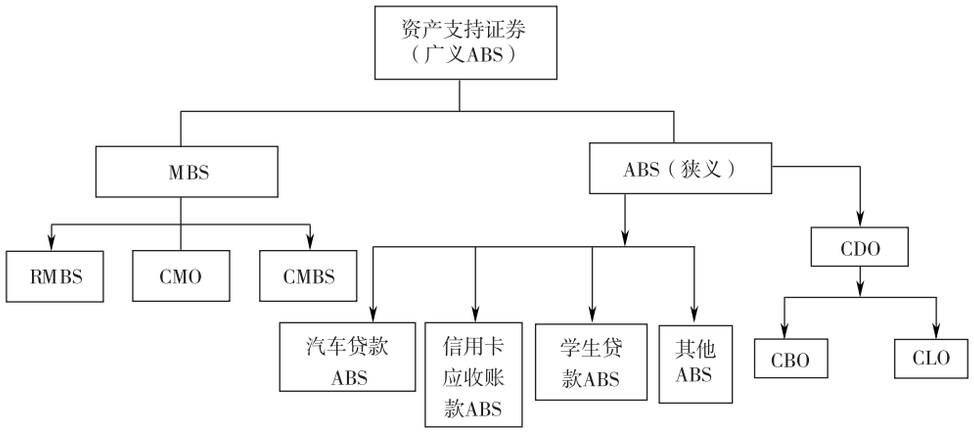
二、信托受益权资产证券化原理

（一）资产证券化种类

1. 国外资产证券化种类

在国外，尤其是欧美发达金融市场上，根据基础资产的不同，证券化产品可以大

体分为资产支持证券化、住房抵押贷款证券化和担保债务凭证三大类。美国按照基础资产，将资产证券化产品分为住房抵押贷款支持证券（MBS）和资产支持证券（ABS）两类，如图 3 所示。而住房抵押担保证券又可以分为住宅抵押担保证券（RMBS）和商业地产抵押担保证券（CMBS）及其他衍生证券（CMO），资产支持证券又包括汽车贷款、信用卡贷款、学生贷款等基础资产的 ABS 及 CDO。CDO 主要是以投资级高收益级公司债、杠杆化银行贷款为基础资产的衍生证券，包括债券抵押债券（CBO）和贷款抵押债券（CLO）。



资料来源：文献整理。

图 3　美国 SIFMA 统计中对资产证券化产品分类

2. 国内资产证券化种类

由于我国金融行业实行证券、银行、保险三大行业分业监管的体制，因此资产证券化业务根据监管体制以及监管规则的不同亦被分为三类。第一类是由中国银行业监督管理委员会、中国人民银行监管的信贷资产证券化；第二类是由银行间市场交易商协会主管的资产支持票据；第三类是由中国证券业监督管理委员会（以下简称“证监会”）、中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）监管的企业资产证券化。

根据银监会《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》的规定，信贷资产证券化是指在中华人民共和国境内，银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。信贷资产证券化的交易结构如图 4。

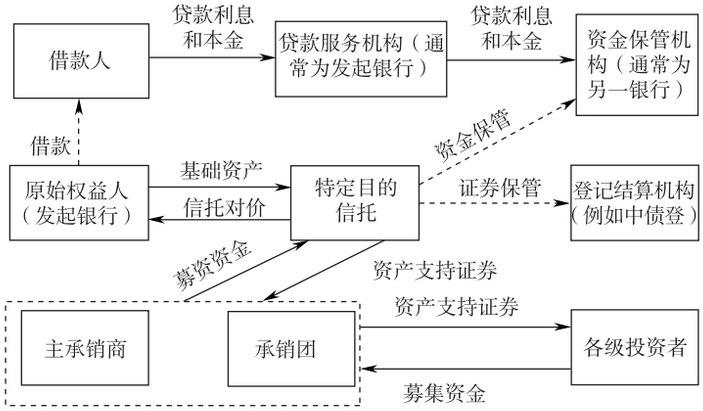


图 4　信贷资产证券化交易结构

资产支持票据是指在银行间债券市场上，由非金融企业发行的，以其基础资产所产生的现金流作为还款支持，并约定在一定期限内还本付息的债务融资工具，其交易结构如图 5。

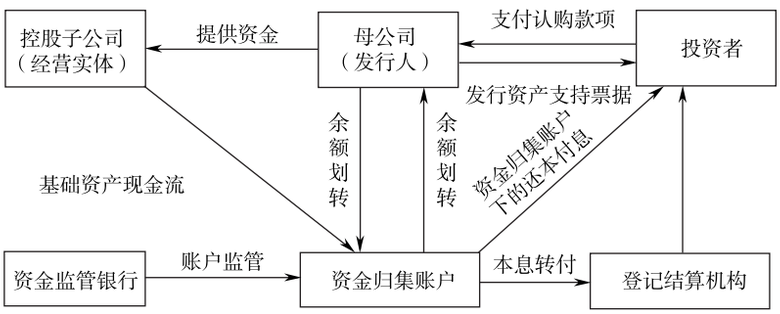


图 5　资产支持票据交易结构

由证监会和基金业协会监管的企业资产证券化主要是指，证券公司、基金管理子公司以计划管理人的身份面向投资者发行的，以资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）为特殊目的载体的资产支持受益凭证。计划管理人按照约定用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产，再将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人。企业资产证券化是企业直接融资的一种方式，与债权融资的区别在于，后者是企业利用自己的主体信用进行的融资行为，而企业资产证券化则是以基础资产的整体质量为基础，利用结构化安排提高证券化产品的整体评级，并以此为基础进行融资的行为，交易结构如图 6。

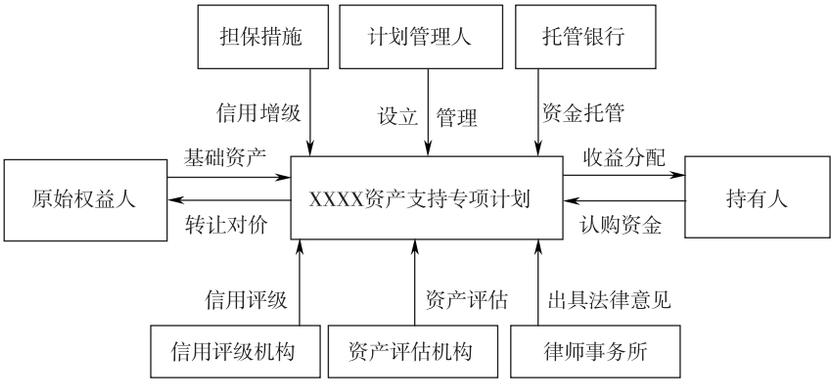


图 6　企业资产证券化的典型交易结构

我国的信贷资产证券化、资产支持票据以及企业资产证券化，在原始权益人、发行方式、基础资产、参与主体等方面存在以下区别。

表 2　　三类资产证券化业务对比

项目	信贷资产证券化	券商专项资产证券化	资产支持票据
审批方式	人民银行、银监会审核	证监会审核，未来拟采取基金业协会备案制	发行人向交易商协会注册，可分期发行
发起人	银行	证券公司/基金子公司	企业
原始权益人	银行	企业	企业
SPV	信托	券商专项资管计划，未来将包括基金子公司的专项计划	资产不出表
基础资产	各类信贷、金融租赁资产	应收款、信贷、BOT 回购、收益权等财产权利，商业物业等不动产，未来将有负面清单	以公共事业收费收益权为主
交易场所	银行间	交易所、证券公司柜台、证券业协会报价与转让系统	银行间
评级要求	至少双评级	无强制要求	公开发行需求双评级
登记托管机构	中国国债登记结算有限公司	上海证券交易所/中国证券登记结算有限公司	中国国债登记结算有限公司

资料来源：根据资产证券化监管制度整理。

（二）信托受益权资产证券化概述

1. 信托受益权 ABS 定义

“信托受益权”指受益人在信托关系中所享有的获得信托利益的权利以及依据我国《信托法》与信托文件规定所享有的其他权利。信托受益权包括财产性权利和非财产性权利。财产性权利是信托受益权的主要内容，以受益人直接的经济利益为核心，也是信托受益权的目的权利。非财产性权利是信托受益权的附属内容，目的是监

督受托人尽职管理和确保信托顺利实施，包括知情权、信托财产管理方法调整的要求权、信托财产处分行为撤销的申请权、受托人的解任权、信托财产损害的救济权等，是信托受益权的工具性权利。①

根据2013年3月15日中国证监会出台的《证券公司资产证券化业务管理规定》第8条内容，规定所称的基础资产，是指符合法律法规，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或者财产。基础资产可以是单项财产权利或者财产，也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。前款规定的财产权利或者财产，可以是企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财产，以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。

因此，信托受益权证券化就是以信托受益权为基础资产，以其所产生的稳定现金流为偿付支持，通过结构化的方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的活动。

2. 信托受益权资产证券化交易逻辑

信托受益权资产证券化属企业资产证券化类别，一般的企业资产证券化的参与当事人有原始权益人、管理人（券商）、受益凭据持有人、资金托管人（银行）以及其他第三方中介机构（如信用增级、信用评级、会计师事务所、律师事务所等）。信托受益权证券化与其稍有不同，因为基础资产的性质属于信托受益权，所以在基础资产出售给专项资产管理计划之前，原始权益人应当同信托公司构建基于资金、财产或财产权利的信托法律关系（如果牵涉到非自益信托，还应由委托人委托信托公司）。委托人与信托公司仅仅是间接介入资产证券化的具体操作，仅是为了创立基础资产并使其处于可转让的状态，使原始权益人能够向专项计划转让信托受益权。

信托受益权证券化的交易相对于普通证券化附加了一个信托交易结构在其中，这部分与普通信托结构并无太大差别，信托受益权资产证券化的焦点在于原始权益人、专项计划管理人与受益凭据持有人这三者之间。专项计划的角色通常是由券商的内设部门扮演，而内设部门不能成为独立的民事主体，无法成为买方。

三、信托受益权资产证券化业务模式分析

（一）信托受益权资产证券化发展现状

信托产品的流通问题一直是制约我国信托公司业务发展的瓶颈之一。一方面，信

① 周小明．信托制度：法理与实务［M］．北京：中国法制出版社，2012.

托产品缺乏流动性，投资者购买信托产品后需要转让变现时，缺乏退出机制；另一方面，信托公司管理信贷资产时，只能被动等待信贷资产到期，无法盘活贷款资产，难以提高信贷资产的流动性。虽然目前部分金融交易所可以实现信托受益权的挂牌交易，但就整个行业而言，信托受益权的流通途径仍旧比较单一，信托公司开发信托产品的规模和领域受到一定限制。

2013 年，证监会颁布了《证券公司资产证券化业务管理规定》，拉开了企业资产证券化的序幕，明确肯定了企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权、基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权等实践中常见的财产或财产权利可以作为基础资产，使得信托受益权证券化有了法律依据。由于信托受益权被纳入可证券化的基础资产，信托受益人可以将信托受益权转让给证券公司的专项资产管理计划（以下简称“专项计划”）以获得资金，在实现其退出的同时，也可增加信托产品的溢价，提高信托产品的流动性，更好地盘活信托资产。而证券公司也可以借此拓宽业务空间，加强与信托公司的合作，通过信托受益权证券化实现互利双赢。自 2014 年海印股份信托受益权专项资产管理计划发行以来，截至 2016 年 8 月末，已有三十多个信托受益权 ABS 项目得到发行，2016 年在中国基金业协会备案的信托受益权 ABS 产品如表 3 所示：

表 3　　信托受益权资产证券化发行一览

项目名称	发起机构	发行人	规模（万元）
海印股份信托受益权专项资管计划	海印股份	中信建投证券	150000
国君资管恒信 1 号资产支持专项计划	恒丰银行	国泰君安	260300
畅行资产支持专项计划	中油资产	中信建投证券	100000
星美国际影院信托受益权资产支持专项计划	华宝信托	安信证券	135000
美兰机场信托受益权资产支持专项计划	长治银行	国海证券	120000
扬州保障房信托受益权资产支持专项计划	广州银行	华泰证券资管	105000
兴业信托 广厦 1 号财产权信托	盐城公积金管理中心	兴业国际信托	42700
天津房信限价房信托受益权资产支持专项计划	天津房地产信托	华泰证券资管	37000
国君资管恒信 2 号资产支持专项计划	恒丰银行	国泰君安	269800
中信 茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划	北京茂庸投资	中信信诚资产	105500
2015 年平安宝龙荣耀一期资产支持专项计划	上海宝龙实业	平安财管	100000
宁北发电信托受益权资产支持专项计划	长治银行	中国中投证券	170000
微贷信托受益权资产支持专项计划	中信产业基金	新时代证券	52038

续表

项目名称	发起机构	发行人	规模（万元）
嘉实建信信托受益权资产支持专项计划	建信信托	嘉实资本	276865
平银华泰大地影院信托受益权资产支持专项计划	华宝信托	华泰证券资管	113000
招商创业（一期）信托受益权资产支持专项计划	招商蛇口	招商证券资管	30000
扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划	扬州瘦西湖	华创证券	38000
信择 2016 年第一期资产支持专项计划	深圳市思道科投资	东方红资产管理	449300
广汇物业信托受益权资产支持专项计划	晋城银行	中国中投证券	105000
国金·金光林受益权一期资产支持专项计划	长治银行	国金证券	150000
嘉实渝信信托受益权资产支持专项计划	重庆国际信托	嘉实资本	185494
智诚一期信托受益权资产支持专项计划	华能贵诚信托	东风汇智资产	206373
镇江红星置业安置房信托受益权资产支持专项计划	恒丰银行	华泰证券资管	74500
平安宝龙荣耀一期资产支持专项计划	上海宝龙实业	平安财管	60000
中金 宜人精英贷信托受益权资产支持专项计划	宜人贷	中金公司	25000

数据来源：根据 Wind 数据整理。

从表 3 中可以看出，信托受益权资产证券化的发起机构可以是信托本身，如“星美国际影院”项目中的华宝信托，“嘉实建信”项目中的建信信托等。信托公司不再单纯作为 SPV，可以更强地发挥资源调配能力，协调其他机构共同完成项目发行。此外，通过信托受益权 ABS 还可以更大地扩充基础资产的多样性。其中“扬州保障房”和“天津限价房”项目的基础资产都是棚户区拆迁安置保障房项目信托贷款和限价房项目的信托贷款，“中金—宜人贷”项目的基础资产则是信托公司通过宜人贷 P2P 平台发给借款人的债权。

（二）信托受益权证券化的交易结构

信托受益权证券化运作中的主要参与者包括原始权益人（即信托受益权人）、计划管理人、托管人、信用增级机构、信用评级机构和投资者。由于涉及信托受益权，所以在原始权益人向专项计划转让信托受益权之前，原始权益人（受益人）还应与受托人（信托公司）、委托人（如为他益信托）建立信托法律关系。虽然受托人、委托人（如为他益信托）不直接参与信托受益权的证券化活动，但信托法律关系的建立是获取信托受益权的先决条件。因此，此二者亦是信托受益权证券化活动不可或缺的参与者。

按照证券公司发行企业资产证券化产品的一般交易结构，设计信托受益权证券化

产品的基本交易结构如下：

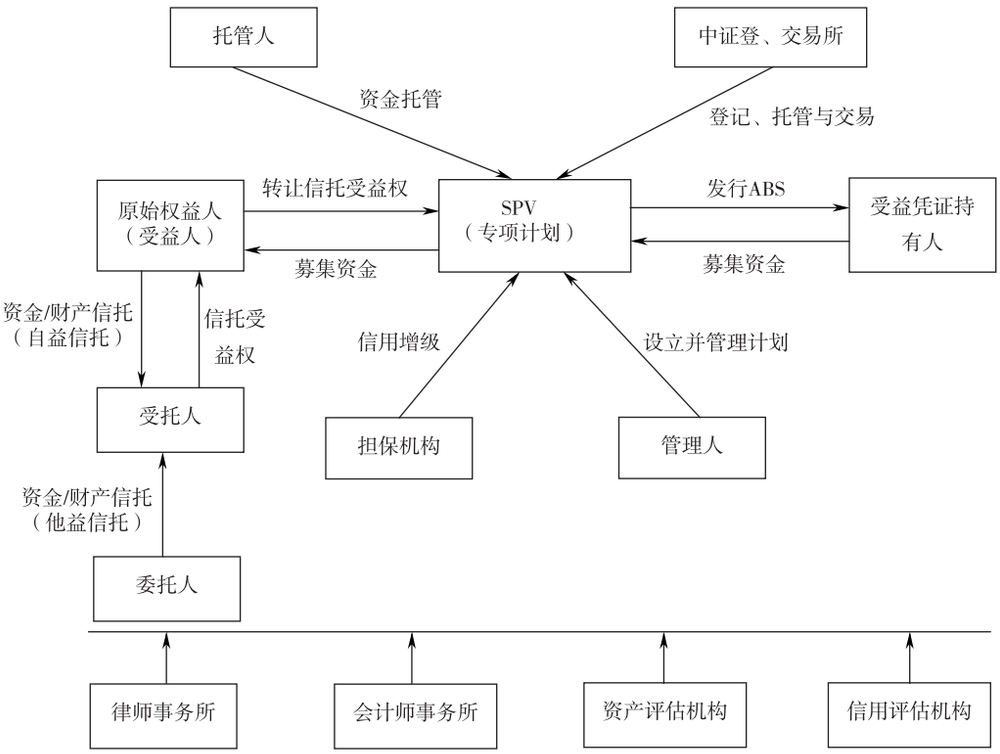


图 7　信托受益权资产证券化交易结构

（三）信托受益权证券化设立流程及法律问题分析

信托受益权资产证券化业务流程与企业资产证券化流程一致，但信托受益权在我国法律性质的界定模糊，因此在对信托受益权进行证券化设计时，需要理清过程中的法律问题，本部分内容对信托受益权证券化设计的流程进行总结，并逐一对各流程的法律问题进行分析，以明确该项业务的设计思路，为信托公司参与信托受益权资产证券化业务提供借鉴和参考。

总体而言，一次完整的信托受益权资产证券化业务包括的基本流程如图 8 所示：

首先，委托人以资金、财产或财产权利向受托人设立信托，受益人获得信托受益权；其次，受益人（即原始权益人）将信托受益权出售给专项计划或一家特殊目的机构（SPV），或由 SPV 主动购买信托受益权；再次，专项计划管理人选择适当的信托受益权汇集成资产池，以该资产池产生的现金流为支持，在金融市场上发行资产支持证券（ABS）融资；最后，用资产池产生的现金流来清偿所发行的资产支持证券。

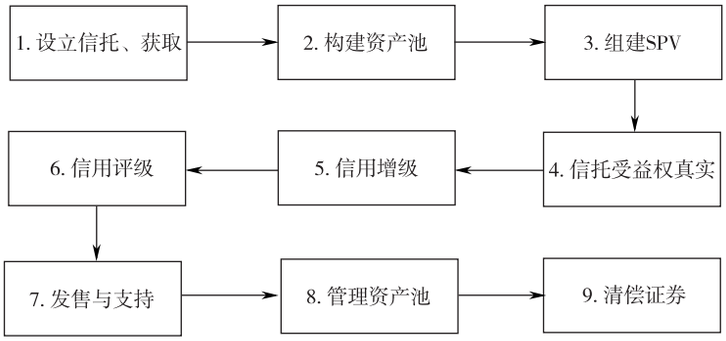


图 8　信托受益权资产证券化基本流程

1. 设立信托，获得信托受益权

在设立信托时应注意两点：一是信托设立行为应合法、有效。

信托设立行为合法、有效包含了信托财产应确定、合法有效，以及信托行为应合法、有效两个方面。信托财产是对受托人以信托方式持有和管理的财产的总称。如果《信托法》没有特别限制，现行法律规定的财产类型都可以作为信托财产。根据民法及相关法律，我国法律上的财产类型主要包括动产、不动产和财产权利。当其作为信托财产时，应当满足合法、确定、可流通等基本条件。对于委托人对拟设立信托的财产是否享有所有权，可从其是否拥有权利证书或办理登记手续等方面考查。信托行为由三种复合行为构成：一是设立信托的意思表示行为，意思表示的方式可以是信托合同、遗嘱或法律法规规定的其他方式；二是财产权的转移行为，即委托人需将用以设立信托的财产权从法律上转移给受托人；三是信托登记行为。[①] 因此，信托有效设立应保证设立信托的意思表示行为、财产权的转移行为和信托登记行为均合法有效。

二是信托受益权的取得应合法。信托受益权作为资产证券化的基础资产，应当具备以下条件：（1）符合法律法规，在法律上能够准确清晰地界定，并可构成一项独立的财产权利；（2）权属明确；（3）能够合法有效转让；（4）可以产生独立、稳定、可预测的现金流。因此，信托受益权在法律层面如何界定将是其证券化的基础。[②] 依据《信托法》第四十四条、第四十五条的规定，受益人自信托生效之日起享有信托受益权。信托文件另有规定的，从其规定。共同受益人按照信托文件的规定享受信

① 周小明．信托制度：法理与实务［M］．北京：中国法制出版社，2012.

② 深交所资产证券化项目沟通环节提请关注问题清单．

托利益。信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法未作规定的，各受益人按照均等的比例享受信托利益。上述规定便是受益人享有信托受益权的法律依据，包括享有受益权的时间、比例和其他规定，可据此确定信托受益权证券化的未来现金流量和存续期限等。

2. 构建资产池

构建资产池是指信托受益权证券化的发起人将未来能够产生现金流的信托受益权进行剥离、整合，形成资产池。

（1）入选资产池的基本要求。资产池的质量决定着发行利率高低、发行额度大小、发行期限、发行成本和审批的可行性等一系列问题。未来现金流量稳定、风险较小的信托受益权是比较合适的基础资产，但相关当事人约定或依其性质不能流通和转让的信托受益权，不能进入资产池。同时信托受益权的存续期限应当与信托财产现金流量相匹配，以符合分散风险及宏观经济政策调整的要求。

（2）构建证券化资产池的步骤。首先，框定资产池总体目标特征。考虑现金流总体预期期限、金额规模、资产类别、风险水平、行业构成、地区分布等，选择符合证券化入池资产要求的信托受益权。其次，设定筛选标准，选择备选的信托受益权。根据资产池总体目标特征，所选信托受益权的剩余期限不应超过资产池总体预定期限，且考虑到资产池的分散性和管理成本，每笔资产金额有上下限。符合下述特征的信托受益权比较容易实现证券化：预期现金流收入稳定；具有同质性；权属清晰；风险可控；规模适当。最后，从备选的信托受益权中挑选组合，构成资产池。若为多项资产组合，可通过科学组合达到分散单个资产特定风险的目的，将具有风险负相关性的资产组合在一起，实现内部对冲风险，从而降低整个资产组合的风险水平。

3. 组建 SPV

SPV 是资产证券化的核心主体，专门用于购买发起人的资产池。其组建的目的就是为了最大限度地降低发行人的破产风险对证券化的影响，即：实现被证券化的资产与原始权益人其他资产的“风险隔离”。作为证券的发行主体，SPV 自身破产的可能性应达到最小，原始权益人的债权人对 SPV 也不能有求偿权。

SPV 与其他法律主体不同之处在于：（1）具有资产管理或集合理财资质的金融机构才可创设 SPV；（2）无行为能力，没有主体要素，需要金融机构对其进行管理并从事代理行为；（3）具有一定的权利能力，可以通过管理人的法定代理行为，取得

或拥有财产或财产权利，并使其成为合法拥有的基础资产。[①]

4. 信托受益权的真实出售

该环节是指原始权益人（信托受益人）将信托受益权转让给证券公司设立的专项计划或其他特殊目的载体。在该环节应注意以下事项：

（1）转让前应解除附带权利限制的信托受益权的权利限制。《证券公司资产证券化业务管理规定》第十条规定，基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。能够通过专项计划相关安排，解除基础资产相关担保负担和其他权利限制的除外。

尽管从法理上分析，信托受益权属于可以依法出质的财产权利。但鉴于目前我国相关信托、担保法律法规没有关于信托受益权质押的规定，所以，理论上说，根据物权法定原则，即使受益人将信托受益权凭证交付给质权人或办理了信托受益权质押登记，仍可以主张信托受益权质押无效，其拟证券化的资产无权利限制。但如果出质人与质权人办理了形式上与其他权利质押相似的质押手续，譬如订立书面质押合同，信托投资公司设立了专门账簿对信托受益权质押进行登记或记载并对公众提供信托受益权质押登记，查询服务等，亦可能产生未解除证券化基础资产担保限制的法律风险。所以，不宜简单直接地以“物权法定”主张信托受益权无质押限制。

比较妥当的方法是按规定解除信托受益权的质押限制。根据我国《合同法》、《担保法》的相关规定，解除质押担保的方法有：A. 质押合同约定的解除条件满足；B. 由于不可抗力致使质押合同的目的不能实现；C. 在履行期限届满之前，主合同债权人明确表示或以自己的行为表明不履行主合同主要债务；D. 主合同债权人迟延履行主合同主要债务，经过催告后在合理期限内仍未履行；E. 主合同债权人迟延履行主合同债务，或有其他不履行、瑕疵履行、部分履行等违约行为，致使主合同目的不能实现。

但信托受益权证券化活动中，出现上述情形的可能性较小。因此，由第三人向质权人提供其他动产进行质押，以替换原被质押的信托受益权，或者直接清偿，是最简便有效的方法。

（2）转让后应保障附带从权利的信托受益权能够实现其从权利。信托受益权附带担保权益等从权利是指，为了保证信托受益权到期依法实现，受益人要求受托人

① 葛培健．企业资产证券化操作实务［M］．上海：复旦大学出版社，2011.

或第三人提供动产或不动产作为抵押、质押等担保，若受托人不履行到期偿付信托收益的义务或发生约定实现担保权利的情形，受益人有权就该动产或不动产优先受偿。

实践中，受托人一般不会直接向受益人提供此类担保，而是由第三人如商业银行等向受益人作出受益权远期回购保证，承诺若受托人到期无法偿付信托利益，则由第三人将剩余未偿付的受益权回购，确保受益人的利益不受损失。此种保证的性质多为连带责任保证。开展信托受益权资产证券化业务时，应当关注：①从权利（如受益人对上述回购受益权的保证担保权益）是否通过转让行为完整地转移给专项计划享有；②信托受益权转让给专项计划后，从权利的实现程序是否发生变化；③计划管理人为受益凭证持有人的利益主张从权利是否具备可操作性，在权利实现过程中是否需要引入服务提供商，服务提供商的权利与义务如何设置；④从权利对信托受益权的实际保障效力是否因基础资产转让发生变化。

（3）信托受益权难以实现真实出售 。真正意义上的资产证券化要求 SPV 从原始权益人处购买的资产必须为真实出售，目的是实现发起人和受益人之间的破产隔离。在法律层面，证券化资产必须完全转移给 SPV。这既是为了保证原始权益人的债权人对已经转移的证券化资产没有追索权，也是为了保证 SPV 的债权人（即投资者）对原始权益人的其他资产没有追索权。在会计层面，由于资产控制权已经由原始权益人转移到了 SPV，因此应当将这些资产从原始权益人的资产负债表上剔除，使资产证券化成为一种表外融资方式。

《证券公司资产证券化业务管理规定》第三条规定，专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与机构因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于其清算财产。

从以上规定可见，作为准 SPV 的“专项资产管理计划”，其法律关系的实质与信托类似，但目前法律环境下将其直接界定为信托存在障碍。如此一来，便难以保证破产隔离的实现和完全做到“真实出售”。同时，专项计划不是具有独立法律地位的实体，实践中多由券商代替专项计划受让基础资产。这些因素都影响了基础资产完全真实出售。并且，银行为企业资产证券化产品提供担保以进行信用增级时，多会要求原始权益人提供相应的反担保。如果原始权益人提供了反担保，便意味着不能将基础资产相关的风险完全转移给专项计划，真实出售也难以实现。

（4）信托受益权未能实现真实出售不影响专项计划的成立与运作。从已有的券商资产证券化案例来看，中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划、华能澜沧江水电收益资产支持收益专项资产管理计划、南通天电销售资产支持收益专项资产管理计划、中国网通应收账款资产支持受益凭证专项资产管理计划等均未做到基础资产真实出售，但并不影响其专项计划的成立与运作。所以，如果基础资产现金流来源于原始权益人未来经营收入的，其资产负债状况、偿债能力与财务稳健状况良好；或者基础资产为债权的，债务人的资信状况、偿还能力、持续经营能力等较好，再辅之以合理适当的交易架构，切实降低专项计划的风险，则完全的“真实出售”并非必不可少。

就信托受益权而言，其主要是由信托公司向受益人支付信托收益而形成的。以信托受益权为基础产生的现金流是否稳定和可持续，最终取决于信托公司管理、运用、处分信托财产的能力和信托财产本身的特性。如果信托公司管理信托产品的水平较高，则受益人的信托收益相对丰厚、波动较小。鉴于信托公司是专业的理财机构，作为支付方，它的资信状况、财务稳健状况、偿还能力、持续经营能力和理财能力等均比一般企业更胜一筹。所以，信托受益权如能实现真正意义上的真实出售，自然可以更好地降低风险，保障资产证券化各参与主体的利益。但如难以实现，也不必勉强必须做到真实出售。一方面，可依托信托公司的前述优势，减少风险；另一方面，可通过设计交易架构，采用超额抵押担保、银行担保、“购买特定金额”（以特定期间所有现金流为抵押，担保专项计划有限获得既定的受益权）等信用增级方式，以保证投资者不会有终极风险，达到同等的风控效果。

（5）信托受益权的受让人是券商而非专项计划。专项计划作为券商的一个客户理财项目，不具备法律主体资格，不能作为信托受益权的受让人。实践中变通的做法是，券商代专项计划购买基础资产，并将该基础资产记载在券商名下。但券商代持资产是否合法仍存争议。并且，如果专项计划存续期间券商破产，如何使基础资产不在清算之列并可以继续用于偿付投资者的证券权益，也需法律支持。

5. 信用增信

（1）信用增级的种类。为了降低投资者的风险，提高信托受益权证券化产品的吸引力，需要对其进行增信。增信方式包括内部增信和外部增信。内部增信一般包括建立优次级档、超额抵押等。优先次级结构就是将资产支持证券分为不同信用品质档级，不同档级的偿还顺序可以按比例偿还，也可以按先将损失分配给次级档的顺序偿

还。超额抵押是指发行人在向原始权益人购买证券化资产时不支付全部价款，而是按一定比例的折扣支付给原始权益人，其余部分作为抵押。外部增信主要是第三方提供担保，包括保险、抵押和担保。

在实践中，应当综合运用各类增信措施：设计内部信用增级方式时，应关注规模、分配方式、实际支持强度与覆盖区间；设计外部担保方式时，应关注担保机构的主体评级和偿债能力。

（2）信托受益权信用增级的主要方式。信托受益权证券化主要使用优次级档的增信方式，由次级受益凭证投资者为优先级提供保障。这也是成熟资产证券化市场上通用的一种方法。信托受益权分为优先级受益权和次级受益权：优先级受益权在信托合同约定的受益范围内优先享有和分配信托利益；次级受益权只享有优先级受益权利实现后的剩余信托利益。

6. 信用评级、发售并支付、管理与清偿

以上环节与其他基础资产证券化运作无异，故不赘述。但需要关注各级受益凭证的本金及利息的偿付安排与信托受益权现金流归集环节是否能够合理，专项计划权益分配与证交所、中证登公司权益分配及信息披露流程是否能够合理衔接等。至于支付方的信用，如前所述，信托公司的理财能力、资信状况、财务稳健状况要好于一般企业，所以信用评级应相对较高。

四、信托受益权资产证券案例分析

以信托受益权为基础资产的资产证券化业务迅速发展，对信托公司转型发展、提高信托财产流动性等起到了积极作用，也是信托实现标准化发展的有效路径，本部分主要选取信托行业内较为典型的信托受益权 ABS 产品进行案例分析，总结该类业务模式的特点、设计流程以及存在的不足，为深化业界对信托公司参与该类前沿业务的认识和研究提供借鉴和参考，对信托参与信托受益权资产证券化业务具有较好的指导意义。

（一）海印股份信托受益权专项资产管理计划

1. 基本要素

（1）原始权益人：浦发银行。

（2）计划管理人：中信建投证券股份有限公司。

（3）托管银行：平安银行股份有限公司。

（4）信托受托人：大业信托有限责任公司。

（5）评级机构：大公国际资信评估有限公司。

（6）法律顾问：北京国枫凯文律师事务所。

（7）会计师事务所：北京兴华会计师事务所有限责任公司。

（8）登记托管机构/支付代理机构：中国证券登记结算有限公司深圳分公司。

（9）评估机构：北京中企华资产评估有限责任公司。

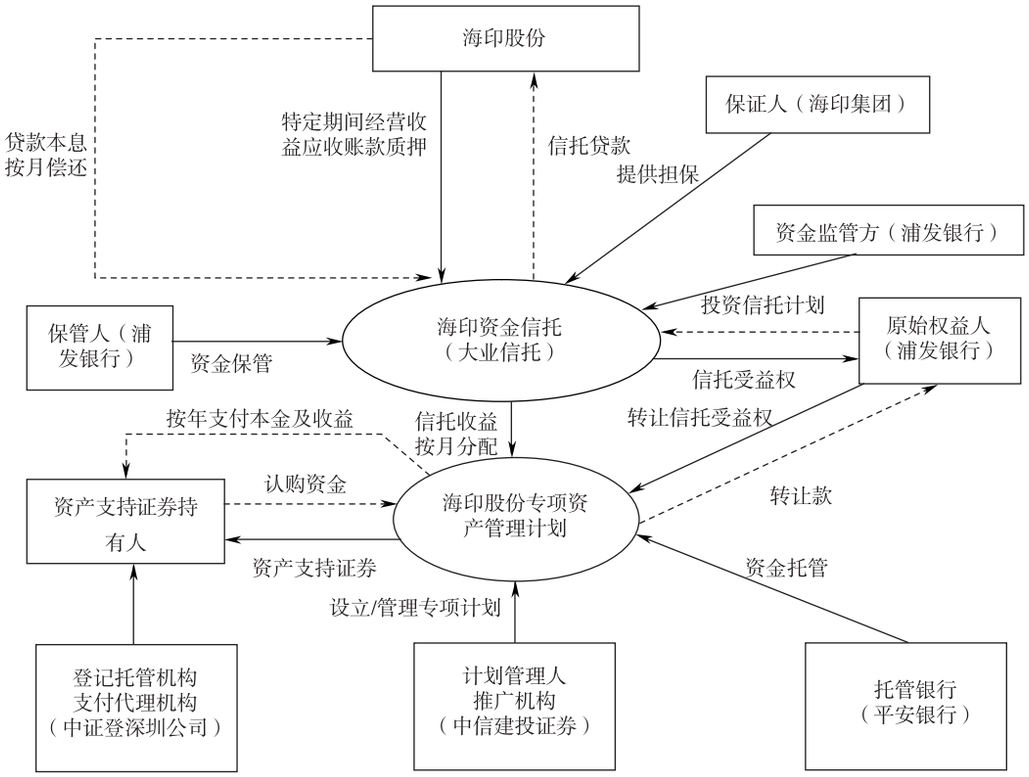
2. 交易结构

浦发银行将15亿元货币资金委托给大业信托设立大业—海印股份信托贷款单一资金信托，从而拥有大业—海印股份信托贷款单一资金信托的信托受益权。大业信托与海印股份签订《信托贷款合同》，向海印股份发放信托贷款。该信托贷款的总额为15亿元，年利率为9.1%，采用一次性放款。海印股份以旗下运营管理的14个商业物业整租合同项下的商业物业特定期间经营收益应收账款质押给海印资金信托，并承诺以14家商业物业的租金及其他收入作为信托贷款的还款来源。计划管理人设立海印股份信托受益权专项资产管理计划，以募集资金购买浦发银行持有的海印资金信托的受益权。

计划管理人根据与浦发银行签订的《信托受益权转让协议》，用专项计划资金向浦发银行购买其持有的海印资金信托的受益权。交易完成后，专项计划承接浦发银行与大业信托的合同关系，获得海印资金信托的受益权。具体交易安排如图9所示：

海印股份信托受益权专项资产管理计划分为两层结构。在第一层结构中，浦发银行将15亿元资金委托给大业信托，设立大业—海印股份信托贷款单一资金信托，浦发银行拥有该资金信托的受益权。大业信托向海印股份发放15亿元的信托贷款，海印股份以运营管理的14个商业物业整租合同项下特定期间经营收益应收款项质押给大业信托，并以上述物业的租金及其他收入作为信托贷款的还款来源。浦发银行作为资金保管机构保管信托财产，同时也对上述信托贷款的还款账户实施监管，定期向大业信托提供监管账户每月的银行流水信息。

在第二层结构中，中信建投证券作为计划管理人设立海印股份信托受益权专项资产管理计划，募集资金购买浦发银行持有的海印资金信托的受益权。资产支持证券投资者认购专项计划成为资产支持证券持有人。专项计划受让的信托受益权年化预期收益率为9.0%。



资料来源：根据证券发行计划说明书整理。

图 9　海印股份信托受益权专项资产管理计划交易结构

3. 创新点

海印股份资产证券化产品是国内首个以商业地产为基础资产的资产证券化产品。该产品表面上看是浦发银行将信贷资产证券化，提前收回资金，实质是海印股份将特定期间经营收益应收账款证券化，做了 ABS 融资，浦发银行充当的角色只是提供过桥资金；海印股份通过双 SPV 模式形成信托受益权/委托贷款，将收益权资产转换为债权。

4. 案例推广启示

本计划虽然以信托为 SPV 载体，但资产所有权并未转移给 SPV，仅仅将租金收益权转移给 SPV，原始权益人即海印股份仍然享有物业增值收益，基础资产未出表，相关的风险并未全部转移给 SPV。事实上，按照现有法律法规，债权类资产可以实现真实销售，做到破产隔离；收益权类资产，由于相关收益依赖于原始权益人正常经营，与原始权益人难以完全独立。该模式满足了持有运营阶段的地产商融资需求，尤

其是能带来稳定的可预期的现金流的优质商业项目。

笔者通过对现阶段市场上的一些实际在操作中或者已经操作成功的产品结构设计进行了研究分析，发现可以结合信托渠道，通过银行理财资金匹配企业商业地产项目的融资需求进行推广。具体推广思路如下：

（1）首先，某商业地产企业拥有租金收益权资产 A。商业地产企业需要融资。但由于目前商业地产处在开发阶段或是刚起步阶段，面临现金流不稳定的问题，因此无法进行资产证券化融资。这时，企业可以首先选择与 C 信托合作，设计日期为 a 年的单一信托计划，获得发展所需资金；

（2）B 银行向投资者募集足够的理财资金投资于上述信托计划，理财产品时间 b 年（应能够覆盖商业地产企业的建设期）。

（3）假设 b 年后 A 商业地产企业建设完成能够产生稳定现金流。这时，由 D 证券成立专项资产管理计划募集资金，从 B 银行手中购买该信托收益权。B 银行得到该笔款项支付理财产品本利，而专项资产管理计划将收益权作为基础资产设计发行资产支持产品，期限为（a－b）年。

（4）商业地产企业将 A 运营所产生的稳定现金流支付受益凭证持有人本利。为了有效防范道德风险，方案设计由原始权益人企业及 B 商业银行共同持有资产支持证券的次级收益凭证，次级受益凭证的收益应该在优先级受益凭证已经完成的情况下再进行分配。

（5）项目后续步骤设计同海印案例类似，依托于租金收益权完成资产证券化融资。

（二）星美国际影院信托受益权资产支持专项计划

海印股份信托受益权专项资产管理计划是信托受益权资产证券化的先期代表，随后各信托公司相继参与该类产品的设计和拓展，“星美国际影院信托受益权资产支持专项计划”同样分为两层结构，与海印股份信托受益权专项资产管理计划所不同的是，星美项目是多个原始权益人的集合资金信托项目，其交易结构情况如下：

1. 原始权益人与华宝信托签订《信托合同》，将 13.5 亿元货币资金委托给华宝信托设立华宝星美国际影院集合资金信托计划，从而拥有华宝星美国际影院集合资金信托计划的信托受益权。

2. 华宝信托（作为华宝星美国际影院集合资金信托计划受托人）与借款人签订《信托贷款合同》及《应收账款质押合同》。

3. 计划管理人设立星美国际影院信托受益权资产支持专项计划，并向华宝信托发出贷款放款指令，将 13.5 亿元贷款由信托计划账户发放至 23 家借款人指定账户。

4. 计划管理人指令托管银行将专项计划的募集资金 13.5 亿元用于购买原始权益人持有的华宝星美国际影院集合资金信托计划的信托受益权。

5. 专项计划存续期间，借款人根据《应收账款质押合同》在质押期间将票房收入应收账款产生的现金收入持续划付至监管账户，并根据《信托贷款合同》的约定，在信托贷款放款日之后质押期间内每个自然月的最后一个工作日（即还款日）按照《信托贷款合同》列明的信托贷款本息还款计划表支付应当偿还的信托贷款本息。

6. 专项计划存续期间，华宝星美国际影院集合资金信托计划的信托计划账户在收到从监管账户划付的该月应偿还的贷款本息后（还款日后）的两个工作日内，将收到借款人偿还的信托贷款本息扣除当期必要的信托计划费用后以信托受益权收益分配的方式全部分配给信托受益人，即专项计划。

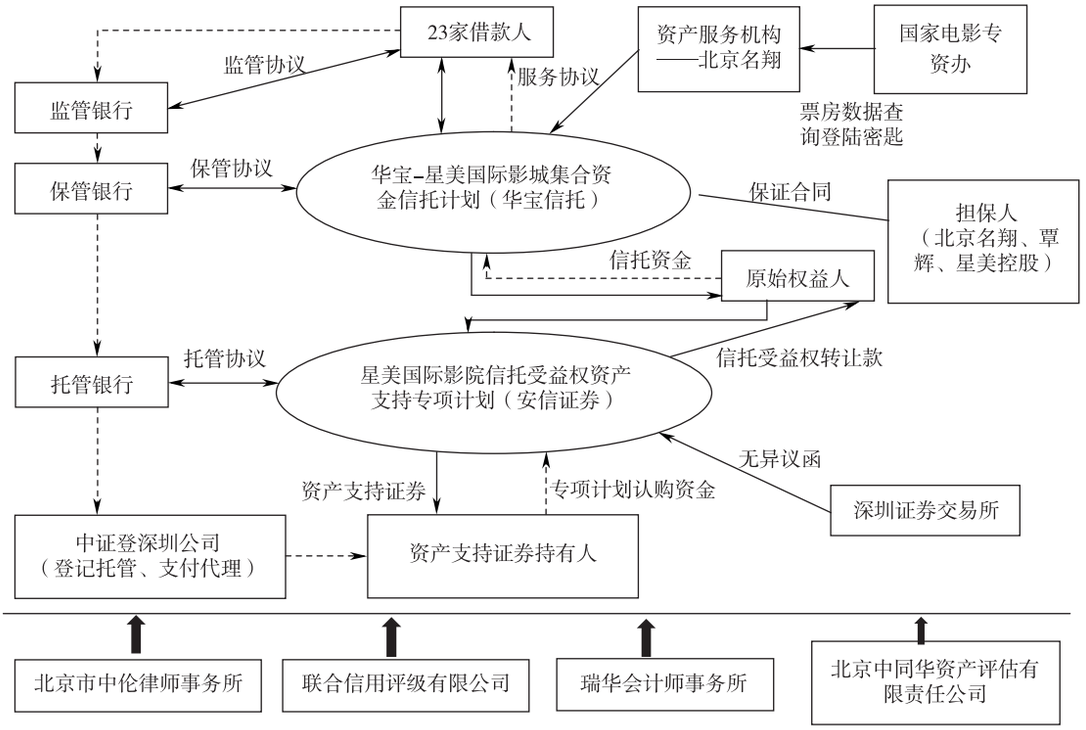
7. 计划管理人根据《计划说明书》及相关文件的约定，在每个计划管理人分配日向托管银行发出分配指令，托管银行根据分配指令，将相应资金划拨至登记托管机构的指定账户用于支付资产支持证券本金和预期收益。

星美国际影院信托受益权资产支持专项计划，其交易结构同样可以分为两层。在第一层结构中，原始权益人与华宝信托签订信托合同将 13.5 亿元货币资金委托给华宝信托设立华宝星美国际影院集合资金信托计划，并拥有集合资金信托计划的受益权。华宝信托向借款人发放总计 13.5 亿元的贷款。星美影院将未来 5 年的质押期间的票房收入应收账款质押给华宝星美国际影院集合资金信托计划，并以上述质押财产产生的现金收入作为信托贷款的还款来源。

在第二层结构中，安信证券作为计划管理人设立星美国际影院信托受益权资产支持专项计划，投资者认购资产支持证券成为资产支持证券持有人。

星美国际影院信托受益权资产支持专项计划中还采用了信托业保障基金的增信手段，若借款人存在对华宝星美国际影院集合资金计划信托合同项下义务有任何违约行为的，华宝信托作为华宝星美国际影院集合资金信托计划的受托人，有权将收到的本合同认购的保障基金本金、收益及活期存款利息等全部资金优先用于承担借款人应负的违约责任。

总体来看，该产品的增信方式和种类丰富，专项计划通过《标准条款》、《信托贷款合同》、《应收账款质押合同》、《保证合同》等法律文件，以质押担保、北京名翔（作为担保人）、覃辉及星美控股保证担保、信托业保障基金、优先级/次级产品



资料来源：根据证券发行计划说明书整理。

图 10　专项计划交易结构

结构分层机制为信托贷款和专项计划提供信用增级。三种信用增级措施分别有不同的触发条件，并由此在不同情况下依次发挥其作用，具有层层递进、从整体上发挥增级效果的叠加作用。

（三）中信·茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划

1. 基本要素

（1）原始权益人：茂庸投资。

（2）计划管理人：中信信诚。

（3）基础资产：租金债权财产权信托受益权。

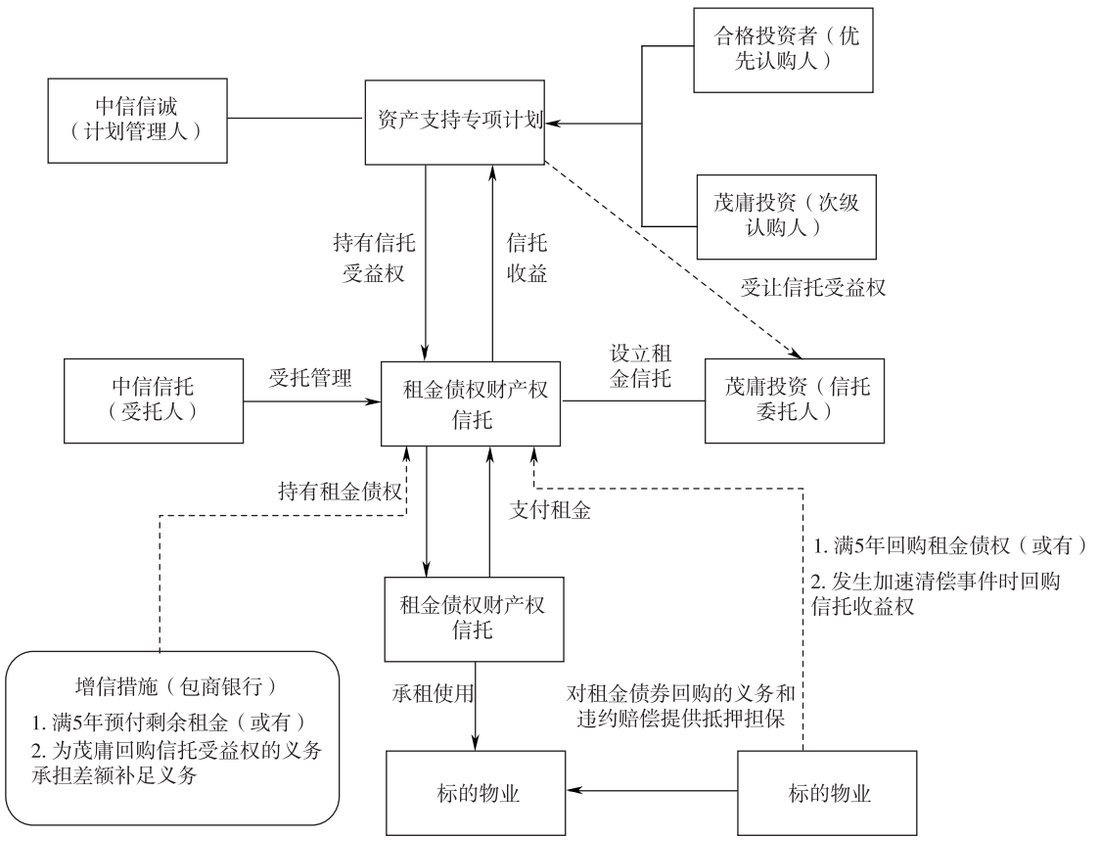
（4）计划分级情况：优先级资产支持证券的目标发售规模为 100000 万元，茂庸 01～茂庸 08 共八档，分别对应期限为 1～8 年，利率为 4.9%～7%，其中茂庸 05－茂庸 08 在前五年的利率为 6.0%，从第六年起利率为 7.0%，认购人为合格投资者；次级资产支持证券的目标发售规模为 5500 万元，认购人为茂庸投资。

2. 交易结构

2015 年 12 月 23 日，中信·茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划在深交所

发行。这是国内首单直接以商用物业租金债权为基础资产的企业资产证券化业务，这也是一次对债权性 REITs 的积极探索。茂庸投资（信托计划委托人）将其所有的北京商用物业租金债权设立信托计划，受托管理人为中信信托，委托人通过设立财产权信托获得信托收益权，茂庸投资又将其所获得的信托收益权设立信托受益权资产支持专项计划，受托管理人为中信信诚，该专项计划分为优先级/次级。该资产支持专项计划具体信息如下：

该专项计划采取了双 SPV 架构，即租金债权财产权信托 + 资产支持专项计划。由于根据《信托公司管理办法》规定，信托公司目前只能做银行信贷资产的资产证券化，企业信贷资产的资产证券化只能由证券公司或基金子公司开展。《证券公司及基金管理子公司资产证券化管理规定》规定资产证券化的基础资产可以是信托收益权，这一规定为信托公司间接开展企业资产证券化架起了桥梁。这也是该专项计划得以成形的政策层面的原因。



资料来源：根据证券发行计划说明书整理。

图 11　中信・茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划交易结构

3. 产品特点

首先，该信托受益权 ABS 产品根据基础资产信托受益权所产生的现金流特点来考虑，发行 8 档偿付顺序不同，信用等级、收益率各异的证券，实现风险与收益再分割，也尽量避免了期限错配，从而降低流动性风险。另外，各档的票面利率也是参考发行期间市场相关利率情况确定，基本反映了市场 ABS 产品的普遍利率水平，能够满足机构投资者配置高评级、低风险固定收益类产品的需求。

其次，中信茂庸 ABS 由中信信托全程主导，担任产品交易安排人、受托人及推广机构等，中信信托全面负责产品设计、中介组织、监管沟通等，开创了信托公司在新形势下业务发展的新格局。这样的安排充分发挥了信托公司在项目投融资、产品设计以及资产管理等方面的既有优势，同时也展现了中信集团金融全牌照的业务协同优势，联合中信信诚、中信银行为客户提供一站式金融服务。信托公司从之前的参与到现在的主导，最直接的好处就是利润的提升。之前是从主导方手中分取项目费用，现在作为交易安排人，则是给其他参与方分拨项目费用，这也将是信托公司一个新的利益增长点。

最后，针对信托计划提供外部征信设计。资产支持专项计划内部多通过分层进行增信，外部通过向信托公司提供抵质押等担保措施增信。从上文的交易结构图中可以看到，针对租金债权财产权信托，包商银行和茂庸投资均提供了相应的外部增信措施，如差额补足、债权受益权回购、资产抵押等措施，这和传统的信托项目类似，显示了信托公司在该项目中承担了实质风险。

4. 案例推广启示

（1）通过对信托收益权资产支持专项计划交易结构的设计，促进中长期融资项目的开展。信托公司对 PPP、不动产等项目一直保持极大的热情，然而真正落地的项目并不多，主要还是受限于信托资金的期限。从中信茂庸项目中可以看到，可以通过发行资产支持证券来延长用款期限，满足企业的中长期用款需求。信托公司可以考虑通过这样的方式来拓展自身的业务。

（2）利用信托公司自身优势主导资产支持证券项目。将主动权掌握在自己的手中，不仅可以主动地安排各个环节，借助自身的项目融资、产品设计、资产管理等方面的优势，确保项目顺利地实施完成，同时还能从中获得更高的利润。

（3）拓展和证券、基金子公司等机构合作模式。从目前的政策规定看，企业信贷资产证券化只能由证券、基金子公司来发行。难以找到合适的证券公司或基金子公

司开展合作也一直是信托公司开展此类业务的障碍。在中信茂庸项目中，中信信托依靠中信集团金融全牌照的优势，携手中信信诚完成了此单专项计划。对于没有集团优势的信托公司而言，就要积极拓展和外部证券公司、基金子公司的合作模式，达到双赢的效果。

五、案例总结及业务展望

（一）信托受益权资产证券化特点

自 2014 年以来，国内信托受益权一类非标资产开始通过证券公司专项资产管理计划开展 ABS 业务，本课题第三部分已列出了国内已发行的信托受益权资产证券化产品，本部分以表中所列项目为分析样本，对目前信托公司已开展的信托受益权资产证券化产品进行归纳总结，分析该类业务对于信托公司的优势，从而更深入地探寻信托公司参与该类业务的实践意义和业务前景。

表 4　　部分信托受益权资产支持证券典型案例

项目名称	发起机构	发行人	规模（万元）
海印股份信托受益权专项资管计划	海印股份	中信建投证券	150000
畅行资产支持专项计划	中油资产	中信建投证券	100000
星美国际影院信托受益权资产支持专项计划	华宝信托	安信证券	135000
美兰机场信托受益权资产支持专项计划	长治银行	国海证券	120000
扬州保障房信托受益权资产支持专项计划	广州银行	华泰证券资管	105000
天津房信限价房信托受益权资产支持专项计划	天津房地产信托	华泰证券资管	37000
中信 茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划	北京茂庸投资	中信信诚资产	105500
宁北发电信托受益权资产支持专项计划	长治银行	中国中投证券	170000
微贷信托受益权资产支持专项计划	中信产业基金	新时代证券	52038
扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划	扬州瘦西湖	华创证券	38000

数据来源：根据 Wind 数据整理。

通过对实践案例的总结分析可以发现，信托受益权资产证券化业务具有三个典型特点。

一是信托公司可以主导发行。与信贷资产证券化不同，在信托受益权资产证券化业务中，信托公司可以主导产品发行。例如“中信茂庸”项目、“美兰机场”项目都是由中信信托主导完成，“扬州保障房”项目由华融信托主导完成，“畅行资产”项目由昆仑信托主导完成，尤其是在“畅行资产”项目中，过桥资金也是昆仑信托的自有资金，信托公司从基础资产的选择、项目现金流的归集和监管等都掌握了主动

权。信托公司不再单纯作为通道，而是可以发挥更强的资源调配能力，协调其他机构共同完成项目发行。

二是基础资产选择多样化。作为相关基础资产领域的首单信托受益权资产证券化业务，有14单产品都被冠以“首单××信托受益权资产证券化”的名称，也可以看出信托受益权资产证券化基础资产选择的多样性。其中“消费信贷”项目的基础资产是面向工薪阶层发放的消费信用贷款。“扬州保障房”项目和“天津限价房”项目的基础资产是棚户区拆迁安置保障房项目信托贷款和限价房项目的信托贷款，均为房地产项目，同时，“扬州保障房”项目也可视为平台项目。“美兰机场”项目和“畅行资产”项目的基础资产是机场建设贷款和广东交投集团的贷款，都属于基础产业领域的融资。“星美影院”项目的基础资产是影院的建设投入融资贷款。“海印股份”项目的基础资产是为上市公司发放的贷款，具体资金用途为商业地产。

从以上可以看出，信托传统业务中的房地产信托、基础产业信托、工商企业以及与上市公司合作的信托业务都可以通过信托受益权资产证券化的方式操作。

信托受益权资产证券化的信托受益权可以是单一信托的信托受益权，可以是集合信托的信托受益权，也可以是众多不同信托产品的受益权形成的资产池。在上面的产品中，为了操作方便，信托公司多是选择单一资金信托或者财产权信托形成的信托受益权进行资产证券化。有所不同的是，“消费信贷”项目的信托受益权是由7个信托计划衍生的信托受益权，而“星美影院”项目的信托受益权是在集合资金信托基础上形成的众多信托受益权，也是已落地项目中唯一一单由信托公司发行集合资金信托计划募集资金作为过桥资金的项目。信托公司可以根据项目具体情况，选择单一信托的信托受益权或者由众多同类信托受益权形成的资产池进行证券化。

三是针对信托计划提供增信。资产支持专项计划内部多通过分层进行增信，外部通过向信托公司提供抵质押等担保措施增信。上述“中信茂庸”项目、“扬州保障房”项目、“美兰机场”项目等6个项目都在外部有针对信托计划的增信措施，与传统信托项目类似，也显示了信托公司在项目当中的实质风险承担。而资产支持计划的内部一般通过结构化设计进行增信，其中“扬州保障房”项目、“海印股份”项目等都是由融资方认购次级份额进行增信。从专项计划的结构化比例来看，优先级和次级的比例低的如“消费信贷”项目的5:1，最高的“扬州保障房”项目则高达20:1，结构化差异很大。同时，针对信托公司的外部增信对整个项目起到了举足轻重的作用。

（二）信托受益权资产证券化实践的意义

一是实现低成本、长期限融资。信托受益权资产证券化因融资成本、融资期限等

的优势，可以有效解决企业的融资需求，与降低企业融资成本的监管方向一致，突破信托公司项目准入，有效拓宽信托公司交易对手类型。以“扬州保障房信托受益权资产支持专项计划”和“天津房信限价房信托受益权资产支持专项计划”为例，房企的融资利率一直较高，但在这两个项目里，前者综合利率不到7%／年，后者综合融资成本不超过8%／年，“宁北发电信托受益权资产支持专项计划”项目的综合融资成本为7.2%／年，有效降低了融资总成本。

信托公司多数产品的融资期限为1～3年，对于一些用款期限较长的交易对手，通过信托受益权资产证券化的设计，可以满足企业的长期限用款需求。在已落地的信托受益权资产证券化项目中，“中信茂庸”项目的期限是8年，“宁北发电”项目的期限是7年，“扬州保障房”项目和“星美影院”项目的期限是5年，“畅行资产”项目的期限是6年。在这些产品中，资产证券化延长了用款期限，可以帮助信托公司拓展长期限融资企业的融资业务。

二是对于合作机构来说，双SPV结构有利于合作银行降低风险，提高资金利用率。相较于企业资产证券化项目，信托受益权资产证券化产品一般采用双SPV的结构。信托受益权作为名义上的基础资产，用以构建“券商资产支持专项计划＋信托”的双SPV结构。这样的结构与监管部门倡导跨市场发行的精神一致，且交易所市场上的投资者种类更为丰富。同时对于合作银行来说，有利于风险从银行体系分离出来。另外，商业银行在放出贷款的同时，将贷款进行资产证券化，提高资金利用率。如果底层资产是所有权，还能实现资产出表。

三是实现非标转标。信托受益权资产证券化将非标资产转为标准化产品，在公开市场发行，符合目前“非标转标”的监管背景。

四是促进机构间合作。通过信托受益权资产证券化的设计，促进信托公司、券商、基金子公司以及银行等机构间合作，各机构在此项业务中发挥各自作用，增加了信托公司业务拓展的空间。

五是解决信托产品流动性障碍。一直以来，因为我国信托登记制度的缺失，信托产品流动存在障碍。信托受益权资产证券化间接解决了信托产品的流通问题，通过券商或者基金子公司的专项计划将基础资产公开发行，信托受益权间接可以转让从而实现流通。

（三）信托受益权资产证券化业务展望

通过对行业中已开展的信托受益权ABS三个案例可以看出，信托受益权资产证

券化的交易过程中往往会引入双 SPV 交易结构，其过程较为复杂。长期以来，信托受益权受制于流动性较差的困扰，已开展的信托受益权 ABS 业务为解决此问题提供了路径，其双 SPV 交易结构模式已经成型，未来，信托受益权资产证券化将朝以下方向发展：

（1）基础资产池更加复杂。未来信托受益权基础资产可能有多个来自不同信托项目的受益权构成，这样能够有效提升资产多元化水平，加强风险分散程度，同时也会增加基础资产池现金流测算和匹配难度，导致交易结构更加复杂。

（2）信托受益权资产证券化交易结构更加复杂。未来，信托受益权资产证券化产品设计会在增信措施、基础资产循环购买、利率设置等方面进行创新，提升交易结构设计的丰富度和复杂程度，进一步满足不同投资者的投资需求。

（3）中介机构发挥更大功能。目前，信托受益权资产证券化中信托机构所能够发挥的功能仍不是很大，大部分信托机构仍是扮演基础资产信托项目的通道角色，所得的收益不高。未来，信托公司可以更加深入地参与到信托受益权资产证券化各个环节当中，诸如参与基础资产组合、证券化方案设计、承销和推广等，从而更有效推动业务转型。

未来信托受益权有望为信托公司转型发展提供助力，成为非标信托转标发展的有效途径，但该项业务在发展中也存在着信托受益权在权利属性上不清晰等问题，如何将基础资产所产生的现金收益与证券化项目的收益相对应且特定化，这个问题是直接与该类项目的风险防范挂钩的。同时，现金收益也应当与原始权益人资产负债表中的资产相区别开来，不仅仅是账面上的区分，也应当具备一定的外在形式表明两者之间的无关性，因此需要建立资金监管账户，并配套一系列监管机制以防造成池内资产与企业固有资产之间混淆不清的情况。

六、信托公司开展信托受益权资产证券化的建议

信托受益权资产证券化已经受到外界和各信托公司的关注，未来有望发展为信托公司成熟的业务模式，以助推信托公司转型和产品标准化发展，通过对该项业务的研究分析，我们认为信托公司可以继续在以下方面深化对该类业务的开展：

一是通过信托受益权资产证券化开展与银行新的通道合作模式。信托受益权资产证券化可以创新信托公司与银行的合作模式。在信托受益权资产证券化项目中，项目可以由银行发起主导，对于合作银行来说，有利于风险从银行体系分离出来，帮助银

行实现非标转标。另外，商业银行在放出贷款的同时，将贷款进行资产证券化，可以提高资金利用率。信托公司也可以主导项目发行，利用银行闲置短期资金过桥。在此类业务合作过程中，还可以观察银行转型发展中的其他需求，展开其他合作。此外，也可以开展同其他金融机构的合作，如保险资金具有期限长、成本较低，同时安全性要求较高的特点。在信托受益权资产证券化项目产品的发行端可以成为优质的合作对象。

二是开展消费信贷的信托受益权资产证券化业务。中腾信主导的“消费信贷”信托受益权资产证券化项目，底层资产为消费信用贷款，同时还有“京东白条”等以消费类资产为托底资产的 ABS 产品，为信托公司业务模式提供了新的思路。消费信贷金额小且分散，属于优质资产，中腾信“消费信贷”项目在深交所发行不到一周就完成了募集。信托公司可以以此思路开展消费金融业务。如重庆信托设立的“惠今消费金融投资集合资金信托计划”，基于大数法则原理，通过专业分工和规模效应实现收益增加、风险分散的目标，并引入消费金融服务公司协助贷款风险管理并提供担保增信，进行消费金融业务的风险控制。

三是通过信托受益权资产证券化设计，促进 PPP 等中长期融资项目的开展。信托公司对 PPP 项目一直态度积极，但落地项目不多，其中一个制约因素就是信托资金的期限。信托受益权资产证券化可以通过发行资产支持证券满足企业的较长期限融资需求，为信托产品提供流动性支持。对于其他有较长期限融资需求的项目，也可以以此思路开展合作。

四是利用自营资金开展信托受益权资产证券化业务，提高资金流动性并赚取利差。另外，直接从公开资本市场获得资金，有助于降低信托项目融资成本，为信托资产业务提供支撑，带动传统信托业务的升级。昆仑信托“畅行资产”项目的过桥资金为昆仑信托的自有资金，以此思路，在信托受益权资产证券化业务中，信托公司可以用自营资金提供过桥，形成的信托受益权又可以证券化，循环操作，提高自营资金的流动性并赚取利差。在风险可控的情况下，信托公司可以合理使用自有资金实现业务的滚动扩张。

参考文献

［1］王元璋，涂晓兵．试析我国资产证券化的发展及建议［J］．当代财经，2011(3)．

［2］周小明．信托制度：法理与实务［M］．北京：中国法制出版社，2012.

［3］周小明．信托制度［M］．北京：中国法制出版社，2012.

［4］周晓敏．论信托受益权的法律性质［J］．法治与杜会，2009（12）.

［5］王利明．物权法研究［M］．北京：中国人民大学出版社，2007.

［6］葛培健．企业资产证券化操作实务［M］．上海：复旦大学出版社，2011.

［7］吴昕埼．信托受益权的资产配置功能及其当前法律问题［J］．东北财经大学学报，2014（1）

［8］陈裘逸，张保华．资产证券化定义和模式的探讨——以真实出售为中心［J］．金融研究，2003（10）.

［9］李尚公，沈春巧．资产证券化的法律问题分析［J］．法学研究，2000（4）.

［10］李群星．信托的法律性质与基本理念［J］．法学研究，2000（3）.

［11］覃舜宜．信托受益权资产证券化的法律研究［J］．信托周刊，2013（114）.

［12］邓晰尹．信托公司应如何开展信托受益权资产证券化［J］．当代金融家，2016（2）.

［13］John Henderson ed. Asset Securitization：Current Techniques and Emerging Market Applications［M］．Euromoney Books，1997.



家族财富管理视角下的慈善信托业务发展

课题单位：中信信托有限责任公司

课题组成员：周　萍　张明玺　杜　哲　陈　巧

吴　政　姚　姚　王珊珊　杜　源

摘　要

近年来，随着居民财富的增长与慈善意识的提升，中国慈善事业得到了前所未有的发展，然而也一度因信任危机的爆发而放缓步伐，慈善机制似乎落后于慈善热情。

2016 年 9 月 1 日，《慈善法》的实施被视为我国慈善事业的里程碑。慈善信托这一全新的信托业务首次在《慈善法》中提出："慈善信托属于公益信托，是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为。"并规定慈善信托的受托人，可以由委托人确定其信赖的慈善组织或者信托公司担任。虽然早在 2001 年《信托法》出台时即引入公益信托，但由于监管部门不明确等原因，十余年来公益信托一直发展缓慢。此次慈善信托的提出将会给信托公司参与慈善事业打开更广阔的天地。

虽然《慈善法》赋予信托公司从事慈善信托的法律地位，但是信托公司长期以来的服务对象为高净值人群，因而在慈善信托业务中，信托公司更应偏重针对财富管理客户，而非普通大众。通过慈善信托业务的开展，更能够满足高净值人群的多元化需求（如慈善需求），更好地为高净值人群服务。因此探讨针对财富管理客户开展的慈善信托对于信托公司而言，更有价值和指导意义。

本研究通过梳理中国家族财富管理市场发展现状、剖析中国高净值人群的慈善行为、借鉴境外家族慈善模式，对慈善信托促进家族财富管理的可行性、慈善信托的模式进行分析，进而对慈善信托提出一些政策建议，以期慈善信托能够得以更顺利、有效地开展。

关键词：家族财富管理　慈善行为　慈善信托

目　录

一、中国家族财富管理市场发展现状 …… 576
（一）中国家族财富管理市场特征 …… 576
（二）中国家族财富管理的机构格局 …… 579
（三）中国家族财富管理中存在的问题 …… 582
二、中国高净值人群慈善行为分析 …… 583
（一）慈善需求与实施途径 …… 585
（二）慈善领域 …… 588
（三）慈善动机 …… 589
（四）慈善行为的影响因素 …… 593
三、境外家族慈善事业模式借鉴 …… 595
（一）境外慈善相关的法律设计 …… 595
（二）境外家族慈善信托探析 …… 599
四、慈善信托促进家族财富管理的可行性分析 …… 602
（一）慈善信托在中国落地的法律基础 …… 602
（二）中国慈善信托的客户基础 …… 606
（三）慈善信托与慈善基金会的比较分析 …… 609
（四）慈善信托对家族财富管理的正向影响 …… 613
五、中国慈善信托的模式及可行性分析 …… 616
（一）信托公司作为受托人，慈善组织作为项目执行人 …… 616
（二）信托公司作为受托人，慈善组织作为委托人与项目执行人 …… 618
（三）慈善组织作为受托人，信托公司作为投资顾问 …… 619
（四）慈善组织作为慈善信托的受托人，信托公司作为普通单一信托的受托人 …… 620
（五）双受托人模式，即信托公司和慈善组织同时作为受托人 …… 620
（六）信托公司作为受托人的伞形慈善信托模式 …… 621

六、对慈善信托的政策建议 …… 623
（一）法律法规层面 …… 623
（二）税收层面 …… 627
七、结语 …… 630

一、中国家族财富管理市场发展现状

改革开放30余年，中国经济高速发展，无数财富神话自此诞生。兴业银行与波士顿咨询公司联合发布的2016年中国私人银行发展报告指出，2015—2020年全球个人财富年增长率预估为5.9%；在中国经济增速趋缓的背景下，同期预估年增长率为12%，中国将成为世界最大的高净值客群市场之一。当有形财富积累到一定阶段，文化与精神财富就会演进、发展，从而进入一个文明而理性的财富时代。近年来，随着中国经济增长速度开始出现下滑，高净值人士的需求也逐渐以过去的财富增长为导向，转变为关注财富的保障和传承，因此对家族财富管理的需求日益旺盛。现阶段我国的家族财富管理市场究竟发展如何？本部分将从市场特征、机构格局及不足之处三个层面对其进行勾勒。

（一）中国家族财富管理市场特征

1. 高净值人群数量持续增长

胡润研究院数据显示，截至2016年5月，中国千万元高净值人群数量约134万人，同比增长10.7%；亿万元高净值人群达到8.9万人，同比增长14.1%。根据胡润研究院对千万元与亿万元高净值人群的跟踪数据，可见中国高净值人群规模自2010年以来持续增长，增速在经济因素的影响下呈波动态势，而近两年无论是千万元高净值人群还是亿万元高净值人群，其增速均达10%以上（见表1）。

表1　　2010—2016年中国千万元与亿万元高净值人群数量　　单位：人，%

年份	千万元高净值人群数量	千万元高净值人群增长率	亿万元高净值人群数量	亿万元高净值人群增长率
2010	875000	6.1	55000	7.8
2011	960000	9.7	60000	9.1
2012	1020000	6.3	63500	5.8
2013	1050000	2.5	64500	1.6
2014	1090000	3.8	67000	3.9
2015	1210000	11.0	78000	16
2016	1340000	10.7	89000	14.1

数据来源：胡润研究院（数据截至当年5月）。

2. 从“创富”到“传富”的需求转变

随着改革开放后第一代企业家陆续面临退休，家族财富管理市场的重心正从创造财富转为财富传承和移交。随着资产数额的不断增加，高净值人群的财富目标已经悄然改变。招商银行和贝恩公司发布的《2015 中国私人财富报告》指出，在招商银行2013 年之前的调研中，“创造更多财富”是高净值人群的首要诉求，而今“财富保障”已经成为高净值人群的首要诉求。2015 年，在受访人群中，63% 提及“财富保障”是自己的重要财富目标，“财富传承”紧随其后；约 51% 的超高净值人士开始考虑财富传承，其中部分人士已着手进行财富传承的安排。

3. 家族财富的“交班季节”来临

（1）创一代临近退休年纪。在历经近 40 年的奋斗后，中国的第一代创业民营企业家已然迈入退休年龄。2015 年“新财富 500 富人榜”的上榜者中一半人士年龄在 50 岁以上。创业板、中小板上市公司创一代的年龄大多在 55 ~ 64 岁，长子、长女们的平均年龄达 35. 72 岁，交班季节已经来临。“2016 胡润全球富豪榜”中国十大富豪平均年龄也已达 51. 6 岁，10 人中低于 35 岁的仅严昊一人，而严昊所在的苏太华系由其父严介和创立，2015 年严介和称已将企业交班给自己的儿子严昊和女儿严昕，可以说严氏家族已经完成了交班（见表 2）。

表 2　　中国十大富豪相关情况

排名	姓名	财富（亿元）	全球排名（位）	主要财富来源	年龄（岁）
1	王健林家族	1700	21	万达	62
2	马云家族	1400	36	阿里巴巴	52
3	宗庆后家族	1250	41	娃哈哈	71
4	马化腾	1240	41	腾讯	45
5	雷军	920	62	小米科技	47
6	严昊	910	62	苏太华系	30
7	李彦宏夫妇	825	69	百度	48，46
8	许家印	740	90	恒大	58
9	卢志强	660	101	泛海	64
10	丁磊	630	121	网易	45

数据来源：胡润全球富豪榜。

（2）民营企业初次面临代际传承。“君子之泽，五世而斩”，不仅中国有富不过三代的说法，境外研究也发现，70% 的北美家族企业没有传到第二代，88% 的家族企

业没有传到第三代，只有3%的企业在第四代以后还在经营。在欧洲，仅有4%的家族企业能传承至第四代。从华人地区来看，香港中文大学范博宏教授在对250家中国台湾、中国香港及新加坡的民营家族企业研究发现，这些华人企业在接班后，平均价值缩减近60%。相关研究也初步表明，A股上市家族企业在传承过程中市值平均缩水四成以上。

在缺少本土经验的境况下，中国家族传承带来的挑战将远高于西方家族，传承成功率相比西方可能会更低。中国的民营企业第一次面临代际传承，企业家必须在没有任何经验的情况下，完成家族的传承。代际传承和财富管理，于他们而言都是全新的课题。

4. 二代的差异选择

面对家族企业的代际传承，二代们作出了不同的选择，既有按部就班接下家族企业并按父辈意愿发展的，也有接下家族企业并带领其转型的，还有完全放弃家族企业管理权仅保留股权继承的。

（1）继承传统家族企业的二代。“接班”即二代们既接下家族企业的股权也接下管理权，将传统的家族企业继续沿纵向发展。如前文所述，“2016胡润全球富豪榜”排位中国富豪第六名的严昊即是从父亲手中接下家族企业，并且凭借现代化的管理能力使家族企业更上一层楼。

（2）助力家族企业转型的二代。伴随改革开放成长起来的民营企业，大多从事传统领域。而家族企业的二代们多接受过海外教育，留洋的背景影响了他们对于家族传统实业的接受度，尤其是面对企业转型升级压力，很多二代选择进入自己偏重的新兴领域另辟战场，使家族企业向互联网、金融投资等轻型企业转型。

（3）完全脱离家族企业的二代。部分二代们成长环境自由，更愿意从事自己感兴趣的职业，而完全脱离家族企业。中欧国际工商学院的调查显示，对于希望由二代继承的一代企业家来说，所有人都认为二代应继承股权。但是对于是否需要同时继承和行使管理权这个问题，近三分之二的人持较为灵活的态度，即家族第二代以持股股东身份拥有企业，一般情况下聘用职业经理人管理企业。

二代们的差异化选择，会使改革开放后成长起来的第一批民营企业面临不同的发展路径。独生子女政策为中国家族企业接班营造一个极为特殊的环境，很多一代企业家担忧唯一的子女因没有兴趣或是能力不够而导致无法接班，自己创业多年的心血即将付诸东流。在目前家族接班人选择范围受限的情况下，一代企业家势必要考虑子女

的兴趣、意愿和能力因素，权衡企业发展与家族传承的双重课题。

（二）中国家族财富管理的机构格局

目前财富传承规划没有形成习惯、人们还在普遍忙于迅速积累财富的社会大背景下，家族财富管理还处在摸索阶段，但也因此处于重要的战略机遇期。家族财富管理被视为中国财富管理行业的新一轮盛宴。目前积极建立家族办公室的金融机构主要集中在私人银行、信托公司、第三财富管理机构及律师事务所、会计师事务所等。

1. 私人银行

（1）中国私人银行渐成“强者恒强”格局。从中国商业银行2015年业绩看，五大国有行的私人银行资产管理总规模已超3.5万亿元。在所有上市的大银行和股份银行中，2015年的客户数量的增长速度和管理客户资产总规模增速都高于2014年，工行、招行等银行管理资产破万亿，且增速远超其他银行，市场逐渐形成“强者恒强”的格局（见表3）。

表3　　招行与工行2015年私人银行业务情况

招商银行	管理资产余额为1.25万亿元，较2014年增长49.12%，高净值客户数量4.9万户
中国工商银行	管理资产余额为1.06万亿元，较2014年增长44.3%，高净值客户数量6.24万户

（2）私人银行的家族财富管理优势。对于大多数家族企业的创一代来说，私人银行应该是其财富管理的第一“入口”。多家银行的数据显示，60%～70%的私人银行客户均为企业主。由于这些客户代表企业和个人的双重身份，因此很多私人银行都强调“一站式”、“全方位”的贴身服务。公私联动是其中很典型的一例：一定级别的私人银行客户在投融资服务上可以享受银行对公部门、投行部门的“绿色通道”，比如一些私人银行推出理财质押贷款以满足客户应急资金周转需求；还有的客户把私人银行作为获取信息的一个“高端俱乐部”，私人银行这个时候就充当了一个信息中介的角色，比如给希望买卖资产的客户牵线搭桥。而未来私人银行的管理会逐渐走向主动型，通过专业化的能力和经验，对市场进行判断。

（3）私人银行的慈善经验。在中国，商业银行私人银行对客户的慈善需求已有关注。比如中国银行私人银行在2014年就搭建了私人银行慈善平台，多名私人银行客户通过中国银行私人银行满足了自己的慈善需求。2016年7月，温州善乐慈善基金会发起人是上海银行私人银行客户，其以基金会理事长名义，与上海银行正式签署

家族信托合作意向。基金会首批捐赠款1200万元，将由上海银行私人银行及合作信托公司通过家族信托模式进行日常管理和投资运营，并根据基金会理事会决议由家族信托提供各项资金支持，主要用于川藏地区白内障儿童的治疗。

2. 信托公司

（1）家族信托将是蓝海业务。百瑞信托博士后工作站梳理中国信托公司2015年年报指出，家族信托是众多信托公司最为关注的转型方向之一。自2012年中国第一只家族信托产品落地以来，不少信托公司意识到中国超高净值客户打破“富不过三代”魔咒的巨大需求，开始布局家族信托。

（2）信托公司的家族财富管理优势。家族信托是以家庭财富的管理、传承和保护为目的所设立的信托，通过资产管理、投资组合等理财服务实现对家族资产负债的全面管理，提供财富转移、遗产规划、税务策划、子女教育、家族治理、慈善事业等全方位的服务。从境外经验来看，家族信托是一种有效的财富传承方式，是高净值人士首选的管理家族资产的载体之一。

仅就当前的情况而言，家族信托仍很大程度上表现为少数富裕阶层的金融理财工具。可以说，目前中国财富传承领域仍处于一个过渡阶段，无论从信托公司还是从高净值人群角度来看，这个市场仍处于投资者教育的初级阶段，需要大量的推广和教育，需要投入大量时间去了解，需要整个监管、法律法规方面的不断配套。

（3）信托公司的慈善经验。自2001年《信托法》出台时就引入了公益信托，虽然受监管部门不明确等因素影响，公益信托并未得到大规模的开展，但也积累了较为丰富的慈善经验。信托公司对慈善事业涉足可以说是在2008年汶川地震发生后，西安信托（现长安信托）发行的“5·12抗震救灾公益信托计划”被认为是首单公益信托落地。根据各家信托公司官网数据的不完全统计，截至2015年末共有11家信托公司发行了15款标准化公益信托产品。

3. 第三方财富管理机构

（1）中国第三方财富管理市场占比较低。在欧美等发达国家，第三方财富管理占据整个财富管理市场份额的60%以上。在中国，第三方财富管理占整个财富管理的市场份额非常小，占比不到5%。第三方财富管理市场的发展较为两极化，既有已成规模的诺亚财富、标准利华金融等机构，也有众多规模小规范性差的第三方财富管理公司。诺亚财富作为国内规模最大的第三方财富管理机构，服务过的高净值客户已超过11万人，为其提供财富管理、海外资产配置、高端保险、高端教育等全方位的

综合金融服务。

（2）第三方机构的财富管理能力。早期的第三方财富管理机构的商业模式非常简单：产品端从信托公司批发产品，销售端雇佣理财师销售产品，自己从中抽取点差。2014 年 5 月，银监会发文，明令禁止信托公司委托非金融机构推介信托计划。在新的生存环境下，第三方财富管理类机构逐渐在业务模式上转型升级。银监会禁令出台后，业内部分相对规范的第三方财富管理机构停止销售信托产品，转而代销基金子公司和券商发行的资管产品等固定收益类产品。

一些国内较大的第三方财富管理机构如诺亚财富、利得财富、好买基金等，根据客户需求的变化，成立具有牌照的资产管理机构进军资产管理行业，正从最初的代销产品向提供综合金融服务的财富管理机构转型。以诺亚财富为例，初期是以全权委托为核心辅之以增值服务的模式。通过全权委托这一模式，组建客户顾问团队和投资团队，专注管理范围，保证了业务的持续性。

（3）第三方财富管理机构的信任瓶颈。随着第三方财富管理市场的快速发展，行业丰厚的利润吸引了很多缺乏专业能力与道德标准的机构加入，造成行业信誉缺失、行业管理混乱、机构良莠不齐。除去缺乏明确的行业监管要求外，当第三方财富管理从代销模式转为主动资管后，随着业务难度及复杂程度加大，从业人员的业务水平以及执业素养并未跟上的问题也暴露了出来。

与私人银行和信托公司相比，第三方财富管理机构如何获得客户的信任感会是更大的难题。信任恰恰也是富豪们最难以突破的防线，瑞银与坎普登联合发布的亚洲区家族办公室研究报告显示，与国外富豪相比，亚太地区的富豪家族对保密性具有更加严苛的要求。即使是在非正式场合的讨论，亚太家族富豪也不愿意更多地涉及家族治理、代际传承和财富管理等私密性话题。

（4）第三方财富管理机构缺乏慈善经验。与私人银行、信托公司具备一定的慈善经验不同，第三方财富管理机构更侧重对客户财富的保值升值，对于客户的慈善需求鲜有涉及。

4. 律师事务所、会计师事务所

目前，已有律师事务所和会计师事务所开始涉足为高净值财富人群客户提供量身订做的境内外家族信托架构设计、投资基金与慈善基金架构设计、税收筹划等专业服务，帮助客户实现家族财富增值、风险隔离和永续传承。然而遗憾的是，他们提供的服务很难界定为真正的家族财富管理业务。在全球范围内，由于家族财富管理的私密

性等原因，家族财富管理行业缺乏明确的服务流程及统一的服务标准。而在慈善领域，律所与会计师事务所也罕有满足客户慈善需求的案例。

（三）中国家族财富管理中存在的问题

西方发达国家家族办公室为顶级富豪家族理财已运行百余年，并且有一套成熟标准。而中国的金融机构从 2013 年起才开始涉足家族财富管理领域。受制于国人传统仪式及中国相关制度的不完善，从业者面临的既是巨大机遇同时也是严峻挑战。

1. 家族财富传承矛盾突出

伴随着中国高净值人群不断扩大并进入传承阶段，如何让家族的财富、文化及信念得以传承永续，成为困扰创一代的难题。有研究显示，70% 的家族企业在创始人去世或者退休之后，会被转售或者是被清算。越来越多的富裕阶层开始考虑财富传承问题。第一代财富人士希望保留一定的财富掌控权，第二代财富继承人则希望在接管财富特别是接管企业经营的同时应获得掌控权以使权力和责任相匹配，并获得充分的信任和发挥的空间。

2. 观念转变尚需时日

出于对长辈的尊重，家族晚辈往往在长辈面前避谈传承问题。反过来，家族企业现有掌门人浓重的责任感，往往过迟推进开展对家族企业的身后之事的安排。而这往往使得下一辈是在长辈突然过世的情况下临危受命，对于接掌企业准备不足。此外，做财富管理的国外家族财富人群多处在第二、第三代继承人阶段，而中国目前多为创一代缔造的财富传承阶段。这也决定了部分人群没有意识到财富传承的重要性，同时过于重收益、轻风险，使得中国家族财富管理机构处于尴尬境地。不过，随着财富理念的更新及与现实的碰撞，已有不少先知先觉的高净值人士逐步意识到财富管理不仅是财富增值的单一课题，他们开始关心财富的保全与传承、合理节税、家族成员之间的治理以及慈善公益事业。

3. 机构服务略显无序

相关行业的专业人士大多数都将家族财富管理视作一个典型的利基市场。一大批具有私人银行或投行背景的专业人士，开始考虑转行投入家族财富管理行业。然而，传统金融行业转型而来的家族财富管理机构对传统产品、传统业务的过度依赖难有根本改变。随着越来越多的机构涌入这一行业，市场需要一种具有公信力的基准来评价

从业者的水平。迄今为止，鲜有专业的培训机构提供家族财富管理专业培训，对于家族财富管理机构的认证正也缺乏统一的体系。在中国，家族财富管理市场方兴未艾，面临着人才欠缺、服务单一、产品单一等问题。

4. 职业经理人的信任危机

在二代无意愿接班时，聘请职业经理人不失为家族企业的一个不错选择。然而，中国商业诚信问题没有得到很好的解决，企业家和职业经理人间还会发生提防猜忌现象。即便二代选择接班，一代企业家长期使用的老臣子，有可能在经营理念上和二代企业家大不相同，使二代企业家难以真正执掌家族企业，这种第一代非家族企业高管和第二代家族领导人之间的观念理念冲突，有可能在相当长一段时间内制约传承以后企业的发展。同时，中国职业经理人市场的相对不发达，可能导致二代企业家接手以后短期之内无人可用，难以快速组建自己的团队。

5. 法律法规配套实施细则尚需完善

无论对家族信托还是慈善信托而言，现阶段的法律法规，如《信托法》、《慈善法》、《信托公司管理办法》、《合同法》等都已经为业务的开展提供了法律支持。但配套实施细则依然需要进一步落实，以规范该类业务的具体实施和操作。比如信托财产登记制度、慈善信托监察人制度，以及配套的税收制度等等。此类相关制度的完善将使家族信托、慈善信托等业务更顺利、规范、有效地开展。

二、中国高净值人群慈善行为分析

三十多年的经济改革，中国经历了翻天覆地的变化，不仅中国作为一个整体在世界上成为第二大经济体，社会物质财富也快速积累，民营经济占我国 GDP 的比重已然超过 50%，而且涌现出大批高净值甚至超高净值人群。胡润研究院的调研数据显示，截至 2015 年 5 月末，中国千万元级高净值人士（以下称千万富豪，其包括实物资产和金融资产在内的个人总资产超过 1 千万元人民币）的数量约为 121 万人；亿万元级高净值人士（以下称亿万富豪，个人总资产超过 1 亿元人民币）的人数约为 7.8 万人；而超高净值人群（个人总资产超过 5 亿元人民币）的人数约为 1.7 万人。中国高净值人群主要由企业主、大型企业集团和跨国公司高管以及职业投资人（包括股市和房产投资）构成。这一人群的影响力也越来越大，不仅他们在世界各地的投资经常被主流媒体所关注，他们倡导或者参与的慈善活动同样也受到社会关注。2016 年胡润慈善榜前 100 名的高净值人群中，捐款最少的是 1255 万元人民币。因此，对于中

国高净值人群从事慈善事业的动因与目的，他们对慈善事业的需求以及参与慈善活动的途径，都非常值得分析。

为此，中信信托市场部在高净值客户的积极配合下，发放并回收了《高净值人群慈善行为问卷调查表》（以下简称调查问卷），以下探讨基于此项专门的调查数据结果，分析要素紧扣个人财富端，同时也对高净值人群的慈善行为进行了文献研究。此次调查采取一对一访谈方式，因此样本全额回收且均为有效样本。样本客户选取标准为样本覆盖中信信托各地财富中心，力求较完整地呈现出目前信托客户的慈善行为全貌。调研的高净值人群基本情况参见图 1 至图 4（包括年龄分布、职业分布、地域分布和资产规模）。此外，具有家族企业的高净值人群占 50%。

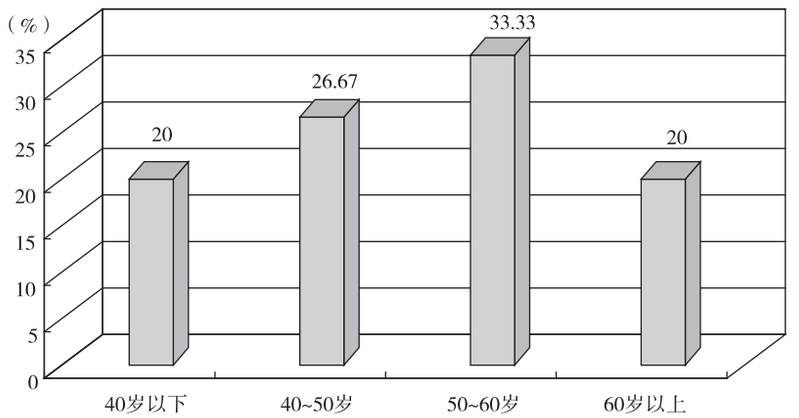


图 1　年龄分布

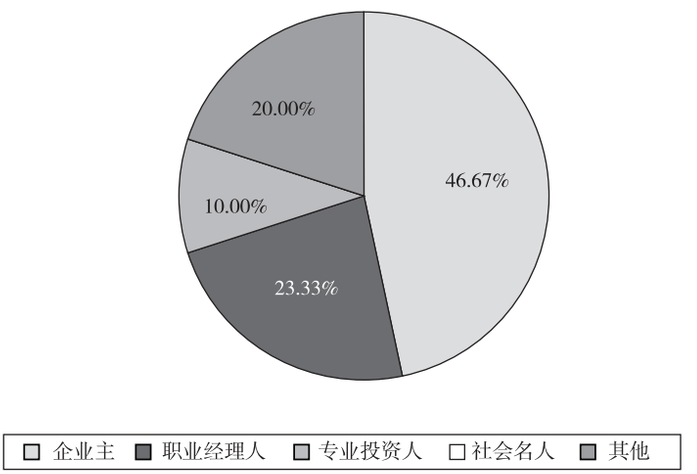


图 2　职业分布

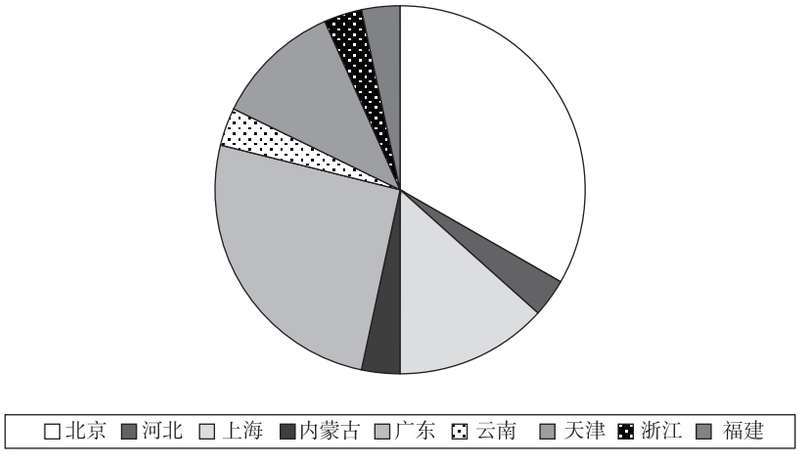


图 3　地域分布

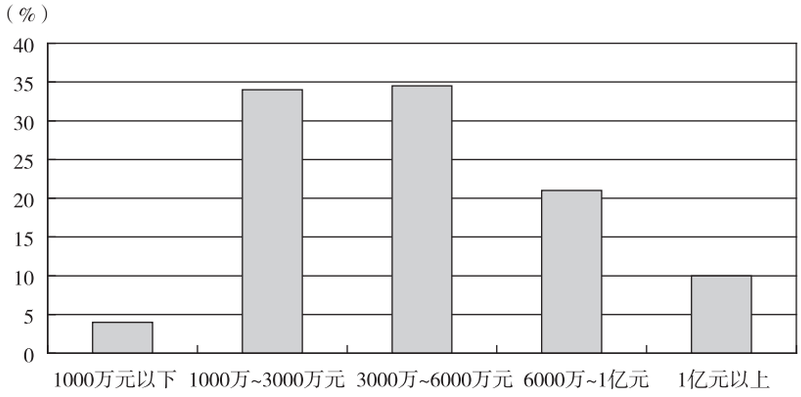


图 4　资产量分布

（一）慈善需求与实施途径

慈善，在汉语中一般指“发慈心、行善举”，既有主观意识，又有客观行为，一般是英文 charity 和 philanthropy 的汉译。慈善行为主要分为两种，第一种是无偿捐赠财物，第二种是志愿提供各种慈善服务。根据《慈善法》的规定，中国的慈善行为依据“大慈善”观念，也称公益行为。

对于高净值人群而言，其需求主要分为金融需求和非金融需求，根据胡润研究院的研究，高净值人群金融需求包括融资需求和投资需求；非金融需求包括健康医疗、家族传承、高端商旅服务、户外旅行、国内社区平台、高端品位生活、慈善活动、体育活动赛事和境外交流俱乐部，其中 20% 的高净值人群对慈善活动有需求。根据调查问卷，虽然绝大多数的高净值客户排在首位的财富管理目标依然是财富的

保值增值，其次是财富的传承，但曾经从事慈善行为的占53.33%。在具体访谈过程中，他们中大部分人表达了慈善行为对财富传承、子女教育的作用，认为慈善是家族财富传承和管理的重要组成部分。调研数据还显示，在曾经从事或有做慈善想法的高净值人士中，有将近25%表达了以家族名义从事慈善活动的愿望。这个比例也与中国目前家族财富管理中出现家族慈善需求的现象基本符合。近几年来，金融行业和慈善行业都开始关注家族慈善问题，以家族基金会或家族信托的方式来从事慈善活动成为高净值人群学习欧美家族财富管理的一项热门话题，在媒体中也频频有介绍。

从历年胡润慈善排行榜来看，2013年以来，前100名上榜的门槛持续增加，从1100万到1255万元。榜单中绝大多数是上文所述结构的高净值人群。在超高净值人群中（总资产5亿元以上），历年捐款总额在100万元以上的占1%，历年捐款总额1000万元以上的占45%。在调研的高净值人群中，愿意拿出1%以上财产用于慈善的占41.17%（见图5）。

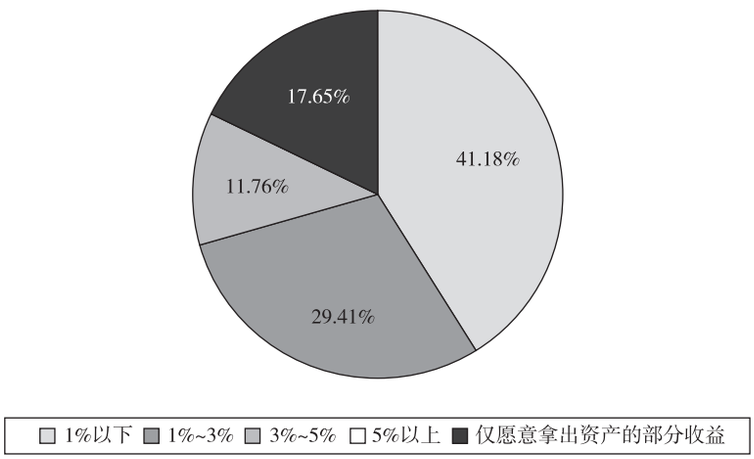


图5　财产用于慈善的比例

从调研的情况来看，高净值人群一般通过向慈善组织（基金会、社会团体和民办非企业单位）定向捐赠来从事慈善，也有部分人通过信托公司或其他方式（例如义拍义卖）来从事慈善，客户中没有以直接成立基金会或慈善专项基金的方式来从事慈善活动的。这基本与其他文献中的数据相吻合。资产在5亿元以上的超高净值人群，将近20%左右会采取独立成立基金会或慈善基金的方式来进行慈善活动。在历年胡润慈善榜前100名的高净值人群中，独立成立非公募基金会、联合成立公募基金会、在公募基金会中设立专项基金等方式的有很多，其中有一些是以其所在企业命名，例

如腾讯公益慈善基金会、阿里巴巴公益基金会；也有一些用人名来命名，例如老牛基金会、北京巧女公益基金会、漳州市吴惠天慈善基金会、嫣然天使基金等。从超高净值人群的意愿来看，他们更愿意自己管理或外聘团队管理基金会或慈善专项基金，乐于自发开展慈善活动，以满足其慈善需求。

从调研情况来看，高净值人群对主流的慈善组织信任度较低（参见图6），这主要是前些年有关慈善组织的负面新闻太多，引发公益慈善行业的整体性危机。也正是因为如此，有越来越多的高净值人群采取自己成立基金会或慈善专项基金的方式来进行慈善活动。但整体而言，高净值人群对慈善组织的运作方式和运作内容认知和了解度较低，有一半以上的高净值人群只了解一点点，没有一位高净值客户认为自己比较了解慈善组织的运作模式。

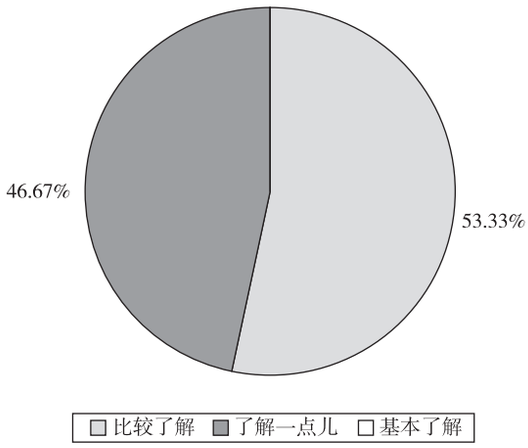


图6　对慈善组织的了解程度

调查问卷显示，虽然有高净值客户使用以信托的方式来从事慈善，但绝大多数客户不了解慈善信托这一模式。因此，《慈善法》实施之后，推广普及慈善信托的方式是吸引高净值客户从事慈善活动的新兴的渠道，而慈善信托与家族信托相结合是国际上流行的慈善方式，目前也引起了中国高净值人群的青睐，市场前景很大。

此次调研没有专门涉及高净值人群通过做志愿者的形式从事慈善活动的问题，但从文献研究来看，中国高净值人群的志愿行为非常普遍，他们不仅在自己的专业领域、自己感兴趣的领域从事志愿服务。而且也让自己的家人从事志愿服务。作为培育子女的一种有效方式，在这一点上，中国的高净值人群向欧美发达地区学习已经颇有成效。

（二）慈善领域

慈善领域是指慈善行为涉及的各种领域，一般也称慈善宗旨的范围，或慈善行为（活动）的目标，在《慈善法》制定之前，中国对于慈善领域的观念一般称为“小慈善”，即“怜悯、同情和帮助弱势群体”，以扶贫济困、帮助老幼病残为核心；根据中国《慈善法》的规定，一般称为“大慈善”观念，也称公益观念或公益慈善观念，这种大慈善观念之下，慈善领域包括以下几类：（1）扶贫、济困；（2）扶老、救孤、恤病、助残、优抚；（3）救助自然灾害、事故灾难和公共卫生事件等突发事件造成的损害；（4）促进教育、科学、文化、卫生、体育等事业的发展；（5）防治污染和其他公害，保护和改善生态环境；（6）其他公益活动。

其他国家的慈善领域更为广泛，例如英国 2011 年《慈善法》的慈善领域（宗旨）共 13 项。（1）防止或救济贫困；（2）促进教育；（3）促进宗教；（4）促进健康与生命救助；（5）促进公民权与共同体发展；（6）促进艺术、文化、传统遗产或科学；（7）促进业余体育运动；（8）促进人权、冲突解决或和解，或者增强宗教或种族的和谐、平等和多样性；（9）促进环境保护与改善；（10）救助因幼、老、病、残、经济窘迫或其他劣境而需要帮助者；（11）促进动物福利；（12）增强王国军队的效能或警察、消防、搜救服务或医疗救护服务的效能；（13）其他：（i）未包含在上述 12 项中但根据第 5 节（康乐和类信托等）或旧法规定而被认定为慈善的；（ii）可以被合理认定与上述 12 项任一项相类似或包含在其精神之内的；（iii）在英格兰和威尔士与慈善有关的法律治下，可以被合理地认定为符合上述（ii）项及本项中任一相类似或包含在其精神之内的。

《日本特定非营利活动促进法》中使用“非营利”概念来指代慈善领域，包括：（1）促进健康、医疗或者福利事业的活动；（2）促进社会教育的活动；（3）促进社区发展的活动；（4）促进文化、艺术或者体育的活动；（5）环境保护活动；（6）灾害救援活动；（7）促进社区安全的活动；（8）保护人权或者促进和平的活动；（9）促进国际合作的活动；（10）促进形成一个两性平等参与的社会的活动；（11）促进对青年的健全培养的活动；（12）对从事上述活动的组织进行行政管理，或者提供与上述活动有关的联络、咨询或者协助的活动。

《美国税法典》501C（3）条款对慈善宗旨（领域）的列举包括宗教、慈善（小慈善）、科学、公共安全测试、文学、教育、培育国内或国际群众体育运动、防止虐待儿童和动物等方面。

最近十年胡润慈善榜上的慈善行为所涉及的领域以教育为主，尤其是以捐款给母校作为高净值人士慈善行为的主要方式，其次是针对家乡的贫困和公益项目。此外，遇到严重灾难时，赈灾救灾会成为当年慈善行为的主要领域。

从调研情况来看，传统的扶贫、救灾、老弱病残的扶助以及教育占据了慈善行为所涉及的大部分领域，问卷所设计的“其他”选项几乎没有客户填选。这说明大慈善的观念还远远没有深入人心，从政府到民众，从普通民众到高净值人群，对慈善的认知仍然处于小慈善的程度（见图7）。

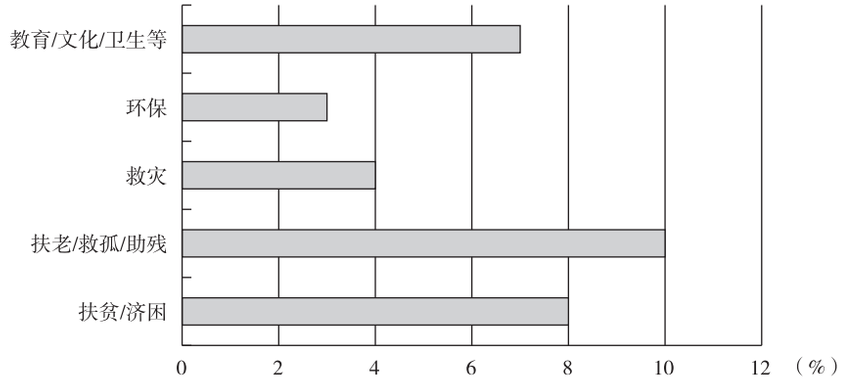


图7　慈善行为的领域分布

传统慈善向现代慈善的转变，除了小慈善向大慈善（公益）观念的转变外，也是慈善理念的根本性改变。这种转变有两个层次：第一层次，从输血向造血转变，从受人以鱼到授人以渔转变。也就是说，从单纯地为受益人提供物质、金钱的帮助，到帮助受益人或受益地区实现自我造血功能，学会各种技能。第二层次，在满足受益人和受益地区基本需求的前提下，慈善活动的目标对象侧重于具有社会与经济价值创造和创新潜能的受益人，让这些受益人通过慈善行为能够成为为社会创造新的经济和社会价值，从受益人变成新的慈善活动的主体，实现人人为我、我为人人的共享价值。

（三）慈善动机

慈善动机是驱使人实施慈善行为参与慈善活动的内部原因，正如心理学中动机理论的复杂性一样，慈善动机也是复杂且不易测量的。但对于慈善动机的探究，有利于了解客户的慈善行为与慈善需求，理解慈善行为的发端、方向以及可持续性，有益于建立起金融需求与慈善需求对接的桥梁。

1. 利他主义动机理论

慈善，与名利离得很远，又与名利离得最近。公众舆论一方面赞扬富人的慈善行

为，一方面又怀疑他们的动机。在东西方文化中，关于慈善动机理论，持主流观点的是利他主义动机。在汉语中“慈”者本为父母对子女之爱，引申为对他人之爱，《说文解字》云：“慈，爱也。”而善本意是美好，引申为友好、品行高尚。中古之后，善逐渐有了“富有同情心帮助他人”的含义；近代之后，“慈善”并用，并与西方文化中“charity”和“philanthropy”相结合。“charity”源自拉丁文，意思是爱他人，“对有需求之人行善和慷慨施舍”，而“philanthropy”源自希腊语，意味着“博爱、对人类之爱”。因此，无论东西方，慈善均是利他主义的。从慈善行为的过程和一般结果上看，捐赠人将一定形式的财产和时间转移出去，并没有获得什么直接回报。在亚当·斯密所著的《道德情操论》中指出每个人心中都有以为公正的旁观者，道德的良知能够促使人们作出不为私利的决定。进化论学说秉持人类进化出的慷慨不是个人而是群体的特性，合作者的群体兴旺、繁殖得快，自私的群体会衰落、灭亡的观点。利他也是人之本性，正如孟子所述，“仁者爱人，人皆有不忍人心者，今人乍见孺子将入于井，皆有怵惕恻隐之心。非所以内交于孺子之父母也，非所以要誉于乡党朋友也，非恶其声而然也。由是观之，无恻隐之心，非人也。”近200份调查问卷显示，大约三分之二的受访者的慈善动机为积德行善，近一半的人的慈善动机仅仅为积德行善，正所谓积善之家必有余庆已经成为人们的价值共识。值得一提的是，信托制度的精神也是“for other's use”。

2. 利己主义动机理论

利他主义虽然具有道德上的正当性，但不符合新古典经济学理性人的假设，因此，受到了批判与质疑。英国哲学家托马斯·霍布斯认为人人都是利己主义者，美国研究者尤里·格尼茨在《隐性动机》中提到，“和100多万人进行了这方面的交流，实验结果显示，人们进行慈善捐助的心理动机比我们愿意承认的要自私得多”，在利己的具体表现形式上又可以分为物质利己与非物质利己。首先避税和免税这一目的就可以印证利己主义的观点。在此次的问卷调查中，百分之二十的客户慈善动机选项中出现了减免税收，而选择减免税收的人群仅有一人做过慈善。这也从一定程度上佐证了利己主义的客观存在，并且中国慈善捐赠税收优惠政策缺失、制度供给不足的大前提下，利益诱致无法调动起高净值人群的慈善积极性，尤其是无法调动不动产捐赠和股权捐赠的积极性。

利己主义慈善动机的另一方面为对非物质回报的考量。有近三分之一的受访者都承认他们的慈善动机包含了社会声誉的提高。安吉丽娜·朱莉不仅自己在联合国难民

署从事慈善活动，而且成立了“Jolie－Pitt”基金会，支持三十多个慈善机构，我们不能否认的是，这一慈善行为提升了她在全球的公众形象。我们国家的一些影视明星，也积极为慈善代言，参加各种类型的公益活动。范冰冰的微博个人简介为“演员，爱里的心公益项目发起人”，姚晨的微博个人简介为“演员，联合国难民署中国亲善大使”，不仅是影视明星，著名的企业家也在自我角色定位上强调了参与慈善的部分。不论初始动机如何，他们的慈善行为确实提升了他们的公众形象，而公众形象也是明星的核心竞争力和企业领导人品牌效应的要素之一，在本次问卷中，从事影视业的客户的慈善动机也和利己主义理论的假设相吻合，慈善动机中注重对社会声誉的需求。

3. 回报性动机理论

一些校友对大学的捐赠，或许和其子女入学申请存在某种关联性。如果慈善行为与慈善结果之间存在不言而喻的确定性，既在捐赠行为之前就可以预知捐赠所带来的效应，我们将这一类的捐赠动机归类于“回报动机”。当然此处的举例有待商榷，因为除了一些国家知名私立大学存在大量捐赠之外，在我国也有很多毕业之后的成功校友为自己的母校捐资的例子，但这和某种特定回报之间并没有直接的联系。也有相关文献通过对 5·12 汶川地震后中国 A 股上市公司捐款数据的实证分析，发现公司捐赠行为存在提高声誉以获取广告效用的经济动机。其产品直接与消费者接触的公司比其他公司捐款数额平均多出 50%。回到问卷，80% 以上的受访者对慈善的理解是他们的慈善行为会教育下一代，传递正向的价值观，并对这种慈善的结果存在确信，由此可见私人财富群体的捐赠动机与企业捐赠动机还是有一定的区别的。此次调查中，66.67% 的客户认为慈善对财富传承具有正向作用，在开放式问答中家族积极向善会促进财富积累，并且让下一代自立自强（见图 8）。

4. 互惠性动机理论

利他主义与利己主义并不能完全地解释慈善行为，我们发现美国的家族基金会和社区基金会绝大多数捐赠的受益者为所在社区，慈善捐赠可以起到连接家庭和社区的作用，这一理论在某种程度上得到了《自私的基因》的逻辑支持，尽管基因凭借自私性得以复制延续下去，但是“群体性进化”，利他才是群体或群种族进化的原因。在这个层面上，利他主义也是经济理性人的行为，但并非单纯性地利他，而是一种互惠性结果的内在驱动。

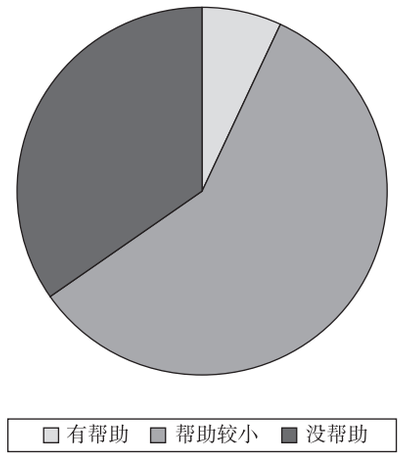


图 8　慈善对财富传承的作用

5. 单纯的共情理论

值得注意的是，作为社会动物，人会对他人的遭遇产生同情心，或因为自己遭遇后对相似情形产生同情，有实验证明，当人们看到一些急需医疗救助的孩子的照片或影视节目之后的捐赠数量明显多于听到这则消息；“台湾信谊基金会”因为创始人何先生自己患有肝病，捐资成立了“肝病防治基金会”，以上事实可以说明相似经历或经历的代入很大程度上影响人们的慈善动机。演员李亚鹏和王菲因为女儿患有唇腭裂，因此，创设“嫣然天使基金”来“提升唇腭裂儿童和家庭的生命质量”、让“所有的唇腭裂出生缺陷儿童都能发挥潜力，拥有高质量生活”。

6. 边际效用递减理论

即当财富达到某个临界点的时候，它给人带来的自我实现感会降低，同时财富的负效应也会增加，慈善行为可以为这两个问题提供出路。在空间场域里，比尔·盖茨的财富用于慈善后，他的影响力再一次覆盖了全世界，而这种影响力并不是营利性公众型公司可以完成的；在时间场域里，洛克·菲勒家族基金会的慈善行为将其影响力持续百年之久，真正做到了家族的传承（见图 9）。

受访的客户中绝大多数还处于创富和财富传承上，而至少有三分之二的客户认为存在家族财富的传承问题。从调研的情况来看，目前虽然还未有高净值客户将慈善与家族传承联系在一起，但也有少量客户认为随着税收等配套制度的跟进，家族慈善可以成为财富管理的机制。有部分客户有进一步了解慈善方面的意愿，也有客户提出应当处理好家族财富管理之后考虑慈善行为。

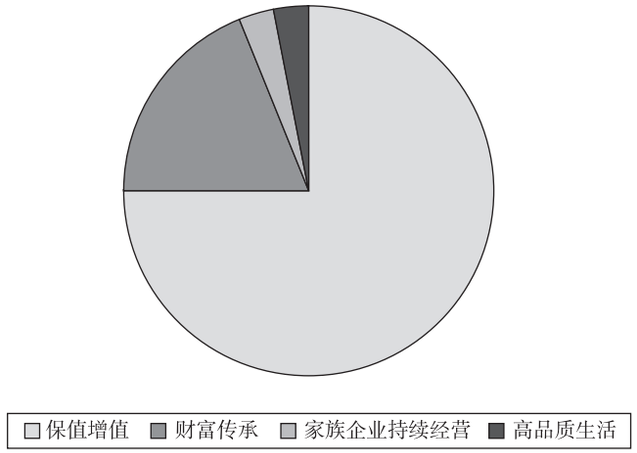


图9　财富管理目标

（四）慈善行为的影响因素

1. 资产量

此次抽样调查的客户资产量达到1000万元以上的，都愿意将一定比例的资产投入到慈善事业中，而1000万元以下的客户基本没有慈善意愿，近82.35%的客户愿意拿出5%以下的资产用于慈善事业，其中41.18%的客户倾向于付出1%以内的资产，29.41%的客户愿意付出1%～3%的资产量，11.76%的客户愿意付出3%～5%的资产量。除此之外，有17.65%的客户虽然不愿意拿出资产投入到慈善中去，但是愿意从信托收益中提取一定比例用于慈善事业。投资者在收益率与风险方面会倍加斟酌，但对慈善的投入却有高概率的愿意或多或少的付出。

2. 文化与传统

文化与传统的内化也影响着人们的慈善动机。如前所述，大多数受访者的慈善动机为积德行善。积德是中国的文化传统之一，古谚云，积善之家必有余庆，积不善之家必有余秧。人们认为积善成德，是可以传给后辈儿孙福报的，古今世家无非积德。相比之下，美国的社会捐赠表现公民社会与多元特征，个人捐赠占主导地位，是因为他们有一种回馈社会的意识，也能折射出小政府大社会的治理模式对慈善这种关系到财富二次分配的影响。

3. 宗教信仰

在西方的捐赠行为中，有部分捐赠动机可归因为宗教因素，诸如清教徒恪守的什一税。一些信奉西方宗教社团也集体从事慈善行为，如京郊专门收容照顾脑瘫儿童的

“生命树”组织，他们的核心成员均为宗教信徒，被照顾的脑瘫儿童名字也取自宗教。宗教对我国的慈善文化影响也有深刻影响，其中佛教尤甚，“大慈与一切众生乐，大悲拔一切众生苦”。使一切生命体感到快乐，称为“大慈”；使一切生命体脱离痛苦，称为“大悲”。因果业报、慈悲观、福田观、布施观都包含着些许回报性利他动机。在调查的客户中，也有少量客户愿意捐赠投入到宗教领域。

4. 公益组织透明度

透明度影响大众对公益组中的信任，而信任包含了对过去的熟悉与对未来的指向。不同于营利性的公司，人们对慈善组织的道德要求更高。但不透明的运作和“郭美美事件”等公益组织的丑闻会严重打击个人对慈善行为。从调查结果中可以发现，我们的受访者表示普遍不信任慈善组织。因此，对高净值人群来说，公益组织的透明度等方面如果没有整体性的改变，让他们积极从事慈善行为的动力不会太大，他们会选择其他的方式（见图 10）。

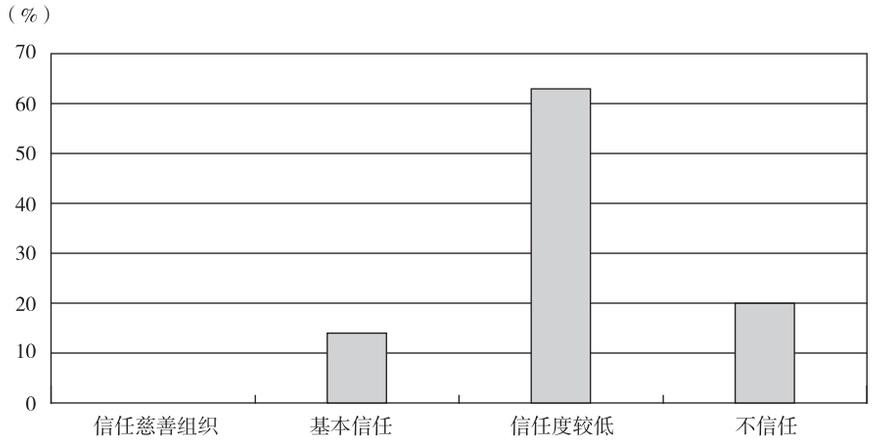


图 10　对慈善组织的信任度

5. 地域因素

不同地域的经济发展状况和社会变迁进程也会影响到慈善动机。在本次问卷调查中，广州客户不仅更加崇尚利他主义，而且对慈善领域的了解和思考较多；北京的客户显示出回报性动机。这也许是广州在地域上更接近香港，而香港有着大量的匿名捐赠。受样本量的限制和动机本身的复杂性，这里仅做有限的非确定探讨。

6. 慈善自身的发展

慈善趋势也影响着慈善动机，随着社会的发展，慈善的涵盖范围也不同于往日，

慈善家对慈善的期许更加深远，从单纯的“help”走向“change”或“impact”，人们从过去粗放式的捐赠转而走向精准扶贫、影响力投资领域、社会价值投资。商业行为不具备影响某个领域的能力，但是慈善和公益领域的作为却可以真正地对社会产生深远的影响。最近慈善领域出现的新气象，例如在中国的慈善家共同发起和推进的影响力投资，这种慈善理念得到了相当数量的企业家认可。确实存在这样的现象，有能力的超高净值人群和高净值人群不去捐赠和做慈善的原因之一是对现存的慈善模式并不认同，部分超高净值人群也是基于此而成立自己的非公募基金会以提高慈善的自主性。

信托公司具有较多高净值客户，对他们的慈善需求、慈善目的、慈善动机及其影响因素的相关实证分析，深入地了解他们自身对慈善的态度和所做的价值判断，明确限制他们慈善行为的原因，是我们中信信托市场部作出金融与慈善初步沟通的一次有益尝试，对一手材料的掌握可以促进信托业界更好地设计出既满足《信托法》、《慈善法》等相关法律规定，符合监管要求，又契合高净值人群捐赠意愿与方式的慈善金融服务，实现商业价值与社会价值的共赢。在已有的家族信托业务基础上，助力高净值人群的创富与传富的同时，向高净值客户传播公益理念，让家族的精神财富也传承下去。

三、境外家族慈善事业模式借鉴

（一）境外慈善相关的法律设计

1. 税收政策优惠助力慈善事业蓬勃发展

在慈善事业较为发达的国家，免税政策的确对富裕阶层的捐助行为产生了激励效果。通过适当的税收制度安排，确保慈善资金保值增值和激励其“源头”——慈善捐赠者积极奉献爱心。由于各国政治、经济和文化环境等都存在差别，体现在对慈善行为的税收优惠政策上也不可能完全一样，因而每个国家慈善捐赠的税收政策都可能有可取之处。本文选取慈善事业发展相对成熟的美国、英国，以及同属东方文化的日本慈善税收方面的政策做比较。

（1）美国的慈善捐赠税收政策。如果说基督教中的“互济文化”是美国普通民众热衷慈善的原因之一，那么富人捐款或许跟基督教中“罪富文化”有关。基督教认为富人天生就是“罪恶之人”，富人要想进入天堂，唯一的途径就是将自己的全部财富都捐赠给穷人。

倘若这是美国富人参与慈善的内因，那么外因就是美国的退税制度。政界人物参加竞选时，媒体常会查他们的报税表，根据减税数额判断他们是否热衷公益事业。在美国，税收优惠是法律上客观存在的，这也是很多美国富豪更愿意做慈善的原因，高额的遗产税在客观上促进了慈善业的发展。纳税人慈善捐赠的税前扣除比例，取决于接受捐赠的慈善组织性质，即看是捐赠给公共慈善组织（公益慈善团体），还是私人基金会。这样划分的目的，主要是通过不同的税收优惠和法律管理尽可能地推进公共利益的管理。

①捐赠给公益慈善团体的扣除比例：在一个纳税年度内，如是个人捐赠，其慈善捐款的扣除额不能超过该捐款人调整后毛所得的50%；如是公司捐赠，则捐赠扣除额不得超过调整后毛所得的10%。对超过可扣除比例的捐赠部分，以时序在其后的5个课税年度内予以扣除。

②捐赠给私人基金会的扣除比例：向其捐赠的纳税人，可以享受经调整后的毛所得20%的税金扣除，但这里的纳税人仅限于个人，公司所得税法里没有对公司捐赠给私人基金会的税收优惠规定。

美国税法规定，可以在税前扣除的捐赠物包括三类，即现金、带有长期资本增益或称长期资本利得性质的财物和带有普通所得性质的财物。由于这三类捐赠物的实体不同，捐赠扣除时的限定条件也有所不同，其中后两种的扣除规定是：当纳税人把财产捐赠给慈善组织，捐赠数额的确定取决于财产的类型。如果捐赠财产属于当其出售时将产生普通所得或短期资本利得的类型，则捐赠额被限定为下述两者中数量较小的一个：一是在捐赠当天该财产的公平市场价格，二是该财产调整后的基值。如果捐赠财产出售时会产生长期资本利得，纳税人捐赠该财产可以按其公平市场价格进行扣除。

（2）英国的慈善捐赠税收政策。英国对于货币性捐赠，税收减免对企业和个人有所不同。

①企业的慈善捐赠，可以将向慈善团体捐赠的全部款项从应税所得中扣除。

②个人的慈善捐赠，捐赠款项是按照较低的所得税基础税率纳税，并且慈善团体可以从国内税务局获得这部分税收返还。例如，个人向慈善团体捐赠780英镑，要按照捐赠1000英镑的标准减免所得税，当前的基础税率为22%，该捐赠人只需缴纳220英镑的税收。如果该捐赠人是基础税率纳税人，也就不能获得更多的税收优惠。但如果他是较高税率（40%）的纳税人，1000英镑的应税收入按照40%的税率要缴

纳400英镑税收，而作为捐赠款这1000英镑只需按照优惠税率缴纳税收220英镑，这样该捐赠人就获得了180英镑的税收减免。

对于货物捐赠，英国2000年的财政法案对原有规定进行了修改，主要包括取消了货物资助和雇员捐赠的限额限制，废除了相关协议的限制，对货物捐赠做了新的规定。对个人或企业将股票和证券捐赠或以低价转让给慈善团体的，以抵扣的形式提供税收优惠。

（3）日本的慈善捐赠税收减免政策。在日本，公司或个人向公共利益法人提供的符合条件的捐赠，在某些情况下可以享受税前扣除，但是符合税前扣除条件的情况是有限制的。日本对公益信托的税法规范，对个人与法人采取不同等办法，且税法上的优惠措施仅适用于金钱捐赠，其他如物质财产或不动产捐赠尚未被纳入此优惠范围。

日本公益信托享有的税收优惠政策包括：一是设立私人信托一般不征所得税。如果委托人是公司，则其信托财产转移均被视为在公平市场销售，应就其资本利得缴纳所得税。如果委托人是个人，信托财产的转移可视为特定捐赠支出，依据税法规定的扣除限额税前扣除。此外，受益人也要承担一定的纳税义务，具体情况因受益人、委托人的性质而不同。二是信托财产从委托人到受托人的转移本身不征消费税。日本的消费税就是国际通常意义上的增值税，由于信托财产被认为属于受益人所有，所以用实物方式收到的收益也无须缴税；支付给专职受托人的报酬应缴纳消费税。三是信托终止时，信托各关系人均没有申报缴纳所得税的义务。

此外，能否获得税前扣除由财政部决定。根据日本《法人税法》的规定，捐赠的扣除限额需按法人性质区分，根据公式计算确定：

①有资本额或出资者普通法人、协同合作社以及没有法人资格的社团等，其在税前扣除限额的计算公式为：税前扣除限额 =（资本金 × 当期月数 ÷12 ×2.5‰ + 所得额 ×2.5%）×1/2。

②没有资本额或出资者普通法人、协同合作社以及没有法人资格的社团等，其在税前扣除限额的计算公式为：税前扣除限额 = 所得额 ×2.5%，未满一月的不计。

③公益性法人等税前扣除限额 = 所得额 ×20%，如是学校法人或社会福利法人的，改按50/100，而且每年最高以200万日元为限。

④个人捐赠超过10000日元到其年收入1/4之间的部分，在计税时可做税前扣除。

⑤对政府等机关的捐赠以及经财政部个别指定的捐赠不受捐赠限额规定，可以全额在税前扣除。

总体来说，慈善事业较发达的国家对于慈善捐赠的税收优惠力度是比较大的，对于不可扣除的捐赠额有向后结转的制度。而中国一直到2013年年初，企业所得税减免制度才有所突破。国外对于慈善捐赠也进行了划分，对于公益性越大的，政府越想优先发展的事业，给予更大的优惠力度。中国的政策也有规定，对农村义务教育的捐款，对地震灾区的捐款是可以全额扣除的。另外，许多国家都开征了遗产税和赠与税，遗产税能增加富人代际传承、亲属财富转移的成本，促使富人设立基金会来进行税收筹划，同时也能为社会做贡献。但由于种种原因，遗产税在中国迟迟没有开征起来。导致税收优惠政策在遗产税这一重要的环节上不能起到作用，也使中国的税收优惠政策效果不明显。在流转税、行为税、资源税等其他税种方面涉及的还比较少，不够全面，使得税收优惠政策不够深化，发挥作用有限。

2. 慈善法律制度对慈善信托的保驾护航

慈善信托发展得到各国政府的大力支持，从出台慈善信托的总体法律原则到制定具体操作规则，以及形成大量的司法解释和判例，为慈善信托的运行和监管建立了完善的、多层次的政策支持。即使在没有统一慈善法的美国，也通过联邦税法、州立法规、司法判决等方式，为慈善信托的设立、运行提供了完善的政策环境。

（1）美国：虽无慈善法，但慈善信托相关法律健全。美国是慈善活动最发达的国家，享受免税待遇的慈善组织数量超过100万个，慈善信托类型也灵活多样，有汇集公众资金进行管理和运用的公众信托，有由非营利机构接受捐赠后委托信托机构管理的公共机构信托，也有别具特色的嫁接营业信托的慈善先行信托、慈善剩余信托。在美国，设立慈善信托通常为不可撤销的。

与英国通过《慈善法》、慈善委员会统一管理慈善信托不同，美国有慈善的规定散见于多部法律中，其中联邦税法关于慈善的免税条款是推动美国慈善组织和慈善信托发展的最重要法律。相比英国，美国税法对“慈善”一词赋予的内涵更加丰富，让更多慈善行为可以享受税收优惠；美国对税收优惠的规定更加具体，如对知识产权甚至废旧物资捐赠的价值确定都制定了详细的规则。美国的公益信托立法主要以判例为主，同时包括一些成文法则，如《美国信托法重述》和各州检察长制定的关于公益信托监督管理方面的规定等。

（2）英国：建立全面、多层次的法律体系。慈善信托起源于英国，也是英国早

期主要的慈善方式。经过数百年的发展，英国形成了慈善信托和慈善法人在慈善活动中互为补充的局面，并建立了完善的、多层次的慈善法律体系。19 世纪以来，英国陆续出台了《慈善信托法》、《慈善受托人社团法》、《慈善法》等多部法律并不定期进行修订，确立了英国开展慈善信托的基本原则与制度。英国慈善信托的管理机构——慈善委员会依据法律授权制定了大量实施指南，对慈善信托做了十分详细而可操作的规范。此外，英国法院形成了大量的慈善信托判例，并根据社会发展需要和社会公众态度，对慈善的内涵持续作出与时俱进的解释。

（3）日本：受托人与慈善组织紧密合作。日本慈善信托是 20 世纪 70 年代针对慈善法人不透明、运行低效等弊病而推出的一种慈善方式，虽然目前还不是主流的慈善方式，但已成为不可忽略的角色。日本慈善信托受托人为信托银行，为更好实现慈善目的，受托人普遍与慈善组织合作开展慈善活动。此外，慈善信托税收优惠分级制度也是其显著特点，慈善信托根据慈善目的、资产管理等要求，从低到高依次分为一般慈善信托，特定慈善信托和认定特定慈善信托，层级越高，享受税收优惠越多。

（二）境外家族慈善信托探析

1. 英、美、日等国家的慈善信托治理结构

（1）日本。

1921 年日本就制定了《信托法》，从立法层面认可信托制度运用于慈善事业。1977 年“今井海外协力纪念基金”初开日本慈善信托先河，此后慈善信托成为日本慈善事业的重要组成部分。

根据《信托法》，日本慈善信托必须经主管机构审批，必须设置信托管理人（即类似中国的信托监察人），信托管理人代表受益人和委托人对受托人行使监督权。

日本慈善信托的受托人多为信托银行，由于在确定受益人方面缺乏经验，所以实践中在受托人之外又成立一个由自然人组成的营业委员会（又称慈善运营委员会，并非独立主体），该委员会的主要工作是“为顺利实施慈善信托目的，而确定受益人并进行各种引导工作”，可见营业委员会与受托银行合作，起到了慈善法人理事会的作用。日本慈善信托治理结构模式如图 11 所示。

（2）英国。

在英国，最为常见的慈善信托受托人是基金会。英国的慈善信托监管权由总检察长、慈善管理委员会及官方慈善管理人（The Official Custodian for Charities）行使。总检察长有权对受托人管理信托财产的情况进行调查，并代表受益人对受托人提起诉

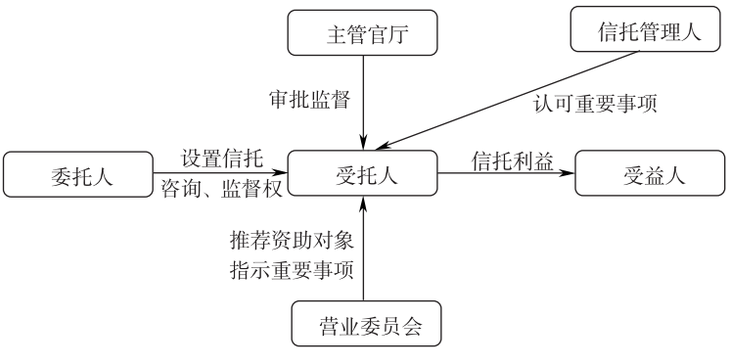


图 11　日本慈善信托治理结构模式图

讼；慈善管理委员会是政府机构，负责慈善信托的注册登记，并提供信息及咨询服务、听取报告、就受托人违反信托义务的行为提起诉讼和其他日常监督；官方慈善管理人由慈善管理委员会任命，根据该委员会的命令对慈善财产的管理运用进行监管，并且在受托人管理信托财产的权利被依法停止时保管信托财产，所以说官方慈善管理人是监督及保管而非运用信托财产，是消极的监督管理职责。

英国慈善信托结构如图 12 所示。

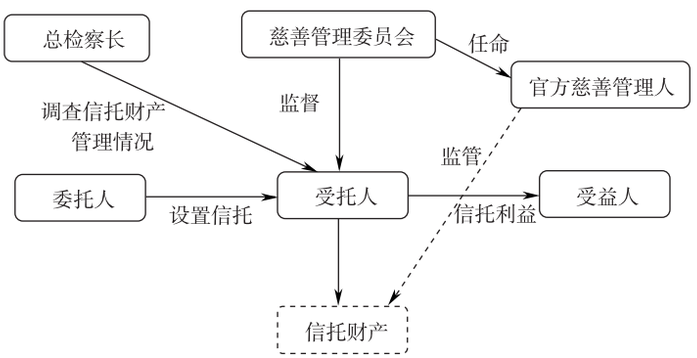


图 12　英国慈善信托治理结构模式图

（3）美国。

美国慈善信托的监管部门是各州的检察官，根据美国 1954 年的《慈善目的受托人统一监督法》，检察官负责慈善信托登记、听取报告、日常监督以及受托人违反信托义务时提起诉讼（见图 13）。

虽然最早的慈善信托发源自英国，美国却在其基础上有了进一步的创新，发展出新的慈善信托类型——分离利益信托，具体包括慈善（公益）先行信托和慈善（公益）余额信托两种形式。在两种形式中，后者更为常见。慈善（公益）余额信托，

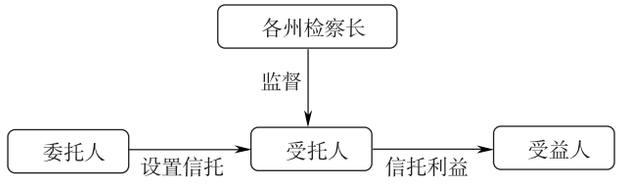


图 13　美国的慈善信托基础结构

允许捐款人或其家庭成员获得一定比例的信托收益，以维持生活，而将剩余部分捐赠给某个特定慈善机构。它的运作是：设立一个信托，并且把想捐赠给某个慈善机构的财产转入其中。该慈善机构作为信托的受托人，对财产进行管理或者投资，使之产生收益。慈善机构在特定的年份里，把信托财产所产生的一部分收益支付给设立人（或其指定的其他人）并在信托文件中指明支付的期限。然后，在期限终止后，财产就转给慈善机构。慈善（公益）余额信托在联邦税法上被认为是在遗产之外的，因此减少了应税遗产的总额（见图 14）。

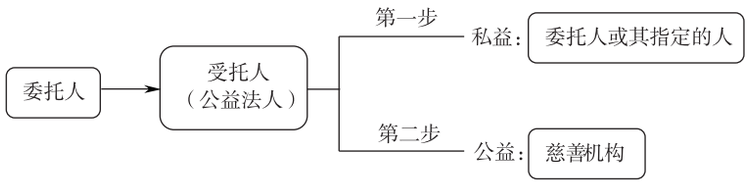


图 14　美国慈善（公益）余额信托

2. 境外家族办公室的慈善方式

在西方国家，家族办公室是家族财富管理的主要机构之一。家族办公室主要分为两种：单一家族办公室（SFO）和联合家族办公室（MFO）。SFO 通常包括投资管理（风险管理、经理选拔、监控和遗产规划），礼宾服务（账单支付、产权和车队管理），行政（会计、税务和法律）以及家族慈善事宜。MFO 更多强调资金问题，因为参与者来自不同背景甚至不同国家，并不会将 MFO 看作维护家族团结的平台，MFO 更多地会考虑财务安排（见图 15、图 16）。

境外很多家族将他们的慈善活动纳入了 SFO，洛克·菲勒慈善咨询公司总裁梅莉萨·伯曼认为，目前年轻一代的家族成员，希望全面了解并参与到家族慈善事业中，他们的慈善视角更为全球化，并且注重成效。新一代富人们不再对长期模糊不清的主流慈善项目捐赠，在不知晓项目细节及可预见结果之前，他们是不会开出大额支票的；他们将项目划分成几个重点阶段，并且要求得到单个项目的进展报告。

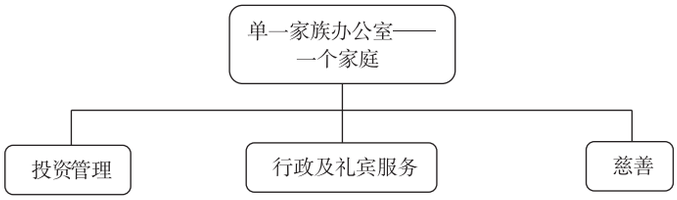


图 15　单一家族办公室

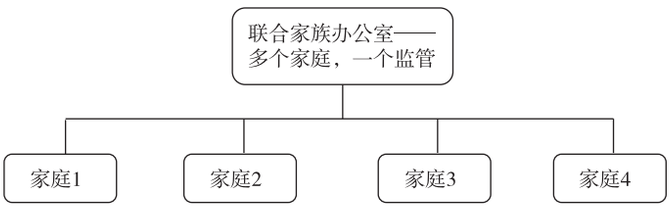


图 16　联合家族办公室

很多境外为富裕家庭理财的机构调整并管理家族成员的个人慈善行为，同时也帮助策划和协调家族的整体捐赠。比如，加拿大毅伟家族的老一代成员致力于提高家乡的医疗卫生水平，而他们的子女更关注环境问题。两代的共同点是都对受捐赠机构的管理水平有较高要求。通过家族办公室的管理，毅伟家族的两代人都认可他们捐赠的每一分钱都创造了更高价值，并且营造了一种负责任、力求卓越的氛围。

目前境外越来越多的家族开始寻求专业机构的指导，以求最有效地使用他们的慈善捐款。对于高净值家族而言，参与一个项目驱动型的慈善事业可以产生重大影响，还可能使下一代成员、受助组织的领导层以及最终从家族赠与中获益的一方都参与进来。在慈善战略的制定过程中强调稳定性和坚定的尽职调查，以及对慈善项目的顾问进行评估。

四、慈善信托促进家族财富管理的可行性分析

（一）慈善信托在中国落地的法律基础

《慈善法》已由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会第四次会议于2016年3月16日通过，自2016年9月1日起施行。《慈善法》的出台为慈善信托的开展和运用慈善信托的方式进行家族财富管理提供了强有力的法律支撑。

1.《慈善法》为信托公司作为慈善信托受托人清除了障碍

《慈善法》第四十六条规定：“慈善信托的受托人，可以由委托人确定其信赖的

慈善组织或者信托公司担任。”该规定明确了信托公司可以作为慈善信托受托人。信托公司发展慈善信托不但可以探索信托业务转型的方向，也有利于促进我国慈善事业的发展和慈善资产管理模式的创新，为高净值人群的财富管理提供新的渠道。

根据《中国银监会办公厅关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》的规定，公益信托只能投资于流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国银监会允许投资的其他低风险金融产品。为了在满足这些条件的基础上促进慈善信托项下资产的保值增值，具有强大投资能力和庞大专业团队的信托公司更容易得到委托人的信任。

从财富管理角度看，信托在管理家族财富方面有着天然的优势，信托所具有的风险隔离和破产隔离机制能够使信托财产保持独立性和安全性，再加上信托制度运用灵活，能够有效实现家族财富的保值、增值与传承。与日俱增的富裕阶层成为我国68家信托公司开展财富管理的巨大动力，而且在转型发展的现阶段，回归“受人之托、代人理财”的本源业务，财富管理自是不可忽略的战略方向。

从慈善角度看，这关系到财富流向哪里的问题。按照百年前亚当·斯密在《国富论》中勾勒出的场景，生产、消费以及慈善，这三者都承载着对社会的贡献，而慈善更体现出个体人格升华以及责任担当。当然，若论功利性，税收优惠、避免高额遗产税、消除遗产纷争等或许也是一些富人做慈善的潜在目的。既然《慈善法》为信托公司开展慈善信托清除了障碍，将慈善信托作为家族财富管理的有益补充，二者有机结合或是一种可探寻的思路。[①]

2.《慈善法》明确了慈善信托的监管部门为民政部门

《信托法》第六十二条规定，公益信托的设立和确立其受托人，应当经有关公益事业的管理机构批准，但是并未明确说明这个管理机构具体指哪个机构，这就使得公益信托难以找到自己的主管和审批机构。

《慈善法》明确了慈善信托的监管机构为民政部门，解决了《信托法》中公益事业主管机构模糊不清的问题，避免了主管机构不明确导致的各机构之间争夺监管权或者相互推诿的可能性。

民政部和银监会于2016年8月25日出台的《民政部 中国银行业监督管理委员会关于做好慈善信托备案有关工作的通知》在第一条就对备案管辖机关进行了明确说

① 慈善信托：实现财富与慈善的完美结合［N］. 金融时报，2016－05－30.

明："信托公司担任慈善信托受托人的，由其登记注册地设区市的民政部门履行备案职责；慈善组织担任慈善信托受托人的，由其登记的民政部门履行备案职责。信托公司设立慈善信托项目实行报告制度，新设立的慈善信托项目应当在信托成立前 10 日逐笔向银行业监督管理机构报告。"该政策的出台对《慈善法》中关于慈善信托监管机构的条款做了进一步地阐述，可以预见，相关部门将针对《慈善法》中的各项规定，出台更为明确的细则来指导慈善信托的发展。

3. 慈善信托监察人根据委托人意愿任意设立

《信托法》第六十四条规定："公益信托应当设置信托监察人。信托监察人由信托文件规定。信托文件未规定的，由公益事业管理机构指定。"由于监察人的设置是公益信托设立的必要条件，所以监察人的选任有可能会拖延公益信托的设立，增加公益信托设立的成本，有时候为了公益信托尽快设立，还可能导致信托监察人成为仅仅是为了满足监管需要而设立的空壳。

《慈善法》的出台为慈善信托的设立扫清了这一障碍。《慈善法》规定，慈善信托的委托人根据需要，可以确定信托监察人。也就是说，是否需要给慈善信托设置监察人由委托人自行决定，监察人这一角色并不是慈善信托设立的必要条件，这就给慈善信托的设立提供了更加便利的条件。

4. 《慈善法》体现了主管机关的简政放权

根据《信托法》，公益信托的设立必须经过批准，这为公益信托的设立增加了很大难度，而《慈善法》确立了慈善信托设立只需备案即可，备案制的选择体现了主管机关简政放权的思想，此思想还体现在多处。

例如，《信托法》规定受托人的信托事务处理情况及财产状况报告，必须报公益事业管理机构核准，并由受托人予以公告。公益信托的受托人违反信托义务或者无能力履行其职责的，由公益事业管理机构变更受托人。公益信托终止后的清算报告，必须报公益事业管理机构核准。

《慈善法》则规定慈善信托的受托人只需要将信托事务处理情况及财务状况向其备案的民政部门报告即可，公益信托的受托人违反信托义务或者无能力履行其职责的，由委托人变更受托人。公益信托终止后的清算报告，也同样只需要报公益事业管理机构备案即可。

5. 《慈善法》及相应财税法律制度的制度性创新

首先，《慈善法》以税收优惠政策鼓励个人、企业或者社会组织参与慈善活动。

捐赠者在做决定时，其所面临的成本就是根据减税率和税收优惠政策计算的，是一个市场化的决策模型，它避免了行政干预等强制性政策工具的使用，将捐赠的决定权留给捐赠者，真正体现了慈善的自愿性特征。[①]《慈善法》完善了税收优惠安排，除了在第七十九条规定“慈善组织及其取得的收入依法享受税收优惠”外，还在第八十条明确规定：“自然人、法人和其他组织捐赠财产用于慈善活动的，依法享受税收优惠。企业慈善捐赠支出超过法律规定的准予在计算企业所得税应纳税所得额时当年扣除的部分，允许结转以后三年内在计算应纳税所得额时扣除。”该条款相较于之前国务院印发的《关于促进慈善事业健康发展的指导意见》中规定的“企业发生的公益性捐赠支出，在年度利润总额 12% 以内的部分，准予在计算应纳税所得额时扣除”，加大了对企业慈善捐赠的税收优惠力度。

除了上述税收优惠政策之外，针对特别的捐赠案例，相关部门也进行了特殊的批复。以中国首家以股票捐赠形式支持社会公益事业的基金会“河仁基金会”为例，该基金会于 2011 年 5 月揭牌，当时，福耀集团董事局主席曹德旺向该基金会捐赠了市值 35. 49 亿元的股票（3 亿股福耀玻璃股票）。原本，曹德旺计划捐赠 7 亿股。但根据 2009 年 10 月财政部发布的《关于企业公益性捐赠股权有关财务问题的通知》，企业捐赠后，必须办理股权变更手续，不再对已捐赠股权行使股东权利。为避免福耀玻璃控制权的转移，只好缩减为 3 亿股。对于股权捐赠，我国尚无明确的税收优惠政策。但是在与相关部门协调后，经特批，曹德旺的这次捐赠需缴纳 5 亿多元税款，并在 5 年内分批缴齐。

根据财政部 2016 年 4 月 20 日颁发的财税〔2016〕45 号文《关于公益股权捐赠企业所得税政策问题的通知》第一条规定：企业向公益性社会团体实施的股权捐赠，应按规定视同转让股权，股权转让收入额以企业所捐赠股权取得时的历史成本确定。该文件出台后，曹德旺面临的巨额税款问题终得以解决。根据该文件规定，曹德旺进行股权捐赠中涉及的股权转让收入为零，故不再需要缴纳相应的所得税和增值税。

由上述案例可以看到，相关部门在慈善信托的发展初期，完全有可能出于促进其可持续发展的考虑，针对特殊的案例进行特殊处理。

除了税收优惠之外，《慈善法》在第九章“促进措施”中还规定了多项政府促进慈善事业发展的措施，例如第七十七条第二款规定“县级以上人民政府有关部门应当在各自职责范围内，向慈善组织、慈善信托受托人等提供慈善需求信息，为慈善活动

① 张奇林．《慈善法》与中国慈善事业的可持续发展［J］．江淮论坛，2016，278（4）．

提供指导和帮助”。这些措施对于慈善信托的发展必将产生诸多积极的作用。

另外，值得注意的是，《慈善法》（草案）初稿中第五十三条规定：慈善信托财产及其收益，不得用于非慈善目的。但在终稿时，则删除了该条款，该条款的删除为以后发展慈善与私益相结合模式的慈善信托留下了遐想空间。[①]

《慈善法》为慈善信托的落地提供了基本的架构，明确了慈善信托的设立流程和必要条件，为慈善信托的发展提供了基础。将慈善信托纳入家族信托管理的范畴中，能够运用慈善信托这种与慈善捐赠、慈善组织截然不同的慈善实现形式，充分实现委托人的真实意愿，吸收更多社会资金，促进家族财富管理结构的合理化，促进家族财富的增值、传承和社会慈善目的的共同实现。

《慈善法》出台以来，各地相关部门已经开始着手准备慈善信托管理细则的制定。广东省民政厅有关负责人介绍，面对新的发展形势，将积极创新，尽快出台《广东省慈善信托管理规定》，积极探索开展慈善信托试点，将市场运作机制引入公益慈善领域，探索慈善信托的设立和登记制度、慈善信托受托人的资格条件、慈善信托信息公开与监督机制、慈善信托的税收优惠政策等，探索公益慈善资助与资源运作分离、第三方财务托管及评估、公益创投等现代公益慈善运作模式，推动慈善信托尽早落地运行。

信托起源于英美，慈善信托已经在英美法系国家非常流行并且被视为社会高净值人群从事慈善事业的重要途径。为了利用慈善信托的优势促进慈善和家族财富管理目的的实现，实现与国际社会的接轨，我国对慈善信托采取了立法先行的措施。由立法引导和带动实践的做法，在一定程度上可能会导致法律制度与实际情况脱节现象的发生，但是这一现象会随着信托观念的普及以及社会对慈善信托制度的内在需要而改变。例如日本，1922 年就在《信托法》中规定了公益信托制度，但是 50 年后才有了第一笔公益信托计划，之后又随着经济形势的好转及政府采用积极的引导方式，该行业才得以蓬勃发展。[②] 随着中国政府对慈善信托在立法和实践上的不断推进，慈善信托业务在中国的蓬勃发展指日可待。

（二）中国慈善信托的客户基础

1. 慈善信托具备较大的目标客户数量

随着中国经济发展，中国高净值人群如雨后春笋般涌现，这意味着慈善信托有庞

① 刘光祥．慈善信托或将迎来华丽转身［J］．金融博览，2016（4）．

② 窦冬辰．慈善法“唤醒”公益信托［J］．理论观察，2016（5）．

大的潜在客户群。招商银行与贝恩公司联合发布的《2015 年私人财富报告》显示，截至2014 年末，全国共有 7 个省（直辖市）的高净值人士（中国个人持有可投资资产超过 1000 万元人民币）数量超过 5 万人，其中广东高净值人数达到 13 万人。同样波士顿咨询公司《2015 年全球财富报告》的数据也反映出我国高净值人群规模大的特点，该报告显示截至 2014 年末全球百万美元资产家庭总数达到 1700 多万户，其中美国排名第一为 700 万户，中国排名第二为 400 万户。

另外，中国高净值人群保持稳定增长的态势。《福布斯》（中文版）发布的《2015 年中国大众富裕阶层财富白皮书》显示，大众富裕阶层人群规模 2014 年末达到 1388 万人，预计 2015 年底人数将达到 1528 万人，从这个数据反映出 2015 年中国高净值人士增长幅度高达 10%。中国一大批高净值人士的存在和人数的快速增长为慈善信托的发展提供了广阔的客户群体。

2. 目标客户具备庞大的资产量

近年来，中国居民收入出现普遍增长的态势，并且高收入群体收入增长速度大于低收入群体收入增长速度。目前，中国家庭持有的私人财富是亚太地区规模最大的，私人财富方面是世界范围内增长较快的国家之一。网络数据显示，目前中国高净值人士资产规模已经达到 160 万亿元，以民营企业为代表的家族企业占全国 GDP 的比例日益加大。同样，兴业银行与波士顿咨询公司联合发布的 2016 年私人银行发展报告《中国私人银行 2016：逆势增长　全球配置》指出，高净值人群的财富增长仍将十分稳健，预计 2015—2020 年，高净值人群可投资金融资产平均增速为 15%。另外，针对客户愿意在慈善领域投入的资产量我们也做了专门调查。依据中信信托《高净值人群慈善行为问卷调查表》（以下简称《问卷调查表》）统计结果，在接受调查的高净值客户（资产量在 1000 万元以上的占 96.7%）中有做慈善想法的客户中 41.2% 的客户愿意拿出 1% 以上家庭资产做慈善，高净值客户具备较为雄厚的经济实力，1% 以上的资产流向慈善领域也将是一大笔财富。

中国高净值人群掌握着大部分财富，尤其是超高净值客户当财富积累到一定量级，不但自己用不完，儿孙也用不完。在这种情况下，如何建立与之相匹配的财富观，在财富积累和社会责任之间找到平衡的需求会大大增加，势必有许多高净值人士愿意选择拿出部分资产通过慈善建立与社会的联系。

3. 家族（企业）具备较强慈善意愿

目前，中国具备经济实力设立慈善信托的群体年龄主要集中在 20 世纪 50—60 年

代，年龄多在50岁以上。这部分客户财富积累丰厚，创造财富的热情逐渐减少，对家族财富的理解有较为成熟的心态并且开始考虑家族财富保护与传承，其中包括家族精神的传承和适当回馈社会的意愿。

2015年中民慈善捐助中心发布的《2014年度中国慈善捐助报告》（以下简称《报告》）显示，“家族”这一因素对高净值人士参与慈善捐赠具有积极的促进作用。据《报告》统计，2014年企业捐助占捐赠总量的七成，民营企业是捐赠的主要力量，其中家族企业在民营企业中占比在80%左右。另外，2013年由全国工商联研究室、中国民（私）营经济研究会等共同合作完成的《中国家族企业社会责任报告》分析表明，进行慈善捐助的家族企业比重高于非家族私营企业。瑞银发布的《亚洲家族慈善调研报告》也表明，75%被调研的家族表示企业利润可为慈善事业提供资金。他们认为这种关系既能让慈善事业获得更高的效益，也会影响慈善活动扩大规模。接受中信信托调查的高净值客户也显示出以家族名义做慈善的倾向。在接受中信信托慈善调查的客户中有近56.7%的客户有做慈善的需求或想法，这部分人中有家族企业的占30%左右。从家族（企业）的意愿来看，家族财富分配于慈善事业是家族财富管理的重要选择之一。

以上报告或调查结果均表明，家族（企业）有更强烈的慈善意愿，相较于个人而言家族更具备促进家族（企业）持续发展内部的逻辑和增加家族（企业）社会影响力的外在驱动力。

4. 客户慈善需求有助于慈善信托的开展

家族企业擅长实体企业运营，对慈善财富的管理并不熟悉，他们普遍希望与专业的机构长期合作，慈善款项的管理者具有专业性；慈善款项能够高效、灵活分配；慈善事务的管理更加协作、透明。同时，根据早前《商业周刊》分析1999—2003年慈善家们的慈善行为总结出慈善家拥有一些共同特点，慈善家更倾向自己创造的财富由自己来控制，他们认为这样做可以让自己捐出的善款得到更加有效的利用；慈善家们希望留给子孙的遗产仅占其全部财产的一小部分，不愿意助长他们不思进取的思想。

另外，中信信托《问卷调查表》表明，80%的高净值人士对目前市场上主流的慈善组织，例如慈善基金会、社会团体表示不信任或信任度较低，仅有20%的人持基本信任的态度，没有一个客户选择信任上述组织。由此可见，近年来一些慈善基金会或者慈善组织屡屡曝出的负面新闻使高净值人群对主流的慈善途径产生了较大的信任危机。而在中国刚刚兴起的慈善信托则能在一定程度上满足高净值客户的慈善需

求，有效缓解客户的信任危机，相信慈善信托也将成为高净值客户较为青睐的选择。

（三）慈善信托与慈善基金会的比较分析

公益信托和慈善基金会是世界各国公益慈善事业最重要的两种机制，尤其是一个家族在考量其财富传承问题时采取的两种基本模式。在美国，私人基金会占 90% 以上，其中大部分为家族基金会。在中国，非公募基金会中，有很大一部分以企业基金会的形式存在，例如腾讯公益基金会，阿里巴巴公益基金会，香江社会救助基金会等，都是以企业的名义进行捐赠的非公募基金会，即使冠以人名，例如广东省何享健慈善基金会，也是以美的控股有限公司的名义进行捐赠。真正的家族基金会不多，比较著名的如老牛基金会，是牛根生及其家人的股份及大部分红利进行的捐赠，是名副其实的家族基金会。

《慈善法》专章规定了“慈善信托”，并且明确慈善信托属于公益信托，是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为。比起《信托法》中的“公益信托”，有了很多机制创新，例如变审批制为备案制，以期实现公益信托在中国的“破冰”，激活这项制度，那么在家族公益模式的选择上，慈善信托和家族慈善基金会有什么异同呢？

在中国，捐赠财产从事公益活动主要通过基金会的形式完成，有关基金会的法律在 20 世纪 80 年代已经存在，即 1988 年出台的《基金会管理办法》，2004 年制定的《基金会管理条例》（目前该条例正在修订过程中），而有关公益信托的制度于 2001 年《信托法》制定后才得以确立，但该制度一直没有真正实施，尚无真正的“公益信托”案例出现。

慈善信托与基金会在慈善目的上有交集，但是它们属于相互区别的法律制度，是差异很大的法律机制。其差异主要体现在如下方面：

1. 制度渊源不同

当前中国法的语境中，慈善基金会必须采取法人形式，属于非营利性法人中的捐助法人，按照大陆法系的术语即财团法人，即财产的集合体，以区别于人的集合体的社团法人。财团法人制度源于罗马法，以公益慈善为目的的财产可以取得人格，从而具有负担义务取得权利的能力，《德国民法典》正式确立财团法人制度。中国没有使用这一概念，原来将基金会纳入社会团体法人之列，备受争议，在最新的《民法总则》（草案）中，使用捐助法人的概念，与社会团体法人同属于非营利性法人。而慈

善信托雏形来源于中世纪英国的用益制度，但就慈善信托而言，受托人是信托财产的完全所有人，并没有受益人在衡平法上享有财产权问题。对于判断一个慈善信托而非其他性质的信托，更多的是看它是否具有慈善目的。

2. 设立的法律路径不同

基金会根据《基金会管理条例》和《慈善法》进行设立，如果是家族慈善基金会，在2016年9月1日之前，需要在民政部或省级民政部门登记为非公募基金会，一般来说，还要先找业务主管单位批准，慈善法实施后，一般不需要业务主管单位，可以在民政部和县级以上民政部门登记为基金会形式的慈善组织，根据《基金会管理条例》（修订草案）的规定，“在县级人民政府民政部门登记的基金会注册资金不低于200万元人民币；在设区的市级人民政府民政部门登记的基金会注册资金不低于400万元人民币；在省级人民政府民政部门登记的基金会注册资金不低于800万元人民币”，“在国务院民政部门登记的基金会除符合第八条第一款规定以外，还应当具备下列条件：（一）注册资金不低于8000万元人民币；（二）面向全国以资助慈善组织和其他组织为主要活动方式；（三）发起人在有关领域内，具有全国范围内的广泛认知度和影响力”。

慈善信托根据《信托法》和《慈善法》设立。根据《慈善法》的规定，慈善信托属于公益信托。委托人以书面形式确定受托人和监察人（非必需），并由受托人在7日内将相关文件向受托人所在地县级以上人民政府民政部门备案。与《信托法》的规定相比，一是明确了备案部门为民政部门，而《信托法》规定的“公益事业管理部门”过于模糊，容易造成部门之间的相互推诿；二是变审批制为备案制，简化了公益信托的设立程序；三是信托财产转移，即信托成立。

3. 治理结构不同

根据《慈善法》和《基金会管理条例》，家族慈善基金会采取基金会的形式而设立，需要设理事会作为决策机构，秘书处作为执行机构，设立监事会。根据《慈善法》的规定，慈善信托作为一种契约，形成契约型的治理结构，由受托人（慈善组织或信托公司）管理和处分财产，信托监察人（非必需）对受托人的行为进行监督，依法维护委托人和受益人的权益。根据《信托法》的规定，信托监察人是必需的。

4. 财产的规则不同

（1）在资金筹集方式上不同。《慈善法》实施之前，家族慈善基金会一般采取非公募的形式。《慈善法》规定，家族慈善基金会自成立之日起可以面向特定对象进行

定向募捐，依法登记满两年后，可以向登记部门申请公募资格。具有公募资格的基金会需要承担与之相适应的信息公开等义务。《慈善法》和《信托法》对公益信托的资金筹集方式作出规定，根据法律精神，公益信托可以以追加委托人的方式筹集资金，但原则上不得公开募集，可以适用定向募捐的方式。如果信托公司担任受托人，那么主要通过高净值客户进行资金募集，效果较佳。

（2）财产所有权和独立性不同。基金会是法人，那么和其他法人一样，适用法人财产权规则。而信托一般在英美法系采取“双重所有权”模式，即受托人拥有名义上的财产所有权，受益人享有实质上的所有权。在大陆法系，信托所有权理论至少有五种，即受托人所有权论、受益人所有权论、委托人所有权论、附条件所有权论以及信托财产独立所有权论。但无论如何，信托财产自身具有独立性，即独立于委托人、受托人和受益人等当事人的其他财产或固有财产，中国《信托法》亦有相应规定。因此，对于信托财产，所有权的理论争议并不影响信托财产自身的独立性，相比较基金会的财产，虽然基金会本身是法人所有权，但每一个捐赠人的捐赠财产一经捐出，就成为基金会的财产，其独立性只针对捐赠人，而非针对基金会本身，即使捐赠协议中可以设立财产独立条款，例如很多基金会采取专项基金的方式，但这种专项基金条款并不能对抗第三人。因此，信托财产的独立性要强于基金会的法人所有权。

（3）在财产保值增值能力上不同。基金会需要遵守《慈善法》和《基金会管理条例》的“合法、安全、有效”的原则，确立投资风险控制机制，慈善组织的重大投资方案应当经决策机构组成人员三分之二以上同意。政府资助的财产和捐赠协议约定不得投资的财产，不得用于投资。在实践中，许多捐赠人在捐赠协议中会限制基金会的投资活动。而公益信托，保值增值方式多样，《中国银监会办公厅关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》规定公益信托只能投资于流动性好、变现能力强的国债、政策性金融债及中国银监会允许投资的其他低风险金融产品，信托公司作为受托人其保值增值也更容易得到委托人认可，其具有专业的投资能力与投资理财人员，能为信托财产创造更好的保值增值效益。

（4）财产使用规则和管理费用收取的额度不同。根据《慈善法》和《基金会管理条例》的规定，除非捐赠协议对单项捐赠财产有约定，基金会如果具有公开募捐资格，开展公益慈善活动的年度支出不得低于上一年度总收入的 70% 或者前三年收入平均数额的 7%，年度管理费用不得超过当年总支出的 10%。当然，对不具有公募资格的基金会（大部分家族慈善基金会采取这种模式）的年度支出和管理费用比例标

准，尚未有明确规定，需要民政部门会同财政、税收部门共同规定。

在公益信托中，《中国银监会办公厅关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》规定受托人管理费和信托监察人报酬，每年度合计不得高于公益信托财产总额的0.8%。

5. 主体权利和义务不同

慈善基金会的捐赠人如果在该基金会担任理事或者其他管理人员，那么就有理事或其他管理人员的权利义务，但如果不在该基金会任职，根据《慈善法》的规定，对所捐财产具有监督权，例如查询捐赠财产的使用、管理情况等，其权利义务还可以在捐赠协议中明确列出，但对其救济措施规定过于笼统。根据《信托法》的规定，公益信托中的委托人在信托设立后作为信托当事人享有比名义上的监督权更多权利，即管理方法变更的申请、委托人的申请撤销权、受托人解任的申请权等。

6. 外部监管方式不同

对于基金会的监管，主要是法人内部治理结构的监督，如理事会、监事（监事会）的监督；外部监管也有，例如捐赠人的监督、行业组织的监督、登记管理机关（业务主管单位）的监督、社会监督等。

慈善信托受到委托人、受益人、信托监察人的监督，不仅如此，信托的备案、设立、登记、运行、终止等在慈善事业管理机构和信托主管机关（银监会）的共同监管之下。除此之外，信托法对受托人的谨慎、忠实义务有明确的规定，其义务高于一般善意管理人的注意义务。

7. 税收优惠规定不同

基金会的税收优惠措施相对比较明确，《公益事业捐赠法》、《慈善法》和国务院及其各部门的规定，赋予了基金会自身和向基金会的捐赠人有多种形式的税收优惠，例如所得税、营业税、关税等。慈善信托的税收优惠措施目前法律并没有明确规定。《慈善法》中规定一条，未备案的慈善信托不得享受税收优惠，似乎开了口子，只要备案的慈善信托，还可能会享受税收优惠，但这有待于未来税收法律的明确和完善。

通过以上对比，我们发现家族慈善基金会的设立与运行成本较高，机构适合长期存在，需要专职人员、办公地点等，与其法人形式相匹配，财团法人也更适合经营事业型的管理成本高的事业公益活动，比较经济地完成较大规模慈善任务或者笼统的慈善任务，当然，在捐赠协议中也可以规定一些具体的慈善目标，甚至设计具体的慈善项目。而慈善信托则比较灵活，运行成本低，能更好地实现慈善财产的保值增值。同

时慈善信托既可以采取长期甚至永续的方式进行慈善活动，也可以拿出少量资产用于短期的慈善活动，慈善目标的实现更为直接。对高净值人群来说，慈善信托使他们在家族财富管理中可以高效地“发善心、行善举”。

（四）慈善信托对家族财富管理的正向影响

“股神”巴菲特曾经说过：“慈善已经不仅是慈善，也是财富管理方法。财富管理方法不仅是方法，也体现对财富的理解和智慧。”将财富运用到慈善领域的家族除了关注慈善本身，善款的妥善管理是他们关注的一个关键性问题。目前，慈善与商业合作日益成为发展趋势，借助市场模式保证家族慈善事业的持续发展将成为高净值人士的一个主要选择。

慈善信托作为家族财富管理有机组成部分，是管理家族财富实现代际传承的重要选择。虽然中国的慈善信托起步较晚，但是随着《慈善法》的落地，慈善信托将会在家族财富管理上扮演重要角色。

1. 慈善信托在家族财富管理上的独特优势

信托制度有400多年的历史，经过长时间发展，信托制度已经相对清晰、完备、公平、合理。信托的逻辑与结构简单，但这种简单的逻辑与结构却能够幻化出灵活多样的运用方式。信托可以是一个装载财富的保险箱，也可以是除去所有权的控制权架构，是对家族财富保护、传承方面诸多难题的最优解答。

中国慈善信托神秘面纱的逐渐揭开，迅速受到高净值人士的关注。慈善信托在家族财富管理方面具备独特的功能价值：

（1）保障财产的独立性。信托是保持家族特定资产独立的一种手段，信托资产受到中国《信托法》的明确保护。《信托法》第十五条规定：“信托财产与委托人未设立信托的财产相区别。”第十六条规定：“信托财产与属于受托人所有的财产（以下简称固有财产）相区别，不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。受托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其遗产或清算财产。”同时第四十七条规定：“受益人不能清偿到期债务的，其信托受益权可以用于清偿债务，但法律、行政法规以及信托文件有限制性规定的除外。”由此可见，信托财产的独立性主要表现为：第一，放入慈善信托的财产区别于委托人未设立慈善信托的财产，具有破产排除、遗产排除、债务排除、混同排除的效果；第二，慈善信托财产独立于受托人的固有财产，不因受托人破产、被强制执行而受到影响；第三，慈善信托财产可以通过合意的方式独立于受益人的债务。基于慈善信托的资产隔

离效果，能够保障家族投入慈善领域财富的安全和稳定。

（2）实现灵活慈善目的。信托制度具有其他财富管理工具无法匹敌的灵活性。中国《信托法》规定，凡是委托人合法所有的财产均可以作为信托财产设立信托。换言之，只要不违背法律强制性规定和公共秩序，委托人可以为各种慈善目的设立信托。基于委托人不同的慈善目的设计不同的信托产品与架构。另外，委托人还可以对信托利益分配进行弹性规划并根据慈善需要适时调整，相较于直接捐款、捐物，慈善信托可以让家族真正介入家族慈善的运作和管理，对财富拥有较大的控制权。

（3）利用信托公司强大的资产管理能力。信托公司素有“金融百货公司”之称，是目前中国唯一能够同时涉足货币市场、债券市场、股票市场、信贷市场和实业领域的金融机构。信托公司可以通过各种组合方式设计出风险和收益各异的产品，能够满足客户日益多元化和个性化的产品需求，这是信托公司在家族财富管理中无可替代的竞争优势。另外，信托公司具有全权委托的资产管理能力，在产品开发方面也获得了市场的认可，慈善资金交给信托公司实施稳健地投资，能够确保慈善资金尽可能安全稳定地存续，也能真正为客户提供个性化定制化的服务。

（4）运营财产过程透明。中国《信托法》规定受托人需要勤勉尽责，忠实地履行信托义务。在运行成本上，参照《中国银监会办公厅关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》第三条的规定，受托人管理费和信托监察人报酬，每年度合计不得高于公益信托财产总额的8‰，因此以信托公司作为公益信托的受托人成本较低且透明。在管理信托财产过程中，受托人不得擅自违反委托人合法的信托目的，不得违背委托人的分配意愿。并且需要按照信托合同约定的投资范围和比例进行投资。另外，委托人有权在信托合同中约定受托人履行定期信息披露义务、报告义务等。慈善信托还可以确定信托监察人对受托人的行为进行监督，维护委托人和受益人的合法权益，赋予监察人以自己名义提起诉讼的权利。无论慈善信托的委托人是否在世，慈善信托监察人可以一直由家族成员担任，运用慈善信托管理家族财富，保障了财产运营全过程具有透明性。

（5）是信托行业的转型方向之一。随着信托制度的完善，近年来信托公司的市场知名度日益提升。市场经济条件下金融机构的业务活动以客户需求为导向，基于客户的需求信托公司创新业务屡有突破，慈善信托正是信托公司业务创新的重要方面。大力发展慈善信托是国家政策导向，也是未来信托公司转型业务之一。当下，信托公司与不同领域跨界合作日益频繁，信托公司有能力以客户需求为导向进行高效的资源

整合。运用慈善信托的模式管理家族财富可借助信托公司的市场地位、社会公信力及资源整合能力为家族提供长期持续的捐赠服务，扩大家族的影响力。

2. 慈善信托反哺家族企业

（1）避免家族企业控制权分散。《慈善法》明确规定，捐赠人捐赠的财产不但包括货币而且包括有价证券、股权、知识产权等有形和无形资产。《慈善法》的出台从法律层面支持通过股权、有价证券等财产形式设立慈善信托。家族企业的治理可以与慈善信托的设计相结合，实现企业股权的所有权、决策权和受益权的分离，即使发生家族矛盾也可以避免股权分散导致家族企业的运营遭受不良影响。

（2）对家族企业发展的协同效用。通常，家族企业开展慈善活动是利他在前，利己在后。家族参与慈善事业首先是一个利他行为，可以使弱势群体获得资助、社会资源再分配；企业每一次参与社会慈善都是一次企业良好形象的展示，长久的慈善行为则会持续提升企业的知名度和美誉度，进而全方位提升家族的社会影响力。很多知名跨国公司已经将从事公益活动作为企业公关中的一部分，是塑造企业形象与口碑的重要环节。因此，慈善事业表面上看是家族“散财”的过程，但从长远来看家族慈善行为可以促进家族财富的持续增长。

从企业家角度看，寻求与相关政府机构的联系是慈善行为的一种动机，企业家的慈善行为也是对关系网络的一种投资行为，尽管捐赠活动本身不是营利行为，但它依然能够获得间接效益。既从事了慈善事业，也有助于营造企业与政府间的良好联动关系，这种关系的形成对于企业的未来发展至关重要。

另外，家族慈善有利于企业价值观的塑造。从境内外实践经验来看，家族企业安排一定比例做慈善可以提高员工的荣誉感和对企业的归属感，对家族企业文化塑造大有裨益，能够最大程度促进家族企业传承与经营的成功率。

3. 慈善信托助力家族精神的延续

一个家族的传承主要包括两个方面：第一，物质财富的传承；第二，家族精神的永续。物质财富的传承已经受到高净值人士广泛关注，工具和策略也相对成熟。如今，高净值人士也开始系统地思考家族精神如何有益、有效、持续地传递下去。在中国，慈善信托作为一种家族行善的新兴方式，通过信托进行慈善捐赠，表达家族财富掌权者的慈善价值观。慈善信托作为家族慈善精神的载体，让后代明白家族财富可以从事积极的事情，让财富变得更有意义而不是成为家族的“负担”，有利于培养后代健康的财富观。另外，慈善行为可以将家族成员团结起来共同致力于慈善事业，有利

于提高家族的凝聚力。例如，全球最大的印刷公司之一美国当纳利集团（RRDonnelley）1983 年成立了慈善信托，承诺在此后的 25 年里以当纳利集团股票的形式每年向其投入 125 万美元。如今已经传承至第五代的当纳利集团，每一个家族成员都有自己的慈善“配额”，并投向自己所关注的方向。这种设置不仅能让家族后代发挥更大的自主性，而且能让他们在参与的过程中，更好地理解整个家族的理念和价值观。

4. 慈善信托对家族财富的税务筹划功能

中国《慈善法》提出国家为慈善事业提供金融政策支持，继《慈善法》出台后，民政部也明确表示将有选择地开展慈善信托试点工作，2017 年或出台有关慈善信托的备案管理办法并制定相关制度标准及扶持政策。随着我国税收优惠政策的出台，慈善信托的税收筹划优势也会日益凸显。

从境外经验来看，慈善信托税收优势的一个主要方面就是对遗产税的规避。在开征遗产税的国家和地区，家族财富传给子孙后代最多要征收一半以上的遗产税。但其同时规定慈善捐赠可以免除缴纳遗产税。因此，境外许多富豪借助慈善规避巨额遗产税。此外，很多国家和地区都给予了投向慈善领域的富豪捐赠抵税的优惠政策。家族企业通过设立慈善信托获得税收抵扣优惠，可以达到合法节税目的。

虽然中国遗产税尚未开征，慈善信托的税收优惠政策也尚未出台。但是，目前中国遗产税征收的呼声较高，税收优惠政策已经有了原则性规定，具体政策亟待出台。如果未来中国慈善信托税收优惠政策完善，慈善信托也将为家族财富税务筹划作出贡献。

五、中国慈善信托的模式及可行性分析

（一）信托公司作为受托人，慈善组织作为项目执行人

信托公司作为慈善信托的受托人，负责慈善资金的募集、投资管理与日常运营工作，并且信托公司可以帮助捐赠人甄选最佳的慈善组织作为项目执行人；慈善组织借助自身过去积累的项目捐赠渠道优势，确定慈善信托的具体受捐赠对象，其资金划转路径分为两种情况：一是直接从信托财产专户将慈善资金及其收益划转至所确立的受捐赠人；二是先从信托财产专户将慈善资金及其收益划转至慈善组织的“表外账户”，再由表外账户将资金划转至所确立的受捐赠人。在这种模式中，慈善组织的选取应尽可能尊重捐赠人的意愿，并擅长慈善目的所处的捐赠领域，当捐赠人存在多个慈善目的时，信托公司可同时选择多个慈善组织作为项目执行人，以最大程度满足捐

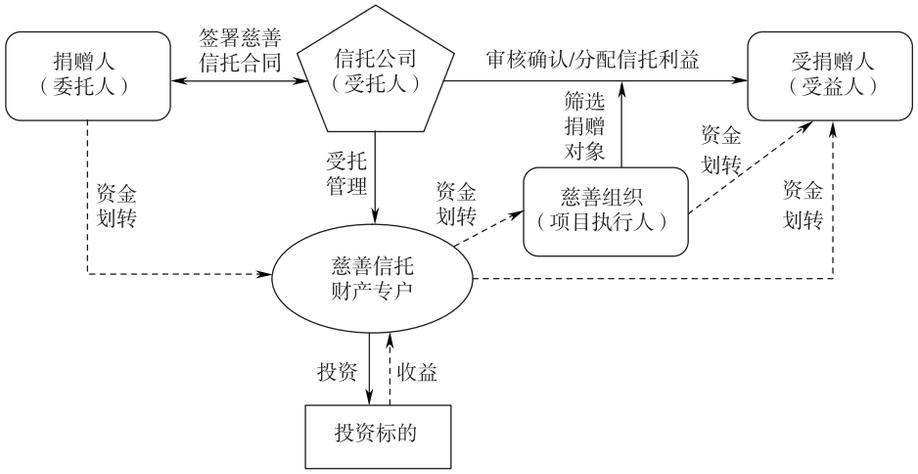


图 17　中国慈善信托模式一

赠人意愿。

需要注意的是，在当前信托公司还不具有向捐赠人开具慈善税收优惠票据权利的情况下，一般会选择先将资金划转至慈善组织“表外账户”，由于这笔资金不作为慈善组织的收入转入其法人主体账户，且对慈善组织来说，资金的来源方是信托财产专户，这使得其直接向捐赠人开具慈善税收优惠票据会存在一定的法律瑕疵。从首批慈善信托实操项目来看，国投泰康信托慈善 1 号与真爱梦想 1 号均采用这种模式，信托公司将慈善款拨付给基金会“表外账户”，再由该账户将资金划转至经过信托公司审核同意的受捐赠人，目前北京市民政局基于穿透原则，允许基金会直接向捐赠人开具慈善税收优惠票据。

当未来信托公司获得向捐赠人开具慈善税收优惠票据的权利时，一般会选择直接将资金划转至所确立的受捐赠人。慈善组织仅承担项目执行人职责，确定受捐赠对象。

在这种模式中，选择慈善组织作为项目执行人主要源于信托公司对慈善事业领域了解程度不够，加之人力成本较高，实现高效地寻找与捐赠人意愿相契合的受捐赠人群比较困难，而慈善组织在这方面具有天然的优势，同时擅长慈善项目的运作。由于慈善组织面临较大的信任危机，信托公司应对划转至其表外账户的资金进行严格监管，对其选定的受捐赠对象进行仔细核查，以防止关联方利益输送，并在合同中要求慈善组织定期向信托公司汇报项目的具体进展与资金使用情况，保证慈善项目运作的公开透明。

（二）信托公司作为受托人，慈善组织作为委托人与项目执行人

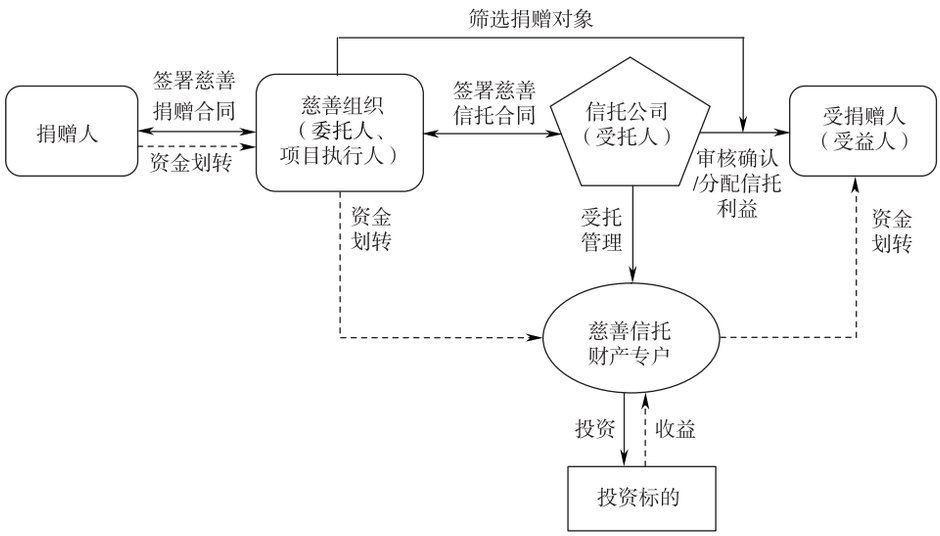


图 18　中国慈善信托模式二

慈善组织作为慈善信托的委托人，负责慈善资金的筹集，并将筹集到的慈善资金委托给信托公司，信托公司作为慈善信托的受托人，负责慈善资金的投资管理与日常运营工作，同时慈善组织也作为项目执行人，借助自身过去积累的项目捐赠渠道优势，确定慈善信托的具体受捐赠对象。资金划拨路径为：当捐赠人与慈善组织签署慈善捐赠合同之后，慈善资金转入基金会的法人主体账户（看作为基金会的收入），再由法人主体账户划转至信托财产专户，最后从信托财产专户将慈善资金及其收益划转至所确立的受捐赠人。

相对于第一种模式，这种模式最大的优势是慈善组织向捐赠人开具慈善税收优惠票据完全符合现有法律法规的规定，但仍存在一定的法律瑕疵，即慈善组织将资金从法人主体账户划转至信托财产专户时，从会计科目上看到底是属于善款支出，还是投资。从首批慈善信托实操项目来看，安信信托“蓝天至爱 1 号”便采用这种模式，由基金会负责前端资金捐赠募集工作，并作为慈善信托委托人与项目运作人，目前上海市民政局基于穿透原则，允许基金会将委托给信托公司的资金看作善款支出。

在这种模式中，前端已有慈善组织的参与，仍选择信托公司作为慈善信托的受托人，捐赠人不仅看重信托公司的投资管理能力，更看重信托公司的信誉，以保证慈善资金的公开透明运作，信托公司在某种程度上对慈善组织进行了信用背书，这样既能发挥慈善组织在资金募集渠道与项目运作方面的优势，又能发挥信托公司账户管理规

范、透明的优势，实现机构之间的优势互补。

（三）慈善组织作为受托人，信托公司作为投资顾问

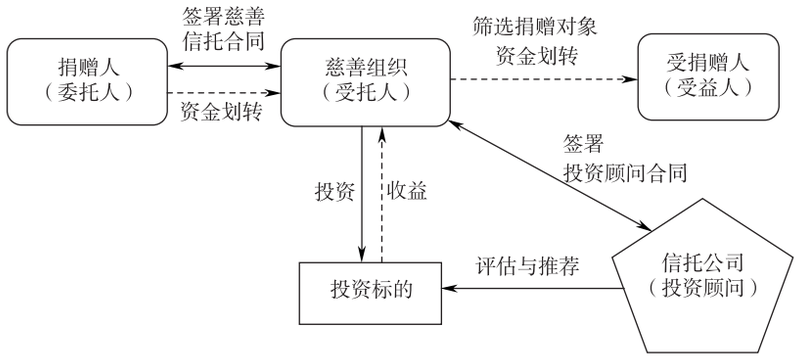


图 19　中国慈善信托模式三

捐赠人作为慈善信托的委托人，慈善组织作为慈善信托的受托人，双方签署慈善信托合同。慈善组织筛选与确认具体受捐赠人作为慈善信托的受益人。为更好的保证慈善资金的保值升值，慈善组织与信托公司签署投资顾问合同，由信托公司提供对善款的投资服务——评估并推荐相应的投资标的。资金划拨路径为：当捐赠人与慈善组织签署慈善信托合同后，慈善资金转入基金会的法人主体账户；慈善组织经由信托公司的投资指导，资金投向投资标的并获取相应的收益；慈善组织将慈善基金及其收益划转至所确立的受捐赠人。

在《慈善法》的规定中，受托人可以是信托公司，也可以是慈善组织，法律上不存在障碍。在实践中，由于慈善组织不能在银行开设信托专户，面临“有门票，没座位”的尴尬。因此，作为慈善信托受托人的捐赠者所捐的善款并不能到达慈善信托专户，只能进入基金会的法人主体账户。

这种模式与前两种模式不同的是，信托公司不是慈善信托的主体，仅作为慈善组织聘请的投资顾问，而不发挥对慈善组织在项目中的审核、监督等作用。该模式的适用空间在于慈善信托尚处于初期推广阶段，大多有慈善需求的人群对信托公司、慈善信托都不甚了解，首选的慈善方式依然是捐款给慈善组织。慈善组织仅需支付少量的管理费用给信托公司，善款的保值升值就有了更权威、专业的指导。

在这种模式中，信托公司面临的主要问题是：慈善组织可选择的投顾机构很多，信托公司并不是唯一选择，而且在这样的慈善信托模式下，信托公司的角色相对较小，带来的社会影响有限。

（四）慈善组织作为慈善信托的受托人，信托公司作为普通单一信托的受托人

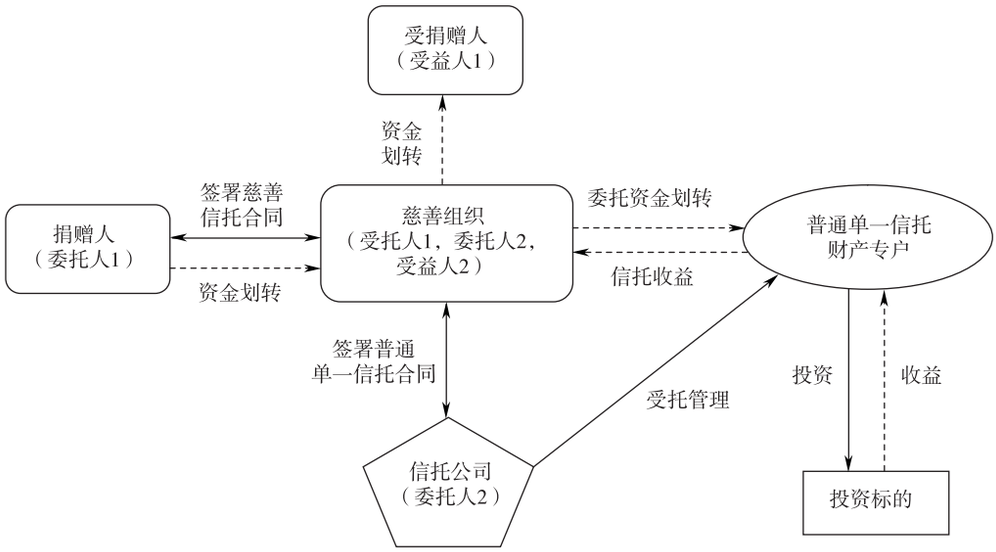


图 20　中国慈善信托模式四

模式四内包含两个信托，其一是捐赠人与慈善组织间建立的慈善信托，捐赠人是委托人，慈善组织是受托人，受捐赠人是受益人。其二是慈善组织与信托公司间建立的普通单一信托，慈善组织是委托人与受益人，信托公司是受托人。资金划转路径是：当捐赠人与慈善组织签署慈善信托合同后，慈善资金进入慈善组织法人主体账户；当慈善组织与信托公司签署普通单一信托合同后，该笔资金进入信托公司的普通单一信托财产专户，信托公司受托管理该笔资金，产生的信托收益由作为普通单一信托的委托人慈善组织获得。慈善组织再将资金划转给经由其选定的受捐赠人。

模式四同模式三相似的是，信托公司不是慈善信托的主体，均不对慈善组织起审核、监督等作用，且两种模式成立的出发点都在于慈善组织对信托公司资金管理能力的信任。与模式三不同的是，该模式中信托公司对慈善资金保证增值所发挥的作用相对较大，因慈善组织与信托公司间成立了普通单一信托，完全由信托公司来管理这笔资金，而模式三中信托公司仅提供投资建议。

（五）双受托人模式，即信托公司和慈善组织同时作为受托人

捐赠人作为慈善信托的委托人，信托公司与慈善组织共同作为慈善信托的受托人。双受托人的模式需要两个受托人之间首先签署好合作协议，确认彼此在慈善信托

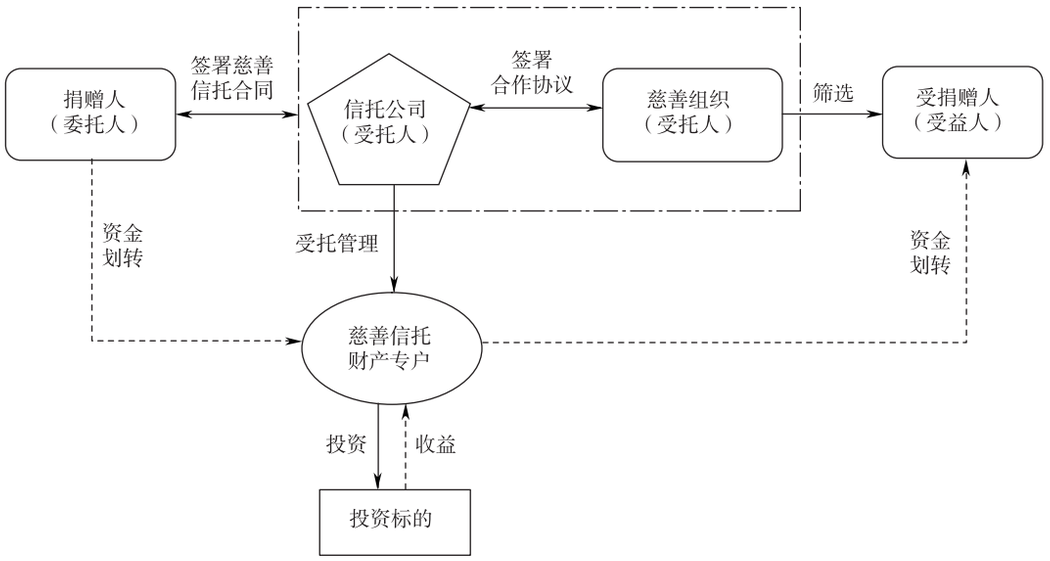


图 21　中国慈善信托模式五

中的分工、权利、义务，而后双方再共同与捐赠人签署慈善信托合同。在双受托人内部协议中应秉持“专业的人做专业的事”理念，信托公司承担其所擅长的资金管理职责，慈善组织主要扮演慈善项目执行人的角色，精准找到受捐赠人。慈善组织对善款的具体发放、使用明细仍应向信托公司定期汇报，以保证慈善信托的透明运行。资金划转路径为：捐赠人与信托公司、慈善组织三方共同签署慈善信托合同后，慈善资金进入慈善信托财产专户，经信托公司的资金管理，慈善资金最终流向受捐赠人。

这一模式在学理层面是可行的，而在实际操作中却会面临一些困难。首先，根据首批发布慈善信托的信托公司与民政部门的沟通结果显示，民政部门并不鼓励这种模式，双受托人面临责任主体不明确的问题，使民政部门难以监管，因此在备案关就可能遇到障碍。其次，慈善信托的监察人多为律师事务所和会计师事务所，两所更倾向与信托公司打交道，慈善组织账目不清晰等问题使律所与会计师事务所监察困难。最后，信托公司对双受托人模式的信托缺乏经验，在两方的权利与义务分配时稍有不慎，可能会使慈善经验丰富的慈善组织占据上风，信托公司沦为配角。

（六）信托公司作为受托人的伞形慈善信托模式

模式六是模式一的延伸：有多名捐赠人作为慈善信托的委托人，信托公司作为慈善信托的受托人，经由信托公司的评估与筛选，聘任多个最适合的慈善组织作为具体慈善项目执行人，最终将慈善资金运用到多个慈善投向。信托公司作为受托人负责慈

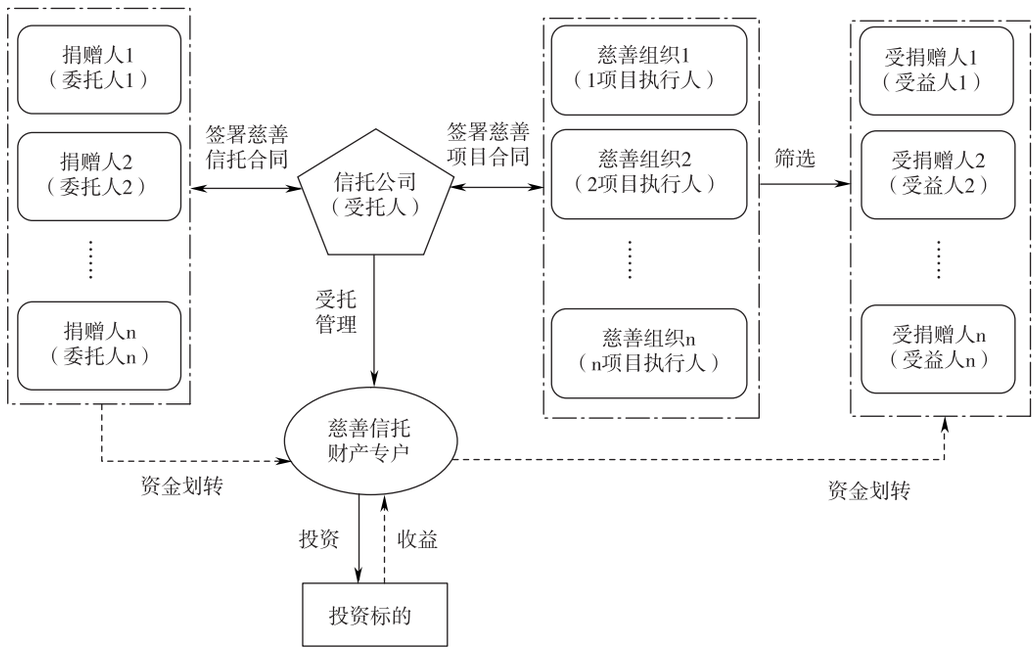


图 22　中国慈善信托模式六

善信托的日常运营和投资管理，并且根据捐赠人的意愿将资金投向不同信托目的。资金划转路径为：多名捐赠人与信托公司签署慈善信托合同后，慈善资金进入慈善信托财产专户，经由信托公司的投资管理，最终资金流向多个受捐赠人群体。

本模式中的多名捐赠人来自家族信托客户，作为高净值人群相较于其他人群有相对强烈的慈善意愿，并且对信托具备一定的了解和认识，也更为信任信托公司。这些家族信托有可能是纯粹为慈善目的而设立，也有可能是兼具私益和慈善目的。

值得注意的是，该模式的捐赠人可以是一个也可以是多个，同样受捐赠群体也可为一或多。比如在单个家族信托客户捐赠的善款有限、而有多名家族信托客户都有同样的慈善需求时，则为“多对一”形式。单笔规模不大的资金去成立多个慈善信托从而实现多个慈善意愿，对于信托公司而言，要进行多个慈善信托的备案，耗费人力资本。当多个家族信托的委托人都有慈善意愿时，将他们的资金与意愿汇总起来，只需成立一个慈善信托，就能满足多人多种慈善需求。而在单个家族信托客户捐赠的善款金额巨大，又有多个慈善投向需求时，则为“一对多”形式。

这一模式下，信托公司可能面临的主要问题是如何将多个委托人的意愿最大程度的实现，即多个委托人慈善意愿的匹配问题。而标准化家族信托相对于定制化家族信托而言，更适宜这种模式，比如可以在合同中写明此家族信托的慈善功能，并且说明

具体慈善投向。

六、对慈善信托的政策建议

《慈善法》施行后，信托公司成为法定的慈善信托受托人，这对家族慈善的发展是一个利好消息。以信托公司作为受托人的慈善信托将成为家族财富投入慈善领域的重要载体，未来家族慈善财富管理的生态可能发生很大变化。但是，中国慈善信托仍有许多不完善之处阻碍慈善信托的落地运行。目前，中国开展慈善信托不存在根本性的法律障碍，但政策法规的完善及税收优惠等相关配套制度的出台，对家族财富合理、有序的运用到慈善事业中显得尤为重要。

（一）法律法规层面

1. 允许多个委托人设立慈善信托

无论是新出台的《慈善法》还是《信托法》均未规定慈善信托委托人的数量。因此，实践中是否允许一个慈善信托存在多个委托人成为许多潜在慈善信托客户及其他相关方关心的问题。从有利于慈善事业发展的角度，建议尽快出台慈善信托的配套政策法规明确允许多个委托人共同设立慈善信托。基于目前已有的政策法规和实践经验，允许多个委托人共同设立慈善信托具备很强的合理性。

首先，公益信托委托人数量不受限制。2008 年发布《中国银监会办公厅关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》（以下简称《通知》）的第四条规定："公益信托的委托人可以是自然人、机构或者依法成立的其他组织，其数量及交付金额不受限制。"依据中国《慈善法》第四十四条规定慈善信托属于公益信托，因此，一个慈善信托有多个委托人也是合理的。

其次，《慈善法》出台后，实践中已经有了成功的尝试。2016 年 9 月 1 日，中国平安携手深圳市社会公益基金会推出国内首支慈善信托计划——中国平安教育发展慈善信托计划。该计划采取了集合信托形式，除了集团内部机构和员工外，深圳市社会公益基金会也作为委托人参与信托计划。该信托在深圳市民政局完成备案手续，初始资金 226. 6 万元，规模达 1000 万元，不设置预计存续期限，可永久存续。集合慈善信托在深圳落地，这一有益尝试可以为更多慈善信托提供经验借鉴。虽然深圳市民政局给予支持，推进该项目落地，但是法律规定仍处于缺位状态。为慈善信托朝着更规范方向发展，亟待将实践中被应用和支持的多个委托人共同设立慈善信托的形式落实到法律文件中。

最后，多个委托人存在有利于家族慈善目的实现。家族慈善方面多个委托人可以有以下几种形式：其一，单个家族的多个家族成员基于共同或者不同的慈善目的设立慈善信托相较于家族成员设立多个单一委托人的慈善信托，不但有利于增强家族成员之间的凝聚力而且家族成员的慈善行为形成合力更易于扩大家族的影响力；其二，多个家族联合设立慈善信托或者单个家族利用自身影响力吸引社会其他力量共同设立慈善信托。家族发展与慈善之间存在一种相辅相成的关系。实力强大的家族可以为慈善事业提供更多的资金，而多方基于一个慈善目标去完成可能凭单个家族无法完成的慈善项目，该种合力慈善行为不但给几个家族或者几个委托方带来正面效应，甚至会推动整个社会的进步或者某些领域的明显改善。如果用“投资”的眼光看待集中力量做慈善效应，慈善行为可能为家族乃至社会回馈“超额报酬”。

2. 明确信托公司公开募集资金资格

慈善信托是否可以公募这一问题早就存在争议。《慈善法》仅就慈善组织公开募捐资格予以明确，慈善信托是否可以公募的争论并没有随着《慈善法》的施行有所缓解。

实践中有不少人认为慈善信托只能私募，坚持该观点的人认为，《集合资金信托计划管理办法》第八条明确规定，信托公司推介信托计划时，不得进行公开营销宣传。目前信托公司的业务均为私募业务，如果允许信托公司公募，慈善信托即变成受托人发起的一个制度而非委托人发起的制度，违背信托制度本质。但是，通过法律确立信托公司的公募资格在法理上逻辑更通顺，在实践中更有利于信托公司开展慈善信托业务。

首先，中国《信托法》第三条规定：“委托人、受托人、受益人（以下统称信托当事人）在中华人民共和国境内进行民事、营业、公益信托活动，适用本法。”可见，法律将信托分为民事信托、营业信托、公益信托三种不同类型。要求信托公司私募的《集合资金信托计划管理办法》规范对象是营业信托中的集合资金信托计划，慈善信托属于公益信托，其主要目的不在于投资，而在于实现委托人的慈善目的。因此，慈善信托不用遵守营业信托的相关规定。同时，作为信托公司开展业务基本法律依据的《信托公司管理办法》没有关于信托只能私募的要求，认为信托公司只能开展私募业务是片面的。

其次，《通知》第四条规定：“信托公司设立公益信托，可以通过媒体等方式公开进行推介宣传。”既然慈善信托属于公益信托也就表明慈善信托公募理应在法律上

得以承认。实践中，信托公司公开募集已在公益信托中运行。2016 年由厦门国际信托有限公司联合厦门农商银行、厦门市慈善总会共同发起设立了一款“乐善有恒”公益信托产品。该公益信托产品首笔善款为 100 万元，由厦门国际信托和厦门农商银行各捐赠 50 万元，后续采取向社会公开募集等方式筹集善款。

再次，中国《慈善法》第二十二条规定：“慈善组织开展公开募捐，应当取得公开募捐资格。依法登记满二年的慈善组织，可以向其登记的民政部门申请公开募捐资格。”可见，满足特定条件的慈善组织可以取得公开募捐资格。慈善组织担任慈善信托受托人时公开募集是没有障碍的。而中国《慈善法》规定，慈善组织和信托公司均可以担任慈善信托的受托人，若只允许慈善组织公开募集，却禁止信托公司公开募集，显然违反了相似事物相似处理的原则，也容易造成信托公司与慈善组织在设立慈善信托方面实质上的不公。

另外，从促进慈善信托发展的角度，无论是《慈善法》还是《信托法》及其他法规政策的出台都是为了促进慈善信托的蓬勃开展，调动社会成员尤其是具有慈善实力的高净值人士做慈善的积极性。如果禁止慈善信托公募，与促进慈善信托的立法目标不符。中国目前有 68 家信托公司，信托牌照数量不多并且都受银监会监管。信托公司作为专业的财富管理金融机构，具备完善的财产管理制度和信息披露制度，有能力在慈善事业发展中扮演着积极主动的角色，赋予信托公司公募资格似乎也是应有之义。

最后，从家族慈善财富管理角度也应当允许信托公司公开募集慈善信托资金。家族或者每个愿意做慈善的人投入到慈善领域的资金都是带有使命或目标。保障家族慈善事业持续的一个重要条件是慈善资金稳定、长期的供应。对于家族慈善信托的可持续性除了家族财富的输入外，还可以利用家族已经具备的社会影响力、号召力和社会地位，借助社会人士对该家族的信任吸引其他有志于从事慈善的人参与进来共同致力于慈善，追求更长远的慈善效果。

因此，慈善信托配套法律法规可以参照《慈善法》关于慈善组织公开募捐的规定赋予慈善信托公司公募资格。

3. 建立慈善信托财产登记制度

当前家族资产很大一部分是股权和不动产，股权、不动产等是家族投入慈善事业的重要财产形式。因此，信托财产登记制度的缺失对慈善信托业务乃至整个信托行业产生明显的制约。

中国《信托法》第十条规定："设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。"可见，依法需要登记的信托财产办理登记手续是慈善信托的生效要件。中国《物权法》、《公司法》等法律法规对特定财产登记规定比较清晰，但是实践中，具体操作性规定的缺失导致信托登记无法操作。即使经过多方沟通办理了登记手续，该种登记仍然视同交易。例如，法律规定不动产办理登记才能完成转让，办理过户手续。由于信托登记制度缺位，目前中国不动产转让视同交易，委托人要承担一定的税收成本。

因此，慈善信托财产登记制度亟待建立。国家出台配套政策法规明确信托财产登记机构、登记范围、登记程序等，满足非资金型慈善信托法设立的需求。将信托登记机构与财产权属登记机构合二为一，避免重复登记现象的产生。尤其是建立信托财产登记制度后，委托人与受托人之间的财产交易性质确定为非交易过户，减少了委托人高额的税收开支，提高了委托人用股权、不动产设立慈善信托的积极性。

4. 完善慈善信托监察人制度

中国《慈善法》第四十九条及第五十条规定，委托人根据需要可以确定慈善信托监察人，并且赋予了信托监察人发现委托人违反信托义务或者难以履行职责的，监察人有权以自己的名义向法院提起诉讼。《慈善法》对慈善信托监察人制度规定的过于笼统并且没有设定监察人的选任资格、程序及义务等。

实践中，慈善信托设立后委托人往往缺少精力或者能力对慈善行为进行监督，因此愿意选择自己信任的人、法人或者组织担任监察人对慈善信托及时有效监督。监察人在慈善信托中发挥着举足轻重的作用，因此应该尽快完善慈善信托监察人制度。首先，任职条件方面可以从两个方面设定。一是积极条件：具有完全民事行为能力的自然人或者具有独立法律主体资格的法人均可以担任，具有较高的公信力或者专业能力等。二是禁止性条件：受益人不得兼任监察人，监察人不得有违法犯罪行为等。其次，明确监察人的义务。监察人在慈善信托日常运行中要履行明确的职责，使监察效果更好。例如，监督信托财产是否按照合同的约定使用；有无违反合同约定的投资行为；受托人是否为自己谋取不正当利益等。为了避免造成司法资源的浪费，慈善信托监察人如果发现受托人未按照合同约定或者存在违法行为的救济方式除了直接向人民法院提起诉讼，增加下列解决方式：纠正受托人的行为要求受托人及时改正；向委托人报告并协助委托人与受托人沟通；向主管部门报告，通过行政程序处理。如果上述

方式无法使用或者无法得到合理救济，最后采用司法救济。通过上述解决方式，能够运用多种手段综合行使监察权利，实施有效监察。

（二）税收层面

税制规范作为国家支持慈善事业发展的重要措施，是慈善立法的重要组成部分。因此，中国应立足自身国情并借鉴国际经验，在慈善立法中对慈善信托税制进行专项规范。目前，境外不少国家和地区对慈善信托都给予了特别的税收优惠待遇。一方面，对委托人设立慈善信托给予相应的税收减免。在美国，委托人设立慈善信托可享有税收减免，但有一定的限额，一般公司法人每年最多可扣减应纳税额的 10%，自然人每年最多可扣减应纳税额的 50%。另一方面，对慈善信托财产进行合理征税。在英美两国，慈善信托财产所产生的孳息，无论是利息收入、租金收入或投资所得，只要所得全部用在慈善目的上，则全额免税。日本所得税法也有类似规定，即慈善信托的收益，不征所得税。此外，慈善信托受益人也享有免予缴纳所得税等相关税收优惠。[①]

中国 2001 年《信托法》出台至今，公益信托发展较不理想，与缺乏相应的税收优惠配套政策密切相关。虽然《慈善法》对此有所改进，明确规定“未按照前款规定将相关文件报民政部门备案的，不享受税收优惠”，但是针对慈善信托的税收优惠细则尚无明确规定。为了促进慈善信托的发展，制定专门的税收优惠政策势在必行。

1. 针对慈善信托的设立环节制定税收抵扣细则

《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》附件 1 第十四条规定：“下列情形视同销售服务、无形资产或者不动产：（一）单位或者个体工商户向其他单位或者个人无偿提供服务，但用于公益事业或者以社会公众为对象的除外。（二）单位或者个人向其他单位或者个人无偿转让无形资产或者不动产，但用于公益事业或者以社会公众为对象的除外。（三）财政部和国家税务总局规定的其他情形。”但是设立慈善信托是否属于第二项规定的“用于社会公益事业或者以社会公众为对象”没有明确规定，所以委托人将信托财产转移给慈善信托的受托人时，如果有所得，还是应该视同销售，缴纳相应的税收。鉴于慈善信托设立的目的也是为了促进社会公益事业的发展，建议在税收法律法规中明确规定个人或者单位向慈善信托的受托人转让无形资产或者不动产不属于视同销售的情形，故而不需要缴纳相应的税收。

① 蔡概还．“中国式”慈善信托：如何正确打开［J］．当代金融家，2016（7）．

税收抵扣方面，针对信托公司作为慈善信托受托人的情形，也尚未制定配套的税收抵扣细则。根据我国目前的所得税法规定，企业捐赠可以在企业年度会计利润的12%以内进行抵扣，个人捐赠则可在应纳税所得额的30%以内享受税前扣除。另外根据财政部和国家税务总局联合颁布的财税〔2001〕103号、财税〔2003〕204号、财税〔2004〕39号、财税〔2004〕172号、财税〔2006〕66号、财税〔2006〕67号、财税〔2006〕68号、财税〔2007〕155号、财税〔2008〕104号和财税〔2010〕59号等一系列文件规定，对于个人通过某些特定公益性社会团体（例如中国教育发展慈善基金会、中国医药卫生事业发展基金会、中国老龄事业发展基金会等）进行的捐赠或者通过某些特定的公益性社会团体、县级以上人民政府及其部门向特定地区或特定领域进行的捐赠，允许全额扣除。

接受捐赠或办理转赠的非营利性的社会团体和国家机关，应按照财务隶属关系分别使用由中央或省级财政部门统一印（监）制的捐赠票据，并加盖接受捐赠或转赠单位的财务专用章。向科研机构和高等学校的捐赠须提供科研机构和学校的研究项目计划及资金收款证明。税务机关据此对捐赠单位和个人进行税前扣除。但是在税法和上述配套政策中享有捐赠税收优惠的对象并不包括设立慈善信托，如果没有配套税收优惠政策出台，慈善信托的委托人无法享受与公益机构捐赠人同等的税收优惠。针对这一情况，建议把慈善信托明确纳入享有捐赠优惠对象的范围，以促进委托人设立慈善信托的积极性。

捐赠票据的出具方面，《慈善法》规定慈善组织接受捐赠应当向捐赠人开具由财政部门统一捐赠票据，但并未对慈善信托的相关票据作出规定，这也给慈善信托的发展造成了实质性的阻碍。想要在我国促进慈善信托的落地和发展，相关税收优惠政策的制定刻不容缓。

针对上述情况，建议尽快出台相关税收优惠细则，明确规定委托人设立慈善信托可以凭相关文件从信托公司获得捐赠票据，并且可以凭借捐赠票据进行税前扣除，使慈善信托的委托人享有向非营利的公益性社会团体和基金会进行捐赠时同等的税收优惠。在此基础上，应该针对可撤销和不可撤销的慈善信托制定不同的税收优惠细则。不可撤销的慈善信托可以直接在慈善信托设立的时候开具捐赠票据并且进行相应抵扣，可撤销的慈善信托只有在信托利益分配时才予以抵扣。如果短时间内信托公司无法向慈善信托的委托人开具捐赠票据，则可制定相关政策，允许委托人凭借基金会出具给慈善信托的捐赠票据进行税前扣除，或者直接由接受捐赠的慈善基金会出具捐赠

票据给慈善信托的委托人。

2. 在信托的运作环节不课征所得税

根据信托导管理论，信托仅仅充当着利益输送的导管角色，受托人依据信托合同的约定对信托财产进行管理和处分，但并非是信托财产的实际受益人。在信托的存续环节，受托人并不会因为对信托财产的处分而获得除了信托报酬以外的实际利益，所以不应将其作为所得税的纳税义务人。

信托导管理论也是实质重于形式原则的重要体现，将实质重于形式原则作为信托纳税义务分配的评价标准是防范信托避税和避免重复课税的重要措施。实质重于形式作为税法的基本原则体现在多项政策中。例如，《关于确认企业所得税收入若干问题的通知》第一条规定，除企业所得税法及实施条例另有规定外，企业销售收入的确认，必须遵循权责发生制原则和实质重于形式原则；又如《关于如何理解和认定税收协定中“受益所有人”的通知》第二条规定，在判定“受益所有人”身份时，不能仅从技术层面或国内法的角度理解，还应该从税收协定的目的（即避免双重征税和防止偷漏税）出发，按照“实质重于形式”的原则，结合具体案例的实际情况进行分析和判定。

基于信托导管理论和实质重于形式原则，信托本身只是一个法律架构而非纳税主体，所以在慈善信托的运作环节，受托人除了自身收取的信托报酬，不需要就慈善信托财产所得承担纳税义务。

3. 针对信托利益分配环节制定区别性的税收细则

在信托财产名义所有权与实际受益权相分离的情况下，受托人在管理和处分信托财产中产生的收益以及信托本金按照信托合同的约定分配给受益人，即信托财产的实际受益权归属于受益人。按照谁受益谁来纳税的原则，应当由受益人来缴纳所得税。

根据与委托人的关系，信托的受益人主要可以分为三类：第一类是委托人本人或者与委托人有特定关系的受益人，例如委托人的配偶、父母、子女、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女、兄弟姐妹、对其承担直接抚养或者赡养义务的抚养人或者赡养人、法定继承人；第二类是除上述关系人以外的与委托人之间有某种特定关系的组织或个人；第三类是接受慈善捐赠的自然人、法人和其他组织，且慈善捐赠的目的属于《信托法》或者《慈善法》规定的公益或慈善目的范围，例如慈善基金会或者直接接受慈善捐赠的特定或不特定群体。根据受益人的不同类型，建议在信托利益分配环节制定区别性的税收细则。

首先，根据财政部出台的《关于个人无偿受赠房屋有关个人所得税问题的通知》的规定，以下情形的房屋产权无偿赠与，对当事双方不征收个人所得税：

（1）房屋产权所有人将房屋产权无偿赠与配偶、父母、子女、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女、兄弟姐妹；

（2）房屋产权所有人将房屋产权无偿赠与对其承担直接抚养或者赡养义务的抚养人或者赡养人；

（3）房屋产权所有人死亡，依法取得房屋产权的法定继承人、遗嘱继承人或者受遗赠人。

根据上述政策精神，如果家族信托的受益人为委托人的配偶、父母、子女、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女、兄弟姐妹、对其承担直接抚养或者赡养义务的抚养人或者赡养人、法定继承人，则不应该在其获得信托利益分配时征收个人所得税。

因此，根据信托导管理论和实质重于形式原则，如果受益人为委托人本人或者属于上述关系人的范围，则不需要就向其分配的信托本金缴纳所得税，但是需要就向其分配的信托财产增值部分缴纳所得税。

如果受益人为除上述关系人以外的与委托人之间有某种特定关系的组织或个人，应由受益人就其获得的全部信托利益承担所得税的纳税义务。信托收益中未直接分配给受益人部分暂不征税，之后分配给受益人时，再由受益人缴纳相应的税收。

如果受益人为接受慈善捐赠的自然人、法人或其他组织，且慈善捐赠的目的属于《信托法》或者《慈善法》规定的公益或慈善目的范围，例如慈善信托的受益人，则需要制定区别于上述两类受益人的税收政策。鉴于慈善信托的受益人为慈善基金会或者为直接接受慈善捐赠的特定或不特定群体，由慈善信托的受益人承担纳税义务有悖于慈善信托促进慈善事业发展的目的，故而建议部门应该针对慈善信托的分配环节制定相应的税收优惠政策，避免慈善信托的受益人因承担额外的税负而让慈善效果“打折”。

七、结语

《慈善法》实施后，慈善信托迎来了新的发展契机。慈善信托作为家族财富管理的重要工具之一，在海外已经成为了许多家族传承几代的事业。家族设立慈善信托不但履行了社会责任，而且给家族带来了巨大的利益。慈善事业让家族精神得以传承，也让家族在社会各种事务上受到尊重和帮助。

信托公司作为慈善信托的法定受托人之一，凭借其独特的家族财富管理能力优势，在促进慈善信托开展方面将扮演着重要的角色。同时，慈善信托的发展离不开社会各界的共同参与和支持，需要慈善信托的从业者探索科学有效的信托架构，深入挖掘高净值客户的慈善需求，在实践中落地并运行好值得客户信赖的信托项目；依赖国家监管部门、立法部门提供配套政策法规支持，使慈善信托的开展有法可依，获得更多的政策红利；提倡专家学者们积极为慈善信托的从业人员和国家监管部门进言献策，为慈善信托开展和创新提供充分的理论支撑；倡导高净值人群逐渐树立正确的慈善理念，更加积极主动的参与到慈善事业中去；当然也离不开社会大众、媒体等对慈善信托进行宣传与舆论监督。

利用慈善信托这一新兴的慈善方式完成财富的第三次分配，在实现高净值人群家族慈善目的的同时，也将使财富有效的流向社会最需要的领域或人群，有利于促进社会公平、社会和谐。从这个角度来看，随着慈善信托的不断完善家族慈善对家族本身、对社会都将起到点石成金的作用。相信未来在社会各界的共同努力下，慈善信托将朝着更高效、更透明、更完善的方向发展，每个人都能为中国的慈善事业贡献一份力量。



集合资金信托产品发展趋势分析

课题单位：新华信托股份有限公司

课题组成员：项　琥　刘　松　周　娜　傅啸龙　肖　丹

摘　要

因信托财产登记制度以及流动性的影响，在所有的信托方式中，资金信托，特别是集合资金信托，是信托公司运用最为普遍，最能体现其资产管理能力，并且能够激励信托公司主动管理能力培育创新方面的重要方式和载体，是有待进一步深化和提升的核心内容。本报告将从集合资金信托产品概念和政策梳理、集合资金信托整体发展趋势、集合资金信托产品规模发展趋势、集合资金信托产品收益率发展趋势以及集合资金信托产品设计发展趋势等五个方面进行分析，挖掘集合资金信托产品发展的可能趋势，以期对信托公司未来进一步发展有所助益。

关键词：集合资金信托　规模　收益率　产品设计

目　录

一、集合资金信托产品的概念与政策梳理 …… 637
（一）集合资金信托的定义及特点 …… 637
（二）集合资金信托与单一资金信托的区别 …… 637
（三）集合资金信托的种类划分 …… 638
（四）集合资金信托相关政策与管理办法梳理 …… 639
二、集合资金信托计划整体发展趋势 …… 640
（一）我国信托业发展历程、现状与趋势 …… 640
（二）集合资金信托产品发展历程、现状与趋势 …… 645
（三）各信托公司集合资金信托产品发行监测与统计 …… 647
三、集合资金信托产品规模发展趋势 …… 648
（一）集合资金信托产品规模 …… 648
（二）集合资金信托与全行业信托规模的对比 …… 649
（三）集合资金信托产品规模发展趋势 …… 651
四、集合资金信托产品收益率发展趋势 …… 651
（一）集合资金信托产品收益率历年走势与变化 …… 651
（二）集合资金信托产品整体收益率变化趋势 …… 655
（三）集合资金信托产品收益率发展趋势 …… 656
五、集合资金信托产品设计发展趋势 …… 657
（一）集合资金信托产品资金运用方式发展趋势 …… 657
（二）集合资金信托产品资金运用领域发展趋势 …… 658
（三）集合资金信托产品期限类型发展趋势 …… 660
六、总结 …… 663

一、集合资金信托产品的概念与政策梳理

（一）集合资金信托的定义及特点

集合资金信托是由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的一种资金信托方式（以下亦简称为“集合信托”）。在我国，资金信托在法律上定位于私募领域，除了代人理财、财产隔离保护的作用外，还有对资金的杠杆作用。由其定义可知，我国集合资金信托有以下四个特点：（1）信托资金的集合性；（2）委托人和受益人在信托设立时的同一性；（3）受托人的主动性和委托人的相对被动性；（4）受托人和委托人的信息不对称性。

（二）集合资金信托与单一资金信托的区别

根据《中华人民共和国信托法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》等规定，资金信托从委托人数量等角度区分为集合资金信托和单一资金信托。单一资金信托是相对于集合资金信托而言的，是信托公司接受单个委托人的资金委托，依据委托人确定的管理方式，或由信托公司代为确定的管理方式，按照委托人的意愿单独管理和运用货币资金的信托。从定义上看，在我国这两种资金信托方式主要区别有以下四点。

1. 委托人的数量不同

前者要求必须包含两个或两个以上的委托人，后者仅能针对单一的委托人。

2. 委托人性质和委托人的地位不同

单一信托往往是委托人主动找信托公司，其资金运用方式和投资方向等许多情况都反映委托人的意愿，委托人多为银行等机构或者其他有财富传承、财产隔离保护需求的高净值客户，且其中占据较大的作用。而集合资金信托计划的委托人则多为自然人，是由信托公司先找项目，后再对外募集信托购买者，信托公司在其中占据了主导作用。

3. 交易结构不同

集合信托常为了增强信用等级，保障社会投资者的权益，将受益权分层分级为劣后、优先等层级，体现不同层级投资人需求。单一信托的交易结构更为简洁和单一，且资金几乎是运用在一个对象和一个项目。

4. 产品推介和信息披露不同

单一信托的相关信息具有一定私密性，无须公开，集合信托则需通过信托公司的网站、银行的柜台等渠道进行一定的信息披露，明示信托计划的风险收益等特征，揭示参与信托计划的风险及风险承担原则，相对来说，集合信托信息披露更为完善。

（三）集合资金信托的种类划分

有关集合信托的分类方法有很多，市场上大致有以下几种划分方法。

1. 委托方式

第一种是受托人为主导的集合信托：社会公众或者社会不特定人群作为委托人，以购买标准的、可流通的、集合资金信托证券化合同作为委托方式，由受托人统一集合主动管理信托资金。第二种是委托人为主导的集合信托：是有风险识别能力、能自我保护并有一定风险承受能力的特定人群或机构作为委托人，以签订信托合同作为委托方式，由受托人集合被动管理信托资金。

2. 信托产品收益

可以将集合信托产品划分为固定收益类信托和浮动收益类信托。固定收益类信托也可以分为房地产投资信托、基础设施建设投资信托、矿产资源投资信托等，资金运作较为稳健。此外，可以将浮动收益类信托细分为证券投资类信托、私人股权投资类信托和其他另类投资信托；证券投资类信托主要投资于股票、债券等二级市场，也就是我们通常说的“阳光私募”；私人股权类投资信托，即 PE 投资，是指通过投资于相关领域具有增值潜力的未上市的优质企业股权，并以 IPO、转让等方式退出，获取高额的投资利润，分享资本运作的红利；其他另类投资信托包括艺术品投资信托、黄金投资信托、红酒信托、物业信托等。

3. 信托资金的运用

在 2016 年中国信托业年会上，监管基于统一会计核算体系，兼顾引导部分产品的标准化，强调信托业务分类从运用端入手，兼顾资金来源及信托目的，关注资金和财产的去向以及运用中的风险。对信托业务作出了八项分类，债权信托、股权信托、产权信托、同业信托和标品信托属于资金信托，资产证券化信托和财产权信托属于非资金信托，慈善（公益）信托则属于从信托目的角度的分类。

按照其信托计划的资金运用方向，集合资金信托可分成以下类型：证券投资信托，即受托人接受委托人的委托，将信托资金按照双方的约定，投资于证券市场的信

托，它可分为股票投资信托、债券投资信托和证券组合投资信托等；组合投资信托，即根据委托人风险偏好，运用债券、股票、基金等金融工具，通过个性化的组合配比运作，对信托财产进行管理，实现资产增值；房地产投资信托，即受托人接受委托人的委托，将信托资金按照双方的约定，投资于房地产或发放房地产项目贷款的信托，中小投资者可以通过投资房地产信托，以较少的资金投入分享可能产生的较大的房地产投资收益；基础建设投资信托，指信托公司作为受托人，根据拟投资基础设施项目的资金需要状况，由受托人将信托资金按经批准的信托方案和国家有关规定投资于基础设施项目的一种资金信托；贷款信托，即受托人接受委托人的委托，将委托人存入的资金，按信托计划中或其指定的对象、用途、期限、利率与金额等发放信托贷款，并负责到期收回贷款本息的一项金融业务。

（四）集合资金信托相关政策与管理办法梳理

我国有关集合资金信托的监督政策和管理办法目前还较少，因为我国信托业步入规范、独立发展的历程比较短。信托业共经历过 5 次整改，2001 年颁布的《中华人民共和国信托法》、2002 年颁布的《信托投资公司管理办法》、同年实施的《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，使得信托业基本法律的雏形逐渐形成，信托业开始走向发展的新纪元，其中集合资金信托作为一类重要的信托业务也日益走向规范发展的道路。

2003 年，经国务院决定，将信托公司的监管机构由原来的中国人民银行转变为刚设立不久的中国银行业监督管理委员会（简称中国银监会），信托业的地位得到提升，其业务范围也逐渐扩大，集合资金信托的投资领域得到了放宽。快速发展的集合信托被社会各界所关注，集合资金信托业务被单独立法规制，其标志为 2007 年由中国银行业监督管理委员会颁布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》（以下简称《集合信托管理办法》）。《集合信托管理办法》对集合资金信托业务专门作出了细致详尽的运作规则，为信托公司开展集合资金信托业务作出了准确的指引，同时也成为了监管机构监督管理信托公司经营信托业务的依据与标准。

在 2007 年之后，国家和监管部门为进一步规范集合资金信托业务的发展，相继出台了《信托公司管理办法》、《关于进一步规范集合资金信托业务有关问题的通知》以及《关于信托投资公司集合资金信托业务信息披露有关问题的通知》，进一步重构了信托业基本法律法规体系，明确把信托公司定位为向社会合格的投资者提供资产管理、理财服务的金融机构，且极大地规范了集合资金信托业务的发展。

2010 年 8 月，由中国银监会发布的《信托公司净资本管理办法》正式实施，标志着中国信托业初级阶段的法律建设已经完成，意味着中国现代的信托业正式迈入“一法三规”时代。此后由于我国信托业的发展突飞猛进，在 2012 年，集合信托业务相比前两年翻倍增长，且集合资金信托在信托行业的占比逐年上升，对整个金融系统的影响也不断增大。自 2014 年起，为实现信托业安全稳定的发展，国家及监管机构不断推出监管严格的信托新法，比如 2014 年 4 月 8 日的《关于信托公司风险监管的指导意见》，相关监管意见都是为了严格控制信托业的系统风险。在 2015 年 4 月，中国银监会代国务院起草了《信托公司条例（征求意见稿）》，被称为最严信托新法，其中规定低评级公司禁做集合信托业务。2015 年 6 月 5 日中国银监会颁布《中国银监会信托公司行政许可事项实施办法》，以征求意见稿的形式打破信托行业的无法规现状，并且从注册资本、分类经营到公司再融资条件、监管标准均给予明确规定。

短期来看，日趋严格的监管条例和监管政策虽然在一定程度上抑制了集合资金信托产品的创新和规模增长速度，但却是目前我国经济增速放缓，去产能、去库存、去杠杆等重大经济结构调整大背景下的需要，也是规范正处于转型风口的信托业的必然要求。从长远来看，目前的监管政策以及未来的监管趋势对于集合资金信托业务是利好的，因为成熟且完善的管理制度有助于信托业稳定规范地发展并为其下一次的突破积蓄力量。信托业度过转型期严厉政策带来的阵痛后，将可能迎来下一个发展高峰。

二、集合资金信托计划整体发展趋势

（一）我国信托业发展历程、现状与趋势

1. 我国信托业的现状

伴随着 2015 年中国宏观经济发展的结构转型，中国信托行业亦迎来高速发展之后的转变期。当前，资产荒背景下资产管理行业竞争不断加剧，利率市场化改革带来资产管理难度进一步提升，经济转型期导致资产管理业务风险不断加大。在多重因素制约下，信托行业发展开始进入调整转型升级的新阶段，但经济新常态会带来资产管理行业新机会，如何把握时机投资具有战略性、符合未来趋势的新行业，这正在成为中国信托行业面临的新挑战。2016 年，中国经济结构性改革进一步深入，新经济和新业态开始逐步显现，但传统经济的改革调整不会一蹴而就，这对信托行业存续项目的风险防控压力带来新的挑战。总的来看，当前信托行业呈现出以下几个特点。

（1）行业增长速度明显放缓。自2007年信托公司重新注册以来，受到社会融资需求旺盛、居民财富管理需求升高等多种有利因素推动，信托业快速发展，资产管理规模急剧膨胀。早在2014年年底，信托业资产管理规模已攀升至13.98万亿元，成为我国第二大金融子行业，但从2016年开始，行业发展速度明显放缓。截至2016年第二季度末，信托全行业管理的信托资产规模为17.29万亿元（平均每家信托公司2541.94亿元），较2016年第一季度的16.58万亿元，季度环比增长4.28%，较2015年第二季度的15.87万亿元，年度同比增长8.95%。这是自2010年以来信托资产同比增速首次跌破两位数增长，步入“个位数”增长时代。实际上，自2013年第二季度开始，信托资产同比增速总体呈下滑趋势，告别了行业发展之初的超高速增长，信托行业需要在增速回归中不断探寻新出路。

2016年第二季度末，信托全行业实现经营收入281.43亿元，同比下降10.40%，实现利润总额199.43亿元，较去年同期水平下降10.39%。进入2016年，营业收入和利润总额增速进入“负增长”，这也充分反映了当前信托行业景气度回落对信托公司经营业绩带来的压力和冲击。

（2）信托项目风险逐步显现。宏观经济增速持续下滑，部分实体企业去杠杆压力增大，煤炭、钢铁等产能过剩行业企业经营困境持续加剧，风险暴露也进一步加快。同时，信托项目前期尽职调查不严格、项目后期管理不到位等内部因素也是项目风险形成的重要因素。中国信托业协会公布的数据显示，截至2016年第二季度末信托行业风险项目有605个，比第一季度末增加78个，规模达到1381.23亿元，比去年同期增长33.58%，较上季度末环比增长24.41%，行业整体的不良率为0.80%。短期内，我国宏观经济下行压力依然较大，外部经营环境形势仍较复杂，信托项目风险防控压力仍较高，风险项目不良率会持续攀升。

（3）市场变化下的结构优化。从信托功能看，过去融资信托一枝独秀的局面已经开始扭转，投资类占比“温和”上升，融资类信托业务的下降和事务管理类的快速增长充分表明信托业务综合功能已经显现并逐渐深化。2016年第二季度事务管理类信托规模为7.47万亿元，占比43.20%，比第一季度提高了1.5个百分点左右；投资类信托规模为5.73万亿元，占比33.13%，与第一季度相比小幅下降；融资类信托规模和占比均有所降低。

（4）信托抓紧实现业务转型。由于大资管时代的来临，面临着券商、基金子公司、私募基金管理公司各方在通道类业务、投资类业务等方面的竞争，在资管机构竞

合关系趋稳的背景下，信托公司开始走差异化经营道路，加快业务转型步伐。首先，信托公司正努力压缩低端的通道业务，并利用自身在风险控制、资产获取方面的优势及信托制度优势深耕主动管理业务，这主要反映在集合资金信托占比的不断提升，信托公司集合资金信托占比已从2013年第一季度的23.99%提升到2016年第二季度的32.59%。其次，信托加大业务转型和创新力度，积极向财富管理、资产管理、私募投行等方向转型，并已经在股权投资、家族财富管理、资产证券化、土地流转、消费信托、海外投资、产业投资基金等领域取得了突破。再次，在转型过程中，信托公司根据自己的资源禀赋、专业优势谋求新的战略调整，开展差异化经营。例如，银行、保险等金融集团控股的信托公司深化综合金融服务，开展家族信托、海外投资等业务；有证券、基金背景的信托公司强化投资管理服务，围绕资本市场、上市公司加大标准化资产投资业务；产业集团控股的信托公司则专注特定产业，发力产融结合、产业投资业务等。最后，为顺应业务转型需要，部分信托公司开展组织结构方面的调整，比如设立直投子公司，提升专业化以专注特定领域的投资业务；设立事业部，参照国际资管机构，充分发挥人才的积极性和专业性。

2. 我国信托业未来发展的趋势

（1）发展方向。经过近两年来的思想激荡和实践摸索，整个信托行业对未来转型的大方向和基本的路径有了一定的共识。具体来看，信托业未来的业务转型主要有四大方向。

一是投资银行业务。一直以来信托公司都有“实业投行”的特质，即围绕客户和项目的投融资需求，主要进行非标准化金融产品创设的私募投行业务。未来信托公司可进一步提升投行业务的专业能力，业务选择要与经济周期特性、国家宏观经济政策相吻合；在产品交易模式上可由债权性产品向股债结合、股权投资等方式转型；在发行方式上，应考虑在相关制度改革的基础上，推动直接债权融资工具、信托产品的公募化发展。

二是资产管理业务。其核心是寻找被低估的优质资产、通过运营提升价值，从而为投资者实现较好回报。信托公司要能够接受多种类型财产的委托，进行跨市场配置，发挥灵活运作多种方式的优势，通过设定差异化的投资策略，构造投资组合，为客户提供专业化的资产管理服务。

三是财富管理业务。财富管理是理财市场的更高发展阶段，其业务出发点区别于理财投资和资产管理，需要从客户的财产管理需求出发，进行个性化的资产配置和管

理。在这一领域，信托公司依托信托制度的隔离优势，需要提供涵盖财富传承、税务筹划、法律咨询、家族治理等高端定制化综合金融服务。

四是专业化受托服务。“一法三规”为信托公司开展以信托制度为支撑的受托管理服务提供了较完备的法律条件。受托人开展专业化的受托服务不以寻求资产增值、主导投资决策为目标，只为委托人提供基础服务，包括交易制度安排、资产或资金保管和集合管理、权益分配、IT 支持等。目前资产证券化、企业年金、证券信托托管业务、消费信托、土地流转信托等都有可能成为专业化受托服务未来重要的发展方向。

（2）转型路径。在确立了行业整体的业务转型方向之后，各个信托公司就需要尽早摒弃旧的业务类型和经营管理思路，逐步形成符合自身禀赋特征与战略方向的发展模式。可以认为，单一信托因其自身特质无法成为信托公司持续发展的主营业务。作为独立的金融子行业，在相应的保障体系和监管体系建立之后，信托公司需着重在业务体系方面构建自身特色，而集合类信托产品可以有效体现信托公司作为资产管理和财富管理机构的本质特征。因此，相应的转型路径可以依据集合类信托产品业务体系加以构建，具体来看，信托公司可以选择的转型路径主要表现为以下三点。

路径一：产品专业化下的资产管理公司或者信托理财公司。目前，信托公司经营模式仍然以产品为中心，依据这种现状信托公司可以加强资产管理能力的提高，从而实现产品服务的专业化转型。具体而言，一是信托公司深化融资类信托项目运作管理方式，信托公司依据自身优势，选择具有发展前景的产业或者行业，实现由单一项目管理向产业链、供应链金融管理过渡，实现事业部项目运作管理，进而达到项目营销管理和风险控制的专业化、精细化。二是信托公司加强主动投资能力的建设，伴随着经济高速增长时期的结束，融资需求将会逐步结束，因而信托公司要实现由融资类信托向投资类信托的逐步过渡，诸如吸引中长期资金成立产业基金，整合产业资源和要素，配合我国经济转型。同时，伴随我国资本市场的完善和繁荣，证券投资信托等业务会有较大发展空间。三是资产证券化也是信托公司产品专业化的一个重要方向，信托制度的破产隔离制度将会发挥更大的作用，也符合我国政府所提出的“盘活存量，优化增量”的政策目的。

路径二：客户专业化下的财富管理机构或者综合金融百货公司。客户专业化转型路径旨在通过细分客户类别，准确清晰定位自身能够较好把握和服务的目标市场客户的过程。客户专业化就需要信托公司建立以客户为中心的经营模式，通过理财经理以

及产品经理等专业化的团队，为客户量身定制满足其财富管理需求的专属方案。我国财富管理需求会越来越广阔，这就需要精准把握客户需求，建立综合性金融产品平台为其配置金融产品和服务，诸如利用信托制度优势帮助富裕人群实现家族财富传承，或者构建离岸信托，实现财富的海内外布局，同时还为客户提供教育咨询、税收筹划等全面的增值服务，丰富客户体验，增强客户忠诚度。沿着客户专业化的路径发展，金融机构将会逐步转变为财富管理机构或者综合金融百货公司。

路径三：产品专业化 + 客户专业化下的私人银行或金融控股公司。目前，美国信托机构的最新发展趋势是产品专业化与客户专业化相结合，由此通过增强自身产品设计和研发能力，达到满足客户各种金融服务需求，实现内部全流程服务，也有利于节约成本。不过，这种产品 + 客户专业的体系建设依然是一个比较新的命题，单个机构自身建立需要耗费较长时间，因而更多金融机构采取兼并或者收购等方式以实现此战略，诸如 Fiduciary Trust 与 Franklin Resources，USTrust 与美洲银行的合并，就成功实现了产品专业化和客户专业化的融合。沿着产品专业化和客户专业化路径发展，信托公司就将转变为私人银行或者金融控股公司。

上述三种转型路径并不是孤立的，或者完全的顺承关系，只不过从我国信托公司发展现状而言，顺次实现产品专业化、客户专业化以及产品和服务专业化，更符合行业发展一般规律。在此转型路径下，各个信托公司选择自身资源优势、专业优势都较为突出的领域，寻求发展空间，实现差异化发展模式。信托公司的行业分化已成为趋势，如何在股东背景、资源优势、业务创新、团队建设、战略安排等方面抢占先机，将成为决定信托公司未来发展状态的重要因素。

2016 年末，中国信托登记有限责任公司成立，这有助于确保设立的信托计划财产独立性，防止第三人侵犯信托受益人利益；此外，在后续发展中，登记制度的逐步完善有助于信托受益权的流通转让，提升信托产品流动性，为未来信托业可持续发展奠定了坚实基础。

当前，信托行业对“八类业务”划分思路已形成共识。未来，业务创新和转型发展仍是大趋势，尤其伴随经济社会体制改革过程中可能孕育的新业务需求更是值得期待，从而推动信托公司转型发展进入更深层次。传统信托如债权信托、股权信托、同业信托等需要延续发展并升级换代；资产证券化、财产信托、公益信托等需要进一步协同发展；同时，基于业务发展的创新管理工具和模式也会有所显现，这需要信托公司基于自身特色，选择符合自身定位的业务组合，所有这些都将会进一步丰富转型

发展的内涵。

（二）集合资金信托产品发展历程、现状与趋势

进入21世纪以来，“一法两规”（《信托法》、《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司集合资金信托暂行办法》）相继颁布和实施，尽管单一类资金信托仍然占据绝对优势，但集合资金信托规模和占比逐年上升，信托公司以此为主要业务步入了规范运行的轨道。在短短五年中，信托公司成功发行了上万个集合资金信托品种，包括基础设施建设、房地产开发、信贷资产转让等众多领域，取得了令人鼓舞的成绩。在全行业积极布局集合资金信托、大力发展以集合资金信托为主业的信托业务的同时，现有的市场环境以及配套的法律法规的不完善，集合资金信托产品设计单一，高素质人才极度匮乏等问题仍然制约着集合资金信托产品的发行。整体而言，集合资金信托产品现状以及发展面临的阻碍有以下几方面。

1. 集合资金信托产品的发展优势

（1）信托公司主动管理地位提升。信托行业在历经多次整顿后，行业发展的目标和思路逐渐明确。作为金融改革的工具和融资通道，信托公司近年来积极拓展业务边际，推陈出新，成为我国金融体系中的重要组成部分。如今，信托行业摒弃传统的通道业务，主动寻求转型升级，以投资银行、资产管理、财富管理为未来的发展方向。与此同时，由于中国投资者较为传统的财产观念，以及财产权信托的建立和发展相对滞后，资金信托中尤以集合资金信托更能体现信托公司的主动管理能力。

（2）集合资金信托业务基本具备成为主流业务的条件。在整个大资管行业百花齐放的今天，信托行业的创新步伐也大大加快，而集合资金信托业务以其资金量大、结构设计规范、预期收益高、信息披露相对透明等特点越来越受到投资者的青睐。目前，集合资金信托业务已经基本具备成为信托业主流业务的条件。

第一，高净值人群催生理财需求。在现代金融机构中，银行、信托、证券、保险共同构成金融业的四大支柱，而我国居民的个人财产过多集中于银行存款已是不争的事实。随着利率市场化进程和金融改革的加快，储蓄存款的回报率已出现“负利率”，即名义利率无法弥补通胀的情况。因此，迫切需要开办此类集合资金信托业务来满足日益催生的资产管理需求。单一类资金信托投资者大多为机构投资者，借鉴美国、英国、日本等发达地区的信托业务发展经验，以个人投资者驱动的集合资金信托业务势必会成为信托业务的主流业务。

第二，集合资金信托业务呈现多元化格局。信托产品投资领域较广泛，包括但不

限于基础设施、房地产、证券投资等领域，并且能够获取较高的收益率。集合资金信托业务由于汇集众多投资者的资金，相比单一类资金信托业务，操作上具备更高的灵活性和便利性，期限设计上也可以视投资者的期限需求而定，甚至具备开放式理财产品的属性，风险更加分散，产品更具备竞争优势。

第三，集合资金信托业务信息披露更加透明。相比单一类资金信托计划，集合资金信托业务在产品发行、成立、运行期间以及结束清算均有较为及时的公开公告，能够减少信息不对称性。对于个人投资者而言，这就为及时了解和掌握资金的运行状况提供了便利。

2. 集合资金信托产品的发展阻力

（1）配套设施不完善。与股票、债券等投资品种相比，集合资金信托产品诞生的时间并不长，市场主体并不十分清晰，流通渠道也没完全形成，配套环节相对落后，有些环节如产品公示流通、收益纳税等尚不成熟甚至存在缺失和空白，因此，其市场运行体系还不够健全。从产品属性看，信托公司的主动管理类集合资金信托计划实质上与私募债券、高收益债券已十分相似，欠缺的是标准化程度和信托份额转让机制，而中国信托登记有限责任公司于 2016 年 12 月 26 日正式挂牌成立，经营范围包括信托产品、受益权信息及其变动情况登记等，将有助于解决信托产品交易流转的市场需求。集合资金信托计划实现标准化与可交易，将有利于改善我国单薄的债权类产品市场的产品结构，同时更有利于化解当前信托公司的“刚性兑付”困局。

（2）单一设计缺乏突破性创新。目前的集合资金信托产品资金运作方式主要为贷款，股权投资较少。贷款类信托产品就投融资功能而言，与银行贷款没有本质差异，都属于债权融资，而且在项目筛选和风险控制上与银行相比也没有更多优势，实际上成了“受人之托，代人融资”。即使在仅有的股权投资项目中，信托公司基本上不参与目标公司的具体经营管理，采取的各种控制措施也主要是为了防范资金风险，结束方式主要依靠第三方购回股权，属于变相的债权融资。此外，集合资金信托期限类型以单一类型为主，多期限类型和开放式类型的产品极度缺乏，不具有竞争力，难以做到规模化持续运作。

（3）专业人才制约持续性发展。作为专业管理型资本，集合资金信托产品一定程度上体现了信托公司主动管理能力的强弱，这对产品开发和管理者提出了较高的要求。我国信托行业在历经数次整顿后，人才流失情况较为严重，2015 年信托公司离职率更是创出新高，多家遭遇人才流失的信托公司业绩出现了不同程度的下滑。集合

资金信托转型尤其是在股权投资领域的深耕离不开专业团队的长期的经营管理。

（三）各信托公司集合资金信托产品发行监测与统计

1. 信托公司集合资金信托规模“马太效应”加剧

表 1　　信托公司集合资金信托分析　　单位：亿元，%

集合资金信托	2014 年	2015 年
最大值	3710. 34	3886. 97
均值	633. 83	791. 51
中位数	385. 72	475. 37
偏离	248. 12	316. 15
最小值	29. 13	5. 41
个体差异	3681. 21	3881. 56
标准差	695. 32	877. 15
离散系数	109. 70	110. 82
CR4	25. 02	25. 53
CR8	40. 91	42. 32

数据来源：68 家信托公司年报。

（1）个体差异持续扩大。行业集合资金信托最大值从 2014 年的 3710. 34 亿元上升到 3886. 97 亿元，而最小值却从 29. 13 亿元下降到了 5. 41 亿元。行业集合资金信托的标准差从 2014 年的 695. 32 亿元扩大到了 2015 年的 877. 15 亿元；离散系数在 2014 年为 109. 70%，至 2015 年上升到了 110. 82%，可以看出目前集合资金信托业务竞争格局的分化程度在持续提升。

从行业集合资金信托均值与中位数差距来看，信托公司平均集合资金信托规模从 2014 年的 633. 83 亿元上升到了 2015 年的 791. 51 亿元；而行业集合资金信托中位数从 385. 72 亿元上升到 475. 37 亿元，均值与中位数的差异从 2014 年的 248. 12 亿元上升到了 316. 15 亿元，均值与中位数的差距扩大了 27. 42%。这说明了信托公司集合资金信托虽然普遍增长，但原有集合信托规模较大的公司相对增速较快。

（2）行业集中度有所上升。从行业集中度来看，2014 年，行业集合资金信托 CR4 水平已经达到了 25. 02%，2015 年进一步提升到 25. 53%，意味着行业集合资金信托最多的四家公司持续占据行业总集合资金信托规模的四分之一。而行业集合资金信托 CR8 从 2014 年的 40. 91% 上升到 2015 年的 42. 32%，说明了信托业的集合资金信托集中度非常高，排名前列的公司其增长仍旧比较稳健，竞争优势明显。

2. 集合类新增规模 TOP10 相对稳定

从信托全行业发行集合资金信托产品的历史情况来看，各家信托公司新增集合类

绝对规模逐年增加，行业集中度也有所上升。2014 年，68 家信托公司新发行的集合资金信托产品规模达到 2. 30 万亿元，CR10 为 46. 04%；2015 年，新增集合类规模达到 3. 21 万亿元，CR10 高达 47. 21%。在发行规模靠前的信托公司中，包括华能信托、上海信托等在内的多家公司一直占据前十的位置。

表 2　　信托公司 2014 年、2015 年集合信托发行规模前十名　　单位：万元

信托公司	2014 年新增集合类	信托公司	2015 年新增集合类
华能信托	16791144. 48	华能信托	38039893. 18
中融信托	12885302. 84	上海信托	18105673. 62
平安信托	11914890. 03	五矿信托	17931030. 86
上海信托	11854159. 54	外贸信托	15164467. 09
中海信托	10958854. 53	四川信托	15015475. 84
外贸信托	8982353. 77	兴业信托	10548722. 00
四川信托	8542241. 58	平安信托	10438179. 24
兴业信托	8381872. 00	中信信托	8813387. 79
中信信托	8015571. 56	中海信托	8715983. 83
五矿信托	7622571. 38	厦门信托	8585843. 00

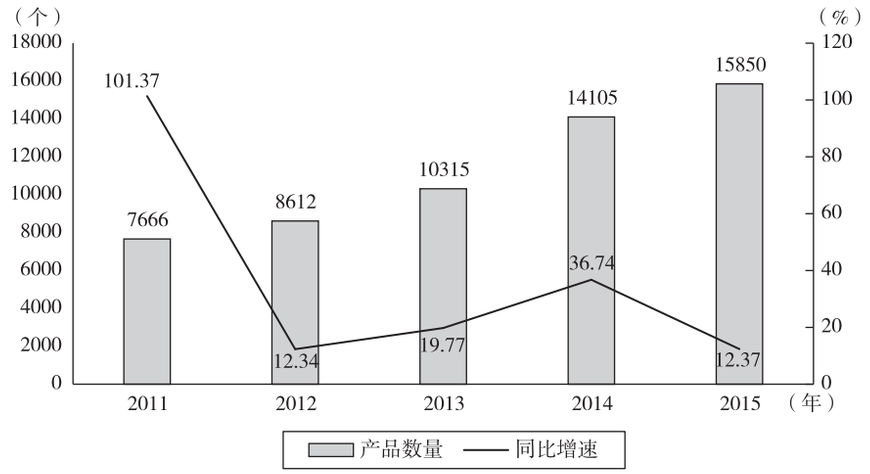
数据来源：68 家信托公司年报。

三、集合资金信托产品规模发展趋势

（一）集合资金信托产品规模

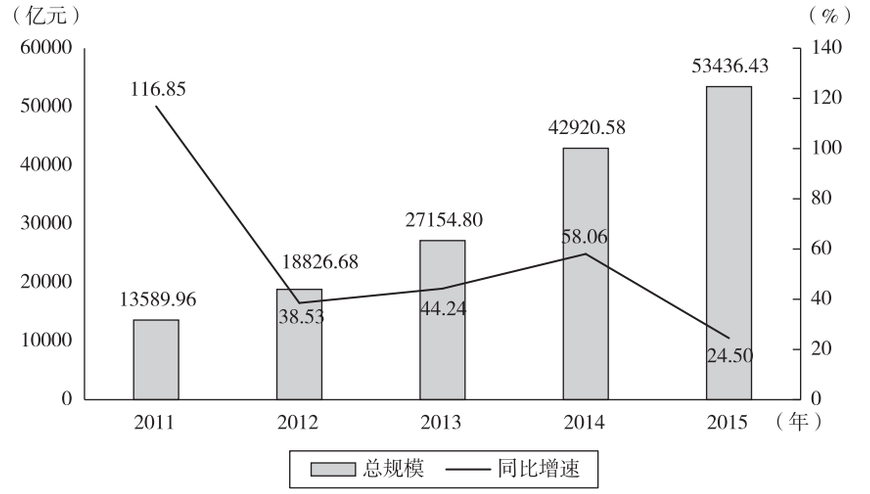
集合信托产品存量规模持续增长，但增速放缓。截至 2015 年末，全行业管理集合资金信托产品 15850 个，总体规模为 5. 34 万亿元，存量规模较 2014 年增长 24. 50%，同比增速较 2014 年有所下降，在信托全行业面临增速回归、转型升级的大背景下，集合资金信托取得如此增速实属不易。从存续规模看，截至 2015 年末集合类信托产品在信托资产中的占比为 32. 78%，较上年末增加 2 个百分点，呈现出良好的发展势头。

2016 年，集合资金信托规模延续增长态势。截至 2016 年第二季度，其存续规模达到 5. 63 万亿元，占比 32. 59%，较 2015 年略有下降；与 2015 年第二季度相比，集合资金信托规模同比增速仅有 0. 38%，低于同期全行业信托资产规模的增速，这可能与财产权信托增长的溢出效应有关。



数据来源：中国信托业协会。

图 1　集合资金信托产品数量及其同比增速



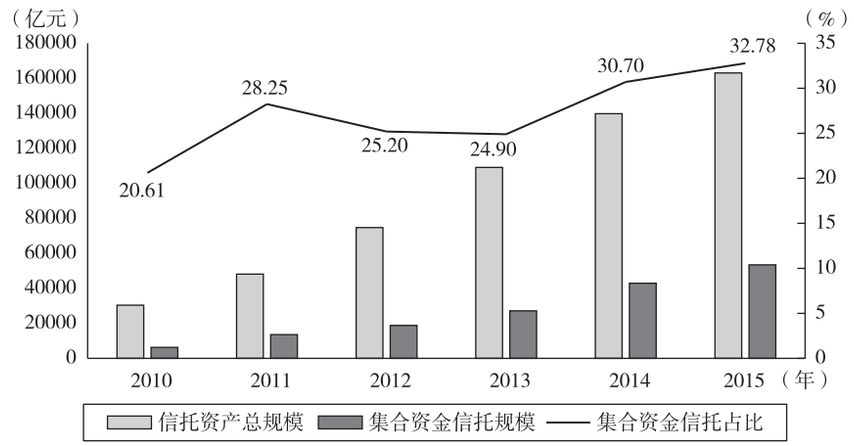
数据来源：中国信托业协会。

图 2　集合资金信托总规模及其同比增速

（二）集合资金信托与全行业信托规模的对比

从绝对规模来看，集合资金信托产品逐年增长，其占信托资产总规模的比例呈现增长—下降—再增长的趋势。2012 年，集合资金信托占比从 2011 年的 28. 25% 小幅下跌 3 个百分点至 25. 20% 的水平，这可能与 2011 年资管行业热火朝天的银信合作业务有关。但自 2013 年以来，一是集合资金信托自身规模的扩大，二是由于券商、基金子公司的通道类业务抢占了银信业务的不少份额，在二者的共同作用下，集合资金

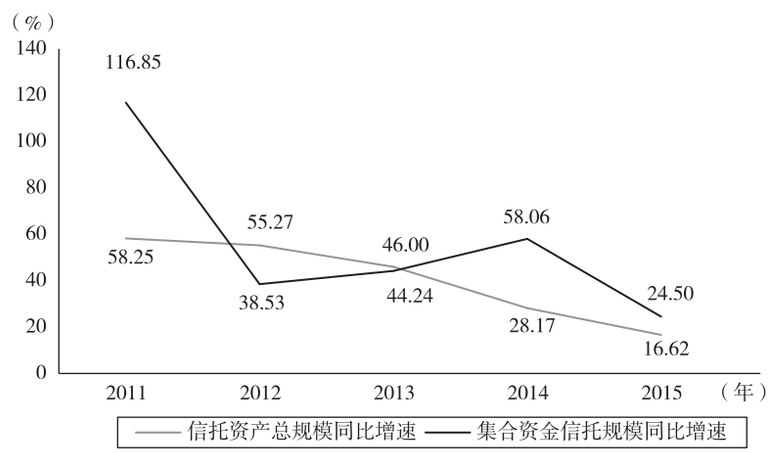
信托规模的占比不断上升，截至2015年末，集合资金信托规模达到5.34万亿元，其占信托总规模的比例为32.78%。



数据来源：中国信托业协会。

图3　信托资产规模和集合资金信托规模及其占比

与信托资产总规模相对单调的增速放缓趋势形成鲜明对比的是，集合资金信托规模同比增速波动较剧烈。行业发展之初，信托总规模经历了近乎“疯狂”的高增长，受到全行业信托总规模的增长驱动以及各信托公司主动管理能力的不断提升，集合资金信托规模增速也进入“火箭式”增长。2011年，集合资金信托同比增速突破三位数达到116.85%，近乎同期信托规模增速的两倍，这可能与2010年中国银监会重拳出击规范银信合作业务有关；2011—2014年，信托总规模平均增速为40.89%，集合



数据来源：中国信托业协会。

图4　信托资产和集合资金信托同比增速

资金信托平均增速高达56.44%；进入2015年后，受制于整体经济的滑落，全行业进入明显的增速回归周期，信托总规模增速首次低于20%，集合资金信托增速也进入“平稳增长”的新时期，2015年，集合资金信托规模同比增长24.50%。

（三）集合资金信托产品规模发展趋势

随着信托业务向非信托金融机构的开放以及财税〔2016〕140号对于信托通道业务增值税纳税的新政，在未来几年内，信托公司的通道业务会不断缩小甚至趋于消失，未来我国的信托形式会与国际市场逐步接轨。在此期间，私募投行业务仍然有很大的发展和创新空间，信托公司管理资金、寻找优质资产投资将成为信托公司收入的主要来源。

我国资本市场兴起于20世纪80年代，在经历了多年发展后，形成了今天股票以交易所市场为主，债券以银行间市场为主的资本市场格局。然而，股票市场的剧烈动荡未能给广大投资者带来“赚钱效应”，而债券市场准入门槛较高，只有机构投资者才可以参与，投资者只能被动地通过机构进行固定收益类投资，这使得投资者的多元化管理需求受到抑制。信托产品在收益方面远高于银行存款，同时其收益的波动风险低于股票。集合资金信托产品作为信托产品中主动管理能力的体现，为投资者保值增值、提高财产收入提供了一条有效的投资渠道。

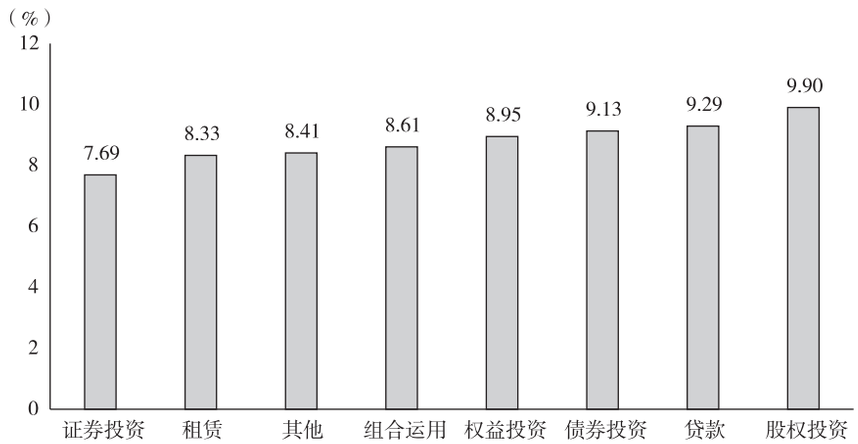
展望未来，随着我国金融市场和投资者结构的不断优化，直接融资比例以及个人投资者占比将会进一步上升。集合资金信托业务作为信托行业的主流业务，其产品规模也将继续增长，其占资金信托的比重将会持续上升，未来五年内集合资金信托产品存续规模仍将以高于信托资产总规模的增速增长，预计其平均增速仍将维持在10%以上甚至达到15%。

四、集合资金信托产品收益率发展趋势

（一）集合资金信托产品收益率历年走势与变化

经过多年发展，近年来信托行业步入转型调整阶段，信托行业主要业务发生了较大的结构性变化：单一资金信托产品规模增速逐步回归正常，在信托财产中占比下降明显；财产信托规模开始稳步提高，但受制于信托财产过户制度、信托税收制度等因素制约，目前业务发展空间受限，在总体信托财产中的占比仍然较低，但随着信托登记公司的成立，该类业务有望迎来爆发式增长；与此同时，集合资金信托

产品数量和规模均保持增长势头，且在信托财产总额中所占比例有明显上升。信托业务的结构性调整带来信托产品收益率的趋势性变化；伴随着集合资金信托产品的快速发展，集合资金信托产品的收益率也发生着较为明显的变化。为便于比较，本报告将基于集合资金信托产品的资金运用方式和资金运用领域分别查看其收益率的变化。首先看集合资金信托产品的资金运用方式的整体平均收益率，具体结果见图5。



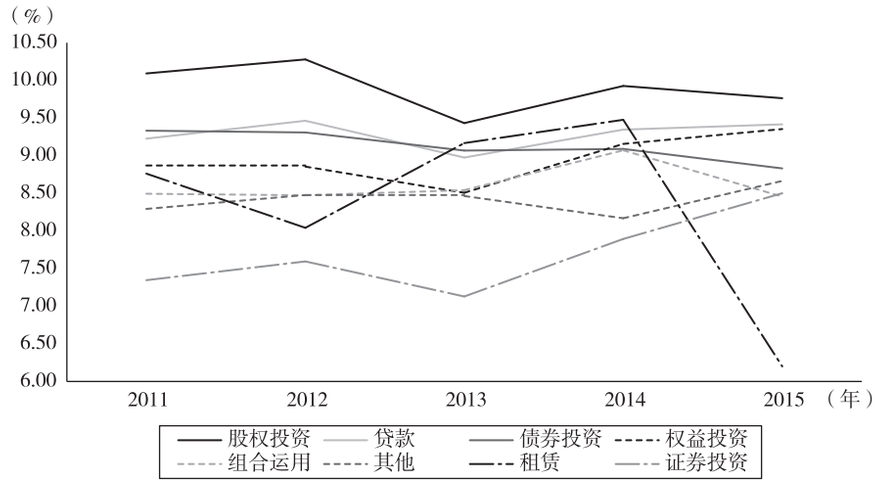
注：每一类别的收益率均为年平均收益率，数据区间为2011—2015年。

数据来源：普益标准信托产品数据库。

图5　按资金运用方式的集合资金信托产品整体平均收益率

参考信托业协会统计口径和行业分析惯例，按照集合资金信托产品的资金运用方式，可以把集合资金信托产品分为证券投资、租赁、组合运用、权益投资、债券投资、贷款、股权投资以及其他类别等。图5表明，2011—2015年，综合来看股权投资的年平均收益率最高，达到9.90%，而证券投资的年平均收益率最低，只有7.69%；其余类别的年平均收益率按由小到大排列分别是租赁、其他、组合运用、权益投资、债券投资以及贷款等。以上是关于各类别的整体年平均收益率情况，无法查看每一类别的年变化趋势，为此，接下来将综合按照集合资金信托产品的资金运用方式类别，分别查看每一类别的年收益率变化趋势情况，结果见图6。

由图5可知，按照集合资金信托产品的资金运用方式类别划分，股权投资的整体平均收益率在所有类别的收益率中排名最高；由图6可以发现，股权投资的收益率不仅整体最高。而且在每一时间区间上也是最高。这表明，相对于其他类别的收益率情况，在2011—2015年，股权投资不仅能够获取最高回报，而且变化幅度较低，表明



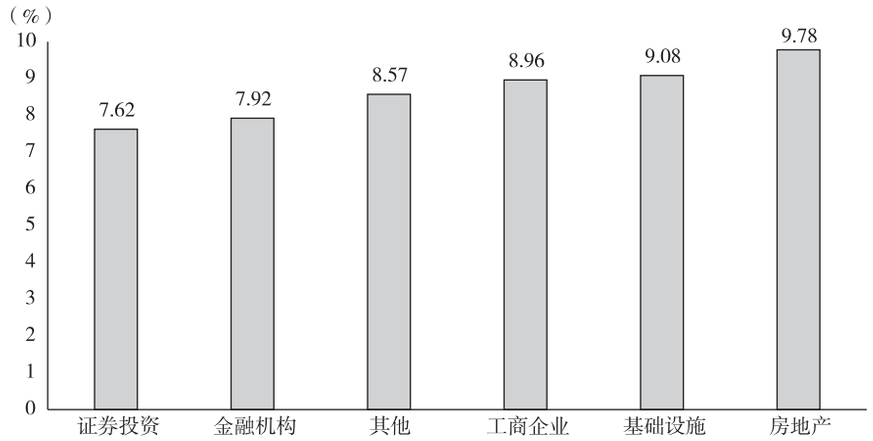
数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 6　按资金运用方式的集合资金信托产品各类别年平均收益率变化

其风险整体可控。图 5 表明在所有类别中证券投资的综合年平均收益率最低，而由图 6 可知，在 2013 年，由于中国股市表现不佳，集合资金信托产品投资证券所能获得的收益较低，但伴随着中国股市牛市行情的到来，投资证券资本市场能够获得非常高的收益。在 2013 年，证券投资的年平均收益只有 7. 13%，达到最低。此后快速提高，2014 年和 2015 年的年平均收益分别为 7. 89% 和 8. 50%，是所有类别中唯一实现快速增长的。另外，可以发现租赁的投资收益在 2014 年达到最高的 9. 48% 之后，2015 年快速下跌，年平均收益率只有 6. 20%，下跌幅度高达 35%，这表明在 2015 年租赁业务的发展遇到了较大的困难。因此，对于新发行的集合资金信托产品，需要慎重考虑租赁业务。

以上是按照集合资金信托产品的资金运用方式类别，从整体和个体两个维度查看其收益率的变化趋势，接下来本报告将按照集合资金信托产品的资金运用领域进行划分，分别查看不同领域的整体收益率排名情况以及每一领域的年收益率变化趋势。首先按照集合资金信托产品的资金运用领域划分，查看不同领域的整体收益率排名情况，结果见图 7。

根据信托业协会统计口径，按照集合资金信托产品的资金运用领域，可以把集合资金信托产品分为证券投资、金融机构、工商企业、基础设施、房地产以及其他类别。图 7 表明，2011—2015 年，综合来看房地产的年平均收益率最高，达到 9. 78%，而证券投资的年平均收益率最低，只有 7. 62%（数据不一致源于统计口径不一致，这里的证券投资是按照集合资金信托产品的资金运用领域进行归总）；其余类别的年

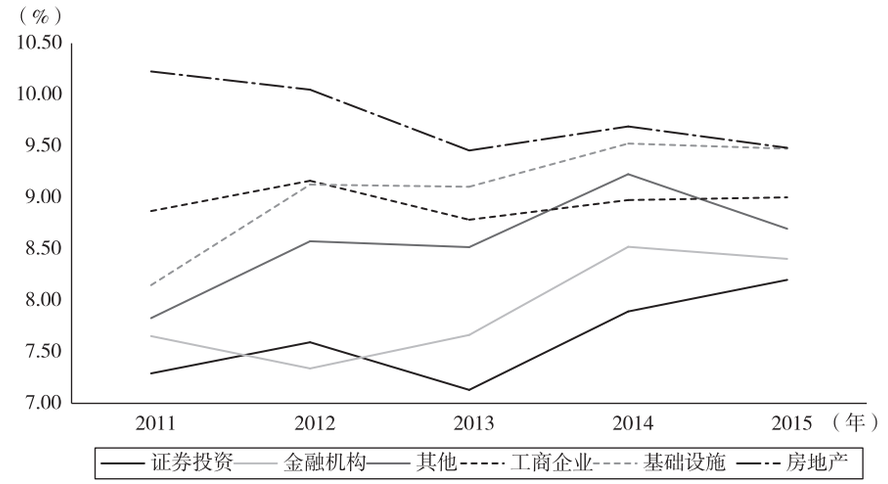


注：每一类别的收益率均为年平均收益率，数据区间为 2011 ~ 2015 年。

数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 7　按资金运用领域的集合资金信托产品整体平均收益率

平均收益率按由小到大排列分别是金融机构、其他、工商企业以及基础设施等。以上是关于各类别的整体年平均收益率情况，无法查看每一类别的年变化趋势，为此，接下来将综合按照集合资金信托产品的资金运用领域进行划分，分别查看每一类别的年收益率变化趋势情况，结果见图 8。



数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 8　按资金运用领域的集合资金信托产品各类别年平均收益率变化

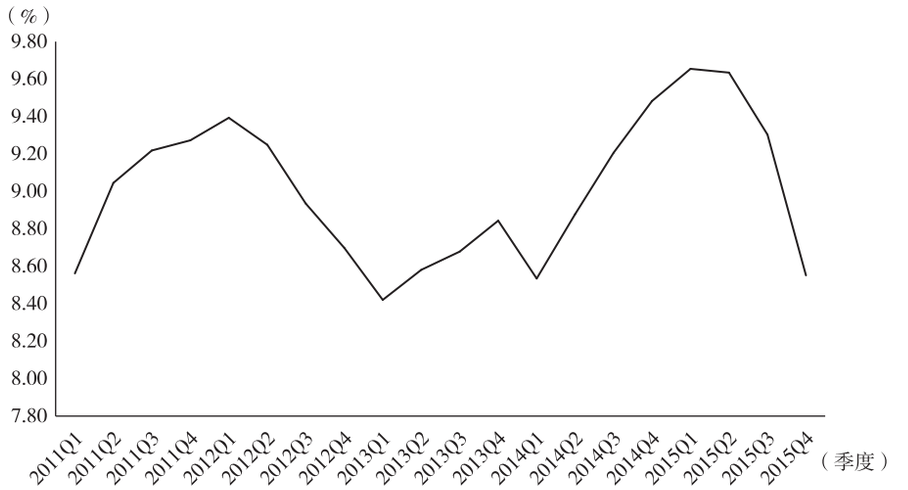
图 7 表明，按照集合资金信托产品的资金运用领域进行划分，房地产的整体平均收益率在所有类别的收益率中排名最高。图 8 表明，房地产的投资收益率不仅整体最高，而且在每一时间区间上也是最高，但近年来有向下走的趋势，2015 年的年平均

收益率与基础设施的年平均收益率相同。图7表明在所有类别中证券投资的综合年平均收益率最低，但由图8可知，在2013年之前，由于中国股市表现不佳，集合资金信托产品投资证券所能获得的收益较低，但伴随着中国股市牛市行情的到来，投资证券资本市场能够获得非常高的收益。这一结果与按照集合资金信托产品的资金运用方式划分的结果具有一致性。另外可以发现，在2011—2015年，按照集合资金信托产品的资金运用领域进行划分，在所有的资金运用领域中，唯有基础设施的投资回报率一直趋于上升。这表明，相对于其他投资领域，过去的5年时间内，只有投资基础设施才能够获得稳定的高回报。

基于以上分析和判断，我们认为就集合资金信托产品的资金运用领域而言，未来基础设施以及证券投资的发展会比较快，而房地产等行业的发展未来有向下走的趋势，对其投资应当有所慎重。

（二）集合资金信托产品整体收益率变化趋势

以上是按照集合资金信托产品的资金运用方式和资金运用领域分别查看不同类别的整体投资收益率和各类别的投资收益率情况，接下来本报告将基于季度数据，查看集合资金信托产品的整体收益率变化趋势，具体结果见图9。



数据来源：普益标准信托产品数据库。

图9　集合资金信托产品整体收益率变化趋势

由图9可以发现，集合资金信托产品整体收益率经历了三次大的调整和变化。自2011年第一季度开始，集合资金信托产品整体收益率开始趋势上升，在2012年第一季度达到最高的9.39%之后趋于下降，在2013年第一季度达到最低的8.42%，这是

第一个大的调整阶段。此后，集合资金信托产品整体收益率开始经历第二阶段的调整，从2013年第一季度至2014年第一季度，集合资金信托产品整体收益率的变化幅度低于1个百分点。第三个调整阶段从2014年第一季度开始，并持续到2015年第四季度，在这一时间区间内，集合资金信托产品整体收益率先是趋于快速上升，此后又趋于快速下降。

总体而言，从2011年第一季度开始至2015年第四季度结束，就集合资金信托产品整体收益率来说，整体收益率的最小值发生在2013年第一季度，只有8.42%；整体收益率的最大值发生在2015年第一季度，达到9.65%，在此区间的整体平均收益率高达9.01%。因此，相对于其他理财产品，如银行存款、封闭式银行理财产品而言，未来信托产品尤其是集合资金信托产品依然具有较高的投资回报率，信托依然是很好的投资理财方式。

（三）集合资金信托产品收益率发展趋势

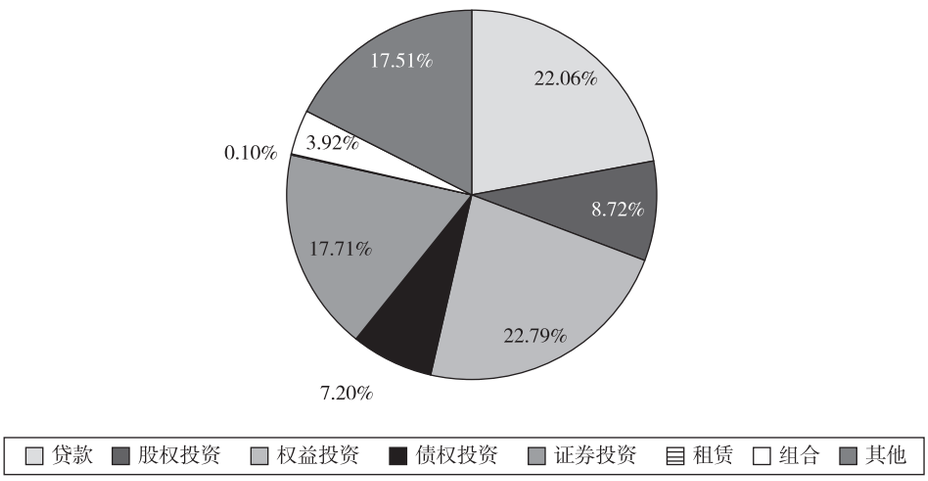
经由以上分析可以发现，首先，信托产品尤其是集合资金信托产品，其整体平均收益率相较于其他理财产品而言具有较高的投资回报率，依然是不错的投资理财方式和投资选择。其次，按照集合资金信托产品的资金运用方式和资金运用领域进行划分，得到的结果能进一步展示集合资金信托产品的未来收益情况。

按照集合资金信托产品的资金运用方式划分，经比较分析发现，股权投资不仅在所有类别中的整体收益率最高，而且在每一时间区间上也是最高，因此可以预期集合资金信托产品投资股权未来依然能够创造较高的收益。当前，中国经济正处于结构转型时期，经济运行依然保持在合理区间，结构性改革依然稳步推进。新常态会孕育新机会，如何抓住新经济的可能爆发点，投资具有战略性、符合未来趋势的新行业考验着信托行业的主动管理能力。而按照集合资金信托产品的资金运用领域进行划分，虽然房地产行业的整体平均收益率较高，但现如今房地产行业不仅面临分化趋势，而且其发展显现出较大的泡沫化趋势，因而对其投资需要慎重考虑。不过在中国经济转型时期，特别是考虑到中国民间投资增速下滑以及PPP项目加速落地之际，集合资金信托产品投资基础设施行业在未来的一段时期内依然可以预期获得较高的投资回报。另外，基于历史数据对比可以发现，基础设施行业的投资回报率在过去5年时间内一直处于上升趋势，结合未来中国主推的PPP项目和基础设施改造计划，可以预期在基础设施层面，集合资金信托产品依然可以获得较高的投资收益率。

五、集合资金信托产品设计发展趋势

（一）集合资金信托产品资金运用方式发展趋势

根据相应统计可以发现，集合资金信托产品的资金运用方式呈现灵活多样的特征，其中权益投资、贷款、证券投资、股权投资为主要的资金运用方式，具体结果见图 10。



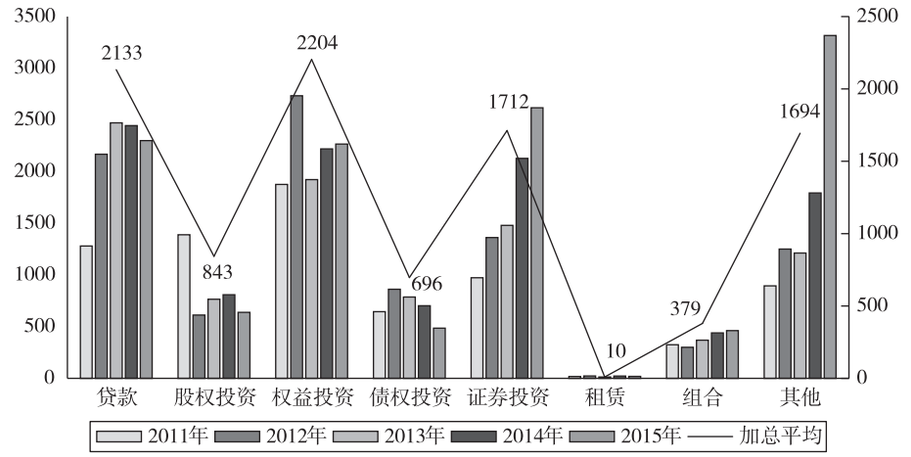
注：每一类别的规模占比为年平均规模占比，数据区间为 2011—2015 年，数据存在四舍五入。

数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 10　集合资金信托产品资金运用方式结构

图 10 表明，在 2011—2015 年，在存续的集合资金信托产品中，权益投资的规模占比最大，达到 22. 79%，贷款类运用规模占比排名第二，达到 22. 06%，此后是证券投资类，规模占比为 17. 71%，股权投资占比为 8. 72%，债权投资占比为 7. 20%，而租赁和组合投资占比合计为 4. 02%。总体而言，在 2011—2015 年，权益投资、贷款以及证券投资规模较大，其他投资方式规模较小。按照集合资金信托产品资金运用方式的总体情况，接下来本报告将具体查看每一类别规模的时间趋势变化，结果见图 11。

图 11 表明，在 2011—2015 年，权益投资、贷款以及证券投资的平均规模分别为 2204 亿元、2133 亿元、1712 亿元；其中，相比于权益投资和贷款，证券投资规模保持了稳步增长的态势。此外，股权投资、债权投资、组合运用以及租赁的平均规模都较小，且规模变化幅度较大。



资料来源：普益标准信托产品数据库。

图 11　集合资金信托产品资金运用方式结构变化趋势

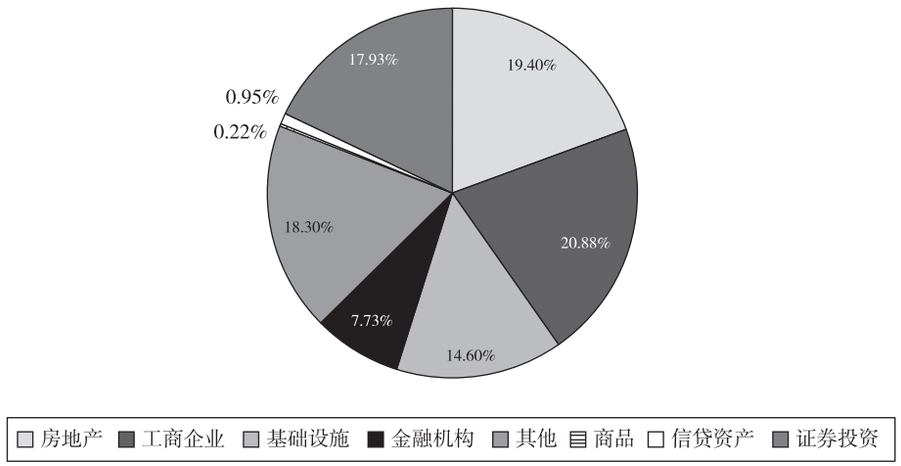
综合来看，按照资金运用方式可以发现集合资金信托产品中，证券投资规模和占比未来发展将会越来越大；与此同时，权益类投资规模和占比未来也会出现较快的增长，而贷款类规模和占比将会萎缩。因此，就集合资金信托产品的资金运用方式而言，未来可着重考虑证券投资、权益投资等。与此同时，贷款类投资未来会进一步走低，因此需适当降低其投资比重。

（二）集合资金信托产品资金运用领域发展趋势

根据相应统计可以发现，集合资金信托产品的资金运用领域也呈现灵活多样的特征，其中工商企业、房地产、证券投资、基础设施等是集合资金信托产品的主要运用领域，具体结果见图 12。

图 12 表明，在 2011 ~2015 年，在存续的集合资金信托产品中，工商企业的投资规模占比最大，达到 20. 88%，房地产规模占比排名第二，达到 19. 40%，此后是证券投资类，规模占比为 17. 93%，基础设施类占比 14. 60%，金融机构占比为 7. 73%，信贷资产和商品合计占比为 1. 17%。总体而言，在 2011—2015 年，工商企业、房地产、证券投资、基础设施等规模较大，其他投资方式规模都较小。按照集合资金信托产品资金运用领域的总体情况，接下来本报告将查看每一类别规模的时间趋势变化，结果见图 13。

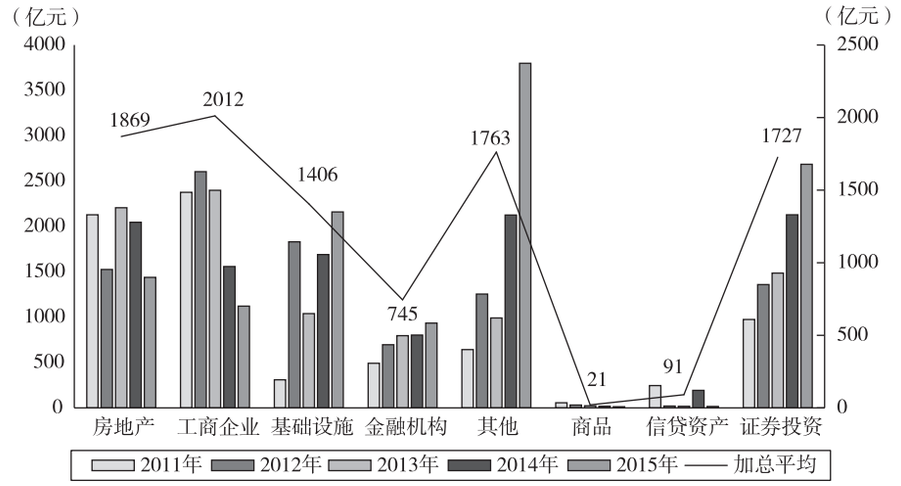
图 13 表明，在 2011—2015 年，工商企业、房地产、证券投资、基础设施的平均规模分别为 2012 亿元、1869 亿元、1727 亿元、1406 亿元，但各类别变化趋势大。其



注：每一类别的规模占比为年平均规模占比，数据区间为2011—2015年，数据存在四舍五入。

数据来源：普益标准信托产品数据库。

图12　集合资金信托产品资金运用领域结构



数据来源：普益标准信托产品数据库。

图13　集合资金信托产品资金运用领域结构变化趋势

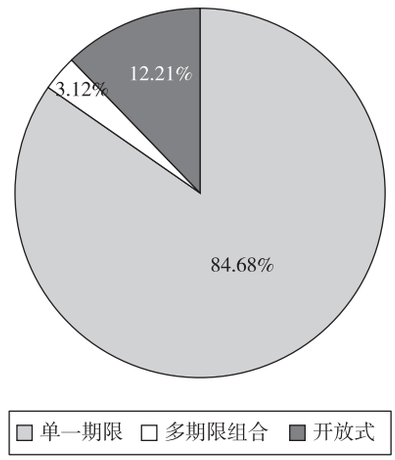
中，房地产与工商企业规模和占比呈现逐年降低的情形，而证券投资与基础设施规模和占比呈现逐年提升的趋势。此外，金融机构、信贷资产和商品的平均规模都较小，且规模变化幅度较小。

综合来看，按照资金运用领域可以发现集合资金信托产品中，证券投资的规模和占比未来发展将呈现越来越大的趋势，而房地产与工商企业的规模和占比未来可能会进一步萎缩。因此，未来可加大对证券投资的规模，并适当降低房地产和工商企业的

投资比重。

（三）集合资金信托产品期限类型发展趋势

就期限类型而言，可以把集合资金信托产品的期限类型分为单一期限、多期限组合以及开放式。为探究集合资金信托产品期限类型的发展趋势，本报告先给出了不同期限类型整体数量占比，具体结果见图 14。



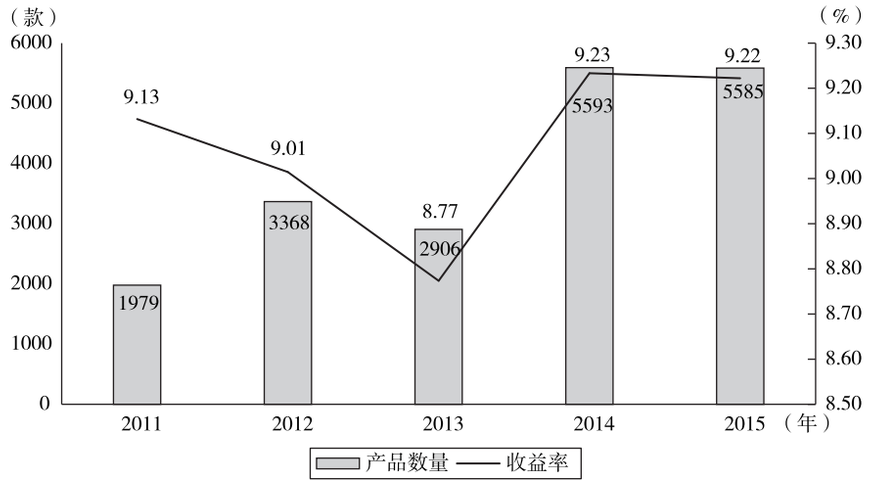
注：每一期限类型的数量占比为年平均数量占比，数据区间为 2011—2015 年，数据存在四舍五入。

数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 14　集合资金信托产品不同期限类型数量平均占比

由图 14 可知，在集合资金信托产品三种期限类型中，单一期限数量占比最大，高达 84. 68%，而开放式产品和多期限组合数量占比分别为 12. 21% 和 3. 12%。其中，单一期限集合资金信托产品数量占据绝对规模份额，开放式集合资金信托产品数量占比规模其次，最后是多期限组合集合资金信托产品，其数量规模占比最低。这是整体情形，接下来本报告将基于每一类型分别查看其数量和收益率的时间变化趋势。首先比较分析单一期限集合资金信托产品，具体结果见图 15。

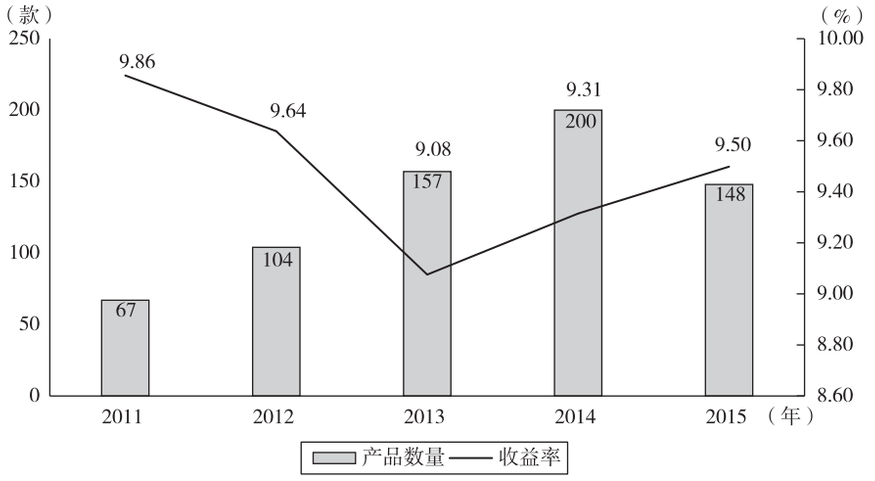
图 15 表明，单一期限集合资金信托产品在 2013 年发行数量还比较少，但 2014 年和 2015 年发行数据急剧增加，由 2013 年的 2906 款增长至 2014 年的 5593 款，增长幅度高达 92. 46%。这说明在 2014 年，就单一期限集合资金信托产品而言，其发展非常快，也契合了集合资金信托产品规模的快速增长。此外，从单一期限集合资金信托产品的平均收益率来看，在 2013 年，其平均收益率达到最低，只有 8. 77%，此后其收益率快速增长，2014 年和 2015 年分别达到 9. 23% 和 9. 22%。



数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 15　单一期限集合资金信托产品数量和收益率变化趋势

多期限组合集合资金信托产品的数量和收益率时间变化趋势的结果见图 16。

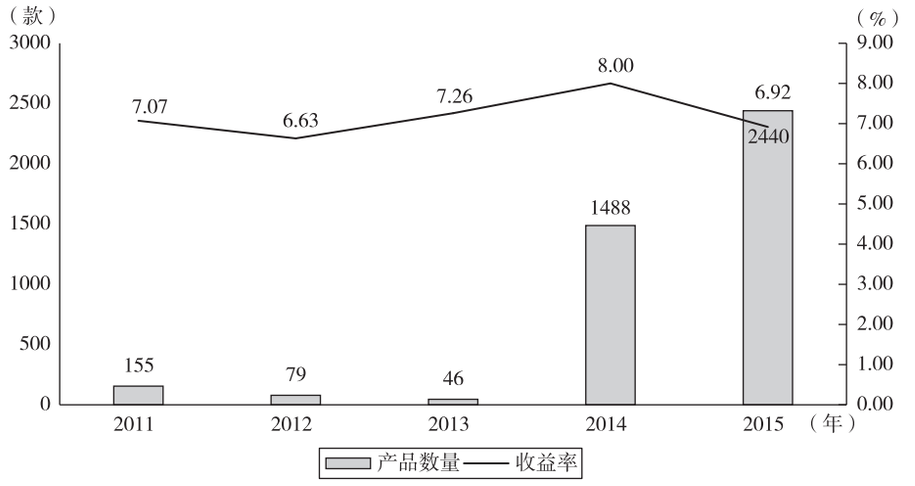


数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 16　多期限组合集合资金信托产品数量和收益率变化趋势

图 16 表明，多期限组合集合资金信托产品的发行数量呈现出先上升后下降的趋势，由 2011 年的 67 款发展至 2014 年的 200 款，但此后趋于下降，2015 年只发行 148 款。与此同时，多期限组合集合资金信托产品的平均收益率呈现先下降后上升的趋势，由 2011 年的 9. 86% 降至 2013 年的 9. 08%，此后趋于上升，2015 年其平均收益率达到 9. 5%。

开放式集合资金信托产品的数量和收益率时间变化趋势的结果见图 17。



数据来源：普益标准信托产品数据库。

图 17　开放式集合资金信托产品数量和收益率变化趋势

图 17 表明，开放式集合资金信托产品的发行数量呈现出先下降后上升的趋势，由 2011 年的 155 款降至 2013 年的 46 款，但此后快速增加，发展至 2014 年的 1488 款和 2015 年的 2440 款。与此同时，开放式集合资金信托产品的平均收益率呈现先上升后下降的趋势，2014 年达到最高 8.00%，而 2015 年降低至 6.92%。

通过对单一期限、多期限组合以及开放式集合资金信托产品的发行数量和平均收益率的比较后可以发现，尽管目前单一期限的发行数量较多，但可以预期未来其发行数量和占比将会趋于下降。与此同时，开放式产品的发行数量将会越来越多，这不仅契合信托行业集合资金信托产品主动管理能力的要求，也符合整个财富管理行业的发展趋势。自然，相对于单一期限和多期限组合集合资金信托产品，开放式集合资金信托产品因为可以在申购赎回期间自由进行申购和赎回，因而投资者需要付出一定的成本，这表现为开放式集合资金信托产品的平均收益率低于单一期限和多期限组合集合资金信托产品的平均收益率。

以上都是基于信托业现有业务范畴对集合类资金信托产品设计发展趋势所作分析，事实上，良好的集合资金信托产品设计需要综合兼顾资金端和资产端，其业务开展需要在收益性、风险性、流动性之间进行有效权衡。作为资产管理机构，信托业和信托公司将进一步面临同业的激烈竞争，如何在竞争中做大做强将成为信托业和信托公司急需思考的问题。

经过业内深入探讨，现今监管层依据资金运用方式并兼顾资金来源，将信托业务划分为八类业务。相应的业务开展对信托行业的资产管理能力提出了更高要求，而在

金融资产管理业务开展过程中，信托业将不得不与其他资管机构展开激烈竞争。就资金端而言，集合类信托产品作为信托公司争夺客户的有效工具，将为信托业做大做强提供有力支撑；就资产端而言，无论是对既有业务的延伸，还是开拓新领域，都对信托业转型提出了挑战。不过挑战亦是机遇，只有经历市场竞争洗礼，信托业才能真正作为金融子行业而屹立不倒。

六、总结

在中国宏观经济增速换挡、泛资管行业竞争加剧、利率市场化改革稳步推进、风险防控压力上升等多重因素叠加下，中国信托行业依然在砥砺前行。展望未来，随着我国金融市场和投资者结构的不断优化，直接融资比例以及个人投资者占比将会进一步上升。集合资金信托业务作为信托行业的主流业务，其产品规模也将继续增长，所占信托总规模的比重将会持续上升。

当前中国经济正处于结构转型时期，结构性改革还在稳步推进；新常态会孕育新机会，如何抓住新经济的可能爆发点，投资具有战略性、符合未来趋势的新行业考验着信托行业的主动管理能力。按照集合资金信托产品的资金运用方式划分，经比较分析发现，股权投资不仅在所有类别中的整体收益率最高，而且在每一时间区间上也是最高，因此可以预期集合资金信托产品投资股权未来依然能够创造较高的收益。而按照集合资金信托产品的资金运用领域进行划分，虽然房地产行业的整体平均收益率较高，但现如今房地产行业不仅面临分化趋势，而且其发展愈发显现出较大的泡沫化趋势，因而对其投资需慎重考虑。不过在中国经济转型时期，特别是考虑到中国民间投资增速下滑以及 PPP 项目加速落地之际，集合资金信托产品投资基础设施行业在未来的一段时期内依然可以获得较高的投资回报。另外，基于历史数据对比可以发现，基础设施行业的投资回报率在过去 5 年时间内一直处于上升趋势，结合未来中国主推的 PPP 项目和基础设施改造计划，可以预期在基础设施层面，集合资金信托产品依然可以获得较高的投资回报率。

综合来看，按照资金运用方式可以发现集合资金信托产品中，证券投资规模和占比其未来发展将会越来越大。与此同时，权益类投资规模和占比未来也会出现较快的增长，贷款类规模和占比将会萎缩。按照资金运用领域可以发现集合资金信托产品中，证券投资的规模和占比未来发展将呈现越来越大的趋势，而房地产与工商企业的规模和占比未来可能会进一步降低。此外，通过对单一期限、多期限组合以及开放式

集合资金信托产品的发行数量和平均收益率的比较后可以发现，尽管目前单一期限的发行数量较多，但可以预期未来其发行数量和占比将会趋于下降。与此同时，开放式产品的发行数量将会越来越多，这不仅契合信托行业集合资金信托产品主动管理能力的要求，也符合整个财富管理行业的发展趋势。自然，相对于单一期限和多期限组合集合资金信托产品，开放式集合资金信托产品因为可以在申购赎回期间自由申购和赎回，因而投资者需要付出一定的成本，这表现为开放式集合资金信托产品的平均收益率低于单一期限和多期限组合集合资金信托产品的平均收益率。

随着资产管理行业同业竞争加剧，信托业已然告别了行业发展之初的超高速增长，逐渐步入稳中有升的发展轨道。因此，如何在增速回归中努力探寻新的出路，结合形势变化，不断强化风险管控水平，提升主动管理能力，改善资产管理方式，成为信托行业发展的主旋律。在此背景下，信托公司需要积极探索新的项目和业务模式，实现行业之间的跨界整合，进而为信托行业转型和发展不断注入新动力。当前，资产证券化方兴未艾，作为盘活存量非标产品的有效渠道，资产证券化拓宽了可证券化产品的基础资产范围。此外，随着国内高速发展的影视文化市场吸引各路资本不断涌入，文化娱乐作为新兴景气行业，正成为信托资金日益关注的新领域。伴随着投资者理财意识的增强，客户需求更多地向财富传承、分散资金风险转变，全球资产配置正成为新趋势；因而海外业务日益受到信托公司重视，已然成为信托业务转型和发展的又一突破口。

海外信托不仅具备国内信托一般的用途，而且具有特殊的功能与作用，如节税、财富灵活传承以及信息保密等。经由海外信托，可以有效利用当地的税收优惠政策，降低各种税负，实现有效合法避税。海外信托可以根据客户实际需求约定信托期限、收益分配条件以及财产分配方式等，从而在避免家族内部财产纷争的同时实现财富保值增值，为后代稳定生活提供保障，进而实现财富灵活传承。此外，注册在离岸地区的海外信托一般不要求进行信托登记注册，其财产运用与管理均以受托人名义进行，除特殊情况之外受托人没有义务向外界披露信托财产运营情况，因而可以有效保护客户私人信息。

上述优势赋予海外信托广阔的发展空间，也为信托行业转型发展带来了新的机遇。就需求而言，中国越来越多的高净值客户在考虑资产国际化问题，对子女海外教育、移民、财富规划与继承有越来越大的需求。不同于国内信托以获取短期投资收益为主，海外信托能够为高净值客户带来不同问题的诸多解决方案。面对这一蓝海市

场，信托公司一方面可以积极推进 QDII、QDIE、QDLP、人民币国际投贷等，不断获取国际化业务牌照；另一方面可以组建海外子公司，进而加速建设国际化业务平台。

随着《中华人民共和国慈善法》的颁布和我国慈善信托多年来的发展，未来慈善信托成为高净值人群财富与慈善的完美结合，不但可以为信托公司提升公司形象和社会影响力发挥正面作用，同时在未来几年的制度探索期通过慈善信托的发展形式为信托公司提升资产主动管理能力和拓宽投资渠道也有十分积极的效应。

因此，尽管从短期来看，实体经济经营景气度持续下降，信托公司资产管理能力提升进程稍显缓慢；但长期看来，随着金融市场改革的不断推进、金融监管政策的日益完善以及信托行业转型升级的持续探索，信托公司提升主动管理能力，强化风险管控水平，积极改善信托资产管理方式，依然具有很大的发展前景。特别是随着中信登公司成立，相关信托产品登记乃至流转将变得更为规范和便捷。在信托行业对“八类业务”形成共识的基础上，各信托公司将依据自身禀赋特色开展相应信托业务，各种创新管理工具和模式也将日益涌现，这将构筑信托公司差异化发展的基石。



信托公司消费金融领域展业体系设计

课题单位：中诚信托有限责任公司

课题组成员：万　伟　崔继培　王玉国

摘　要

当前，传统消费产业链升级提速，新兴消费领域蓬勃发展，吸引各类金融机构持续关注与深入探索，纷纷加快消费金融领域业务布局。

从国外消费金融行业发展历程来看，美国、欧盟、日本消费金融业务产生较早，消费金融行业均以消费信贷为主，社会个人征信体系完备，为消费金融业务发展提供有力支撑。我国消费金融行业刚刚放开，参与机构日益增多，业务模式有线下向线上迁移之势。同时民营机构逐步引入社会征信体系，大数据技术起到越来越核心的作用。

本研究从对现代消费金融业态的基础定义着手，对国外、国内现有消费金融业务模式进行归类，分析信托公司展业消费金融的逻辑、路径和业务模式。结合实践，本研究梳理出投资回报附消费权益、助贷、流贷、消费信托、消费众筹等开展消费金融业务的模式。通过对上述案例结构模式及主要特点的深度剖析，围绕各类模式下的产品结构、合作主体、合作模式、风险管控、系统要求、政策制约等重点方面进行了分析总结。

消费金融业务具有明显长期发展战略意义，可望成为信托公司战略转型的重要方向之一。信托公司应根据具体情况找准定位，找到适合自身的角色，选择合适合作主体及业务切入点，采取适宜的业务模式开展消费金融业务。同时，应密切关注消费金融行业监管动向，确保未来业务平稳发展。

关键词：信托公司　消费金融　业务模式

目　录

一、消费金融基础理论 …… 672
（一）消费金融概念 …… 672
（二）消费金融与我国经济社会发展 …… 672
二、国外主要消费金融市场发展概况 …… 675
（一）美国消费金融市场：高度成熟 …… 675
（二）欧盟消费金融市场：银行及金融集团下属企业为主 …… 676
（三）日本消费金融市场：由少数公司垄断 …… 678
三、我国消费金融行业发展概况 …… 679
（一）消费金融行业总体情况 …… 680
（二）消费金融产业链体系 …… 680
（三）我国消费金融行业特点 …… 684
（四）消费金融监管政策情况 …… 685
四、信托公司消费金融领域的展业逻辑 …… 687
（一）展业路径选择 …… 687
（二）展业关键要素选择 …… 688
五、信托公司展业消费金融的五大业务模式 …… 690
（一）“投资回报附消费权益”模式 …… 690
（二）“助贷”模式 …… 692
（三）“流贷”模式 …… 696
（四）“消费信托”模式 …… 700
（五）“消费众筹”模式 …… 703
六、相关政策建议 …… 707
（一）加快推动消费金融领域相关立法 …… 708
（二）完善信托公司消费金融业务监管 …… 708

（三）建立消费金融 IT 系统指导性规范…… 708
（四）探索建立会员制的征信体系 …… 709
参考文献 …… 709

一、消费金融基础理论

消费金融理论是金融机构开展消费金融业务的前置指导。狭义的消费金融和广义的消费金融界定了不同范围的消费金融业务，消费金融具有的经济社会实践意义令消费金融业务具备了必要性和可行性。

（一）消费金融概念

现代消费金融业态可从狭义与广义两个层面进行定义。广义的消费金融泛指由各种主体提供的、为满足社会不同客户群消费需求而提供的金融产品和金融服务。狭义的消费金融指对消费者提供的以信贷类业务为主要形式的金融产品与金融服务。

美国联邦存款保险公司（FDIC）界定的消费金融指消费信贷，包括住宅抵押贷款（residential mortgage loans）、住房净值贷款（home equity loan）、信用卡及其他个人信贷。美联储（FED）界定的消费金融是家庭金融（House－hold Finance）的一部分，家庭金融指家庭收入成长模式、家庭资产分布和负债来源状况。

从国内外消费金融业务经验来看，消费金融业务的表现形式主要为狭义上的日常消费、教育、汽车等耐用消费品贷款，信用卡贷款及其他金融机构提供消费信贷类产品，以及商品及服务供应商提供的信用类产品，而广义的消费金融还包括住宅抵押贷款。

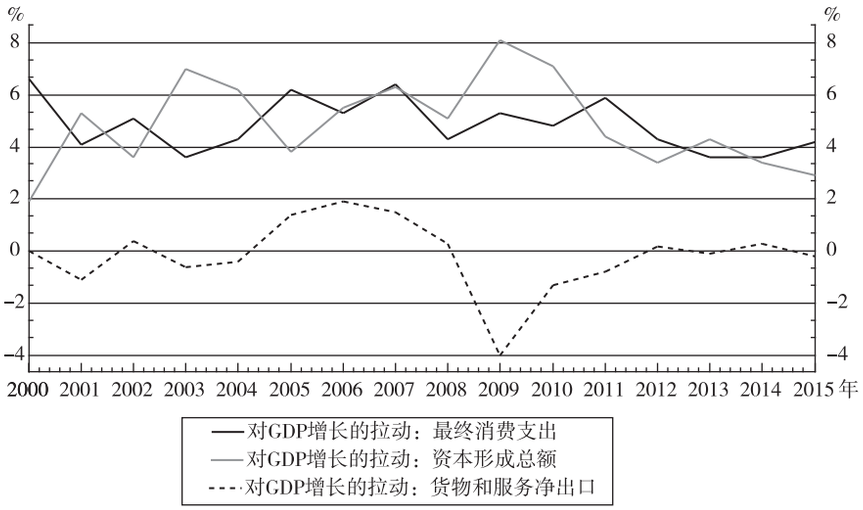
（二）消费金融与我国经济社会发展

1. 消费金融有助于推动经济增长

消费是生产的最终目的，是经济发展的原动力和主动力。以消费激活经济，是解决我国内需不足、实体不振、外贸疲弱的有效突破口。

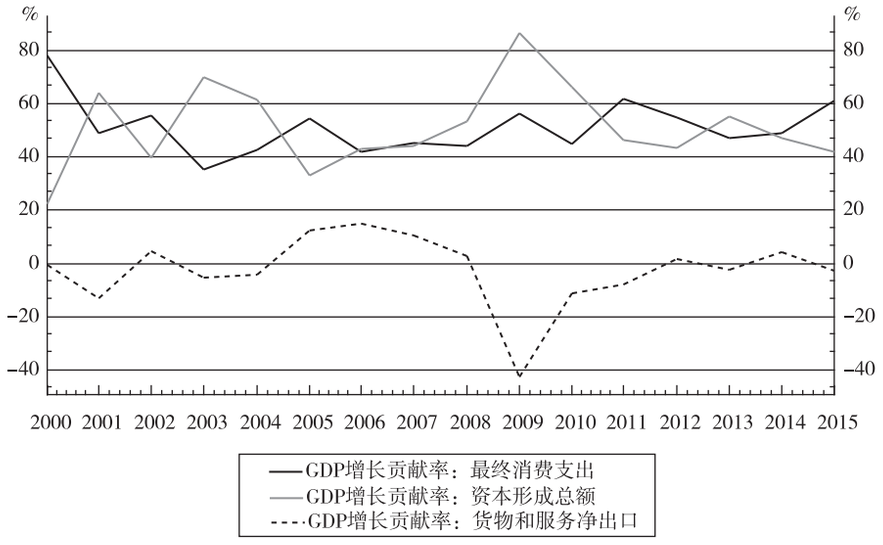
1978～2015 年，作为拉动经济增长的三驾马车，消费、投资、出口对经济增长的驱动力和对经济增长的贡献率曲线呈现交织态势，尤其是消费和投资。近年来，消费逐渐恢复经济基石地位，成为对经济贡献度最大的需求因素。尤其是 2008 年国际金融危机后，在“四万亿”经济刺激计划下，消费需求仍然持平稳增长态势，对拉动经济增长的贡献度不断上升。

数据显示，2015 年我国全年消费支出对 GDP 增长的贡献率为 66.4%，比 2014 年提高 15.4 个百分点。2016 年上半年，全国社会消费品零售总额 15.61 万亿元，同比增长 10.3%，增速与上年同期基本持平，消费增速高于固定资产投资和净出口



数据来源：Wind 资讯，中诚信托。

图 1　消费、投资、出口三大经济驱动力对 GDP 增长的拉动



数据来源：Wind 资讯，中诚信托。

图 2　消费、投资、出口三大经济驱动力 GDP 增长贡献率

增速，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 73.4% ，已成为经济稳定的基础。

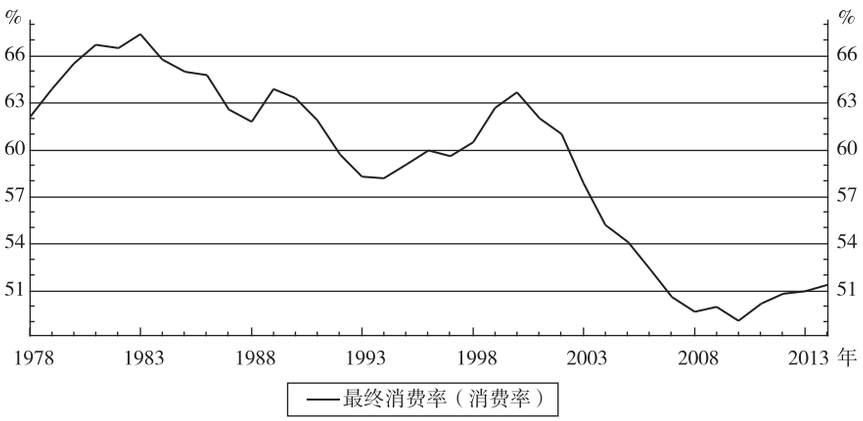
在经济增长放缓的“新常态”下，居民消费与消费金融相互促进，消费金融作为刺激消费、稳定经济增长的配套基础设施，成为稳定经济增长的新引擎。消费金融促进扩大内需，助力消费升级，由产业结构调整升级，推动经济增长向消费主导型

转变。

2. 消费金融有助于促进消费扩大内需

消费在任一国家的国民经济中都占有重要地位。在美国等国家，居民消费率很高，居民消费支出在 GDP 中的占比达到 70% 左右。

改革开放以来，我国居民收入、居民可支配收入和居民消费支出持续增长，但受制于收入水平、社会保障等因素，我国居民消费支出在 GDP 中的占比不断下降，目前最终消费率在 50% 左右。随着 80、90 后成为主力消费人群，消费观念逐渐转变至追求物质享受和注重休闲娱乐，提前消费和信用消费的消费方式越来越普遍，消费需求有待进一步释放，消费市场存在巨大发展空间。



数据来源：Wind 资讯，中诚信托。

图 3　我国居民最终消费率变化趋势

消费金融的本质是信用消费，是以个人信用创造时间上前移的信用货币与商品或服务进行交换。消费金融服务能够帮助消费者实现资金融通，缓解当前流动性压力，提前对消费和收入进行跨期分配，能够提升购买力，改善消费结构，亦能通过技术革新实现降低支付成本、改善消费者体验，激发潜在的消费需求。

举例说明，京东白条对拉动消费效果明显。据京东数据，对比使用过京东服务的用户其消费前后 5 个月的表现，使用白条后月均订单比例提升 52%，月均消费金额增长 97%。2016 年“6·18”大促期间，白条订单占比达 8%。其中 80% 白条订单进行分期，白条用户平均客单价是其他普通用户的两倍。

3. 消费金融有助于推动普惠金融服务改善民生

2015 年 12 月，国务院发布《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》，明确

了普惠金融的概念。普惠金融是指立足机会平等要求和商业可持续原则，以可负担的成本为有金融服务需求的社会各阶层和群体提供适当、有效的金融服务。

消费金融已成为践行普惠金融的重要落脚点。房贷、车贷以外的消费金融业务具有小额、分散、无抵押、无担保、便捷、易获得等特点，可在传统金融机构未能覆盖的领域，为中低收入消费者的消费提供支持，提高普惠金融服务广度和深度。

二、国外主要消费金融市场发展概况

各国由于金融体制和金融制度的不同，在发展消费金融市场的过程中形成了各自不同的特点，如美国市场主导型体制下出现了众多的消费金融服务供给机构，欧盟银行主导体制下多由银行设立的消费金融公司提供消费金融服务，日本消费金融服务曾带有高利贷性质因而遭遇监管政策的整顿，韩国和台湾地区也曾出现信用卡超常规发展以致分别爆发信用卡风波。

（一）美国消费金融市场：高度成熟

美国是典型的消费驱动型经济，也是全球消费金融产业最为发达的国家。截至2015年底，美国消费金融市场规模达到12.22万亿美元[①]，其中消费信贷市场规模3.54万亿美元[②]。

美国消费金融行业高度成熟源于美国居民强大的消费能力，美国人均收入不断增长促进了消费的增长。1950年美国人均年可支配收入10033美元，家庭平均支出11320美元，2015年人均年可支配收入38069美元，家庭平均支出35671美元。

1. 消费金融服务供给者众多

美国消费金融行业参与者众多，美国消费信贷的提供者包括商业银行、金融公司、信用社、联邦政府和Sallie Mae[③]、储蓄机构、非金融机构、证券化信贷资产池机构等，其中非金融机构多为大型零售商（如Sears、Macy等）和石油公司（加油站）。美国消费信贷三大代表机构为美国运通、Sears（西尔斯百货）、PayPal，分别代表信用卡系、零售系和互联网系。

① 1950年美国消费金融市场规模仅250亿美元。

② 按照美联储的定义，消费金融界定为家庭金融的一部分，而房地产抵押贷款作为家庭金融一部分与消费信贷分开统计。

③ 全美最大且由FDIC保险的大学生贷款公司。

2. 消费金融产品丰富，以住房贷款和消费信贷为主

美国居民消费支出在 GDP 中的占比在七成左右，其中消费信贷具有重要作用。据美联储 SCF2013 统计，2013 年美国家庭总债务率为 74.5%，其中住宅贷款负债率为 50%，在总债务中的占比约为 67%，美国居民负债消费较为普遍，分期付款、信用卡欠款负债率分别为 61% 和 38.1%。2015 年，美国消费信贷在 GDP 中的占比达到了 28.34%，占消费支出的四成，2015 年美国消费信贷/社会零售总额比也在七成左右。

3. 功能监管的体系

美国没有专门针对消费金融公司的机构监管法规，而是主要围绕消费金融业务形成一系列完备的法律体系，从联邦政府的高度统一规范全国消费信贷市场。如《公信信贷法》对放款人向消费者的信息披露做出严格规定，《社区再投资法案》使银行不能回避经济不发达地区，《公平催收行为法》则规范贷方或催收机构与消费者之间关系等。

4. 市场主导型征信体系

美国征信法律体系以《公平信用报告法（FCRA）》为核心，将监管职能分配至各个部门。社会征信机构则独立于政府和美联储之外，以营利为目的向市场提供信用信息产品与服务。20 世纪 90 年代起，美国个人征信行业历经兼并风潮，最终形成由 Experian（益博睿）、Equifax（艾克飞）、Trans Union（环联）三大个人征信机构与企业征信机构 Dun & Bradstreet（邓白氏），以及 300 多家小型征信机构共同构成的市场征信业态，此外，以大数据征信为代表的 ZestFinance 也快速崛起，并将业务合作延伸至中国。

（二）欧盟消费金融市场：银行及金融集团下属企业为主

欧盟是全球第二大消费金融市场（排在美国之后）。根据欧洲调查机构 SOFINCO 公布的调查报告，2008 年，欧盟 27 国的消费信贷市场规模总额为 1.18 万亿欧元，占全世界消费信贷市场总额的四分之一，其中消费金融公司约占 32% 的市场份额。

1. 消费金融机构以银行及金融集团下属企业为主

欧盟主要消费金融公司多为银行或金融集团下属企业。其中欧盟消费金融市场典型代表为为 Cetelem（法国巴黎银行集团旗下消费金融公司）和 HomeCredit（捷信，捷克 PPF 集团旗下消费金融公司），另外汇丰银行集团旗下消费金融公司 BENEFI-

CIAL、花旗银行集团旗下消费金融公司花旗金融 Citifinancial、GE 集团旗下消费金融公司 Gemoney 也在欧盟开展消费金融业务。

Cetelem 和 HomeCredit 同样代表了欧盟消费金融公司的两大信贷模式：Cetelem 是以金融机构为主体的直接营销模式，HomeCredit 是以经销商为主体的间接营销模式。直接营销模式即金融机构直接寻找客户并与客户进行交易，间接营销模式是由经销商寻找客户并负责客户风险审查、客户甄别、办理贷款手续、负责后续贷款催收。

2. 产品以抵押贷款、信用卡为主

欧盟商业银行的个人贷款产品主要为抵押贷款、信用卡等，这两项业务的准入门槛较高。

消费金融公司主要为拥有稳定收入的中低端个人客户提供需收入证明、无需抵押贷款服务。消费金融公司一般提供特定用途和非特定用途的两类贷款：一是特定用途的贷款，包括家庭耐用消费品、销售商户 POS 贷款、商家会员卡、汽车贷款、住房装修贷款等；二是未设特定用途的现金贷款，如现金贷款、现金透支、循环信用等，通常为无担保贷款，以借款人的诚信和还款能力作为放款依据。

3. 主要采用公共征信体系模式

根据 2013 年欧盟政策研究中心和欧盟征信研究所联合发布的欧盟征信报告制度改革建议“Towards Better Use of Credit Reporting in Europe”，欧盟征信机构总体可以分为公共征信机构和私人征信机构。公共征信体系模式是采用以中央银行建立中央信贷登记系统为主体的社会信用管理模式，该模式主要由政府出资，建立全国数据库，组成全国性的调查网络。欧盟成员国德国、法国、意大利、西班牙、奥地利、葡萄牙和比利时等主要国家均采用此模式。

欧盟征信机构主要定位于帮助出借人对借款人进行信用风险评估，进而决定是否授信。此外，在一些国家如德国和英国，私人征信机构的信用数据也会为其他服务提供商（例如通信公司、公共事业公司和邮政公司）所采用，以决定是否在消费者逾期付款时提供相关服务。

欧盟绝大多数国家已经建立了较为完善的社会信用管理体系，在征信机构监管也拥有较为完善的法律框架，这也成为欧盟消费金融业务快速发展的基础。如 Cetelem 和 HomeCredit 通过格瑞顿公司（Gradon International Co.）及欧洲公共征信局采集个人征信信息，并通过自动贷款申请处理系统完成贷款审批。

（三）日本消费金融市场：由少数公司垄断

日本的消费金融行业兴起于20世纪50年代，最初的消费金融业务是百货店开展的分期付款。

日本的银行主要服务于大型企业，个人客户并不是银行的主要客户，也很难从银行获取消费贷款。日本消费金融服务提供机构主要是非银机构，主要包括消费者无担保贷金公司、信用卡公司、分期付款公司等，主要服务对象包括上班族、家庭主妇和学生等客户，产品涵盖汽车贷款、房屋贷款、教育、旅游、婚庆、电子产品和服装等各领域的消费金融贷款。日本商业银行的消费信贷业务占比较小。

目前日本消费金融业务趋于饱和，市场由少数公司垄断，奥瑞克（Oreco）公司、爱可梦（Acom）公司、普罗米斯（Promise）公司这三家最大从事消费金融的公司业务总量约占70%的市场份额。

1. 产品以信用卡为主

日本的消费金融机构很多，但主要提供两类产品：一是信用卡产品，所占市场份额约80%。借款人取得信用卡后，可以直接消费或提取现金，贷款机构对信用卡借款用途不加以限制。这类机构通过遍布街巷的自动柜员机完成申请人资料的上传、系统审核及出账，全流程基本实现了自动化。二是分期付款产品，借款用途是购买汽车、摩托车、家电、住房维修、学费等，分期业务占消费金融市场约20%的份额。

2. 立法式行业监管

日本消费金融行业主要在立法方面进行行业监管，包括《贷款业法》《利息限制法》和《分期付款销售法》。《贷款业法》规定了贷款机构的主体资格和性质，要求从事贷款行业的机构必须进行登记。强制登记制度使得一些黑社会背景的公司退出市场。《利息限制法》规定了年化贷款利率不得超过15%～20%，超过部分无效，贷款额不得超过借款人年收入的1/3。根据这部法律的规定，日本最高法院又强令所有消费金融公司以15%的标准，将以往多收取的部分退还给借款人。《分期付款销售法》旨在避免消费者在分期付款购买商品时遭遇恶性合同和诱导。

3. 会员共享式行业主导征信体系

日本国内系统化、专业化、规范化的个人信用中介服务，为消费金融产业发展提供保障。目前，征信体系采用行业主导模式，三行业类协会（银行业、信贷业和信用

产业协会）分别构建了银行、消费信贷和销售三大信用体系，并与部分大型商业性征信公司，共同为市场提供企业及个人征信信息服务。日本征信业的一大特点是，其自发性地实现了会员共享，从分散走向联合，从封闭走向跨行业。

4. 武富士消费金融公司破产的教训

武富士消费金融公司（以下简称“武富士”）是武井保雄于1966年创办的消费金融机构，其前身是“富士商事”。武富士靠发放小额消费贷款起家，1998年在东京证券交易所上市后成为日本消费金融行业的老大。

2006年，日本最高法院规定，所有超过《利息限制法》上限的利息均为无效，且贷款额不得超过借贷者年收入的三分之一。日本最高法院的意思是，消费贷款公司的年利率以后不得超过20%，而之前多出的利息部分，要全部退还给借贷者。如此，日本数万家消费金融机构面临要么破产、要么退出的境地。武富士首当其中，既要退还高达2万亿日元的贷款利息，还因经营困境导致之前借出的债务几乎无法追讨回来。

日本消费信贷制度改革令武富士持续40年的增长神话戛然而止。2008年国际金融危机爆发，令武富士雪上加霜。2010年9月底，武富士决定向东京申请破产保护。2010年10月29日，武富士在东京证券交易所的股票摘牌退市，11月12日，武富士在伦敦证交所摘牌退市。

武富士的破产有其历史渊源。日本消费金融源于民间借贷，长期以来，日本民间借贷的年利率高达30%左右，明显带有高利贷的性质。在很长一段时间内，政府重视不足加上金融监管体系不健全，监管严重缺位，日本的消费金融从救人之急的无担保小额贷款逐渐引发“消金三恶”现象，即高利率、多重债务、暴力讨债[①]，曾造成严重的社会危害。

三、我国消费金融行业发展概况

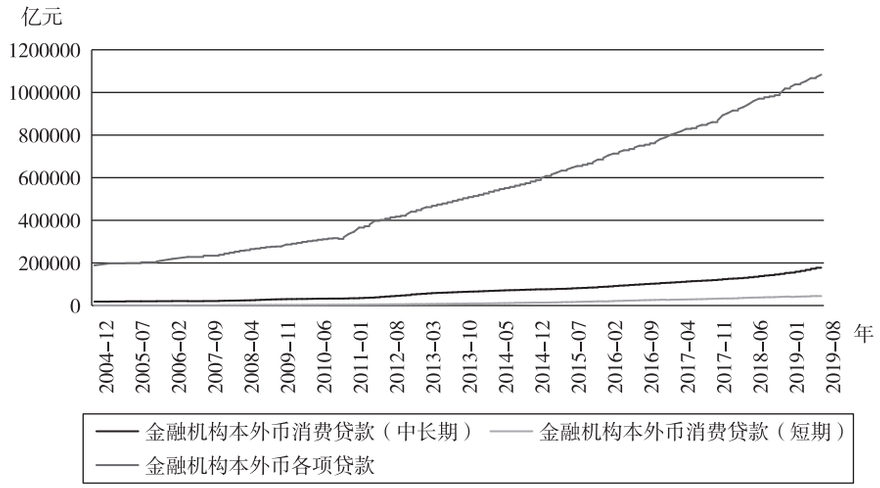
信用经济的兴起带动了消费金融的发展，信息技术的发展和信用体系的完善造就了现代消费金融的多种业态。近年来，我国进入“增长速度进入换挡器、结构调整面临阵痛期、前期刺激政策消化期”的三期叠加阶段，“三驾马车”中的投资、出口对经济增长的驱动力不足，固定资产投资减速，投资下行趋势陡峭，出口负增长。在诸

① 根据日本的相关法律规定，不得向第三人催收。而包括武富士在内的消费金融公司不仅向父母等其他亲属催收，还擅自进入民宅，恐吓老人、孩子，还利用黑社会催收。这种状态从武富士创办的1966年开始即长期持续。

多消费利好政策带动下，国内需求持续释放，消费经济已然成为拉动经济增长的新引擎，消费产业链上盈利潜力与盈利模式不断显现，吸引各类金融机构加快消费金融领域业务布局，带动“大消费金融”概念的持续升温。

（一）消费金融行业总体情况

央行数据显示，截至2015年底，我国消费贷款余额18.96万亿元，在存款类金融机构本外币贷款中的占比为17.98%；截至2016年6月底，我国消费贷款余额增至21.71万亿元，同比增长27.86%，在存款类金融机构本外币贷款中的占比增至20.35%。



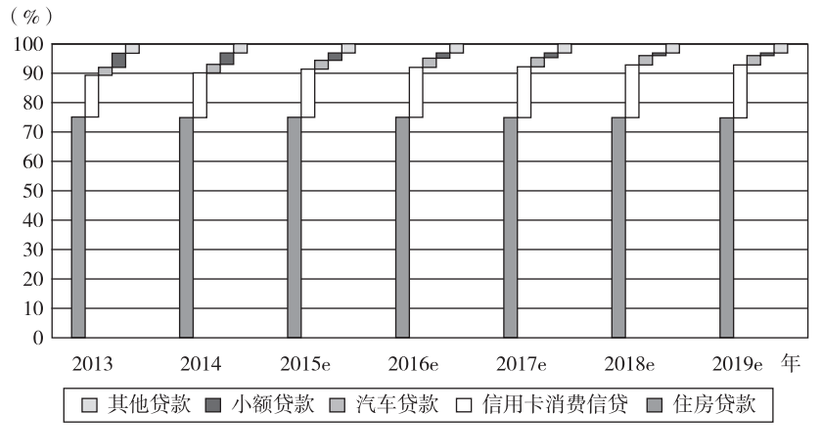
数据来源：中国人民银行。

图4　我国消费信贷规模情况（2004.12－2016.08）

我国的消费信贷极不平衡，在商业银行倾向于不动产抵押的风控体系下，近年来个人购房贷款在个人消费贷款中的占比在75%左右，是消费信贷的绝对主力。从消费信贷的期限结构来看，长期消费贷款也基本为个人购房贷款。据央行数据，截至2015年末，我国个人购房贷款余额14.18万亿元，占同期消费贷款余额的74.79%。央行《2016年上半年金融机构贷款投向统计报告》数据显示，2016年上半年个人购房贷款同比增长30.9%，达到约16.55万亿元，同期消费性贷款余额21.71万亿元，小贷公司贷款余额9364亿元。截至2016年3月底，我国信用卡应偿信贷余额为3.15万亿元。

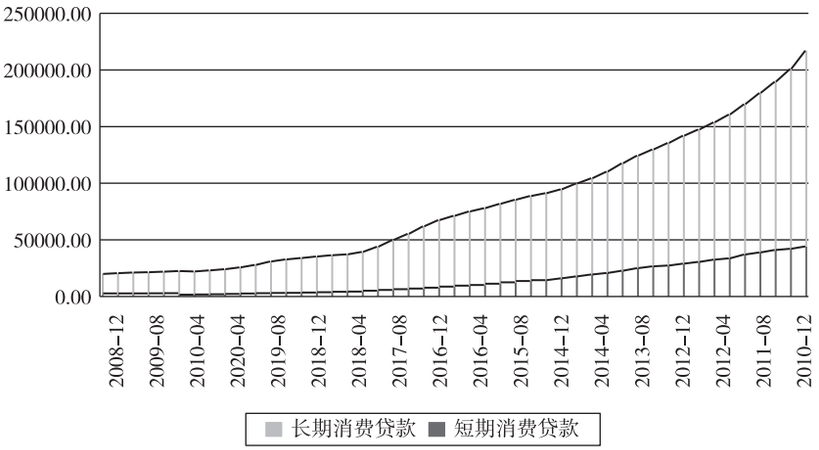
（二）消费金融产业链体系

我国消费金融产业链包括消费供需、资金供需、消费金融供需三个体系，涉及消



数据来源：中国人民银行，艾瑞咨询。

图 5　消费信贷业务种类结构



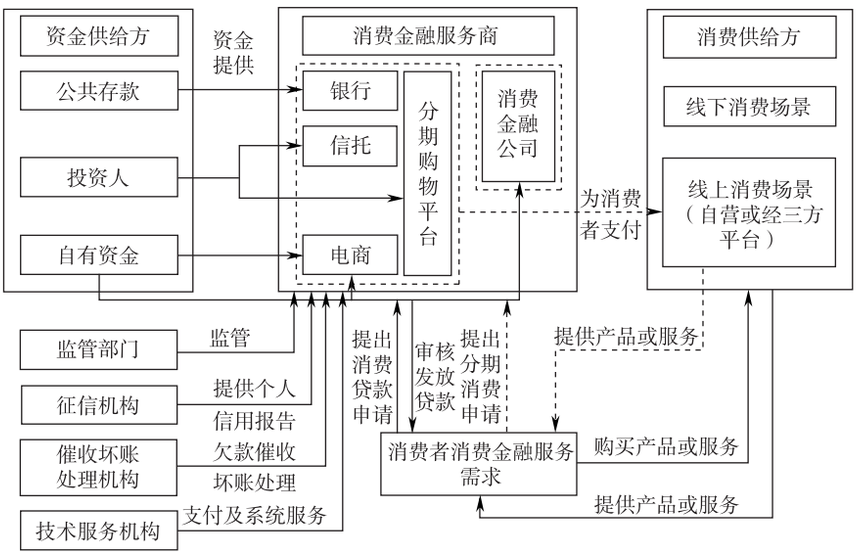
数据来源：中国人民银行。

图 6　消费信贷期限结构

费需求方、消费供给方、资金需求方、资金供给方、消费金融需求方、消费需求供给方及与以上主体相关的监管部门和中介服务机构。其中消费者为消费需求方及消费金融需求方，线上、线下消费场景为消费供给方，资金供给方为各类消费金融服务机构提供资金，各类消费金融服务机构提供消费金融服务。

1. 消费金融服务商

目前我国能够提供消费金融服务的机构包括银行、消费金融公司、小贷公司、汽车金融公司、信托公司等金融机构，同时包括电商平台、线下大型商户、消费分期平台、P2P 等非金融机构。各机构面向不同的客户人群，提供的消费金融产品也不尽相同。



资料来源：易观国际，中诚信托。

图 7　消费金融产业链

表 1　　信贷类消费金融业务主要分类

主体		产品/机构	资信要求	额度	费率	特点	期限
持牌机构	银行	信用卡	高	因人而异	5% ~7%	传统银行业务，对申请者要求较高，审核较严	以短期为主，最长不超过 2 年期
		个人消费贷款	高	30 万 ~50 万元	5% ~7%		
	消费金融公司	消费金融贷款	偏低	最高不超过 20 万元	15% 以上	对个人资信要求较低，审核快速	
	信托公司	个人信托贷款	低	小额偏低	15% 以上	主要依靠其他机构导入客户资源	
非持牌机构	电商平台	京东白条、蚂蚁花呗	高	看客户等级	5% ~7%	受托支付类，面向电商平台客户提供小额消费贷款	
	垂直消费品行业机构	苏宁、国美	不定	小额为主	15% 以上	受托支付类，面向细分消费品客户提供资金，对客户资信要求不高	
	消费分期平台	分期乐、趣分期	不定	小额为主	20% 以上	消费者支付类，实质为线上虚拟信用卡，对客户资信要求不高，但费率较高	
	小贷机构/P2P 平台	积木盒子、拍拍贷	不定	小额为主	20% 以上	消费者支付类，面向个人客户提供资金，对客户资信要求不高	

资料来源：市场调研整理。

2. 监管部门

消费金融既涉及消费又涉及金融，开展消费金融业务的机构所涉及的上级金融监管部门包括中国人民银行、银监会及属地银监局、保监会、金融办、商务部等，另外根据其开展的消费金融业务涉及商品和服务的种类又涉及消费者协会、住建委等。

3. 中介服务机构

中介服务机构是消费金融产业链中的重要一环，随着消费金融服务的深度和广度不断增加，消费金融不断趋于互联网化、普惠化，开展消费金融业务对 IT 技术、风控的要求越来越高，需要专业中介服务机构的支持。消费金融产业链涉及的中介服务机构主要包括第三方支付机构、互联网技术支持机构、贷款服务机构、征信机构等。

（1）第三方支付机构提供支付服务。目前市场上除银行消费贷款以外借款性质的消费金融业务的放款、支付、还款，大部分是通过第三方支付完成的。第三方支付机构同时是开展互联网金融业务的重要入口，第三方支付延伸互联网金融业务、第三方支付与其他机构合作开展互联网金融业务的趋势越来越明显。蚂蚁金服的支付宝、京东的京东支付、苏宁的易付宝、万达的快钱等均是其集团内部开展消费金融业务乃至互联网金融业务的重要基础设施。

（2）互联网技术支持机构是为了满足消费金融业务的互联网化而提供技术支持的机构，既包括单纯的技术支持，也包括提供大数据风控技术支持。通过互联网形式开展的消费金融业务，需要实现信息流和资金流的传输和匹配，需要完成借款用户的实名认证和信用评估，需要积累和抓取用户金融、行为、社交等多维度信息形成用户画像以完成综合授信，以上种种不同于传统信贷业务的业务形式，须借助专业技术机构的力量来实现。

（3）贷款服务机构是协助开展贷款机构获客、风险审查、授信等部分消费贷款业务的机构。贷款服务机构的出现，对人手不足、覆盖面不够的消费金融机构开展业务提供了有益的帮助。但贷款服务机构的存在也导致了部分问题，例如部分消费金融业务中金融机构沦为通道，对于客户的真实性审查不够，金融机构未尽职尽责，再例如部分贷款服务机构在协助获客的过程中出现了骗贷等性质恶劣的行为，监管对此也要求开展个人贷款业务需完善外包服务管理。

（4）征信机构是消费金融市场的基础设施，目前我国的征信体系主要有中国人民银行征信系统及征信公司等。

（三）我国消费金融行业特点

1. 潜在市场空间巨大

年轻一代偏好超前消费的消费理念和消费升级的强大需求，为消费金融带来巨大的增量需求，消费金融潜在市场巨大。

以85后为代表的千禧一代成为消费市场的主力。与父辈相比，85后的消费欲望大于储蓄欲望，有着强烈的超前消费意愿，也更愿意接受互联网消费。蚂蚁花呗于2016年7月19日发布的《2016新数码时代消费趋势报告》显示，越来越多的人花明天的钱买今天的商品，过去一年间，用蚂蚁花呗购买3C数码的用户数增长了8.4倍，交易量更是增长了14.6倍。

同时，目前我国消费升级趋势明显，带来巨大的消费金融需求：一是消费领域升级。我国消费者早已跨过“吃饱穿暖”阶段，2015年我国恩格尔系数为30.6%，食品消费在家庭支出中的占比不断下降，而文化娱乐、有机食品、旅游度假等享受型消费快速增长；二是消费场景的升级，网购、国外消费近几年爆发式增长；三是消费偏好升级，从大众化消费转向个性化消费，从关注商品的基本功能和价格到关注品牌、服务等方面。

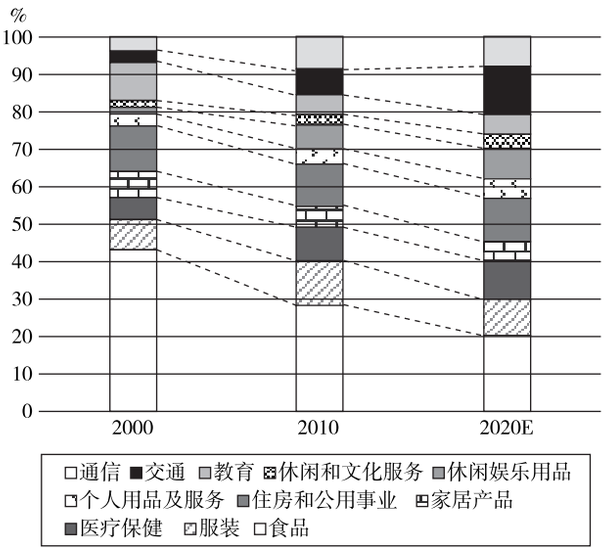
据麦肯锡预测，受益于收入增长和可负担非生活必需品消费人群的日益增加，2010~2020年中国非生活必需品消费将保持13.4%的年平均增长率，高于生活必需品和半必需品。

2. 参与主体多种多样

各类主体初始禀赋不同，参与方式多种多样。银行、消费金融公司及信托公司依托牌照优势提供消费贷款；电商平台与垂直电商厚积薄发，借助互联网金融模式以小贷、赊销等方式切入其中，快速形成壁垒；消费分期平台紧抓90后为代表的新兴消费群体，以线上虚拟信用卡角色参与其中；信托公司联合互金平台及消费品供应商另辟蹊径，推出消费信托、消费众筹等新兴模式。

3. 互联网模式大行其道

相比线下业务模式，线上消费金融显露出强大爆发力。艾瑞咨询数据显示，2013年，中国互联网消费金融市场交易规模仅60亿元，而2015年整体市场便已突破千亿元，预计至2019年将达到3.4万亿元。除电商平台、支付机构、P2P、垂直消费品电商等后起之秀外，传统金融机构也纷纷紧抓互联网领域深度试水，互联网消费金融正成为消费金融领域最炙手可热的发展前沿。



资料来源：麦肯锡咨询。

图 8　我国居民消费结构变化

4. 大数据“撑起”线上消费金融

大数据技术及资源正成为消费金融服务机构风控体系的核心。其中，银行个人信用记录以及央行个人征信数据最具权威；电商平台消费与支付数据可有效捕捉消费者行为；社交图谱上社交数据信息善于全面刻画个人社会特征；电信运营商数据则可精准识别消费者行为惯性。对上述大数据的深度挖掘与运算分析，正成为各家机构快速构建个人风险评价体系，高效把控消费金融业务风险的必备“神器”。

（四）消费金融监管政策情况

1. 消费领域政策利好

2014 年以来，国务院出台多项政策促进消费升级，以拉动内需，发挥消费作为经济稳定和经济增长的基石作用。

表 2　　近年消费领域利好政策

时间	政策
2013 年 8 月	《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》
2014 年 8 月	《关于促进旅游业改革发展的若干意见》
2015 年 8 月	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》
2014 年 10 月	《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》
2014 年 11 月	国务院召开常务会议，鼓励养老健康家政消费，探索发展养老服务的新模式
2015 年 10 月	国务院常务会议部署加快发展农村电商
2016 年 3 月	《2016 年政府工作报告》，明确提出继续支持养老、健康、家政、教育培训等服务消费，发展以“互联网 +”为核心特征的新型消费业态，鼓励消费金融产品创新

资料来源：中诚信托整理。

2. 消费金融领域政策利好与行业规范

2015 年以来，消费金融利好政策不断出台，在机构组织形式、业务渠道、产品形式等多个方面支持消费金融发展。其中，2015 年 7 月，十部委发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，其中规定，消费金融公司通过互联网开展业务的，要严格遵循监管规定，加强风险管理，确保交易合法合规，并保守客户信息。消费金融公司要制定完善产品文件签署制度，保证交易过程合法合规，安全规范。互联网消费金融业务由银监会负责监管。2015 年 9 月，北京银监局下发《关于加强信托公司个人信托贷款业务风险防范的通知》，对信托公司开展个贷业务进行规范。2015 年 11 月，国务院发布《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》，要求健全金融消费者权益保护机制，建立金融消费者适当性制度，保障金融消费者权利，完善金融消费者权益保护监督管理机制。

表 3　　近年消费金融领域利好政策

时　间	政　策
2015 年 6 月 5 日	《非银行金融机构实施许可办法》修订：消费金融公司发行金融债、资产证券化已经明确，银监会支持消费金融构建市场化、多元化融资金融体系。
2015 年 6 月 10 日	李克强召开国务院常务会议：提出发展消费金融，决定放开市场准入，将此前 16 个城市开展的消费金融公司试点扩大至全国。
2015 年 7 月 18 日	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》：提出“支持有条件金融机构建设创新型互联网平台开展网络银行，网络证券、网络保险、网络基金销售和网络消费金融等业务”。
2015 年 11 月 3 日	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》：首次将互联网金融写入“十三五”，明确表示国家力图规范发展互联网金融。消费所占的比重也将大幅提升。
2015 年 11 月 11 日	第 111 次国务院常务会议：会议确定加大财税、金融等政策支持，发展消费信贷，将消费金融公司试点推广至全国。民众能“买得好”、“买得成”和“买得放心”等政策。
2015 年 11 月 13 日	《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》：加强金融消费者权益保护、提升金融消费者信心、促进金融市场健康运行、维护国家金融稳定。
2015 年 11 月 23 日	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》：优化消费环境，发展消费信贷，鼓励筹建消费金融公司，扩大试点扩围。
2016 年 1 月 15 日	《推进普惠金融发展规划（2016—2020 年）》：首次从国家层面确立普惠金融的实施战略，明确指出要促进消费金融公司发展。
2016 年 3 月 5 日	《政府工作报告》：全国开展消费金融公司试点，鼓励金融机构创新消费信贷产品。
2016 年 3 月 12 日	一行三会记者会：以提升金融普惠程度为核心，进一步加强一些领域的金融服务。
2016 年 3 月 30 日	《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》：积极培育发展消费金融组织体系、加快推进消费信贷管理模式和产品创新、加大对新消费重点领域金融支持、改善优化消费金融发展环境。

资料来源：中诚信托整理。

2016 年年初，深圳、广州等地开始排查 P2P、小贷公司发放首付贷情况，控制购

房高杠杆融资风险。2016 年 6 月，北银消费金融公司因“欺诈门”违规发放贷款等问题被北京银监局罚款 150 万元。主要违法违规事实为：当事人变相突破监管规定发放贷款；贷款管理存在严重问题，造成个人消费贷款用途不真实，部分资金被挪用；无合理理由和充分证据的情况下上调贷款风险分类，资产质量严重不实。

3. 个人征信体系不断完善

征信机构是消费金融市场的基础设施，我国征信行业的监管依据主要是《征信业管理条例》和《征信机构管理办法》。我国的征信体系包括央行征信系统和独立的征信机构，目前已经形成以人行金融信用信息基础数据库为主导、市场化征信机构为辅的多元化格局。截至 2015 年 6 月，央行审批通过的企业征信机构为 150 家，地方机构数量约 150 家。2015 年 1 月，央行公布了首批 8 家开展个人征信业务准备工作的机构名单，民营商业征信机构将成为央行个人征信的有益补充。

征信是信贷业务风控的关键角色，但是目前我国个人征信体系不健全、信用数据碎片化、各机构之间未互联互通。波士顿咨询公司（BCG）在《中国个人征信行业报告（2015）》中指出，数据孤岛、数据质量问题、交易机制缺失是行业的三大痛点。在互联网消费金融爆发式增长的现阶段，征信不到位及征信缺失，容易发生用户违约、非法套现或黑客攻击，导致一定的坏账率。

另外，依据用户金融及社交、行为等海量数据进行用户画像分析的大数据风控方式受到追捧，但数据的完整性、准确性仍然存在问题，仍应警惕疏漏和偏差，不可盲从。

四、信托公司消费金融领域的展业逻辑

信托公司是消费金融行业的后来者。综合国内外消费金融行业及同业经验，信托公司应着眼于自身放贷牌照及资金优势，围绕消费金融产业链找准定位，找到适合自身的角色，采取由易到难、由简入繁的渐进模式，逐步拓展消费金融这类长期、可持续业务。

（一）展业路径选择

信托公司是依照《公司法》《信托法》《信托公司管理办法》等设立的主要经营信托业务的金融机构。在长时间的实践中，信托公司依据业务牌照和业务经验，逐渐形成了资产管理、财富管理、实业投行三大业务板块，这也成为我们分析信托公司在消费金融领域展业逻辑的起点。

从信托公司的资源禀赋和业务经验来看，信托公司擅长单体项目大额非标融资，多在房地产、政信、同业领域布局，在消费金融行业仍处于尝试阶段。与银行、消费金融公司、典当行等机构相比，缺乏人力资源及人力成本优势，缺少个人征信数据积累，更不可能在消费行业巨头格局已经形成的情况下重资自行搭建消费场景。也就是说，以一己之力扎进消费金融行业、独自面对消费品供应商和消费者甚至是要改变供应链和消费者的消费习惯都极不现实。因此，比较务实的思路是与既有的消费金融场景合作。

1. 资产端合作

就信托公司的资产端而言，既有的消费金融场景有两类，第一类是传统的消费金融产业链场景。传统的消费金融场景主要为银行、消费金融公司、P2P、电商、线下商户等机构提供的消费贷款或分期服务，在信托公司对消费金融行业信心不足、对不良率存疑的情况下，可以利用贷款牌照以放贷通道的角色出现，积累到一定程度后亦可自主审核借款人资质并发放消费贷款。第二类则是为投资人提供投资收益及超额消费权益中涉及的消费供应商。

2. 资金端合作

由资产端向资金端延伸，信托公司可以利用自身的财富管理优势，以资金提供方的角色出现在消费金融产业链中，尤其是帮助放贷能力受限于资本金的消费金融公司、小贷公司提供资金支持。

资金端再次延伸，信托公司可以将资产端创造的债权资产，利用信托公司的破产隔离优势，在进行分层、增信、评级等措施后，以资产证券化方式发行公募、私募产品。

简而言之，信托公司展业消费金融的路径需由易入难，由简单到复杂，起步阶段嵌入消费而不是打通消费，合作共赢而不是一步到位试图打造闭环，沿着“与 B 端客户合作→C 端集合资金信托计划募资→ABS、ABN”的路径或许更为顺畅。

（二）展业关键要素选择

信托公司业务模式的选择并不能直接助推其在消费金融领域的成功。信托公司进军消费金融，能够分享到消费金融市场爆发的红利，同时也面临蛋糕份额的竞争。2016 年 9 月，消费金融产品新婚宝联合某银行发布的一份个人消费金融调研报告显示，90% 以上的个人客户在需要消费性贷款时会选择银行。目前消费金融业态呈现出以银行为核心，互联网个人消费信贷、线下消费金融机构及小额贷款机构为辅的

局面。

消费金融的五大关键要素是获客能力、风控能力、资金成本、运营能力和人才培养。与信托公司展业消费金融相对应的，需要在消费场景及客群选择、风控模型、数据及征信积累、丰富融资渠道、加强系统建设等方面下大力气。

1. 消费场景及客群选择

消费金融的发展并非是孤立的，确定的场景才容易控制资金的流向和风险。消费金融产业链中的消费场景包括线下消费场景和线上消费场景两类。根据消费金融资产所对应的业务类别，适宜选择购房、购车、3C、旅游、家电、装修、租房、教育等消费场景。

言及消费金融必谈“场景”，消费场景既是消费金融的重要基础设施，也是消费金融行业获客的关键。互联网环境下的零售行业趋于“碎片化、个性化、去中心化以及场景化”，令消费金融呈现“得场景者得天下”的业务特点。目前，消费金融行业的主要客群是处于消费升级时代有着超前消费欲望的年轻一代，包括白领、学生、中产阶级等。

值得注意的是，消费场景下的消费金融由于需要依靠系统完成风控，因而线上线下消费场景中的消费金融操作均偏向线上。

2. 风控逻辑选择

传统的信贷风险建模是信用评分卡模型。这是一种成熟的预测方法，但这一方法有效的前提是客户之前跟金融机构打过交道，有一定的信用记录。波士顿咨询报告数据显示，央行个人征信覆盖率仅为35%，信用记录的缺失令风控模型成为一个技术性问题。

目前比较有效的解决方式是大数据方法。结合日常的消费、旅游、娱乐等行为数据和金融数据，综合数十万个变量进行风险建模。在这种方法下，一是覆盖的人群足够高；二是在有着极多变量的风控模型中，即使部分变量缺失，模型也会保持一定的稳定性；三是其中高维、稀疏的综合数据是真实稳定的，相应的风控模型也更有效、精度更高；四是面对小额、分散、数量极多的客户，传统风控手段成本极高，而采用大数据系统模型批量处理，能够大大降低风控成本。

消费金融业务最大的风险是信用风险，最大的问题是难以把控资金的去处。不同的消费金融业务、模式的风险不尽相同，因而在个人多维数据之外，还应根据消费场景、现金贷还是受托支付、不同期限、不同额度等设计出不同风控模式和风控模型。

3. 资金渠道选择

资金成本是消费金融机构竞争力的有力体现。能否获取多渠道、低成本资金，也

成为消费金融机构盈利与否及盈利高低的重要影响因素。

消费金融公司、电商等消费金融企业存在融资难、融资贵的困难。此类企业自有资金普遍较少，难以类似银行等金融机构获取低成本资金，表内资产包较小，难以满足直接投资机构的需求，因此也难以通过资产证券化形式融资。受自身规模及机构性质的限制，信用等级较低，亦难以直接对接资本市场或机构资金从资本市场或金融机构获得债务类融资。消费金融行业兴起后，随着市场对消费金融资产认知程度的提高以及社会平均融资成本的下降，消费金融机构的融资成本也在降低。与此同时，消费金融资产证券化开始成为低成本资金渠道的重要来源。就蚂蚁花呗、京东白条、分期乐等第一梯队发行 ABS 的经验来看，市场对优质基础资产的认可程度不断提升，资金成本不断降低。因此，信托公司在传统集合资金信托募资方式之外，可多探索资产证券化方式，以低成本资金对接业务创造的消费金融资产。

五、信托公司展业消费金融的五大业务模式

信托公司进入消费金融领域的角度有两种，第一种为信托资产来源、资金运用分类角度，第二种为消费金融产业链角度。第一种角度，从信托功能来看，可分为投资类、融资类和事务管理类，相应地，信托公司介入消费金融领域后展现出场景化理财业务模式、信托贷款模式、消费信托模式等；第二种角度，在消费金融产业链中，信托公司可以担任资金供给方、消费金融服务方的角色。从目前业务发展、信托公司能力来看，信托公司可以集合资金信托向消费金融供给方发放流贷、设计 ABS 为消费金融供应方提供资金作为资金供给方，还可以以现金消费贷、受托支付以及助贷模式成为消费金融服务方。

根据信托公司介入消费金融领域的角度，可以探索以下五类业务模式。

（一）“投资回报附消费权益”模式

1. 基本交易结构

“投资回报附消费权益”模式是信托公司介入消费领域最为简单的“消费 + 信托”模式。此类模式的操作方式即为在既有集合资金信托模式基础上，为投资人采购具有吸引力的消费权益作为集合资金信托计划投资回报的一部分或是作为全部的投资回报。消费权益可以同时来源于信托资金的投向标的或融资标的，也可以另外采购。

2. 产品案例

（1）案例 1：某信托 · 果时财富 2015001 号集合资金信托计划第三期。

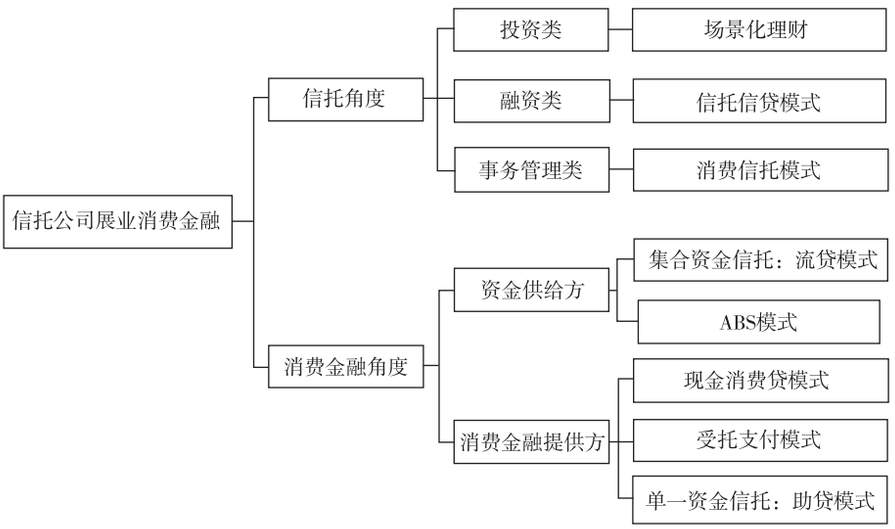


图 9　信托公司展业消费金融角度分析

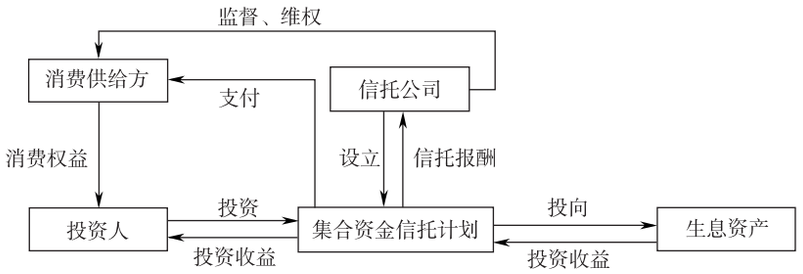


图 10　投资回报附消费权益模式（消费供给方为第三方）

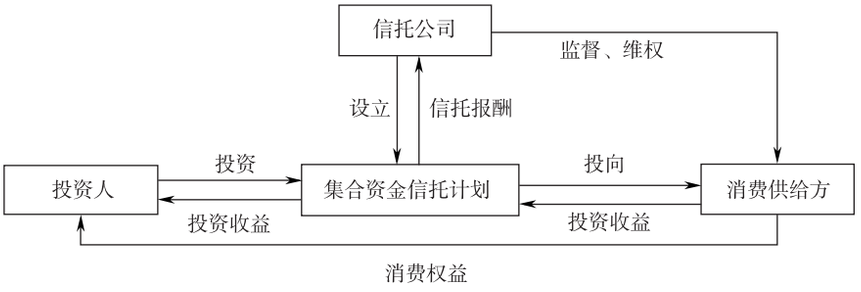


图 11　投资回报附消费权益模式（消费供给方为融资方）

信托规模 5000 万元（多个销售期，每期 5000 万元），信托期限设 3 个月、6 个月等多个期限。信托单位分类：A 类委托人交付信托资金 300 万（不含）以下、B 类委托人交付信托资金 300 万（含）以上。根据第三期募集公告的 B 类委托人预期收

益情况：Ba1 类，期限 3 个月，现金年化收益 5. 80%，实物部分锦食满仓季卡；Ba2 类，期限 6 个月，现金年化收益 6%，实物部分锦食满仓半年卡。

资金用途：信托资金用于向借款人北京汇源饮料食品集团有限公司发放信托贷款，并接受委托人的委托，以信托贷款所产生的部分利息用于向北京四季本源农业科技发展有限公司采购果时汇宅配卡；信托贷款用于补充经营性流动资金。闲置资金可用于银行存款、国债、货币市场基金等低风险高流动性的金融产品。

（2）案例 2：某信托·梧桐树集合资金信托计划资产配置类 9 号投资单元第 1 期。

信托规模 2 亿元，期限 12 个月，信托资金投资于“艺术品消费 1 号单一信托计划”信托受益权。在信托计划运行期间，委托人享有 3 次消费选择权。在推介期间（第 1 次消费选择权）及信托计划存续第 8 至第 12 个月时（第 3 次消费选择权）自艺术品合作机构筛选出的艺术品现货清单画册选择各类艺术品进行消费；有权在信托计划存续第 5 个月至第 8 个月（第 2 次消费选择权）自艺术品合作机构为委托人组织的艺术品展览中选择是否消费。

委托人可选择行使消费权购买艺术品，也可选择放弃消费权。若选择放弃消费权，委托人可获得全部投资本金和收益；若选择消费，则需要抵扣艺术品消费金额。

3. 小结

该类信托产品结构设计相对比较简单，信托公司多有实践，早期多归类为另类投资信托业务，涉及酒类、黄金、艺术品等。信托公司主要与消费服务或产品提供商直接合作，业务实质仍以提供融资服务为主，产品创新重点在于信托利益分配方面，既可以是现金收益，也可以是消费性权益，或者二者的组合，给予委托人更加丰富的选择。

（二）“助贷”模式

“助贷”模式即信托公司以放贷通道角色参与消费贷的方式。这一模式下，信托公司直接与消费者签订个人消费信托贷款合同，消费金融服务机构作为贷款中介服务机构，一方面提供 B 端商户和 C 端客户推荐及资质审核服务，另一方面协助信托公司提供贷前、贷中与贷后全流程理。

“助贷”模式又分为现金消费贷及受托支付两种。

1. 现金消费贷模式

（1）基本交易结构。

助贷模式中的现金消费贷即消费者向信托公司申请现金消费贷款，信托公司将贷

款发放至消费者指定账户，消费者自行完成消费的业务模式。

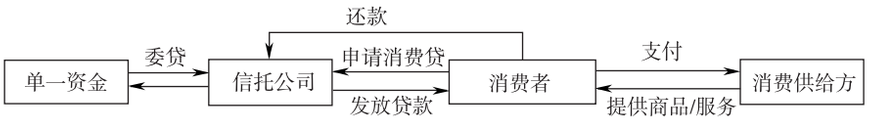


图 12　助贷模式之现金消费贷模式

（2）产品案例 1：某信托与捷信消费金融公司（以下简称“捷信”）合作。

在此业务中，捷信主导审查消费者个人信息，并定期向某信托提交合格借款者名单及金额；信托公司发行“汇金系列集合资金信托计划”募集资金，并按照捷信提供的名单，与借款人签订个人信托贷款合同，定期批量放款；由捷信负责日常贷款管理、协助某信托进行还款管理与不良催收，以及档案收集与保管等一系列贷款管理中介服务。

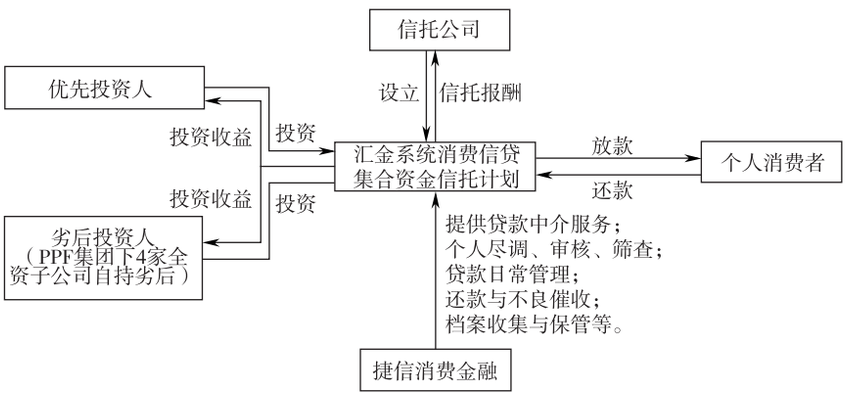


图 13　汇金系列消费信贷集合资金信托计划

在产品风险管控方面，一是通过结构化设计，并由 PPF 集团下 4 家全资子公司持有劣后级份额；二是由 4 家公司为消费者还款义务提供连带担保责任，并对担保比例进行定期监控，在担保比例过低时要求补充次级份额；三是现金截留与余额控制，对信托专户内资金存量进行监管、控制，必要时对账户现金进行截留；同时要求扣除应付贷款本金后余额大于已计提未支付费用；四是资金直接划拨，要求放款资金直接划入个人账户，还款资金直接还入信托专户。

（3）产品案例 2：蚂蚁借呗（“某信托·西子 1 号信托”“某信托·天云 1 号信托计划”）。

蚂蚁借呗是 2015 年支付宝推出的个人网上消费贷款服务，是首次将信托贷款大

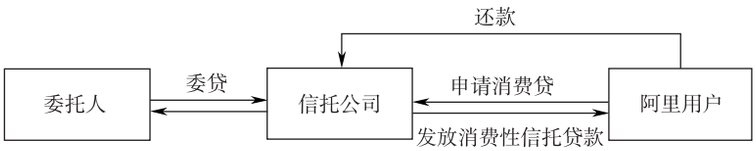


图 14　蚂蚁借呗业务模式

规模移至线上的尝试，线上发放现金消费贷也是目前最容易标准化、可复制性强的互联网信托产品。运作中，芝麻分不低于 600 的用户按照分数的不同，可以申请最高 50000 元的贷款，期限分 6、12 个月，支持随借随还，按天计息；贷款利率根据账户及个人信用情况进行综合评估确定；还款方式有每月等额本息和先息后本两种。2016 年 4 月 21 日，蚂蚁借呗公布上线一年数据，授信客户 3000 万，累积发放消费信贷 494 亿元，成绩斐然。但是，蚂蚁借呗存在与其他可取现类现金信用借款同样的问题，虽然在合同中约定资金用途为消费，实则难以监控资金的真正用途。

目前，蚂蚁借呗的资金出借主体有阿里小贷、信托公司等。其中，通过小贷公司直接发放消费贷款的模式在业内较为普遍，通过信托公司放款而由阿里小贷作为贷款服务顾问的方式则是为了解决小贷公司的资金问题。与小贷公司相比，信托公司是可以发放本外币贷款的金融机构，合法资金来源即可，且目前操作的互联网个人贷款均为事务管理类业务，占用资本金较少，信托公司也因此成为各大互联网消费金融平台发放消费贷款的适宜的通道。

2. 消费贷受托支付模式

（1）基本交易结构。

助贷模式中的受托支付模式中，信托公司将消费者因消费具体的商品/服务而申请的消费贷受托支付至提供商品/服务的商户，有效改进难以监控消费贷资金的真实用途这一问题。

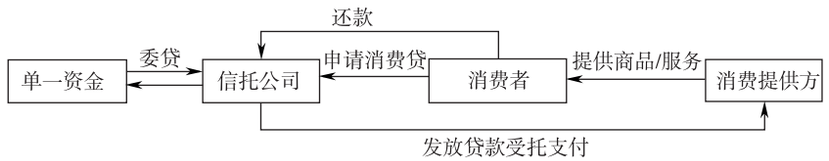


图 15　助贷模式之消费贷受托支付模式

（2）产品案例：京东白拿（某信托·融聚 144 号消费贷款）。

京东白拿是京东金融推出的一类“消费 + 理财”产品，用户购买理财，可以按

照京东商城同等配送方式获得一定的商品，理财到期返还金额不低于本金。贷款额度不超过白拿商品金额，最长期限为对应理财期限 +20 天，按天计息，可提前还款，提前还款无手续费；贷款利率一般与固收理财预期收益率持平；还款方式为到期一次性还本付息，理财到期分配收益时自动还款，无需借款人自行操作。

总体看，京东白拿是一种场景化理财，嵌入消费也是为了促进理财的销售。京东白拿呈现以下特点：一是能够实现京东金融与京东商城的业务协同，同时京东金融通过京东商城导入流量；二是保证消费用途，消费贷以受托支付方式直接支付给京东商城；三是理财到期收益作为信托贷款的还款来源，并通过委托京东金融平台分账并代扣代付的形式实现。

在 2016 年 3 月之前，京东白拿一直采用“一年期万能险 + 保单质押贷款代支付消费款项”的方式。2016 年 3 月，保监会发布《关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》，要求存续期限不满 1 年的中短存续期产品应立即停售，京东白拿业务暂停。2016 年 6 月，京东白拿以“固收理财 + 信托消费贷款代支付消费款项”的方式重新上线。

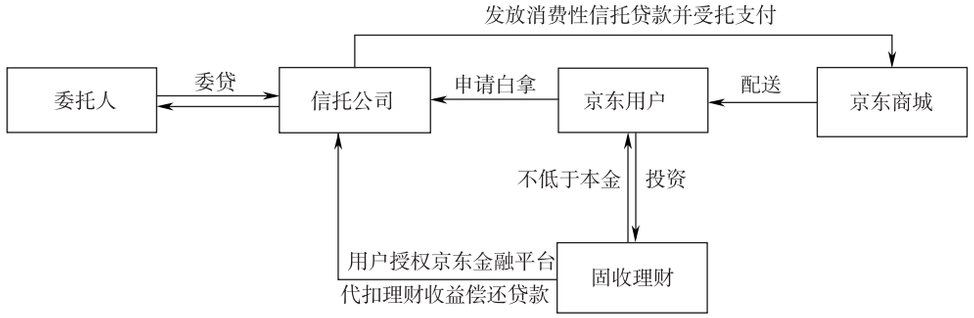


图 16　京东白拿业务模式

3. 小结

在“助贷”模式下，信托公司依托消费金融服务机构的获客及贷款管理能力，直接向消费者提供贷款，整体结构相对简单。消费金融服务机构主要提供客户引流及贷款服务管理能力，故而对其获客能力，以及识别、审查原始借款人资信能力有较高要求。此类业务在开展早期并无相关政策约束。至 2015 年，北京银监局办公室下发“37 号文”，要求信托公司开展此类业务时，需尽职做到对个人消费贷款业务的全流程主动管理，对信托公司业务流程管理与风控提出严格要求。因此，信托公司未来开展助贷模式必须注意：一是根据业务发展需要，做好长期系统需求规划，在系统层面

对个人资料的自动审核、实时放款、贷款系统化管理、还款管理、中后台核算与账务处理等有效管理；二是选择规模较大的消费金融机构，以及在大数据、互联网电商领域实力较强的机构合作，主体信誉十分关键。

（三）“流贷”模式

信托公司仅作为消费金融提供方的资金供给方也被称为“流贷”模式。“流贷”模式下，主要由信托公司通过信托贷款方式，向消费金融服务机构提供融资，从而实现对消费金融业务的切入。目前，主要以信托与消费金融公司、消费分期平台等机构合作为主。

信托公司提供资金的方式有集合资金信托和 ABS 证券化两种。

1. 集合资金信托模式

（1）基本交易结构。

流贷模式中的集合资金信托模式即信托公司发行集合资金信托计划，募集资金用于向消费金融服务商提供资金支持。

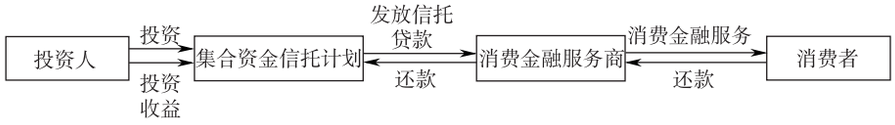


图 17　流贷模式之集合资金信托模式

（2）产品案例：某信托与捷信的流贷合作。

捷信向信托公司提出总融资需求，信托公司发行“汇金系列集合资金信托计划”募集资金，并通过该信托计划向捷信消费金融公司发放信托贷款；捷信向个人消费者发放个人消费贷款，同时将以信托贷款资金为基础形成的个人消费贷款逐一质押给信托公司。

在风险控制方面[①]，信托公司主要采取的措施有：一是产品结构化设计，由捷信自持劣后级份额；二是要求捷信存入一定规模的保障性自有资金，并在规定时点上对保障性自有资金比例进行控制；三是对个人消费贷款应收账款进行质押；四是对个人消费贷款的坏账比例进行月度控制，并根据坏账比例情况或要求捷信追加保障性资金；五是设立“放款专户”与“还款归集户”，对收支账户双线控制。

① 此项业务在捷信进入内地之初便已起步，期初捷信业务处于摸索阶段，不良率较高，故而风控措施较为严格。

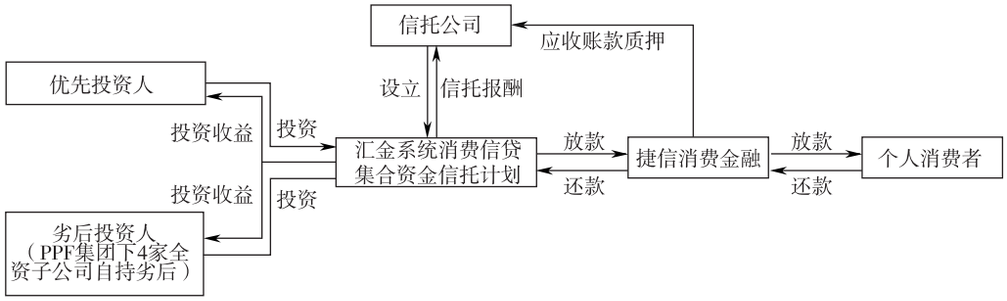


图 18　汇金系列消费信托集合资金信托计划

2. ABS 模式

伴随着消费金融市场的不断发展，消费金融业务以“资金需求——资金供应和消费需求——消费供应”为核心逐渐延伸，其中消费金融资产证券化是目前规模最大、参与主体最多的消费金融延伸业务。

消费金融业务形成的资产具有小额、分散的特性，天然成为适合资产证券化的资产。而消费金融 ABS 的成功，既为市场增加了资产的种类和规模，也为参与消费金融的机构增加了新的资金来源。消费金融资产证券化的快速发展，一方面是消费金融机构本身融资需求旺盛（赊销模式占用大量资金，小贷模式受资本金规模和杠杆率的限制），另一方面也有传统金融机构急需寻找新的业务种类借以转型而推波助澜的原因。

（1）标准 ABS 模式。

信托公司参与的消费金融 ABS 业务模式通常包括信托公司、原始债权人、评级服务中介及投资机构等，其模式如图 19 所示。

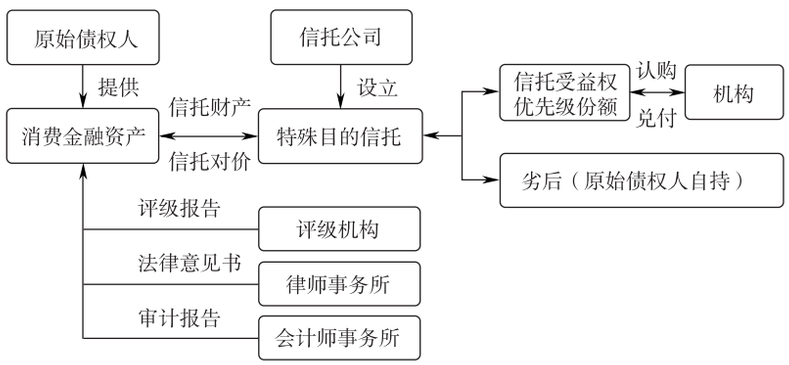


图 19　消费金融“ABS”模式业务结构设计

原始债权人将其合法持有的消费金融资产作为信托财产，委托信托公司设立特殊目的信托（SPT）；聘用评级机构、律师事务所与会计师事务所对基础资产进行评级，确定优先级与次级份额比例；产品发行中，合格投资者认购优先级份额，原始债权人自持次级。

在风险管控方面，常见措施有：一是结构化设计，由原始债权人自持劣后级份额；二是要求基础资产债权完整，无抵质押或第三方权属主张；三是确定基础资产分散度要求及单户贷款比例限额；四是期限要求，简单的过手摊还型通常要求期限尽可能匹配；如为计划摊还且基础资产循环购买，则原始债权人与信托公司协商约定现金管理职责承担方（通常为原始债权人，如做主动管理则为信托公司）；五是差额补足及不良资产替换，要求原始债权人在付息及支付各项费用时点，提供现金差额补足义务，并在出现不良时履行资产替换义务；六是进入摊还期后，信托公司将对账户资金进行现金截留。

（2）类 ABS 模式。

该模式通常包含四类主体：投资机构、信托公司、第三方投顾及原始债权人，主导方通常为投资机构与第三方投顾。投资机构选定原始债权人及其目标资产，并委托第三方投顾机构担任财顾，或由实力雄厚的第三方投顾机构锁定基础资产后，再与投资机构达成合作意向。第三方投顾负责基础资产的筛选及评级分层（通常由第三方投顾聘请评级机构、律所等机构，参照公募标准开展评级工作），并寻找信托公司设立信托计划通道（通常为事务管理型）；信托计划募集资金用于认购消费金融资产债权收益权，第三方投顾负责日常现金流管理及闲置资金投资等工作，由原始债权人作为服务机构对基础资产进行日常管理；信托公司仅按照投顾投资建议进行投资管理，仅承担一般信托事务的执行职责，不承担主动管理职责。一般模式下，由投资机构认购集合资金信托计划优先级，并以该信托计划募集资金投资原始权益人真实持有的消费金融资产债权收益权。

（3）产品案例：中银新易贷 2016 年第一期个人消费贷款信贷资产证券化信托资产支持证券项目。

中银消费作为发起机构与信托公司签订《信托合同》，将中银消费发放的信贷资产委托给信托公司成立资产证券化信托；发起机构、受托机构和主承销商签订《承销协议》，由信托公司担任发行人在银行间债券市场公开发行资产支持证券；信托公司与项目贷款服务机构（中银消费）以及资金保管机构分别签订《服务合同》和《资

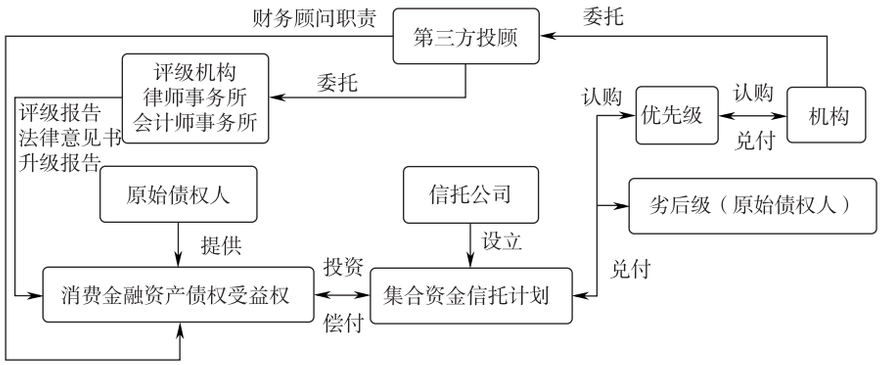


图 20　消费金融类“ABS”模式业务结构设计

金保管合同》，委任发起机构和中国银行分别担任本项目的贷款服务机构和资金保管机构；主承销商/承销团将证券发行收入交付给受托机构，由受托机构将发行收入扣除相关费用后交给发起机构作为资产支持证券的发行对价。

本次信贷资产证券化入池资产质量优良，全部为按照中银消费信贷资产五级分类的正常类贷款。截至初始起算日，本次资产池贷款余额为 69901 万元，加权平均贷款利率注为 14.43%，加权平均剩余期限为 15.5 月；本次资产池的资产来自 40531 个借款人的 40531 笔贷款，平均贷款余额规模为每笔 1.7 万元。产品主要采取内部增信方式，具体安排有：一是结构化设计。该证券化产品分三档：优先 A 档资产支持证券占发行总量 80.26%，优先 B 档资产支持证券占 12.09%，二者均面向市场发售；次级档资产支持证券占 7.65%，由发行机构自持。二是超额利差。入池资产年化加权平均利率为 14.43%，高于优先档资产支持证券化发行利率和资产支持证券税费之和。三是信用触发机制。包括同参与机构履约能力相关的“加速清偿事件”，以及同资产支持证券兑付相关的“违约事件”，信用事件一旦触发将引致基础资产现金流支付机制的重新安排。

3. 小结

“流贷”模式实质为信托公司向消费金融机构发放流动性资金贷款或者通过证券化技术等实现盘活存量资产，结构相对简单，监管政策制约较少，与消费金融机构达成合作后，容易在短时间内上规模。对于直接发放流动性资金贷款模式来讲，合作对手选择十分关键。消费金融公司作为持牌机构所受监管较严，日常经营管理规范严谨，主体资信度较好，尤以银行系消费金融公司为优。此类合作模式还可推广至与消费分期、小贷公司等机构。但目前，小贷公司、消费分期机构鱼龙混杂，且业务运营、经营管理多有不足，与此类机构合作时需特别审慎。

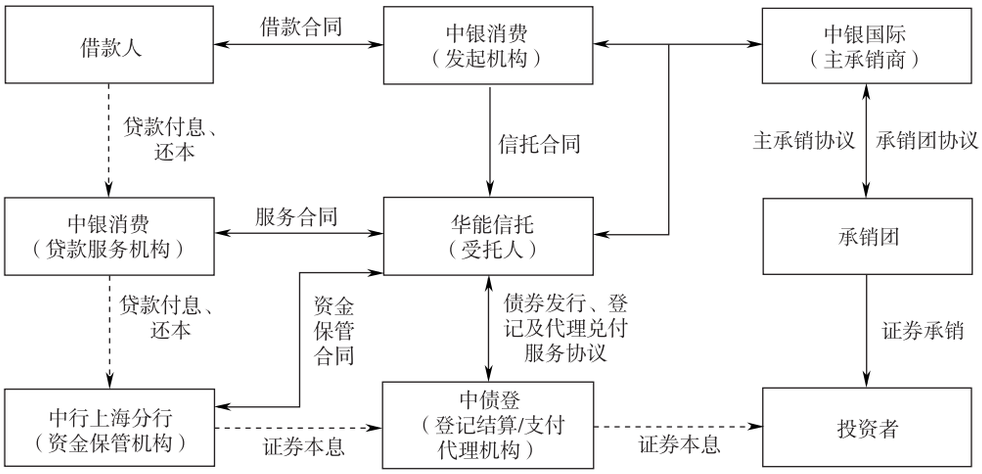


图 21　中银消费 ABS 产品业务模式

在证券化模式下，无论是标准 ABS 还是类 ABS，两者均涉及对底层资产评级，因此对原始债务人信誉度有较高要求，或需由其他高信誉机构为其提供担保增信，方能确保资产评级达到投资方要求。在实际操作中，由于原始借款人数量庞大且分散，无法实现借款账户逐一变更至指定账户（通常为信托专户），因此原始债权人的主体信誉同样甚至更为重要，风险管控主要依托底层资产的分散性，以及产品结构化设计、差额补足及不良资产替换条款、现金管理措施等措施。另一方面，如采用循环购买模式，或不满足金融资产终止确认法则中“现金流量过手安排”要求，可能对原始债权人资产出表构成障碍（如有出表要求）。目前此类业务政策约束相对较少，但在特定领域已有监管关注。如 2016 年 4 月，教育部办公厅、银监会办公厅两部委联合发布《关于加强校园不良网络借贷风险防范和教育引导工作》的通知，对校园消费分期敲响警钟，以此类基础资产设立的证券化产品或将受到监管严密关注。此外，部分大型国有银行对“类 ABS”结构的认可度较低，采用此模式或有一定障碍。同时，如基础资产为银行类消费信贷资产，《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》中有相关约束。

（四）“消费信托”模式

在国内，综合类消费金融业务属于相对较新的业务类型，信托公司开展此类业务主要以消费信托及消费众筹[①]等形式为主，业务模式通常与消费者特定需求或特定消

① 信托机构参与的消费众筹项目，从法律层面而言，产品属性实质上仍是消费信托。

费品有关。自2013年，中信信托推出“嘉丽泽健康度假产品系列信托项目”，开创国内消费信托先河后，已有包括长安信托、西藏信托等多家同业试点此类业务。

表4　　国内部分消费信托产品简介

产品	机构	时间	合作机构	消费类型	特点
嘉丽泽健康度假系列信托项目	中信信托	2013年11月	—	医疗养生、旅游地产；	1. 为以往地产项目善后，切入产业链终端； 2. 信托延期或接力的替代方式； 3. 保证金成为隐性“资金池”。
比利时塔斯钻石现货投资与收藏信托项目		2015年3月	比例时钻石商塔斯家族	钻石消费	1. 包括A\B\C三类； 2. 在购买、交割、存续及回购等不同阶段附加更多选择权； 3. 兼具投资与收藏功能。
“一千零一夜”消费信托项目		2014年12月	财经作家吴晓波	旅游消费	1. 包括会籍费与保证及部分； 2. 会籍费获得指定星级酒店一夜住宿权，保证金到期退回。
“海岛游”消费信托		2014年12月	凯撒旅游	旅游消费	1. 包括三款精品线路各一次的出行权益，消费结束后土工消费体验回馈服务； 2. 由中信信托与凯撒旅游成立有限合伙机构负责项目运作。
中国电信消费信托项目	长安信托	2015年	中国电信	电信消费	1. 当期获得Iphone6手机及每月固定话费额度； 2. 到期后获得初始现金返还，并获得消费选择权。
BMW X1信托项目	西藏信托	2015年5月	万宝行（中国）融资租赁有限公司	汽车消费	1. 投资信托产品，获宝马汽车3年使用权； 2. 期间，若无上牌指标，另行提供融资租赁方案解决上牌问题； 3. 到期后提供消费选择权。

资料来源：市场调研整理。

1. 基本交易结构

在消费信托的产业链结构中，主要包括消费需求方、消费供给方及信托公司等三类主体。相较于信贷类消费金融业务，信托服务机构在消费信托业务中主要扮演消费者权益保护，以及消费资金投资与收益分配等角色（见图22）。

2. 产品案例

（1）嘉丽泽健康度假计划。

招商银行将本消费信托产品销售给投资人（即信托计划的委托人和具体消费品

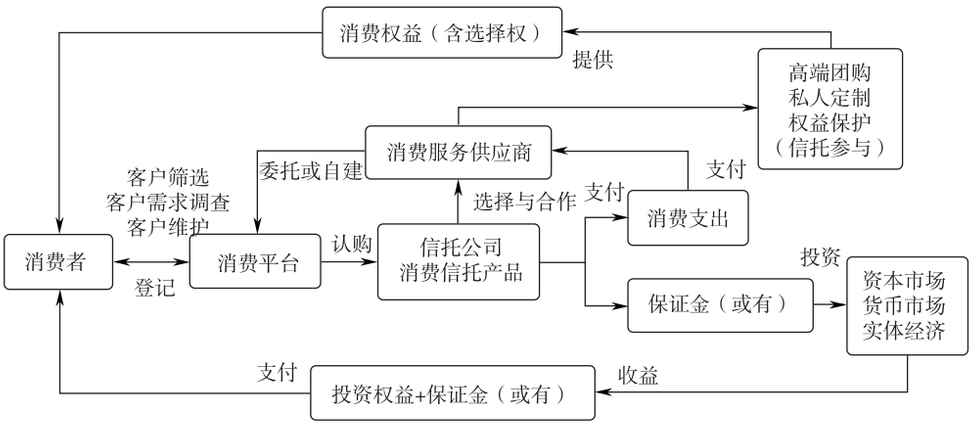


图 22　消费信托产品一般性交易结构设计

的消费者），然后投资人与信托公司签订单一资金信托合同，成立信托计划。若干单一信托项目的信托财产将根据委托人的指令向星语商业采购嘉丽泽健康度假产品。资金进入星语商业后，由其委托中信信诚资产管理有限公司设立专项资产管理计划，对上述产品销售资金进行管理。最后由信托公司最后根据信托合同的规定向委托人（投资人、消费者）分配信托权益。在首期“嘉丽泽健康度假产品”中，客户分为 H 类和 G 类，期限均为五年。其中：H 类产品客户交付资金 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 万元作为会籍费一次性收取，每年会籍费 2600 元，按年度扣减；在度假消费权益方面，客户每年拥有 14 天云南嘉丽泽健康岛度假公寓居住权，另外附赠嘉丽泽项目健康消费卡。G 类产品的门槛则是 18.8 万元，其中 15 万元为保证金，3.8 万元为会籍费，此外亦享有相应的度假消费权益。

（2）长安信托·中国电信消费信托项目。

长安信托于 2015 年与中国电信携手推出该消费信托项目，消费者在其电信号上预存 5000 元，并在存续期内每月存入 319 元话费，即可获得 Iphone 一部，同时享受每月 399 元电话套餐；两年到期后，返还预存的 5000 元现金，并提供两项选择权：一是获得 1200 元话费，分期划转至用户账户；二是获得 600 元现金收益。其交易结构及消费权益如图 24 所示。

3. 小结

从已发行的消费信托项目来看，产品端（资金募集）设计主要采取通过消费品供应商提供消费产品实现资金汇集，设立单一资金信托进行运作管理的模式，也有借

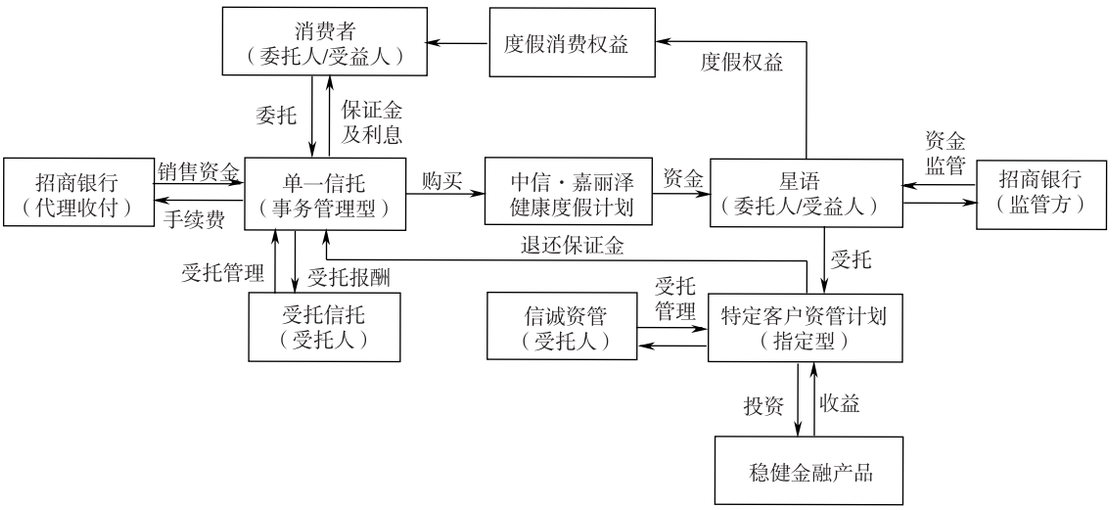


图 23　嘉丽泽健康度假计划

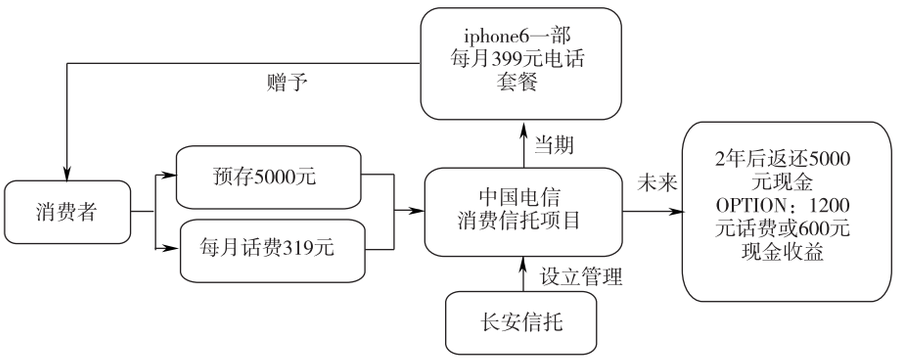


图 24　中国电信消费信托项目

助财产权信托形式，将消费及投资受益权装入信托财产，并在产品端发行权益份额获得对价资金的案例，后一种形式可规避合格投资者条件约束，且资金成本更低。产品募集资金主要由信托进行投资管理，通常被分为两部分：一部分用于购买约定产品的消费使用权益，另一部分则由机构进行运作获得投资收益，具体方案设计则根据消费品及受托机构不同而有所差异。此外，消费信托产品定价或消费权益的采购管理以及客户 IT 系统是能否运作成功的关键环节，一方面是信托公司需要能够筛选、锁定具有高性价比的消费品或服务供应商；另一方面产品线上销售时，客户信息、单独账户和消费权益管理等需要有力的 IT 系统支撑，需要前期较大规模的投入。

（五）“消费众筹”模式

“消费众筹”业务在国内尚属新兴事物，但发展迅速。其核心在于，充分利用投

资人“爱屋及乌”的情感属性，将其对于某类消费品的强烈偏好，通过投资该项目获得消费权益而充分放大，实现消费、投资与情感偏好的有效统一。

1. 影视消费众筹模式

（1）“百发有戏”电影消费信托。

2014 年 9 月，中信信托、百度金融、中影股份及德恒律所联合启动“百发有戏”电影消费互联网平台，以“消费众筹 + 电影 + 信托”模式，完成电影《黄金时代》票房及消费权益的对接，开启信托机构参与消费众筹的序幕。

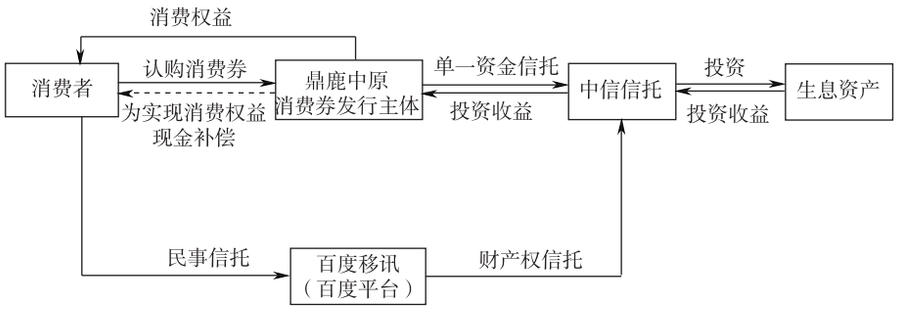


图 25　《黄金时代》消费众筹财产权信托计划交易机构

百发有戏消费信托交易机构模式共有三个关键环节，分别为：

一是消费券销售。消费者购买北京鼎鹿中原科技有限公司发行的消费券，相应享有《黄金时代》电影的消费权益；消费券发行机构将在设置条件全部成就之后，向消费者提供制片人权益章，如条件未全部成就，则消费券发行机构在消费权益有效期间届满之日起的 10 个工作日内，向消费者进行现金补偿。

二是资金的集中及使用。北京鼎鹿中原科技有限公司将发行消费券汇集的资金委托给中信信托设立单一资金信托信托；中信信托将资金用于稳健投资。

三是权益的集中和监管。消费者将消费券项下的消费权益向北京百度移讯科技有限公司设立民事信托，消费者为该民事信托委托人/受益人，北京百度移讯科技有限公司为该民事信托的受托人；北京百度移讯科技有限公司将消费权益进一步向中信信托设立消费权益信托。北京百度移讯科技有限公司为该财产权信托的委托人/受益人，中信信托信托作为财产权信托的受托人；中信信托负有协助维权责任。

表 5　　《黄金时代》项目年化现金补偿率

票房规模	<2 亿元	2 亿 ~3 亿元	3 亿 ~4 亿元	4 亿 ~5 亿元	5 亿 ~6 亿元	>6 亿元
年化现金补偿率	8%	9%	10%	11%	12%	16%

资料来源：根据网站资料整理。

（2）阿里娱乐宝。

娱乐宝是2014年3月26日阿里巴巴数字娱乐事业群推出的产品，主打“100元投资影视剧，预期收益率7%”，还可获取“譬如影视剧主创见面会、电影点映会、独家授权发行的电子杂志、明星签名照、影视道具拍卖、拍摄地旅游等”娱乐权益的粉丝经济概念。娱乐宝第一期上线项目有电影《小时代3》《小时代4》《狼图腾》《非法操作》和社交游戏《魔范学院》，总投资金额7300万元；娱乐宝二期项目共包括《露水红颜》《绝命逃亡》《边缘线》《老男孩》《魁拔Ⅲ》5部电影，总投资额为9200万元。娱乐宝运行一年共融资5.6亿元，投资电影近20部，相应电影票房累计达到37亿元。

从交易实质来看，用户购买的是一款国华人寿的一年期保险理财产品，保险资金通过投资最终投向影视剧的集合资金信托计划而实现对影视剧的投资，娱乐权益为赠送。根据保险资金投资相关规定，并非所有资金均投向影视项目；固定收益回报意味着保险理财资金最终以高成本债权形式或明股实债的形式投向影视项目，与影视投资高风险属性不符，大大降低了影视项目的合作意愿。因此，娱乐宝目前已逐渐成为衍生品产品众筹平台，急需寻找新的机会突破。

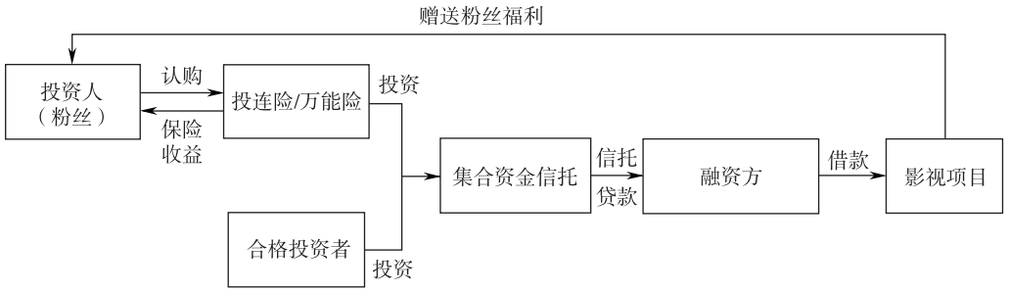


图26　阿里娱乐宝万能险业务模式

2016年10月，娱乐宝全新消费信托项目《奇迹：追逐彩虹》上线，11月，《摆渡人》项目上线。两个项目在开放期内汇集金额分别达到1000万元（17474人）和3000.075万元（66855人），实现预期目标。

《奇迹：追逐彩虹》和《摆渡人》均采取如下方式：委托人与信托公司签署财产权信托合同，将影视项目项下的消费权益作为信托财产委托给信托公司，由信托公司受托管理、运用信托财产，其中管理、运用的方式为通过互联网平台“娱乐宝”向消费者提供信托财产暨影视消费权益，由消费者签署《影视消费权益购买协议》并预约购买/够买。简而言之，娱乐宝采取信托公司向个人出售信托财产的形式实现汇

集个人资金以“风险投资”影视项目。

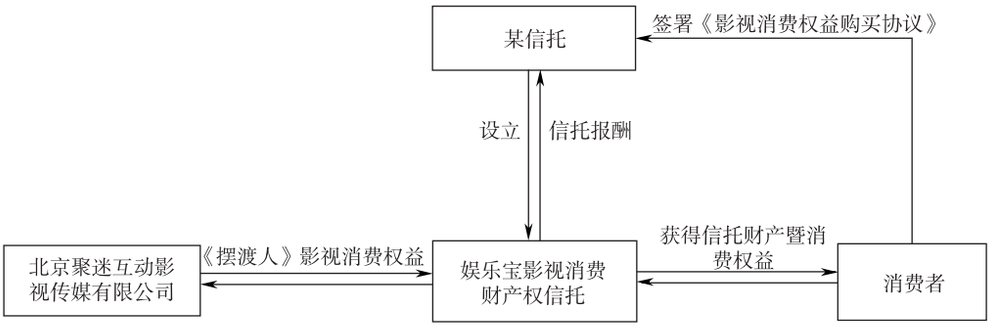


图 27　阿里娱乐宝出售信托财产业务模式

以《摆渡人》项目为例，具体的交易结构及影视消费权益明细如下：

表 6　　《摆渡人》项目影视消费权益礼包明细

项目	售价	权益明细及数量	票房分成说明
礼包一	100 元/份	①票房分成——普发 ②《摆渡人》电子版独家剧照——普发 ③明星签名卫衣——抽奖 ④电影主题 17 年台历——抽奖 ⑤城市电影路演场的名额——抽奖 ⑥明星签名烫金海报纸质版——抽奖	电影票房达到　　预期票房收益率 10 亿元以上（含 10 亿元）　6.00% 8 亿元以上（含 8 亿元）　5.50% 5 亿元以上（含 5 亿元）　5.00% 3 亿元以上（含 3 亿元）　4.50% 1 亿元以上（含 1 亿元）　保本 小于 1 亿元　亏本
礼包二	131 元/份	①票房分成——普发 ②《摆渡人》电影票兑换码一张——普发 ③《摆渡人》电子版独家剧照——普发 ④明星签名卫衣——抽奖 ⑤电影主题 17 年台历——抽奖 ⑥城市电影路演场的名额——抽奖 ⑦明星签名烫金海报纸质版——抽奖	

注：实际票房以国家电影事业发展专资办发布的本片最终票房数据为准。

《影视消费权益购买协议》出现“乙方预约购买及实际购买影视消费权益，在任何情况下均不构成认购、申购或者受让信托计划份额”的条款，实际上确实按份出售的类标准化形式。另外，向个人出售信托财产暨出售消费权益的过程，如定性为消费，但未提及发票及维权事宜，如定性为理财（礼包的大部分为普发的票房分成），则存在行消费之名行理财之实的嫌疑。

不过，娱乐宝出售信托财产业务模式试水个人影视项目投资，此业务模式虽仍显粗糙，有待业内进一步论证，但仍不失为有益的尝试。从已经实施的两个项目来看，为维护消费者利益，娱乐宝采取了保守的操作方式，包括北京聚迷互动影视传媒有限公司为北京阿里淘影视文化有限公司 100% 持股，为阿里系企业，两个影视项目也均

已拍摄完毕进入宣发阶段，已规避前期资金风险和制作风险。娱乐宝根本上还是为了实现面向个人的“理财 + 娱乐”产品形态，其业务行为仍处于探索之中。

2. 商品消费众筹模式

苏宁众筹、苏宁易购中华特色馆联合平安信托、江苏省农委于 2016 年 2 月共同推出“中华特色馆—江苏馆”消费宝，是苏宁众筹首创的消费众筹类创新金融产品。消费宝采用“消费券/消费权益 + 商品折扣 + 占款补偿模式”，且其占款补偿年化收益高于同期市场理财收益。

在此之前，苏宁众筹联合某信托推出过“足球宝”和快鹿系列影视项目众筹。“足球宝”是 2015 年 4 月苏宁众筹与 PPTV、某信托、金杜律师事务所本推出的产品“PPTV 欧冠足球宝”，该产品兼具体育产品的娱乐性和金融产品的高回报性的产品。用户只需认筹不同限额的“欧冠足球宝”，在获得 PPTV 会员无广告直播等观球权益的同时，还可获得预期年化收益率 8% 的增值收益增值，更有机会获得巴萨主场诺坎普球赛门票、欧冠转播赛事特别鸣谢等会员专享权益。不过苏宁与某信托、快鹿合作的《叶问 3》等项目因快鹿系出现问题而处于资产纠纷之中。

3. 小结

根据 2015 年 7 月人民银行、中国银监会等十部委联合印发的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》中，支持互联网企业依法合规设立股权众筹融资平台、网络金融产品销售等平台，建立服务实体经济的多层次金融服务体系，更好地满足中小微企业和个人投融资需求，进一步拓展普惠金融的广度和深度。其中对股权众筹融资进行了规范，明确由中国证监会负责监管，但对于本文中提到的消费权益或实物众筹则仍缺乏相应规范。因此，在业务实践中，信托公司需要切实把握好创新与合规底线，制定完善产品运作规范制度，保证交易过程合法合规，安全规范。

六、相关政策建议

伴随着消费金融行业的兴起，越来越多的信托公司开始借助资金和通道优势进入消费金融业务领域。与银行、消费金融公司等消费金融主流机构相比，信托公司是个贷业务的后来者，与天猫、京东相比，信托公司在消费场景和商户端缺少积累。在此情况下，信托行业意欲在消费金融领域有所作为，需要监管机构在基础设施方面给予政策支持。

（一）加快推动消费金融领域相关立法

目前我国对消费金融行业并没有专门的立法。消费金融产业链中消费者既涉及消费又涉及金融，与消费供应商之间有销售产品、提供服务的关系，与消费金融提供商有消费信贷关系，但消费者、消费供应商、消费金融提供商三方关系并没有专门的法律规定。如果三方都从自己的角度出发，有可能会造成利益冲突。如若由于消费供应商的过错造成消费者的损失致使消费者违约，则会导致信托公司及投资人的损失。面对已达数十万亿的消费金融市场，监管有必要尽快出台相关规定约束各方权责，并启动消费金融立法，保护市场各方的合法权益。特别是对于创新十分活跃的互联网消费金融领域，在国务院部署开展的互联网金融专项整治工作基础上，有关部门应尽快总结经验教训，积极推动互联网金融领域立法，适时出台相关管理规章，营造有利于互联网消费金融发展的良好制度环境。

（二）完善信托公司消费金融业务监管

进军消费金融领域是信托行业转型的重要方向。信托公司进入消费金融领域后，信托及贷款功能进入个人业务尤其是个人信托贷款领域。尽管信托公司在个贷领域经验尚浅，但经过近年的实践，已经摸索出一些风险可控的业务模式和盈利模式。从业务循序渐进的角度来看，初期由信托公司独立完成所有过程管理并不现实，宜采用与商户合作、与贷款服务商合作的模式逐步推进。因此，在业务开展初期，建议采取适度监管的措施，重点引导信托公司做好内控、风控及合作方选择等。随着未来在在个人业务领域运作经验、客户、基础数据等的不断激励，鼓励信托公司开展主动管理型消费金融业务。

（三）建立消费金融 IT 系统指导性规范

消费金融业务不同于资金批发型的单体大额企业贷业务，客户导入、业务开展、信息流和资金流的匹配等都必须通过高效 IT 支持系统来完成，而且涉及消费端、合作商户端、征信机构端、信托端等多个主体和多个端口，系统的要求非常高，往往需要较大投入。同时，银行账户开立、资金清算账户、电子签约效力等问题也直接制约着消费金融业务的拓展。目前进入消费金融领域的各信托公司投入不一，有自行开发、合作开发或依赖合作方数据不开发系统等多种方式。建议及时落地相应的系统开发、运营规范，给予信托公司开展消费金融业务以实操性指导。

（四）探索建立会员制的征信体系

消费金融业务更多是面向中低收入人群的无抵押无担保的信用贷款，属于高风险高收益业务。征信体系不够完善，直接制约了消费信贷业务的发展。目前我国征信体系为以央行金融信用信息基础数据库为主导、市场化征信机构为辅的多元化格局，征信机构已达数百家，但各征信机构间互相隔离，并未互联互通，数据孤岛、个人数据碎片化严重。个人征信数据短板，容易造成较高的坏账率。征信机构作为消费金融领域的基础设施，其与消费金融机构存在互为促进的共赢关系，个人信用数据的共享和价值挖掘方面需要监管和征信行业的共同努力。建议由央行、中国银监会牵头，借鉴日本式的会员制征信体系，以会员共享的方式，鼓励征信机构从分散走向联合，从封闭走向跨行业。

参考文献

［1］SCF 2013 Survey of Consumer Finances［R］. 2013.

［2］孙章伟．美国消费金融及其在金融危机中的表现分析［J］．国际金融研究，2010（5）.

［3］中岛芳德．日本消费金融的案例和对中国的启示［J］．郭庭佑译．金融科技时代，2014（9）.

［4］王江，廖理，张金宝．消费金融研究综述［J］．经济研究，2010（增刊）.

［5］汪洋，白钦先．消费金融发展的理论解释与国际经验借鉴［J］．金融理论与实践，2011（1）.

［6］牟艳艳．国内外消费金融公司比较研究［D］．北京：首都经济贸易大学，2013.



区域发展信托投资基金创新路径与实践研究

课题单位：紫金信托有限责任公司

摘　要

随着地方政府债务问题的日益突出，为解决地方政府债务问题、削减地方政府债务余额，国家对于地方政府举债融资机制进行了改革。2014 年 9 月国务院下发的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（简称“43 号文”），要求地方融资平台剥离政府融资职能，同时不得新增政府债务，信托公司与地方政府平台公司合作的传统政信业务受到了较大冲击。在原有的政府平台类模式难以为继的情况下，探索新的基础产业投融资机制，提高信托公司服务区域经济发展的能力成为信托公司转型的重要方向。

43 号文发布后，PPP 模式被看做是原有地方政府融资平台模式的替代而被寄予众望，但现实中 PPP 模式却面临着落地难的问题。区域发展信托投资基金涵盖 PPP 模式优点同时管理方式更加灵活，能够缓解地方政府财政支出压力、降低项目融资成本、项目落地效率高、改善融资结构等优势。

紫金信托是一家深耕政信业务的信托公司，在过往经验和资源的基础上，面对新形势，紫金信托经过集中攻关和持续创新实践，成功推出“南京城市建设发展基金”“江苏省 PPP 融资支持基金”“江北新区产业提升基金 A”“南京扬子城镇发展投资基金”等业务，组成紫金信托的区域发展信托投资基金系列化业务，其实践成果具备一定的参考价值。

目前信托公司开展区域发展信托投资基金业务还面临着基金期限与所投项目期限难以完全匹配、基金周期长、信托公司管理工作量大、所获报酬偏低等问题。对此，信托公司应加大保险资金获取比例和力度，运用信托支持票据、信托型资产支持票据等形式推进信托受益权标准化；建立一支专业化、流程化的管理队伍，提升管理效率；地方政府则应该在加强信息沟通、降低协调成本、整合区域内金融资源等方面提供多方位支持，从而更好的发挥区域发展基金服务地方经济发展的作用。

目　录

一、课题研究背景 …… 715
（一）地方政府债务问题日益突出 …… 715
（二）信托公司传统政信业务面临困境 …… 716
（三）供给侧结构性改革要求提高区域建设投融资效率 …… 717
（四）PPP 落地困难、非经营项目 PPP 模式适应不良 …… 718
二、区域发展信托投资基金的创新路径 …… 719
（一）区域发展信托投资基金的概念 …… 719
（二）区域发展信托投资基金的创新路径 …… 720
三、区域发展信托投资基金的实践——以紫金信托为例 …… 725
四、区域发展信托投资基金面临问题与对策 …… 727
（一）基金期限与所投项目期限难以完全匹配 …… 727
（二）基金周期长，信托公司管理工作量大，但信托报酬偏低 …… 728
（三）区域发展基金参与方众多、交易结构复杂，对基金管理人的管理能力要求较高 …… 728

一、课题研究背景

（一）地方政府债务问题日益突出

在我国，地方政府债务问题的产生存在着客观的制度性原因，即中央政府与地方政府事权与财权的不匹配。1994 年分税制改革对中央与地方政府的财权进行了重新分配，而事权的划分并未发生较大变化。自此，财权上移而事权下移的趋势一直未能改变。首先，本应由中央和地方共同承担的支出责任如文化、教育、卫生等方面主要由地方政府承担；其次，地方政府承担本地区的基本建设支出规模逐渐增加，尤其在两次金融危机的冲击之下，通过基建保经济增长的具体落实要由地方政府实现，进一步增加了地方政府的支出。

旧《预算法》并没有赋予地方政府举债融资的功能，为了满足规模庞大的资本性支出，地方政府只能通过融资平台公司、事业单位等非正规渠道为地方基础设施建设融资，造成了融资单位预算软约束、地方政府债务大量积累的后果。截至 2015 年末，纳入预算管理的政府债务总额为 26.66 万亿元，其中地方政府债务 16 万亿元。2015 年 GDP 总额为 67.67 万亿元，政府总负债率[①]达 38.7%。地方政府债务余额与全国 GDP 的总额之比则达到了 23.6%，远超美国地方政府 13% ~16% 的负债率上限，也接近加拿大 25% 的上限，地方政府负债率处于相当高的水平。从债务率[②]来看，2015 年全国财政总收入为 15.4 万亿元，地方政府 2015 年债务余额为 16 万亿元，地方政府的综合财力不会高于全国财政总收入，因此地方债务率必然超过了 100%。2015 年底，全国人大常务会审议国务院关于规范地方政府债务管理工作情况的报告显示，已有 100 多个市级、400 多个县级的债务率超过 100%，数量庞大的市县债务及其带来的债务风险引起了社会广泛关注。

2015 年，新《预算法》正式施行，对地方政府债务进行规范管理，地方政府债自发自还 6000 亿元，基于 2014 年底存量债务甄别结果将 3.2 万亿元到期政府债务展期，转换成中长期债务。到期债务被置换而展期，虽然降低了利息支出，将当下的压力分摊到了未来，但并未偿还本金，这使得债务余额只增不减，不断累积，给未来带来巨大的偿还压力和风险。

---

① 负债率 = 年末债务余额/GDP 总额。

② 债务率 = 年末债务余额/当年政府综合财力。

解决地方政府债务问题、削减地方政府债务余额，根本在于对地方政府举债融资的机制进行全方位的改革，主要包括地方政府融资平台改革和财政制度改革两个方面。地方政府融资平台债务占据地方政府债务的三分之一以上，是改革的重点内容。改革主要从三个方向入手：第一，剥离地方政府融资平台为政府融资的职能；第二，政府不得以任何方式为地方政府融资平台的新增债务做担保；第三，地方政府融资平台从政企不分逐步转型为按市场化原则运行的企业，可以发行企业债与项目收益债，权责自负。这三个方向的改革实现了地方政府融资平台债务和政府债务的有效隔离。

财政制度的改革主要从四个方面入手：第一，以建立现代财政制度为目标，改革预算制度，实行中长期财政规划；第二，规定政府举债的方式，包括政府不得通过企业举债，不得为企业债务提供担保，政府可以通过一般债权和专项债券举债，但两种方式都有相应限制；第三，每年通过全国人大设立地方政府债务限额；第四，大力拓展 PPP、城镇化基金、产业基金等新的融资途径，取代通过政府平台进行建设基础设施与公共服务项目的模式。

（二）信托公司传统政信业务面临困境

政信合作模式始于2008 年的 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建设的配套资金，产生了强烈的融资需求。对应各级政府的地方融资平台相继建立，帮助政府通过信托公司进行融资。相对于商业银行，信托公司具有的优势在于：第一，信托资金审批流程规范简洁。银行的资金审批通常要经历从支行到分行、从分行到总行的相对漫长的流程，时效性难以保证。与之相比，信托资金审批效率高，短期内的资金可以到位，解决燃眉之急。第二，创新业务多元且丰富，比如应收账款流动化作为信托的一种创新模式，实际上是依托于财产权信托之上，通过受益权结构化设计，对投资者转让优先级受益权，募集资金，从而给政府提供资金。应收账款流动化能为地方政府盘活低效资产，为政府解决资金难题，开创政府、平台公司、金融机构“三方共赢”的局面。

在此背景下，政信信托业务规模迅速扩张。根据信托业协会数据，基础产业信托规模从 2010 年开始持续增长，并于 2014 年达到顶峰 27694. 4 亿元，增长了近 1. 78 倍。

然而，随着货币持续宽松产生“资产荒”，经济形势使得市场风险偏好降低，大量低成本资金涌向暗含政府信用的地方融资平台，信托公司因不有具成本优势而缺乏竞争力。此外，2014 年 9 月，国务院下发《关于加强地方政府性债务管理的意见》

(43 号文)，要求地方融资平台剥离政府融资职能，同时不得新增政府债务。由于目前政信类项目合作模式大多都是以与平台公司合作为主要开展方式，这一条款对现行政信合作操作模式产生了较大的冲击。据中国信托业协会统计，截至 2016 年第二季度末，在信托资金投向中，基础产业占比为 17.31%，成为信托资产配置的第四大领域。2015 年以来，基础产业占比呈持续下降趋势，2015 年第一季度为 20.75%，第二季度为 18.48%，第三季度为 18.79%，第四季度更是跌落至 17.89%。

由于地方政府融资平台类项目是信托公司的基石业务之一，信托公司面临着巨大的转型压力。由于信托本身在基础产业的投融资项目上积累了丰富的经验，信托公司在转型过程中不可能放弃基础设施类的业务。因此，在原有的政府平台类模式难以为继的情况下，探索新的基础产业投融资机制，提高信托公司服务区域经济发展的能力成为信托公司转型的重要方向。

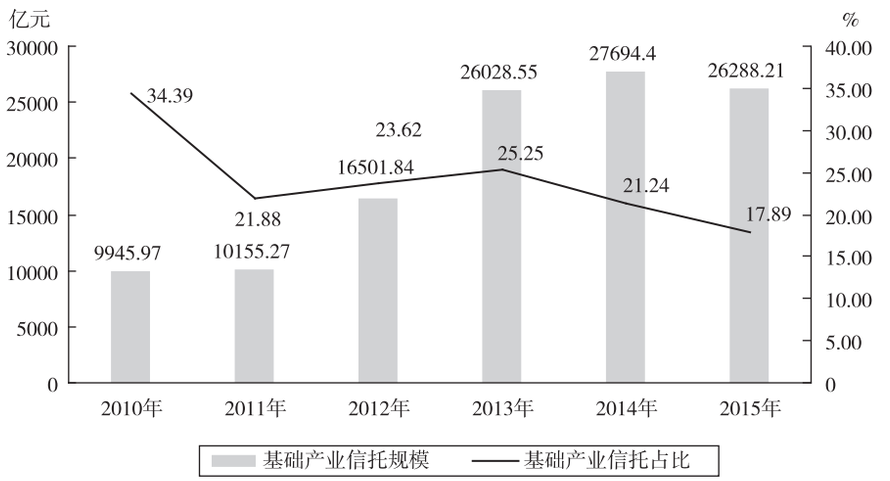


图 1　2010—2015 年基础产业信托规模与占比变化

(三) 供给侧结构性改革要求提高区域建设投融资效率

当前，中国经济处在转型升级再平衡的关键时期。这一阶段，经济运行的主要矛盾是供给与需求不匹配、不协调和不平衡。而矛盾的主要方面在供给侧，主要表现在供给未能做出及时调整适应需求的新变化。在此背景下，中央提出要在保持总需求基本稳定的同时，着力推进供给侧结构性改革，推动中国经济在更高阶段和更高水平上建立新的平衡。具体做法包括，促进产业优化重组，降低企业成本，发展战略性新兴产业和现代服务业，增加公共产品和服务供给，着力提高供给体系质量和效益，更好满足人民需要，推动社会生产力水平实现整体跃升，增强经济持续增长动力。供给侧

改革要求概括总结为“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务。

作为一个重要的经济领域，中国的基础设施建设多年来取得了巨大成就，但从支撑未来经济社会发展的角度来看中国的基础设施建设仍然存在总量不足、标准不高、运行管理粗放等问题。因此基础设施投资、建设运营本身就是中国供给侧改革的重要领域，面临“去杠杆”“降成本”“补短板”的任务。

目前，中国基础设施建设融资渠道相对单一，主要通过地方政府融资平台进行融资。在中国经济进入新常态，地方财政收入增速持续下滑的背景下这种融资模式风险逐渐凸显。为了满足基础设施建设的大量资金需求，推动区域经济建设，一方面要将地方政府融资平台的负债有序转化为收益债券、项目债券等融资品种，降低存量负债的成本；另一方面要加快形成完善的多元化基础设施投融资体系，有效吸引社会资本进入基础设施投资与运营管理，降低基础设施建设增量负债率，组合运用股权、债权、夹层融资等多种金融工具，有效满足建设资金需求，降低杠杆率，提高基础设施建设投资效率。

（四）PPP 落地困难、非经营项目 PPP 模式适应不良

43 号文发布后，PPP 模式被看作是原有地方政府融资平台模式的替代而被寄予众望，但现实中 PPP 模式却面临着落地难的问题。

财政部 PPP 中心数据显示，截至 2016 年 4 月 13 日，纳入全国 PPP 综合信息平台的项目达 7835 个，总投资万亿元，落地率约为 21.7%。但是，如果将 PPP 项目实施的识别、准备、采购、执行、移交分阶段计算，执行阶段的项目数与入库项目数量比，实际的签约数不足 10%。3 月末，全国 PPP 项目的开工数量仅占到全部推荐项目的 8.4%，落地难的问题非常突出。

PPP 模式面临的困难在于制度供给不足、负责 PPP 项目组织管理工作部门职责不清、民营资本进入难，不敢进。目前尚未有 PPP 立法，目前有关 PPP 的法规除了国务院颁布的条例外，多为部门和地方制定，法规层次低，法律效力不高，且还存在财政部和国家发展改革委两个部门版本，未形成完整的法律体系。由于制度供给上缺乏顶层性和系统性，造成实践工作中的困惑和难题无法突破和解决。此外，目前负责 PPP 项目组织管理工作的主要是两个部门，即国家发展改革委和财政部，各自先后下发了一系列 PPP 文件，也各自建立了 PPP 项目库，对规范推动 PPP 工作起到了积极作用。但两部委目前在职责分工上不清晰，在出台的不少政策文件中，存在不一致甚至相冲突的地方，导致地方在执行时无所适从。

更为关键的一点在于，PPP 模式和现有的社会资本需求不匹配。PPP 模式更适合能产生现金流的经营性项目，比如污水处理、垃圾焚烧、收费公路等，这样的项目对于社会资本能产生吸引力。而准经营性项目如地铁、公交、旧区改造，以及非经营性项目如市政道路、绿化工程等，对社会资本吸引力就不足。而中国目前的政府基建项目，90% 以上都是准经营或者非经营性项目，资金需求具有长期化的特征，要引入社会资本困难很大。PPP 获得推动的核心动力，在于引入社会资本分担财政压力。但当前绝大多数项目产生不了足够现金流，社会资本无法从项目中获得足够的利润，相应的利益保障机制尚未推出，以逐利为天性的资本自然只能望而却步。

在此背景下，信托公司应主动探索适应准经营性、非经营性项目资金需求，交易结构更加灵活，能够降低区域发展建设融资资金成本，服务于区域发展的政府与社会资本合作模式。

二、区域发展信托投资基金的创新路径

（一）区域发展信托投资基金的概念

区域发展信托投资基金简而言之就是以信托为载体，即信托公司作为基金的出资人或管理人，政府与社会资本共同参与的，为区域经济发展提供资金支持的基金。专门投资于区域产业升级、公共服务与基础设施建设、旧城与棚户区改造、养老产业发展等领域。区域发展信托投资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、不同项目进行投资，为地方政府推动城市发展提供持续、全面、专业的金融服务。

区域发展信托投资基金体现了政信合作的新思路，即从单纯政府平台公司融资转为政府引导、社会资本为主的合作投资区域经济的未来。

与传统的融资平台投融资模式相比，虽然区域发展信托投资基金管理运作主体为地方政府和金融机构，融资平台也可以参与其中，但角色定位与以往不同。融资平台不再直接代表政府进行投融资建设，而是转变为政府引导下的市场化投资运营主体，成为“开展公私合作的政府授权载体”。传统融资平台最大的问题在于不规范，在区域发展信托投资基金中，转变为政府引导的市场化投资运营主体的融资平台后，其与政府之间开始具有明确规范的法律授权和财务结算关系。

此外，地方政府的作用也不尽相同。在传统的平台投融资模式下，地方政府以自身信用为平台公司的投融资项目承担隐性担保。而在区域发展信托投资基金模式下，

地方财政以较小比例股权的形式加入投融资项目，对项目授权经营和收取附带权益，有助于解决地方建设融资问题，并提高财政资金的使用效益，起到撬动社会资本的杠杆作用。

（二）区域发展信托投资基金的创新路径

1. 区域发展信托投资基金的投资运作模式

（1）基本结构。

基金可以分为契约型基金与公司型基金两种。在实践中，也有研究把基金分为契约型、公司型（法人型）与有限合伙型三类。有限合伙型基金在理论上是公司型基金的一种，但由于实践中二者的法律、政策多有不同，把有限合伙型基金区分开来有利于做更细致的比较。

所谓契约型基金，一般是由基金管理公司、基金保管机构和投资人三方当事人订立信托投资契约：基金管理公司发行收益凭证募集资金，形成基金，并运用基金管理做出投资组合决策；由基金保管机构保管基金资金；投资收益主要归投资人所有。公司型基金本身就是一家股份公司，具备基本的公司治理结构，出资人即股东，并通过股东大会将基金资产委托给基金管理人运作；基金资产由基金托管人保管，并负责监督基金管理人的投资活动。

仅从信托关系的角度看，区域发展信托投资基金主要是一种契约型基金，其核心是委托人和受托人之间签订的信托合同：委托人即投资人，信托公司为受托人，另设基金保管人，投资人将资金交付信托公司，用于投资区域经济发展、城市规划、基础设施建设、房产开发甚至特许经营权等领域的项目。若从信托计划作为出资方的角度看，与信托资金对接的既可以是契约型基金，也可以是公司型基金；若从信托公司作为基金管理人的角度看，信托公司同样可以作为契约型基金或公司型基金的管理人。在这两种角度下，区域发展信托投资基金既可以成为契约型基金，也可以成为公司型基金。

区域发展信托投资基金的运作可以采取多种形式。从管理方式来看，信托公司既可以作为基金管理人，主动管理资金的运用；也可以作为投资人的出资代表，委托其他机构管理基金。从基金结构来看，区域发展信托投资基金既可以通过股权、债权等多种投融资方式投资区域建设项目，也可以通过设立项目公司来管理项目，此时信托公司成为项目公司的股东。区域发展信托投资基金可以根据投资人需求、自身条件与项目特点，选择合适的运作形式，这实际上反映了信托制度本身的灵活性。

①信托作为出资方时，基金的基本结构。

当信托为出资方时，由信托公司发行信托计划募集资金，与银行等其他金融机构或社会资本共同出资成立基金。此时信托资金与其他金融机构资金作为优先级，融资平台公司出资作为劣后级。若是以有限合伙形式成立的基金，信托基金作为优先级或劣后级 LP 入伙，城投公司作为普通合伙人入伙，对基金进行管理。

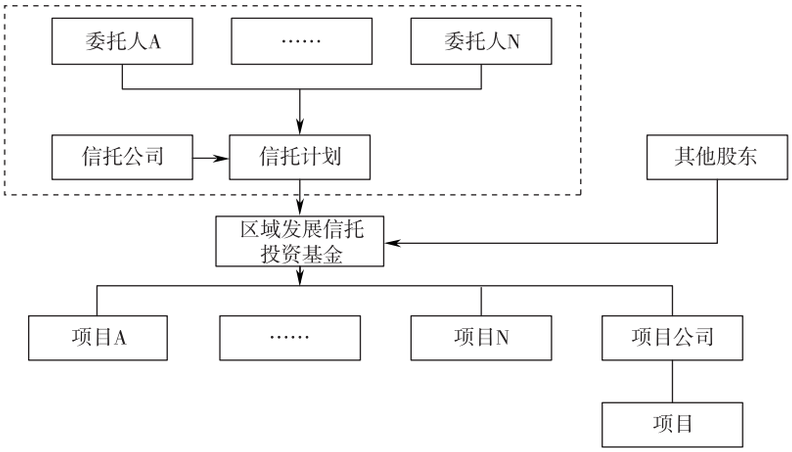


图 2　信托作为出资方时基金基本结构

②信托作为管理人时，基金的基本结构。

信托为管理基金管理人时，既可以是普通的基金管理人，不负有出资义务，仅收取固定比例管理费；也可以充当 GP 方，出资 1%，管理基金并获取 20% 的基金收益，其余投资者充当 LP 方，出资 99%，不管理基金并享有 80% 的基金收益。

在参与方安排上，投资人通常包括公司法人、金融机构和事业单位等机构投资者。以商业银行参与作为投资人为例，主要包括商业银行主导成立的有限合伙人、作为普通合伙人的政府旗下的城投公司、作为受托管理人的信托公司和被投资人。在运作模式安排上，若由商业银行主导资金募集，通常由商业银行通过发行理财产品形成理财资金池，运用资金池的资金和城投公司的出资共同成立基金，将基金交予受托人——信托公司进行管理。在对建设项目进行充分论证的基础上，对项目主体即被投资人进行股权融资，并通过合理的退出机制安排，由普通合伙人在合伙契约中承诺在一定的时间内以特定的方式结束对企业的投资与管理，收回现金或有流动性的证券，给投资者分配项目收入作为基金的投资收益来源。

③其他交易结构。

结合具体情况，区域发展信托投资基金还可以有其他多种结构，比较典型的为母

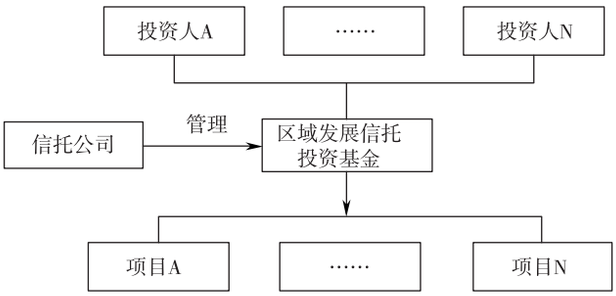


图 3　信托作为管理人时基金基本结构

基金—子基金结构。

母基金—子基金结构的特点是具体项目投资由子基金负责。投资人既可以是一般投资者，也可以是 LP；基金管理人也可以是 GP。此外，母基金和子基金的基金管理人既可以由同一管理机构担任，也可以由不同管理机构担任。在投资管理上，母基金——子基金结构更适用于投资项目众多、差异较大的情形。

具体操作上，一般是信托公司分期募集社会资本设立母基金，通过和地方企业合资成立项目公司或子基金，负责区域发展相关领域的投资。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。母基金在项目公司中持股比例一般不超过 49%。参股但不控股，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。还款来源来自基金本身的收益与项目方面的收益，以保证分期募集资金的到期兑付问题。基金方面可通过所投资的项目公司或子基金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。

在实践中，不同的交易结构还可以有灵活的变化。比如基金对项目的投资可以通过设立项目公司进行；区域发展信托投资基金之下还可以嵌套信托结构；子基金可以通过设立基金管理公司来管理等。至于采用何种基金结构，需要具体根据基金目的、投资项目特点、投资人偏好、管理人能力等多种因素综合考量。

（2）投资回报来源。

区域发展信托投资基金的投资回报来源，一般是通过具体投资的项目得到体现。社会资本获取投资回报的三种方式，包括使用者付费、可行性缺口补助和政府付费。使用者付费类项目，投资回报主要来自项目经营收益，主要看重项目本身的情况：项目市场化程度是否很高，未来经营情况如何，现金流预测是否准确等，这类项目更市场化；对于可行性缺口补助项目或政府付费项目，投资回报主要来源于政府为购买服

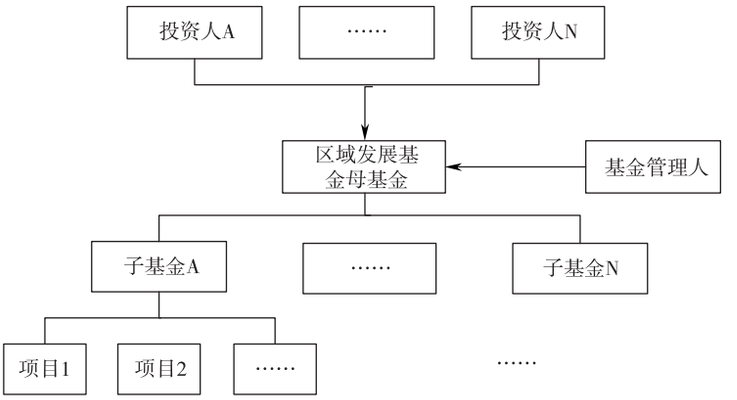


图 4　母基金—子基金型区域发展信托投资基金

务支付的费用，因此更关注政府的财政实力、还款能力和履约记录。

（3）清算与退出。

区域发展信托投资基金的退出方式，分为到期清算方式和非清算方式两大类。非清算方式，主要包括约定回购、IPO 上市和上市公司并购、资产证券化（ABS）、长期资本收购等。

①约定回购。约定回购是指在基金投资项目前，各投资主体即书面商定，基金到期后由某一方主体履行回购义务，回购基金持有的股权并清偿债权（股东借款）。回购主体可以是政府方投资公司，也可以是运营该项目的社会资本，还可以是其他第三方。约定回购是区域发展信托投资基金的最主要退出途径。

②IPO 上市和上市公司并购。这种模式是针对有稳定现金流，且项目本身或其所拥有的资源有巨大想象空间的项目，例如经济发达地区的城市轨道交通项目。

③资产证券化（ABS）。资产证券化，是约定回购之外的主要退出渠道，其实上述 IPO 上市和上市公司并购也属于资产证券化。这里的 ABS，是指将已进入运营期且现金流稳定的未来现金流资产，由信托公司或商业银行等进行证券化，在资本市场发行，由投资人进行投资，回收现金后用以回购基金持有的股权和债权，实现基金的退出。ABS 同样需要现金流充足的项目，至少现金流可以覆盖证券化融资利息，且 ABS 一般在运营期中期或以后启动，因此能否满足退出要求，还有一定不确定性；也正是因为如此，基金通常会要求政府或社会资本方提供证券化前的阶段性担保，或回购承诺，以确保证券化失败后可以顺利退出。

④长期资本回购。主要是指具有公益性质或战略投资性质的长期投资人，回购基金持有的股权。这种回购也属于上述第三方回购，但通常是在基金退出后期才进行商

定，在基金投资前一般并无长期资本提前介入。

（4）主要风险及控制措施。

区域发展信托投资基金的风险主要分为信用风险、市场风险、操作风险以及到期无法退出风险。

①信用风险。信用风险是指融资主体或基金主要依赖的增信主体的信用状况带来的风险。具体而言，基金投向政府付费类项目过程中，如地方政府的还款能力和还款意愿不足，则造成基金无法回收投资成本等风险。此外，与社会资本合作过程中，若社会资本信用不足或实力不足，则会造成无法按期完工等风险。

信用风险的控制措施，一般是考察核心增信（提供强增信的一方）主体、社会资本的还款能力和还款意愿，还款能力是其现金流（政府为财政收入）或净资产是否有效覆盖融资本息及其他到期债务；还款意愿是指增信主体的信用状况和履约意愿，可以参考其在金融机构的信用记录（不限于人民银行征信系统的记录）。

②市场风险。市场风险是指由于预测偏差过大或投资项目面临的市场环境发生变化造成的风险。例如收费低于预期、经营成本上涨过快、产业升级或技术革新造成项目优势下降，等等。对于单纯的“使用者付费”项目，政府不提供缺口补助，基金投资则面临市场风险；此外，在同股同权型基金中，金融机构与实业资本要同股同权，享受同样的权益，承担同样的风险，一般都要面临市场风险。

市场风险的控制措施，主要是要提高基金管理人的专业水平和管理能力。基金管理人须专业专注，谨慎预测，且对市场非常敏感。此外，在签订相关合同时，提前加入附条件的增信措施，有助于减少市场风险。例如签订协议时，要求如果收费低于预期达到一定比例，其他投资人以何种方式补足或分担等。

③操作风险。操作风险泛指为基金操作过程中的一切可以预知的风险，包括谈判主要内容是否纳入合同、相关条款内容是否表述准确、相关约定和模式是否合法合规，等等。此外，由于基金政府与社会资本共同参与的性质，还需要评判政府和社会资本之间的权利义务是否对等、是否有欺诈或恶意低价中标的现象。操作风险的防范，主要是要提高基金管理公司工作人员的专业性、中介机构（律所、咨询机构等）的专业性和中立性。

④到期无法退出风险。到期无法退出风险是指由于参与区域发展信托投资基金的金融机构的资金期限与基金运营期的难以完全匹配而面临基金到期无法退出的风险。

这一风险的防控，主要依赖于基金期限与所投项目期限难以完全匹配问题的解

决。具体对策详见第四章区域发展信托投资基金面临问题与对策部分。

2. 区域发展信托投资基金的主要优势

（1）缓解地方政府财政支出压力，为社会资本找到投资标的。对金融资本、民间资本等社会资本来讲，区域发展信托投资基金有利于引导社会资本参与地方经济建设，在“资产荒”的时代给资金找到安全“出口”。而对地方政府来讲，基金的杠杆效应能够利用有限的财政资金，撬动更大的项目建设，使财政资金效能发挥最大化，有利于缓解地方财政压力，突破地方建设资金不足的瓶颈。

（2）有利于降低项目的融资成本。区域发展信托投资基金叠加政府信用，与金融机构进行一揽子融资谈判，提前锁定长期限、低成本的资金。与每个项目逐一向金融机构融资相比，能够有效节约融资成本。

（3）有利于提高效率，加快项目落地。区域发展信托投资基金通过专业的管理和独立的决策，可以减少单一项目逐个融资的时间成本和操作风险，有利于提高效率，促进子项目的尽快落地，同时，基金的专业、规范化运作还对建立和完善项目公司的治理结构、引导企业规范管理十分有益。

（4）提供新的融资渠道，改善融资结构。目前不少资金密集型行业因为缺乏股权融资的渠道，因而对于银行贷款等债务形成了相当高的依赖性。这种融资结构使得当前不少企业都背上巨额债务，若运作不善就有可能陷入资金周转困境。区域发展信托投资基金通过股权等方式介入，能够优化企业融资结构。

（5）提供财富管理服务，获取投资回报。区域发展信托投资基金项目不仅为区域建设领域提供了充分的金融支持，而且为各类社会资本提供财富管理服务，实现了比较稳健的投资回报。

三、区域发展信托投资基金的实践——以紫金信托为例

紫金信托是江苏省内的信托公司之一，重新登记以来保持了长期稳健发展。在公司第一个三年规划中，紫金信托就明确将面向基础设施及公共服务领域的基础产业作为基石业务。在既往展业过程中，紫金信托在基础产业方面已经涵盖了道路交通、环境治理、城市基础设施、文化教育、保障房和安居房、养老产业等领域。到2016年8月末，紫金信托公司10亿元以上区域发展信托投资基金规模已经突破300亿元，平均融资期限为8年，平均融资成本较市场同期水平下降约30%，在江苏省内具备了较大的竞争优势。

在该领域众多项目中，针对不同的项目特点，紫金信托运用不同的投融资工具来降低项目融资成本、提高资本使用效率。紫金信托已经具备按照项目具体特点，灵活运用股权、债权、资产收益权、股债结合等多种投融资工具，提供定制化金融服务方案的设计能力。

在过往经验和资源的基础上，面对新形势，紫金信托经过集中攻关和持续创新实践，成功推出“南京城市建设发展基金”、“江苏省 PPP 融资支持基金”、“江北新区产业提升基金 A”、“南京扬子城镇发展投资基金”、“苏银棚改基金”等业务，组成紫金信托的区域发展信托投资基金系列化业务。

为大力支持南京发展“五型经济”的战略构想，紫金信托成功设立了总规模达 180 亿元，期限为 6—12 年的南京城市发展建设基金。这是目前该领域省内最大规模的信托投资基金，整合各方金融机构的优势资源，将市场化运作的投融资模式引入城市基础设施建设之中，突出了融资成本低、资金运用方式灵活等优势。该基金在“十三五”乃至“十四五”规划期间都将为南京的城市基础设施建设提供强劲的金融支持。2015 年 9 月，江苏省财政厅在全国范围内推出首只政府主导的 PPP 融资支持基金。紫金信托成功中标该融资支持基金子基金管理人，子基金总规模为 20 亿元。该产品不仅为公司管理 PPP 基金提供了契机，而且有效提升了公司行业影响力。“江北新区产业提升基金 A”在推动地方经济升级发展方面颇具代表性，首期规模 70 亿元。作为省内首个国家级新区，江北新区是引领南京经济未来发展的新龙头。在市“十三五”规划中，江北新区定位为“三区一平台”的重要载体。江北新区在基础设施建设、产业升级创新方面存在巨大的金融需求。要满足新区融资体量巨大、融资周期长、融资成本低的要求，发挥好政府资本放大效用，最大化吸引金融资本、社会资本参与，必须对于传统产业发展基金模式进行创新升级。针对新区融资需求的特点，公司调集精锐力量集中攻关，创新设计出江北新区产业提升基金 A。

以紫金信托区域发展信托投资基金系列化业务中的嵌套有限合伙型基金的产品为例，说明区域发展信托投资基金的具体运作。以项目管理人作为 GP，紫金信托发行的信托计划作为 LP，信托计划内部资金进行了分级，其中社会投资人作为优先级 LP，机构投资人作为劣后级 LP，成立有限合伙基金向项目公司增资并发放股东借款。地方政府向项目公司采购服务并支付对价，项目公司以经营利润向股东分配红利，偿还股东借款。

该基金在资金端进行结构化设计，在控制总体融资成本的前提下，对于项目方、

金融机构、社会投资人等不同性质资金进行划分，在全面满足银行、保险等金融机构的配置需求的同时提高社会资本收益率水平，吸引社会投资人广泛参与。通过“股加债”合理配比，多种金融工具组合运用，不仅满足了融资平台对于建设资金的需求，而且通过扩充资本实力等方式为融资平台后续自主融资打开了通道。

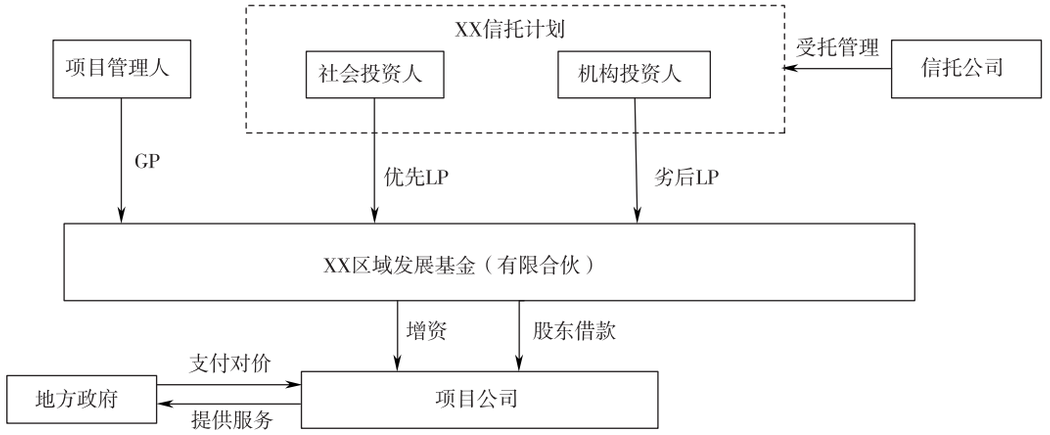


图 5　某区域发展基金交易结构

四、区域发展信托投资基金面临问题与对策

（一）基金期限与所投项目期限难以完全匹配

目前参与区域发展信托投资基金的金融机构除信托以外，主要是银行理财资金和保险资金。信托计划期限通常在 2—3 年，银行理财计划的期限通常在 5 年以下，而保险资金的期限一般是 5—10 年，最长一般也只有 15 年。而基金所投项目的运营期一般较长，动辄 20—30 年。这样就出现了基金期限与运营期难以完全匹配的问题。

为解决基金期限的错配问题，对于经营类项目，可以考虑在项目的中后期发行 ABS 解决前期融资到期的问题，而对于非经营项目，则应该从资金端入手，着力延长资金期限。主要有 2 条途径：

（1）加大保险资金获取比例和力度。保监会不久前修订下发的《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》为保险资金参与区域发展基金提供了契机。保险资金具有规模大、期限长、成本低等优势，但保险资金参与区域发展基金的审核标准和安全边际目前还在探索阶段。建议监管部门和业内加快对保险资金参与区域发展基金的研

究，为期限较长的区域发展基金“输血”。

（2）以信托支持票据、信托型资产支持票据等形式推进信托受益权标准化。前期有业内机构完成了信托支持票据（TBN）、信托型资产支持票据（信托型 ABN）等创新探索。监管机构可以在创新实践基础上，归纳有益经验，建立相关监管政策，推动信托受益权向标准化方向快速推进，以标准化金融资产实现资金来源持续、稳健。

（二）基金周期长，信托公司管理工作量大，但信托报酬偏低

区域发展信托投资基金的运营周期一般在 10 年以上，担任基金管理人的信托公司承担了大量的管理工作，这对信托公司的管理能力提出了很高的要求。相对于传统政信业务来说，信托公司承担了更多的管理工作，但所获报酬却更低。

区域发展信托投资基金是继政府融资平台模式后政信业务发展的新方向，是信托公司未来业务的重要构成，信托公司应针对该方向建立一支专业化、流程化的管理队伍，提升管理效率。在信托公司通过加强管理挖掘内部潜力之外，地方政府可以在加强信息沟通、降低协调成本、整合区域内金融资源等方面提供多方位支持。

（三）区域发展基金参与方众多、交易结构复杂，对基金管理人的管理能力要求较高

区域发展基金参与主体众多，交易结构复杂。以有限合伙制基金为例，涉及普通合伙人、有限合伙人，律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等中介机构，提供托管的商业银行等。在资金结构上采用结构化分层设计，按照优先级、中间级、劣后级分层以不同收益、风险特征吸引社会投资人、金融机构、项目实施机构等多渠道资金。众多的参与方、复杂的交易结构，较长的运营周期都对基金管理人的管理能力提出了很高的要求。

区域发展信托投资基金中，信托公司既可以作为出资人，又可以作为基金的管理人。对于将区域发展基金作为未来重要展业方向的信托公司而言，应着力打造一支专业化的管理团队，积累管理经验，提升项目筛选、募资、管理能力，有效协调参与各方，推动项目顺利开展。



充电基础设施产业信托研究

课题单位：英大国际信托有限责任公司

课题组成员：王晓东　徐　军　曹　妍　桑克柱　祁洪亮　吴思竹
杨绍利　刘翔宇

摘　要

为贯彻国务院 2 月 24 日常务会议精神，落实《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》（国办发〔2015〕73 号）和政府工作报告有关部署，创新充电基础设施融资方式，受国家能源局和国家电网公司委托，英大信托开展了设立电动汽车充电基础设施产业发展基金的研究工作。

第 1 章阐述本文的产业背景、发展形势和面临问题。2016 年 4 月 22 日通过的《巴黎协定》设立的目标将促使全球转向使用更为清洁的能源，同时国家十三五规划纲要中首次提出绿色的发展理念，支持清洁能源发展。能源消费增速进入换挡期，能源结构调整进入双重更替期。清洁能源领域和电力产业链方向的精耕细作为信托公司提供了转型发展机遇。在政策及市场利好的东风下，随着新能源汽车的迅猛发展，我国充电桩市场的巨大潜力也逐渐显现，呈现爆发式增长的趋势。但充电桩推广在落地方面、收益方面、标准方面存在三大瓶颈。

第 2 章分析设立充电基础设施产业投资基金的必要性和可行性。充电桩基础设施数量和质量影响新能源汽车推广。设立充电基础设施产业投资基金有助于解决社会资本信心不足这一关键制约问题，有助于扭转行业分散无序发展的不利局面，成功打造一批具有核心竞争力的龙头企业，有助于解决产业链发展不均衡的问题，提升行业技术装备与商业模式创新水平，有助于解决多方利益主体协同性不强的矛盾，推动形成多方合作共赢的有利局面。同时基金设立符合国家政策支持方向，基金设立有众多成功经验可循，基金具备实现专业化运作的市场条件，充电基础设施行业具有合理的收益预期。

第 3 章介绍了充电基础设施产业投资基金的设立方案。基金以政府资金为主导，广泛吸收各类社会资本，在政策性指导下，紧密围绕国家产业政策和发展战略投资，对充电基础设施全产业链进行布局，形成良好的产业生态。基金的主要投资方向为电动汽车充电设施产业链的研发、制造、建设和运营等环节，以及产业链上相关的电动汽车、储能电池等领域。

第 4 章研究充电基础设施产业投资基金的运作机制，包括政策目标、管理和决策

机制、出资方案、投资原则、投资领域、投资模式、投后管理、投资退出、收益分配、风险防范这十个方面的论述。

关键词：充电基础设施　产业投融资　运作机制研究

目　录

一、产业背景、发展形势与存在问题 …… 734
（一）产业背景 …… 734
（二）发展形势 …… 734
（三）存在问题 …… 735
二、设立充电设施产业发展基金的必要性与可行性 …… 737
（一）设立充电设施产业发展基金的必要性 …… 737
（二）设立基金的可行性 …… 738
三、基金设立方案 …… 740
（一）基金定位 …… 740
（二）设立方案 …… 740
四、基金运作机制 …… 741
（一）政策目标 …… 741
（二）管理和决策机制 …… 742
（三）出资方案 …… 744
（四）投资原则 …… 745
（五）投资领域 …… 746
（六）投资模式 …… 751
（七）投后管理 …… 753
（八）投资退出 …… 755
（九）管理费用和收益分配 …… 757
（十）风险防范 …… 758

一、产业背景、发展形势与存在问题

（一）产业背景

2015 年 12 月，近 200 个国家，涵盖全球碳排放量的 97. 9%，一致同意通过《巴黎协定》。2016 年 4 月 22 日，175 个国家正式签署。《巴黎协定》确定了全球平均气温较工业化前水平升高幅度控制在 2 摄氏度之内的目标，并提出为把升温控制在 1. 5 摄氏度之内而努力，全球将尽快实现温室气体排放达峰，本世纪下半叶实现温室气体零排放。《巴黎协定》设立的这些目标将促使全球转向使用更为清洁的能源。

根据协定，各方将以“自主贡献”的方式参与全球应对气候变化行动。如中国向联合国提交“国家自主决定贡献”如下：二氧化碳排放 2030 年左右达到峰值并争取尽早达峰、单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 60% ~65%，非化石能源占一次能源消费比重达到 20% 左右，森林蓄积量比 2005 年增加 45 亿立方米左右。

国家十三五规划纲要中首次提出绿色的发展理念，支持清洁能源发展。当前我国经济发展面临着“新常态”的局面，经济发展环境和形势出现新动态、新变化，能源消费增速进入换挡期，能源结构调整进入双重更替期。清洁能源领域和电力产业链方向的精耕细作为信托公司提供了转型发展机遇。

在“十三五”及未来较长一段时期，我国能源总需求仍将刚性增长，受交通、建筑领域新增用能需求拉动，石油、天然气、电力等能源需求仍将持续增加，对清洁可再生能源的需求增长较快，新能源利用市场前景广阔。全面建设小康社会、大气治理和节能减排目标的提出，广大人民群众对清洁热能需求的日益提高，为新能源领域提供了广阔的市场空间。绿色低碳循环发展既是迫切需求，也是主动选择，必将有力推动环保、节能产业的发展。

近两年来，在国务院和有关部委大力推动下，我国充电基础设施规模取得较快增长。但在行业发展初期，由于具有较强的公益性和外溢性特征，加上标准规范和监管体系尚不健全，充电基础设施行业一定程度存在“市场失灵”问题，投资运营企业普遍亏损，社会资本的信心不足，无序发展问题有所凸显。因此，对充电基础设施产业进行研究，对提高行业发展速度与质量具有重要意义。

（二）发展形势

中国汽车工业协会数据显示，2015 年我国新能源汽车生产 340471 辆，销售

331092 辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。值得注意的是，2015 年新能源汽车销量占汽车销量比例首次超过 1%，达到了 1.3%，比 2014 年的比例增加了整整 1 个百分点，而 2013 年的比例还不到 0.1%。同时，2015 年国家发展改革委印发的《电动汽车充电基础设施发展指南（2015—2020）》中规划，到 2020 年，我国将新增集中式充换电站超过 1.2 万座，分散式充电桩超过 480 万个，以满足全国 500 万辆电动汽车的充电需求。据不完全统计，2015 年我国充电桩企业数量已超过 300 家。其中，北京市有 10 家充电桩企业，上海市则已有近 20 家充电桩企业。与此同时，中国国家标准化管理委员会统计的最新数据显示，截至 2015 年底，我国已建成充换电站 3600 座，公共充电桩 4.9 万个，同比增长达 58%。不过，目前建成的 4.9 万个充电桩，与 2020 年规划建成 480 万个充电桩的目标相比，还相差甚远。但这也意味着，我国充电桩行业仍然具有巨大的增长空间。

2016 年 1 月 1 日起，新修订的电动汽车充电接口及通信协议 5 项国家标准开始实施，其对充电接口和通信协议进行了全面系统地规范，尤其是在充电兼容性上有了很大突破，确保了电动汽车与充电设施的互联互通。

充电新国标的实施，推动了充电市场的发展，也为充电桩企业创造了新一轮的发展契机。事实上，在政策及市场利好的东风下，随着新能源汽车的迅猛发展，我国充电桩市场的巨大潜力也逐渐显现，呈现爆发式增长的趋势。但是，这个市场毕竟刚刚起步，标准规范体系及管理体系仍亟待完善，成熟的商业模式也尚未形成，仍给业内留有诸多期待。

（三）存在问题

政策及市场环境对充电基础设施建设的大力支持，给予了充电桩行业更多乐观的期待。但是，在充电桩行业飞速发展、充电桩企业数量大幅增加的同时，问题也随之显现。在面向社会公众的公共充电服务领域，商业模式探索处于起步阶段，由于电动汽车数量少、设施利用率低、价格机制不健全等原因，充电服务企业普遍亏损。

推广新能源汽车，充电桩先行已成业内共识。而在近年来政府、电网公司的着力推动下，充电桩落入寻常百姓家的构想却始终咫尺千里。一面是上千亿产业规模的诱人图景，一面是呼之难出的瓶颈犹存，充电桩推广的瓶颈可归因于以下三方面：（1）落地；（2）收益；（3）标准。

1. 落地方面

充电桩推广的区域可分为小区停车场、公路停车位、企业/公共停车场、公路充电站等，而依照家用车的行驶习惯，小区充电桩将占据其中主要份额，因此小区充电

桩建设的顺利与否，成为了整个充电桩推广的关键制约。区别于小区停车场，其他的充电桩推广区域多属于公共场所，有着相对明确的责任主体，利于政府或企业统一推行。而小区充电桩的安装多经由车主个人办理，须向当地电网公司申请，且取得小区物业同意后方可施行。这其中将面临着两层门槛：准许和成本。（1）电网以及物业公司的准许。考虑到单个充电桩的功率在几千瓦到几十千瓦，充电的瞬时性和波动性会影响到电网的稳定运行，电网公司需从系统的安全可靠角度进行评估；居民小区配电网的变电容量是额定的，在充电桩的数量达到数十个级别以上的情况下，传统小区配电网将无法承载，需对配电网进行重新升级改造，或是新建独立的配电网专用于充电。（2）高昂的建设成本。小区内新建充电桩，涉及规划、引线、土建、增设开关保护及监控设备，前期的投资建设成本高昂。

2. 收益方面

传统的充电桩投资收益主要来自充电服务费，2014 年 5 月国网公布引入社会投资参与电动汽车充换电设施建设政策之后，2014 年下半年包括南京、河北、上海、佛山、江西等地均公布了充电服务收费标准。其中合肥、河北、佛山的充电服务费分别为1.7 元/度、1.6 元/度、1.2 元/度。2015 年北京市发展改革委发布消息，每千瓦时收费上限标准为当天北京 92 号汽油每升最高零售价的 15%。2015 年 7 月下旬，北京电力系统发布通知称，电科院、电动汽车公司以及华商三优公司等充电桩（站）运营企业从 8 月 1 日起开始收取充电服务费，费用为 0.8 元/度。2015 年 10 月，北京市国网系统下属的充电站将电动汽车充电服务费下调为 0.4 元，基本充电电费维持 0.87 元/度电，也就是充电总价格（基础电价 + 充电服务费）由原来的 1.67 元/度下降为 1.27 元/度电。以单个充电桩平均投资 3 万元（涵盖设备、安装、土建等），折旧为 10 年，充电服务费按 1 元/度，汽车行驶里程按 80 公里/天（折合 16 度电）计，每年的充电服务费收入为 5840 元，不计运维、检修成本情况下，其投资回收期为 5—6 年。上述测算还是建立在充电桩有效利用且充电服务费被高估的情景模式下，考虑到目前新能源汽车市场尚在启动初期，新能源汽车的全国保有量也不高，空置率的存在使得充电桩卖电模式的投资回报率进一步趋低。

3. 标准方面

充电标准不统一导致车桩不匹配是当前最急需解决的问题。目前全球范围内存在美国、欧洲、中国、日本四大充电接口标准，如部分美系和德系采用的 CCS 接口、欧洲的 Combo 接口、日本的 CHAdeMO 接口、中国的 GB/T20234 接口 ，这四种接口

标准彼此互不兼容。就国内而言，中国的电动汽车充电国家标准 GB/T20234 于 2013 年正式颁布实施，其统一了充电接口的硬件标准型式，但各家厂商通信协议的差异导致充电桩无法通用，平添了用户的充电焦虑。旧国标中虽对通信协议相关内容进行了规定，但之前现实中充电设备商和车厂的充电协议，符合国标规定却各不相同，皆带有各自的“特色”，利益博弈短视化的后果导致多家车厂的充电桩都只适配于自己的电动汽车。尽管 2016 年开始实施的充电新国标已对传导充电装置和系统、交直流电接口、通信协议都做了统一要求，但企业是否真正能够执行，也需要相关配套政策来约束。要想新标准真正得到应用，国家需要出台类似强检政策，目前相关政策还未将新标准引入，预计想要真正落实恐怕还需要相当长的时间。

二、设立充电设施产业发展基金的必要性与可行性

（一）设立充电设施产业发展基金的必要性

1. 充电桩基础设施数量和质量影响新能源汽车推广

目前我国新能源汽车产业正加速发展，而基础设施的不足已成为制约新能源汽车发展的主要瓶颈。例如，作为全国首批新能源汽车示范推广试点城市和首批私人购买新能源汽车补贴试点城市，深圳自 2009 年起，从规划、资金、政策倾斜、技术扶持等多个层面支持新能源汽车的推广。深圳原本计划到 2015 年底累计建设充电站 169 座、快速充电桩 2000 个、慢速充电桩 2.7 万个以上。然而快充电桩只完成大概 30% 到 40%，而慢充电桩只完成 10% 左右。充电配套建设不足使深圳市民购买新能源私家车的积极性不高。尽管深圳汽车限购为新能源车开了“绿灯”：每年新增的 10 万个新车指标中 2 万个指定留给新能源车，但这一政策并没激活新能源车私人市场。根据深圳市交通委员会发布的数据，每次小汽车增量指标摇号中，新能源车的废标率高居 90% 以上。

据统计，截至 2014 年底，我国新能源汽车的保有量近 10 万辆，已建成 3 万多个充电桩，电动汽车与充电设施的配置比例超 3∶1 ，而标配为 1∶1 ，充电设施的建设存有较多历史欠账。

2015 年 5 月的“电动汽车示范推广进展专家打分评价情况”显示，充电设施建设情况只有 5.21 分，是近 20 项调查中分数最低的一项。充电桩的数量或许还可以通过加快建设速度提升，但诸如车桩兼容、规范认证、商业运营模式等问题，则非一朝一夕仅通过加大政策补贴即可改善，当下充电问题中设施不兼容是最急需解决的问题。设立充电设施产业基金有助于支持充电基础设施产业转型升级和发展，扶持充电

设施创新关键技术和商业模式产业化，引导社会资本增加投入。

2. 参与充电设施产业基金的意义

一是有助于解除社会资本信心不足这一关键制约，迅速筹集充电基础设施建设所需资金。建立国家财政注资的产业发展基金，能够进一步释放我国坚定不移发展充电基础的政策信号，通过财政出资实现政府与企业“风险共担”，能够打消目前社会资本中普遍存在的观望和犹豫情绪，并通过财政资金的杠杆放大作用，在较短时间内筹集我国充电基础设施建设亟须的资金，启动一批标志性试点示范项目，率先在重点地区、重点领域形成突破，有效带动全局的快速发展。

二是有助于扭转行业分散无序发展的不利局面，成功打造一批具有核心竞争力的龙头企业。通过建立产业发展基金，加大对优势企业投资力度，是对当前普惠性的财政奖励、建设专项基金以及税收优惠政策的有效补充，使国家财政支持进一步向优势企业倾斜，从而有效打破区域壁垒，促进行业优胜劣汰，尽快培育一批在全国范围具有核心竞争力和品牌号召力的龙头企业，提高行业进入门槛，以有效扭转目前充电基础设施产业“一哄而上”以及“散、乱、小”的无序发展局面，防止盲目投资和低水平重复建设，提升行业发展效率和互联互通水平。

三是有助于解决产业链发展不均衡的问题，提升行业技术装备与商业模式创新水平。与财政补贴集中在充电基础设施的建设与运营环节不同，产业发展基金可以更有效地覆盖充电基础设施关键技术装备研发、检测认证服务、充电服务平台建设、增值服务创新等多个环节，从而促进产业链上下游环节协同发展，有效提升行业整体创新水平和可持续发展能力，并为行业内的优势企业“走出去”提供有力支持。

四是有助于解决多方利益主体协同性不强的矛盾，推动建立多方合作共赢的有利局面。依托产业发展基金作为合作的平台与纽带，有利于形成“风险共担、利益共享”的市场化机制，促进中央和地方政府、电网企业、充换电运营企业、整车企业、开发商、物业等各方面利益主体的务实合作，明确和理顺各利益主体的责、权、利，有利于解决当前各利益主体之间沟通协调成本高企、资源整合不够、低水平重复建设、技术标准不统一、信息共享水平较低等突出问题，促进各方整合优势资源，形成合作共赢的有利发展局面。

（二）设立基金的可行性

1. 基金设立符合国家政策支持方向

2015 年 9 月，国务院办公厅印发《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导

意见》（国办发〔2015〕73 号），明确提出“鼓励利用社会资本设立充电基础设施发展专项基金，探索利用基本养老保险基金投资支持充电基础设施建设”。2015 年 10 月，中共十八届五中全会通过《国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，明确提出要“发挥财政资金撬动功能，创新融资方式，带动社会资本参与投资”。2015 年 12 月，财政部印发《关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见》（财建〔2015〕1062 号），明确指出要“规范有序运用政府投资基金方式推动重点产业发展，推动解决产业重点领域和薄弱环节的资金、市场、技术等瓶颈制约”。

因此，设立财政资金注资的充电基础设施产业发展基金符合国家发展新能源汽车产业的战略，有利于破解“充电难”这一关键瓶颈制约，政策依据充分，政策条件成熟。

2. 基金设立有众多成功经验可循

从 2007 年开始，我国已经设立了科技型中小企业创业投资引导基金、新兴产业创投引导基金、科技成果转化引导基金、集成电路产业投资基金、中小企业发展基金等数只由中央财政注资的政府投资基金，财政承诺出资约 2000 亿元，带动社会资本 5000 多亿元，取得了显著的投资带动作用和运营绩效。在投资带动方面，据统计，我国科技型中小企业创业投资引导基金的整体资金平均放大倍数达到 10 倍，科技成果转化引导基金放大倍数达到 4. 5 倍；集成电路基金放大倍数达到 3. 8 倍；中小企业发展基金带动倍数预计达到 10 倍。在经营绩效方面，以科技型中小企业创业投资引导基金为例，基金扶持了一批创新能力强、发展潜力大、成长性好的科技型中小企业群体，截至 2013 年底，所投资企业总资产规模平均增长了 67. 8%，出口创汇额平均增长了 67. 94%，总收入年均增长了 52. 56%，缴税金年均增长 61. 92%。

新能源汽车充电桩为新兴产业，对于汽车产业乃至经济的转型都将起重要支持作用。近年来，我国各级政府出台了一系列促进战略性新兴产业发展的政策措施，其中成立政府引导基金参与该类投资活动成为一项重要措施，政府已具有丰富的设立新兴产业基金的经验。

3. 基金具备实现专业化运作的市场条件

一方面，经过多年发展，我国基金的管理机构和人才储备条件较好，设立充电基础设施发展基金可根据需要，择优选择经验丰富的管理机构进行专业化管理。截至 2016 年 1 月底，我国基金业协会已登记私募基金管理人 2. 6 万家，其中管理规模超过 50 亿元的有 202 家。

另一方面，充电基础设施行业相关的主要央企旗下均设有金融产业。充电基础设施发展基金引入相关央企，可借助央企在产业和金融两方面的丰富经验，进一步提升基金的市场化、专业化运作能力。

4. 充电基础设施行业具有合理的收益预期

根据国家《电动汽车充电基础设施发展指南（2015—2020 年）》，2015—2020 年我国建设充换电站和充电桩将分别达到 1. 2 万座和 480 万个，预计总投资规模将达到 1500 亿元，年平均投资增长速度超过 30%。到 2020 年，预计电动汽车用户总规模将超过 500 万辆，年度新增用户规模超过 200 万辆，年度充电服务费收入将达到 200 亿元。到 2030 年，预计电动汽车总用户规模有望超过 5000 万辆，年度新增用户规模有望超过 1000 万辆，年度充电服务费收入将达到 1000 亿元，2021—2030 年充电基础设施总投资规模将超过 1 万亿元。

此外，通过“互联网 + 充电基础设施”的技术与商业模式创新，充电基础设施还具有巨大的增值服务空间。依托集充换电设施监控、信息服务、资费结算、车辆服务、生活娱乐等功能于一体的开放式车联网公共服务平台，增值服务收入有望成为充电设施运营企业的主要收入来源。

综合以上巨大充电服务与增值服务的市场空间，未来充电基础设施基金在推动行业发展的同时也将获得巨大发展红利，有较大把握在退出时获得良好投资回报。

三、基金设立方案

（一）基金定位

基金定位于政府产业投资基金。基金以政府资金为主导，广泛吸收各类社会资本，在政策性指导下，紧密围绕国家产业政策和发展战略投资，对充电基础设施全产业链进行布局，形成良好的产业生态。基金的主要投资方向为电动汽车充电设施产业链的研发、制造、建设和运营等环节，以及产业链上相关的电动汽车、储能电池等领域。

基金运作遵循安全性、收益性、流动性原则，坚持商业可持续发展，发挥市场在资源配置中的决定性作用，落实国家经济发展战略，提升资金运用效率。

（二）设立方案

根据《政府投资基金暂行管理办法》及《关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见》，政府投资基金应当设立市场化的基金实体，可采用公司制、

合伙制及契约制等形式。

近几年，政府投资基金多采用有限合伙形式，该形式在投资运作方面具有较强的灵活性以及税收方面的优惠，有利于资金的分期募集，并可通过较少的普通合伙人出资撬动较大的基金规模（见表1）。

表1　　基金设立方案

基金名称	充电基础设施产业发展基金（待定）
基金类别	有限合伙企业
注册地	待定（北京、上海、深圳等）
管理人	充电基础设施投资管理有限公司（待定）
基金规模	基金总规模300亿元人民币（每年新增规模60亿元）
财政出资	不高于25%，每年约15亿元
存续期	（5+5）年（前5年投资期，后5年管理退出期）
投资领域	充电基础设施全产业链布局，包括研发、制造、建设和运营等各环节，部分投资于电动汽车制造与运营、立体停车充电库、储能与运营平台等相关企业
预期收益率	年化8%
收益分配	先回本，后分收益

基金将通过种子基金、直投基金以及与地方政府、产业资本设立子基金的方式对充电基础设施行业内企业进行股权投资。

充电基础设施基金采用科学、严密的项目筛选论证程序，所支持项目的投资风险显著降低，并极大地提高所投项目的社会形象和知名度，由此增强企业、金融机构和社会资金投入的信心，获得各方资金青睐。在充电基础设施产业发展基金的示范、引导和带动下，企业、地方政府、金融机构、创投公司、战略投资者等积极投入，将构建多渠道、多层次的融资来源。

根据我国创新基金的统计数据，2008—2013年，创新基金的整体资金放大比例达到1:10。因此，充电基础设施产业发展基金的杠杆放大倍数预计在10倍左右，可带动3000亿元的社会资本投资。

四、基金运作机制

（一）政策目标

1. 引导社会资本投资方向

加大投资充电设施基础产业的重点领域和薄弱环节，有效解决产业发展投入大、风险大的问题，实现产业转型升级和重大发展，推动经济结构调整和资源优化配置。

2. 提升公共服务质量和水平

充电设施带有公共服务属性，通过支持充电设施基础产业的发展，加快推进重大基础设施建设，提高公共服务质量和水平。

3. 探索财政资金使用新方法

充电基础设施产业投资基金通过整合竞争性领域扶持重点产业、行业、区域发展的专项资金，推动财政资金“由补转投”，有效撬动社会资本。

4. 发挥国家政策导向作用

通过调整投入模式，探索财政资金支持产业发展的新手段，体现国家政策、发挥政策导向作用，以社会效益为主，兼顾经济效益。

（二）管理和决策机制

1. 基金管理模式

按照财政部2015年12月25日颁布的《关于财政资金注资政府投资基金支持产业发展的指导意见》（财建〔2015〕1062号），政府投资应当坚持所有权、管理权、托管权分离。因此，充电基础设施产业投资基金实行的有权、管理权、托管权“三权分离”的管理模式。具体架构如下（见图1、表2）：

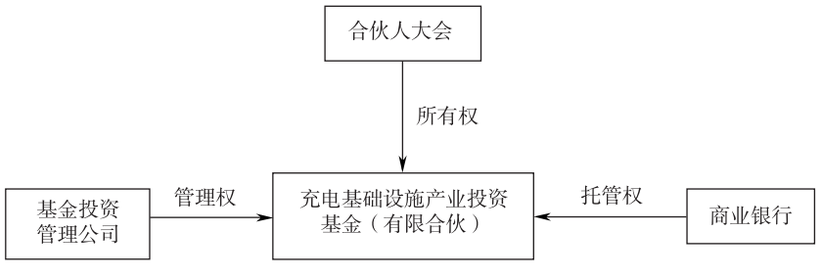


图1　基金管理模式

表2　　基金管理各方职权

角色	职权
所有权	《合伙协议》约定出资人权利，并以合伙人大会作为出资人的最高决策机构。
管理权	将委托专业的基金管理公司作为基金管理人，并通过委托管理协议等约定基金管理公司的主要职权，保障基金管理团队的决策权。基金管理公司一般为基金的普通合伙人，行使管理职权。管理人主要负责项目初审、开展尽职调查、提请引导基金理事会审核调查报告和子基金设立方案、代行出资人职责、收入收缴、监督管理等。
托管权	基金将选择一家在中国境内设立的商业银行进行托管。托管银行依据托管协议负责账户管理、资金清算、资产保管等事务，对投资活动实施动态监管。存续期内产生的股权转让、分红、清算等资金应进入子基金托管账户，不得循环投资。

2. 基金决策机构

决策机构一般包括：合伙人大会、理事会、投资决策委员会以及顾问委员会等（见图 2）。

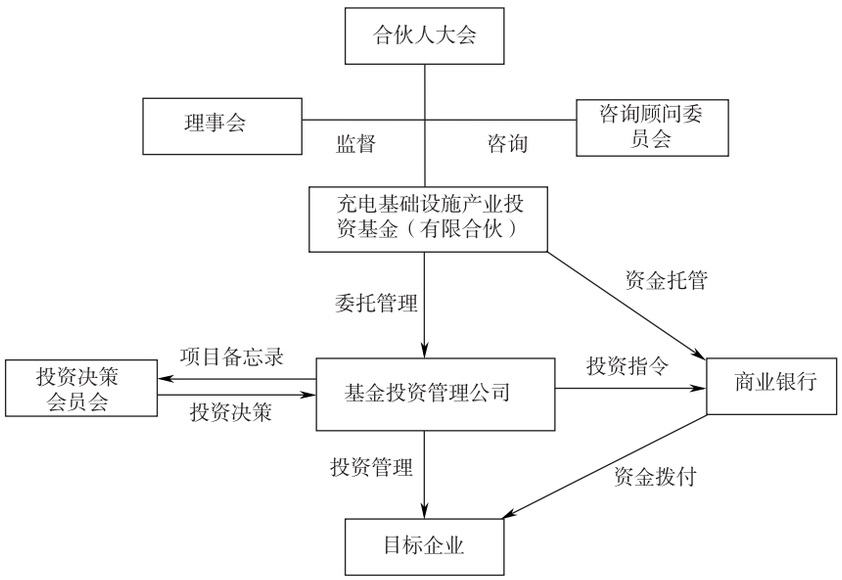


图 2　基金决策机制

（1）合伙人大会。

基金严格执行合伙协议。合伙人大会作为基金的最高权力决策机制，审议通过基金的重大事项。

政府在内的各方都应在协议约定的框架内履行诚信义务、尊重契约精神。合伙协议对出资人与管理团队的责权边界进行清晰的划分，为保障双方的权益提供支撑，各方都应当严格执行，从而为市场化运行、专业化操作提供微观基础。

政府出资人按规则参与基金内部治理。政府及其他有限合伙人享有必要的知情权和监督权，通过推荐符合条件的专业人员参与投资决策委员会或咨询委员会，以及在投资决策委员会中列观察席等方式，对基金的投资管理提出建议；政府出资人代表通过参加合伙人大会行使表决权，决定投资策略变化、基金管理人关键人员与组织变化等重大事项。

（2）理事会。

基金将设立理事会（联席会议办公室），组成成员主要为财政部门、行业主管部门及主要出资人代表等。理事会主要审定合伙人协议、管理办法、基金政策目标，监

督基金投资方向、对基金绩效进行考核评价、调整不合格的基金管理机构，监督检查并总结基金运行情况，维护出资人的权益，但不参与基金的日常投资决策。

政府出资人按照政策目标与效益目标相统一原则设计绩效考核办法和指标体系，经多数出资人同意后对基金管理机构进行考核评价。基金管理机构定期向理事会提交基金运行情况报告。

基金理事会在经合伙人同意后，组织或委托第三方定期检查基金投资运作情况、资金使用情况、财务收支情况等。委托第三方开展绩效评价，兼顾政策效益目标与经济效益目标。检查和评价结果要与管理费、绩效分成等挂钩。

（3）顾问委员会。

基金层面可考虑设立顾问委员会，该委员会也可以设立在基金管理人层面，主要聘请行业内知名专家，或政府主管部门的相关人员。顾问委员会主要为基金提供日常的咨询顾问意见，不参与基金的具体运作。

（4）投资决策委员会。

基金管理人设立股东会、董事会、投资决策委员会、总经理及各部门等组织机构。其中，投资决策委员会是基金的核心决策机制，审议并决定是否投资于被选项目。

基金投资的单个项目投资额不高于基金总规模的20%，由基金管理人投资决策委员会决策；单个项目投资额高于基金总规模20%的，在基金管理人投资决策委员会通过后，提交基金管理人董事会决策。

（三）出资方案

1. 基本原则

政府财政部门联合产业资本和金融机构，整合各方优势，等比募集基金，在扩大基金规模的同时，避免政府财政资金控股造成政企不分，也避免政府财政资金占小股份收益减少的投资回报原则，实行市场化运行。

出资方案要协调好财政资金杠杆放大作用和多种所有制资本相互促进作用，加强顶层设计，坚持市场化运作，规范有序推进，推动解决产业重点领域和薄弱环节的资金、市场、技术等瓶颈制约。引导金融机构加大对有关基金的融资支持力度，引导产业链相关的国有企业对基金出资。

基金总规模300亿元，每年新增规模60亿元，其中：中央财政总出资75亿元，每年出资15亿元。

按照表3 中的出资人结构，中央财政资金出资不超过25%，杠杆倍数为4 倍。然后再通过设立子基金，母基金在子基金中的出资比例为20%—30%，杠杆倍数为3—5 倍。

表 3　　出资人组成结构

出资人类别	出资主体	比例与金额
基金管理人	充电基础设施投资管理有限公司	不低于 1%，每年约 6000 万元
中央财政	财政部	不高于基金总规模的 25%，每年约 15 亿元
电网公司	国家电网、南方电网	20%，每年约 12 亿元
产业内企业	充电设备龙头企业	20%，每年约 12 亿元
	充电设施建设与运营龙头企业	
其他央企	中石油等实力央企	10%，每年约 6 亿元
金融机构	国开、进出口银行	15%，每年约 9 亿元
	商业银行	
	证券公司	
	资产管理公司	
其他社会资本	社保基金	10%，每年约 6 亿元
	企业年金	
	保险资金	

通过以上两层投资，中央财政资金直接吸引社会资本参与基金的杠杆倍数将达到10～20 倍。

2. 有限合伙人

有限合伙人的选择，要结合政府投资基金政策目标，以政府资金为主导，广泛吸引社会出资，形成多元化出资结构，优化基金内部治理结构，形成各方出资合理制衡，促进协同发展。

有限合伙人的类型，主要分为政府资金和社会资本两大类。社会资本方面，要广泛吸收各类能为充电基础设施产业贡献力量的资本。基金选择的社会资本主要为充电基础设施产业内的龙头企业、大型央企国企、金融机构，以及其他社会资本。

3. 基金管理人

基金将新设立“充电基础设施投资管理有限公司”作为基金管理人，注册资本6 亿元。基金管理人的出资主体主要面向电网公司、产业内龙头企业、政策性银行等企业，以现金出资方式出资。

（四）投资原则

坚持“政府引导、市场运作，科学决策、防范风险”的基本原则，各出资方利益

共享、风险共担，实现政府公共职能属性与市场盈利属性的有机统一。具体表现为：

1. 政策性原则

贯彻国家战略，重点支持新能源汽车充电设施基础产业发展，促进工业转型升级。

2. 市场化原则

提高基金运作效率，发挥企业主体作用，一般不谋求控股或第一大股东地位。

3. 成本效益原则

以合理的成本达到最佳的效益；根据项目战略性和市场性属性，设计差别化投资标准和方案。

4. 风险控制原则

建立完善行之有效的风险管理体系，及时全面识别风险并做好风险防范，确保公司稳健经营。

（五）投资领域

1. 主要投资领域

基金以市场化原则为主导，发挥政策性引导作用，进行充电基础设施全产业链布局，形成良好的产业生态，实现全产业链的协同发展。基金的主要投资方向为电动汽车充电设施产业链上的研发、制造、建设和运营等各环节。以充电设施的建设和运营环节为主，兼顾研发制造环节具有技术创新优势的企业。

为促进产业链协同发展，基金将在充电基础设施产业链投资的基础上进行适度延伸，部分投资于电动汽车，部分投资于电动汽车制造与运营、立体停车充电库、储能与运营平台等相关企业。

基金投资于充电基础设施产业链的企业的资金应不低于基金总额的 60%；其他投资方向应符合与国家重点支持的充电基础设施具有相关性的领域（见表 4）。

表 4　　基金投资方向

投资领域	相关企业	投资比例
研发环节	具有技术领先优势的企业	10%
制造环节	制造业企业，如国电南瑞、许继电器、奥特迅、特锐德、华商三优、台达等	10%
建设环节	EPC、BOT、PPP 等企业，特来电、普天新能源、华商三优、特斯拉、万马新能源、星星充电、协鑫集团等	30%
运营环节	网络平台运营企业，特来电、普天新能源、华商三优、特斯拉、万马新能源、星星充电、协鑫集团等	30%
相关产业	电动汽车运营、智慧立体停车场、储能与运营平台	20%

2. 投资领域细分

从充电基础设施自身的产业链看，分为研发—制造—建设—运营等环节；从充电基础设施的相关产业来看，包括电动汽车、储能电池、立体停车场等方面。充电基础设施产业投资基金将沿着产业链的相关环节进行投资，并延伸至相关产业领域。

（1）充电基础设施技术研发环节。

目前我国的充电技术已经达到国际先进水平。技术路线方面，相比换电，充电已成为市场的主流模式，充电技术主要包括接触式充电、无线充电。接触式充电包括交流慢充、直流快充方式。

目前充电模式以接触式快速充电和慢充为主。电动汽车市场的蓬勃发展需要便捷的快速充电解决方案，快速充电模式已经成为电动汽车、充电设备厂商开发的重点。

目前，充电基础设施正朝着充电快速化、通用化、智能化、集成化的方向发展。智能充电基础设施将不再只具有充电功能，而是成为具有充电、储能、互联网结算、多媒体屏、WiFi 热点、安防监控、环境检测等多功能的智能终端。

因此，基金将通过投资于创新型的或具有技术领先优势的企业，促进充电基础设施的技术进步，引领行业发展。

（2）充电设备制造环节。

2016 年 1 月 1 日起，新修订的电动汽车充电接口及通信协议 5 项国家标准（GB/T20234）开始实施，其对充电接口和通信协议进行了全面系统的规范，尤其是在充电兼容性上有了很大突破，确保了电动汽车与充电设施的互联互通。

充电设备企业方面，国电南瑞、许继电器、奥特迅、特锐德、华商三优、台达、施耐德等国内外多家电动汽车充电设备厂商在交直流充电设备领域推出成熟产品并投放市场运营。但是在市场迅速发展的同时，众多充电设备企业的生产能力不足以满足市场的需求，正在不断扩充产能。基金将通过投资该类企业，为企业的产能扩充提供必要的资金支持。

（3）充电基础设施的建设环节。

目前充电基础设施建设环节，存在多种模式，主要模式有：①直接投资建设：由建设企业直接投资建设充电设施，通过充电设施运营收取充电及增值服务费；②PPP 模式：通过与政府公私合营的方式，由建设企业投资建设，取得长约 10 年的经营权；③BOT 模式：由建设企业垫资建设，逐年收取投资款和服务费，3 ~ 5 年后移交相关部门。

投资于充电基础设施建设环节的相关企业，为其提供必要的建设资金；或通过基金直接投资于相关项目，直接充电基础设施资产，可以直接带动充电基础设施的建设和投资，具有立竿见影的效果。

（4）充电基础设施的运营环节。

在充电服务的基础上，随着智慧充电网络和车辆规模的进一步发展，充电基础设施建设与运营商可以进一步发展能源互联网，通过虚拟发电厂等技术参与电网的调峰调频，并通过互联网信息技术，实现能源分享与交易。

在能源互联网的商业模式下，充电基础设施运营服务商的收入包括：充电服务收入、传媒广告收入、电信流量收入以及安防监控、环境监测等收入。充电基础设施经营上有望从单纯的充电服务向数据服务、信息服务等模式转变。

在充电基础设施的运营环节，许多的建设主体也是运营主体。行业内的参与者包括：国家电网、特来电、普天新能源、华商三优、特斯拉、万马新能源、星星充电、协鑫集团等。

国家电网计划到2020年，在全国累计建成公共快充站1万座，充电桩12万个，全面覆盖京津冀鲁，长三角地区所有城市和其他地区主要城市的高速公路快充网络，总计覆盖城市202座，高速公路3.6万公里。

普通新能源是以新能源汽车充电网络建设、运营和服务为主业的中央企业，目前在深圳可服务五洲龙纯电动大巴、混合动力大巴、比亚迪E6纯电动出租车。

华商三优成立于2010年，承建了绝大部分国家电网的充电桩。国家电网充电桩在数量与密集度上占据绝对的优势。华商三优提出了“电动社区计划”，将社区停车位的电网打通。

万马新能源于2014年设立爱充网，正式进入充电网络建设与运营领域。万马新能源提供多种型式充电桩，爱充网在线上提供充电桩地图和App应用，通过互联网将线上线下连接起来。

星星充电是江苏最大的汽车经销商集团万帮车业与北汽集团共同投资的新能源充电桩智能运营平台。星星充电采用众筹建桩模式在全国发放充电桩，计划3年内投资45亿元完成100个城市的进驻。

协鑫集团目前正广泛布局智慧能源交通项目，利用其全产业链的优势，依托“协鑫集团互联网”+“智慧能源网络”为社会提供优质的能源与服务，初步实现城市交通的电动化。

在充电基础设施运营领域，基金将主要投资于行业内龙头企业，为其提供资金、技术与管理服务，鼓励企业在商业模式方面探索创新，扶优做强。

（5）充电基础设施相关产业。

根据《关于推进“互联网 +”智慧能源发展的指导意见》（发改能源〔2016〕392 号），鼓励充换电设施运营商、电动汽车企业等，集成电网、车企、交通、气象、安全等各种数据，建设基于电网、储能、分布式用电等元素的新能源汽车运营云平台。促进电动汽车与智能电网间能量和信息的双向互动，应用电池能量信息化和互联网化技术，探索无线充电、移动充电、充放电智能导引等新运营模式。积极开展电动汽车智能充放电业务，探索电动汽车利用互联网平台参与能源直接交易、电力需求响应等新模式。

因此，基于充电基础设施，可衍生出能源互联网、车联网、充电网等多种技术，融合了电动汽车、智能充电设施、智能立体停车库、储能、传媒、运营平台以及其他的相关产业。该类衍生业务的发展可以发哺充电基础设施产业，从而形成多向良性循环。

因此，为促进产业协同发展，基金将围绕着充电基础设施产业链，部分投资于电动汽车、储能电池、立体停车场等相关领域的企业或项目。

①电动汽车制造与运营。

对电动汽车企业的投资，重在形成产业链协同效应，通过整合资源，以车带桩、以桩促车的方式，协同发展，基于产业的共同发展，基金同时分享产业链上下游的投资收益。

目前，充电基础设施利用率较低、盈利能力较差、投资回收期较长的难点，与电动汽车保有量的不足存在很大的关系。

电动汽车与充电基础设施存在着共生关系，是典型的双边市场，市场双方的需求具有相互依赖性，一方参与者的收益取决于另一方参与者的数量。充电基础设施的不足严重制约了电动汽车的推广和使用；而电动汽车的保有量不足又导致充电基础设施利用率较低，盈利能力较差，制约了对充电基础设施的投资。

通过投资电动汽车运营企业，鼓励相关企业投放和运营电动汽车，可以提高充电基础设施的利用率和盈利能力，从而缩短投资的回收期，增强相关企业进入该产业的信心，引导社会资本加大对该充电基础设施产业的投资。

目前电动汽车主流的运营模式有融资租赁和分时租赁。融资租赁多运用于商用车

领域，分时租赁多运用于乘用车领域。商用车使用融资租赁的模式可有效缓解资金压力及电池维保问题，也有助于整车上量；乘用车使用分时租赁共享模式较多，主要解决消费者对于续航里程、充电问题的焦虑问题，加速市场化推广。

国外在新能源乘用车运营领域的创新模式呈现分时租赁的形式，突出汽车共享的概念，突出表现为以公私合作和车企主导的两种模式开展租赁运营服务。国内目前市场多方积极参与布局，其中主要包括整车厂旗下的专业租赁公司，充电桩制造及运营公司，以及互联网用车企业，各方从不同的出发点切入。

②立体停车场。

根据2015年8月3日颁布的《关于加强城市停车设施建设的指导意见》，鼓励建设停车楼、地下停车场、机械式立体停车库等集约化的停车设施，并按照一定比例配建电动汽车充电设施，与主体工程同步建设。2015年9月29日，国务院办公厅印发的《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》中指出，原则上新建住宅配建的停车位百分之百要建设充电设施或预留安装条件。公共停车场配建的充电设施或预留安装条件的比例不能低于10%。

根据2015年10发布的《电动汽车充电基础设施发展指南》提出的需求预测，到2020年全国电动汽车保有量将超过500万辆，其中电动公务和私人乘用车超过430万辆。根据国际惯例，汽车保有量与停车位的理想比例区间为1∶1.2—1∶1.4。由此推算，到2020年电动乘用车位总的需求约559万个，公共停车位需求约129万个。因此，“互联网+”便捷交通领域内的充电、停车一体化的智能立体停车库蕴藏着巨大商机，市场前景广阔，适应充电基础设施产业基金介入，既促进产业的发展，也为基金的盈利提供了保障。

③储能与运营平台。

当前，充电基础设施呈现智慧能趋势，集成了互联网、储能、通信、云计算、大数据等多种功能。

通过充电基础设施的建设，可形成庞大的充电网络。以充电网为基础，通过充电设施与储能电池的一体化，利用集中式管理技术，可逐步形成虚拟电厂、负荷集成商等新型市场主体，增加灵活性资源供应。

凭借于储能技术，充电基础设施可提供能量响应、调频、调峰、售电等灵活的能源服务，以互联网平台为依托进行动态、实时的交易。

基金在该领域的投资，主要着眼于储能与充电基础设施的一体化经营项目或企

业，通过一体化的运营，来带动充电基础设施的建设和运营模式的创新。

3. 投资比例划分

充电基础设施产业链各环节投资占比：

①研发环节：具有技术领先优势的企业，投资比例 10%；

②制造环节：制造业企业，投资比例 10%；

③建设环节：EPC、BOT、PPP 等企业，投资比例 30%；

④运营环节：网络平台运营企业，投资比例 40%；

⑤相关产业：电动汽车运营、智慧立体停车场、储能与运营平台，投资比例 10%。

（六）投资模式

基金的投资模式与其盈利模式密切相关，并最终影响到政府投资基金解决行业发展瓶颈和薄弱环节问题的效果。

基金坚持“安全、稳健、市场化”的投资理念，以及引导性和盈利性两大原则。在保持一定的盈利能力的基础上，最终是要吸引更多的社会资本参与充电基础设施领域。

充电基础设施产业发展基金将主要通过政府领投、多方跟投的模式，设立种子基金、直投基金、子基金等，为有效投资拓展更大的空间。具体交易结构如下（见图 3）。

1. 种子基金

设立种子基金，进行创业投资，主要针对产业链研发环节上种子期、初创期的企业，鼓励充电基础设施领域的技术创新。

2. 直接投资基金

直投基金模式下，基金直接对领域内相关企业进行私募股权投资，主要针对产业链上的成长型和成熟型企业。

通过私募股权投资，培育龙头企业，扶优扶强，并以龙头企业为支点，推动骨干龙头企业优化治理结构，加强技术、人才引进，带动充电基础设施产业的制造、建设和运营，推动产业链协同发展，优化产业布局。

私募股权投资，重在对目标企业的选择、投后增值服务以及上市退出带来的资本增值收益。后期以转让出售或上市等方式实现退出收益。

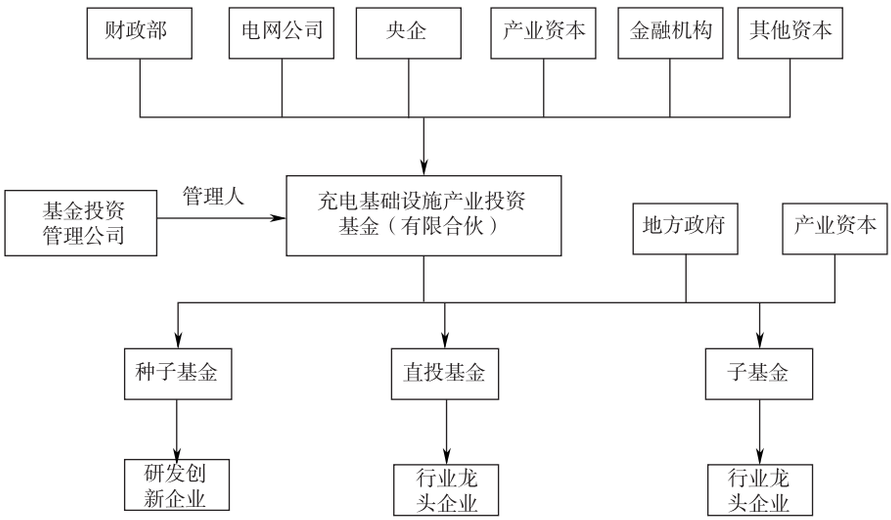


图3　基金投资模式

（1）目标企业选择。

①通过投资和培育龙头企业，并以龙头企业为支点，推动骨干龙头企业优化治理结构，加强技术、人才引进，带动充电基础设施产业的制造、建设和运营。基金通过为龙头企业提供资金、技术、管理等一系列服务，促进充电基础设施行业的培育和发展。

②还要支持具有技术领先优势或研发领先优势的企业，支持该类企业发展，逐渐统一行业技术标准，实现标准化充电基础设施生产。解决当前充电基础设施标准不统一、无法实现统一充电的行业难题。

③在充电基础设施产业链的建设环节，要优选资源开拓能力强、以共享模式为主导商业模式的企业。共享商业模式下，该类企业可以通过储能—电动汽车—充电桩—配售电—停车场—云平台的产业链一体化闭环，克服单纯经营充电基础设施导致的盈利不足或投资回收期过长等问题，并同时带动电动汽车、配售电、停车场等相关产业的发展。该投资方式可以通过投资一批企业，带动一片产业的发展，从而达到一石多鸟的效果。

（2）投后增值服务。

在投资协议生效后，基金对所投资项目原则上通过委派产权代表进入被投资企业董事会或监事会，并由投资经理配合进行项目投资后的管理工作。除了监控企业经营进展外，还应为企业提供战略性或策略性咨询等增值服务，使企业在尽可能短的时间内快速增值。

基金通过市场化筛选机制对企业进行私募股权投资，代表国家层面的基金对该企业的认可，能增强其他投资者和商业银行的信心，吸引更多地投资者为该企业提供融资。

3. 子基金投资

子基金投资，通过与产业资本或地方政府共同设立子基金，充分发挥乘数效应去吸引社会资本，有效扩大股权投资资本量，引导子基金更多的支持企业，确保基金的投向能够更好地体现国家政策要求和方向性的要求，促进解决市场基金解决不了的问题。

充电基础设施产业发展基金对子基金的参股比例为子基金总额的 20%—30%，且始终不作为最大出资人；子基金管理机构应参股子基金或认缴子基金份额，且出资额不得低于子基金总额的 5‰。

子基金采取有限合伙制，在中国境内注册，每只基金募集资金总额不低于 1 亿元人民币，且以货币形式出资。

4. 基金不得从事的业务

（1）从事融资担保以外的担保、抵押、委托贷款等业务；（2）投资二级市场股票、期货、房地产、证券投资基金、评级 AAA 以下的企业债、信托产品、非保本型理财产品、保险计划及其他金融衍生品；（3）向任何第三方提供赞助、捐赠（经批准的公益性捐赠除外）；（4）吸收或变相吸收存款，或向第三方提供贷款和资金拆借；（5）进行承担无限连带责任的对外投资；（6）发行信托或集合理财产品募集资金；（7）其他国家法律法规禁止从事的业务。

（七）投后管理

基金以提供综合服务为主，除了资金支持，还提供管理咨询、技术支撑、客户嫁接、资产管理等一条龙的服务，促进投资股权的保值增值。深化挖掘充电基础设施产业的投资价值，获得稳定投资回报实现自身商业性的可持续发展。

1. 资金支持

充电基础设施产业投资基金成立的首要目的，是通过整合竞争性领域扶持重点产业、行业、区域发展的专项资金，推动财政资金“由补转投”，有效撬动社会资本，加大投资充电设施基础产业的重点领域和薄弱环节，有效解决产业发展投入大、风险大的问题，实现产业转型升级和重大发展，推动经济结构调整和资源优化配置。

2. 股东资源

充电基础设施产业投资基金在有限合伙人、普通合伙人层面广泛吸收充电基础设施产业内的龙头企业、大型央企国企、金融机构，以及其他社保基金、保险资金等社会资本，形成多元化出资结构。多元化出资人结构可以为基金带来强大的股东资源。

产业资本凭借其深厚的产业背景以及管理经验，可以为被投资企业提供战略咨询与管理咨询，完善公司的治理结构。同时，产业资本还可以为被投资企业提供资本运作的机会，甚至并购被投资企业。

基金通过吸收国家电网、南方电网两大电网公司，可以利用电网公司的专业经验、电力网络等资源，解释充电基础设施投资的配电网建设、扶持性电价结算等行业发展难题。

基金通过吸收商业银行、证券公司，可以为被投资企业提供配套融资服务以及上市、并购及债券发行等方面的增值服务。

基金通过参股地方性充电基础设施产业基金，可以吸收地方政府资源，探索地方政府财政资金使用新途径。同时利用地方政府的资源，协调解决被投资企业难以获取地方财政补贴的问题。

3. 专家资源

基金设立顾问委员会，聘请行业专家以及政府主管部门的相关人员。基金还将通过引入国家电网、南方电网、产业资本等，利用股东资源，聘请并组建专家队伍。专家队伍利用其丰富的经验，可以为被投资企业把脉诊断，提供技术支撑、行业发展分析等服务。

4. 财务顾问

基金可以作为财务顾问的角色，为被投资企业提供管理咨询、财务咨询等服务。利用基金股东的优势，按照上市公司的模式来打造投资企业，完善它的治理结构、加强财务管理、健全内部控制制度。

财务资金方面，可以为被投资企业投资制订财务规划，为设计企业发行股票，以非金融企业债务融资工具、可转换债券等方式进行融资，或帮助被投资企业设立股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金、并购基金等形式参与兼并重组。

5. 项目对接

基金在投资过程中，将接触充电基础设施领域研发、制造、建设与运营等各环节的大量备选项目。基金可以在项目之间起到客户嫁接的作用。比如在电动汽车生产企

业与运营企业之间进行嫁接，在充电基础设施生产企业与建设运营企业之间进行嫁接，在上下游纵向并购与行业内横向并购方面，为被投资企业筛选拟并购标的等，从而将企业的市场做得更大。

（八）投资退出

基于基金混合型的投资策略，既有资产持有型投资，也有股权投资、基金投资以及夹层投资等。因此，基金的退出方式也将多样化。

基金以股权方式投资的，采取公开上市、“新三板”挂牌、股权转让、股权回购、股权置换等方式退出；以债权方式投资的，应当明确投资期限和增信安排，按投资协议约定到期退出；以优先股或夹层基金等方式投资的，应明确股权回购、股权转让等退出方式；基金将按照有关规定和市场化原则，与项目方约定发生重大不利情形的退出方式，保障基金资产安全。具体退出方式如下：

1. 二级市场退出

二级市场退出主要适用于股权投资策略。二级市场退出主要包括三种方式：上市公司发行股份购买资产、独立上市和借壳上市等。

上市退出模式下的对赌协议：如果约定期限内上市，则通过出售二级市场股票退出；如果约定期限内无法上市，由被投资企业的股东以年化固定收益率回购股权，实现保底收益。

（1）上市公司发行股份购买资产。

主要为上市公司向拟收购的基金投资企业的股东发行股份，购买被基金投资企业的股权。

标的项目被充电基础设施基金投资或收购且完成规范培育、符合上市公司要求后（规范培育周期等相关规范后的条件，需在投资协议中有明确要求），寻找合适的上市公司提出对标的进行收购。该项收购可以采取现金（或现金加股权）的方式，标的收购价格需以届时市场价格或有限合伙人投资年复合净收益率两者孰高为准（即上市公司或其实际控制人进行兜底，降低出资人风险）。

交易完成后，基金成为上市公司的股东，以在二级市场出售上市公司股份的方式实现退出。对于上市退出而言，一旦企业能按期上市，则其退出除证监会规定的锁定期和其他规定外，无须任何约束。

（2）独立上市。

基金投资企业经过规范，独立上市。上市后，基金以在二级市场出售该被投资企

业股份的方式实现退出。

独立上市的退出方式，适合于前期投资的处于成长期的企业，或资产持有型投资策略下的充电基础设施投资运营公司。

（3）借壳上市。

基金投资的企业取得适合的上市公司的控股权，将本企业的核心资产注入上市公司，实现间接上市。独立上市的退出方式，同样适合于前期投资的处于成长期的企业，或资产持有型投资策略下的充电基础设施投资运营公司。

不过在当前的监管体系下，对借壳上市的要求越来越严格，其标准等同于独立上市。因此，在独立上市与借壳上市时，应视情况而定。

2. 一级市场转让

一级市场转让的退出方式既适用股权投资策略，也适用以优先股或夹层基金等方式进行的投资。

以股权投资进行投资的，基金与被投资企业签署对赌协议。如所投资的企业不能按期上市，则可以与股东签订回购协议以规避风险。对于股权转让退出来说，其可以约定转让给原股东，也可约定转让给股东以外的第三人，由于有限责任公司转让给股东以外的第三人应由原股东 1/2 同意，因此，在协议中将进行具体约定。

对于管理层回购等退出方式，则在投资协议中对其退出程序、退出条件、退出时间、对方违约的责任等方面做明确具体的规定，以防控风险。

以优先股或夹层基金等方式投资的，则在投资进入时就明确约定将来在一级市场进行股权回购，或股权转让。

3. 还本付息退出

以债权方式投资的，应当明确投资期限和增信安排，按投资协议约定到期退出。被投资企业或其股东应对该债权承担保本付息的责任。

4. 政府出资的特别约定

政府投资必须适时退出，若不能及时退出，难免对社会资本产生“挤出效应”，甚至会背离政策初衷。

充电基础设施基金终止后，在出资人监督下组织清算，将政府出资额和归属政府的收益，按照财政国库管理制度有关规定及时足额上缴国库。

充电基础设施基金中的政府出资部分一般应在投资基金存续期满后退出，存续期未满如达到预期目标，可通过股权回购机制等方式适时退出。

基金合伙协议中将明确约定，有下述情况之一的，政府出资可无需其他出资人同意，选择提前退出：

（1）充电基础设施基金方案确认后超过一年，未按规定程序和时间要求完成设立手续的；

（2）政府出资拨付投资基金账户一年以上，基金未开展投资业务的；

（3）基金投资领域和方向不符合政策目标的；

（4）基金未按章程约定投资的；

（5）其他不符合章程约定情形的。

政府出资从充电基础设施基金退出时，按照合伙约定的条件退出；或聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定投资基金退出价格的依据。

（九）管理费用和收益分配

1. 管理费用

基金管理人每年向基金收取的管理费为0.5%/年，如果基金规模较大，可适当降低管理费用水平，以便保持GP的利益与LP的投资回报目标一致。

管理费通常是作为GP基金运营和管理的费用（包括工资、办公费用、项目开发、交通、接待等）。管理费并不是GP主要的报酬方式。管理费还有一些创造性的做法：降低管理费比例换取收益分成比例的提高；随着基金的投资进行逐步降低管理费比例等。

第一次设立基金时，基金管理人会发生一部分筹备、设立等开办费，该部分费用可由GP根据费用预算单独申请管理费。

2. 收益分配

投资基金各出资方按照“利益共享、风险共担”的原则，约定收益处理和亏损负担方式。

（1）基金管理人报酬。

基金从项目投资获得收益后，首先用于支付基金管理人的管理费，扣除基金费用及政府税收（包括已经发生但尚未支付的有限合伙费用和合伙人或其关联方垫付的费用），然后向各伙人进行分配。

（2）基金收益分配。

基金收益扣除各项费用和税收后，向包括政府出资在内的各合伙人进行分配。

对于归属政府的投资收益和利息等，除明确约定继续用于投资基金滚动使用外，

应按照财政国库管理制度有关规定及时足额上缴国库。

为更好地发挥政府出资的引导作用，政府可采取向社会出资人让渡部分分红等让利措施，但不得向其他出资人承诺投资本金不受损失，不得承诺最低收益。投资基金的亏损应由出资方共同承担，政府应以出资额为限承担有限责任。国务院另有规定的除外。

（3）超额收益分配。

对于超额收益，基金管理人会与有限合伙人约定分成比例，一般按照 20%：80% 的比例进行，具体分成比例可根据双方商议确定。超额收益分配的顺序为：先按比例向有限合伙人分配，剩余部分归基金管理人所有。

3. 优惠政策

鉴于充电基础设施产业处于起步期，商业模式不清晰，盈利能力较低，而政府投资基金在发挥政策引导性功能的同时，还要严格建立绩效考核体系，面临着投资盈利的压力。因此，建议国家出台针对充电基础设施产业投资基金的税收优惠或财政补贴等优惠政策，适当提升基金的盈利能力，提高各出资人参与的积极性。

（十）风险防范

1. 公司治理

基金管理人层面，设立清晰完善的内部管理和组织架构，优化公司治理结构，完善公司各项制度，防范不正当关联交易、利益输送和内部人控制风险，保护投资者利益和自身合法权益。

公司顶层结构为股东会、董事会、投资决策委员会、总经理。董事会成员 3 ~5 人，董事由各股东委派，董事会对项目拥有最终决策权；投资决策委员会成员 5 ~7 人，对项目投资和处置进行推荐；总经理由董事会指定，负责公司的日常经营管理。管理层下设：投资部、投资者关系部、风险管理部、资金财务部、综合管理部等部门。

其各个部门的主要职能为：投资部负责进行项目投资及投后管理；风险管理部负责公司风险管理、质量控制及法律事务；资金财务部负责公司财务管理、资金运用；综合管理部负责公司后勤保障、人力资源事宜。

公司的组织结构坚持职责明确、相互制约的原则，建立必要的防火墙制度与业务隔离制度，各部门有合理及明确的授权分工，操作相互独立。

基金管理人可根据情况设立顾问委员会，由聘请的相关专家提供专业意见。

2. 公司制度

基金管理人将基于市场化、健全性、有效性、审慎性和竞争力等原则，完善内部控制，制定基本管理制度。

基本制度涵盖投资管理制度、风险控制制度、财务管理制度、资金管理办法、资金调拨管理办法、费用支出管理办法、差旅费管理办法、印信管理制度、人事管理制度、授权管理办法等各方面。

基金管理人应当建立有效的人力资源管理制度，健全激励约束机制，确保工作人员具备与岗位要求相适应的职业操守和专业胜任能力。

基金管理人应当设置负责合规风控的高级管理人员。负责合规风控的高级管理人员，应当独立地履行对内部控制监督、检查、评价、报告和建议的职能，对因失职渎职导致内部控制失效造成重大损失的，应承担相关责任。

基金管理人应当建立科学的风险评估体系，对内外部风险进行识别、评估和分析，及时防范和化解风险。

3. 业务流程化

基金管理人将建立科学严谨的业务操作流程，利用部门分设、岗位分设、外包、托管等方式实现对业务流程的控制。

授权控制贯穿于基金管理人资金募集、投资研究、投资运作、运营保障和信息披露等主要环节的始终。基金管理人应当建立健全授权标准和程序，确保授权制度的贯彻执行。

基金管理人将建立健全投资业务控制，保证投资决策严格按照法律法规规定，符合基金合同所规定的投资目标、投资范围、投资策略、投资组合和投资限制等要求。

业务操作流程主要包括项目搜集、项目初审、签署保密协议、立项申请、尽职调查、项目估值、交易结构设计、项目谈判、投决会审议、签署协议、资金募集、投后管理、项目退出等阶段。

项目退出后，项目投资经理应当书写项目总结报告，对项目投资中的经验教训予以总结，以资参考。

基金管理人应当保存私募基金投资活动等方面的信息及相关资料，确保信息的完整、连续、准确和可追溯，保存期限自基金清算终止之日起不得少于 10 年。

4. 绩效评价制度

理事会将按年度对基金政策目标实现程度、投资运营情况等开展评价，有效应用

绩效评价结果。

财政资金控股的政府投资基金应当纳入公共财政考核评价体系，定期对基金支持产业的政策目标、政策效果及其资产情况进行评估；对于财政资金注资但不控股的基金，财政部门或财政部门授权有关部门（机构）按照公共性原则对财政出资进行考核评价。

对基金管理人，要设定合理的激励约束机制，主要是确定合理的管理费和绩效奖励、要求基金管理公司或团队对引导基金认缴出资、将对其绩效评价与管理费等挂钩等，促使基金管理公司或团队不断提高管理水平。

5. 外部审计监督

投资基金应当接受财政、审计部门对基金运行情况的审计、监督。

政府投资基金应当遵照国家有关财政预算和财务管理制度等规定，建立健全内部控制和外部监管制度，建立投资决策和风险约束机制，切实防范基金运作过程中可能出现的风险。

基金理事会将对私募基金管理人员、内部控制、业务活动及信息披露等合规情况进行业务检查，业务检查可通过现场或非现场方式进行，私募基金管理人及相关人员应予以配合。

加强政府投资基金信用体系建设，建立政府投资基金及其高级管理人员信用记录，并将其纳入全国统一的社会信用信息共享交换平台。



香港的信托制度及信托业务与启示

课题单位：中诚信托有限责任公司

课题组成员：王　琛

摘　要

香港的信托制度以普通法概念为基础，建立了较为完善的信托法律体系。信托业务包括财富传承咨询、传承方案定制、退休金服务、信托资产管理、证券投资基金等零售产品和现代复杂的信托架构等。香港信托业并不特指一个行业，信托是一项制度安排，受托人是特定业务制度安排中的重要角色。香港信托人公会一般把香港的主要信托业务分为私人信托、退休金计划、企业信托（或称单位信托）和慈善信托。香港信托从业机构主要有独立的信托公司、专门的私人银行、商业银行的信托部、律师事务所、家族办公室等。

分析香港的信托制度和信托业务后，本文认为，信托制度的运用具有地域特征和历史性，信托制度的优势在于受托人地位的独立性，内地信托公司需要准确理解信托制度的特征，重点发展富裕家族及高资产净值客户的财产传承、个性化的财富规划等具有广阔前景的业务。在 FOF 或 TOT 等产品设置时，参考香港强积金计划制度。

关键词：香港信托制度　香港信托业务　受托人独立地位　家族信托

目　录

一、香港的信托法规和信托制度简述 …… 765
二、香港的主要信托业务 …… 765
（一）私人信托 …… 765
（二）退休金计划——强积金计划受托 …… 766
（三）单位信托（基金） …… 768
（四）慈善信托 …… 769
三、香港的信托业务主要从业机构 …… 770
（一）独立信托公司 …… 771
（二）专业的私人银行 …… 771
（三）商业银行附属机构 …… 771
（四）律师事务所等 …… 772
（五）其他 …… 772
四、香港信托业发展的启示 …… 772
（一）信托制度的运用具有地域特征和历史性 …… 773
（二）私人家族信托前景广阔 …… 773
（三）信托制度的优势在于受托人地位的独立性 …… 773
（四）强积金计划制度对设立 FOF 或 TOT 产品具有借鉴意义 …… 774
参考文献 …… 775

一、香港的信托法规和信托制度简述

香港的法律体系一直采用了普通法概念，以全球信托从业人员和信托机构所普遍遵从的普通法信托概念为基础，中共香港信托业逐步成形，为企业、富裕人士及其家族、普通投资者和慈善机构提供产品和解决方案。随着信托业务的逐步发展，香港信托行业以本土信托案件判例为基础，效仿英国信托法律体系，建立了较为完善的信托法律体系，其中《受托人条例》和《司法受托人规则》是香港信托业务的基本规范，《香港政府证券受托人条例》、《信托基金管理规则》、《信托承认条例》、《娱乐慈善信托》等是各项具体信托业务规则的具体规范。

香港信托业务覆盖面很广，服务形式和内容多样化，信托业务服务种类包括财富传承咨询、传承方案定制、退休金服务、信托资产管理、证券投资基金等零售产品和现代复杂的信托架构等。除涉及公众利益的信托业务需事前取得业务资质外，香港的信托业务没有明确的准入门槛。信托机构涵盖独立的信托公司、商业银行的信托部、保险公司、专业的私人银行、法律及会计等专业服务机构，甚至一些工商企业和专业人士也在某些领域开展个性化的信托服务。香港信托人公会一般把香港的主要信托业务分为私人信托、退休金计划、企业信托（或称单位信托）和慈善信托。

从上述信托业务法律体系和信托业务实践中可以看出，香港信托业务并不特指一个行业，信托是一项制度安排，受托人是特定业务制度安排中的一个角色，尽管在某些业务制度安排中受托人居于核心地位。

二、香港的主要信托业务

（一）私人信托

私人信托是香港金融机构角逐的主要业务，也是最重要的信托业务。私人信托的主要用途是在高净值客户及家族财富管理中提供财富传承安排和遗产规划。由于中国香港、内地等富豪的快速增长，超高资产客户对私人信托业务的需求与日俱增，以实现财富的世代传承，并规划家族企业的传承计划（见图 1）。

在香港，财富和遗产规划服务主要由私人银行、独立信托公司、律师事务所提供。由于客户需求、税务效应和历史性原因，很多客户都选择在离岸司法管辖区设立

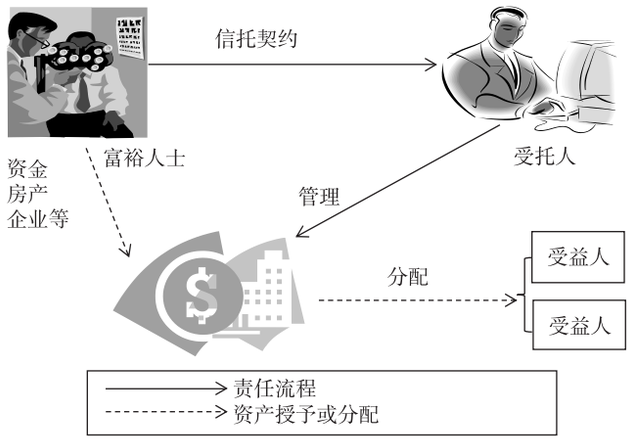


图 1　私人信托的主要业务体系

信托。离岸信托并不受香港法律管辖，据反映，客户可以选择的离岸地有欧洲的泽西岛、开曼群岛、英属维京群岛、库拉索岛等。

信托机构的客户经理和顾问必须获得客户的足够信任和信心，客户才会将极为私密、敏感和机密的数据与客户经理分享，客户经理和顾问才能制定出最适合客户需求的信托结构。因此，客户经理和顾问的法律、税务、理财等方面的专业意见是建立信托关系、树立客户采用私人信托来规划财富传承方案信心的基本要求。同时，还要求客户经理和顾问定期与客户进行面对面的交流。因此，客户经理和顾问是信托机构竞争的关键因素。

私人银行、独立信托公司、律师事务所这些合伙制组织模式的机构是最主要的私人信托业务机构，这些机构以其独立、客观、公正、专业的服务，通过遍布全球的分支机构，以对离岸地法律、税务的深刻理解，以及与各类金融机构和定制服务供应商建立的良好关系，为客户提供适当且满意的定制化财富传承方案。

（二）退休金计划——强积金计划受托

强积金计划[①]是香港强制性公积金计划（Mandatory Provident Fund Schemes，MPF）的简称。香港强积金制度是世界银行倡导退休保障的第二支柱。为应对人口老龄化问题，协助就业人口为退休生活储蓄，香港于 1995 年制定了《强制性公积金计划条例》，经过几年准备后，于 2000 年 12 月开始推行强积金计划。

① 在实施强积金制度之前，很多香港雇主，尤其是大型企业的雇主自愿推行了退休计划，为雇员提供退休福利。由于自愿计划可能受雇主破产威胁、供款不稳定、资金被雇主挪用、雇主断供等影响，尽管自愿推行的退休计划仍在实施，但强积金已经成为香港最主要的养老保障制度。

强积金计划由雇主或雇员按月供款，在一定额度内可以享有税收豁免[①]。香港的强积金计划分为三类，即集成信托计划、雇主营办计划和行业计划。根据香港强积金计划管理局2016年3月末发布的数据统计，强积金计划共有38个，以上三类分别为35个、1个和2个，即集成信托计划是最主要的强积金计划；经强积金管理局核准的基金数目为462只，核准汇集投资基金数目为292只，2016年第一季度共收供款177.98亿港元，强积金计划资产余额[②]为5925.78亿港元。2015年末香港380万就业人口中有72%成员获强积金计划保障。

强积金计划发起人可以同时向强积金计划管理局申请注册强积金计划和基金，由强积金计划管理局对强积金计划及基金进行详细审核，重点在于审核基金是否遵循强积金法例，以及强积金计划的成员的权益是否能够在强积金计划和基金投资和管理方案中得到保障。商业银行与保险公司是强积金计划的主要发起人，其中汇丰银行和Manulife（香港宏利）分别占29.20%和19.10%的基金份额。雇主及雇员可以自由选择任一强积金计划和强积金计划拟投资的基金[③]，并可以每个年度调整一次强积金计划和强积金计划拟投资基金的方案。

信托架构是香港强积金的主要管理方式[④]。经强积金计划管理局核准，信托架构强积金退休计划中，受托人对强积金承担重大的受信责任，同时也承担退休计划整体的管理工作。强积金的投资决策由基金经理决定，但受托人负有确保投资决策符合信托契约和相关的法律法规要求的重大责任。此外，强积金管理局核准受托人对强积金计划的营销人员负有监督和管理的责任。

按照强积金管理条例规定，公司或自然人都可以向强积金管理局申请，由其核准为强积金的受托人。实际上成为强积金的受托人的要求十分严格。强积金计划管理局核准公司申请人考虑的因素包括：资本充裕程度、财务稳健性、公司实际控制人是否具备适当的能力、董事会及行政总裁是否具备足够的知识和经验、公司是否认购了足够的保险、公司是否有良好的内控制度和内部管理措施等。由强积金管理局审核申请人的专门技能和资源管理能力，以判断申请人是否具备有效开展业务的能力。截至

① 香港强积金的供款由雇主和雇员供款两部分组成，双方的供款额均为工资薪金收入的5%，具体情况是：当雇员月工资薪金低于7100港元时，由雇主供款雇员月收入额×5%，雇员不供款；当雇员收入为7100—30000港元时，雇主和雇员双方供款各为月收入额×5%；当雇员收入高于30000港元时，雇主和雇员双方各供款1500港元。

② 包括职业退休计划转移过来的资产。

③ 对强积金计划和强积金计划投资基金的最好的理解方式就是近年来我国金融市场经常表述的FOF，即强积金计划是聚集雇主和雇员的供款形成的权益，强积金计划的受益人可以调整强积金计划和拟投资的经注册成立的强积金计划投资基金。

④ 另外一种方式是保险金模式。

2016 年 8 月，强积金计划管理局核准的受托人共 19 家机构，均为强积金实施前就已经获准的公司受托人，如现任香港信托人公会会长单位银联信托有限公司等。受托人需要建立完善而强大的账户管理信息系统，并要求有缜密的账户管理能力，才能满足强积金的管理要求（见图 2）。

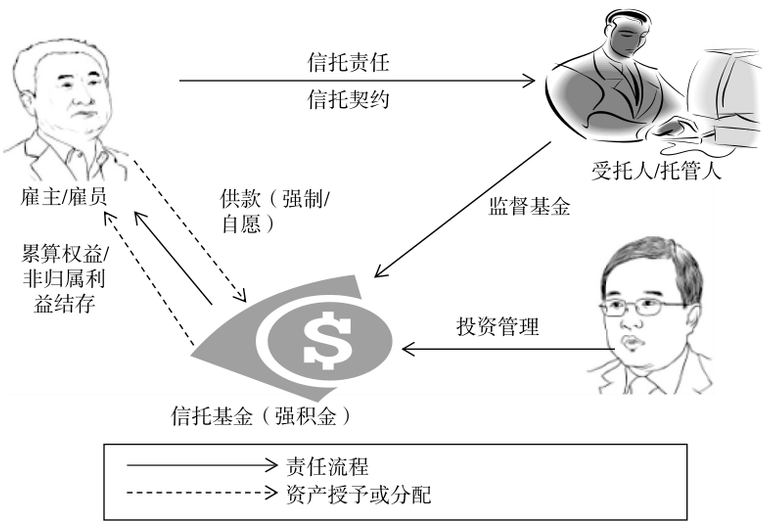


图 2　香港强积金计划基本信托架构

（三）单位信托（基金）

香港市场的证券投资基金、房地产投资基金、ETF 等也称作单位信托，是按照信托契约构建的一种集体投资形式，即由很多投资者将资产集中到一起，交由独立的投资经理进行专业管理。香港最常见的单位信托结构是双方信托契约，从本质上说，信托平台将投资者的资金集中在一起，然后投资到具有特定目标的资产，如中国香港、新兴市场、美国、日本、欧洲市场的股票、债券和基金等。投资经理购买一篮子股票（或其他资产如房地产），然后将这些资产放入一个基金，投资者获得一定数量的基金单位，成为受益人（即基金的单位持有人）。

信托结构的好外是，它可以让专业的投资经理全权投资相关资产，而这些资产由受托人代单位持有人在信托中持有，基金的认购者（投资者即受益人）获取相关权益。香港大部分零售基金和交易所买卖基金者都是采取单位信托形式。

在单位信托交易结构中，受托人必须以投资者（受益人）的最大利益行事，并发挥正式的监管职能（见图 3）。受托人的关键职责包括：协助产品的成立、确保基金投资符合信托契约的规定，监督投资经理的投资策略和投资限制等、维持并披露表

述清晰的信托风险和目标，以及单位信托各方透明的收费结构、确保受托人的受委人及代理人合理公平收费、确保资产的隔离、执行基金的行政管理（如维持和更新股东名册、履行监管义务等）。

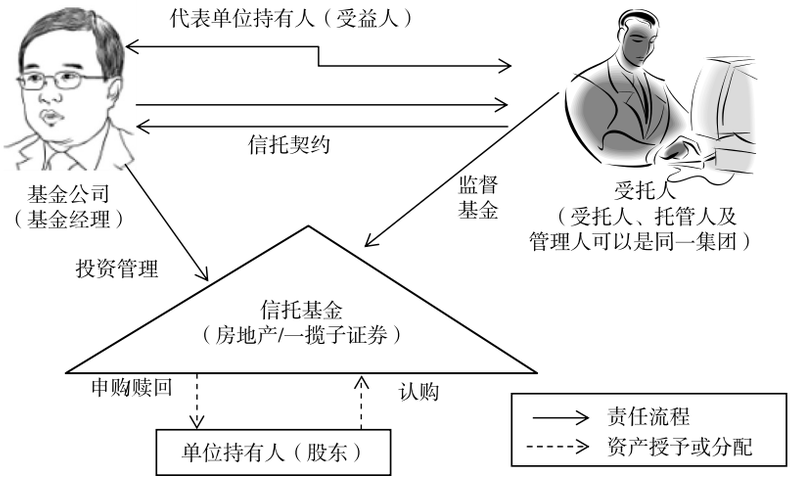


图 3　香港单位信托的基本架构

据香港证监会（SFC）2016 年 7 月发布的《2015 年基金管理活动调查》披露，2015 年底，香港基金管理业务合计资产 17.3930 万亿港元，源自海外投资者的资金仍然是香港基金管理业务的主要来源，为 11.78 万亿港元，占比为 68.5%；在香港管理的资产占整个资产管理业务的比例于过去三年持续上升，2015 年达 55.7%；在香港管理的基金资产有超过 70% 投资于亚太地区，股票是最主要的投资标的，占 58.4%，其余依次为债券（19.3%）、现金及货币市场（13.6%）、集体投资计划（6.3%）、另类投资及衍生工具（2.4%）。截至 2015 年底，所有证监会认可的房地产基金市值为 2000 亿港元。

（四）慈善信托

慈善信托只占香港整体信托业的小部分。在香港，没有法定的关于慈善的定义。在税务局《属公共性质的慈善机构及信托团体的税务指南》中指出：有关组织或信托必须纯粹是为法理上承认的慈善用途而设立。判断某组织是否为慈善组织，重点不在于其名义与法律形式，而是其活动的宗旨是否属于慈善的性质。在香港，可用作慈善机构的架构有四种，即根据《公司条例》成立的慈善法团（注册公司）、依据《社团条例》成立的慈善社团、慈善信托、专门法规成立的法定组织。

与其他信托以离岸形式为主不同，香港的慈善信托根据香港法律成立。如著名的

香港赛马会慈善信托基金就是香港最大的慈善信托之一。据香港信托人公会调查，香港一些富裕家族希望得到更多的协助来规划财富管理和慈善信托，尤其是香港富裕家族第二代中一些较少参与家族企业日常经营的人士，他们倾向于设立具有长远公益目标的慈善机构、基金会或信托等。

香港的慈善信托与其他类型的慈善组织在开展慈善事业活动中接受同样的监管。一是税务局对于慈善组织的缴税豁免监管。《税务条例》112 章 88 条规定："属公共性质的慈善机构或慈善信托，均应获豁免及视为一直获豁免缴税。"为了确保慈善组织性质及活动符合其宗旨，对于获得免税资格的慈善组织，税务局要求其提交账目、年报或者其他文件，并且进行定期复查或更频密的提早复查。二是社会福利署出台了慈善筹款活动最佳安排参考指引等对慈善活动和慈善机构的津贴、筹款等活动进行监察。三是民政事务局负责制定及统筹香港的康体发展政策和规划工作。四是律政司司长对慈善信托受托人的监管。《受托人条例》29 章 57A 条赋权律政司司长在慈善信托遭违反或有需要更有效地管理慈善信托时采取行动。法院可因律政司司长所提出的申请，提供法院认为属于公正并与慈善信托有关的济助，或做出法院认为属于公正并与慈善信托有关的命令或指示。此外，公众的监督是香港慈善组织和慈善信托的关键制度。香港慈善实践证明，社会力量介入慈善事业，不仅保证慈善事业运行过程中的公正、客观性，保障了政府与慈善的关系始终沿着正确轨道运行，而且为社会公众参与慈善事业提供了良好机会，形成了有利于慈善事业生存和发展的氛围。

三、香港的信托业务主要从业机构

内地信托业务主要是资金信托，受托人承担资金的投资管理职责。从这一角度来说，香港的信托业务与内地的信托业务完全不同。香港的信托功能定位因信托财产的不同而不同，信托的功能、受托人的要求和资格因信托业务的不同而不同。单位信托、强积金计划和慈善信托中，受托人的功能是一个法律架构，是该法律架构责任主体，对法律架构的其他参与方的相关职责负有监管、监督责任，并同时还可担任托管人角色。单位信托、强积金计划对受托人申请资格在此类业务相关条例中进行了特别约定。慈善信托受托人资格没有明确限制。私人信托业务中，受托人的角色更多的是顾问、咨询、服务角色，只要委托人认可，任何未受相关法规禁止的自然人和法人社团都可以成为私人信托业务的受托人。

香港信托从业机构主要有独立的信托公司（也有可能其名称中并无"信托"的

名号）、专门的私人银行、商业银行的信托部、律师事务所、家族办公室等。

（一）独立信托公司

独立的财富管理机构以独立、客观、公正的立场，以对全球法律、税务的深刻理解和遍布全球主要离岸地的子公司或办事机构，可以为客户定制多套财富传承规划方案，通过与客户深入细致的沟通由客户确定最佳的财富传承方案。这是独立信托公司较其他机构在开展信托业务时的最大优势。

如独立财富管理公司瑞致达集团负责信托服务的执行董事邵伟球认为，他们是一个多元化集团，通过旗下不同品牌的相关业务部门，为客户提供涵盖从全球公司注册成立到信托、受托及基金行政管理等各个领域的服务，其最大的优势就是通过遍布全球主要离岸地的子公司、办事处为客户的财富传承和财富管理提供从离岸公司设立与服务的一条龙服务，提供包括法律、税务、信息系统，甚至人事、会计、办公行政管理等全面的国际服务。香港和境外信托的精神核心是传承，私人信托业务中即使授权由受托人投资管理的财产也是采取保守的投资策略。

（二）专业的私人银行

专业的私人银行机构主要来自于欧洲，如瑞士宝盛银行，他们凭借遍布全球主要金融中心的服务网络，与市场上优质的供应商建立良好关系的开放平台，专注于全球高端私人客户财富传承、财富管理，以及相关家族服务。他们提供的服务以客户需求为中心，秉承恒久不变的承诺，为客户提供适当的财富传承规划和理财建议。

据瑞士宝盛银行执行董事陈迎九先生介绍，卓越的品牌、优良的口碑，在准确理解客户内在需求后制作的无微不至的服务方案，以优良声誉与优质的供应商建立良好关系网等，是专门的私人银行在家族信托和私人银行业务中赢得口碑和客户信赖的重要内容。

专业的私人银行也称单一业务型银行，它们没有投行业务、零售业务和中间（经纪）业务，只做私人银行业务。因此，客户不用担心私人银行提供咨询、顾问、财富管理等服务时有利益冲突，或者担心银行体系其他业务出现风险后，客户由私人银行全权受托管理的资产遭受威胁。

（三）商业银行附属机构

在香港，商业银行可以设立部门开展信托业务或私人银行业务，也可以设立私人银行子公司或信托公司开展信托业务或私人银行业务。如汇丰银行设置了机构业务

部，专门开展强积金计划受托人业务，并发起设立强积金相关基金管理业务，同时，汇丰银行还设置了私人银行部开展高端客户的财富管理业务。中国建设银行附属中国建设银行（亚洲）股份有限公司就在几年前全资设立了建行亚洲信托有限公司专门开展信托业务。

商业银行附属机构开展的信托业务主要围绕金融产品开发、设计、投资等展业，如发起单位信托、强积金计划及投资基金，以及在单位信托和基金中担任受托人，发挥在账户管理中的技术传统为信托业务做好行政管理服务等。

另外，商业银行发挥其在掌握客户资产和客户信息上的优势，为高端客户的财富管理和资产配置提供咨询、顾问和服务。据了解，在商业银行开展私人银行业务的客户资产规模一般低于专业私人银行客户，此类客户资产规模往往达不到专业私人银行客户的规模，难以承受专业私人银行较高的收费标准。

（四）律师事务所等

律师事务所是私人信托，尤其是家族信托业务中的关键角色。高净值人士和高端客户普遍存在企业资产与私人资产不分，由于企业经营不善、离婚或其他婚姻问题、代际纠纷、分家争产等事宜需要由律师协调解决各种婚姻、债务、税务、投资、继承等问题。相较于婚前协议、婚后协议、保险、赠予公证、代持、离岸公司等财产安排，家族信托因具有风险隔离、财产保密、合理避税、家人照顾、财产灵活分配、财产继承与传承、慈善捐赠等集成功能，正在被越来越多的富裕人士认可。据了解，越来越多的香港富豪采取信托安排财产传承和家族财富分配。一些律师事务所除了提供法律咨询和法律服务外，也注册信托公司专门开展受托人服务，专门承担受托人服务功能。

（五）其他

家族办公室也是信托业务的一类重要机构，但家族办公室一般服务于特高端的富豪，一般而言，通过家族办公室进行财产传承和财产管理业务的财产规模需要在十亿美元以上。除此之外，由于香港对受托人没有特别要求，一些自然人也在特别的家族信托中担任受托人。

四、香港信托业发展的启示

尽管香港的信托业务和信托机构与内地信托业务和信托公司存在明显差异，但信

托制度的普适性以及香港机构在运用信托制度的创造性，仍对内地信托公司和从业人员有所启示。

（一）信托制度的运用具有地域特征和历史性

从香港的信托发展的实践中可以看出，信托制度在财富管理中具有明显的制度优势。但是，香港的受托人并不属于某类机构的专属业务，即使在强积金计划、投资基金等涉及公众利益的领域，虽然这些业务制度安排中列出了申请成为受托人的资格要求，但注册公司、法人社团，甚至自然人都可以申请成为受托人。而私人信托和慈善信托业务中，甚至没有受托人的资格要求。

当前，内地信托制度主要运用于居民和机构理财和资产管理业务。信托公司等机构组织社会闲散资金在满足基础设施建设等固定资产投资和房地产开发投资对资金的巨大需求的同时，也实现了自身的发展。随着内地利率市场化进一步深化，债券市场等直接融资在社会融资比例中的提高，以及金融改革深化社会资金融通的便利化，信托制度在融资类业务中的优势将进一步消融。因此，信托公司融资类业务的发展取决于社会融资需求和各类机构在社会资金融通中的竞争优势。

随着信托公司在融资类业务中竞争优势的消融，富裕人士及家族的财富传承、财富管理规划等需求将进一步旺盛。财富管理业务，尤其是富裕家族及高资产净值客户的财产传承、个性化的财富规划等是信托公司转型发展的重点领域。

（二）私人家族信托前景广阔

近年来，越来越多的机构（包括独立的财富管理机构、信托公司、律师事务所和商业银行、保险公司）都加大了对富裕人士和家庭的财富管理业务竞争，他们认为，信托制度在财富管理上具有独特的制度优势，香港和内地经济持续增长，富裕人士财富管理和私人家族信托业务具有非常广阔的发展空间。鉴于信托制度在财富管理中的独特地位，内地信托公司也可以加大对富裕人士及家族财富传承、财富管理业务的布局，并将其确立为重要的转型方向。

（三）信托制度的优势在于受托人地位的独立性

从国际经验来看，信托制度在财富管理制度方面的优势体现在受托人为受益人利益对其他参与财富管理相关利益方的监管和监督。受托人是信托制度架构安排的中心，是信托资产法律上所有权承受者，担负着对其他角色的监管与监督职责，如强积金计划和投资基金业务中的受托人的法定职责就要求为受益人利益履行信托披露、基

金账户管理等职责，还需要履行对投资经理的监督和监管职责。

内地信托公司的各类业务中，受托人同样居于核心地位，内地信托公司在相关业务中与香港受托人的关键差异在于，除履行受托人职责外，还承担着其他重要职责，如资金信托业务中的受托人、投资管理人职责都由信托公司担当。受托人与信托资产投资管理人由同一机构担任，没有外部机构对信托资产投资管理进行监督和监管，因此，投资管理失败后，受托人难以规避受益人的问责。内地资金信托，尤其是在融资类资金信托业务中打破“刚性兑付”难题，还需要在信托计划交易结构中进行考虑，如信托公司内设独立性更强的信托管理部或托管部，或者设立专业子公司专门履行投资管理职能，而担任受托职能的部门或机构拥有职责清晰、权责明确的为受益人最大利益服务的独立性。

（四）强积金计划制度对设立 FOF 或 TOT 产品具有借鉴意义

香港强积金计划是政府为应对老龄化问题推出的一项制度。该项制度安排中，政府的强积金计划管理局是监管部门，计划的发起人、受托人、投资管理人等角色都由社会机构按照相关规则申请并执行相应职能，雇主和雇员（类似于投资者）可选择拟加入的强积金计划（集成信托计划），受益人每年一次权利更换其权属账户累积权益的投资经理和投资基金范围。

发起人申请成立强积金计划（集成信托计划）时即需要确定该计划的投资风格，如属于面向中青年雇员、追求较高收益的集成信托计划，此类计划拟投资基金以高成长性的股票为主；发起人还可以设立保证收益的集成信托计划及其投资基金，但该类集成信托计划拟投资基金以保证收益的基金为主，此类基金的发起人和投资者还需要为保证收益购买保险。

内地资产管理机构发起设立 FOF 或 TOT 产品时，可以参照强积金的设计理念，即面向目标客户设立特定的母基金（母信托），母基金或母信托确定投资风格，并公布拟投资的基金池或基金范围，发起人甚至还可以根据母基金或母信托的投资风格设立相应的投资基金。投资者在认购母基金或母信托时，即可确定所属权益的投资风格和计划投资的基金，甚至可以如强积金计划一样在各个年度调整所属累积权益的投资风格和投资基金。市场化的选择机制，以及受益人参与累积权益的投资选择，是维持强积金这类长期投资计划的关键治理机制。促进我国 FOF 或 TOT 产品的稳健发展，发起机构对目标客户的投资需求特征的准确把握非常关键，建立基金份额持有人参与机制也是一项重要的制度创新。

参考文献

［1］马铮．香港与内地信托制度的比较分析［J］．五邑大学学报，2004（1）.

［2］毕马威 . 2013 年香港信托行业跨行业透视［Z］．2013－06.



信托公司开展夹层投资业务分析

课题单位：长安国际信托股份有限公司

课题组成员：邓　婷　郭哲宇　邓晰尹

摘　要

夹层融资是一种介于优先级债务和股权之间的融资，为企业或者项目提供夹层融资时，资金提供者获取的收益及承担的风险介于优先级债务和股权之间。夹层融资区别于纯债务融资的地方在于其更大的灵活性，夹层融资一般会采取“债＋股（转股、期权、认股权证)”的方式，通过融合不同的债权及股权特征产生多种组合，满足多样化的融资需求。夹层融资的提供者可以根据自身的优势、偏好以及项目的特征，在债权与股权中间选取最符合其偏好的一个交易结构。

目前，国内主要私募股权机构如鼎晖、中信产业基金、国开金融、弘毅投资、光大控股、九鼎等均已设立了人民币夹层基金。其他金融机构如信托、券商也发起设立了夹层投资基金，如平安信托发起设立了房地产夹层投资基金、国金证券发起设立了并购夹层基金。不过，整体而言，目前国内夹层基金的发展和运作还处于初级阶段，发展历史短，规模较小。

信托公司被公认为是资金运用方式最灵活的金融机构。事实上，信托公司所从事的融资类业务很多实际上就是扮演着夹层资金提供者的角色。在融资需求旺盛的房地产领域，信托公司是夹层资金的主要提供者。不过，虽然信托公司可综合运用股权、债权、股债结合等多种方式为企业提供融资，但从实质上来看，信托公司在业务模式和盈利模式上都是高度复制银行的信贷业务，信托公司并未能充分利用自身可以开展夹层投资的优势。未来在企业并购重组、扶持中小企业成长以及政府基础设施建设等领域，信托公司应更多地利用自身的优势拓展夹层投资业务。

开展夹层投资业务符合信托公司现阶段的能力实际。随着信托公司在传统的债权融资及通道业务领域面临的发展瓶颈越来越凸显，信托公司需要通过业务模式的改进去拓展新的业务领域，夹层投资可通过“债＋股（或是认股全、期权、转股权)”的组合为融资方提供更灵活的解决方案，更符合信托公司私募投行的定位，其意义在于有利于应对资产荒，拓宽信托公司的利润空间；有助于推动信托公司渐进式转型，培育股权投资管理能力。

不过，尽管信托公司在房地产、证券类业务领域有较多的提供夹层融资的经验，

但是在为并购领域、成长型企业提供夹层融资方面做得还比较少，在政府基建领域也更多是以单纯债权方式参与，开展夹层投资业务还需要信托公司多方面提升能力，这主要涉及专业管理能力、组合投资能力以及机构合作能力等方面。

关键词：夹层融资　夹层基金　并购

目　录

一、夹层融资及其特点 …… 782
二、夹层投资基金发展情况 …… 784
三、信托公司可更多拓展夹层投资的机会 …… 786
四、相关建议 …… 791

一、夹层融资及其特点

1. 夹层融资的定义

夹层融资是一种介于优先级债务和股权（劣后级）之间的融资，为企业或者项目提供夹层融资时，资金提供者获取的收益及承担的风险介于企业优先级债务资本和股权资本（劣后）之间。夹层融资在本质上是提供无担保的债务融资，相当于次级债务，夹层融资与优先债务一样，要求融资方按期还本付息，但夹层融资的成本高于银行贷款，一般在10%～15%，受偿顺序也排在优先级债务之后，当企业进行破产清算时，优先债务提供者首先得到清偿，其次是夹层资金提供者，最后是公司的股东（劣后方）。

夹层融资区别于纯债务融资的地方在于其更大的灵活性，夹层融资一般会采取“债+股（转股、期权、认股权证）”的方式，通过融合不同的债权及股权特征产生多种组合，可以满足多样化的投融资需求。夹层融资的提供者可以根据自身的优势、偏好以及项目的特征，在债权与股权中间取一个相对最优化的点。

夹层投资的收益主要来自固定的利息支付，但是通过附加的转股、期权、认股等权利，夹层资本还可以取得资本升值的收益，在企业IPO的情况下这种收益是可观的。

在国际上，夹层投资一般通过含认股权的次级债、可转换债和可赎回优先股等工具进行投资。投资人以债或者优先股的形式投资于相应企业，收取固定回报或分红，当企业符合上市条件时，投资人可实行债转股（或优先股转普通股），或要求投资人溢价回购，以从资本升值中获利。由于国内金融法律制度不健全，非上市企业一般不能发行优先股及可转换债，国内机构进行夹层投资时只能通过协议约定转股、认购股份以及溢价回购等方式实现。

2. 夹层融资的特点

由于具有灵活性的优点，夹层融资可以满足投资人及融资企业的各种需求。对于融资企业来说，典型的夹层融资结构可分为三层：银行等低成本资金所构成的优先层，融资企业股东资金所构成的劣后层，以及夹层资金所构成的中间层。优先层承担最少风险，同时作为杠杆，提高了中间层的收益。通过这种设计，夹层基金在承担合理风险的同时，能够为投资者提供较高收益。

夹层资本能够为企业的扩张、杠杆收购、债务重组及资本结构调整等提供融资支持。但由于追求稳定的收益，夹层资本一般偏好投向于有稳定现金流历史的企业或是

具有较好发展前景、未来价值增长可期的企业（见表1）。

表1　　夹层融资的适用情形

1	缺乏足够的现金进行扩张和收购；
2	已有的银行信用额度不足以支持企业的发展。
3	企业已经有多年稳定增长的历史；
4	起码连续一年（过去十二个月）有正的现金流和EBITDA（未减掉利息、所得税、折旧和分摊前的营业收益）；
5	企业处于一个成长性的行业或占有很大的市场份额；
6	管理层坚信企业将在未来几年内有很大的发展；
7	估计企业在两年之内可以上市并实现较高的股票价格，但是现时IPO市场状况不好或者公司业绩不足以实现理想的IPO，可考虑先进行一轮夹层融资，帮助企业发展。

3. 夹层基金

夹层投资可以针对单一的企业或者项目，也可以通过发行夹层基金进行组合式投资。夹层基金一般采用有限合伙的结构，普通合伙人（GP）作为基金管理者，提供1%的资金，但需承担无限责任；资金提供者为有限合伙人（LP），提供99%的资金，并承担所提供资金份额内的有限责任。夹层基金超额收益的20%分配给基金管理者，其余80%分配给有限合伙人。成立夹层基金的好处在于先“募资”，后“投资”，这样使夹层资金在为企业提供融资时能够比银行和信托更有效率；也能使团队更专注于项目质量，提高项目筛选成功率。

夹层基金具有三大特点：一是投资收益稳定，因为具有债权性质，受经济周期等因素影响较小，波动小；二是投资收益中等偏高，固定收益+浮动收益可以达到10%—25%，根据Preqin统计，2002—2012年，国际上夹层投资基金的平均投资收益为10.5%；三是风险中等。夹层投资的领域及次级债务本质决定了其不属于低风险的资产，尽管在全球各类型基金中，夹层基金出现风险的情况是比较少的，但是相较于银行提供的优先级资本，夹层资本还必然要承受更多的风险（见表2、图1）。

表2　　夹层基金产品特点比较

	股权	夹层基金	股票	债券
总体收益	20%左右	15%左右	13%	3%—10%
现金流	较少	8%—10%	分红不足2%	3%－10%
退出难易	较难	相对容易	流动性好，容易	容易
风控	分散投资	通过担保、抵质押措施及组合投资分散风险	组合投资 分散风险、个股精选	组合投资 分散风险、个券精选
风险收益特征	高风险、高收益	中等风险、中等收益	高风险、高收益	相对低 风险、低收益

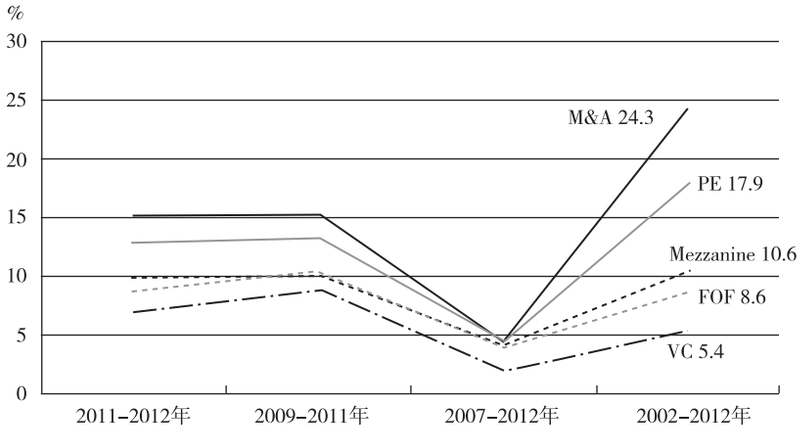


图 1　夹层基金与其他另类基金的收益比较

夹层基金的风险收益特征非常适合保险公司、商业银行、投资银行、养老基金、对冲基金等各类机构投资者。全球夹层基金投资者的构成从早期的以保险公司为主，逐渐转变为多种机构类型的有限合伙人（LP）均参与其中。近年来全球夹层基金 LP 构成中，私人养老基金及公共养老基金分别以 17% 的占比排名最前，保险公司、母基金（专门投资与其他基金的基金）、投资银行、商业银行以及对冲基金等机构投资者分别占比 11%、11%、9%、9%、8%。

二、夹层投资基金发展情况

自 20 世纪 80 年代开始，夹层基金开始在国际市场兴起，其主要用于支持企业新建及并购扩张，并普遍运用于杠杆收购之中。1986 年至 2014 年 6 月，夹层基金规模由 3 亿美元增长至 3728 亿美元，年复合增长率达 29%。由于夹层融资及投资需求蓬勃发展，包括高盛、黑石、凯雷等在内的全球领先的资管机构都纷纷设立夹层投资基金，目前，全球共有超过 400 家私募股权管理机构从事夹层投资业务，其中高盛的私募股权部管理的夹层基金规模高达 200 多亿美元，其次是黑石资产管理公司。根据黑石年报披露，2014 年，黑石旗下的 GSO Capital Partners 业务板块下管理的夹层基金规模为 153 亿美元。这些国际资产管理机构管理的夹层基金大都投向地产、能源、矿产及成长型企业等领域，地产可能占到 50% 以上。国际夹层基金在收益结构上，债权部分提供现金流和基础收益分配，股权或期权部分可提供资本升值的浮动收益。与国内不同的地方在于，由于美国杠杆资金利率较低，夹层基金通常会使用杠杆来提高收益。国内首只真正意义上的夹层基金是 2005 年设立的汇发中国一期基金，此后包括

高盛在内的国际投行及资产管理机构也相继在中国开展夹层投资业务。中信产业基金是国内第一家发起设立夹层基金的私募股权机构，中信夹层基金于2011年7月发起设立，募集规模50亿元，该基金主要关注并购融资、房地产、矿产能源等领域的投资机会。同期，鼎晖投资也发起设立了旗下首期夹层基金。目前，国内主要私募股权机构如鼎晖、中信产业基金、国开金融、弘毅投资、光大控股、九鼎等均已设立了自己的人民币夹层基金。除了私募股权机构，其他金融机构如信托、券商也发起设立了夹层投资基金，如平安信托发起设立了房地产夹层投资基金、国金证券发起设立了并购夹层基金。

国内夹层基金还处于发展初级阶段，发展历史短，规模较小，已经发起成立的夹层基金中，运作比较成功的是鼎晖夹层基金，它已经完成了夹层基金首期的成功退出。目前，鼎晖的夹层基金已经发行了四期，第一期成立于2011年；第二期成立于2012年12月，募资10.3亿；鼎晖夹层前三期的募集规模约25亿元人民币。鼎晖夹层基金采用基金期限内循环投资的模式，再加上其撬动的杠杆，截至2015年7月31日，鼎晖夹层累计投资规模超过75亿元。2013年，鼎晖夹层一期顺利退出，年化收益率达15.5%。2014年5月，鼎晖夹层3期首次获得两家险资5.5亿元投资。2015年，鼎晖夹层基金四期开始募集，其募集目标总额为20亿元，据其披露，四期基金吸引了5家以上的保险机构作为LP，认购金额超过10亿元。鼎晖夹层一、二、三期基金的投资年限分别为2年、3+1年、1+2+1年。鼎晖夹层基金从第二期基金开始设置了年化8.4%的期间收益，在此基础上，在退出期再分配剩余投资收益。鼎晖夹层基金采取循环投资方式，在一个项目的投资期一般是1—2年，在完成当年的期间收益分配后，剩下的收益和收回的本金可继续投资新的项目，从而实现资金的有效流转。由于资金募集和投资之间的时间差，夹层基金也可能面临较大的资金闲置压力。鼎晖通过主动控制基金规模，采用循环发行、加快周转的策略，以实现资金使用和项目投放的紧密对接，从而提高投资人实际获取的收益。

鼎晖夹层基金早期主要投向房地产债权类项目，这与房地产信托其实很相似（但夹层基金不设定预期收益率），但是近几年，鼎晖夹层的投资领域已经逐步从房地产向成长型企业融资、并购以及特殊机会投资等领域延伸，其与鼎晖的私募股权投资板块的协同效应也逐步体现。Middle－Market融资和MBO/LBO夹层贷款作为两大新的投资方向很受重视。Middle－Market夹层贷款专门针对成长型企业，作为企业在PE/VC股权融资之外的补充形式，尤其是Pre－IPO项目，当收益回报可期、创始人或者

股东上市前不愿意稀释股权时，夹层基金是最适合的融资形式。MBO/LBO 夹层贷款的应用场景是为上市公司杠杆收购提供资金支持，目前鼎晖夹层已投资了包括消费品、医疗、能源等领域的一系列企业。

三、信托公司可更多拓展夹层投资的机会

一直以来，由于可以灵活运用股权、债权、股债结合等多种方式为企业提供融资，信托公司被公认为是资金运用方式最灵活的金融机构。事实上，信托公司所从事的融资类业务很多实际上就是扮演着夹层资金提供者的角色。在融资需求旺盛的房地产领域，信托公司是夹层资金的主要提供者，尤其是针对那些不符合“四三二”条件、无法获取优先级银行贷款的地产项目或是中小开发企业而言，信托公司以“股 + 债”的方式提供夹层资金帮助他们实现了扩张。另外，在证券类业务中，信托资金也广泛地通过作为结构化产品的中间级资金提供者为劣后级客户放大杠杆，这实际上也是夹层投资。

不过，虽然信托公司可综合运用股权、债权、股债结合等多种方式为企业提供融资，但从实质上来看，信托公司在业务模式和盈利模式上都是高度复制银行的信贷业务，信托公司并未能充分利用自身可以开展夹层投资的优势，收益主要来源于固定利息收入，浮动收益来源占比非常小。在当前的宏观经济及金融环境下，信托公司可更多地发挥自身资金运作方式灵活的优势，通过交易结构的多样化设计进行夹层投资，不仅仅在房地产领域，还可以在企业并购重组、扶持中小企业成长以及支持政府基础设施建设领域都发挥广泛的作用。

1. 支持企业并购重组

在国外，夹层基金广泛运用于杠杆收购、管理层收购中。在这类交易中，夹层基金可以弥补除自有资金以及银行贷款之外的资金缺口，其提供的资金占比一般可达 20%—40%，在用于杠杆收购的垃圾债券爆发信用危机后，夹层基金成为协助并购交易推进的重要资金来源。目前我国正处在经济结构调整的关键时期，传统产业的转型升级、新兴产业的发展壮大催生出了大量的并购融资需求。近三年，国内并购交易规模持续增长，2015 年我国的并购交易数量为 6446 起，涉及交易规模达 30409 亿元，但是，我国的并购交易融资渠道比较狭窄，银行并购贷款存在比例限制，并购债尚处于刚起步的阶段，难以担当大任，而夹层投资凭借其灵活性优势，可以根据并购的交易构架量身定制融资方案，为并购交易的推进提供充足的资金支持。随着国内并购交易需求持续旺盛，夹层资本将成为并购市场重要的资金提供者。

适合开展并购夹层融资的领域包括房地产、医疗及消费等现金流稳定的行业。目前房地产市场由于库存过剩、需求不振、人口结构变迁等因素陷入调整期，行业去库存压力巨大，结构性矛盾突出，严峻的经营环境将促使行业出现一轮重组洗牌，推动行业优胜劣汰，这将催生大量的并购机会，因此，房地产领域也将继续存在较多的夹层投资业务机会。在医疗、消费、环保等新兴领域，这些行业的企业一般有着稳定的现金流，具备支付一定固定利息的能力，同时其成长前景较好，未来也具备获取资本升值收益的潜力。

目前国内金融机构已经纷纷开始瞄准并购领域的夹层投资业务机会。2014 年 6 月，国金证券旗下直投子公司国金鼎兴发起成立了其首期并购类夹层基金，该基金首期募资 15 个亿，采用结构化的有限合伙形式，优先级 10 亿元，劣后级 5 亿元，存续期限为 2 +2 年。该基金重点关注行业龙头公司的协同并购，产品模式包括链式收购融资、股权结构优化、借壳上市收购、业务发展融资以及结构化定向增发，退出选择包括上市、并购、股权转让、回购以及清算；收益为固定收益 + 浮动收益，优先级和劣后级均有预期年化 10% 的收益率，超额收益部分由管理人提取超过 20% 的提成，32% 归属优先级合伙人，48% 归属于劣后合伙人。第三方财富管理机构诺亚财富旗下的歌斐资产也发起设立了“歌斐夹层并购基金”，专注于为并购提供融资支持。私募股权机构与上市公司合作发起设立并购基金的“PE + 上市公司”模式则大行其道。信托公司也在积极谋求与私募机构、上市公司合作发起设立并购基金，“PE + 信托公司 + 上市公司”、“信托公司 + 上市公司”成为主要模式。如中融信托与凯乐科技合作设立晨光基金，用于帮助凯乐科技开展通信产业链上下游优质资产的并购，并与硅谷天堂合作设立元樽基金，用于开展上市公司内部资产的并购重组。另外，长安信托也在 2016 年推出了首只并购基金“国金量子并购基金集合资金信托计划”。该信托计划总规模 10 亿元，期限为 2 + 1 + 1 年，与国金证券直投子公司鼎兴量子合作，采取信托计划 + 有限合伙的模式。合伙企业由鼎兴量子担任 GP，信托计划作为 LP1，国金证券直投子公司国金鼎兴跟投作为 LP2，主投拟被 A 股上市公司并购的公司股权，最终投资标的通过上市公司、新三板企业并购，股权转让、回购等方式退出（见图 2）。

考虑到并购市场的发展前景巨大，未来信托公司应进一步加大并购业务的拓展力度。在项目来源上，可以与在并购领域具有资源优势的投行、私募股权机构进行合作；在资金来源上，则可以通过结构化设计，吸引银行理财资金作为优先级投资者。近几年，银行理财资金已通过多种方式进入并购夹层投资领域，可以通过内部的结构

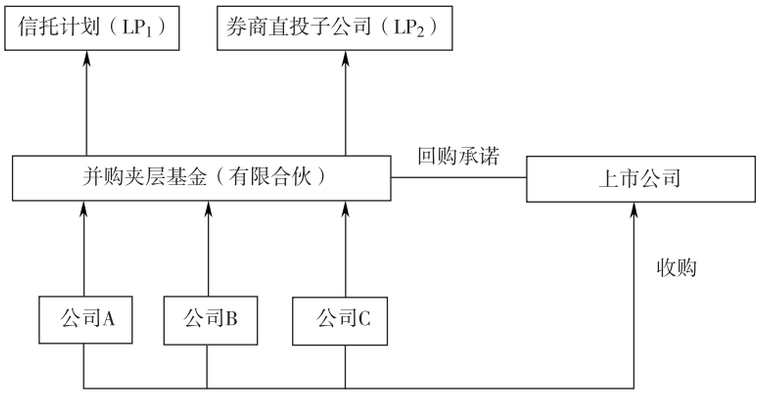


图 2　信托公司并购夹层基金

化设计保证银行获得固定收益，从而获取低成本的资金来源。

2. 以股债结合的方式扶持成长型企业

目前，国家政策大力鼓励股权融资等直接融资的发展，扶持资本市场做大，预计随着注册制改革的推进以及新三板分层、战略新兴板的推出，中国的股权投资市场有望进入快速扩张期。股权融资的发展也将为夹层投资带来业务机会，当企业在两轮融资之间或 Pre－IPO 的最后冲刺阶段，出现资金缺口时，夹层投资者可以及时介入，为企业发展提供资金支持，可以约定获取固定利息支付并可附加获取企业的认股权，在退出时可根据企业情况选择是否行权，这样既可以获得固定的收益回报，又可以有机会分享资本升值的成果，相比较纯粹的 VC/PE 机构而言，风险明显降低，同时资金安全更有保障。

目前，私募系的夹层基金如鼎晖夹层就在依托内部的协同效应优势，开展针对成长期企业的夹层投资业务。银行也在探索投贷联动业务，如国家开发银行就通过旗下的国开金融开展针对成长型企业的夹层投资业务。其业务模式为：国开金融向目标企业进行一定比例的直接投资（一般为 5% ～49%），然后国开金融帮助目标公司优先向国开行申请贷款，目标企业每年向国开金融按出资比例进行分红，若低于事前约定的分红标准，则由大股东补足（这个相当于优先股）。若被投资企业上市条件成熟，国开金融放弃收益保障权利，转为普通股，并协助企业上市；若被投资企业未满足上市条件，约定的投资期满后，由原大股东回购国开金融持有的股权。

我们认为这一模式对于希望进入私募股权投资业务领域的信托公司而言，具有较大的参考意义。在经济结构转型升级的大背景下，信托公司的业务领域应逐步摆脱对地产、基建等传统重资产行业的依赖，更多地服务于符合产业升级方向的领域，如医

疗、消费、环保等行业。但是，由于此前主要从事依赖抵质押及担保的债权融资业务，信托公司要从放贷一下子转向投股权并非易事，这其中需要风控理念、风控思路的转变以及专业的投资决策及投后管理能力作为匹配。考虑到这些转变和能力的建立需要时间，我们可以发挥自身在债务融资及信用风险把控上的优势，以债促股，通过“债+股（或是认股权证、转股权、期权、优先股）”的夹层投资方式，进入这些原本难以进入的新业务领域。

事实上，在这方面，信托公司已经进行了一些有益的探索，并已经有成功案例。2015 年，国内某信托公司在为一家互联网电商提供债权融资时就采取了这种夹层投资的思路。该项目的交易对手为一家专门从事互联网国产运动鞋零售业务的电子商务公司，在细分市场上占据龙头地位。该公司所处行业为高成长的朝阳行业（互联网体育消费），发展潜力大，但由于公司属于轻资产运营，缺乏抵质押品，难以在传统银行机构获取贷款支持。针对互联网电商的经营特点，该信托公司对交易结构及风控措施进行了创新，信托资金一方面用于向该公司发放流动资金贷款，支持其主业经营，同时，信托公司与交易对手约定可在两年后获得其 5% 股权的认股期权，行权价格为 2000 万元。这一交易结构是典型的夹层投资安排，即在发放贷款收取固定信托报酬的同时，获得了成长型公司的认股期权，能够在未来为公司带来潜在的资本增值收益。这种“债+认股权”的夹层投资模式符合信托公司现阶段的能力实际，信托公司可以借助这种模式开拓更多新兴的业务领域（见图 3）。

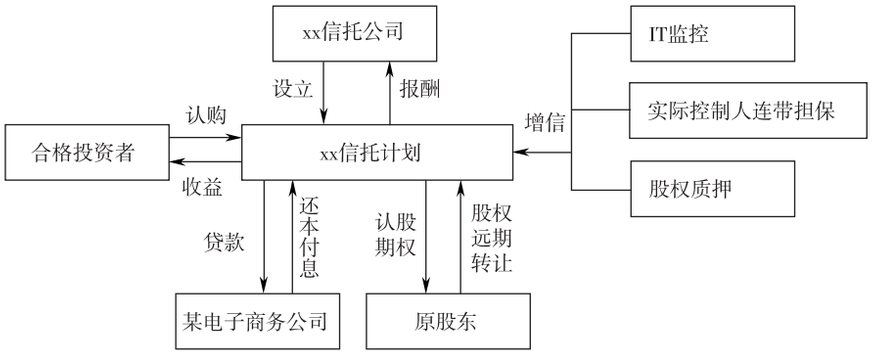


图 3　信托公司以夹层投资方式支持成长型企业

3. 支持基础设施建设

在基础设施建设领域，为了防范地方政府负债率高企带来的债务风险，2014 年底，财政部出台了《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（40 号文），明确

地方政府只能以发行债券的方式举债，取消地方融资平台的融资功能，并大力推广政府和社会资本合作的 PPP 模式 。由于传统举债模式受到限制，为了解决基础设施和公共服务领域的巨大融资缺口问题，引导社会资本进入政府基建领域，政府投资基金成为地方政府发挥财政资金杠杆作用、撬动社会资本参与基础设施建设的重要方式。2015 年以来，由政府发起设立的 PPP 基金、城市发展基金、产业振兴基金等各类基金逐步兴起，这也吸引了包括银行、信托公司等金融机构的参与。但是相比于此前与融资平台合作、依赖政府信用背书的债权融资模式，信托公司与政府在政府投资基金上的合作则需要改变放贷的思路，这主要是因为政府投资基金将完全采取市场化的运作方式，各出资方要“利益共享、风险共担”，政府不得向其他出资人承诺投资本金不受损失，不得承诺最低收益（相关规定见 2015 年 12 月财政部下发的《政府投资基金暂行管理办法》）。但在政府基础设施项目中，信托公司完全以股权投资的方式介入显然是不太现实的，因为基建项目建设周期长，占用资金量大，仅依赖项目自身现金流和财政补贴需要多年才能收回投资本金和实现投资收益，退出难，这与信托资金在期限、成本上都是不匹配的。因此，在这些与政府投资基金的业务合作中，信托公司更适合以夹层投资的模式介入，与项目承建方、运营方进行合作绑定，为他们提供资金支持，帮助他们获取项目。

在这类合作中，信托公司可以发起设立专注于基础产业领域的投资基金，引入银行理财作为优先级资金（优先级 LP），产业方或是融资平台公司提供股权资本作为项目建设的资本金（劣后级 LP），信托公司则可以作为夹层资金的提供者，帮助政府撬动更多的资金。在这种基金化产品的合作中，作为项目主导的产业方或是政府融资平台（代表政府）起到了一定的信用兜底作用（作为回购方），信托资金可以在偿还银行优先级债务后获得固定利息的支付，也可以通过约定分享一定比例的浮动收益分成。

以某银行和信托公司合作发起设立的棚改投资基金为例，该基金主要投资于政府的棚改项目。棚改项目融资人为某市棚改平台公司，基金为项目提供的融资为 11.7 亿元，其中优先级 8.5 亿元，夹层 3.2 亿元，劣后 1 亿元由融资人自己出资，基金总规模为 12.7 亿元。基金投资期限为“3 +2”年，预期收益率为 7.5%/年。该棚改项目总规模为 63 亿元，其中后期贷款部分由某大型银行承接，该项目融资针对的是 20% 的资本金部分，基金以股权形式（明股实债）投资于该棚户区改造项目及配套服务。基金的还款安排为：所有还款资金均纳入到市财政预算，以政府购买服务形

式，每半年付息，建设期三年，第三年末起，整体项目按照每年30%、30%、40%的计划逐年回购优先级份额。增信措施包括：（1）所有还款来源纳入市中长期财政预算，并逐年通过人大决议确认；（2）劣后方（融资人）承诺到期回购优先级份额；（3）劣后方承担无条件差额补足义务；（4）融资人在XX银行开立唯一的监管账户，用于资金使用监管及政府购买服务款项接收。在这个基金中，信托公司发行信托计划募集的资金就是参与认购棚改基金的中间层LP，帮助政府撬动了更多银行资金的支持（见图4）。

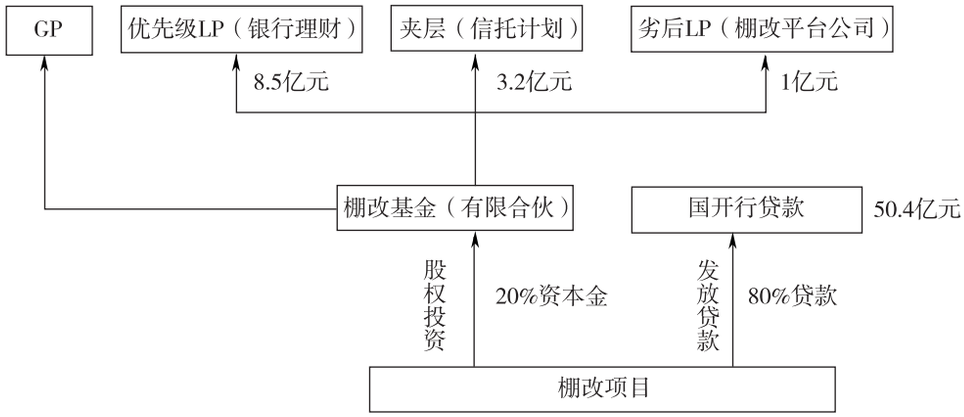


图4　信托公司以夹层投资方式支持基础设施建设

这种以夹层方式参与基础产业投资基金的模式也可以运用于PPP项目的融资中。从同业参与的PPP基金类项目来看，一般都有承担建设或是运营职能的产业方的身影。比如兴业信托与晋中市公用基础设施投资控股有限公司、首创股份及其子公司首创资本、山西省PPP引导基金出资设立晋中市改善城市人居环境PPP投资引导基金；光大证券与杭州市政府、中国中铁成立千亿PPP城建基金；平安证券、平安赢致投资基金、平安大华汇通财富管理公司与中国交通建设集团子公司共同发起设立百亿规模的广州南沙中交股权投资基金，用于公司基础设施投资类优质项目。在这些合作中，主导项目建设的产业方通常也会出资作为劣后方，信托公司作为夹层资金提供者，共同为银行优先级资金提供增信，从而可为PPP项目建设筹集到足够的资金。

四、相关建议

开展夹层投资业务符合信托公司现阶段的能力实际。随着信托公司在传统的地产、政信合作以及通道业务领域面临的发展瓶颈越来越凸显，信托公司需要通过业务

模式的改进去拓展新的业务领域。夹层投资可通过“债+股（或是认股全、期权、转股权）”的组合为融资方提供更灵活的解决方案，有利于信托公司更好地服务于实体经济发展的需要。对于信托公司而言，更多地拓展夹层投资业务对于自身的转型发展也具有非常现实的意义，这主要体现在以下几个方面：

一是有利于拓宽信托公司的利润空间。由于利率持续下调加之发债等低成本直接融资渠道的拓展，高收益、风险可控的优质债权资产越来越稀缺，来自客户端的融资成本下降压力越来越大，信托公司的获利空间也在不断缩窄。此前，信托产品的年化收益率一般在8%～10%，目前则已经下降至6%左右，信托公司获取的业务报酬也已经收窄至1%以内。由于夹层投资中可增加转股、认股权证等选择，获取资本升值带来的浮动收益报酬，开展夹层融资业务有利于拓宽信托公司的利润空间，也可以增强对客户的吸引力。国内鼎晖、中信的夹层基金的收益率可以达到10%以上的水平，国际上黑石的夹层基金收益率甚至可以高达20%以上，提取的业务报酬是他们重要的收入来源，而非仅靠管理费，未来信托公司也可以通过开展夹层业务来拓宽自身的利润空间（见表3）。

表3　　黑石资产夹层基金收益率

时间（年）	总收益（%）	净收益（%）
2014	25	19
2013	26	18
2012	37	26
2007—2014	26%	19%

来源：黑石年报。

二是有助于发挥信托公司在债权融资领域的风控优势。夹层融资在本质上是次级债，可以发挥信托公司过往在债权融资业务中的信用风险控制优势。债权融资的风控手段如资产抵质押、担保、回购等也适用于夹层融资。

三是有助于推动信托公司渐进式转型，培育股权投资管理能力。目前信托公司转型的一个重要方向就是要改变类银行的纯“放贷”业务模式，逐步向综合运用股权、股债结合等多种方式运用资金的业务模式转变。但信托公司从做“债”转向投“股”的这个过程应该是渐进式的，因为队伍、风控理念、投资能力等方面的转变都需要时间。基于打造多资产管理平台的战略，鼎晖资本从管理私募股权向管理夹层投资延伸，成功实现了股债结合和股债协同，其路径是从“股”到“债”，信托公司要从“债”向“股”延伸，从开展“债+股（转股权、认股权证、期权）”的夹层投资逐

步升级，是一个比较好的方式。

过去，信托公司在房地产、证券类业务领域有较多的提供夹层融资的经验，但是在为并购、成长期企业提供夹层融资方面做得还比较少；另外信托公司过去所做的夹层投资大多是针对单个项目的，在运作夹层基金、建立基金化产品的组合管理能力上还存在明显的欠缺。未来信托公司还需大力发挥自身资金运用方式灵活的优势，从多方面努力来提升自身开展夹层投资业务的能力，开拓更多的业务空间。

一是要进一步提升专业管理能力。在债务风险控制上，信托公司具备较强的能力，但是信托公司在很多时候和银行一样是优先级债务人，而夹层融资在本质上是次级债并附加认股或转股权，需要有更强的专业把控能力，尤其是在特定领域的专业能力，如熟悉并购的整个流程和风险点、深刻了解投资标的所处的行业和其经营状况、掌握地产、基建项目建设和运营的全过程等。要赢得机构投资者的认可一方面要有专业的项目筛选及判断能力，一方面要具备优秀的结构设计和风险控制能力，这样才能为投资者在风险可控的基础上带来好的收益。

二是要提高组合投资管理能力。在传统信托产品中，项目与资金一一对应，期限完全匹配，这样的好处是资金用途清晰、便于风控，但缺点是无法分散风险，且每个项目需要单独走流程，融资效率不高。夹层基金的资金在一定期限内封闭运作，特定资金对应一个资产池，可以通过组合投资来分散风险，提高收益的稳定性。由于基金募集在先，资金在手，在获取项目、操作项目时就处于更主动的地位。显然，基金化产品是更高阶的形式，开展基金化运作也是信托公司转型的方向，但这需要建立与基金化运作相匹配的项目储备、专业判断、组合管理和风险控制等方面的专业能力。

三是要加大力度拓展与机构投资者的合作。在项目来源层面，并购夹层业务需要与券商投行、私募股权管理机构、企业等多建立合作，而为成长期企业提供融资，也需要与 VC/PE 机构进行联动，政府基建领域则应加强与转型做项目运营管理的政府融资平台及项目建设方（产业方）的合作。在资金层面，考虑到国际上夹层基金的投资者以公共养老基金、企业年金、保险资金、母基金、捐赠基金等机构投资者为主体，信托公司开展夹层投资业务需要增强对保险资金、银行理财资金、社保基金、企业年金、私募基金等机构客户的拓展，积极培育与夹层业务风险收益特征相匹配的合格投资者。