

区块链在信托中的应用研究

课题牵头单位：万向信托有限公司

课题指导专家：张传良

课题组成员：

李元龙　谭　蕾　胡燕佳	万向信托有限公司
袁　田　刘海涛　董怡岑　潘云鹏	中航信托股份有限公司
刘天启　张记伟	华能贵诚信托有限公司
王和俊　冯露君　梁万里	云南国际信托有限公司
王春艳	陕西省国际信托股份有限公司
朱　托　郑　洋	西藏信托有限公司
帅国让　喻　智	用益金融信托研究院

摘　要

近年来区块链掀起了一股强劲的技术浪潮，各国政府对开展区块链业务态度开放。在我国，发展区块链技术被写入“十三五”规划，成为人民银行研究探索的领域，行业联盟和基础标准兴起，推动着区块链应用的快速发展，同时，很多领域开始探索区块链的应用。区块链能解决传统模式中的痛点，有效提升效率，但其自身也有一定的局限性，甚至可能引入新的风险。这些是信托行业应用区块链时需要认真思考的问题。

区块链与信托有着共同的价值基础。基于区块链的价值网络，信任关系的建立不再仅依赖于个人诚信或中介机构，而是可以借助于网络和代码。信托的基本功能是“受人之托，履人之嘱，代人理财”，正是以强信任关系作为基础。算法背书与法律界定的信任机制能够在信托的运用中得以有效融合。恰当地在信托中应用区块链技术，对于深入推进供给侧结构性改革、有效降低企业融资成本，提升信托服务实体经济水平具有重要意义。

区块链的应用为信托带来了无限的可能和巨大的想象空间。随着区块链技术不断地发展、成熟，将给信托带来更加全面而深刻的变化，使信托变得更加智能、实时和一体化，同时使得信托资产管理的内涵更加丰富。区块链以其分布式、高透明度、不可篡改、可追踪等特性，在数字资产信托、资产证券化信托等方面将发挥巨大潜能，同时区块链的存证功能和智能合约也将重构家族信托、慈善信托和知识产权信托的业务模式，助力互联网信托的发展。

区块链在发展和应用过程中也会遇到一些风险与合规问题，发展区块链应用需要遵循既有监管规范。金融监管可以通过区块链突破传统模式与手段，植入更多新型技术元素。监管部门可以作为区块链网络中的“上帝节点”，有效监测、审计各类交易，进行高效、高质地监管和引导。利用监管沙盒也可以使得区块链技术创新在监管的特殊许可下低成本快速试错和创新。

关键词：区块链　信托　监管科技

目　录

一、区块链的背景与政策 …… 5
（一）区块链的背景 …… 5
（二）各国的态度和相关政策 …… 8
二、区块链的应用实践与能力边界 …… 10
（一）区块链的应用实践 …… 10
（二）海外信托应用借鉴 …… 13
（三）区块链的能力边界 …… 14
三、区块链与信托的契合性 …… 25
（一）共同的价值基础 …… 25
（二）增强信任机制 …… 26
（三）信托共有制与区块链多方协作 …… 26
（四）信托满足区块链的中低频应用要求 …… 27
（五）区块链助力信托业进入金融科技 2.0 时代 …… 27
四、区块链 + 信托的应用模式 …… 28
（一）借助区块链优化信托公司传统投融资业务模式 …… 28
（二）基于区块链和数字资产的信托运行模式 …… 30
（三）信托财产的使用、监管和追踪 …… 35
（四）重塑互联网信托模式 …… 38
（五）促进信托业联盟的成立 …… 48
（六）基于区块链的信托监管科技 …… 51
五、区块链在信托中应用的难点及实施路径 …… 54
（一）应用难点 …… 54
（二）实施路径 …… 56
六、区块链在信托中应用的展望及建议 …… 57
（一）应用展望 …… 57
（二）相关建议 …… 58
参考文献 …… 59

一、区块链的背景与政策

（一）区块链的背景

区块链（Blockchain）技术起源于“中本聪”（Satoshi Nakamoto）在2008年发表的奠基性论文《比特币：一种点对点电子现金系统》。区块链是指通过分布式和去信任的方式集体维护一个可靠数据库的技术方案。该技术方案让参与系统中的任意多个节点，把一段时间系统内全部信息交流的数据，通过密码学算法计算和记录到一个数据区块（Block），并且生成该数据块的指纹用于链接（Chain）到下个数据块进行校验，系统所有参与节点来共同认定记录是否为真。

区块链是分布式数据存储、点对点传输、共识机制、加密算法等多种计算机技术的集成创新。它的技术本质是分布式结构的数据存储、传输和证明的方法，用数据区块取代了目前互联网对中心服务器的依赖，使所有数据信息都被记录在一个分布式系统之上。可以从以下三个维度来理解区块链的概念：

①区块链采用“区块”+“链”的数据结构，完整、可追溯的存储数据；

②其采用开源、分布式的P2P协议，用于构建民主网络；

③其利用共识机制，通过求解与上个区块相关的难以计算但容易验证的哈希问题，依靠大量外部的计算能力确保网络安全运行，维护一致性、稳定性和不可篡改性。

1. 区块链的特征

作为一种全新的分布式基础架构与计算范式，区块链技术可以带来诸多优秀特性，包括分布式、去信任化、透明、集体维护、不可篡改、可追踪、加密安全性、开源、隐私保护等。

①分布式（Decentralized）：区块链的核心思想是分布式记录、分布式储存和分布式传播。数据的传输不再依赖单个中心节点，而是P2P的直接传输。它基于密码学原理而非信用，全网络的每个节点都依据共识开源协议，自由安全地传输数据。所有交易记录是对全网络公开的，整个网络没有单一的中心化的硬件或者管理机构，任意节点之间的权利和义务都是均等的，每个节点都负责数据的记录、储存，一个节点出现问题，其他节点会继续数据的更新和存储，维持系统的稳定运行和信息的完整可靠。

②去信任（Trustless）：参与整个系统中的每个节点之间进行数据交换是无须互相信任的，整个系统的运作规则是透明的，所有的数据内容也是公开的，因此在系统

指定的规则范围和时间范围内，节点之间不能也无法欺骗其他节点。

③集体维护（Collectively maintain）：系统中的数据块由整个系统中所有具有维护功能的节点来共同维护，而这些具有维护功能的节点是任何人都可以参与的。

④不可篡改（Tamper－resistant）：区块链的不可篡改性由共识机制来保证，最长的链条才被全网公认。整个系统将通过分数据库的形式，让每个参与节点都能获得一份完整数据库的拷贝。一旦被记录，信息就不能被随意篡改，若要篡改，链条会出现分支，除非能够同时控制整个系统中超过51%的节点，否则单个节点上对数据库的修改是无效的，也无法影响其他节点上的数据内容。因此参与系统中的节点越多和计算能力越强，该系统中的数据安全性越高。

⑤可追踪（Traceable）：当一个用户想要进行历史交易的验证时，可以通过一系列基于密码学与结构学的运算追踪交易所属的区块，从而完成验证。区块链的可追溯性使得数据从采集、交易、流通，以及计算分析的每一步记录都可以留存在区块链上，使得数据的质量获得前所未有的强信任背书，也保证了数据分析结果的正确性和数据挖掘的效果。

⑥加密安全性（Encryption security）：区块链通过数学方法解决了信任问题，依靠非对称加密和可靠数据库完成了信用背书，从而不需要借助第三方机构来进行担保验证，只需信任共同算法即可建立互信。非对称加密是通过利用公钥与私钥的配合来实现的。每个参与者都可用公钥来加密一段信息，而要解密时只有信息的拥有者才能用对应的私钥来接收。私钥的接收使用电子签名来验证，确保信息为真正的持有人发出。非对称加密将交换摩擦边界降到最低，保护个人隐私，确保加密安全。

⑦开源（Open Source）：由于整个系统的运作规则必须是公开透明的，所以对于程序而言，整个系统必定会是开源的。

⑧隐私保护（Anonymity）：由于节点和节点之间是无须互相信任的，因此节点和节点之间无须公开身份，在系统中的每个参与节点的隐私都是受到保护的。

2. 区块链的发展阶段

区块链技术的发展过程可以分成三个递进的步骤：分布式网络、分布式账本、纯粹的区块链。

分布式网络：著名作家凯文·凯利的《失控：全人类的最终命运和结局》一书中就分布式网络的特性做了专门解释：没有强制性的中心控制；次级单位具有自治的性质；次级单位之间彼此高度连接；点对点间的影响通过网络形成了非线性因果关

系。从中我们可以领会到的就是弱控制、分中心、自治机制、网络架构和耦合连接等等与工业社会完全不同的信息社会时代的新型的社会结构、商业模式、人际关系。

分布式账本：传统的金融机构不能接受传统区块链的最经典的概念，所以试图对传统区块链去伪存真，惩恶扬善，对像比特币区块链那样的公有区块链进行了一番改造，去掉了原生数字货币，允许多中心机构的多节点的弱控制，改进了共识算法并加入了更强的隐私保护加密算法。为了与经典的公有区块链作区分，这个改造过的区块链，就被命名为分布式账本。

纯粹的区块链：区块链本身是建立在分布式网络技术之上的，并且区块链也是一种分布式账本，但它与这两者相比有更强的限制性定义。首先，纯粹的区块链应该是完全去中心化的，其次，它一定有一个原生的发币机制，最后，它需要网络共识来进行治理。

纯粹的区块链无法照顾到效率，也将受到大规模应用的条件限制。因此本文所讨论的区块链并不仅仅指纯粹的公有的区块链，而是包含了区块链的这三种阶段。

3. 区块链带来的商业新思维

区块链最大的特性在于重构信任机制。2015 年英国《经济学人》杂志封面文章中把区块链比作信任的机器。区块链给了我们一个重构信任关系的工具：当人与人之间的信任、机器与机器之间的信任、人与机器之间的信任可以用另一个几乎是零边际成本的方法重新构建的时候，所有的交易都会改变，包括金融交易。所有金融交易的基础就是信任。在以前的熟人关系社会中，信任关系的构建只需要对借款人本身以及他的父母祖辈的了解，而后随着人员的流动和工业经济的发展，逐渐需要信贷员和各种风控体系的把控。现在区块链的出现成为了一种新的构建信任的工具，在以前构建信任的方式被改变之后，所有的金融交易模式在未来也一定会被重构。

区块链的价值来自新的治理机制。在工业社会里，任何一个商业机构有自己的一套治理机制。现有的公司治理机制往往会有“三会一层”议事规则（由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的议事管理规则）。而在区块链世界里，以比特币和以太坊为例，不会有股东会、董事会、管理层，甚至也不会有员工。为了保证这样一个系统高效、合理、规范地运行，区块链建立了一套以共识算法为基础的数学的治理机制，然而这种共识机制无疑会影响到效率。一个分布式程度高、全体投票的社会，性能和效率一定是低的。因此需要在愿意接受的中心化程度和性能效率之间做一个平衡。这种新的治理机制是区块链非常有价值的地方。我们可以在这种新的治理机

制下构建新的组织模式。

此外，区块链带来了非常崭新的经济激励机制。公有区块链下的发币是一种崭新的经济激励机制，这种激励机制不同于传统公司治理模式下员工获得管理层或董事会的认可从而得到工资、奖金、期权激励等，而是在一个完全无主的组织之下，完全开源的场景模式之下，完全免费的商业模式之下自发进行且被所有参与者认可的。参考比特币区块链的这种新型激励机制，有可能建立一个适合于这种开源的、免费的、共享的、完全自组织的新的商业模式。

（二）各国的态度和相关政策

当前，全球新一轮科技革命和产业变革持续深入，国际产业格局加速重塑，创新驱动成为引领发展的第一动力。区块链作为分布式数据存储、点对点传输、共识机制、加密算法的集大成者，近年来已经成为联合国、国际货币基金组织等国际组织及许多国家政府科研机构研究的焦点，众多产业界也加大投资，纷纷加入这场信息资源共享盛宴。针对区块链方面初创企业的投资额正在增加，而风投资本的高涨热情让20 世纪 90 年代的互联网公司的投资热潮也相形见绌。2014—2015 年，就有超过 10 亿美元的风投资本涌入到区块链生态系统中，其增长速度惊人。截至 2016 年底，区块链初创公司吸引投资的总额达到 18 亿美元，相较于 2012 年只有 200 万美元的投资额，4 年时间该领域的投资额增长了 900 倍。

在后比特币时代，全球各国和地区对区块链主要持开放态度。

1. 美国：巨头大力推进布局

2015 年底，各大金融机构都加大了区块链技术研究力度。IBM、J. P · 摩根、伦敦证券交易所和富国银行宣布了一个开放分类项目，这个新的联盟将帮助企业更轻松地建立自己的区块链技术。2015 年 12 月，美国证券交易委员会（SEC）批准 Overstock 公司通过比特币区块链发行自己公司的股票。

除了金融机构之外，硅谷的科技巨头纷纷行动。IBM 推出了“开放账本项目”（Open Ledger Project），开发企业级的区块链软件结构，推动区块链技术的商用；微软利用 Azure 平台，为用户提供“区块链即服务”（BaaS，Blockchain as a Service）；Intel 也发布了用来搭建、部署和运行分布式账本的高效模块化平台 SawtoothLake。政府机构也在布局，2016 年 6 月，美国国土安全部对 6 家致力于政府区块链应用开发的公司补贴发放补贴，以便让企业研究政府的数据分析、连接设备和区块链。

2. 英国：鼓励对区块链技术的深入研究

2016 年 1 月 19 日，英国政府发布了长达 88 页的《分布式账本技术：超越区块链》白皮书。英国政府认为，政府参与数字货币和区块链网络的立法是非常重要的，政府鼓励对区块链技术的深入研究。英国政府正在积极评估区块链技术的潜力，考虑将它用于减少金融欺诈、降低成本等工作中。此外，英国政府计划开发能够在政府和公共机构之间使用的应用系统。英国政府首席科学顾问 Walport 和他的研究小组，将协作把分布式账本技术集成到政府管理中，保障政府的隐私和安全。

3. 澳大利亚：多领域探索区块链技术

2015 年底，澳洲证券交易所（即 ASX，这是澳大利亚最大的交易所）正考虑申请区块链技术以提高其交易系统，作为其清算和结算系统的替代品。2016 年 3 月，据媒体报道，澳大利亚邮政（Australia Post，这是其国内最大的快递服务公司）已开始探索区块链技术在身份识别中的应用。区块链技术在澳大利亚也被应用于政治领域。澳大利亚的四大银行也都在积极开展区块链相关的项目，大部分概念测试已经顺利进行，有一部分项目正逐步向商业化应用迈进。

4. 迪拜：建立全球区块链委员会

该委员会于 2016 年初成立，目前拥有超过 30 个成员。包括政府实体（智能迪拜办事处、迪拜智能政府、迪拜多商品交易中心（DMCC）、国际公司（思科、IBM、SAP、微软）以及区块链创业公司（BitOasis、Kraken 以及 YellowPay））。2016 年 5 月 30 日，迪拜全球区块链委员会（GBC）举行了 2016 年行业主题会议，公布了 7 个新的区块链概念验证，包括医疗记录、保障珠宝交易、所有权转让、企业注册、数字遗嘱、旅游业管理、改善货运。

5. 新加坡：Just do it

新加坡总理李显龙曾经公开督促新加坡金融部门需要跟上区块链技术发展的步伐，因此新加坡在对于区块链这些金融创新监管政策的开放程度上远超亚洲其他国家或地区。新加坡金融管理局（MAS，Monetary Authority of Singapore）负责人在介绍新加坡政府对于区块链等金融科技创新的主要监管态度时，公开表示他们非常欢迎各类金融创新，即使和目前法律法规有所冲突，只要预先备案并且在他们指导下展开业务即可，Just Do It。

新加坡金融管理局在近期针对 Fintech 企业推出了“沙盒”（Sandbox）机制，即只要任何在沙盒中注册的 Fintech 公司，允许在事先报备的情况下，从事和目前法律

法规有所冲突的业务，并且即使以后被官方终止相关业务，也不会被追究相关法律责任。通过这种“沙盒”机制，能够让政府在可控范围内，进行多种金融创新，并且也能够让创业者放心尝试各种相关的创新业务。

6. 中国：政策鼓励和社会力量推动

2016 年 12 月 26 日，国务院印发了《“十三五”国家信息化规划》。其中，两次提及区块链。可以看出，国务院的意见将区块链看作是我国未来信息化建设中重要的一环，在未来政策制定方面也会有所照顾。

中国人民银行对于区块链技术一直比较关注，早在 2014 年就成立了数字货币研究小组，研究发行法定数字货币的可行性，并在 2015 年发布了人民银行发行数字货币的若干系列研究报告。2016 年 1 月 20 日，人民银行召开研讨会，又进一步明确了发行数字货币的战略目标，这是人民银行首次对外公布发行数字货币目标。

2017 年 5 月 16 日，由工信部主导的“首届中国区块链开发大赛”暨“区块链技术和应用峰会”在杭州国际博览中心举行。大会上，中国电子技术标准化研究院区块链研究室主任李鸣宣布首个区块链标准《区块链参考架构》正式发布。该架构是区块链领域重要的基础性标准，对推进国内区块链应用具有重要作用。

目前国内已创立包括中国区块链研究联盟（CBRA，研究与交流区块链技术，沟通政策），中国分布式总账基础协议联盟（ChinaLedger，研究区块链技术，结合中国政策法规以及业务逻辑），金融区块链合作联盟（协调金融及区块链技术合作机制，研究金融区块链技术应用），区块链技术应用联盟（整合国内外区块链人才、技术、资金资源，加快区块链技术产业化），以及国际区块链专利共享联盟（BPSA，保护企业区块链专利合法权益）等多家行业联盟，各大行业内领导企业纷纷加盟，各地政府也为联盟提供了相当的支持。

二、区块链的应用实践与能力边界

（一）区块链的应用实践

应用区块链技术将主要带来四个方面的转变：第一，区块链带我们从信息互联网进入到价值互联网，正因为有了区块链技术，我们才能像发送信息一样，方便地在互联网上发送资金进行支付、汇兑和交易；第二，区块链帮助我们从消费互联网转型到以物联网、车联网为代表的产业互联网，产业互联网是需要区块链技术作为底层支持的，2014 年 IBM 的《物联网白皮书》认为，到 2050 年，当全球有 1000 亿台设备同

时上网的时候，对设备的身份管理，对设备之间通讯的存储和保真，区块链是最优的解决方案；第三，区块链使我们由一个公开透明的互联网转向加密互联网，现在的互联网是完全透明的，每个人网上的行迹和个人隐私随时都有可能被别人掌握而泄露，对互联网上的信息进行加密，是区块链最核心的功能之一，区块链技术将帮助互联网变成加密互联网，从而达到隐私保护和安全保障；第四，区块链带我们从中心化的互联网走向分布式的互联网，现在的互联网虽然解决端到端的信息传输，但大都被一些大公司所把持，处于中心化的结构，区块链技术可以使互联网变成一个分布式、去中心化的互联网。

从 2015 年区块链风起，国内获得的信息大多数是关于国外项目的进展，而真正开始对区块链应用的探索，是从 2015 年底才开始，探索上真正卓有成效的时间只有不到两年。

中国区块链技术与国外相比差距不大，无论国内外都可以说是早期阶段。2016 年开始，国内资本市场层面动作逐渐频繁，区块链技术快速发展。在众多的应用发展方向中，金融行业由于其迫切的需要以及以雄厚资金实力为支撑，成为所有领域里面区块链落地最快的方向。目前主要应用在以下几个方面：

1. 供应链溯源

现有的防伪标签容易造假复制，中心化的验证网页和数据库都不能避免人为因素及被篡改的可能性，且维护成本极高。基于区块链的底层技术研发的防伪标签网络技术，所有的数据一旦记录到区块链账本上将不能被改动，依靠区块链技术从根本上消除了人为因素。

区块链能够带来的好处是，在供应链上下游众多环节里，其数据的录入不是由一家龙头企业或者核心企业所控制的。以 2016 年山东疫苗事件为例，从监管机构到疫苗的生产厂商，再到中间的冷链，再到社区医院甚至消费者，都可以用自己的私钥签名录入相关或者是重要的信息。这个系统从建立到开始运行，它的信息就一直是公开透明的，一旦出了问题，如果用区块链做了背书，至少一些生产厂商或者是一些没有问题的环节可以拿这部分数据来自证清白，同时出问题的环节的部分数据成为追责的证据。

对土特产的供应链溯源也是同样的。以内蒙古羊肉为例，全国各地的羊肉都声称是内蒙古羊肉，使得真正的内蒙古羊肉很难卖出高价，这时候当地政府就有动力，来牵头或者是组织这些地方土特产的上下游，包括加工、生产、采购、销售、分销等各

个渠道，然后由各方来录入各自的数据，达到地方土特产的保护目的，这也是区块链在供应链溯源上的价值，就是利用区块链的数据记录的真实性或者是有效性，一旦进入到区块链里，每个人的签名就不可抵赖了，每一份数据都具备这种持续性，或者是时效性。

2. 区块链股权登记和交易平台

首先股权登记交易平台的需求起源于区域性股权交易所，由于这类股权交易所的圈子和交易量都相对较小，而且规范化程度参差不齐，因此保证信息的有效性和打破地域限制的需要越来越强烈。

对于一些未上市的企业，企业披露的信息不完整、不透明，即便有投资机构进行过调研，调研的数据和结果也并不完全公开，这就造成了投资人和企业之间的信息不对称，想投资的资金找不到合适的标的，想融资的企业没有展示和交易的平台；还有一些 Pre – IPO 的企业，拥有有价值的股权或者期权，很多人可能想提前退出，却无法将手中的股权和期权变现。

因此市场有强烈的需求打造一个透明的股权登记和交易平台，将一些企业、项目或者是标的物信息公开，来取信于这些想要投资的投资者，提升社会整体的资金分配利用效率。

3. 资产托管

从资产托管业务本身来说，采用区块链技术后，有望实现托管合同签订自动化和线上化、依照投资监督指标运行、对托管资产进行控制及跟踪智能合约化，以及估值数据存储及更新结构化等，有理由认为资产托管业务应用区块链技术后会在安全、效率和流程简化上有所提升。

在区块链选型上，由于业务运营基于资产托管客户与资产托管人的合作，且客户类型相对固定，考虑到机构协同和业务流程交互等特点，最合适的模型当为联盟链。联盟链需要托管行业或管理人行业共同配合构建的区块链。以资产证券化为例，借鉴纳斯达克交易所基于区块链的 Linq 证券交易平台设计思想，在功能分工上，可设计一类专用于资产数字化的发行者节点，负责托管资产的发行。同时，该联盟链中的资产托管业务区块链还可负责资金托管和交易监督，若人民银行未来使用加密数字货币，可考虑在资产托管业务区块链中引入该加密数字货币，届时联盟链可实现从资产发布、交易、托管、流通到监督的全流程区块链化，最终实现资产和资金可追溯。

另外在 OTC 市场中，市场自由度比较高且较难统一，参与者往往会采用线下比

较烦琐的流程来确保交易的可靠性，托管人会承担较高的人力成本，可以考虑用区块链代替原先的线下流程，降低人力成本。

4. 资金清算

现代支付结算方式，特别是在互联网时代取得了较大成就，支付结算速度基本能够实现实时清算，但在跨币种、跨国界、多种经济合约下，仍然受制于多中心、多环节的制约，在交易速度和效率方面仍有很大不足。

区块链技术通过分布式和点对点的特征，可以进一步减少中间环节，降低交易成本，提高交易效率，简化大量手工金融服务流程。应用区块链技术在资金清算方面，可以提升交易效率。交易的过程就是清算、结算的过程。

在跨境支付方面，实现“国际化”。传统模式下需要借助 SWIFT 等在全球各个银行、代理行之间进行交互，流程长、效率低、成本高。运用区块链技术，所有交易都实时记录在全球共享的信息平台上，交易即结算。微软联手 R3 联盟加入区块链计划，即是在解决互信的基础上构建扁平化的全球一体化清算体系。

提升安全性。区块链技术通过加密分类账簿，提供加密的转账业务，能够让任何人都得到准确的资金、财产或其他资产账目记录。

（二）海外信托应用借鉴

1. 美国北方信托（Northern Trust）将区块链用于私募股权交易

美国北方信托正在运行私募股权区块链。该平台由北方信托和 IBM 共同开发，瑞士管理公司 Unigestion 是第一位用户。该分布式账本具有已激活的节点，可向欧洲监管机构提供实时数据。北方信托决定建立这个平台的原因，除了提高透明度和速度，更重要的是加速新兴高科技私募股权基金上市。对于客户和最终投资者来说，这将使得一只新基金的上市更快，同时等待投资的美元将更快速地进行投资。

具体来说，Unigestion 基于区块链的私募股权基金的交易对手，将各自运作自己的节点，包括投资经理、普通合伙人、有限合伙人、基金管理人、审计师和监管机构。监管节点本身由英国根西金融服务委员会监管，该委员会管理着欧洲银行部门和其他金融服务机构的 2000 名持证者。

北方信托的私募股权区块链即将进行网络升级。这可能是首个功能完整的区块链项目，升级后可以处理更大的交易量。多个客户可以获得证书，北方信托可为任何数量的有限合伙人和普通合伙人等启动节点。

2. 经验借鉴

（1）对区块链的接纳态度。北方信托是美国最大的专业信托公司，在其100多年的发展历程中曾成功抵御多次金融危机的冲击，最终成为美国信托业的一枝独秀。北方信托经营百年始终屹立不倒，其稳健的经营风格起到了重要作用。然而，即便是如此稳健的一家老牌信托公司，也已经开始探索区块链的应用，说明区块链正在为更多传统的企业所接受。

（2）开发区块链应用的策略选择。在合作方的选择上，北方信托选择了技术领先、实力雄厚的IBM公司，为应用的顺利落地提供了有力保障。在应用开发的步骤上，先从简单的应用开始落地，验证技术的可行性和适用性，然后进行系统升级和技术迭代，增加系统容量，引入更多用户，逐步形成一个功能完善的应用。

（3）应用场景的选择。目前，区块链技术仍然处在大规模试错的阶段，合适的应用场景仍需不断摸索才能被慢慢发掘出来。北方信托在众多业务中选择了私募股权这一应用场景，一是因为私募股权交易频率比较低，区块链技术能够适应其要求；二是私募股权的参与方众多，涉及投资经理、普通合伙人、有限合伙人、基金管理人、审计师和监管机构等多个参与方，多方之间的协同效率可以通过应用区块链得以提高；三是因为美国私募股权基金的资本市场占据了全球私募股权资本市场的40%的份额，私募股权投资非常活跃，因此如何提高私募股权基金的上市速度是美国私募股权投资中的一个真正的痛点。所以，北方信托在应用场景的挑选方面也值得学习借鉴。

（三）区块链的能力边界

1. 关于分布式的思考

区块链的核心思想是分布式。传统数据库是中心化记录、中心化储存的，即使是异地灾备、云存储，也只是将存储地从一处变为多处，从本地变为云端，如果中心服务器出现问题，则灾备数据库也将停止更新数据。而区块链数据库则是分布式记录、分布式存储、分布式传播。

（1）分布式记录：区块链与传统网络记录体系不同，没有设立中心记录者，而是通过建立公开记录体系，使全网每一个节点在参与记录的同时也来验证其他节点记录结果的正确性，在全部参与者确认后完成信息记录，以确保记录结果真实性。

（2）分布式存储：在中心化体系中，每项数据都由中心系统进行记录并往其他备份节点同步数据，一旦中心节点计算机网络崩溃，所有数据都会遗失。而区块链使

得全网全部数据同时存储于系统所有节点中，且每个节点存储都是独立的、地位等同的，依靠共识机制保证存储的一致性，只要全网有一个节点保持正常运作，这条主区块链就可以被完整地读取，如果高度分散化的交易信息存储，使得主区块链完全遗失的可能性变得微乎其微。

（3）分布式传播：依靠区块链技术，数据的传输不再依赖于某个中心节点，而是 P2P 的直接传输。它基于密码学原理而非信用，全网络的每个节点都依据共识开源协议，自由安全地传输数据。

凭借着分布式的技术设计，区块链被赋予了高效智能的优越性，概念直指传统结构中的具体弊端，包括交易中的中介特权、行政监管权过度集中的中心化寻租、货币发行权垄断等。尽管分布式有诸多好处，但是也可能会造成更多的问题，甚至比它能够解决的问题还要多。新的问题包括：

①安全性问题：如果你把一辆汽车存储在区块链上作为智能财产，一旦丢失私钥，那么意味着这辆汽车就不再属于你，它从此变成了一件没有价值的东西，你再也无法找回本该属于你的这部分智能财产。安全性是人类本身的问题，远远高出科技能解决的范畴。

②缺乏法律保障：这是分布式的整体问题。分布式的确可以让一切事物都能以更高效、更平稳的方式运作起来，而如果一旦出现问题，就难以寻找权威机构帮助解决，纠纷调解变得非常复杂。

可以看到，区块链的分布式设计可能引发安全问题和监管问题，甚至容易被人借用来搭建新的庞氏骗局。完全的分布式，就意味着主体不明确，监管难以对主体进行调整。

分布式并不代表完全没有中心，而是分散化或者多中心化。一方面，分布式是区块链在技术上的特征，而区块链平台的建设离不开中心化，实际上，区块链本身的规范、框架和整个平台的设计就是一个中心，或者是带有中心意义特征功能。另一方面，就目前来讲，无论是国内的政治环境，还是经济金融环境，都需要具有权威力量的中心监管来进行保障其稳定性和安全性。

其实，在区块链技术体系中引入中心化要素也并非完全不可实现。如果能得到技术上的可行性证明，那么引入中心化要素后区块链技术进入金融主战场就少了依法、合规等方面的障碍，也能在一定程度上缓解监管者对于金融消费者权益保护和系统性、全局性风险的担心，这将有利于区块链技术走进金融主战场，发挥其在技术上的

优势。

以资本市场为例，一些制度安排的落地，很可能需要引入中心化的要素：在司法方面，对特定账户内的资产进行冻结需要中心化特权；在行政监管方面，对账户信息有依法进行实名化看穿式管理的特权；在自律监管方面，交易所在特定情况下，有特定产品停牌、对特定市场停市、对显失公平的交易予以撤销、对达到风控触发条件的杠杆类产品持仓进行强行平仓、强行减仓的特权；登记托管机构在特定情况下，有依法对已经达成的交易进行暂缓交收、拒绝交收的特权。所有这些特权都具有中心化的属性。它们都涉及对在技术意义下他人名下的资产以执法者、监管者、自律管理者的身份予以处置的特权。银行、保险、信托等也有类似的带有中心化属性的制度安排。

2. 关于智能合约的思考

区块链之所以被认为是一种颠覆性的技术，原因之一是区块链上能够实现智能合约。1994 年，由密码学家 Nick Szabo 首次提出的智能合约（Smart Contract）是一套以数字形式定义的承诺（Promise），包括合约参与方可以在上面执行这些承诺的协议。从本质上讲，智能合约是一种用计算机语言取代法律语言记录条款的合约，可以由一个不由任何单一方控制的计算系统自动执行。这些自动合约的工作原理类似于其他计算机程序的“if/then”语句。智能合约只是以这种方式与真实世界的资产进行交互。当一个预先编好的条件被触发时，智能合约便执行相应的合同条款。

传统意义上的合约，就是双方或者多方协议做或不做某事来换取某些东西，合约中的任何一方必须信任彼此并履行义务，合同效力由法律条款来进行约束。而智能合约的特点是，同样是彼此之间同意做或者不同意做某事，但是无须再信任彼此，这是因为智能合约不但是由代码进行定义的，也是由代码（强制）执行的，完全自动而无法干预。用一个形象的说法来比喻智能合约，即可以把它看成由代码编写的且能自动运行的自动售卖机。不同于人的行为，一台自动售卖机的行为是可以计算的；相同的指令行为总是能得到相同的结果。当你塞入一些钱并作出选择后，你选择的物品就会掉出。它绝不可能违反预定程序来执行，也不会仅仅执行一部分。一个智能合约也同样是如此，一定会按照预先设定的代码来制定。在区块链和智能合约的世界中，“代码即法律”，无论怎么编写，它都会被执行。

与所有的前沿技术类似，智能合约的主要问题是，它怎样与我们目前的法律系统相协调呢？会有人真正使用智能合约吗？

尽管一些用途的合同执行是自动的（比如定期自动支付），复杂的商业合同有很

多“if/then”条款，独立于可客观验证的实际情形，通常需要手动管理，容易受到误用和意外不适用情形的影响。因此智能合约的智能表现在，提供有效的自动化履约，降低人为错误和潜在争议风险。但是人工智能的升级潜力受限，智能合约使用只限于特定实际情形可以通过外部数据源客观确定或预测的情况。因此，智能合约不会完全代替自然语言的法律，因为很多类型的合约不能完全用代码表述或用计算机执行，尤其是那些涉及人类表现或者是一些需要人为主观判断的场景，目前智能合约还并不适用。比如兼并合同的合同方是否为了获取监管许可采取了合理的最大努力，计算机对于这种场景不能判断是否会触发“if/then”条款。由于法律语言固有的模糊性是其一大特征，它弥补了法庭必须依照审判案例进行评估的不可预测的特性。但是智能条款只能达到有限的智能，并不能将这种法律语言的模糊性写入代码。

即使是能完全用代码语言自动执行的合约也需要参考法律条文以及合约双方权利的概念。这些没有获得法律认可的智能合约，一旦出现问题，合约双方将不具有法律追索权。一旦完全脱离了法律的约束，智能合约还有可能成为犯罪行为的完美载体，因为它要在难以达成信任的情况下创造出信任。例如，某个犯罪分子可以设计一份智能合约，目的是刺杀一个公共人物，在这份合约里他能够提前提供相关信息，包括人物身份、刺杀事件、地点等，一旦以上信息被新闻网站证实后，那么酬金就会触发智能合约中的支付机制，然后付给完成刺杀任务的人。通过智能合约可以实现任何形式的网络服务，背后不需要有法律实体，使得一些原本法律禁止的事情因为条件满足而自动执行，这将给社会带来巨大的风险。

基于目前所颁布施行的法律，几乎不可能让智能合约强制执行。一个分布式的代码样本在事后是难以控制、监管或者要求赔偿损失的。也就是说，不可撤销的自动化，并且“智慧人类”不能干预的模式是非常危险的。

现有法律框架本质上要把这种行为下降到人为合同的水平，最终的目标将不是没有法律或者无政府状态，而是让法律框架能够根据具体情况更加精细化和个性化。对于律师来说，智能合约并不会取代他们的职能，反而能简化其编写合同的烦琐工作，律师需要做的就是学会将合约条款放入代码中，这样可以大大提高律师的工作效率。对于合约各方来说，他们也可以通过协商来选择某个法律框架来建立一个合同然后将它写入代码中，然后根据大家都已知的、审核过的原有法律框架，类似于创作共用许可证，这样用户就可以选择某个法律框架作为智能合约的框架。总之，智能合约的出现应该被视为法律系统的进化，而不是代替。

3. 大规模应用区块链的可行性

区块链最早是由比特币这样一个数字货币而衍生出来的，目前只是刚刚走过了数字货币的阶段，正在往更高的阶段前进。虽然区块链是一种非常创新的技术且具有广泛的应用前景，但是距离其大规模应用还有一段较长的时间。任何新兴技术从开始到成熟都需要一个不停试错和改进错误的阶段，而区块链技术在这个阶段的探索还需要解决技术缺陷和立法监管等问题。

区块链技术作为一种新兴技术，目前面临着诸如安全性威胁、隐私保护风险、工作效率问题、资源消耗问题、区块间博弈和冲突等技术上的缺陷：

（1）安全性威胁：由于区块链的监管依靠网络中所有的节点共同完成，因此从理论上说，如果掌握全网超过 51% 的算力就有能力成功篡改和伪造区块链数据。即使是没有掌握 51% 的算力，黑客也可能利用区块链现有的漏洞进行攻击。比如 2016 年 6 月，区块链项目 The DAO（一个基于以太坊的分布式自治组织）因上层智能合约中存在漏洞遭到黑客攻击，导致价值约 6000 万美元的 360 万以太币被转移，迄今为止上述黑客问题依旧没有解决，被转移的以太币也没有被追回。

（2）隐私保护风险：在区块链系统上，隐私的话题同样备受关注。例如在股票市场上，每个人的交易信息既隐藏了身份又隐藏了交易内容，但在区块链系统上，只是匿名，信息均是公开透明的，各种分析技术应用后还是有很多痕迹可循，让各大机构的操作路径暴露在公众面前，这对这些机构来讲肯定是不愿意的，因此要把区块链技术引入各大主战场尚需解决隐私保护这一问题。事实上，区块链系统内各节点之间是通过类似电子邮件地址等标识进行数据传输的。虽然这种地址标识并没有与真实世界的人物身份相关联，但由于区块链数据完全公开透明，如果未来反匿名身份甄别技术得以发展，通过密码破解看到某个用户的信息，部分重点目标的定位和识别也是有可能的，这将对数据安全和个人隐私造成威胁。

（3）工作效率问题：由于采用的是分布式存储技术，区块链内的每个节点均需保存一份数据库，并且网络中发生的任何一笔交易其他节点均需进行认证并做记录，系统的工作效率较低，尤其在一些数据交换发生频繁的场景下区块链的应用性能会受限。因此目前区块链技术只适用于交易流量较低、交易频次较少的场景。如果想大规模推广并应用区块链技术，如何解决系统工作效率也将成为一个问题。

（4）资源消耗问题：由于分布式容易引起资源的浪费，区块链的运作依赖网络节点贡献的算力，这些算力主要用于解决哈希算法和随机数搜索，除此之外并不产生

实际社会价值，因而一般意义上认为这些算力资源是被“浪费”掉了，同时被浪费掉的还有大量的电力资源。不管是计算资源还是存储资源，区块链还应对不了现在的交易规模。因此如何解决区块链运作而带来的资源占用和浪费也将成为区块链大范围应用之前需要解决的问题。

（5）区块间的博弈和冲突：例如比特币中典型的“区块截留攻击”，它是由矿池的参与者发起的攻击，对矿池和其他参与者的挖矿收益造成损害。发起区块截留攻击的矿工只向矿池发送部分工作量证明，但是如果他们发现了完整的证明，他们将抛弃该证明。因此矿池还是会向攻击者发放挖矿收益，但是矿池不能从攻击者的挖矿算力中受益。这减少了被攻击矿池的所有参与者的收益，当然也减少了攻击者自己的收益，攻击者们公平挖矿会获得更多的收益。因此如何设计激励相容的共识机制，提高系统内非法行为的成本，进而避免区块链的各节点在交互过程中发生博弈与冲突，也是区块链有待解决的缺陷之一。

除了受到自身技术特征的限制，区块链的应用落地还需要监管立法等配套支持。缺乏具体的法律规范，是区块链应用落地面临的一大约束。由于法规的严谨态度和滞后特性，目前各国法律系统对区块链技术如何监管，还处在探索和考察阶段，对其能否在一些领域应用，以及如何应用，尚未形成具体的规范。在没有立法配套的情况下，智能合约签订中使用的算法签名将不被法律认可，该合约也将缺少法律追索权，合约双方权益也就无法得到法律保障。除了立法问题，区块链的大规模推广还需要面临监管问题。金融领域的监管尤其严格，金融机构的产品如果不能通过监管层审批，就无法实现。要想区块链技术得到很好的应用，需要金融机构、金融科技机构以及监管者的深度合作。在目前的金融体系中，监管者必须确保一切都安然无恙后才允许变革，变革是循序渐进的。

虽然区块链技术目前在应用上还不成熟，仍然面临许多技术问题，同时还受到监管和法律规范的限制，离大规模应用还有相当长的一段时间，但是，区块链技术基于重构信用形成机制的设想一旦获得成功，将深刻地改变当前的商业模式和行业态势。

4. 一致性与降维问题

一致性问题是分布式存储系统一个比较难解决的问题。通常这一个环节有容灾备份功能，同步操作大多放在“闲时”，是一种后台操作。而区块链采用“前置”的同步操作，当一个块生成，块链的更新需要所有副本完成内容一致的复制。如果内容存储在块内，那么更新的数据量为更新的内容乘以副本的数量，再加上副本间的传输距

离和带宽，整个操作是耗时的，会影响对高频应用的响应，例如诸多交易场景。解决一致性问题的办法一是控制更新内容的大小，二是限定副本的数量。在私链上可以通过限定副本数量来提高链的效率；但是对于公链，则只能控制更新内容的大小。

降维问题就是在这一背景下产生的。区块链服务的任何数字资产（例如文件、图片、视频、软件等）数据不直接存储在区块链上，而是将其转化为一个小的数列，以解决一致性问题。一个直接的想法是以数据的地址信息代替数据本身保存在区块链中，但这种做法会大大降低系统的安全性，因为一旦非法入侵者获得任何一个副本，就可以找到数据的存储空间进行篡改。因此，必须对数据进行降维，这一过程类似于“压缩”，需要基于数据内容、文件特征、时间戳等特定信息进行压缩，同时又要保证降维后的数列与原始数据之间的一一对应关系，整个过程复杂而艰巨，工程量浩大。

一致性和降维问题是区块链的基础性问题，随着区块链的应用越来越广泛，数字资产的种类会更加多元，数字资产所需的存储空间量也会越来越大，这类问题将会演化出新的挑战。

5. 区块链中蕴藏的风险

与所有新技术刚刚诞生后所面临的天生阵痛一样，区块链技术作为仅仅推出七八年时间的新型互联网技术，在很多层面上还没有能够发展成熟，特别是区块链技术大范围落地的阶段还没有到来，目前依然处于不断摸索的初级阶段，需要更多的研究和探讨来规避它自身发展的不完全可能带来的潜在风险。

（1）区块链技术所存在的风险。根据不同的风险性质，目前区块链技术所存在的风险主要归类为以下几类，需要得到使用者的关注：

一是技术风险。技术风险已经超过业务风险成为区块链的主要风险。以往的企业客户，特别是金融机构，同时面临着业务风险和技术风险，虽然也重视技术风险，但是整个体系的建设还是围绕着防范业务风险展开。然而，就区块链目前最成熟的应用——比特币来说，比特币交易所遭遇的最大的危机实际上都来自于技术风险而非业务风险。而从技术风险层面来说，则主要包括以下一些已经显现的，和尚未显现的潜在风险：

①加密算法安全性：由于区块链大量应用了各种密码学技术，属于算法高度密集的工程，即便反复测试也无法做到万无一失。在设计应用时，应该选择安全性更高的密码算法；应用投入使用后还要及时替换掉不再安全的密码算法。

②密钥安全：密钥可分为对称密钥加密（又称私钥加密）和非对称密钥加密（又称公钥加密）。密钥安全问题看似老生常谈，其实在区块链世界里还有特别的意义。区块链技术一大特点就是不可逆，不可伪造，但前提是私钥是安全的。与以往任何体系不同的是，私钥是每个用户自己生成并且自己负责保管的，理论上没有第三方的参与。所以私钥一旦丢失，便无法对账户的资产做任何操作。多重签名某种程度上能解决一部分问题，但实施起来非常复杂，而且要设计与之相配套的异常复杂的密钥管理和使用体系。而对于很多普通用户，或者没有太多技术经验的企业用户，常常认为补办私钥跟补办身份证或者营业执照差不多，但事实上很困难，同时这也违背了区块链设计的初衷。所以机构或者个人对私钥的安全保存非常重要。为了保护用户的账户与资金安全，应该对私钥文件进行加密存储。同时，应该使用“秘密共享协议”等方法安全地备份私钥文件。

③底层技术未有突破：在区块链的底层技术方面，除了比特币和以太坊以外，目前尚未有新的突破。

④应用层开发成熟度低：在区块链的应用层开发方面，例如区块链上的智能合约目前取得一些进展，但是要达到可以成熟应用的水平，仍然需要一段时间的测试、攻关和普及。

⑤智能合约的风险：现在的智能合约是图灵完备的，也就是理论上它的计算能力和我们用的计算机是完全等价的，所以它会带来非常大的好处，是区块链质的飞跃，但同时也会带来与之相对应的灾难。比如计算机出现后出现了计算机病毒，智能合约理论上一样存在智能合约病毒。这种病毒可能会通过感染并修改其他合约的方式来实现合约作者意图之外的功用。

⑥协议被攻击：比特币成功与它强大的算力基础分不开。目前其他的区块链应用的算力都还无法与比特币相比，这些区块链应用难以有足够的算力来保证系统的稳定性，理论上也更容易受到例如 51% 算力攻击这样的在基础协议层面的攻击。量子计算机的快速发展也让这个潜在的风险更有可能成为现实。

⑦生态圈不成熟：区块链技术不能独立于其他关联技术而独立发展，这和云计算类似。区块链需要一系列为其服务的基础设施，比如适用于区块链的数据库和存储方案，为区块链加速的网络服务，提高安全性的硬件密钥等。构筑完善的生态系统，不但要求技术上的各种突破，也需要人们改变一些思维定式。

二是操作风险。许多区块链以平台的模式存在（尤其联盟连和私有链），用户仍

然需要依赖技术人员的专业性。操作风险存在于普通用户和技术人员两端。一方面，如果技术人员缺乏足够约束或出现技术疏忽，便给黑客留下可乘之机；另一方面，区块链是由各个节点构成的，单个节点的安全保护能力可能偏弱——尤其对于普通用户，在节点的技术操作上更是可能留下问题，导致遭受攻击和蒙受损失。最简单的操作失误，便是私钥的丢失和被盗问题。私钥是一串密码，由用户自己生成并保管储存在用户的本地终端，没有第三方参与。所以一旦私钥丢失或被盗窃，用户将无法对账户资产做任何操作，而私钥被盗更是可能直接导致财产损失。

三是政策和法律风险。如果想真正大面积推广区块链，必然要遇到法律这个一切传统经济活动的基石。比如，数字货币发行的合法性问题、公证确权，以及举证的合法性问题，包括智能合约、数字票据、记账清算、股权众筹的合法性问题，目前在我国以及世界其他国家的法律体系中依然是空白。举一个简单的例子便可见一斑：攻击金融机构、从银行抢钱是违法行为，被攻击者受到法律保护，然而当前对区块链的攻击呢？暂时还没有相关法律保护。更为复杂的是，区块链是一种节点 P2P 集体运作的模式，如果违法的行为和数据被同步到所有节点，其他节点是否违法呢？这种代码（code）和法律（law）的龃龉，将在未来成为很大的问题。《金融时报》撰文列举制度的冲突之处："区块链数据不能被彻底删除，那么中国《民法总则》和《网络安全法》所赋予个人的信息修改、删除和自决权利将无法真实落实。在极端情况下，一次不良记录将成为一个人终生的负担。"

四是实施犯罪风险。区块链技术目前还没有发展或者与其他系统整合形成完美的闭环系统，对人工介入有较多的依赖，存在着利用区块链技术的匿名性进行犯罪活动的可能，而目前对这项新技术的监管基本上是空白的，因此区块链技术面临着巨大的犯罪风险。

将区块链技术及其应用放在社会和金融体系中看：由于区块链技术具有匿名隐蔽性，很容易被应用在洗钱、毒品军火交易、恐怖组织筹资、绑架赎金等不法行为上，对社会造成不良影响。这种情况下，单纯依靠区块链的集体维护机制无法完善解决，因此，如何用法律法规降低区块链应用在社会中造成的风险将是未来的重大课题。例如在 2017 年，与区块链极为相关的 ICO（Initial Coin Offering）集资火爆，而其中存在的暴利和欺诈行为，便因扰乱金融秩序和冲击传统货币体系等引起了金融监管的注意。

五是拓展性风险。拓展性风险主要是区块链上层应用的风险，是区块链技术经过

底层数据层、网络层、共识层、激励层处理后，拓展到上层应用和智能合约、可编程货币时可能遇到的风险。首先，智能合约和上层可编程应用多种多样，本身就增加了风险可能性；合约型区块链更复杂更智能的特性也更容易因出现漏洞和风险而被恶意代码攻击。区块链节点间同步数据的机制（分布式账本单个节点发布新一笔记账，全网节点将对其同步，每个节点都包含整个账本的记账记录），更是导致单个智能合约或者合约病毒的风险可能迅速波及到其他节点或传播全网。2017 年爆发并肆虐全球的“勒索病毒”便是以智能合约的形式，向被攻击者索要比特币。

（2）黑客的攻击。黑客攻击可以按照单纯扰乱系统还是入侵窃取、破坏数据资料分为非破坏性攻击和破坏性攻击。通常的手段包括后门程序（测试程序模块时留下的秘径）、信息炸弹（制造过载信息使系统瘫痪）、拒绝服务（使用数据包造成网络服务崩溃）、网络监听（利用超级权限截取数据）等。其发起源头要么是外来网络攻击，要么是内部员工想窃取宝贵企业机密。据调查，网络攻击的动机主要以获取金钱利益为主，而 2016 年黑客最常攻击的目标便是金融服务业。

区块链本身复杂的构造和相互层级的链接对网络安全有极大的依赖性，因此数据层、网络层、共识层、激励层和对上层智能合约拓展应用都有可能遭到攻击。据国家互联网应急实验中心调查显示，大多数开源应用平台都存在着不同程度的漏洞，可能遭到攻击。

对于网络层，黑客可以利用路由欺骗，地址欺骗或程序留下的后门进行入侵；共识层则可以发起前文提到的 51% 以上算力攻击。虽然理论上发起 51% 算力攻击的可能性很小——如果可以掌握 51% 的算力，通过该算力直接挖矿（即从事区块链正当记账活动）获得的回报要高于攻击盗取的资源。但一方面许多攻击并不完全遵循理性人利益最大的假设，而是可能出自其他如政治或抽象主观的目标进行攻击；另一方面，量子计算机的发展和大型矿池算力的集中和垄断（如著名的比特币 Ghash 矿池，多次接近甚至达到 50% 比特币算力），未来出现集中算力的攻击并非没有可能。

不过目前来看，智能合约应用层面被攻击和被成功攻破的可能性比上文的这些基础层面更大。比特币基础区块链系统已安全运行多年，而黑客攻击事件多发生在拓展和合约应用上。最为典型的便是 The DAO 事件。

The DAO 是德国初创公司 Slock. it 的开源项目，是在区块链平台以太坊（流行程度仅次于比特币的代币区块链系统）上以智能合约形式运行的分布式自治组织（Decentralized Autonomous Organization）。Slock. it 是一家专注“智能锁”的公司，能够让

人们在分布式版本的 Airbnb 中交换事物（契约、船只和公寓等）。The DAO 项目在 2016 年 4 月 30 日开始通过 ICO（Initial Coin Offering，首次代币发行）融资，短短 21 天便破纪录筹得价值 1.5 亿美元的众筹。然而其智能合约中存在着的递归调用漏洞在后续运营中被黑客发现，遭到攻击发生重复支付（一个以太币多次使用支付）导致 350 万个以太币（约 5000 万美元）的损失，以太币的币值也因此几乎斩半。

（3）区块链上的信息安全性。根据工信部及贵阳区块链技术和应用发展白皮书，区块链信息安全在内容上主要包括数据保密性（私密性）、真实性（可信任）、完整性（数据被完整拥有且未被不合法的第三方篡改）以及防止未授权的拷贝等；在过程上则表现为写入数据的安全性（节点记录需全网大部分节点同时认证）、读取数据安全性（哈希不可逆加密、复杂的共识和私钥制度）、分布式拒绝服务攻击抵抗（一个节点崩溃失效不影响系统，其他每个节点仍然有完整信息）等。

未来区块链在认证身份时很可能需要储存用户的指纹、虹膜、声音等多个生物特征来多重认证以保证网络和实体身份的一致性，这更使信息安全成了重中之重——一旦用户生物特征泄露，将对用户造成长久困扰。

因此为了应对前文提到的诸多风险、黑客攻击和私密性问题，下文将列举一些其他应对措施（非区块链初始设定的措施）。目前区块链已有的相关安全性优势包括利用数据的高度冗余和多重副本保证其完整性、利用时间戳保证其权威性和安全性（每个区块附加时间相连防止一币多用）、利用哈希加密等密码学原理进行不可逆的加密，保证数据不可篡改性、利用多重私钥控制访问权限、利用零知识证明、同态加密隐匿用户真实信息、利用 PoW 等共识机制防止双重支付等。

除此之外，我们仍可应用新的制度和技术方法保障信息安全应对前文的问题。例如，为防止技术和信息泄露风险，可以在区块链平台建成后聘请多家第三方技术审计公司进行安全审计，目前的第三方公司包括 LeastAuthority，Dejavu 和 Coinspect 等；中国工程院院士沈昌祥则提出利用新一代可信计算技术来进一步确保区块链的安全（可信计算是一种云运算和防护并存的主动免疫的新计算模式，是指计算运算的同时进行安全防护，使计算结果总是与预期一样，计算全程可测可控，不被干扰）；另外可以对访问权限进行谨慎的分配和分层，而并不是像公有链那样允许所有节点访问，在涉及用户个人重要隐私时可使用代理身份节点而非用户真实身份；对于私钥丢失和窃取问题可以采取私钥代码的分散保管，并执行严格的生命周期管理，定期更换；此外，金融上常用的风险分散方式如数字资产多处存储等和外围的法律保护加强也对数字货

币时代的安全有很大帮助。

新技术有新特征，风险的管控要适应新的结构。因此我们无法完全照搬中心化数据库结构下的安全控制措施来应对黑客攻击等事件，必须针对新的技术结构研发新的风险管控措施和应急措施。当然我们也必须看到，在任何新技术开启新的应用之前，总是会带来新的风险。因为高新技术必须注意防范技术垄断风险和技术性的操作风险，必须构建预防道德风险的技术防火墙，在不同场景的区块链技术应用中，必须对智能合约、时间戳等安全性、稳定性、可靠性做深入的分析和权威的论证，营造一个健康的金融生态环境，积极稳妥地推进区块链技术的应用和发展。

三、区块链与信托的契合性

信托（Trust）不仅是一种特殊的财产管理制度和法律行为，同时又是一种金融制度，信托与银行、保险、证券一起构成了现代金融体系。一个信托关系中一般涉及三方面当事人，即投入信用的委托人，受信于人的受托人，以及受益于人的受益人。信托的职能概括起来就是“受人之托，履人之嘱，代人理财”。由于信托的信任基础、多元主体、中低频交易等特点与区块链本身的特性有着高度契合度，区块链技术在应用于信托业务场景时有着相当大的优势。

（一）共同的价值基础

1. 实现价值链延伸

从产业发展的角度来讲，信托凭借跨领域的制度优势、灵活的业务模式及充满创新的内生活力，通过对金融资源的有效配置，实现企业及产业链价值的不断增长，对于优化我国长期以来在资源配置上的低效问题有积极的推进作用。其通过拓展创新路径，强调产业链集成、价值链延伸与风险管理，积极拓展上下游相关产业，实现价值链延伸，进而创造更多的价值附加。

而区块链作为价值互联网，纵向打通了产业上下游的通道，横向打破了产业与产业之间的隔阂，实现全网的价值传递，提升产业空间的优化布局，与信托具有同样的价值基础。

2. 助力财富管理

在我国经济高速发展，财富积累体现出集中趋势的背景下，如何进行科学投资、有效管理自己的财富，逐渐成为国人关注的热点。信托灵活的资金投向和风险隔离的

制度优势，在财富管理中能发挥重要的作用。随着财富管理业务实践的推进，成功的投资理财不仅能够实现财富增值，还可以在家族传承中得到延续。

而区块链一方面能够实现资产的数字化，另一方面也能够承载数字资产，可以极大地丰富财富管理的内涵，同时其可追溯、不可篡改的特征也更能适应财富传承中对超长期限的财富管理的需求。因此，在财富管理方面，信托与区块链同样具有相同的价值基础。

（二）增强信任机制

信托是一种社会行为，这种社会行为应牢固地建立在三方当事人互相信任的基础上。委托人基于对受托人的信任，将其合法拥有的财产委托给受托人，这部分财产在法律上和形式上归受托人所有，而受托人需按照契约的规定条件和范围，为受益人的利益或者特定的目的，占有、管理、使用信托财产，并处理其收益，最后这部分收益交给受益人，受托人要为受益人的利益尽其职责，不得谋取私利。如果作为信托关系中关键环节的受托人不被其他两方当事人所信任，则不可能有信托之存在。因此，信托当事人之间的信任是信托最根本的特征。然而这种信用机制在实际的合约履行过程中可能会存在潜在的道德风险。

另一方面，区块链最大的颠覆性也在于信用机制的重构。在我们日常的社会活动中，信任的产品往往需要依靠第三方机构的证明，这种方式通常会增加交易的成本，降低效率。区块链系统本身能产生信用，这种信用的产品不是来自第三方，而是来自程序（算法），因为区块链记录信息的产生是需要全网络节点确认的，一旦生成将永久记录，无法篡改。区块链用数据区块取代了目前互联网对中心服务器的依赖，使所有数据信息都被记录在一个分布式系统之上，理论上实现了数据传输中的数据自我证明，深远来说，这超越了传统和常规意义上需要依赖第三方的信息验证模式，降低了全球信用的建立成本，同时也更好地防范了信托关系中可能产生的道德风险。

（三）信托共有制与区块链多方协作

共有制是一种多元化产权主体、边界清晰的新型所有制模式，而信托作为一个有序兼容的共有制架构，通过集金融、财产管理及法律行为于一体的制度设置，实现金融资源的有效配置。受托人一方面在资金端对接委托人的保值增值需求，另一方面在资产端满足被投资人的融资需求，同时信托公司还需要与银行、基金公司、其他信托公司等其他金融服务机构开展资金存管或者其他业务合作。

信托的多元主体与共有制和区块链的多方协作要求具有一定的契合性。区块链能

够解决的痛点之一就在于提高多方协作场景的合作效率。区块链作为一本“共享账本”，能够及时地将账本现状及其更新情况分享并发布到一个封闭或公开的参与小组。其上搭建的智能合约能够自动执行链条上的环节，技术代替中介可以极大地降低管理成本，提高合作效率。

以信托公司参与资产证券化业务为例，区块链技术的引入，可以使得资产证券化各参与主体对资产池的同时监控成为可能。在区块链上，记录每笔资产详情的账本对所有主体开放，使得信托公司作为计划管理人在对资产进行尽调时有更翔实的数据和信息支持，使评级机构可以对每一笔资产的质量进行分析而非由于技术所限采用抽样调查手段，使律师事务所能更大限度地把握整个资产池的法律风险，使资产服务机构可以更便捷地掌握资产的还款和违约状况，使投资者能够穿透底层资产增加对该信托项目的信任度。

（四）信托满足区块链的中低频应用要求

区块链的核心技术包括共识算法，加密算法，智能合约。目前这三个底层技术还没有真正实现突破，仅适用于低流量低频次的交易环境，比如比特币交易，比特币交易每秒最快不超过十次。然而在其他金融场景中，比如说外汇交易和股票交易，每秒可能几千笔甚至上万笔交易频次，这种情况下区块链初期的分布式结构还不足以应用于大规模高频交易环境。

而信托因其特有的制度和交易流程，恰好能满足区块链对于低频次低流量的应用环境要求。一个完整的信托项目基本流程包括项目立项、项目尽调与决策、项目实施、项目管理与项目清算五个阶段，因此信托项目往往具有期限较长、低流量、低频次的特点，能够使得区块链技术在信托领域中的应用不受到并发性和拓展性不足导致的技术限制。

（五）区块链助力信托业进入金融科技 2.0 时代

金融科技的第一阶段是场景革命，传统机构通过创造一些互联网场景来做自己的金融科技 1.0 版本，做场景上的金融服务，或者是把互联网当成一个工具来降低成本，提高效率。在这一阶段，诸多金融业务都已开展与互联网的“亲密拥抱”，不过相比于贷款、支付等金融服务创新潮流，信托在互联网领域的创新实践却相对较少。由于集合信托本身的类私募性质、较高的投资门槛与较为封闭的产品形态、面对面签约的流程要求以及相对严格的监管政策都让产品创新的道路更加曲折，也让信托业在互联网领域的探索一直落后于其他金融业务。

而随着大数据、云计算、人工智能、区块链等技术的兴起，金融科技 2.0 时代正在悄悄来临。金融科技的发展将大大改变金融业的业态，为了在新潮流中占据竞争优势，现在有越来越多的机构正在努力寻找“互联网 + 信托”的创新之路，以金融科技推动业务转型。信托公司可以应用区块链技术重构多种业务发展模式，如数字资产信托管理、基于区块链的家族信托、慈善信托及知识产权信托、电子签约模式、信托受益权流转等。同时，信托公司还可以利用区块链的可追溯、共享账本等特点对客户身份信息进行识别以及在信托业内共享交易对手违约信息。另外，智能投顾作为科技结合金融的产物之一，其应用场景明确，服务内容丰富，发展前景广阔，与信托业务有较多契合，也是信托公司在金融科技 2.0 时代可以积极布局的方向。

四、区块链 + 信托的应用模式

（一）借助区块链优化信托公司传统投融资业务模式

1. 尽职调查和期间管理中的风险识别

在传统投融资信托业务中，信托项目所涉及的尽职调查、增强担保措施以及期间管理都是信托公司进行项目风险管理的重要环节。

一般来说，信托公司的尽职调查要遵循以下五大原则：全面性原则、独立性原则、审慎性原则、透彻性原则、区别性原则。信托公司尽职调查的内容要在受托职责范围内尽可能系统全面，尽可能覆盖信托产品运作和管理中的各种方面，充分揭示或规避各种潜在风险。信托公司还应结合风险控制的重要性原则，委托专人对尽职调查工作中的相关计划、工作底稿及报告的复核。然而，在实际工作中，尽职调查过程中的项目资料存在被篡改的风险，而信托业务人员是否完全按照法律和信托公司要求的风险管理办法去核查每一项资料也未可知。此时，如果应用区块链对信托项目在尽职调查和期间管理过程中所收集、整理和撰写的资料进行存证，可保证资料内容不被篡改，同时也为信托公司所尽的受托人职责提供证明，提升风险管理的规范性和实效性。

增强担保措施也是信托公司防控项目风险的有效手段之一。目前可以采用的担保措施主要有不动产抵押、动产抵押、权利质押和第三人保证等。其中，因动产抵押措施中的受抵押物可移动、易损毁、重复抵押、产权造假等因素的影响，以车抵为代表的动产抵押贷款产品发展受限。鉴于此，在线分布式账本能够让参与者更加容易追踪特点资产的所有权。理论上，区块链技术可被应用于动产抵押物的确权和追踪，从而

打开动产抵押信贷产品的市场空间。以汽车为例，理论上，汽车厂商可以基于区块链技术为所有出厂汽车建立零部件信息专用系统和汽车流转专用系统，从根本上解决汽车的估值难题、追踪难题和确权难题，从而大幅降低汽车抵押贷款产品的业务门槛和运营成本。

在信托项目存续期间，信托公司需要对信托项目进行期间管理，应当尽量对信托资金的使用进行监管，防止资金被挪用，按照预期的规划和进度完成拟投资项目。期间管理需要定期进行数据更新、逐个排查风险、资金管理等，此时信托公司可以凭借自身风控人才积蓄的经验智慧拥抱技术，成就竞争优势。由于所有相关资料都已及时上链存证，所以风控或业务部门等有查询权限的人员，可以通过区块链平台一键查询交易对手及关联企业，以及信托资金具体流向。同时还可以将预设规则写入智能合约，以及将借款人申请材料、不良信用记录和多平台借贷记录、支付结算等信息加以整合构建多维度图谱模型，交叉验证有效识别团伙欺诈、资金挪用等高风险行为，系统可以定期自动查询，如果发现异常情况，则通知信托经理和风控经理，及时进行核查，从而实现基于客户行为的贷中、贷后风险监控体系，确保资产安全，为业务发展保驾护航。

2. 投资交易指令和信托贷款行为存证

区块链的时间戳信息包含了原始文件信息、签名参数、签名时间等信息，可广泛应用于信托存证场景。

在投资类信托业务中，可应用区块链对客户的交易指令和信托公司依据客户指令所进行的投资行为进行存证。同样，在融资类信托业务中，信托资金贷款的分期发放的具体时间和金额也可以记录在区块链平台上，方便信托公司内部管理人员和有授权的融资企业随时进行查询。

存证的内容及时间戳可证明信托公司在资产管理过程中的勤勉尽职、及时有效，避免纠纷的发生。

3. 简化支付流程

按照中国银监会的规定，各信托公司必须将集合资金信托业务的信托财产交由合格的商业银行托管。托管行的主要职责是安全保管信托财产，正确核算信托财产，及时办理资金划付和清算。因此，信托公司在开展各类投融资信托业务时，就要经常涉及与银行之间的资金清算与支付流程。在支付领域，金融机构特别是跨境金融机构间的对账、清算、结算的成本较高，也涉及了很多的手工流程，这不仅导

致了用户端和金融机构中后台业务端等产生的支付业务费用高昂，也使得小额支付业务难以开展。

由于区块链底层技术具有“多人决策、价值共识、不可篡改”等特点优势，金融机构可以基于区块链技术实现点对点的价值转移，通过资产数字化和重构金融基础设施架构，可达成大幅度提升金融资产交易清结算流程效率和降低成本的目标，并可在很大程度上解决支付所面临的现存问题。在支付领域，区块链技术的应用有助于降低金融机构间的对账成本及争议解决的成本，从而显著提高支付业务的处理速度及效率，从而有效助力企业降低融资成本，服务实体经济。

（二）基于区块链和数字资产的信托运行模式

1. 资产数字化与数字资产信托管理

在人类社会几千年的发展过程中，人类通过自己的智慧和劳动在物理的“原子世界”中不断开创着前所未有的文明纪元，在此进程中也积累了大量的物质财富。而计算机、互联网的出现则使得人类社会开启了信息时代的新篇章，步入了“比特世界”的玄奥之门。由此，信息的交互流动从慢速走向光速，数据的体量从匮乏变为爆炸式增长，无论“看得见的世界”还是“看不见的世界”都以大数据的形式呈现在我们面前。鉴于数字空间的无限可扩展性、无限可复制性与多维可塑造性，这些数据甚至已经变成了人类社会一种新形式的财富，而新财富的表现形式就是数字资产。

数字资产是指企业拥有或控制的，以电子数据的形式存在的，在日常活动中持有以备出售或处在生产过程中的非货币性资产。以比特币、以太币为代表的数字货币是目前最为人们熟识的一种数字资产，各国央行正在积极探索和尝试的法定数字货币也是一种数字资产，除此之外数字资产还包括智能股票、智能债券等。

数据要成为数字资产，最重要的环节是对数据进行确权。以 Internet 为基础的信息网络虽然使得数据共享十分便捷，但是却不能实现数据的确权以及数据价值的记录和流转，基于互联网的数据无法成为资产，数据不能确权就不具有真正的价值。伴随这个矛盾的不断激化，区块链技术的诞生则有效解决了数据确权的问题——每一份在区块链网络上生成的数据都可以被定义权属关系，并且在区块链网络上可以实现数字资产的流转和交易。以上提到的智能股票、智能债券的“智能”含义，即利用区块链的数据不可更改性和可编程性，在区块链上登记发行的股票或债券，通过区块链可以使得这些数字资产实现点对点的交易和结算。

数字资产具有一些共通的属性，具体表现在：第一，数字资产是以比特币结构存

在的虚拟资产，其并非像黄金那样是具有原子结构的实物资产，大部分情况下，数字资产都以比特信息的形式存在；第二，数字资产是一段计算机程序，人类可以对其进行编程。资产之间的交换实际上可以看做是代码与代码的交换，可以在区块链上通过编制智能合约程序，自主、自治地进行点对点交易；第三，数字资产是登记在区块链或分布式账本上的资产，那么登记在工商局的股权、登记在房产局的房产不一定是数字资产；第四，随着数字技术应用的不断扩展，特别是区块链技术的应用升级，传统资产数字化程度不断提高，数字资产的内涵和外延也在迅速膨胀；第五，数字货币等数字资产跨越了资产证券化的阶段，直接实现了资产货币化。

数字资产的产生主要有两个途径，一是基于区块链原生的数字资产，二是对现有资产进行数字化之后得到的数字资产。未来，个人资产配置的主要方向将呈现为对数字资产的配置，对于整个社会而言，资产数字化也是大势所趋。纵览各大互联网独角兽在互联网数字经济中一飞冲天，其中离不开两个关键的因素，分别是资产流通和共享经济。资产流通最便捷的方法毫无疑问是将资产数字化，而共享经济的本质，还是将实体资产通过智能数字化的方式更加便利地进行资源共享，通过技术手段减少资源浪费、降低成本和提升效率。当大资管时代来临时，资产管理需要面对成千上万种类的资产，无论是企业内部或者外部运作，都涉及大量的计算，数字化的资产则是以一种新的形式优化了企业对其资产的管理能力，提升了企业运行的效率。

区块链技术作为一种新的技术范式，以其去信任化、分布式、高透明度等特性吸引着全球各个领域的关注，虽然当下区块链技术还不尽完善，但在很多领域都能够彰显出它的巨大潜能，在资产数字化方面更能凸显出其用武之地。具体来看，通过区块链的分布式系统，人与人之间的信任被转移到对机器的信任上，而机器是以公允的代码客观执行相关逻辑。通过这种方式不仅大大降低了信用成本、提升可信度，同时也提升了各类数字资产的交易效率。应用区块链技术，还可以有效解决各类资产交易过程中信息不透明、不对称等痛点，其中监管机构作为区块链网络中的“上帝节点”，可以有效监测、审计各类交易，进行高效、高质地监管和引导。

信托行业将信托制度与数字资产相结合，大胆突破创新、挖掘数据潜力，推出了基于数据资产的信托产品。数据信托是委托人将其所有的数据资产作为信托财产设立信托，受托人按照委托人意愿，委托数据服务运营商对信托财产进行专业管理，由此产生的增值收益按照信托目的进行信托利益分配。合格投资者可以通过投资信托受益权的方式参与信托利益分配，委托人则通过信托受益权转让的方式获取现金对价，实

现数据资产的价值变现。信托财产的独立性和安全性与大数据的商业使用要求具有天然契合性，在数据权属确定性、数据风险定价与交易、商业模式设计、行业发展趋势等方面可以与行业共同进行更深入的探讨和实践。关于数据信托未来的发展前景，业内专家多持乐观的态度，肯定了数据信托的制度优势和金融优势，认为数据信托的最大价值在于利用信托制度优势实现数据价值优化、盘活数据企业资产、整合数据资源使用、促进数据利益互惠。

目前，数字资产面临的最大问题是法律保护问题。当下，国家从法律层面尚未明确规定数字资产的本质属性。最新实施的《民法总则》也仅仅规定了“自然人的个人信息受法律保护。任何组织和个人需要获取他人个人信息的，应当依法取得并确保信息安全，不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息，不得非法买卖、提供或者公开他人个人信息。”据此，并没有将网络虚拟财产、数据信息等新型民事权利客体列入个人财产权进行保护。数据无法以法律形式明确其产权归属，这会导致数据纠纷的潜在风险增加，数据拥有者会乏力参与数据交易，使得数据整合与流转产生阻力，继而影响国家大数据、信息化平台的有效建构。通过区块链技术虽然在技术上实现了数字资产的确权，但是数字资产的法律保障任重道远。

2. 资产证券化信托业务

资产证券化作为使得流动性较低的资产通过一些结构性调整与重组，使之能够于金融市场中流通、转让的新型融资技术，是金融市场长期发展实践和金融创新的重要产物，自诞生起就对盘活金融市场、促进资金融通、提高资金配置效率起到了极为重要的作用。从操作流程来看，涉及以特殊目的机构（SPV）为核心连接发起机构和投资者的一条完整的资金流通链条，并且以该链条支撑起资产证券化的基本架构，此外，还有其他机构提供信用增级与信用评级、证券的登记结算以及法律和会计等专业服务。由此可见，资产证券化业务具有交易结构复杂、参与方众多、流程繁多，多方之间的信用成本较高，资产的透明度有限，资金方往往无法对资产信息有全面详尽的了解，信息获取成本高昂等问题。而区块链平台能够有效解决资产证券化业务中存在的这些问题：通过机器以及公允的代码，将人与人之间的信任进行转移，实现了人对机器和算法的信任，构建一个信任的计算网络。从两者的本质来看，资产证券化业务和区块链技术具有天然的契合性。

具体来说，首先，区块链技术在资产证券化业务中的运用有效保证了底层资产数据的真实性且不可篡改，帮助融资人实现了资产保真，从而增加资金方的信心，并降

低了融资成本，提升了资金流转的效率；其次，基于区块链 + 人工智能的技术能力，通过人工智能的算法和数据爬取对资产进行分析和机器评级，在区块链上提供更多有关资产的信息，实现了为资产提供增信；再次，基于区块链的资产证券化平台增强了非标资产的信息披露，满足了监管部门穿透式监管的要求；最后，资产证券化各参与方之间的信息和资金通过统一的区块链网络和共识机制实现了实时同步，有效解决了各个参与方之间费时费力的对账清算以及文档数据共享等问题。区块链技术在资产证券化业务场景的应用，从资产证券化的业务流程切入，解决了资产证券化服务商模式的数据痛点，为资金方能穿透地了解底部资产，中介机构也能够实时掌握资产违约风险，对于监管方而言，更能够有效把控金融杠杆、提前防范系统性风险。

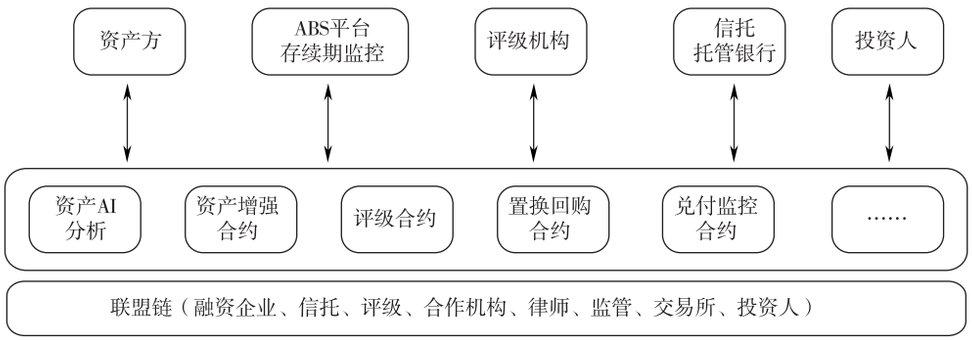


图 1　资产证券化业务各交易对手组成的联盟链

信托行业发展资产证券化业务有利于实现创新转型，拓展新的业务增长点，相比金融同业，信托公司在资产证券化领域的主要优势有以下三个方面：第一，信托制度本身的优势。信托关系实际上是一种特殊的财产管理关系，其中信托财产具备独立性。在资产证券化过程中，信托通过设立特殊目的信托作为发行载体，将基础资产隔离于发起人的其他资产，保证所发行的资产支持证券的信用基础是基于隔离出来的基础资产的信用而非发起人本人的信用；第二，信托公司的全流程资产管理能力。信托行业是跨资本市场、货币市场、实业投资展业的金融行业，信托公司可以对资产证券化项目存续期间基础资产、证券化项目整体交易结构设计、原始权益人或资产服务机构提供全程服务、监督和管理；第三，对资产证券化业务的前段延伸。信托公司通过投资或融资等多种方式直接持有具备证券化潜力的资产或为合作伙伴提供资金支持，并在此期间对基础资产进行培育，以专业化的能力提升基础资产的整理质量，以在合适的时机促成更多的基础资产符合条件后进行证券化，从而进一步丰富资产证券化市场的资产来源。综上所述，信托作为关键性参与方，在尽职调查、产品设计、发行购

买、存续期管理等重要环节合理运用区块链，可以达到提高资产信息透明度、增强非标资产的信息披露，满足穿透式监管要求、降低投资者风险，降低企业融资成本、通过智能合约，提高运行效率，降低企业融资周期等优势。

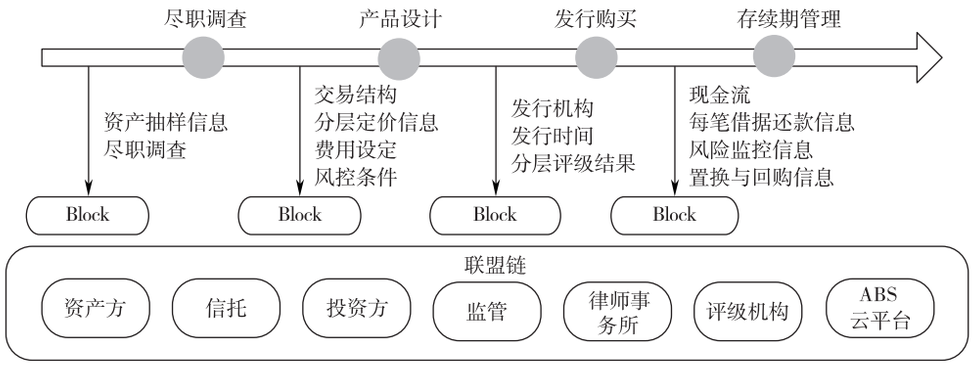


图 2　信托运用联盟链的重要环节

3. 信托登记、数字信托资产的权利交易流转与清结算

2016 年 12 月，中国信托登记有限公司（以下简称中信登）正式挂牌成立，其从事或经营的主要业务包含：一是信托产品、受益权信息及其变动情况登记；二是信托受益权账户设立和管理；三是信托产品发行、交易、清算、结算、估值、信息披露等服务；四是与信托登记、发行、交易等业务相关的信息查询、咨询和培训服务；五是提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的公示服务等。2017 年 8 月，为了建立全国统一的信托登记制度，进一步促进信托业持续健康发展，保护信托当事人的合法权益，中国银监会发布《信托登记管理办法》，规定信托登记包括预登记、初始登记、变更登记、终止登记和更正登记，中信登接受信托登记申请，依法办理信托登记业务。

针对信托产品登记这一业务流程，区块链的分布式、定制化等特性可能使信托登记服务更好地贴近用户需求，同时区块链能够降低成本、降低信用风险，提高效率、提高系统的可追溯性。具体来看，信托登记、信托权益的交易转让、交易后的清结算以及信托数据的查询举证都可以通过区块链实现：

（1）基于区块链平台的信托登记，实现了信托资产的数字化，数字信托资产可以在区块链网络上轻松地实现交易转让，区块链平台自动完成信托资产的权属转移；

（2）大量的数字信托资产必然会带动二级市场的交易繁荣，基于区块链实现的智能合约可以在交易需求方之间完成高效的匹配；

（3）交易后的清结算直接基于区块链网络完成，避免多方对账，提升了交易效率，有效降低了交易成本；

（4）监管机构以“上帝节点”的身份加入网络，可以对网络中的所有资产及数据进行实时监测，提升数据透明度，有效规范市场行为，引导市场健康有序的发展。

（三）信托财产的使用、监管和追踪

现有的存在证明是非常容易被伪造和销毁的。区块链技术的根本是信任机器，其建立的共识机制结合了数字加密和哈希算法，区块链上存储的数据具有可追溯、不可篡改、全流程留痕等特点，恰好可以解决这种存证场景中的信任问题。

区块链可实现家族信托及慈善信托从设立到管理的全流程信息存证，记录信托运行的情况，追溯信托资金的用途，极大地改善信托的透明度，提高信息披露的真实性和时效性，增加委托人的信任。利用区块链建立的不可篡改的数字化证明，也可以在知识产权信托和版权管理领域建立全新的认证机制，区块链的时间戳特性可以证明产权所有人的某个数据在某个时间点存在过，而无须泄露真实的数据内容。

1. 家族信托业务

家族信托是以家庭财富的管理、传承和保护为目的的信托，在内容上包括以资产管理、投资组合等理财服务实现对家族资产负债的全面管理，更重要的是为家族提供财富转移、遗产规划、税务策划、子女教育、家族治理、慈善事业等多方面的服务。家族信托的雏形可追溯至古罗马帝国时代。根据信托法律原理，一旦设立家族信托，投入到信托计划内的财产即具备独立性，资产的所有权与收益权相分离，如果委托人离婚分家产、意外死亡或被人追债，这笔钱都将独立存在，不受影响。家族信托能够更好地帮助高净值人群规划“财富传承”，近年来被越来越多的中国高净值人士所认可。

将新兴的区块链技术应用于传统的家族信托业务领域是家族信托业务发展及信息化的大胆尝试和创新，对于信托行业金融科技创新具有非凡的意义。信托公司可以利用区块链技术将信托合同和意愿书的内容数字化记录在链上并盖上时间戳，同时还可以实现信托财产的存证以及受托人进行事务管理全流程的存证，这种全新的存证方式将使家族信托业务变得更加公开、透明、及时、可靠。另外，智能合约和智能投顾技术的应用还将使得家族信托的整个过程更加高效便捷。

首先，可以将家族信托业务场景中出现的法律文件，包括信托合同、委托人意愿书等都一一记录到区块链这本不可更改的公开分布式账本中。因为区块链中没有单一

的中心机构，区块链上存放的也仅仅是文件所对应的密码学哈希值，因此文件数据是隐私的，人们可以在不揭露数据内容的情况下公开证明某个文件或信息属于某人。另外，区块链上除了能记录存储文件的哈希值外，还能记录该文件的哈希值提交至链中的时间信息，因此我们可以利用区块链技术对各类法律文件盖上不可篡改的时间戳，证明信托成立的时间在风险实际发生之前，使信托真正起到风险隔离的作用。同时，如果委托人先后出具了多份意愿书，区块链的存证可记录信托意愿的先后顺序，避免纠纷的发生。

其次，区块链可实现信托财产的存证，与信托法律文本的存证相结合，形成更为完整的记录。随着家族信托业务的发展，信托财产的类型也将日益丰富，包括股权、债券、票据、房产、珠宝玉石、古董收藏等各种类型的财产均可被整合进区块链中，成为链上数字资产。对于本身就有权属登记的财产，例如委托人将房产作为信托财产，则可将房产证及相关信息记录在区块链中。随着时间的推移，对信托财产的存证将显示出越来越高的重要性。此外，对于无法进行权属登记的财产，例如珠宝，如果能在区块链上进行存证，则可以进一步明确信托财产，以更好地发挥信托的财产保护功能。

再次，区块链还可对信托公司事务管理过程和信托财产的管理、使用情况进行存证，证明信托公司在信托财产管理运用过程中的勤勉尽职行为。这一类型的存证主体不仅局限于信托公司，还包括资金托管方、信托公司委托代管财产的第三方机构等。例如信托公司委托第三方代为进行管理委托人在异地的房屋，第三方可通过客户端上传项目图文数据，实现实时存证，以此让委托人实时掌握信托财产的全部管理过程。

最后，还可以将智能合约技术应用于家族信托。首先根据合同约定在区块链平台上发布与信托文件对应的智能合约，智能合约在资产托管期内可根据相应事件、时间点自动执行，凭借区块链分布式运行和全网参与的特点，上链的信托业务永久在链，实现中远期资产收益、资产的自动化分配及权属关系变更等。例如遗产分配的场景，通过智能合约会让决定谁得到多少遗产这件事变得非常简单，一旦智能合约确认触发条件——委托人死亡，合约就会开始自动执行，委托人的财产将被立即被强制分割。

2. 公益/慈善信托业务

个人或组织如果想要从事公益事业，较为普遍和成熟的一种方式是选择慈善基金会进行捐赠，然而基金会在实现资产保值、增值方面存在诸多限制。慈善信托因为其在资产管理方面的优越性，无疑给慈善捐赠提供了另外一条选择途径。慈善信托是以

实现社会慈善事业为目的，并以全社会或部分社会公众为受益人的信托，在本质上与公益信托相同。

目前在公益慈善领域存在的问题除了捐赠转移的低效率和高成本外，最重要的是缺乏透明度和可追溯性。据联合国前秘书长潘基文介绍，因为腐败问题的存在，全世界有超过30%的援助未能到达目的地。2011年“郭美美事件”爆发以来，民众对于现存公益体系的信任危机至今没有解决。

而区块链上存储的数据，账目公开且不可篡改，天然适合用在公益慈善领域。传统的慈善信托业务中，当委托人基于对信托公司的信任，将一部分财产用于慈善信托时，尽管他在慈善用途建议书中提及了信托财产大致的慈善用途，但却不能掌握到每一笔资金具体的流向，也不能做到实时监督。然而如果把区块链技术应用于慈善信托领域，那么具体公益流程中的相关信息，如捐赠项目、募集明细、资金流向、受助人反馈等，均可以存证于区块链上，另外还可以将信托公司进行慈善信托事务管理的整个过程也都搬到链上，信息不可篡改且永久保存，那么所有过程都可以追踪，如果有人作假，可以倒查到每一步，重塑慈善事业的公信力。

资金流向和事务管理过程的存证仅是区块链在慈善信托领域最基础的场景应用，有些公益场景略复杂，实际参与方不仅限于委托人（捐赠人）、受托人、受益人（受捐人），信托公司还可能与慈善公益组织、律师事务所、会计师事务所、基金公司、资金托管银行等实体机构合作，同时还需受到公益事业管理机构、媒体的监管。如果将上述多个参与方都纳入同一个联盟链中，同时将慈善信托的相关数据存入该联盟链平台，则可以实现数据在多个参与方之间的共享、授权访问以及法律依据追溯，提高产品设计的效率，节约不必要的沟通成本，加强实时监督效果。

3. 基于区块链的知识产权信托与版权管理

随着知识经济的兴起，知识产权已成为市场竞争力的核心要素，其商业变现价值也越发凸显。将信托引入知识产权领域，可以有效拓宽知识产权商品化和产业化的渠道，知识产权信托是指知识产权所有者因为时间、精力、经验的限制，将其所拥有的知识产权委托给具有专业理财能力的信托机构，由信托机构进行管理或者处分，以实现知识产权价值的一种信托业务。与有形财产相比，知识产权其无形性的特征使其管理更加复杂化、专业化，也正因为如此，目前知识产权信托仍处于起步阶段。

知识产权信托管理过程往往涉及确权、用权、维权三个阶段。传统的版权登记需要去专门的注册机构审批，确权环节成本高、耗时长，根本无法满足网络时代作品

“产量多、传播快”的特点。同时在用权方面也存在变现难、供需不匹配的问题。区块链技术的引入将极大地提升知识产权服务业的运行效率，有效解决产业链冗长繁杂的问题。区块链的两个独特性能带来了知识产权管理的潜力。其一，区块链拒绝数据修改及破坏，区块链数据不可以追溯性修改。其二，区块链每一环可以对合同要点进行编程，实现自动执行。

利用区块链技术，可以通过时间戳、哈希算法对作品进行快速确权，证明一段文字、视频、音频等存在性、真实性和唯一性，同时对版权的时间顺序性做了认定。权利确认在政府登记环节之外，理论上做到了即时确认，增加了确权效率。另外，只要许可证到期，区块链和智能合约可以使电脑自动取消许可证进行知识产权交易。而在知识产权信托的用权阶段，信托公司可以利用智能合约更有效地实现知识产权的变现、交易、增值等，同时保证数字内容的价值转移过程的可信度、透明度以及可审计性。从维权角度来看，可以把相关的证据电子化上传到区块链中，通过一系列技术的组合实现电子数据的唯一性与真实性的保证，保证侵权内容的不可篡改，极大地提高了取证和维权效率。

虽然利用区块链的加密和时间戳特征能够很好地解决知识产权信托和版权管理场景的痛点，然而在大规模推广区块链技术过程中还可能遇到一些法律问题，例如无合法推定和特权。如果仅仅是在区块链上对知识产权做了存证，而没有得到官方知识产权管理机构（比如美国为版权办公室，中国为国家知识产权局）的认可，那么等到真正维权的时候就缺少了权威的司法保护。另外，从趋势上看，区块链技术将与海量的电子存证发生关联。但是有效的电子证据依赖于信息的完整性，若想获得服务优势，区块链还需要与司法鉴定机构、公证处、在线仲裁机构、律师事务所等权威第三方机构一起，共同缔造一个集合不可篡改、集体维护、分布式储存等多重优势于一体的全新电子文件存储模式。

（四）重塑互联网信托模式

1. 电子签约

目前信托公司处于转型探索阶段，互联网金融业务是新兴业务，有数十家信托公司开展消费金融、供应链金融等业务，使用传统方式已经无法实现风控和效率的统一。采用电子签约的方式后，信托公司可以实时介入和审批资管业务，信托方、平台或核心企业、客户三者之间的业务流完全在线上实现。

（1）电子签约介绍。电子签约用数字技术和互联网技术完成具有法律效力的文

件签署。通俗地说就是把纸质合同内容搬到网上，形成电子合同，通过电脑、手机等电子设备在线签署，运用密码技术保障签约的安全性。电子签约具有效率高，签约成本低等特点。

①电子签约的法律效力。从目前的法律、法规的相关规定来看，电子签约具有法律效力。《中华人民共和国合同法》第十条指出：当事人订立合同，有书面形式、口头形式和其他形式，书面形式包括合同书、信件以及数据电文等，电子合同属于数据电文。

除此之外，依据《中华人民共和国电子签名法》第十四条规定：可靠的电子签名与手写签名或者盖章具有同等的法律效力。具有法律效力的要点是需要证明电子签名的可靠性，主要包括以下内容：第一，电子签名制作数据用于电子签名时，属于电子签名人专有；第二，签署时电子签名制作数据仅由电子签名人控制；第三，签署后对电子签名的任何改动能够被发现；第四，签署后对数据电文内容和形式的任何改动能够被发现。而可靠的电子签名与书写签名或者盖章具有同等的法律效力，在合同签署能够起到与书写签名或盖章同等的法律效果。

②电子签约的操作流程：

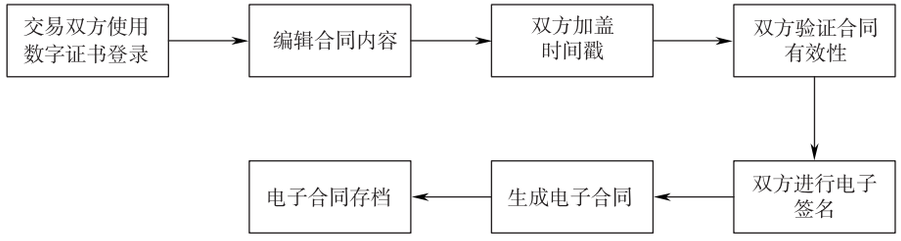


图 3　电子签约操作流程

实践中，电子合同签署需要有四方介入，即权威认证机构、合同签订人、电子合同服务平台、可信第三方时间戳服务中心，电子合同服务平台的作用主要是代理合同签订人与权威认证机构和可信时间戳服务中心交互，完成身份认证、数字证书申请、盖时间戳、电子合同存储等工作，简化合同签订人订立电子合同的操作。

电子签约中的关键环节数字签名的简化流程大致为：发送数据电文时，发送方用一个哈希函数（HASH）从数据电文文本中生成数据电文摘要，然后用自己的私钥对这个摘要进行加密，这个加密后的摘要将作为数据电文的数字签名和数据电文一起发送给接收方，接收方首先用与发送方一样的哈希函数从接收到的原始数据电文中计算出数据电文摘要，接着再用发送方的公钥来对数据电文附加的数字签名进行解密，如果这两个摘要相同，那么接收方就能确认该数字签名是发送方的。

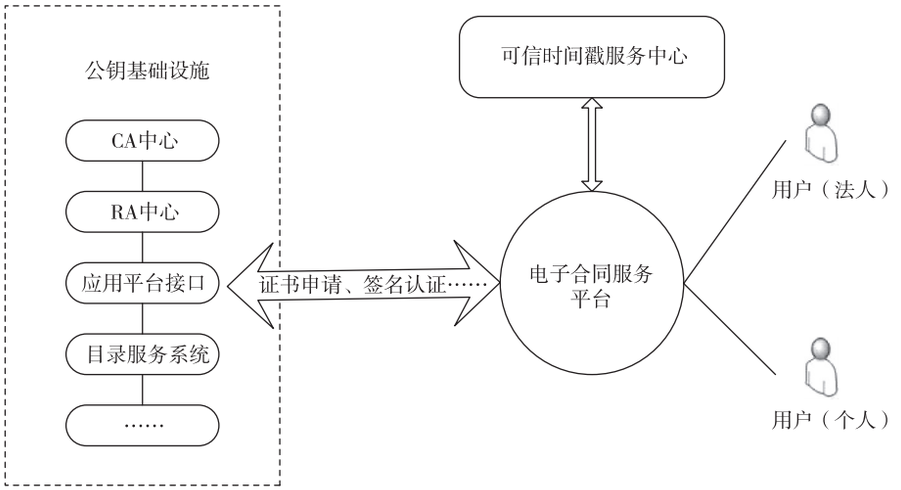


图 4　电子合同服务平台

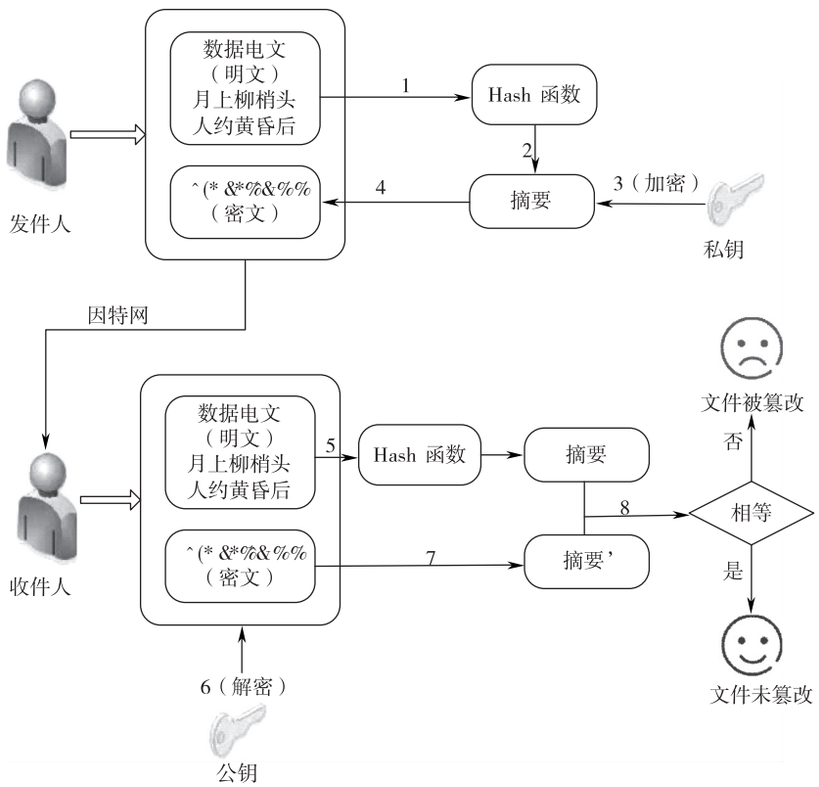


图 5　电子签约环节数字签名流程

（2）电子签约在信托领域的运用。目前，电子签约在信托中的运用主要有两大类，一类是信托委托人与信托公司之间的信托合同的签约；另外一类是信托公司依据委托人的委托对信托财产进行管理与运用时，与投资人或者融资人之间签署的借款合

同、投资合同等。

①信托电子签约运用方式。一直以来，电子签约在这两类情况中的运用和发展程度有所不同。在信托合同签署过程中，信托公司考虑到信托财产金额大、中国银监会双录要求、网签系统建设成本等因素，为确保合同的有效性，一般不会采用电子签约的方式进行合同的签署，主要还是采用纸质签约模式。而在投融资合同中，基于签约主体真实性验证、客户关系的维护等因素，针对金额比较大的企业，目前采用的依然是纸质合同的方式。电子签约主要是运用在消费金融、小额贷款等一系列合同金额比较小，但是签署频率高的业务品种，为了确保效率而采用电子签约的方式。

②信托电子签约的发展现状。随着电子签约技术的完善和进步，以及《银行业金融机构销售专区录音录像管理暂行规定》（银监办发〔2017〕110 号）的规定，信托公司逐渐上线视频面签、在线异地签约等系统，投资者可以选择线上或线下的方式购买信托产品。如通过官网购买，则需在注册账号之后，预约希望购买的信托产品并录制一段视频。在提交视频并确认所选信托产品之后，才可进行线上购买。而线下购买则需要投资者直接到所在城市的信托公司财富中心进行购买。

③信托电子签约存在的不足。电子签约技术的运用，提高信托合同签署的效率，保留合同签署的过程，不但有助于规范信托公司的产品销售行为，而且对投资人权益的保护更进一步。但是电子签约技术依然存在一些问题需要解决：

第一，不能满足客户个性化签约要求。一些高净值客户出于隐私保护或者投资习惯等原因，并不愿意采用电子签约的方式签署信托认购合同；一部分客户对于电子签约的信任度并不高，依然愿意采用传统的电子签约方式。

第二，电子签约仅仅是合同签订的过程，对于合同的执行或者后续环节，所发挥的作用依然是有限的。另外，电子签约无论采用信托公司内部开发，还是运用服务商的电子签约系统，成本支出都不低，但是如果系统仅仅只能运用于电子签约这个环节，功能相对比较单一，投入与实际使用程度并不成正比。

第三，电子签约的安全性也是市场一直以来比较关注的问题，金融机构对于系统的安全性要求较高，目前仅仅是在小范围内采用电子签约，运用的程度有限，但是电子签约是否能够满足安全性的要求，有待未来的一系列检验。

第四，电子签约最重要的环节是电子签名法律效力的认定，目前电子签约在人身关系、公共事业服务及法律、行政法规不适用电子文书等这些方面，法律并不认可电子签名法律效力，未来的家族信托、慈善信托等涉及人身关系、公共服务领域电子签

约是否可运用不确定。

④信托电子签约运用实例。华润信托从2015年开始搭建E－trust系统，推出网上信托（PC版及手机版）、微信公众号、移动营销平台等多个功能模块。网上信托是E－trust系统的核心板块，支持办理产品预约、电子签约、追加认购、赎回、资产查询等各类业务。随后两年电子交易逐步代替传统线下业务办理方式，消除了信息不对称和时间空间的割裂，为企业运营效率和客户体验的大幅提升打开了空间。

另外，一些开展金融类业务的公司，特别是以消费金融、供应链金融为转型主线业务的公司，通过数据和科技运营为核心的综合服务系统，运用科技手段拓展普惠金融。综合服务系统对分散个体的前端自动决策信用审批、中间采用电子签约、后端自动放款和扣回款及贷款催收等。

（3）区块链技术在信托电子签约领域带来的变革。区块链技术运用于电子签约，可以将区块链的分布式、自信任、公开透明、集体维护、隐私保护等优势运用到信托电子签约，为电子签约带来一些新改变。

①区块电子签约运用原理。平台一般先通过区块链技术，用算法将合同内容、用户的数字签名、签约时间运算出一个数值，再将其与平台上所有合同数据算出的数值绑定在一起，生成一个新的值作为合同保全信息。由于不同合同的内容、签约人、时间产生的值是唯一的，所以合同信息很难被篡改，除非更改平台上所有合同内容。在保全信息生成后，平台再利用分布式储存技术，将数据同步传送给保全中心、司法鉴定中心及公证处，同时在线出具司法鉴定证书、公证书。在传输过程中，由于运算采用的哈希算法是不可逆的，所以即使信息泄露，他人也无法反推出合同具体内容。

②区块链技术在信托电子签约领域的优势。区块链技术的运用，将会让电子签约有一个新的发展，能够将区块链与智能合约技术结合，实现信息技术的整合，区块链技术的分布式存储特性结合数据保全能确保电子数据的真实合法性，提升透明度，并有效防止数据篡改。区块链在信托电子签约领域的运用，将会带来一些方面的变化，也将衍生出新的优势。

第一，从技术上排除信托投资人对于电子签约技术的安全性的顾虑。区块链为代表的分布式账本本质上是一个可以跨越多个节点、区域和机构的全网共享的数据库，在这个网络中所有的参与者都保存着一份完全相同的账本副本，对于这些副本使用秘钥和签名来管理各用户的权限，从而保证存储在账本中的信息的安全性和准确性。一旦用户了解区块链运用技术，那么对电子签约的安全性、真实性的认可度会有一个新

的改善，这对于促进信托电子签约的推广与运用帮助巨大。

第二，对于信托公司而言，区块链技术还可以简化认证的流程、提高效率。区块链自身的机制一方面保证认证信息的准确性以及认证过程的安全性，最终能生成可靠、精确、不可篡改的存在性证明、所有权证明，遏制造假情况的发生，另外一方面极大地提高了认证的效率，降低了认证的成本。区块链技术的运用优化电子签约技术在用户身份验证上的技术，提高信托电子签约客户身份认证的效率。

第三，区块链技术的运用，可以实现电子签约系统与区块链智能合约的结合。传统的电子合约，功能比较单一，主要是实现签约功能。但是区块链技术的运用，将会让电子签约不仅仅只停留在签约过程，使得智能合约成为现实，依据合同签署时所约定的合同条款，自动执行合约条款的实行。信托收付息、信托利益的分配、信托终止的清算、信托款项的催收，都可以依据当初签署合约的内容自动实现，合约的签署与履行实现智能化、关联化、一体化、高效化。

第四，电子签约的相关信息被记录在区块链分布式账本上，永久保存并不可被篡改，通过智能合约功能，交易各方对于合约的执行情况也会被完整的记录。未来发生纠纷或者诉讼，被区块链所记录的信息能够最大限度地还原合同签订、变更、终止的完全情况，有助于司法裁判人员作出公正、高效的判决。

第五，通过区块链的分布式账本记录的信息，信托监管部门也有助于及时掌握信托公司电子签约的相关信息，从而知晓信托产品的发行情况、产品的管理情况，信息的公开化、透明化对于未来的信托监管的效率将大幅度提高。

以上都是区块链技术可能对于电子签约技术带来的改变，也体现出区块链技术运用在信托电子签约领域的种种优势，但是就目前来看，虽然我国法律认可电子签名的法律效力，但是对于区块链技术在合约签署方面的法律效力，还没有相应的规定，也并没有这方面的司法判例，这也成为影响区块链运用到电子签约领域的制约因素。

2. 信托受益权流转

（1）信托受益权转让介绍。

①受益权转让条件。信托受益权的转让是指受益人将其享有的信托受益权通过协议或其他形式转让给受让人持有。信托受益权转让后，转让人不再享有已经转让的受益权，受让人享有该等受益权并成为新的信托受益人。

我国信托法并不禁止受益权的转让，但实践中进行受益权转让时还须符合一定条件。一是信托受益权是转让人合法所有的，转让发起人只能是信托受益人。二是转让

信托受益权不违反信托文件的规定，包括某些信托文件禁止转让或者只能在特定人群中转让。三是转让信托受益权须获得受托人同意。

②受益权转让类型。依据受益权转让的渠道划分，目前共有 6 种常见的受益权流转方式，分别是区域性交易所、证券交易所、银行间交易市场、信托公司内部或者自身搭建平台转让、互联网金融平台和第三方财富管理公司六大类型。依据受益权转让的形式划分，常见的方式包括受益权直接转让、受益权作为底层资产设计成资产证券化等产品进行转让、以质押形式并定期进行回购等方式进行受益权的转让。信托受益权的转让既有直接转让的方式，也有间接转让的方式。

③受益权转让的操作流程。依据 2017 年公布的《信托登记管理办法》（以下简称登记办法），信托机构开展信托业务应当办理信托登记，但法律、行政法规或者国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。依据目前的规定信托登记信息包括信托产品名称、信托类别、信托目的、信托期限、信托当事人、信托财产、信托利益分配等信托产品及其受益权信息和变动情况。因此，在进行信托受益权转让的过程中，需要按照一定要求开展受益权转让。

第一，受益权的初始登记。依据登记办法的规定，信托机构应当在信托成立或者生效后 10 个工作日内申请办理信托产品及其受益权初始登记。这一条如果被严格落实，那么 2017 年 9 月 1 日至 11 月 30 日的过渡期之后，所有的受益权都将在信托登记公司登记。受益权的初始登记可对之后的受益权转让提供有效、完整、真实的信息，可以避免重复转让、虚假转让。

第二，受益权转让合意的达成。受益权转让的交易主体就受益权的转让主体、份额、对价进行磋商，达成相应的转让协议，并签署《受益权转让协议》，就双方的权利义务进行约定，并约定相应的违约事项及争议的解决方案进行受益权的变更登记。受益权转让的过程中，需要遵循《信托法》对于转让的限制性规定。

第三，受益权变更的登记。信托存续期间，信托登记信息发生重大变动的，信托机构应当在相关事项发生变动之日起 10 个工作日内就变动事项申请办理信托产品及其受益权变更登记。申请办理信托变更登记时，依据登记管理办法的约定，应当提交文件：（一）信托变更登记申请书；（二）证明发生变更事实的文件；（三）法律、行政法规、国务院银行业监督管理机构要求的其他文件。

目前来看，依据登记办法的规定，之后信托受益权的流转将需要在信托登记公司进行登记，信托转让的整个过程将会变得规范化，也便于相关权利人及时了解受益权

真实、完整、准确的信息。

（2）受益权转让需求旺盛，但流动性普遍不足现状。截至2016年末信托资产管理规模已经达到20万亿元，受益权的转让是存在巨大的市场的。但是从目前实际情况来看，虽然受益权转让需求旺盛，但是流动性方面还是存在不足，大部分的受益权都是由受益权自持，资产流动性不够。

持有人转让主要受困于信托较差的流动性。促使信托持有人在信托到期前转让的原因主要有三个：一是资金周转；二是其他投资机会；三是规避风险。调研显示，需要资金周转是主因，占比超过60%；其次是其他投资机会的诱惑，占比在20%左右；极少人（2%）是担心信托产品的风险而转让信托，可见大部分客户认可信托的稳健和收益。

投资者购买转让信托基于收益和安全的双重考虑。信托持续周期通常是1～3年，并且在2014—2016年，信托利率逐步走低，转让信托相比于新发行的信托具有收益高的优势。信托产品在大多数国人心里，隐性包含刚性兑付的特点，是兼顾了安全和收益的优质理财产品，因而收益率是投资者在各种信托产品之间做选择的主要依据。

（3）区块链发展在信托受益权流转中的应用探索。区块链的分布式、定制化等特性可能使信托服务更好地贴近用户需求。同时区块链能够降低信托受益权流转的成本、降低信用风险，提高流转效率、提高系统的可追溯性，还适用于多种商业环境。随着信托登记制度的实施，区块链在信托受益权流传方面有着更深的应用。合理运用区块链具有明显的可行性，可以使得登记、交易转让、清结算、查询举证更加透明、高效、低成本。

①减少转让时间，协助寻找客户。区块链记录信息的方式降低了信用成本，每笔信托受益权交易信息都会被记录到区块链中，同时该节点将交易信息同步至网络的其他节点，分布式数据库中数据被篡改的可能性几乎为零。受益权的受让方对于受益权转让方的信任度强化，交易成本下降，区块链的出现有助于缩减交易时间成本。同时，由于供应链对信息的共享机制，能够让受让方及时获取受益权出让的相关信息，有助于协助出让方及时寻找到有需要的受让客户。区块链的共识机制使得部分金融领域的交易可以在短时间内完成，大大提升了金融交易效率。

②受益权信息的完整记录，信息真实、完整。区块链中，时间戳的运用是对每一次交易记录的认证，它就像交易合同公证一样能够显示交易记录的真实性，时间戳作为区块链数据的一部分，具有天然的时间特性，区块链中已经生成的区块不能以任何

形式进行更改。受益权的设立、变更、终止信息一旦被记录，由于时间戳的运用，相关的信息将不会能再被更改，受益权的相关信息将被完整记录，并且信息真实、完整。能够减少交易双方的信任成本，也有利于监管部门对受益权转让信息的了解与把握。

③优化受益权转让流程。未来如果区块链能够运用到信托登记制度中，区块链采用的公开透明的加密数学算法使整个系统中的所有节点能够在自信任的环境下自动完全地交换数据，整个系统的原作不需要任何人为的干预。目前的受益权流转登记需要有初始登记相关信息，并且在转让的过程中需要提供相关的文件与材料。区块链技术的运用，如果真正运用到区块链技术，在双方达成合约的同时，只要设立有相应的类似于 If……Then……触发条件，相应的登记信息会被记录下来，不用再单独提交受益权的转让流程，也无须再提供相应的转让登记材料，需要受益权转让登记的主体可以通过交换数据掌握登记信息。整个受益权流转的流程被简化，流转效率提高。

3. 在线下达指令

（1）在线下达指令在互联网信托的应用。互联网信托模式的主要表现形式就是将原来线下操作的部分通过技术手段在线上完成实现，其中当然少不了随时在线上下达指令的功能。

①投资者在线下达指令。信托公司作为大资管行业的一部分，其一部分主要功能则是为客户提供财富管理服务。在这种情况下，客户与信托公司之间的交流就至关重要，传统的出具书面指令函的方式通常存在着客户时间安排、指令文件丢失、效率低等一系列问题，于是，让客户获得线上下达指令的渠道成为一个必选选项，客户在线上完成下达购买的指令，既拥有较高的效率，又可以留有完整的记录。

②家族信托在线下达指令。家族信托是指家族成员作为委托人，将合法拥有的财产委托给信托公司，由信托公司代为管理、处置家庭财产，向指定受益人进行分配信托利益的财富管理方式。由于家族信托的服务本质，与客户进行沟通，了解客户需求是其关键，在家族信托的运作中，包括信托投资战略变动、受益人变动，以及分配信托利益的操作也均可以转移至线上。

③消费信托在线下达指令。消费信托是理财 + 消费的综合性金融产品，在消费的同时进行投资理财，该业务的一个特点是不像传统信托业务那样受到合格投资者门槛的限制，投资者可以使用购买一台手机的资金去购买一款消费信托产品。如同目前互联网电商的发展，线上交易将越来越主流化，对于消费信托来说，对于产品进行线上

认购，线上付款，均少不了在线下达指令。

（2）区块链技术对在线下达指令的适应性。在线下达指令的过程中很可能会遇到操作风险，互联网的特性导致其容易遭受病毒和黑客恶意攻击，致使信息数据被篡改、借款人和投资人的信息被盗用、隐私被侵犯等风险激增，甚至是受到虚假指令的情况。也正是由于在线下达指令对于安全的高需求，区块链技术未来在该领域的应用则显得更有价值。

①指令传达完整、安全、可回溯、不可篡改。区块链从本质上是一个分布式账本技术，由每一个节点进行完整的备份，配合其应用的哈希算法的单向密码机制，使得整个区块链记录下来的信息是不可逆，难以篡改的，同时也具有时效性，这种特质决定了如果在线下达指令应用了区块链技术，就可以保证其指令传达的安全性和可回溯性，对于指令的执行，以及追溯指令的下达者，均有极大的意义。同时，区块链公匙、私匙标识身份的设定，使得信息下达既保持了其内容的私密性，又保证了操作的公开性，同时通过公匙、私匙也可以确认指令下达者的身份，这也是在线下达指令所必需的环节。

②智能合约完成指令自动执行。智能合约指的是一段部署在分布式账本中的代码，它可以自动执行合约条款。智能合约通过将其中的内容进行数字化编码并写入区块链中实现对合约内容的形式化，合约中约定的条件事项的发生将自动触发合约的执行程序，使用者可以精准设置诸如某笔款项何时何种情况下交付给某个账户等一系列行为，一切均为通过系统自动完成。智能合约可以使得合约条款的执行变得更加方便、快捷、廉价以及不可篡改，在家族信托、公益/慈善信托、供应链信托等领域的潜力非常巨大。

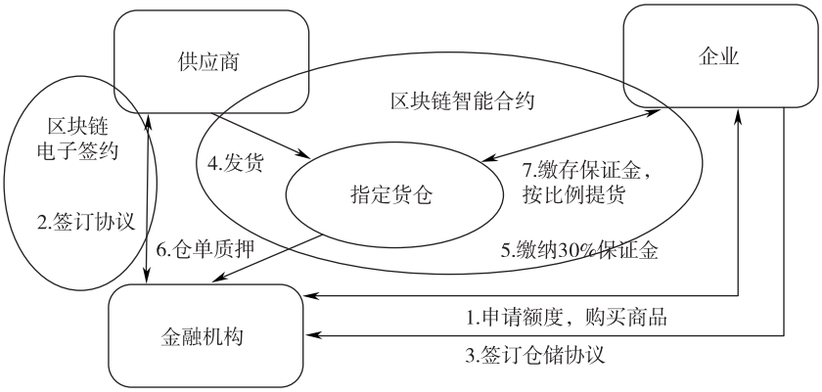
4. 供应链金融信托

目前，商业竞争模式已经从企业与企业之间的竞争，转化为供应链与供应链之间的竞争，同一供应链内部各方向的相互依存加强。“供应链金融”产品应运而生，金融机构通过供应链金融将核心企业和上下游企业链接在一起，提供灵活的金融产品和服务，帮助上下游企业获取资金。而供应链金融的核心也在于对核心企业上下游企业的信息流、物流、资金流信息的整合。在此情况下，区块链具有的分布式存储、时序性、集体维护、可编程、不可篡改等特性为供应链金融信托提供了革新性的解决方法。

通过区块链技术的时序性和不可篡改性，金融机构可以从根本上解决供应链金融

信托真实性的问题。从供应商、核心企业、分销商到物流企业、仓储监管公司、金融机构等其他参与者，均可运用区块链技术共享各自在该供应链各环节中的各种交易细节，节点信息通过全网认定，物流信息通过货物的地理位置信息的改变在网络中体现，资金信息通过回款信息的更新及时通知收款方与金融机构，应收账款信息与应付账款信息通过资金的时间错配信息及时准确更新给交易双方以及金融机构，仓储监管信息通过数字化信息及时提供给企业以及提供动产质押融资的金融机构。供应链金融各方均可以获取真实可信的实时资料，彻底解决了传统供应链之间的信任问题以及信息流动不畅问题，为各方的运营风控提供了优质的数据。

除了通过区块链技术实现信息共享，信息安全以外，区块链 2.0 的智能合约功能也可以应用到供应链金融之中。以在线供应链金融的货权融资业务为例，融资方供应链企业缴纳保证金后，金融机构将向指定货仓下达发货至企业的指令。如果将该操作应用区块链智能合约技术，则能够实现该操作的自动化与智能化，使得融资企业在完成后续保证金缴纳时，系统自动生成发货指令。这将大大节省该业务需要的时间、人力以及成本，对于处于激烈竞争环境下的融资企业具有重大的意义。



资料来源：根据云南信托整理。

图 6　货权融资业务流程

（五）促进信托业联盟的成立

近年来，随着金融监管不断完善，信托公司面对来自监管部门的要求也越来越多，越来越严格。为了进行客户和交易对手的身份验证以及信用审核，提高交易的安全性，达到合规要求，信托公司不仅要投入巨大的人力物力，还要走过冗长耗时的流程，工作效率低且成本负担很重。区块链技术可以帮助信托公司改变现有征信体系，系统能自动识别和保存不良的客户信息和交易记录，数据随时更新，通过实时监测区

块链中的异常交易信息，有助于及时发现洗钱等犯罪行为。

另外，区块链技术还将促进信托业联盟的成立，各家信托公司可以将各自记录的交易对手黑名单信息上传至区块链联盟链上，通过某种激励机制共享黑名单信息，从而有效节省各种重复的人工审核工作，降低信用风险。

1. 客户身份信息识别——反洗钱

信托公司反洗钱工作，是指信托公司为了预防通过各种方式掩饰、隐瞒毒品犯罪、黑社会性质的组织犯罪、恐怖活动犯罪、走私犯罪、贪污贿赂犯罪、破坏金融管理秩序犯罪、金融诈骗犯罪等犯罪所得及其收益的来源和性质的洗钱活动，依照相关法律法规采取相关措施的行为。

近年来，信托机构在客户征信和法律合规上的投入成本不断增加。尽管部分流程已经自动化，但仍有绝大部分反洗钱工作需要交给合规性人力资源，他们负责人工审核可疑的交易并审核新客户。现有的信托业反洗钱工作中存在以下两个痛点：一是信托机构之间缺乏数据“共享性”，导致在审核客户方面重复劳动；二是缺乏账户汇编、交易数据质量不佳，导致交易监控中出现大量误报。由于信托对手方之间在可靠信息共享流转方面存在结构性低效率的问题，因此产生了由合规性员工进行人工干预以促进流程的需求。

区块链可以改善以上结构性痛点，并最终优化整个反洗钱合规性流程。在反洗钱领域，各信托机构将各自收集和验证的客户数字化信息共享至区块链，同时，信托机构为交易中的实体提供电子身份证明私钥信息，并将用户地址与其电子身份信息联结，任何交易的达成都需要经过该私钥和银行手中的公钥验证，保证区块链上数据可追溯。在这种模式下，各个信托公司在区块链上实现客户身份信息以及交易信息的共享，任一交易的任一环节都不会脱离监管的视线，黑钱将无处洗白，这将极大地增强反洗钱的力度。

账户细节安全汇编可以为交易监控带来更高的透明度和效率。对涉及每笔交易的账户信息完整度（收寄款人细节、法律实体信息等）相关的规则进行汇编，区块链可以改善交易透明度，减少误报率。在对账触警交易和潜在洗钱活动方面，经常性人力成本将得到大大减少。

记录目前和过去交易的分布式账本将简化记录和审计流程。信托公司可以利用区块链驱动的系统来储存所有交易的历史记录（包括共享文件和合规性活动）。由于所有涉及特定客户的交易都能自动追溯，这些记录将作为信托公司按照反洗钱要求行使

的证据，使之迅速实现与监管要求合规。同时，区块链上设定的规则与逻辑可自动验证交易和用户的合规性，确保信托公司和银行遵守反洗钱规定。

通过优化这些步骤，区块链将重塑反洗钱合规性实施流程。数据完整性和可访问性的提升，对人工执行涉嫌洗钱活动复查的依赖将大大减少，从而大量减少人力资源成本，提高整个金融业的合规程度。

2. 交易对手违约信息共享——反欺诈

在保险领域，曾经有过统计，保险的索赔事件中，有 5% 到 10% 是欺诈骗保行为。通过区块链，我们就可以构造一个跨行业的分布式的客户数据登记平台，当保险公司与医院、交警、4S 店等均处于同一个区块链网络中，客户的信息可以真实且实时地上传至区块链上，因此可以帮助保险公司更有效地识别虚假的人身伤害和其他骗保行为。

与保险公司类似，信托公司在开展投融资业务时同样会面临欺诈风险，即债务人或金融产品等信用交易对手故意违约，从而使信托财产委托人遭受损失。近年来，欺诈风险有进一步恶化的趋势，循环借贷、多头借贷、过度借贷等问题愈演愈烈。因此，如何防范欺诈风险、开展反欺诈工作成为信托公司风险管理工作的重中之重。

信托公司可以基于区块链技术建立一套反欺诈监测系统，通过实时监测和分析交易对手的异常交易状态，及时发现并消除欺诈行为。一旦发现交易对手违约行为，立刻终止接下来的交易，并将交易对手违约情况详细记录存储于区块链上。利用区块链技术构建的实时反欺诈监测系统将大大提高审核精准度和风控能力。

同时，信托公司还可以通过实时监测形成一份交易对手黑名单，不同信息公司之间共享这份黑名单可以减少交易对手尽职调查和审核方面的重复劳动。每家信托公司都需要为每个交易对手做详细的尽职调查，以验证其源头和个人、企业、子实体之间的关联关系。原则上和某个交易对手有长期关系的信托公司可以帮助“证书化”该交易对手，通过一个基于区块链的、安全的、许可制流程，向其他同业提供对手方关联的支持证据。尽管这不能完全消除其他同业的“知晓客户”（KYC）负担，但这可以减少人工审核步骤的数量、减少交易对手尽职调查的开支。

然而，对单一信托机构而言，由于外部性，公开分享交易对手黑白灰名单会导致比较优势丧失，所以大家以往的理性选择是不公开分享交易对手违约信息。在区块链技术的帮助下，我们可以设计一套激励机制使得信托公司愿意主动分享交易对手违约黑名单信息同时又不带来外部性导致的竞争劣势。基本的方案框架如下：

①在遵循征信相关管制的规定的前提下，对本公司的交易对手黑名单信息构建哈希加密并索引至区块链上。同时在索引内明码标示信息提供机构作为区块内容。

②采用密码碰撞方式检索相关内容。一旦命中，则可以有偿交换信息。这里的“有偿”可以用虚拟币来进行交换，比如一家信托公司上传一个交易对手的违约信息则可以得到一个虚拟币，而当它将来想看其他家公司上传至区块链上的违约交易信息时，则需要用一个虚拟币来做交换。

③对于碰撞频率高的数据，期限有效性越高，对于冗余或者虚假信息，通过命中率沉淀，逐渐筛选去杂。

这样就构建了基于区块链的反欺诈黑名单，同时，规避了外部性带来的激励机制缺失问题。

（六）基于区块链的信托监管科技

尽管金融科技在提高金融服务能力与效率以及降低金融交易成本等方面产生了革命性意义，同时也加快了传统金融的升级转型步伐，并不断刷新着金融机构与组织业态，但与此同时这种“创造性破坏”所制造出的外溢风险也给金融安全带来了全新和严峻的挑战，甚至风险组合最终也可能灼伤到实体经济。首先，FinTech 可能助长金融“脱媒”风险。其次，FinTech 也极有可能酿造数据风险和金融网络安全风险。在这种情况下，金融监管必须突破传统模式与手段，更多植入新型技术因素，RegTech（RegulationTechnology，即监管科技）由此走向前台。

在信托领域，如何有效地将区块链与信托公司及信托业务既有监管规范相结合是区块链信托监管科技较为突出的问题。建立以技术多样化、技术专业化为导向的监管科技是区块链信托监管开展的普遍诉求，由此，如何平衡审慎监管与包容创新是区块链信托监管的新课题。建议监管部门针对不同的技术类别制定相应特定的监管科技规范，以技术驱动监管，满足信托业务安全与效率为宗旨，开发多种技术形式并行的高效监管科技规则，鼓励区块链在信托监管应用中的发展。

1. KYC & AML 在信托监管中的应用

在 AML 领域，通过构建统一的联盟链区块链平台，各信托公司将各自收集及经过验证的客户信息以统一的接口标准上传至区块链网络，联盟链各参与方通过共识机制对区块链网络中的数据真实性进行验证和存储。客户作为金融交易实体，由信托公司为其提供专属的电子身份证明信息，电子身份证明信息相当于客户的私钥，并在区块链网络上建立客户电子身份证明信息与链上客户地址的强关联关系，任何交易的发

生都需要经过客户电子身份证明和信托公司的验证，实现区块链上交易的可追溯性。在这种模式下，打破了各信托公司，甚至与各金融机构之间的数据屏障，实现了机构间在区块链上的交易信息共享，任意一笔交易、任意一个交易环节都可以被监管机构进行监督和研判，增强了反洗钱的监管力度，同时，也提升了洗钱犯罪活动的成本和难度，有效遏制洗钱等金融犯罪行为的发生。除此之外，基于区块链根据监管需求通过对相关规则与逻辑进行编码，形成 AML 智能合约，其将自动验证交易和用户的合规性，不合规的交易及用户将被禁止，提高整个金融行业的合规程度。

在 KYC 领域，信托公司借助于统一的区块链网络平台，第一，实现了客户信息的有限共享，数据、信息的使用受到一定的访问权限控制，有效保护客户数据隐私；第二，减少同一客户在不同信托公司重复 KYC 的过程，降低信托公司的合规成本；第三，区块链网络可以确保 KYC 信息从采集到每次变更的可追溯和可验证；第四，基于区块链技术的网络可以确保网络节点的安全稳定和容错机制，保证了 KYC 信息的安全存储，无单节点故障；第五，在 KYC 过程中挖掘客户潜力、基于共享的数据有针对性地构建客户画像，识别业务机会、降低客户交易风险。

2. “上帝节点”在信托监管中的应用

金融市场的活动需要金融监管机构的参与才能保障稳定的金融秩序和健康的金融环境。区块链的建构逻辑在于，建构一个有规则约束的竞争系统，在其中赋予每个记账节点参与竞争记账的权利，当某个节点按照规则竞争成功时，那么该节点的新增账本会向其他节点的账本同步更新，这样形成了一个区块链，在这个区块链中每个节点都保留有一份不可自行篡改的完全统一的账本，即使其中某个节点作假或者崩溃，也不会影响真实账本的记录。由此可见，监管机构可以以特殊的角色和身份加入区块链网络，部署的“上帝节点”或“观察节点”，监管机构以“上帝视角”可以审视、监督、稽核链上发生的所有交易活动，识别异常的交易行为和交易客户，提升数据透明度，便于监管机构进行高效的事中监管和事后监管，最终目的是实现穿透式监管。区块链可以作为监管政策传递、政策执行、监管判罚的有力工具。

3. 监管沙盒在信托监管中的应用

监管沙盒的概念最初由英国金融市场行为监管局提出，意在通过金融科技的手段模拟一个准真实的金融市场环境，并在这个环境中鼓励创新性金融科技机构对创新产品进行测试，通过监管机构的大力参与有效隔离创新金融科技及金融产品的系统性风险，防范对金融市场产生巨大的影响。监管沙盒打破了传统的监管思维，通过弹性化

的差异监管设计，向市场中的参与主体提供便利，使创新在监管的特殊许可下低成本快速试错和实验，同时，通过监管沙盒监管机构可以鉴别出哪些监管规定、政策已经不合时宜、需要进行调整以及如何进行调整，以此建立监管机构和创新参与者之间的良性关系和合作机制。

沙盒监管对于我国的监管来说并不是一个陌生的概念。在我国过去所实行的改革措施中，沙盒监管很多方面相似的理念实际上已经在我国的改革试点中有所体现。同时，沙盒监管与改革试点也存在几个方面的差异：一是沙盒监管更多是针对在线的区域和主体来开展创新探索，而我国改革试点的做法主要是在线下的环境中完成的；二是沙盒监管重在进行多方、同步、一体化构建，而我国的改革试点大多是在相对隔离的地方或行业；三是沙盒监管基于互联网及大数据等新技术实现实时动态检测和互动，而改革试点通常是运行一段相对长的时间后再进行评估和修正。这三个方面的差别也正是我国需要借鉴沙盒监管来推动区块链的探索和应用的原因，因为区块链正是一种在线的、多方参与的、发展迅速的金融科技，运用沙盒监管能有效保障其安全运行。

4. 基于区块链的信托监管科技展望

未来的监管将不再是只有政策、法律法规参与的监管形式，基于科技的创新，未来的监管将是技术驱动型的监管。在此背景下，旨在运用技术手段提升监管合规效率与效果的监管科技（RegTech）应运而生。监管科技具有敏捷、快速、可集成、易分析等核心特点。具体到金融行业，RegTech 的最大优势就是能够通过实现纸质报告流程的数字化、减少基于监管的人力激励支出以及集中化地满足监管要求等途径达到有效降低成本的目的，降低金融机构的合规成本。监管科技的潜在价值远大于节省金融服务业合规成本，它将有助于建立一种准实时金融风险识别及处置的监管体制，使监管更高效。而对于监管机构而言，运用 RegTech，不仅能够快捷地感知与发现金融风险，提升监管的实时性，同时能迅速而准确地识别与捕捉违规操作，继而进行及时地警示与制止，在大大降低监管成本的同时提升风险防范的精准性与有效性。作为监管合规创新模式，监管科技当前已在监管报告自动生成、客户或员工资质审核等多方面大幅降低人员工作量，未来还将在更多应用场景中发挥关键作用。因此，大量运用监管科技手段开展非现场实时监管，将是未来金融监管主要实施方式，而耗费更多人力的现场检查和书面调查方式，将逐步成为辅助性和非常规性监管实施方式。未来金融监管将表现为监管科技手段与监管专家协同运作的方式。监管科技侧重于实现规则监

管模式下监管制度数字化、标准化和程序化处理与评估，以及原则监管模式下自动学习及识别潜在风险信号，并给出风险预测及决策建议。监管专家则专注于加强监管科技产业的辅导与支持，加强行业顶层规划与统筹协调，并做好监管科技相关算法模型和风险输出信号有效性的评估及修正工作。借助 RegTech，监管机构可以避免因强势或过度监管而抑制金融创新的结果，从而在监管与市场之间找到一个平衡机制。

五、区块链在信托中应用的难点及实施路径

（一）应用难点

除了区块链自身的特性导致的风险和大规模应用问题，当区块链技术运用于信托领域时，也会相应产生一些特有的应用难点，比如找准信托行业痛点并能通过区块链技术解决、平衡区块链分布式特性与机构中心化运营需求之间的矛盾、保证安全易用的良好用户体验等。这些问题都是我们将区块链运用到信托业操作层面时需要仔细考虑的问题。

1. 找准行业痛点

区块链应用一定要面向客户解决目前的痛点问题，底层技术本身是一个关键，而找准行业痛点、解决实际问题才会带来商业价值。信托制度在中国发展时间短，可应用的空间广阔。然而想要真正实现信托行业有充分的地位立足于泛资管行业的激烈竞争市场当中，我们还需要从行业痛点下手，并利用区块链技术有效解决现有的痛点。聚焦痛点是信托业未来发展最好的竞争手段。

分析行业痛点可以从以下几个方面出发：首先是从不同的信托业务模式出发，如今信托投资领域广泛，信托业务模式也层出不穷，除了传统的融资类信托，更有股权投资信托、资产证券化信托、标品信托、慈善信托等；另外也可以从信托业务的每个环节入手分析，不同类型的信托产品，其设立流程是不同的。以融资类集合信托为例，信托产品的设立流程主要包括尽职调查、产品审核、产品推介、产品成立四个部分，每个环节都可能产生亟须解决的痛点；最后可以从不同主体出发寻找痛点，无论是客户、信托公司，还是信托监管机构，都有其各自的需求，有一些需求可能通过区块链技术才能得到解决。

在发现不同信托业务、不同环节、不同主体目前的痛点之后，我们再思考应用区块链技术能否解决这些行业痛点。目前来看，区块链的分布式存储、不可篡改、可溯源的特性主要能够实现信托行业的数据信息永久存储不可篡改、用户隐私加密、提升

效率等功能。区块链技术是否能够用于解决其他行业痛点还有待进一步挖掘。

2. 平衡分布式与中心化

区块链的核心特征是分布式，凭借着分布式设计，区块链被赋予了许多传统中心化机构没有的优越性，然而完全的分布式设计也会引发安全问题和法律监管问题。就目前来讲，无论是任何组织和行业，都需要有权威的中心监管来保障其稳定性和安全性。未来世界会有越来越多的区块链的应用，但现有的中心化企业服务模式仍然可以扮演重要的角色。例如，在一个信托公司内部，中心化的组织架构能够提高决策效率；对整个信托行业来讲，未来的发展更不可能缺少监管机构的监督与规范。如果不能平衡好分布式与中心化的关系，那么区块链技术在很多领域的落地将非常困难。而如何平衡好两者之间的关系，是技术本身无法解决的问题，需要依赖于商业模式的设计。设计者需要以解决痛点为出发点，设计切实可行的方案，有效降低成本、提高效率。

3. 保证良好的用户体验

在信托应用区块链的过程中，难免需要将客户的个人信息等私密信息上链，如果不进行加密，则链上的每个节点都能看到这些信息，造成客户隐私的泄露。而如果要保护用户的隐私，则必须进行加密，并产生私钥，只有掌握私钥的人才能查看加密的内容，而私钥能且仅能由客户保管。但是区块链的特征又决定了私钥一旦丢失，则无法找回或重置，私钥对应的加密内容也永远无法访问了。因此，如何设计合理的机制，既能有效保障客户隐私的安全，又能妥善保护客户私钥的安全，是应用中的一个难点。同时，区块链上信息的安全性也是客户的可能会产生的担忧之一，尽管采取加密算法，但仍然存在被黑客攻击、信息被解密的风险。另外，在区块链技术普及之前，部分客户可能会由于不了解而对这种新兴技术产生疑虑，伴随着各种复杂的功能而出现的各种复杂的操作界面和操作流程也有可能影响客户体验；而信托从业人员如果没有受过专业的训练，也可能由于操作的复杂性而造成工作效率低，甚至在工作中出现纰漏。如何在完美地实现系统功能的前提下优化、简化用户的操作界面和操作流程，也是区块链应用的难点。

因此，想要区块链技术更广泛地运用于信托行业，被更多信托公司的客户所接受，技术人员就需要解决包括私钥丢失、信息泄露、操作复杂在内的各种问题，以保证良好的用户体验。尽管区块链能够解决信托业务中的很多痛点，但是也会带来新的挑战，有些挑战可以通过技术的迭代升级来应对，而另一些则还是要依靠非技术层面

的机制的设计和创新才能解决。

（二）实施路径

1. 总体实施路径

区块链带来了全新的商业模式和组织构架，但同时也对现有的法律体系形成了一定的冲击。短期内，法律体系的演进相对滞后，跟不上技术更新的速度；但是长远来看，区块链的应用必然要以法律的变革为支撑。在法律的维度上，区块链的应用可以分为事实面应用和法律面应用两类。其中，事实面应用不存在与现有法律的冲突，例如在信托公司风险管理、投资管理和客户服务等方面的应用，仅满足公司自身的要求即可；法律面应用则需要配套的法律逐步健全之后才能真正大规模落地，例如智能合约，其所执行的合约内容需要法律的接受和认可。由于法律的完善需要一个过程，先开发事实面应用，再逐步推进法律面应用，是一条切实可行的路径。

2. 具体实施流程

第一步，找准行业痛点。信托行业涉及的领域非常广，信托项目完整的流程也很复杂，理论上可以应用区块链技术的场景非常多，但是有些场景并不是非区块链技术不可，同时应用区块链技术在效率、成本上也并不具有明显优势。要想成功地开发出能够变革信托业务模式和优化信托项目流程的应用，就必须找准与区块链契合的行业痛点，充分评估应用开发的成本和能够获取的收益。这是最关键也是最困难的一步。

第二步，设计框架。项目框架包括组织架构、基本功能、角色权限等方面的内容。此时需要架构师具有系统化思维和全局化思维，平衡好分布式和中心化的关系，设计出适合信托行业且合理有效的系统框架。

第三步，开发系统。区块链的核心技术组件包括区块链系统所依赖的基础组件、协议和算法，进一步可细分为通信、存储、安全机制和共识机制等 4 层结构。除了核心技术组件，区块链系统还由核心应用组件和配套设施组成。核心应用组件提供了针对区块链特有应用场景的功能。如果信托公司选择采用联盟链和专有链的形式，开发的区块链系统中还需要有配套的成员管理功能。

第四步，上线应用。系统开发完成并经过测试之后，就可以上线供信托公司、客户、监管机构共同使用，实现数据资料上链、信息验伪、追踪资产、账户管理等功能。

第五步，维护拓展。上线后，根据系统运行情况和用户反馈，对系统进行维护更

新。同时，在系统使用过程中可能需要加入新的用户、实现新的功能、满足新的需求，因此需要不断对已开发的系统进行拓展，以配合应用场景的发展。

六、区块链在信托中应用的展望及建议

（一）应用展望

区块链的应用为信托带来了无限的可能性和巨大的想象空间。随着区块链技术不断地发展、成熟，它将给信托带来更加全面而深刻的变化，使信托变得更加智能、实时和一体化，同时使得信托资产管理的内涵更加丰富。

1. 提高服务实体经济的水平

信托目前的业务仍以非标准化的业务为主，风险控制的手段主要是依靠尽职调查、审核审批和交易对手的抵押和担保，导致企业融资成本较高，业务难以大规模复制。区块链的出现则提供了一种全新的构建信任的机制，有助于促进信托业务由非标向标准化演进，有效降低企业融资成本，提升客户体验，提高信托业服务实体经济的水平。

2. 区块链将带来更智能的信托

目前，智能合约的发展仍然受人工智能技术发展滞后的制约，难以实现大规模的应用。未来，随着人工智能技术水平的提升，智能合约将会发挥更重要的作用。对于信托而言，信托财产交付、资产管理运用、信托利益分配、信托终止清算等环节都能通过设置智能合约变得更加便捷、高效。甚至在一些特殊的情况下，比如遗嘱信托，智能合约在信托的设立环节就可以发挥作用。

3. 区块链将实现信托的实时化全天候交易

在传统的交易模式中，交易的双方常常处在不同的网络中，交易的过程不得不经过多个账本、多个中介和多个节点，中间的每个环节都有出问题的可能。未来，随着越来越多的机构参与和应用区块链，交易的摩擦成本会逐渐降低，交易的时间也会大大缩短，从而实现实时化的交易。而智能合约的应用也将突破时间和空间的局限，实现 7 ×24 小时不间断的服务，这在存在时差问题的海外信托业务中将体现出明显优势。

4. 区块链将构建一体化的信托系统

目前，区块链在信托中的应用还是在一个个单一的信托业务或场景中，未来随着

应用规模的扩大，应用会由点汇聚成面，打通信托的各个环节，形成一体化的信托系统，这一系统既连接财富端，也连接资产端，还连接同行业，形成集资产管理、财富管理、风险管理为一体的综合系统。

5. 区块链将丰富信托资产管理的内涵

信托财产具有灵活性，根据信托法的规定，只要是委托人合法所有的，确定的、法律和行政法规不禁止流通的财产都可以作为信托财产。因此，信托能够管理的资产类型十分广泛，包括资金、动产、不动产以及财产权等。但是有一些类型的资产，由于缺少技术支持，信托难以实现有效的管理，例如各类知识产权。而区块链的出现则提供了所需的技术手段，使得信托能够将这类资产纳入管理范畴。此外，伴随着区块链而生的数字资产，也将进一步丰富信托资产管理的内涵。

（二）相关建议

1. 形成应用与业务实践的沙盒机制

沙盒机制体现着创新和有效监管之间的平衡，具有多种优势：首先，在特定的环境中进行创新，可减少应用创新过程中的阻力，提高落地速度，增加创新产品的数量；其次，将应用限制在特定的范围之内，隔绝了不良影响的传导，可有效控制风险。近年来，我国金融科技异军突起，区块链发展迅猛，很多业态尚未形成稳定的模式。区块链在信托中的应用，在风险方面既包含金融自身的风险特征，又有创新科技的风险特征。因此，建议对于区块链在信托中的应用监管也采用沙盒机制，既充分发挥信托与区块链相结合的优势，又保证合理的监管制度。

2. 推进基础设施建设

（1）制定行业的技术标准。来自不同领域的人正在广泛而深入地探索区块链的应用，这无疑推动了区块链的高速发展，但同时也使得区块链的发展呈现碎片化的趋势，行业应用存在一定的盲目性。《区块链和分布式账本技术参考架构》作为首个政府指导下的国内区块链基础标准，对统一对区块链的认识，促进区块链关键技术问题的解决，规范和指导区块链在各行业的应用有着重要意义。但这一标准是一个基础框架，由于不同行业间本身存在的鸿沟和对区块链的不同诉求，区块链的应用也会呈现多样化的形态，因此，对于特定的行业而言，仍然需要更为具体的行业技术标准作为区块链应用的指导。特别是信托业，作为金融行业的重要一员，既有金融行业普遍具有的复杂程度高、对各行各业影响力大的特点，又有法律赋予的本源特征，区块链在

其中的应用将呈现新的特点。同时，区块链在信托中的应用需要生态环境的支持。信托公司作为金融枢纽，其资金来源和资金用途都较为广泛，具有跨行业、多主体的特点，形成一个各参与方认可、技术中立、厂商无关、行业包容、开放共享的共识机制是十分必要的。因此，建议信托业协会制定区块链在信托行业的技术标准，对基本术语、功能、用户、技术架构和质量测评等进行规范，达成行业对区块链的共识，在行业内打造有利于区块链健康发展的生态环境。

（2）充分运用分布式清洁电能。区块链的运作依赖于网络节点的算力，因而带来大量的资源消耗，特别是电力的消耗。根据我国的电力能源分布不均匀的特征，充分发挥中西部一些地区的优势，利用当地价格低廉的清洁电能，在当地建设区块链的基础设施，构建分布式的电力网络，既为自身的运转提供必要的电力支持，也为其他区块链应用提供能量。

3. 研究建立信托业联盟链

研究建立信托业联盟链的现实需求、经济可行性和信息保护规则。在行业联盟链中分享信托公司的计算机算力和存储资源，制定符合信托特质的共识机制和激励机制，引入监管节点，更有利于促进信托行业区块链应用的有效合规发展。

在信托业联盟链中，对区块链技术感兴趣的公司共同探讨区块链应用和实践问题。形成联盟的优势在于拓宽区块链应用的探索边界，实现公司之间的合作共赢；进一步巩固信托业内部的合作关系，形成良性循环，增强信托行业在区块链方面的整体竞争力。

4. 加强区块链信托复合型人才培养

目前，我国银行业从业人员约有 380 万人，证券从业人员约为 33 万人，而信托业从业人员仅有 1.8 万人，可见信托行业的人才是非常稀缺的。而区块链领域的人才，尽管尚且没有准确的统计，其匮乏程度从各公司招聘区块链人才所开出的高薪可见一斑。因此，既了解信托又掌握区块链技术的人才更是少之又少。人才的匮乏将严重阻碍信托领域对区块链的应用，加强区块链信托复合型人才的培养十分重要。建议信托公司在吸纳区块链领域人才的同时，注重对自有员工进行区块链知识和技能的培训，从而在人才方面获得领先优势。

参考文献

［1］Back A，Corallo M，Dashjr L，et al. Enabling Blockchain Innovations with Pegged

Sidechains［J］. 2014.

［2］Danezis G, Lesniewskilaas C, Kaashoek M F, et al. Sybil – Resistant DHT Routing［M］// Computer Security – ESORICS 2005. Springer Berlin Heidelberg, 2005: 305 – 318.

［3］Goldreich O. Foundations of Cryptography: Volume 2, Basic Applications［M］. Cambridge University Press, 2004.

［4］Lesniewski – Laas C. A Sybil – proof one – hop DHT［C］. The Workshop on Social Network Systems. ACM, 2008: 19 – 24.

［5］Lin W. Real – world sybil attacks in BitTorrent mainline DHT［J］. Biology & Fertility of Soils, 2012, 9（3）: 826 – 832.

［6］Merkle R C. Method of providing digital signatures, US4309569［P］. 1982.

［7］Nakamoto S. Bitcoin: A peer – to – peer electronic cash system［J］. Consulted, 2008.

［8］Poelstra Andrew. On Stake and Consensus［M］. 2015.

［9］ChinaLedger. 面向中国资本市场应用的分布式总账白皮书. http://www. useit. com. cn/thread – 13605 – 1 – 1. html. 2016 – 10.

［10］长铗，韩锋. 区块链：从数字货币到信用社会. 中信出版社，2016.

［11］超级账本项目. 超级账本 Hyperleger 白皮书. http://www. 360doc. com/content/16/0727/09/34350211_ 578683890. shtml. 2016 – 11.

［12］德勤. 监管科技是新的金融科技吗. 陆家嘴，2015.

［13］龚鸣. 区块链社会. 中信出版社，2016.

［14］贵州市人民政府新闻办公室. 贵阳区块链发展和应用白皮书. http://www. sohu. com/a/126543390_ 353595. 2016 – 12.

［15］HKMA&ASTRI. 香港金融管理局区块链白皮书. http://www. docin. com/p – 1784425094. html. 2016.

［16］胡金华. 区块链的诱惑央行神速布局研发. http://tech. sina. com. cn/i/2016 – 12 – 31/doc – ifxzczff3483332. shtml. 2016 – 12 – 31.

［17］蒋润祥，魏长江. 区块链的应用进展与价值探讨. 甘肃金融. 2016（2）卷: 19 – 21.

［18］林晓轩. 区块链技术在金融业的应用. 中国金融. 2016（8）: 17 – 18.

[19] 梅兰妮·斯万. 区块链：新经济蓝图及导读. 新星出版社，2016.

[20] 凯文·凯利. 失控：全人类的最终命运和结局. 新星出版社，2010.

[21] Qtum. 量子链白皮书. https://wenku.baidu.com/view/709c2c2bf011f18583d049649b6648d7c1c70810.html. 2016.

[22] 孙建钢. 区块链技术发展前瞻. 中国金融. 2016（8）：23－24.

[23] 唐塔普斯科特，亚力克斯·塔普斯科特. 区块链革命：比特币底层技术如何改变货币、商业和世界. 中国报道. 2016.

[24] 腾讯. 腾讯区块链方案白皮书. https://wenku.baidu.com/view/50448461842458fb770bf78a6529647d272834ee.html. 2017.

[25] 王璟. 从理论到商用，解析已经落地的一批区块链应用. 钛媒体. 2016－6－13.

[26] 威廉·穆贾雅，林华. 商业区块链：开启加密经济新时代. 理财. 2016.

[27] 乌镇智库. 中国区块链产业发展白皮书. http://www.199it.com/archives/591638.html. 2017－04.

[28] 熊乙. 意义重大！中国央行将成首个发行数字货币的央行. http://ifinance.ifeng.com/15176405/news.shtml?srctag=pc2m&back&back. 2017－02－04.

[29] 伊莉. 工信部发布中国首个区块链标准. http://www.doit.com.cn/p/274630.html. 2017－05－18.

[30] 以太坊. 以太坊白皮书. https://wenku.baidu.com/view/5d096b380740be1e650e9a47.html. 2014.

[31] 英国政府办公室. 分布式账本技术：超越区块链. 2016.

[32] 袁勇，王飞跃. 区块链技术发展现状与展望. 自动化学报. 2016（4）：481－494.

[33] 张波. 国外区块链技术的运用情况及相关启示. 金融科技时代. 2016（5）：35－38.

[34] 张健. 区块链：定义未来金融与经济新格局. 中国战略性新兴产业. 2016.

[35] 张苑. 区块链技术对我国金融业发展的影响研究. 国际金融. 2016（5）：41－45.

[36] 中本聪. 比特币白皮书（Bitshares）. https://wenku.baidu.com/view/d7e1cd1c7375a417876f8f0d.html. 2017.

［37］中国区块链技术和产业发展论坛．中国区块链技术和应用发展白皮书．互联网金融千人会 . 2016.

［38］Zihin. 国内外区块链项目/联盟汇总．简书 . 2017－03－16.



我国信托业税收政策改革实务研究

——“营改增”新政对信托公司的影响分析与政策建议

课题牵头单位：华能贵诚信托有限公司

课题指导专家：石笑东

课题组成员：

刘永红　罗安祺　喻文昊天　李双双

孙　焱　陆　宽	华能贵诚信托有限公司
陈　进　王　旸	百瑞信托有限责任公司
周　萍　胡可嘉　魏丽丽	中信信托有限责任公司
孙欣妍	国投泰康信托有限公司
朱　红　简永军	上海国际信托有限公司
沈瑛华　牟　冰	毕马威企业咨询（中国）有限公司

摘　要

财税〔2016〕36 号文《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》开启了信托行业税收环境的深刻变革。随着金融业被纳入我国营改增试点范围，信托公司的税制框架也从所得税和营业税为主体向所得税和增值税为主体转变。

我国是全世界范围内唯一一个对金融业广泛征收增值税的国家。而在金融各个子行业中，信托业因其特殊的历史沿革和政策环境，在业务发展方面与国外信托公司有着显著差别。因此无论在法规层面还是征管层面，可参考的国际经验都非常有限，这为设计我国信托业增值税形成了困难。

与往年主要针对所得税的信托公司税制研究不同，今年的课题立足于最新财税政策背景，聚焦营改增，拟从我国信托业独特的历史沿革出发，基于信托本源和信托法理，结合监管精神和转型思路，对信托公司流转税政策的演变进行梳理总结，并对现行典型业务类型及未来新业务八大分类在营改增系列新政下的影响进行定性和定量的分析。此外，依据信托业务的“债性”和“股性”两种基本属性，与大资管行业中银行及基金的税收政策进行横向比较，提炼可借鉴之处，提出进一步优化信托税制设计，促进行业回归本源及可持续发展的政策建议。

关键词：营改增新政　八大分类　税负影响　税收优惠

目　录

一、改革背景及政策梳理 …… 67
（一）改革背景：信托业正经历本源化回归 …… 67
（二）我国信托业营改增前后政策梳理 …… 68
（三）全面推行营改增对金融业及信托业的重要意义 …… 70
（四）金融增值税的国际征管经验 …… 72
二、我国信托公司涉税探讨 …… 74
（一）营改增新政对信托公司税负影响的定性分析 …… 74
（二）营改增新政对信托公司税负影响的定量测算 …… 83
三、我国信托公司税收实务与金融子行业横向比较 …… 87
（一）与银行业增值税对比借鉴 …… 87
（二）与公募证券投资基金管理公司增值税对比借鉴 …… 88
四、本轮税制变革中信托公司面临的未决问题探讨 …… 90
（一）信托产品作为增值税纳税人存在的问题 …… 90
（二）增值税链条的完整性和逻辑性不够健全 …… 91
（三）税收政策差异可能带来套利空间，束缚创新活力 …… 91
（四）特殊信托类型的税收政策并未配套完全 …… 92
（五）未决实务问题 …… 93
五、信托公司税务政策优化建议 …… 94
（一）审慎确定纳税主体，分类实施减免政策 …… 94
（二）建议对征收日前已成立的资管产品不再追溯补缴 …… 95
（三）提高税收申报的可操作性和便利性 …… 95
（四）明确争议政策，避免重复纳税，完善税收优惠 …… 95
六、结语 …… 96
参考文献 …… 96

一、改革背景及政策梳理

（一）改革背景：信托业正经历本源化回归

中国信托业的发展与市场经济的发展紧密相连。1979 年 10 月，改革开放后的第一家信托投资公司——中国国际信托投资公司成立。由于当时国内并无大量社会财富，没有完善的产权保护制度，又无信托理念及文化传统，因此信托公司并不具备本源化发展的经济基础和客观条件。在作为改革工具和融资工具的政策取向下，信托公司更多地成为融资型金融机构而不是财产管理型金融机构，颠倒了在业务经营上的主次之分。历史性功能错位最终引发了 1999—2001 年国家对信托业的五次清理整顿。2001 年，第九届全国人大常委会第 21 次会议正式通过了《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》），标志着我国正式引入了具有英美法传统的信托制度，银监会也发布了《信托公司资金信托业务管理暂行办法》和《信托公司管理办法》，使我国的信托从融资工具回归到财产管理工具。然而积重难返，自此之后的十余年，信托行业在发展方向、功能定位上依然持续而缓慢地演变着。

归根结底，种种困境的原因在于缺乏对信托本源透彻的认知和实践。我国《信托法》第二条规定：“本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”该条定义充分反映了信托的制度本质，即从信托财产的转移出发，通过受托人对信托财产的管理，实现最终信托目的，即按照委托人的意愿分配信托利益。

作为一个严密而精巧的世界性财产法律制度，信托的本源性制度功能不仅是财产管理，也包含着财产转移[①]。而在我国的主流实践中，信托的财产管理制度功能得以强调，但信托的财产转移制度功能几乎被忽略。相应地，信托业制度建设，也包括税制建设方面，从财产管理功能的角度看，尚有迹可循，从财产转移功能的角度看，则是严重缺失。

近年来，银监会相继提出和执行了旨在“正本清源”的信托业“八大机制”“八大责任”和“八大业务”的制度框架建设，环绕在信托业头上的迷雾终于逐渐消散。中国经济发展动力的转换、金融体系改革和重构、信息技术应用深化的宏观环境正持

① 周小明．完善信托制度，我们还需要做什么［J］．当代金融家，2017（3）．

续影响信托行业的发展。在这样一个从量变走向质变的转折时期，对于全行业未来的角色定位，业内基本达到共识，即私募投行、财富管理、资产管理三大方向；对于重点业务领域的发掘，信托公司不约而同地顺应监管趋势，同时进一步开启财富管理篇章，利用信托制度优势，助力家族财富传承，力图向信托本源回归。恰在此时，信托业的税收政策和环境也迎来了重大变革。

（二）我国信托业营改增前后政策梳理

信托公司课税实务主要涉及所得税、流转税、财产税等。过去所作的税制研究大多集中于所得税范畴，并广泛借鉴国际经验对中国信托业所得税制进行过详尽的讨论。但此次我国独有的金融业营改增新政，对信托公司税务研究提出了新的挑战。为使此次税收政策改革实务研究立足于扎实的基础，我们有必要先对重要政策进行归纳梳理。

在营业税阶段，各类资产管理产品的税收环境较为宽松，税收政策中对于运营中的流转税问题、形成的纳税主体大多无明确规定。随着我国信托类业务及产品的不断丰富，财政部和国家税务总局相继出台了一批与信托类业务及产品相关的税收规范性文件，主要包括：《关于证券投资基金税收问题的通知》（财税字〔1998〕55 号）《关于开放式证券投资基金有关税收问题的通知》（财税〔2002〕128 号）《关于证券投资基金税收政策的通知》（财税〔2004〕78 号）《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》（财税〔2006〕5 号）等。其中，专门针对信托业务只有财税〔2006〕5 号文，仅对信贷资产证券化这一类的资管产品有较为清晰的税收政策：①对受托机构从其受托管理的信贷资产信托项目中取得的贷款利息收入，应全额征收营业税。但此处并未明确纳税实体，实践中多为信托公司代缴，成本多由融资人承担。②在信贷资产证券化的过程中，贷款服务机构取得的服务费收入、受托机构取得的信托报酬、资金保管机构取得的报酬、证券登记托管机构取得的托管费、其他为证券化交易提供服务的机构取得的服务费收入等，均应按现行营业税的政策规定缴纳营业税。③对金融机构（包括银行和非银行金融机构）投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入征收营业税；对非金融机构投资者买卖信贷资产支持证券取得的差价收入，不征收营业税。

2016 年 3 月 24 日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36 号，以下简称财税〔2016〕36 号文），明确从 2016 年 5 月 1 日起，将房地产、建筑业和金融服务业等行业纳入营改增体系，并

明确了适用于上述三大行业的相关增值税税率。此后，财政部相继推出了专门针对资管行业的补丁文件，《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》（财税〔2016〕140 号，以下简称财税〔2016〕140 号文），以及《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税〔2017〕56 号，以下简称财税〔2017〕56 号文）。

针对此次金融行业全面营改增的推广，国家税务总局与财政部先后密集发出了 7 份文件：

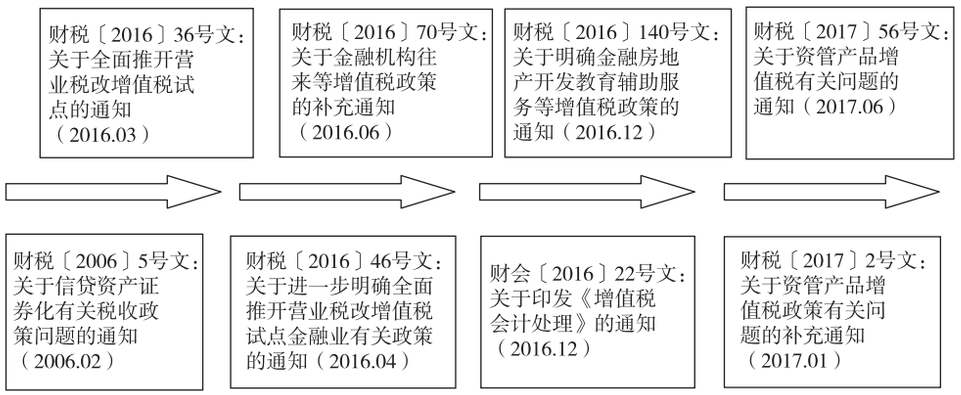


图 1　国家税务总局与财政部发布的 7 份文件

本轮改革中具有较强指导性的三个文件为财税〔2016〕36 号文、财税〔2016〕140 号文及财税〔2017〕56 号文。其中，财税〔2016〕36 号文对整个金融行业的营改增做出了纲领性的规定。从应税行为的判定看，财税〔2016〕36 号文的内在思路沿袭了财税〔2006〕5 号文中对于利息收入、转让价差与服务费征税的规定，并进一步将征收的类别从资产证券化扩展到所有符合贷款服务与金融商品转让的资管产品上来。沿着财税〔2016〕36 号文的思路，后续发布的财税〔2016〕140 号文及财税〔2017〕56 号文共同提高了营改增在实务方面的可行性，并做出了进一步指导。

总体而言，增值税新政主要在贷款服务、金融商品转让以及直接收费金融服务等三类相关业务方面对信托行业影响较大。其中，财税〔2016〕36 号文主要对贷款服务和金融商品转让、直接收费金融服务进行了定义；在此基础上，财税〔2016〕140 号文的发布则更指向实务，明确规定了资管产品管理人作为增值税纳税人，而非代扣代缴主体，同时，对于财税〔2016〕36 号文的某些争议点，如保本收益的定义，做出了进一步规定；而财税〔2017〕56 号文的发布，虽然并未对征税范围进行更为详细的规定，但以“运营资管产品过程中发生的增值税应税行为暂适用简易计税方法”，以及施行日的推后两大条款，为紧锣密鼓应对中的资管行业带来了喘息的空间。

表 1　　财税〔2016〕36 号文、财税〔2016〕140 号文及财税〔2017〕56 号文的对比

涉税事项		36 号文	140 号文	56 号文
纳税主体		未作明确约定。金融机构直接收费金融服务的纳税主体较为明确，但针对资管计划的增值税纳税义务主体存在争议。	明确资管产品运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人为增值税纳税人。	明确“资管产品”包括银行理财产品、资金信托、财产权信托、公开募集证券投资基金、特定客户资产管理计划、集合资产管理计划、定向资产管理计划、私募投资基金、债权投资计划、股权投资计划、股债结合型投资计划、资产支持计划、组合类保险资产管理产品、养老保障管理产品。
征税范围	贷款服务	将资金贷与他人使用而取得利息收入的业务活动，包括金融商品持有期间（含到期）利息（保本收益、报酬、资金占用费、补偿金等）收入、信用卡透支利息收入、买入返售金融商品利息收入、融资融券收取的利息收入，以及融资性售后回租、押汇、罚息、票据贴现、转贷等业务取得的利息及利息性质的收入。 以货币资金投资收取固定利润或者保底利润，按贷款服务缴纳增值税。 何为保本收益存在争议。	明确何为保本收益：“保本收益、报酬、资金占用费、补偿金”，是指合同中明确承诺到期本金可全部收回的投资收益；金融商品持有期间（含到期）取得的非保本的上述收益，不属于利息或利息性质的收入，不征收增值税。 加入临界点：发放贷款后，自结息日起 90 天内发生的应收未收利息按现行规定缴纳增值税，自结息日起 90 天后发生的应收未收利息暂不缴纳增值税，待实际收到利息时按规定缴纳增值税。	实施日改变：2018 年 1 月 1 日 资管产品实行简易征收：资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂适用简易计税方法。 其他业务实行正常征收：管理人接受投资者委托或信托对受托资产提供的管理服务以及管理人发生的除本通知第一条规定的其他增值税应税行为，按照现行规定缴纳增值税。 分别核算及汇总核算：分别核算资管产品运营业务和其他业务的销售额和增值税应纳税额；可选择分别或汇总核算资管产品运营业务销售额和增值税应纳税额。
	金融商品转让	金融商品转让，是指转让外汇、有价证券、非货物期货和其他金融商品所有权的业务活动。其他金融商品转让包括基金、信托、理财产品等各类资产管理产品和各种金融衍生品的转让。转让金融商品出现的正负差，按盈亏相抵后的余额为销售额。	进一步对“其他金融商品”持有至到期的情况作出额外约定：纳税人购入基金、信托、理财产品等各类资产管理产品持有至到期，不属于财税〔2016〕36 号文所称的金融商品转让。	
	直接收费金融服务	财税〔2016〕36 号文规定直接收费金融服务，是指为货币资金融通及其他金融业务提供相关服务并且收取费用的业务活动。包括提供货币兑换、账户管理、电子银行、信用卡、信用证、财务担保、资产管理、信托管理、基金管理、金融交易场所（平台）管理、资金结算、资金清算、金融支付等服务。资管产品管理人因管理资管产品而固定收取的管理费（服务费），应按照“直接收费金融服务”缴纳增值税。140 号文及 56 号文未作进一步补充。		

（三）全面推行营改增对金融业及信托业的重要意义

从 1979 年试行以来，我国增值税经历了三次重要变革：第一次是 1984 年在产品

税的基础上引进了增值税的计税方法；第二次是1993年的全面改革，实行了生产型增值税，并按照销售额以及会计核算的规范程度将纳税人划分为一般纳税人和小规模纳税人；第三次则是在2012年，首次拉开部分现代服务业由原来的征收营业税转变为征收增值税的序幕[①]。

自此，在中国经济结构失衡等诸多问题倒逼之下，作为结构性减税关键举措的“营改增”税制改革在全国范围内循序渐进地铺开，旨在促进经济转型和产业调整，优化税制结构，减轻纳税人负担。在全面营改增的“收官”节点，金融业也被纳入营改增的范围内。这个时点的选择，从经济角度看，是由于金融业对中国财政收入有着极为重要的影响。从政策角度看，是由于金融业堪称增值税改革难度最大的行业，尤其是中国的金融业，还面临着监管制度变革、利率市场化改革等因素，使得金融营改增在中国土壤上更为复杂。

在我国，几乎所有的企业或个人都是金融服务的消费者或最终消费者。分税制改革以后，我国形成了对产品征收增值税和对服务征收营业税的货物劳务税制。两税并存带来了叠税效应，不利于资源的有效配置：首先，营业税并非一种中性税，每次交易均需课税，生产链的延长导致税负重复积累，阻碍金融服务业专业化分工协作，对资源配置形成扭曲。其次，若增值税尚未覆盖到金融服务业，则人为割裂了增值税抵扣链条，在生产链两端都产生叠税效应：一方面，金融企业为提供金融服务而购入的产品或服务所对应的增值税额不能扣除，另一方面，金融企业提供的金融服务中所含营业税额也不能构成买方企业的进项而获得抵扣，因此可能会减少企业对金融服务的消费量。

因此，“营改增”对于金融服务业的意义，不仅在于有利于金融业自身发展这一个维度，更在于从财税体制改革大局的角度审视，彻底打通增值税抵扣链条，将有利于切实减少实体经济融资成本，优化整体资源配置。

在全球金融服务业中，资产管理行业占全球金融资产约25%，是规模最大、发展最快的领域之一。我国的资管行业亦在我国金融市场中占有重要地位。而在各资管子行业中，信托资产规模持续上升，截至2016年末突破20万亿元，占整个资管行业资产规模的近五分之一，成为继银行理财之后最大的资管子行业。站在20万亿元的高峰，我们依然要对信托业的发展阶段做出清醒的判断。过去十年，信托公司的发展成就多体现于制度红利下量的跨越，这恰恰是初级发展阶段的特征体现。而在目前信

① 陈涵，涂永式．营改增对信托业的影响分析［J］．税政经济研究，2017（2）：60.

托业本源化回归的路程中，信托行业顶层设计的重大突破、业务框架的逐渐清晰和税收政策的渐进改革，可谓是促进行业从量变到质变的催化剂。因此，全面“营改增”对于信托行业的意义，除了能够有效避免上述叠税效应带来的负面影响外，还在于若能将增值税新政结合新八大业务分类及本源化回归的监管导向进行进一步的规范指引、区别化征收，建立起具有中国特色的金融行业及信托行业增值税制度，将极大程度促进信托业健康规范发展、维护信托金融安全。

（四）金融增值税的国际征管经验

增值税的课税对象是增值额，存在增值才予征收。从增值税的制度设计原理来看，增值税以消费者的货物及服务消费为计税基础，针对消费性的支出征税，消费者可以选择当前消费，或选择以某些金融行为（如储蓄），推迟其消费[①]。那些只改变消费时间，而非消费行为本身的金融服务（如储蓄），并不构成增值税的税基。但金融增值税制度的设计存在着天然的难点：一是难以确定金融服务中哪些属于最终消费支出，二是难以逐笔确定金融服务业的“增值额”。因此，国际上大多数国家都对金融服务实行广泛的，或者针对核心金融业务实施免税政策。而中国作为世界上首个对金融服务业广泛征收增值税的国家，无论从法规层面，还是从征管层面，可以参考的国际经验非常有限。

从增值税的发展历史看，1954 年法国开征增值税时仅限于工业生产和商业批发，1966 年扩大至零售业和农业，1978 年后逐步扩大至服务业。欧盟国家增值税扩大至服务业的过程主要受 1977 年欧共体《增值税第 6 号指令》（*The Sixth EU VAT Directive*）的影响，且最显著的贡献是将增值税延伸至金融服务业。20 世纪 80 年代后，澳大利亚、新加坡、新西兰、加拿大等国也陆续对金融业开征增值税。但由于金融交易中隐性收费金融服务的价值难以分离和确定，实施成本高，目前国际上还没有圆满的解决方案，较有影响力的主要是欧盟免税法、南非免税法、新加坡部分抵扣法和新西兰零税率法。

欧盟免税法中规定了若干类免税的金融业务，包括存款和贷款业务、汇兑业务、货币结算业务、金融担保业务等，同时与这些业务相对应的进项税额不得抵扣。这些免税业务通常为金融中介服务和间接收费性金融服务，构成金融机构的核心业务，而代理服务、咨询服务、保险服务等直接收费性的附属业务则纳入增值税应税范围，以

① 毕马威．中国对金融服务征收增值税的挑战 . 2017（9）：7.

标准税率课税。当进项税额既涉及应税业务又涉及免税业务时，可参照欧盟增值税令第 174 条规定采用比例抵扣法，抵扣比例为当年可抵扣进项税额的年销售额（不含销项税额）除以总的年销售额（不含销项税额）。欧盟免税法回避了对核心金融服务增值额进行确定的难题，降低了税务机关的征管难度，但剥夺了金融服务提供者的抵扣权。为缓解这种扭曲，欧盟增值税令第 137 条规定了免税选择权制度，成员国可以允许本国金融企业自由选择对金融服务是否征税，纳税人如果放弃免税待遇则可以获得增值税抵扣权。南非免税法在欧盟免税法的基础上进行了改良，对免税金融服务的范围进行了极大地限缩，新加坡部分抵扣法同样以欧盟免税法为基础，按照新加坡《商品与服务税法》之规定对核心金融业务免税，对附属业务以 7% 的标准税率课税，但是允许免税业务在一定范围内抵扣进项，以减轻免税导致的影响。新西兰零税率法是指对金融中介服务和间接收费性金融服务免征增值税，且相关的进项税额可以全部抵扣，该法彻底消除了叠税现象，降低了征管成本和遵从成本，但对国家财政收入损失巨大。综上可见，大多数国家采用了核心业务免税法，“显性金融业务按照标准税率征收，隐性金融业务采取免税，出口金融业务实行零税率”成为主流模式①。

表 2　　国际金融服务划分及征税方式总结

金融中介核心业务		行政和现金管理		代理和咨询服务	
内容	征管情况	内容	征管情况	内容	征管情况
贷款和吸收存款、股票及其他资产、金融衍生品等	欧盟国家全部免税，如果金融服务由欧盟境外的客户购买，则适用零税率	记账、数据处理、清算和结算、托管、基金管理	欧盟国家全部免税，新兴经济体，如澳大利亚、新加坡、南非征税	理财服务、规划服务（如抵押贷款经济）	普遍征收

我国金融业有其独特的特征，例如，非利息收入占毛收入的比重较大，整体监管环境较为薄弱等。我国金融业全面开征增值税，从历史沿革上分析，很大程度应归因于对营业税的顺延。营改增以前，金融行业构成了营业税的主体税源，若参照上述国际主流做法，营改增之后广泛采用核心业务免税，则所减少的税金数额过大，对我国财政收入必然产生重大影响。根据 2016 年全国一般公共收入预算的决算数据来看，支出超过收入 21800 亿元，假设以税收收入扣除财政支出，则差额更大。在整体赤字环境及财政支出规模不变的前提下，放弃主体税种的收入有可能影响宏观经济的稳定。因此，核心业务免税的国际经验难以借鉴。

① 中国金融四十人论坛（CF40）内部课题．我国金融业“营改增”问题研究．2015（10）．

对于信托行业而言，其业务类型基本属于上述核心金融业务范畴，但信托本质决定了其特殊性。国外对信托的税制研究集中在所得税范畴来进行，有“信托导管”和“信托实体”两种基本理论，主要针对明确信托财产和信托收益的归属，因此也可以作为整体信托税制制定的参考理论依据。

信托实体理论，将信托视为独立的纳税实体，即信托实体既是一种经济实体，也是一种法律实体。将信托收益直接归属于信托项目本身，于信托收益实现时对信托课税，由受托人代表信托履行纳税义务。信托实体理论有助于提高税收征管效率，被英美法系国家创制信托所得税制时普遍采用。信托导管理论，是把信托视为委托人向受益人输送财产及收益的导管，信托财产和信托收益基于其实质应归属于受益人，因此应对受益人课税，即由“实质受益人”负税。信托导管理论认为，信托设立时委托人转移财产给受托人的行为，及信托存续或终止时受托人将收益分配给受益人以及将财产转移给受益人的行为，均为形式上转移，形式转移不课税。当前美国以及主要大陆法系国家或地区如日本、中国台湾，均采纳了信托导管理论作为信托税制的基础。无论从负担能力角度而言，还是从消除多环节重复课税而言，体现出实质课税原则的导管理论都具有明显优势，因此，目前从各国税收实践看，许多国家已经采用导管理论为主，受益人不特定情形时实体理论为辅作为信托税制建设的基础。

在下文的讨论中，我们也将借鉴信托导管的理论基础，把握实质课税及消除重复征税的原则，结合我国资管行业实际情况及新监管精神下的信托业务分类，剖析营改增带来的影响。

二、我国信托公司涉税探讨

（一）营改增新政对信托公司税负影响的定性分析

从整体看，信托公司的业务框架区分为固有业务、信托业务和其他中间业务。固有业务主要分为融资类与投资类；其他中间业务占比极少，主要包括担保类业务、中介服务类业务与其他类业务。对于营改增新政的研究主要聚焦信托业务领域，但为保证论述的完整性，我们亦对营改增新政对信托公司固有业务及其他中间业务的影响略作说明。

1. 信托公司的自营业务及其他中间业务营改增新政探讨

对于信托公司而言，其固有业务及其他中间业务的涉税行为参照财税〔2016〕36 号文，主要包括贷款服务、直接收费金融服务和金融商品转让服务。财税〔2016〕

36 号文中涵盖的保险服务与信托公司的关联不大。

在税制改革的前后，对于固有业务及其他中间业务而言，最显著的变化在于税率，从之前营业税的5%变成了增值税的6%，其中由于增值税为价外税，因此计算的方式为增值税 = 销售额 ×6%/（1 +6%）。计算后信托公司的固有业务及其他中间业务的税负相较之前（附加税率按照城市维护建设税 7%，教育费附加 3%，地方教育费附加 2%，同下文），由 5. 6% 增长为 6. 34%。

从征税范围看，营改增新政发布后，应税行为基本没有变化。值得注意的是，财税〔2016〕36 号文附件 2 第一条第（三）项第 3 目规定："金融商品转让，按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额。转让金融商品出现的正负差，按盈亏相抵后的余额为销售额。若相抵后出现负差，可结转下一纳税期与下期转让金融商品销售额相抵，但年末时仍出现负差的，不得转入下一个会计年度。"对于信托公司自营部门而言，本条规定可被视作是对"金融商品转让"纳税的优惠规定。在营业税时代，大部分地区的主管税务机关不允许投资收益按大类盈亏抵扣，如投资股票类的亏损不能抵扣投资债券类的收益。但增值税政策下，允许按照"金融商品"大类盈亏抵扣。

从可抵扣范围看，在取得增值税专用发票的情况下，信托公司自营业务增加了可抵扣增值税进项税的项目，主要包括：不动产购置、购买车辆、采购软件支出、劳保用品、租金和物业管理费用、办公用品、会议费、住宿费等支出。涉及不得抵扣进项税的项目包括与融资直接相关的投融资费用、手续费、咨询费，以及餐饮服务、娱乐服务等。而作为信托公司最大费用支出项的人力成本，由于无法取得相关的增值税发票，暂时无法抵扣。

2. 信托业务营改增新政探讨

直接收费金融服务主要涉及信托公司自营业务，已经在前文中进行了探讨。对于其他两类业务而言，"贷款服务"类业务的主要争议点在于"债性"关系的认定，即是严格按照合同，还是以"实质重于形式"作为判断依据。同时，已经明确的利息收入免税的情况包括：金融同业往来利息收入、金融机构至今开展的转贴现业务、金融机构投资政策性金融债、央票、商业银行债券。但金融机构发行的资管产品投资上述业务能否享受免税待遇，目前尚不明确。对于信托公司而言，"金融商品转让"类业务的争议点主要在于信托受益权转让的"溢价"部分属性。我们将从投资人角度及资产管理人角度，结合实务操作中常见的业务结构，以及最新监管精神下的新分类分析营改增新政带来的影响。

（1）从受益人的角度：各利益相关体对于信托收益的性质已基本达成共识。站在信托产品投资人/受益人的角度，无论购买哪种业务类型的信托产品，对于保本与否的认定都主要依靠合同约定进行判断。银监会《信托投资公司资金信托管理暂行办法》第四条称，对于信托的受益人而言，信托公司不得承诺信托资金不受损失，也不得承诺信托资金的最低收益。因此，信托合同中并不会约定保本收益，信托产品的受益人并不需要就收到的信托项目收益缴纳增值税。而由于对“保本收益”征税的政策意图主要在于，保本性质的合同赋予了受益人索取保本收益的绝对权利，从而对产品本身构成风险，因此，从政策意图判断，对于 ABS 或其他结构化信托产品中的优先级持有人而言，结构化设计虽以现金流方式保障优先级收益，但并不带来法律意义上的权利，故持有人获得的收益不应理解为保本收益，不予征税。

对于信托产品的投资人持有信托产品至信托合同到期的，不属于金融商品转让，不需要缴纳增值税。但对于信托产品没有明确的到期日，或者没有持有至到期即收回本金的，业内通常有两种不同的方式供投资人进行现金回流的选择，即提前赎回或进行信托受益权转让。这两种方式的涉税判断存在一定争议。需要首先明确的前提是，目前主管税务机关对于收益分配的纳税义务发生时点态度较为统一，即为收益分配的发生时点。

① 对于提前赎回方式进行现金回流的：信托产品的提前赎回通常伴随着收益分配的实际发生，能够适用信托收益非保本性质的判断。而提前赎回的本金在实务中基本不会存在溢价，因此，虽然提前赎回不视作持有至到期，产生了应税行为，但不会有实际的征税金额发生。

② 对于以信托受益权转让方式进行现金回流的：对于信托受益权的转让如何征税存在不同理解。现行增值税政策中，尚未明确信托受益权是否属于金融商品。但不同于信贷资产收益权、应收账款收益权等收益权的转让，信托受益权转让普遍伴随着信托份额的转让，因此，实务中更偏向于相对保守地将信托受益权按金融商品理解。目前实务中许多信托受益权转让的合同价款里，包含未分配收益部分。一部分观点认为，该部分收益的税务实质依然为非保本的信托收益，因此不应征税。但从前述纳税义务发生时点判断前提来看，目前实务中更倾向于将该部分“溢价”视作“金融商品转让溢价”进行征税。但此部分税金很容易通过交易方式的安排进行规避。我们有理由推断，在营改增新政下，若受益人需提前收回本金，则出于规避纳税风险的考量，有可能要求信托公司采取赎回分配方式，或采用平价转让信托受益权的方式，并

约定信托收益分配时再按照时点拆分收益。

（2）从资产管理人的角度：此次税制改革纳税实务中最大的挑战来自于面对灵活复杂的信托产品，如何站在资产管理人的角度进行正确解读及合理应对。我们整理了目前信托公司在实际操作中较为普遍，且存在性质判断和争议的业务模式逐一进行分析，并结合最新监管精神下的业务分类，做出定性探讨。

① 典型信托产品营改增新政后涉税探讨：信贷资产转让/信贷资产收益权转让业务。近年来，在金融监管政策的引导下，信托公司愈加重视信贷资产证券化业务的发展，银监会在2016年底提出的新业务八大分类中，也将资产证券化类业务作为一个单独的业务类别。

典型信贷资产出表过程中的现金流行为包括：1. 投资人认购专项计划份额；2. 计划管理人以专项计划名义向原始权益人购买基础资产/基础资产收益权；3. 原始权益人作为管理人收集基础资产产生的收益，交付专项计划；4. 计划管理人分配收益给投资人；5. 投资人转让持有的计划份额。

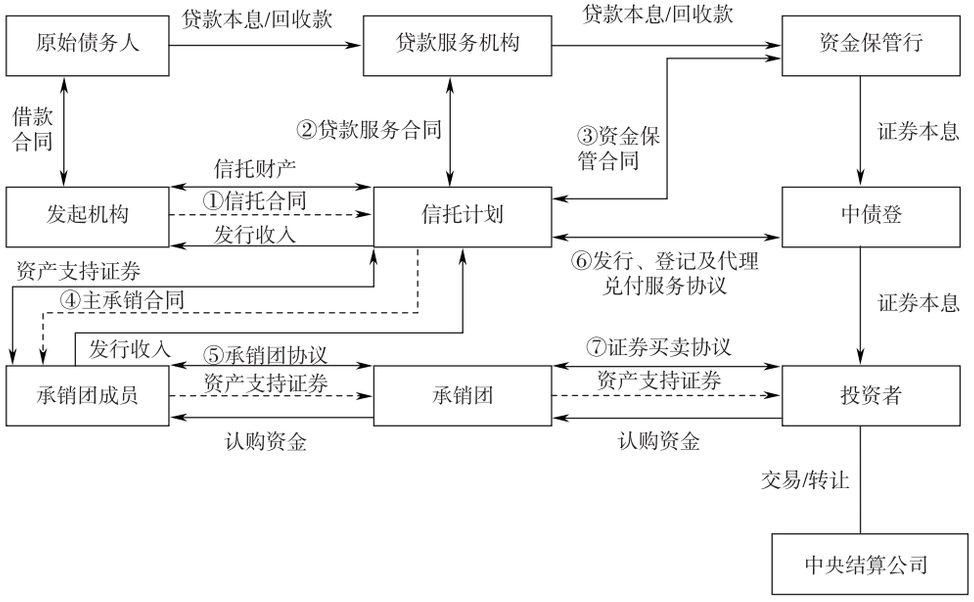


图2　信贷资产证券化业务结构

实务中，对于投资人的涉税影响分析已经在前文中详细陈述。从作为SPV身份的信托计划角度出发的涉税判断和政策解读，目前尚存在争议：

一种观点从物权关系角度出发。理论来源为借鉴国家税务总局公告2015年第90号文中对于融资租赁服务的规定："提供有形动产融资租赁服务的纳税人，以保理方

式将融资租赁合同项下未到期应收租金的债权转让给银行等金融机构，不改变其与承租方之间的融资租赁关系，应继续按照现行规定缴纳增值税，并向承租方开具发票。”该原则明确了不管是否买断，都不改变融资租赁公司和承租人的服务关系。此原则被视为为后期金融资产证券化明确了流转税的征收方向。在此思路下，无论通过信贷资产转让的方式，还是通过信贷资产收益权转让的方式实现的信贷资产出表，都不能改变原始的债权债务关系，即信贷资产所有权和风险的转移并未改变基础信贷资产中的物权关系，不能免除原始权益人的纳税义务和开票义务。因此，在这种观点下债权资产的转让仅被视作是一种融资安排。那么便带来了后续争议，即作为 SPV 的信托计划，是否需要就“债性”的利息收入再次缴纳增值税？若此推论成立，则存在重复纳税的问题。

另一种观点从所有权和风险的角度出发。在此种观点下，若采用信贷资产所有权转让的形式，基础债权实现完全出表，则该部分基础债权的所有人为信托计划，应由信托计划就贷款利息收入缴纳增值税，原则上也应由信托计划开票。对于基础债权的所有权仍保留在原权益人手中的信贷资产收益权转让，现行增值税政策中并没有明确约定是否属于“金融商品转让”。但实务中倾向于按照非金融商品理解。因此，这种情况下，资产转让的性质判定需再分两种情况：

若收益权合约存在差额补足、第三方保证或回购协议等情况，从政策制定角度来看，受让方的权利得到保障，应被视作融资安排。但此种安排下风险并未真实出表，有可能导致该部分收益针对原始权益人以贷款利息征税，针对信托计划以保本合约征税，造成税负重复；若收益权合约不存在差额补足、第三方保证或回购协议等情况，则合约本身可按非保本理解。信托计划并不需要就保本合约承担纳税义务。但针对收益权转让，尽管监管已明确规定不允许出表，会计上依然可以通过对继续涉入程度等关键因素判断是否出表。在这种情况下，若原始权益人按会计出表处理理解纳税义务，则可能出现短暂的征收漏洞。

此外，实务中，出于对开具发票主体性质，部分贷款人财务制度限制等因素考虑，即便合同构成真实转让，利息大多以聘请原债权人作为资产服务机构方式收回。因此，由信托公司作为开票主体可操作性比较模糊。

综上所述，为了避免各利益相关方自行解读政策条款导致税务稽查时的税负争议，建议信托公司、原始权益人与所在省市主管税务机关就资产证券化业务的性质判断原则提前进行沟通，以获取多方认可的指引。

信托 + 有限合伙基金结构。随着各类融资产品的监管趋于严格，越来越多的创新型融资产品衍化而生，采用“信托 + 有限合伙基金”模式的结构产品不断涌现，这既解决了有限合伙型私募基金的投资人的人数限制问题，又为部分融资项目因监管限制难以开展找到解决路径。在“信托 + 有限合伙型基金”模式中，最普遍的结构是信托计划作为有限合伙人（LP），与普通合伙人（GP）共同设立有限合伙型基金，并通过有限合伙型基金以“股 + 债”的形式将资金提供给融资方的融资模式。

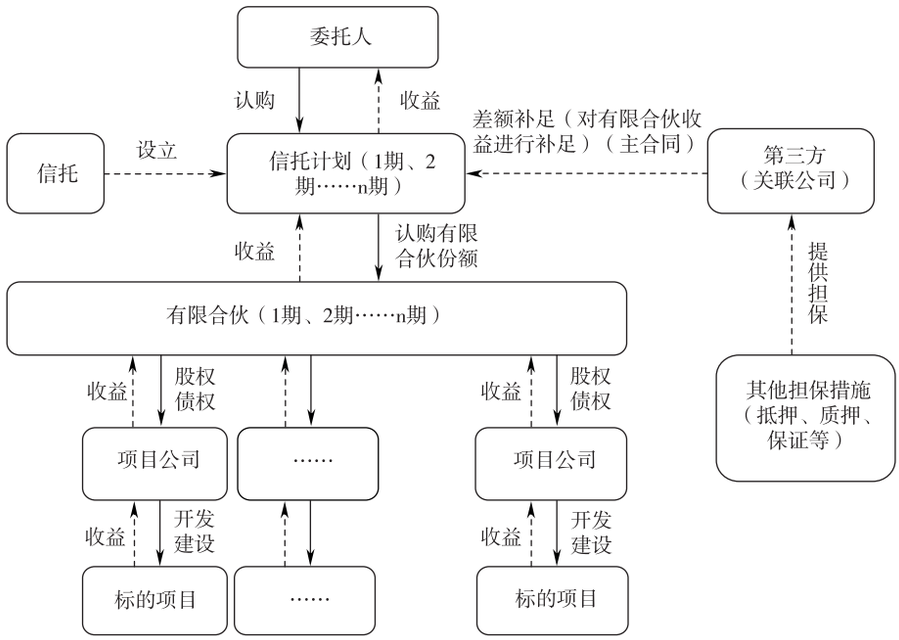


图 3　信托 + 有限合伙型基金交易结构

对于信托计划投资人的涉税探讨此处不再赘述。从信托计划角度来看，基于风险承担程度的不同，信托公司通常扮演两种角色：一种不负责风险控制，仅作通道，另一种负责尽职调查，承担风险，或通过设立 GP 公司进行实际控制。仅就增值税涉税讨论而言，两种角色下的处理并无重大区别。本文以信托计划认购合伙企业的 LP 份额优先级为例。

就 LP 获取的有限合伙企业的分红收益而言，不属于增值税纳税范畴。但若存在上述结构图中的差额补足协议的情况，则有可能存在“债性”属性，需就合同条款作进一步判断。但对于基金层面进行的结构化安排，如以劣后级 LP 保障优先级 LP 的本金和收益的情形下，同前述讨论，实务中视此类收益为非保本，无须缴纳增值税。

对于有限合伙份额转让的争议点主要在于对其金融商品属性的判断。业内有观点认为，在所有资管行业主流产品类型中，在基金业协会备案的有限合伙基金份额转让应属于金融商品转移范畴。但从有限合伙份额的属性来看，其本质上属于非上市公司股权，因此，并不在金融商品所列范围内。同时，许多有限合伙份额并未通过退伙或入伙的方式转让，而是通过有限合伙收益权转让的方式来进行。实务中，由于有限合伙份额本身的金融商品属性尚存争议，对基于原基金创设合同而衍生出的新的收益权合同，基本共识是不符合其他金融商品的定义。但收益权转让行为是否属于变相融资，也应对合同作进一步判断，按实质属性纳税。

就资产端而言，常见的投资标的为投资非上市公司股权。其分红收益和正常的股权转让行为并不属于增值税应税范围。但值得注意的是，如为对于存在固定溢价回购条款的股权转让合同而言，大概率将被视作债性融资行为，因此该溢价部分将视同贷款利息收入缴纳增值税。同理，约定收取固定利润或者保底利润的股权投资行为，也应视同债权融资，就收取的保底利润缴纳增值税。

总体而言，信托产品在此类典型交易结构中作为合伙企业优先级 LP 并不会受到营改增新政的重大影响。但无论是收益的分配，份额的转让，还是投资端的合同安排，都可能存在对于“债性”实质的判断和争议。

资管产品多层嵌套类业务。以常见的嵌套业务为例，A 银行理财投资信托计划发放信托贷款后，将信托受益权转让给 B 银行的理财计划。

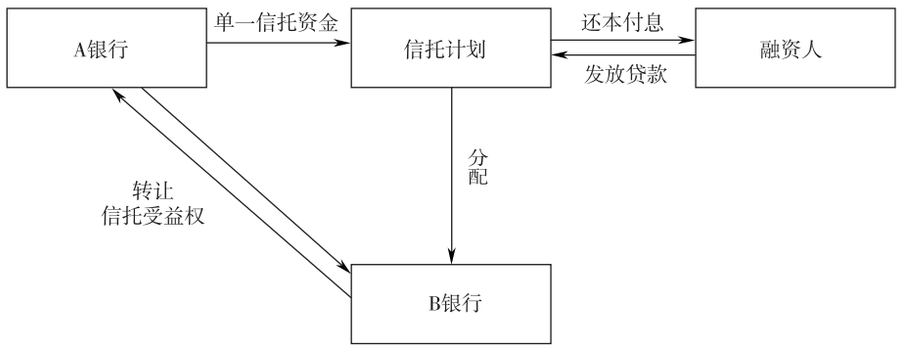


图 4　资管产品多层嵌套类业务交易结构

按照财税〔2016〕140 号文的思路，信托计划收到的融资利息收入应属于典型的保本收益，所以信托公司需要就利息收入按贷款服务的税目缴纳增值税。对于信托计划投资方 A 银行和受益权受让方 B 而言，依照前述分析，在合理的合同条款安排下，

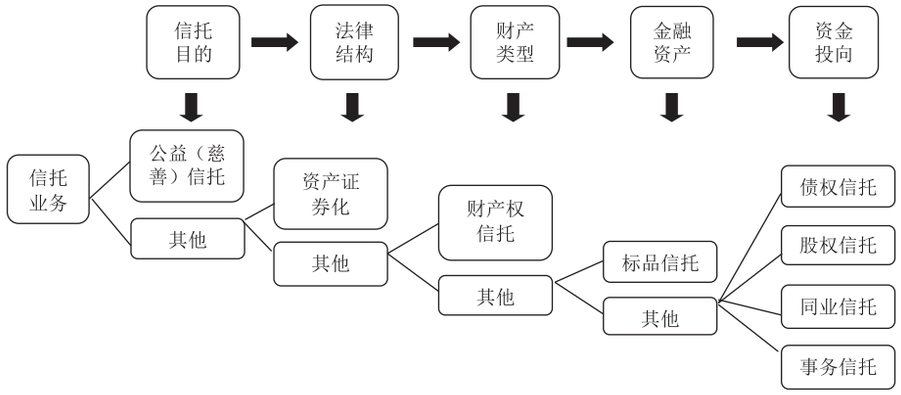
A 与 B 均产生增值税应纳税额。B 银行理财投资方获得 B 银行理财的投资收益是否需要缴纳增值税，要判断该理财产品是否保本。目前市面上的资管产品中，除了银行理财产品及少量存量的公募产品存在保本合约外，其余均为非保本的资管产品，法规并不允许这些产品承诺保本和承诺最低收益，因此绝大多数的嵌套并不会导致重复征税。

有可能出现多重征收的情形是，资管产品上层投资方存在因期限错配或其他原因，未能持有至到期而提前转让的情况。但如前述的讨论，该情况可以通过提前分配，或将未获得的收益在按时间分拆，作为合理避税的方式。因此并不会出现大量的重复征税的情形。综上所述，对大资管行业整体而言，“非保本”收益不征税条款的存在使得〔2016〕140 号文的发布未对“去通道”“去杠杆”起到广泛约束作用。

证券投资类业务。证券投资类业务是存在争议最大的业务类别。原因在于，目前的营改增系列新政中，并未专门就投向为证券类的信托产品进行约定。故以投资上市公司股票举例，虽然投资所得的股息收入无须缴纳增值税，但股票转让应适用金融商品转让规定，需以价差为计税基础计算缴纳增值税。但财税〔2016〕36 号文中明确规定的对于证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券获得的金融商品转让收入免予征税，两者间存在资管产品之间的税负不公情况，后文也将对信托产品与证券投资基金作进一步比较和阐述。

② 新监管精神下信托业务分类的涉税探讨。2016 年底，经过对信托业发展实践、转型方向和本源定位等方面的深入研究，监管层最终确定以资金运用方式兼顾资金来源，将信托业务划分为八大类。新方案将信托业务区划分为债权信托、股权信托、同业信托、标品信托、资产证券化、财产权信托、公益（慈善）信托和事务信托。银监会也进一步对八大分类的内在层级和分类逻辑进行了指导。首先按照信托目的划分出公益信托及其他，然后按法律结构划分出资产证券化，在此基础上根据信托财产类别划分出财产权信托，而后根据资金运用的投向，划分出标品信托后，再进一步划分为债权信托、股权信托、同业信托与事务信托。

此分类一改之前过于简单笼统的分类方式，有利于对业务类型进行明确定义，充分反映风险本质，从而制定配套的、有区别的监管政策。表 3 按照目前试运行的信托八大业务分类，对于营改增前后的计税基础以及征税与否稍作总结与归纳。



资料来源：用益信托工作室。

图 5　信托业务八大分类

表 3　　信托八大业务分类营改增前后对比

		营业税			增值税	
		贷款利息收入	转让差价收入	服务费收入及报酬	贷款服务	金融商品转让
计税基础		贷款利息收入	差价收入	信托报酬 事务管理费	利息及 利息性质收入	卖出价－ 买入价
债权信托	信托贷款类	免	免	征	征	征
	其他类	免	免	征	征	征
股权信托	股权投资类	免	免	征	视收入性质决定	征
	其他投资类	免	免	征	视收入性质决定	征
同业信托	金融机构 被动管理类	免	免	征	金融同业往来 利息收入免征	征
	投资非标同业类	免	免	征	视收入性质决定	征
标品信托	固定收益类	免	免	征	征	征
	非固定收益类	免	免	征	视收入性质决定	征
资产证券化	信贷资产证券化	征	金融机构征 非金融企业免	征	视收入性质决定	征
	其他类	免	免	征	视收入性质决定	征
财产权信托		免	免	征	视收入性质决定	征
公益（慈善）信托		免	免	征	视收入性质决定	征
事务信托		免	免	征	视收入性质决定	征

八大分类所受税政的影响各不相同：

偏向利好：

➢ 股权信托投资上市公司股票或非上市股权取得的股息收入、投资非上市企业进行股权转让退出的，都不属于增值税应税范围。股权信托或许迎来发展机遇。

➢ 财税〔2016〕70 号文对于金融机构往来增值税进行了补充通知，对于信托公司而言，其开展的部分业务的利息收入（包括同业存款、同业借款、买断式买入返售金融商品、金融债券、同业存单），以及 RQFII 委托的证券买卖业务以及银行间本币市场取得的利息收入免征增值税。为“通道”类业务正名的同业信托或许迎来利好。

偏向不利：

➢ 债权类信托无疑是此轮税制变革中受影响最大的一部分，对于债权性质的底层资产收取的利息应按财税〔2016〕36 号文的约定全额征税。

➢ 对于部分标品信托，由于存在前述对证券投资基金管理人税收豁免导致的税负不公，有可能导致发展不利。

尚待明晰：

➢ 公益（慈善）信托的税制有必要单独进行研究。税收优惠是公益（慈善）信托实务操作中最受关注的问题之一。《慈善法》明确了慈善信托可以享受税收优惠，但是相关的税收优惠具体操作细则至今尚未落实。对于慈善信托是否属于资管产品范围，以及若慈善信托处置的股权是未上市股权，则该股权是否属于“金融商品转让”等关键问题仍未明确。

➢ 资产证券化业务的应税行为整体沿袭了营业税时代的征税思路，但如前文论述，对于目前资产证券化项目在融资属性辨别，开票主体确认等方面仍存在政策冲突，可能出现重复征税或遗漏征税的情况。远期影响尚不明朗，需要在实践中进一步摸索，亦需要补丁文件的出台。

➢ 财产权信托在财税〔2017〕56 号文里，被明确归入资管计划范围内。但实务中，财产权信托在设立环节对于财产转移的涉税问题尚无明确规定。如对于以不动产为标的设立的财产权信托，考虑到信托财产的破产隔离的问题，一般不动产都必须要直接过户到信托计划（信托管理人）名下，以信托公司的名义持有该不动产，这将会产生原财产持有方不动产转移的增值税问题。同时，由于后期信托计划持有的不动产出租或转让都将以信托公司名义进行，因此对于此类财产权信托，一律按 3% 简易征收将导致增值税抵扣链条的断裂。目前对于财产权信托的详细指引和其他配套税制的建立尚存空缺。

（二）营改增新政对信托公司税负影响的定量测算

财税〔2017〕56 号文提出采取简易计税过渡方式，主要是由于目前开票与抵扣

的规则并不完善，且税务系统与业务分类方式尚不成熟。但从增值税纳税链条完整性的角度来看，一般征收仍旧是未来税制改革的方向。因此，我们在分析营改增新政对于信托行业的影响时，不能仅止于财税〔2017〕56 号文，而应考虑恢复一般征收后的全部影响。

1. 行业整体税负影响测算

对比税率，在营业税的背景下仅需对资产证券化类项目的利息收入和转让价差缴纳营业税，税负率 5%；而财税〔2016〕140 号文之后，由于增值税的价外属性，其税率为 6%/（1 + 6%） = 5. 66%（暂不考虑附加），不仅征税范围扩大，税率也可视同比营业税阶段增长 13. 2%，且适用于金融行业的可抵扣金额极少；而在财税〔2017〕56 号文暂行后，对于资管产品运营中的应税收入，税率为 3%/（1 + 3%） = 2. 91%。尽管税率下降，但应税范围的扩大，也会带来行业整体税负的提高。

以 2016 年末信托行业规模简单测算，20. 22 万亿元受托资产中，信托贷款占比最高，达到 35%，规模占比最小的为买入返售金融资产，达到 4%。根据财税〔2017〕56 号文规定，贷款以及买入返售金融资产均属于贷款类业务，均需就利息收入缴纳 2. 91% 的增值税，如过渡期结束后，采用一般征收法，则需缴纳 5. 66% 的增值税。此外，交易性金融资产以及可供出售及持有到期的资产运用方式主要是投向金融商品，在符合金融商品转让定义时还应基于买卖价差缴纳增值税。这就意味着，过渡期结束后，超过 80% 的信托产品（规模约 14. 2 万亿元）整体税负会提高。

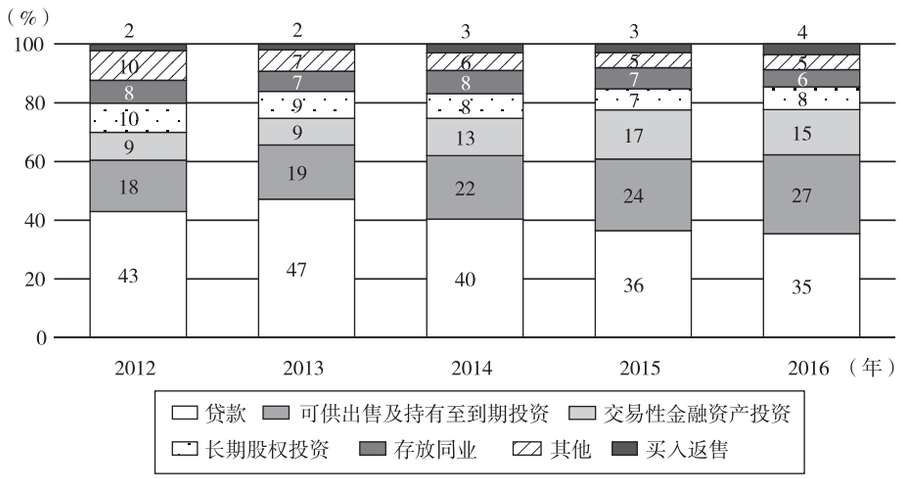


图 6　2012—2016 年受托资产分类占比

2. 以典型债权信托为例进行的税负测算及影响分析

假定1：信托计划向交易对手发放100万元信托贷款，合同约定贷款年利率10%，每年付息，营改增前信托计划约定受益人年化收益率为9%，受托人年化报酬为1%。在受益人收益率不变的情况下，主要项目在营改增前后变化如表4所示：

表4　　税负暂按以管理人报酬承担计算的债权信托税负测算　　单位：万元

项目	营业税	增值税（一般征收）	增值税（简易征收）
融资人支付总额	10	10	10
产品利息收入	10	10/1.06=9.434	10/1.03=9.709
信托收入税额	0	9.434×6%×（1+12%）=0.634	9.709×3%×（1+12%）=0.326
受益人收益	9	100×9%=9	100×9%=9
受托人报酬	1	10-0.634-9=0.366	10-0.326-9=0.674
受托人报酬纳税	0.056	0.366/1.06×6%×（1+12%）=0.02	0.674/1.06×6%×（1+12%）=0.04

可以看出，如果营改增后的税负成本全部由受托人报酬承担，在该示例中受托人报酬将比营改增前下降63.4%，若采取简易征收办法，则受托人报酬将比营改增前下降32.6%。同时，在受托人报酬最终支付给信托公司自营部门时，仍需按照“直接收费金融服务”税目和6%的增值税税率再次纳税。实务中，信托项目的报酬率经过逐年下降，已处于较低水平，通道类项目只有千分之几。假设上述示例年化报酬率为0.5%，则收取的报酬尚不足以支付税费。

信托业管理资产规模占GDP的比重已由2007年的3.57%增长至2016年的27.17%，信托业也成为国家税收的重要来源。2016年，信托业实现营收1116亿元，同比下降5%。在营收下跌的情况下，信托行业当年仍实现利润总额771.8亿元，同比增长2.83%，这表明信托公司的主动管理能力增强、投资能力提高，经营成本把控得当。但是，自2012年以来，信托业营业收入和利润增速已出现趋势性下降，作为衡量行业盈利水平的重要指标，信托业的人均利润也下降到2016年的316.1万元，比2015年同比下降1.19%，行业进入拐点，迎来平稳期。从信托报酬率看，2016年信托业已清算平均信托报酬率约为0.58%，当年新增报酬率预计更低。若增值税由信托公司承担，则信托业盈利空间将大幅压缩。考虑到目前信托业发展呈现疲态，这将对信托业的稳定性造成冲击。在实务中，部分通道类信托项目更是无力承担增值税带来的相关成本。因此，税负的提高势必会传导至受益人收益，或造成社会融资成本上升。

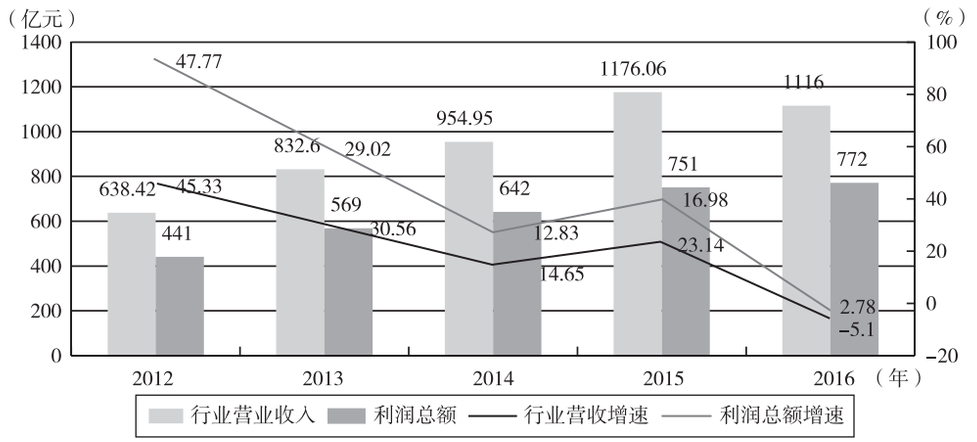


图 7　2012—2016 年信托行业收入和利润

表 5　　税负转嫁给受益人的债权信托税负测算　　单位：万元

项目	营业税	增值税（一般征收）	增值税（简易征收）
融资人支付总额	10	10	10
产品利息收入	10	10/1.06 =9.434	10/1.03 =9.709
信托收入税额	0	9.434 ×6% ×（1 +12%） =0.634	9.709 ×3% ×（1 +12%） =0.326
受益人收益	9	9 -0.634 =8.366	9 -0.326 =8.674
受托人报酬	1	1	1
受托人报酬纳税	0.056	1/1.06 ×6% ×（1 +12%） =0.06	1/1.06 ×6% ×（1 +12%） =0.06

如表 5 所示，在营改增新政下，假如增值税税负由信托产品的受益人承担，在简易征收情况下，受益人的预期收益率将会减少 3.26%。如恢复一般征收，则受益人的预期收益率将会减少 6.34%。

我国财富管理行业起步较晚，尚处于相对初级的发展阶段。根据瑞信研究院发布的《2016 年度全球财富报告》，2016 年全球财富总值为 256 万亿美元，增长率为 1.4%，但中国家庭财富却出现负增长，财富总值为 23 万亿美元，比 2015 年缩水了 6790 亿美元。作为国民财富创造的重要途径，信托公司开发设计多样化的信托产品，为客户资产的保值增值提供了更多的渠道。截至 2016 年 11 月末，我国信托公司直接为超过 43 万名自然人投资者、近 7 万家机构投资者提供了信托服务，当年累计支付信托受益人收益 6668.88 亿元。假如营改增新政产生的税负影响由信托产品的受益人承担，则收益将大幅减少。免税是部分投资者购买信托产品的一个动因，收益的减少势必会影响到这部分投资者的购买意愿，在一定程度上影响国民财富的积累。

设实际收入为 x，补缴的税款（仍以利息方式支付）为 y，按 6% 征收率计算，则 y =（x + y）/1.06 ×6% ×（1 +12%）。解方程得 y = x/1.06 ×6% ×（1 +12%）/

（1－6.72%/1.06）。若按3%征收率计算，则 y = x/1.03 ×3% ×（1 +12%）/（1－3.36%/1.03）。

表6　　税负转嫁给融资人的债权信托税负测算　　单位：万元

项目	营业税	增值税（一般征收）	增值税（简易征收）
融资人支付总额	10	10.67	10.33
产品利息收入	10	10.67/（1 +6%） =10.07	10.33/（1 +3%） =10.03
信托收入税额	0	10.07 ×6% ×（1 +12%） =0.68	10.03 ×3% ×（1 +12%） =0.34
受益人收益	9	9	9
受托人报酬	1	1	1
受托人报酬纳税	0.056	1/1.06 ×6% ×（1 +12%） =0.06	1/1.06 ×6% ×（1 +12%） =0.06

由表6可见，若税负转移给融资方，在简易征收法下，融资成本将增加至原有成本的103%。在一般征收法下，融资成本将增加至原有成本的107%。

从经济逻辑来说，利息是通过资金配置使生产部门间接创造的增值额的反映。对于融资方来说，融资方通过产品的生产销售、提供服务获得的收入，应按相关政策对其征收增值税，而这一收入实际上包含了信托融资的利息成本，因此融资方的税基中涵盖了贷款需要支付的利息。假如营改增新政施行后，由融资方另行支付增值税，其税负的加重可能导致融资总量的降低。根据2017年第一、第二季度人民银行发布的最新数据显示，实体经济融资成本已然出现抬升，资金成本居高不下，仍是制约经济复苏和企业盈利改善的重要因素。在当前去杠杆、去通道的强监管背景下，社会融资供求关系还将发生细微变化，如果实体经济融资成本持续上升，将加剧实体经济的金融风险，加大经济下行压力。

三、我国信托公司税收实务与金融子行业横向比较

从增值税讨论的角度出发，信托业务可从大框架上归于两类，一类是以信托贷款为代表的债权类投资，另一类是投资非上市公司股权、上市公司股票等为代表的股权类投资。针对这两类业务的性质，我们将信托业与银行业及公募证券资基金的相关税收制度进行对比，寻找可借鉴之处。

（一）与银行业增值税对比借鉴

与银行业的对比主要针对债权类资产方面。银行业务可分为表内业务及表外业务，其应税行为可以分别对应信托公司的自营业务和信托业务。

银行表内业务的典型代表即是传统的资金借贷业务、信用卡透支业务等。此部分

按照财税〔2016〕36 号文的规定，对贷款利息收入按 6% 计征增值税，且与贷款相关的利息支出，手续费等不得抵扣。信托公司自营部门的贷款服务与之类似。

而对于信托业务中的债权类业务，其业务性质与银行表外业务相近，尤其是银行表外业务中的金融资产服务类。金融资产服务类业务是指商业银行接受客户委托，为客户提供资产管理和投融资服务的表外业务。财税〔2017〕56 号文中，明确了银行理财产品属于资管产品的范畴，其使用的税率和纳税方式与信托产品并无差异。但实际上，还有另外一类表外业务与部分信托业务类似，但纳税处理与信托产品不同，即银行委托贷款。根据中国人民银行《贷款通则》第七条第 3 款规定，委托贷款指由委托人提供合法来源的资金，委托银行根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放、监督使用并协助收回的贷款业务。委托人包括政府部门、企事业单位及个人等。受托的金融机构在整个委托贷款的业务中只负责代为发放、监管使用、协助收回贷款，并从中收取一定的手续费，且不会对任何的形式的贷款风险承担责任。该业务与信托通道类业务性质非常相似，因此，建议通道型信托业务纳税规定可适当借鉴委贷税收政策。

在委托贷款业务中，对委托方而言，将资金通过银行提供给借款人使用取得的利息收入，属于贷款服务，应缴纳增值税。如果委托方为一般纳税人，应按提供贷款服务取得的全部利息及利息性质的收入作为销售额，按 6% 的税率计算销项税额。且委托方取得的合规增值税扣税凭证，不需要与销项税额一一对应，均可抵扣；对于银行而言，银行提供委托贷款服务取得的手续费收入，属于财税〔2016〕36 号文规定的“经纪代理服务”，按收取手续费的全额计缴增值税。同时，以委托方名义开具发票，并代委托方收取的款项，不计入银行的销售额。在实务操作中，通常银行会在委托贷款合同中明确约定利息发票由委托方开具。对于借款方而言属于接受贷款服务。借款方若为小规模纳税人，不涉及进项抵扣事项；如为一般纳税人，购进贷款服务所涉及的利息和费用不得抵扣进项税额。

综上所述，建议在进一步税收政策指引中借鉴银行委贷业务的税制规定，依据通道型融资类信托业务，即八大分类中的事务管理类信托的业务实质，以委托人作为利息收入的最终负税人，将受托人的角色规定为增值税代扣代缴义务人。

（二）与公募证券投资基金管理公司增值税对比借鉴

《信托法》颁布后，为进一步推动信托行业合法合规经营，国务院办公厅下发了《关于〈中华人民共和国信托法〉公布执行后有关问题的通知》（国办发〔2001〕101

号文），通知明确：由国务院法制办根据《信托法》第四条的规定：负责制定《信托机构管理条例》，对信托机构从事信托活动的事项作出具体规定；在国务院制定该条例规定之前，由中国人民银行（其金融监管职责现由银监会承担）、中国证监会分别对信托投资公司、证券投资基金管理公司等机构从事营业性信托进行监督管理，并由该两类监管机构根据《信托法》制定的有关管理办法执行。该文确定了我国目前从事营业信托活动的金融机构，一类为信托公司，另一类是基金管理公司。后者根据《信托法》《证券投资基金法》和证监会制定的《基金管理公司管理办法》，只能开展公募的证券投资基金信托业务[①]。

从定义上看，证券投资基金是指通过发行基金单位，集中投资者的资金，由基金托管人托管，由基金管理人管理和运用，从事股票、债券等金融工具的投资，并将投资收益按基金投资者的投资比例进行分担的一种间接投资方式。就法律关系而言，证券投资基金是一种特殊的信托关系。证券投资基金从运行特点来看本质上是一种信托投资安排，属于资金信托业务的一个种类。在境外，证券投资基金在其名称中一般带有“信托”字样，如在日本、韩国和中国台湾称为证券投资信托，而英国、新加坡和中国香港将其称为单位信托。因此，证券投资基金的税收实务值得集合资金信托业务借鉴。

1. 纳税主体及实际税负承担者实务借鉴

《证券投资基金法》规定我国基金制度采用契约型组织形式，契约型基金不具有法人资格。由于基金不具有独立法人地位，需由基金管理人代为行使纳税义务。营改增之前，我国证券投资基金相关税收制度明确规定，在税务处理中对基金本身的运营不予以课税。而针对信托公司开展的信托业务，由于与之相配套的完善的信托税收法律法规制度并未建立，因此在营业税时代下，信托计划借鉴了证券投资基金的税收规定，在实务中事实免税。

财税〔2017〕56 号文的发布明确将公募证券投资基金列入“资管计划”的范畴。关于公募证券投资基金的纳税主体判定，看似与信托产品面临同样处境，但与信托产品不同的是，营业税时期《中华人民共和国证券基金投资法》已经明确规定，基金资产投资的相关税收由基金份额持有人承担，基金管理人或其他扣缴义务人按照国家有关税收征收的规定代扣代缴。故公募基金运营实务中，投资人已形成了承担税负的

① 周小明．信托制度：法理与实务［M］．北京：中国法制出版社，2012.

习惯。因此，即便财税〔2017〕56号文规定以资管计划为纳税主体，相较于信托产品等其他资管产品所面临的需要与投资人重新沟通以明确税负承担主体的实际困难而言，公募基金在实务中将税负转嫁给投资人要顺其自然得多。

与公募证券投资基金最为类似的是八大分类中的标品信托业务。建议针对该业务类别，借鉴公募证券投资基金的实务经验，通过业内交流及与投资者的提前沟通，明确投资方为增值税的实际承担者，并形成行业惯例。

2. 税收优惠借鉴

营业税背景下，对基金管理人运用基金买卖股票、债券取得的差价收入，免征营业税。营改增试点实施后，上述税收优惠政策得以维持，根据财税〔2016〕36号文，证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债券获得的金融商品转让收入，仍然属于免征增值税范畴。但对于信托公司而言，在营改增新政下证券投资信托项下股票、债券等金融商品的买卖也需要依据金融商品转让条款，就买卖差价部分的收入缴纳增值税。这与同样依据信托制度建立起来的公募证券投资基金制度项形成了鲜明对比。

鉴于公募证券投资基金与营业信托均是基于资产管理和财富增值的目的，依据基本的信托制度予以设立，其在法律关系、运作手段上并无根本的、实质上的差别，营业信托并未参照现行的公募证券投资基金的税收政策，免征增值税，而由投资者就信托投资收益根据其自身税收政策缴纳相应的所得税，以避免各类税负的重复征收，显然显失公平。建议参照公募证券投资基金的税收政策，将增值税免征范围扩大至证券投资类资管产品，以维护税收的公平性。

四、本轮税制变革中信托公司面临的未决问题探讨

（一）信托产品作为增值税纳税人存在的问题

信托制度特征决定了信托产品税务政策的特殊性。信托的本质是“受人之托，代人理财”。《信托法》明确规定：“信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”“受托人必须将信托财产与其固有财产分别管理、分别记账，并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账。”对于受托人来说，其虽取得了对信托财产的所有权，但这仅是一种名义上的权利，因为其无法享有该财产带来的利益。对于受益人而言，其虽享有受益权，但这又仅是一种利益请求权，并不是对信托财产的所有权。这就决定了信托财产具有“名义所有权”与“实质所有权”

分离和“独立性”两个核心特点。而这两个核心特点是信托制度灵活性的基础。

财税〔2016〕140 号文规定，资管产品运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人为增值税纳税人。对于信托产品而言，信托公司作为受托人成为增值税纳税人。将会产生两个问题：第一，信托公司作为受托人，只享有“名义所有权”，而“实质所有权”是由受益人享有或受益人与委托人共同享有，由名义所有权人缴税不符合税收实践中“实质重于形式”原则；第二，信托财产具有独立性，即受托人的固有财产与信托财产互相独立，同时信托财产之间互相独立。信托公司以自己的名义为信托产品纳税，与《信托法》中信托财产独立性原则相违背。这也是营改增之前信托产品的税收环境较为宽松，相关税收制度对于信托产品运作中的税收问题并无明确约定，对于信托产品运营过程中形成的纳税主体也无明确规定的主要原因。

（二）增值税链条的完整性和逻辑性不够健全

目前，国际上普遍未找到在金融业真正推行增值税又能完善抵扣进项税款的办法。因此大部分国家只针对少量金融业务征税，对金融业缺乏全面征收增值税的先例。

从我国当前构建的税收链条看，信托产品乃至所有的资产管理产品，均是基于资产管理和财富增值的目的，将投资者投入的资金或财产用于获取投资收益的行为。其增值部分为运用该资金或财产产生的收益，应当缴纳增值税。但从融资人角度来看，企业的融资行为中，偿还利息的资金来源于实体经济部分的增值额，已经缴纳了销项税。因此，若贷款利息的进项部分无法抵扣，则会导致进销项税额的不匹配，增加整体税负。对此，目前实务中采取的措施为允许整体含税利息总额允许从所得税中扣除，以缓解部分的税收重复。但严格从征收逻辑和增值税的完整性而言，允许贷款利息的进项部分从销项税中抵扣更为合理。此外，从资管产品和投资人来看，若投资于保本类的资管产品，按照目前的征税规则，会在底层资产层面与投资人层面重复征税，并不符合减轻税负的设计初衷。

（三）税收政策差异可能带来套利空间，束缚创新活力

营改增新政之后，为应对针对利息收入的从严征管及进项抵扣约束，很有可能促使资管产品通过交易结构设计将债性业务转型为股性业务，或直接用免税的公募基金，代替征税的信托计划。

处于我国金融创新前沿的信托行业持续发展的一个重要原因，在于信托产品设计可以发挥制度优势，灵活组合金融工具，为客户提供多样化投融资服务，帮助企业实

现产融结合的发展目标，更好地发挥金融对经济结构调整和转型升级的支持作用。因此，相较其他资管产品而言，信托产品更加推陈出新，灵活多样。这一行业特点加大了营改增的实施难度。在不同交易结构下有效税率的不同，使得信托产品的设计不得不考虑该交易结构下的实际税率，这将极大束缚信托业的创新。

（四）特殊信托类型的税收政策并未配套完全

2017 年 7 月 26 日，银监会与民政部联合印发的《慈善信托管理办法》正式公布，标志着我国慈善信托规制体系基本建立。其中规定民政部门负责备案和相关监管、由银监会负责慈善信托业务和资金保管业务的监督管理工作；同时发布了相应的鼓励措施如免计风险资本、免予认购信保基金以及监管评级加分等；但与税收相关的规定只有两条，一是第三章第十五条规定："受托人应当在慈善信托文件签订之日起 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。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。"二是第四十四条规定："慈善信托的委托人、受托人和受益人按照国家有关规定享受税收优惠。"此外并没有对具体的税收优惠政策进行阐明。

参照国际惯例，在英国、美国、日本以及我国台湾地区，慈善信托税收优惠政策一般参照慈善捐赠，涉及税收优惠的环节主要是信托设立环节与运作环节。在我国，慈善捐赠优惠条款较为明确的是关于所得税的相关规定，即企业所得税中，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。个人所得税中，捐赠额未超过纳税人申报的应纳税所得额 30% 的部分，可以从其应纳税所得额中扣除。但实务中，信托公司作为受托人必须与慈善组织进行合作，利用其可开具捐赠票据的功能，才能解决委托人慈善信托财产的税前抵扣问题，拉长了环节、扭曲了模式、增加了成本。

针对信托公司以及资管产品管理人的税收优惠制度则更不成熟。信托公司极有可能会对资金的增值保值作出专业性的运作，英国对于慈善信托本身的税收优惠包括出售捐赠货物时的增值税，但国内的税收优惠政策中并未对慈善信托运行中产生的应税行为做出明确规定。同时，慈善信托的收费普遍偏低，因此，市场化的运营更需税收优惠的支持，以调动社会力量参与慈善事业。

此外，虽然目前的慈善信托的委托资产主要为资金，但借鉴国际经验，以财产作为委托资产是主流趋势之一。这就涉及财产转移的性质判断及其纳税问题。如股票置入慈善信托，股票的名义所有权发生了转移。若视作转让，就涉及转让所得要缴纳增

值税和企业所得税的问题；若视作捐赠，信托刚设立初未必能及时取得公益性捐赠资格，因此，捐赠行为很可能也会被视同销售，需缴纳增值税和企业所得税。与之存在类似制度缺失的还有承担着信托公司转型大计的家族信托。结合前文中财产权类信托的制度缺失，我国信托业在回归财产转移制度功能上还任重道远。

（五）未决实务问题

实务中，由于营改增系列新政为针对大资管行业，基本未对信托行业做出专门规定，因此，对于营改增新政在实务层面的理解和应对，还存在一系列的未决争议，下面提出几个典型问题：

（1）汇总申报：财税〔2017〕56 号文规定：“管理人可选择分别或汇总核算资管产品运营业务销售额和增值税应纳税额”。其中，对于贷款服务取得的利息收入进行分别核算或汇总核算，在数据上不存在本质差别。但对于金融商品转让，财税〔2016〕36 号附件 2 第一条第（三）项第 3 目规定：“金融商品转让，按照卖出价扣除买入价后的余额为销售额。转让金融商品出现的正负差，按盈亏相抵后的余额为销售额。”该条规定被视作是对“金融商品转让”的税收优惠规定，但实务中，如果选择对资管产品进行汇总核算，从管理人角度能够有效形成应纳税额的正负相抵，但从单个产品角度可能存在不同产品中的收益再分配。即存在亏损产品为盈利产品提供节税空间。而对于已将税负转嫁投资人的资管产品而言，投资人有可能不同意产品之间的收益调节。因此，若管理人希望通过选择资管产品的汇总核算以实现节税目的，应提前与投资人沟通，并在合同条款中约定，避免争议。

（2）价税分离方案选择确定：按照财税〔2016〕36 号文的规定，增值税纳税义务发生时间，为以下三种情况孰先：①发生应税行为，收讫销售款项当天；②取得销售款项凭据当天（如合同约定付息日）；③开具发票当天。信托公司对于价税分离的方案存在三种选择：①按实际收款的时点；②按照法规要求，以合同约定的时点及实际收款时点孰先；③计提损益时点。三种方案在系统改造、法规合理、资金流占用的方面无法兼得。按照方案①，最能满足流动性需求，系统改造难度小，但较之方案②，并未完全严格按照法规要求处理，存在稽查风险；但若参照方案②，系统改造难度较大，且若合同约定时间早于收款日，可能会出现资金流的提前占用。方案③下系统改造最为容易，但一方面不完全符合法规要求存在稽查风险，另一方面，也将导致严重的资金流占用。因此，信托公司应结合自身业务类别的特点和情形，审慎选择价税分离方案，并提前与主管税务机关进行沟通。

（3）其他实务问题：①需要大量人手完成客户信息维护。为满足客户开具增值税发票的需求，金融企业需要收集客户的涉税信息诸如客户名称、纳税人识别号等，通过系统完善交易记录并维护客户信息。同时，营改增后企业的开票和申报均需要通过金税系统实现，将增值税管理系统与金税系统对接不可避免。因此，系统改造升级对金融业企业来说迫在眉睫；②尽管在财税〔2017〕56 号文下，资管产品暂实行增值税简易征收，进项税匹配问题得以缓解，但追本溯源，简易征收并不能反映增值税的实质，因此，一般征收依然是大势所趋。进项税问题虽被递延，但尚未消除。主要的匹配难度在于，当一个资管产品存在多个投向，且不同投向同时存在应税及免税收入的情形，如何对可抵扣进项税进行分摊。③信托产品不能作为独立纳税主体，故需以每个管理人为单位登记为增值税纳税人，汇总计算其管理的所有资管产品增值税额，但同时需要更加准确地区分自营业务与信托业务以便进行纳税申报。因此，增值税的进项税认证抵扣、增值税专用发票的领用和保管都更为复杂，管理人的税务管理将会面临一系列挑战，甚至存在自营部门给信托产品开票的实务性问题。

五、信托公司税务政策优化建议

党的十八届三中全会将“稳定税负”作为完善税制的要求。“营改增”改革之初期也确定了“改、减、留、保”的原则。“改”就是将目前企业缴纳的营业税改为增值税；“减”就是通过税率、出口退税等制度设计，实现结构性减税；“留”就是原来享受的优惠政策原则上继续保留；“保”就是收入归属不变，保地方的既得利益。资管行业的“营改增”应充分考虑目前实务操作，应税范围不应出现实质性大幅变化。具体到信托行业，结合前面部分的分析，具体建议如下：

（一）审慎确定纳税主体，分类实施减免政策

营业税税制下，信托产品不作为纳税主体，信托公司也无代扣代缴义务。营改增之后，信托公司以受托人名义管理信托资产，可能发生多种增值税应税行为。这与《信托法》中的信托原理相违背，且税负不减反增，与税制改革实现结构性减税的初衷背道而驰，同时也不利于增强信托业服务实体经济的能力。因此，建议再次审慎考虑对信托产品的征税规则，采用税收穿透原则，将信托或其他资管产品作为一个透明体，实施免税。如确实不能免税，亦建议结合八大分类将不同品种的信托产品区分处理。如前文中已论述，通道型信托可参考银行委贷业务收入征收规范，将管理人认定为资管产品的增值税代扣代缴义务人而非纳税义务人，又如对标品信托，参照财税

〔2016〕36 号文对证券投资基金管理人运用基金买卖股票、债权转让收入免征增值税的规定，适当免征。

对不同类型应税金融服务的区分，将对不同的信托业务类型产生差异化影响，使税制改革成为行业发展中调结构、促转型、定向引导重点方向展业的有效战略性工具之一。

（二）建议对征收日前已成立的资管产品不再追溯补缴

2017 年 6 月 30 日，财政部发布《关于资管产品增值税有关问题的通知》规定，对资管产品在 2018 年 1 月 1 日前运营过程中发生的增值税应税行为，未缴纳增值税的，不再缴纳；已缴纳增值税的，已纳税额从资管产品管理人以后月份的增值税应纳税额中抵减。对于在 2018 年 1 月 1 日之前已成立、在 2018 年 1 月 1 日后仍存续的信托产品，由于签订合同时相关政策未出台，执行细则未明确，因此并未考虑增值税因素，如果该类产品需要缴纳增值税，则会涉及税费承担的问题。若增值税由信托公司承担，则可能因为税费金额较大，导致信托报酬难以覆盖甚至需要固有资金垫付税费的问题发生，为行业未来发展带来压力；若由融资人或者投资人承担，则由于初始合同对税负承担主体未作明确约定，后续单方面调整税款会违背契约精神，可能导致经济纠纷。因此，建议对此类产品免征增值税，以避免不必要的经济纠纷与税收负担。

（三）提高税收申报的可操作性和便利性

目前信托公司仅拥有一个增值税纳税申报号，但同时管理多个信托产品，若作为信托产品的增值税纳税人，则不得不将固有业务收入和信托产品汇总合并申报。财税〔2017〕56 号文明确规定：“管理人应按照规定的纳税期限，汇总申报缴纳资管产品运营业务和其他业务增值税。”但除此之外再没有其他细则。在财税〔2017〕56 号文规定的简易征收规定下，由于不涉及进项税匹配的问题，实务性相对能够保证。但如果恢复一般征收，则可能会出现难以准确核算各信托的税负成本、无法保证信托产品受益人的公平性、不利于客观反映信托公司真实的税负情况、征收效率较为低下等种种状况。建议明确简化税收核算办法及抵扣操作，最小化政策实施成本，提高征管效率。并加快推进电子发票及数据化管理，同时从管理上给企业提供更便捷的纳税方式，加强风险防范，降低遵从成本。

（四）明确争议政策，避免重复纳税，完善税收优惠

前文中所分析的政策矛盾和判断争议，建议相关部门尽快推出补丁文件，做出进

一步指引。前文中已对各重点业务类型的政策争议点及建议进行了一一探讨，此处不再全部列示，仅以部分举例，如尽快推出补丁文件，明晰资产证券化的融资属性判断标准、纳税主体；尽快明确财产权信托在设立环节对于财产转移的涉税问题，以形成完整的增值税抵扣链条；对嵌套产品中购买上层保本产品的金融机构，规定可就底层金融产品已缴纳的增值税获得增值税专用发票进行进项抵扣，以避免重复纳税。此外，加快税收优惠细则制定进程，如约定慈善信托不纳入资管产品征税范围，其资产保值增值溢价全面免税，或适用零税率。

六、结语

2017 年 2 月，国务院办公厅向十一届全国人大常委会第十九次会议以书面形式提交了《国务院办公厅关于落实全国人大常委会对 2009 年中央决算报告审议意见的函》。文件指出，根据《全国人大常委会 2011 立法工作计划》的有关要求，目前国办正在抓紧研究起草《中华人民共和国增值税法（草案)》，以通过增值税立法工作，稳步推进增值税“扩围”改革，进一步完善增值税制度。

全面推开营改增试点，可谓是增值税改革取得的重要阶段性成果，为增值税立法走出了关键的一步。尤其对于金融服务业而言，在缺乏国际经验借鉴的情况下，这一步迈得格外艰难，却也意义重大。继续深化改革任重道远，但千里之行，始于足下，相信金融行业增值税制度将在对实践难点的逐个突破中不断得到完善，最终推进增值税立法进程，巩固改革成效。信托公司作为大资管行业的重要成员，亦正积极投身改革浪潮，于痛楚中成长，从困难中总结。本文所论述的信托公司流转税制改革实务问题及所提建议，尚需待各利益相关方在实践中博弈和检验。希望能以本课题研究，为监管政策的演进和信托税制的完善贡献绵薄之力。

参考文献

［1］北京国际信托有限公司．信托业税收制度研究．2015.

［2］毕马威．中国对金融服务征收增值税的挑战．2017.

［3］陈涵，涂永式．营改增对信托业的影响分析［J］．税收经济研究，2017，22（2）：60－66.

［4］郝琳琳．信托所得课税困境及其应对［J］．法学论坛，2011，26（5）：150－155.

［5］李青云．我国公益信托税收政策研究［J］．税务与经济，2006（5）：95－99.

［6］姒建英．信托税制的国际比较和借鉴［J］．企业经济，2004（7）：146－148.

［7］孙瑜晨．金融服务业“营改增”的现实省思和改革取向［J］．上海金融，2015（2）：32－41.

［8］王斌．对我国资产证券化中 SPV 税收制度的探讨［J］．国际税收，2010（8）：36－39.

［9］王礼平．中外信托制度问题研究［D］．东北财经大学，2005.

［10］徐孟洲，席月民．论我国信托税制构建的原则和设计［J］．税务研究，2003（11）：31－36.

［11］杨默如．我国金融业改征增值税的现实意义，国际经验借鉴与政策建议［J］．财贸经济，2010（8）：42－50.

［12］张媛．信托税制的国际经验及对我国的启示［J］．黑龙江对外经贸，2010（7）：158－160.

［13］中国金融四十人论坛．我国金融业“营改增”问题研究．2015.

［14］周小明．完善信托制度，我们还需要做什么［J］．当代金融家，2017（3）：84－87.

［15］周小明．信托制度：法理与实务［M］．北京：中国法制出版社，2012.



不动产信托转型研究——以REITs模式为例

课题牵头单位：中航信托股份有限公司

课题指导专家：郑　智

课题组成员：

袁　田　李明洁　蔡其峰　王　伟	中航信托股份有限公司
周　萍　陶婷婷	中信信托有限责任公司
舒　雷　曹文锋	平安信托有限责任公司
薛小峰　吴明晰	紫金信托有限责任公司
王春艳	陕西省国际信托股份有限公司

摘　要

以供给侧结构性改革作为经济发展新常态的重要推动力已经成为当前我国经济发展的重要任务。近年来，房地产行业经历高速发展期过后，面临低端供给产能过剩，也累积了一定程度的市场风险。近年来，中央政策积极引导和大力支持推进房地产长效机制的建立和资产证券化建设，一方面，资产证券化是推动“三去一降一补”、盘活庞大存量不动产资产的重要金融工具。另一方面，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，可更加有效满足我国金融市场对长期收益稳定且风险较低的资产品类有较大的投资需求。在此背景下，增强金融服务实体经济的可持续性成为助推社会经济发展的重要议题。不动产投资信托基金（REITs）快速启动和发展为我国房地产行业转型带来契机。然而，我国目前 REITs 的法律制度和税收政策仍有待健全，产品标准化进程速度有待提高，导致 REITs 市场的健康和深化发展受到制约。本报告以此为研究动机，从制度环境和市场环境出发系统性探析 REITs 的发展环境，辨析国内外 REITs 模式的典型范式，构建信托公司 REITs 业务的发展路径，从法律政策角度为 REITs 的发展提出完善建议。

课题组通过开展集中会议研讨和实地调研，汇集近年来信托公司在不动产投资信托基金领域的案例，兼顾国外成熟市场的 REITs 实践，剖析不动产信托转型的困境，提出培育信托公司服务产业的主动管理能力是破解不动产信托向 REITs 模式转型困局的良药。信托公司应该发挥制度安排的独特优势，从抵押融资转向地产金融全产业链的资本化运作，从受托管理转向资产整合、运营和专业服务，从债性产品转向权益类产品，以此为目标培养基于丰富客户资源的优质资产获取能力、专业化和精细化的市场深耕能力和综合化的金融整合服务能力，促进房地产租购市场的长效健康发展，推动完善 REITs 的法律制度、税收政策和不同交易场所之间的流转登记建设。

关键词：不动产信托　REITs　主动管理　金融整合服务

目　录

一、REITs 发展环境的系统性探析 …… 103
（一）制度环境对 REITs 的发展导向效果 …… 103
（二）市场环境对 REITs 的发展驱动作用 …… 108
二、REITs 模式的典型范式辨析 …… 112
（一）非交易型 REITs 掀起的另类投资热点 …… 112
（二）私募地产基金与公募 REITs 的双平台模式 …… 114
（三）国内 REITs 业务创新路径再探索 …… 119
三、信托公司发展 REITs 业务的路径探析 …… 120
（一）发挥信托作为制度安排的独特优势 …… 120
（二）信托公司 REITs 转型方式路径探索 …… 123
（三）培育信托公司服务产业的主动管理能力 …… 126
四、我国 REITs 的发展困境与前景展望 …… 132
（一）发展 REITs 业务的法律制度与税收障碍 …… 132
（二）交易场所与流转登记的市场基础设施建设 …… 134
（三）不动产信托业务转型的困境解决方案探讨 …… 137
五、结论与建议 …… 142
（一）发挥信托的多维角色与整合作用 …… 142
（二）优化 REITs 的财产登记与流转交易 …… 142
（三）完善 REITs 的法律制度与税收政策 …… 142
（四）推动国内公募 REITs 的模式探索与落地实践 …… 143
（五）借力 REITs 模式助推房地产长效机制的建立与完善 …… 143
参考文献 …… 143



一、REITs 发展环境的系统性探析

近年来，不动产低端供给产能过剩导致不动产信托遭遇发展瓶颈，以 REITs 为突破口推动不动产信托转型成为各市场机构聚焦重点。

一般认为，REITs 属于一种资产证券化的方式，是指一种采取公司、信托或社团的组织形式，以发行受益凭证的方式汇集特定多数投资人的资金，由专门投资机构进行房地产的经营管理，通过收购并持有收益类房地产或者为房地产项目进行融资，将投资综合收益按比例分配给投资人，使投资人分享房地产受益，并享受税收优惠的产业投资基金[①]。

对于 REITs 的发展，离不开法律、税收、相关产业及金融政策等制度层面的基础设施支持，相对健全的制度环境为 REITs 的发展成长提供了优渥的土壤和系统性支持，不仅在法律层面给予保障，而且政府的税收优惠政策也为 REITs 的长效发展提供了主要驱动力。

（一）制度环境对 REITs 的发展导向效果

1. 产业政策的引导

为稳步推进国内 REITs 业务的健康发展，近年来，政府采用疏堵结合的方式，一方面陆续制订并出台相关文件，为开展 REITs 试点工作提供政策依据。另一方面，针对房地产行业的整体发展趋势，加强信贷监管政策，制订租售并举的长效调节机制，为 REITs 业务发展提供了市场基础。

自 2005 年我国发行的第一只以国内资产为基础的不动产投资信托基金（越秀房托）成功在香港上市以来，国家通过政策引导积极推动 REITs 业务在国内的试点工作。基于前期经验的总结，2008 年 12 月 3 日，国务院在《关于当前金融促进经济发展的若干意见》中，明确提出“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。”2009 年，人民银行联合证监会和银监会等 11 个部委成立“REITs 试点管理协调小组”，详细制订了试点实施方案，在北京、上海和天津进行试点，拉开了 REITs 模式在我国正式推广实施的帷幕。

房地产行业从增量建设的“黄金十年”转入“租售并举”的存量时代，成为 REITs 业务发展的新契机。一方面，“一行三会”密集出台监管文件，加强规范对房

① 姚延中．房地产投资信托基金（REITs）研究［M］．杭州：浙江大学出版社，2016.

地产行业融资的约束和监管，另一方面，国务院先后出台系列产业政策，引导和鼓励通过 REITs 加快住房租赁市场的发展。2010 年以来，国务院先后发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（建保〔2010〕87 号）、《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》（国发〔2016〕8 号）和《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发〔2016〕39 号）等系列政策文件，鼓励金融机构探索运用房地产投资信托基金拓展公共租赁住房融资渠道，支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，稳步推进 REITs 试点。

2. 法律制度的规范

（1）国内 REITs 现有法律架构。目前我国尚未建立针对 REITs 的法律架构，在 REITs 专项立法出台前可以在一定程度上的引援或参考现有的《信托法》《公司法》《证券投资基金法》，以及人民银行、银监会、证监会等监管机构颁布实施的相关资产证券化法规。

目前我国不动产信托的法律体系包括：构成信托业基本法律框架的“一法三规”（《中华人民共和国信托法》《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《信托公司净资本管理办法》）。其中，2008 年，银监会发布《信托公司管理办法》的修订版，鼓励 REITs 的发展。2009 年 8 月，人民银行和银监会发布《房地产集合投资信托业务试点管理办法》，提到 REITs 将被两家监管机构共同监管。虽然目前国内对于 REITs 尚无转型立法，但从监管内容和组织模式而言，以上法规对房地产信托业务在经营规则、监督管理、风险控制及处罚等方面的规定作为参照分析，例如其对于投资份额限制的突破、投资对象及资金用途的拓展、内部管理机制的规范等。

2014 年 3 月 1 日起实施的《中华人民共和国公司法》取消了“公司对外投资累计投资额不得超过公司净资产的 50%，开业时间在 3 年以上”的限制，对我国设立公司型 REITs 有较大的促进作用。

2006 年 1 月 1 日起施行的《中华人民共和国证券法》将申请上市公司的股本总额下限由原《公司法》规定的“不少于人民币 5000 万元”降低为“不少于人民币 3000 万元”，将公司股本总额超过人民币 4 亿元的，公开发行股份比例下限从 15% 下降到 10%，放宽了将房地产开发公司和信托公司改造为 REITs 上市公司的条件限制。另一方面，《中华人民共和国证券投资基金法》第七十三条规定：公开募集基金财产应当用于下列投资：（一）上市交易的股票、债券；（二）国务院证券监督管理机构

规定的其他证券及其衍生品种，同时，《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》已对资产支持证券的证券属性做出明确界定，为推动 REITs 的公开募集提供了法律依据。与此同时，人民银行、银监会和证监会近年来不断出台和完善资产证券化相关的法律法规，《信托公司证券投资信托业务操作指引》《机构间私募产品报价与服务系统资产证券化业务指引（试行）》《资产支持证券信息披露规则》《国家发展改革委、中国证监会关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》等制度法规的推出和完善，表明我国监管层一直致力于创新证券衍生产品和保护投资者权益的立法，为 REITs 在我国的发展创造了规范良好的法律制度环境。

此外，我国针对房地产市场的法律法规正日趋完善，通过对产权归属的清晰界定，促进 REITs 的合法合规发展。全国人大常委会通过的《土地管理法》、国务院发布的《土地管理法实施条例》和《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》，对促进土地使用制度改革和 REITs 发展提供了法律基础。

（2）REITs 专项政策法规的讨论与探索。2007 年 6 月，人民银行联合住建部等部门召开会议，认为应按照“试点与立法平行推进”的原则推进 REITs。

2009 年 11 月，人民银行发布了《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》征求意见稿。

2010 年 6 月，人民银行、住建部等多个部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，提到应当鼓励公租房的新融资渠道，探索使用 REITs、信托等形式。

在尚无专项立法的前提下，对 REITs 讨论和探索的过程中，相关监管法规的草案虽未正式实施，但内容上对 REITs 的规范化发展有较大的借鉴和参考价值。银监会在 2009 年推出的《房地产集合投资信托业务试点管理办法（草案）》以及人民银行在 2009 年起草的《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》为我国 REITs 的顶层设计提供了可行的初步框架。在银监会的方案中对 REITs 的成立标准、投资要求、收益分配要求、信息披露要求等方面均进行了规范化要求：

①在信托计划成立时：期限不少于 5 年；信托单位持有人不少于一百个。

②投资范围、收入比例方面：投资对象中包含 80% 以上能产生可预见现金流的房地产项目；总收入的 75% 来源于房地产项目产生的租金收入、处置收益等。

③在收益分配方面规定：信托计划的收益分配比例不得低于信托计划净收益

的90%。

在人民银行的方案中，对REITs的交易结构进行了贴近国情的规范化设定，允许将REITs设定为结构化产品，规定了在银行间市场发行房地产信托受益券的具体安排：房地产信托受益由房地产物业租金收入和处分房地产物业所得构成，受托人应在扣除相关税费和必要储备之后，将其余信托收益全部分配给受益人。信托受益权应区分优先级收益权和次级受益权，优先级受益权应当为固定收益产品，可在银行间债券市场进行转让。超过优先级的收益应该分配给次级持有人，次级受益权应当由委托人全部持有等。

3. 税收规制的调控

REITs有利于发行人盘活资产及优化财务报表，但在项目实操过程中最大程度控制税费成本也成为发行人的主要衡量因素，其发展离不开税收政策的支持。一般而言，REITs包含设立、存续和终止三个环节。过往对于REITs的税收讨论多聚焦于“双重征税”问题，即在REITs设立时，委托人按照信托协议将不动产转移给受托人，受托人需缴纳契税、印花税，委托人除缴纳印花税以外还要按照不动产的市场价值或评估价值就不动产转让缴纳营业税；在终止阶段，委托人收回信托财产或受益人接受信托财产时，委托人或受益人还需缴纳契税、印花税，受托人还需缴纳相应营业税。

实际上，目前国内类REITs项目在实操中，可通过设立REITs项目公司以接收不动产资产，进而以股权转让的方式设立类REITs，不再涉及不动产资产的转让，从而避免“双重征税”问题。因此，国内类REITs的主要税费发生在“设立REITs项目公司”与“转移项目公司股权”两个阶段。

（1）设立符合REITs产品发行要求的新项目公司。设立新项目公司的操作方法主要有两种：一是以不动产出资设立新项目公司；二是公司分立，经公司股东会决议通过后分成两个以上的公司。以不动产出资设立新项目公司或公司分立过程中，可能涉及的主要税费包括土地增值税、增值税、企业所得税、契税和印花税五类税费。

表1　　设立符合REITs产品发行要求的新项目公司时涉及的税费

税项	不动产出资	相关文件	公司分立	相关文件
土地增值税	特定情况下免除	《财政部、国家税务总局关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》（财税〔2015〕5号）	特定情况下免除	财税〔2015〕5号

续表

税项	不动产出资	相关文件	公司分立	相关文件
增值税	需缴	《国家税务总局关于发布〈不动产进项税额分期抵扣暂行办法〉的公告》（国家税务总局公告 2016 年第 15 号）	免征	财税〔2016〕36 号
企业所得税	需缴	《中华人民共和国企业所得税法》	免征	《中华人民共和国企业所得税法》
契税	需缴	《中华人民共和国契税暂行条例细则》	免征	《财政部、国家税务总局关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》（财税〔2015〕37 号）
印花税	需缴	《财政部、国家税务总局关于印花税若干政策的通知》（财税〔2006〕162 号）	需缴	《财政部、国家税务总局关于企业改制过程中有关印花税政策的通知》（财税〔2003〕183 号）

资料来源：财政部、国家税务总局网站。

（2）专项计划/私募基金受让项目公司股权。在专项计划/私募基金受让项目公司股权时，可能涉及的税费主要为土地增值税、增值税、印花税和企业所得税。

表 2　　专项计划/私募基金受让项目公司股权时涉及的税费

税项	不动产出资	相关文件
土地增值税	以当地税务局沟通为准	《国家税务总局关于土地增值税相关政策问题的批复》（国税函〔2009〕387 号）
增值税	免征	不属于营改增试点征收范围
印花税	需缴	《印花税暂行条例》
企业所得税	需缴	《国家税务总局关于贯彻落实企业所得税法若干税收问题的通知》（国税函〔2010〕79 号）
契税	免征	《财政部、国家税务总局关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》（财税〔2015〕37 号）

资料来源：财政部、国家税务总局网站。

从上文分析可知，国内的类 REITs 通过交易架构的设计可有效避免“双重征税”问题，但复杂的交易结构一方面增加了管理环节，从而增加了管理费用，进而压缩了投资者的投资收益，另一方面复杂的交易结构增加了交易参与方的运营管理难度，耗费更多的时间和经济成本，不利于 REITs 的规模化发展。实际上，类 REITs 项目的税收负担主要在于土地增值税，实际操作过程中尚无全国范围适用的制度和政策，对于土地增值税的优惠需要与地方政府税务机关具体沟通。

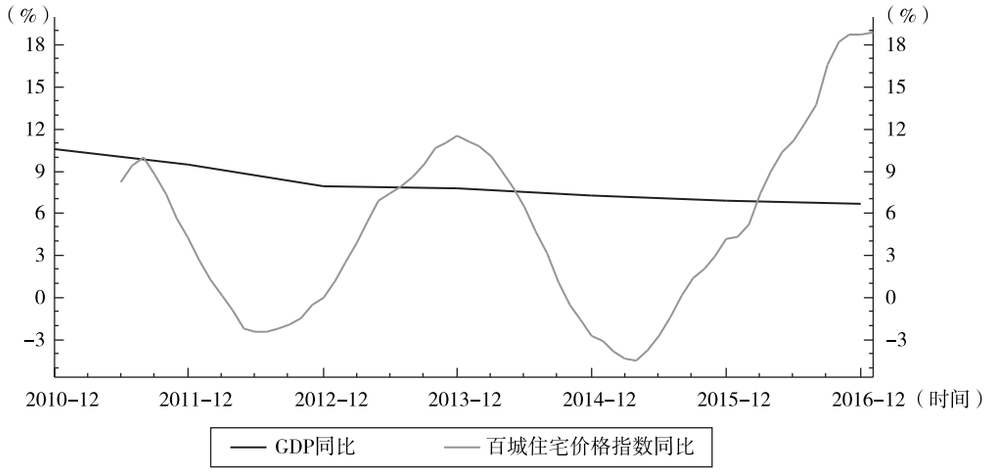
（二）市场环境对 REITs 的发展驱动作用

1. 房地产发展困境激发创新动力

中国房地产行业一直以来作为我国重要的经济支柱行业，但随着大量资金涌入房地产行业，房地产贷款余额同比在高速增长，导致金融系统信贷风险增加，因此，为了控制金融行业的房地产信贷风险，金融监管机构制订了一连串政策法规用于规范房地产行业的融资行为，从 2003 年《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理通知》、2006 年《中国银行业监督管理委员会关于进一步加强房地产信贷管理的通知》，到 2008 年《关于加强信托公司房地产、证券业务监管有关问题的通知》、2010 年《银监会关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》，再到 2016 年“930 新政”的出台，金融监管机构对于开展房地产投融资业务的监管呈现从严趋势。

基于这一背景，房地产行业也由增量时代向存量时代转变，从而盘活存量资产，将变成未来房地产行业主要融资方式。

改革开放以来，中国经过十几年的高速发展，近几年中国 GDP 增速逐渐放缓，但随着中国经济放缓发展的同时却是房地产市场的狂热，特别是住宅价格的高企，地王频频刷新土地成交价格，通过数据可以看出，全国百城的住宅价格屡创新高，已经达到了历史的最高点。

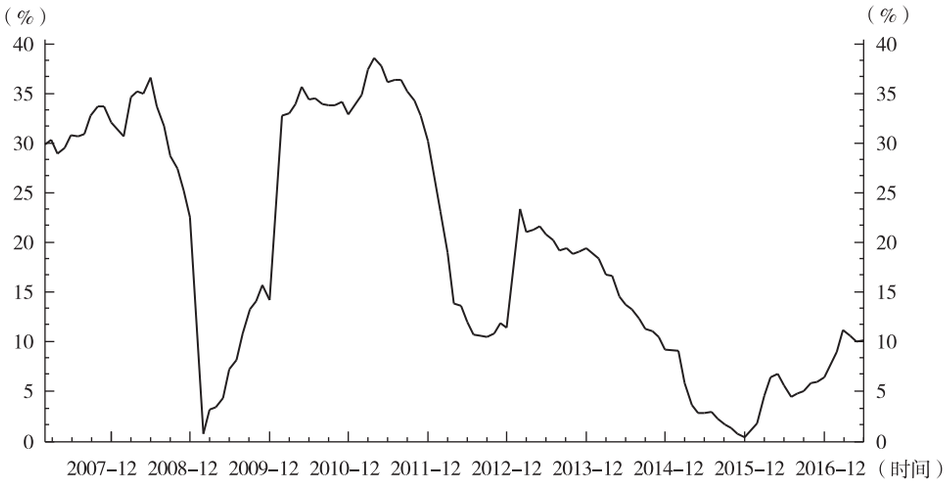


数据来源：Wind 资讯。

图 1　GDP 及百城住宅价格指数①

① 百城住宅价格指数的统计对象为 Wind 资讯统计的全国 100 个重点城市，具体城市详见 Wind 资讯。

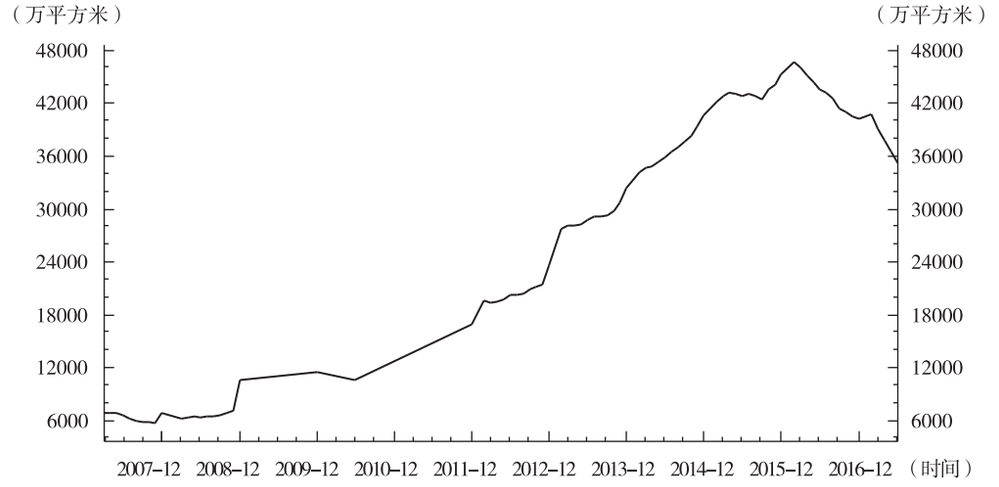
中国房地产行业经过了“黄金十年”，根据 Wind 数据可以看出，在房地产调控政策密集出台的背景下，特别是“930 新政”后，房地产行业投资出现下降的趋势。



资料来源：Wind 资讯。

图 2　全国房地产开发投资完成额累计同比

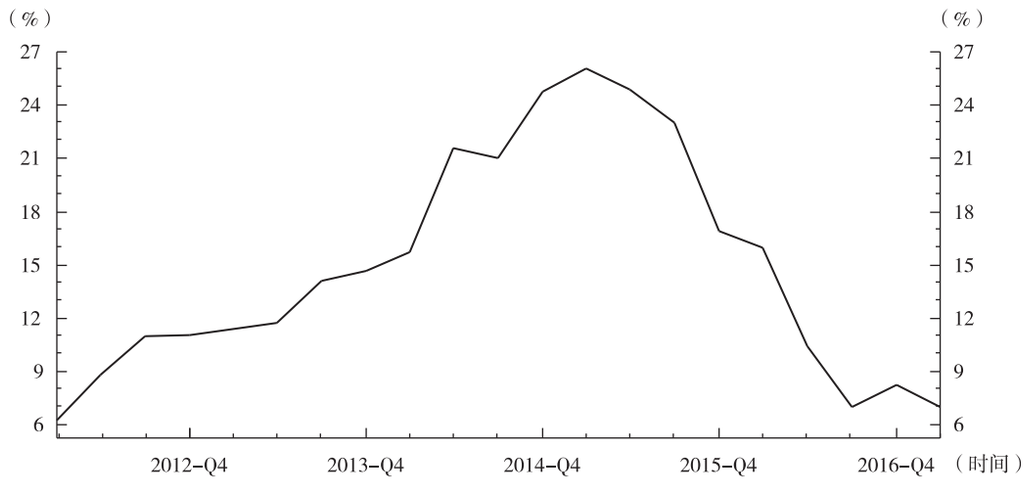
伴随着投资额的下降，商品房的待售面积却依然保持在一个较高水平，房地产行业的去库存压力渐显。



资料来源：Wind 资讯。

图 3　全国商品房待售面积

在这样的一个大背景下，金融监管机构从严控风险出发，密集出台了多项房地产贷款政策，导致房地产行业的贷款增速急剧收缩。



资料来源：Wind 资讯。

图 4　全国房地产开发贷款余额同比增长

中国房地产行业已经由野蛮式增长向理性发展过渡，房地产行业将迎来“存量市场价值”的时代，在这些背景下，房地产投资基金将成为未来金融市场上的融资和投资利器。

2. 盘活存量市场策动发展新契机

随着中国房地产行业进入一个新的存量市场的时代，如何有效盘活存量资产、释放资产的价值将深刻影响房地产行业未来的发展。在“防范金融风险、严控资产泡沫”的背景下，房地产企业盘活手中存量资产，释放其内在资产价值，更加符合监管要求，又能促进房地产融资渠道的多元化，改变房地产企业单一的融资模式，降低财务风险，提高企业的融资效率。

REITs 从发展实践看来，既可以补充房地产行业的资金来源，又可以降低金融系统承担的房地产行业风险。

随着全球经济进入低迷调整阶段，中国采取了较宽松的货币政策，M_2 增速保持在较高的水平，避免中国经济的硬着陆。

同时人民银行多次降息，以刺激国内投资与消费，与此相比，目前国内已发行的 17 只 REITs 的收益情况依然保持在一个较高的收益水平。对于投资者来说，REITs 将会是降息周期内的一款投资利器。

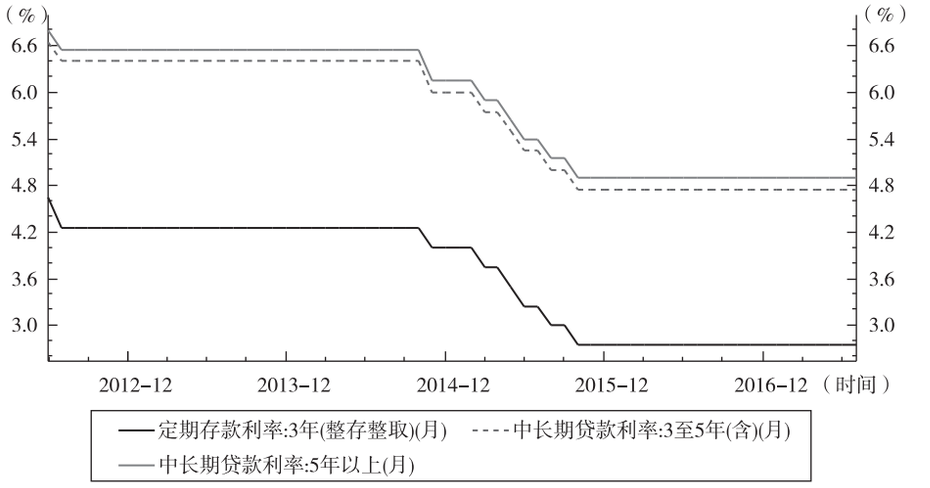
3. 资产证券化助力存量资产价值释放

资产证券化是指以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进



资料来源：Wind 资讯。

图 5　国内广义货币供应量季度数据同比



资料来源：Wind 资讯。

图 6　国内存款及贷款利率

行信用增级，在此基础上发行资产支持证券（Asset - backed Securities，ABS）的过程，而 REITs 就是不动产资产证券化的一种模式。

资产证券化产品主要依靠基础资产产生的现金流作为还款来源，同时设立特定目的载体（SPV）以起到破产隔离的作用。资产证券化的融资方式，与传统的融资方式相比，能够不依赖于融资方的主体信用，提高融资效率和规模。

REITs 作为不动产行业盘活存量资产的重要利器，有其优势在：

①改变不动产开发商单一的融资模式，降低财务风险；房地产投资基金可以为不动产开发商的发展融通大量资金，解决目前贷款限制的障碍。

②有利于提高不动产开发商的融资效率；REITs 作为资产证券化的一种模式，基于稳定现金流而不是企业本身，有利于提高企业的融资效率，降低企业融资成本。

③融资金额倍数高于一般融资方式；一般情况下，REITs 的融资总额超过物业抵押贷款数额，交易价值更加接近资产。

对于不动产开发商来说，发展 REITs 有利于优质的不动产资产集中到优质的资产管理及经营管理机构，可以全面优化不动产开发商的资本结构、降低债务、增强资产的流动性，并能够提高其股本回报率，促进房地产商的发展，进而提高不动产行业的效率。

二、REITs 模式的典型范式辨析

由于目前国内尚未制订出台专门的 REITs 法律法规，市场上已发行的 REITs 产品与国际成熟市场的标准 REITs 产品仍有一定差距，国内多称为类 REITs 产品。相较而言，一则开展类 REITs 业务需要与当地税务部门进行有效沟通来缓解部分税费成本，但总体税负仍有进一步探索的空间，增加了与市场期望收益的匹配难度；二则类 REITs 业务主要通过设立专项资产管理计划方式发行，基础资产在成立之初确定后不会发生改变，无法像标准 REITs 通过收购和运营来不断扩大规模，提高盈利水平，不利于发挥“规模经济效应”；三则与标准 REITs 采用的股利或分红方式不同，类 REITs 的收益分配多设置为结构化产品，其中优先级多为固定收益，大部分资产增值收益归为次级，由于结构化产品期限通常较短，物业资产的增值收益可能在当期无法充分体现，不利于提高投资者收益。

总体来看，不论是税负处理、运营方式还是结构设计，目前的类 REITs 产品在满足中国市场需求上仍有较大的完善空间。对此，借鉴美国与亚洲市场上创新的 REITs 模式，以他山之石或能对 REITs 业务模式的研究和发展有所启发。

（一）非交易型 REITs 掀起的另类投资热点

1. 非交易型 REITs 的概念界定与技术特征

（1）概念界定。非交易型 REITs（Non – listed REITs）即非公开交易的 REITs，介于传统私募基金和公募基金之间，兼具公募基金的低门槛特征和私募基金的弱流动性特征，在国际上是较为成熟的金融投资产品。

据市场公开数据显示，美国公开注册的非交易型投资产品市场规模超过 1000 亿美元。由于非交易型 REITs 的弱流动性，其股息率较公开上市的可交易型 REITs 高 2% ~3%，吸引了超过 120 万投资者和 3 万名理财顾问参与该市场，非交易型 REITs 已经成为美国 REITs 市场中的新宠。

（2）技术特征。从非交易型 REITs 的概念分析可知，一方面，美国的非交易型 REITs 与中国的不动产信托在投向和流动性方面颇为相似，二者拥有可比较的基础。另一方面，非交易型 REITs 在投资标的、交易期限和退出渠道的设计上具有私募方式的优点，在投资门槛、信息披露、税收优惠和上市处理方面又能保留标准 REITs 的优势，从这点上讲，形似神非的非交易型 REITs，可以作为中国不动产信托向 REITs 模式转型的借鉴。

在投资标的方面，中国不动产信托更多是针对单一项目融资，非交易型 REITs 则投向于由一揽子地产项目或相关债权形成的地产资产包。在交易期限方面，非交易型 REITs 的期限通常为 10 年或上市时退出，灵活的方式为投资者提供了更多的选择。在投资门槛方面，非交易型 REITs 的门槛较低，主要投资者为个人。因此，除非公开注册的私募 RETIs 以外，面向公众投资者的非交易型 REITs 同样受到美国证监会的严格监管，需要完成备案并定期披露财务信息。在税收优惠方面，非交易型 REITs 与标准 REITs 一致，分红比例达到90% 以上时，分红部分可以享受税收优惠。在退出渠道方面，除了市场上通行的资产转让和基金清盘方式外，也可以通过上市转化为交易型 REITs，实现资产的升值溢价，获取更好的流动性。对于原始投资人而言，既能够通过长期持有获取较高的收益，又保留了上市后获取物业资产溢价的可能性；对于投资管理人而言，非交易型 REITs 的可转换属性，能够同时带来更好的销售业绩和更高的管理收入，形成一个可持续的投资管理平台。

非交易型 REITs 作为面向个人投资者的长期投资产品，既能保持私募基金的弱流动性和高收益，又能保留公募基金的低门槛和税收优惠，不管是作为中国的类 REITs 向国际成熟市场标准 REITs 转型的过渡模式，或是作为设计完全适应中国市场特色的 REITs 产品的借鉴，对未来我国 REITs 市场的发展均能产生较大的启发。

2. 美国基于 REITs 主题的另类投资创新模式

美国市场的另类投资于近年兴起，对房地产和证券化资产的投资为私募机构和另类投资管理公司所追捧。另类投资管理公司的业务创新，主要集中在业务线的纵深拓展和产品线的横向延伸，通过金融投资产品的不断丰富满足市场的投资需求。近年

来，非交易型 REITs 在美国市场逐渐兴起并受到追捧，就是另类投资管理公司基于 REITs 业务线进行纵深创新的实证之一。

美国北极星地产金融公司早于2009 年试水发行旗下首只非交易型 REITs，投向风险较低的商业地产的抵押债权和其他固定收益证券。鉴于良好的市场反应，2013 年，北极星公司发行了两只新的非交易型 REITs，其中一只以股债结合的方式投向养老地产领域，在投资方式和细分的投向领域上都取得较大的进步。截至 2015 年 11 月，上述三只非交易型 REITs 累计募资 36 亿美元，管理资产 61 亿美元，预计当年可贡献 1. 25 亿美元的管理费收益和 900 万美元的净分销佣金收入。基于 REITs 打通的公开市场资本渠道，北极星公司在多元化不动产资产证券化领域一路高歌猛进，通过对的新业务线和新产品线的孵化和培育，实现持续性的内生增长创新。截至 2015 年中期，北极星公司旗下经营性物业总值达到 155 亿美元，其中涵盖 43% 的医疗养老地产、22% 的酒店物业、10% 的活动房屋社区、5% 的传统租赁物业、2% 的出租公寓、1% 的写字楼以及 16% 的欧洲不动产。

除了北极星公司等内生增长创新模式，市场上常见的还有通过合资合作和重组并购等外生增长方式，保持持续创新动力的另类投资管理公司。2015 年，阿波罗资产管理公司曾公告将作价 3. 78 亿美元[①]，收购主营为非交易型 REITs 和 BDC 的另类投资管理公司 AR Capital，打造全美最大的非交易型产品平台。虽然阿波罗公司在 AR Capital 爆出会计丑闻后选择停止交易，但仍持续关注非交易型产品的并购机会。无独有偶，2016 年，全球规模最大的房地产私募基金之一柯罗尼资本集团与北极星公司合并，实现强强联合。柯罗尼资本在全面接手北极星公司投资管理业务的同时，唯独保留非交易型 REITs 平台的零售业务团队，为拓展另类投资管理业务零售市场铺垫基础。

另类投资管理机构力推私募投资的公募化，成为近年来的普遍趋势，而 REITs 业务恰恰是获取市场永续性资本的有效途径之一。另类投资管理机构基于 REITs 主题实现的产品多样化，能够提高另类投资的流动性并降低风险，匹配市场对成本和收益的要求，对中国不动产信托的业务转型是具有较大借鉴意义的通幽曲径。

（二）私募地产基金与公募 REITs 的双平台模式

1. 亚洲契约型 REITs 的接力投资需求

与美国 REITs 大多采用公司型不同，亚洲 REITs 更多采用契约型。契约型 REITs

① 资料来源：北京贝塔咨询中心。

是指依据信托契约，通过发行受益凭证而组建的 REITs[①]。契约型 REITs 通常由 REITs 管理公司、投资人和保管银行三方签订信托契约，由 REITs 管理公司按照信托契约负责对信托财产进行投资管理并发行受益凭证，保管银行履行信托财产的保管职责，投资人购买受益凭证并根据购买份额分享投资收益。

契约型 REITs 与公司型 REITs 的区别在于两者成立的法律依据不同。契约型 REITs 根据所在国家的信托法发行设立，对信托财产和资金的适用必须严格按照信托法律执行。公司型 REITs 根据公司法成立，具有独立法人资格，投资者即为公司股东。更重要的是，契约型 REITs 需要严格按照信托约定来分配信托利益，而公司型 REITs 则通过分配股利的方式向投资者分配投资收益。

表 3　　公司型 REITs 与契约型 REITs 的比较

区别	组织形式	
	契约型 REITs	公司型 REITs
资金属性	信托财产	构成公司的财产
资金使用	按信托契约规定	按公司的章程使用
与投资人的关系	信托契约关系	股东与公司的关系
与受托人的关系	以受托人存在为前提	本身即受托人的身份
利益分配	分配信托利益	分配股利
经营主体	股份有限公司、信托、协会	股份公司、信托、其他组织

资料来源：姚延中．房地产投资信托基金（REITs）研究［M］．杭州：浙江大学出版社，2016.

因此，美国的 REITs 公司作为一个整体可以通过内部收益的调配满足某一产品投资者的收益要求，从而有足够的资金支持进行物业前期的开发和培育，甚至持有土地。亚洲的契约型 REITs 作为特殊类型的基金，受到投资者收益要求的约束，只能投资于能够产生持续租金的物业资产而非土地或待建物业。在此情况下，亚洲的契约型 REITs 为了扩大规模，需要独立培育物业资产的环节，为 REITs 输送标的项目。私募基金作为资金规模大和投资形式灵活的运作方式，成为市场上接力契约型 REITs 投资的常用手段。

2. 基于地产价值链的 REITs 核心架构

私募基金 + REITs 的运营模式的成功，核心在于专业化的地产经营商、私募地产基金和 REITs 三者的结合，贯穿联结了地产培育、运营和退出的价值链，通过轻重资产的分离，实现物业资产的价值最大化。一方面，轻重资产的分离实现了开发期物业

① 姚延中．房地产投资信托基金（REITs）研究［M］．杭州：浙江大学出版社，2016.

的资金回笼，顺利推动了运营期间轻资产的扩张，能够同时解决市场对房地产的投资需求和建设期的资金沉淀问题。另一方面，轻重资产的分离能够提高资本使用效率，分阶段的专业操作可以节省资金成本并分散风险。

以新加坡专业物流地产商普洛斯为例，其物业开发部门负责完成物流地产的培育，资产管理公司负责将物业培育到稳定运营状态，物流地产基金负责 REITs 上市或基金化退出，实现“三阶段的内部循环”。推行轻重分离模式后，普洛斯通过三阶段的建设、培育和退出，细化环节以提高专业化程度，实现了价值最大化变现。从收益率角度分析，其5 年平均的总资产回报率在5% ~6% 的水平，净资产回报率则上升到7% ~10%，较之前的 4% 均有大幅提升。基于地产价值链构建的 REITs，通过资产和现金的加速循环，在推动内生规模扩张的同时，兑现了物业资产的最大价值，规模与价值兼得。

3. 私募地产基金与公募 REITs 的互补

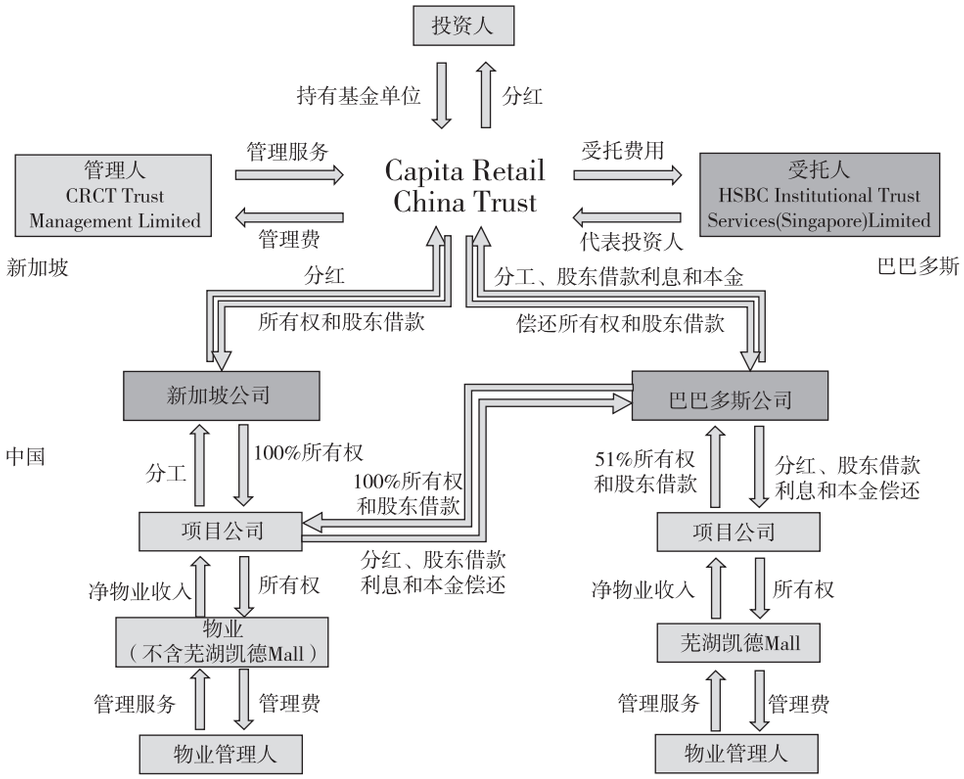
私募地产基金 + REITs 模式，简单来说，是成立私募地产基金孵化储备项目，待物业建设完成并运营成熟后，向 REITs 注入优质的物业资产（包），以此形成私募地产基金和 REITs 的配对发展。私募地产基金作为核心投资平台为 REITs 输送优质资产，REITs 作为项目运作平台为私募地产基金提供重要退出通道，二者的优势互补能够实现资产和资本的平台运作、高效配置。

对于培育期的物业而言，更高的投资风险对应着更大的潜在回报空间，能够满足私募投资人的需求；对于成熟期的物业而言，稳定的分红大大降低了投资风险，满足了 REITs 投资人的风险偏好。

以新加坡上市地产公司嘉德集团为例，2006 年以中国区零售物业为核心资产的 REITs 公司 CRCT（CapitaRetail China Trust）在新加坡上市，其背后便是募资规模 6 亿美元的 CapitaRetail China Development Fund（CRCDF）和 4. 25 亿美元的 CapitaRetail China Incubator Fund（CRCIF）。作为 CRCT 的储备基金，CRCDF 向其输送相对成熟的项目，而 CRCIF 则储备更多孵化阶段项目。随着中国区储备项目的增多，2007 年，嘉德又成立了 CRCDF II，募集资金 6 亿美元。在私募地产基金接力 REITs 投资需求的创新过程中，嘉德集团通过双平台、分阶段的培育和投资模式，不断扩大经营规模，收获“规模化效应”带来的投资收益。

4. 我国公募 REITs 的模式探索与创新

虽然国内目前尚未推出标准的公募 REITs 产品，但政府监管机构和市场参与者在



资料来源：［美］戴维·帕克 著．罗宁，刘潇然译．REITs 人员、流程和管理［M］．北京：机械工业出版社，2015.

图 7　CRCT 的基金结构

该领域正在持续探索。北京大学于 2017 年 6 月发布《中国公募 REITs 发展白皮书》(以下简称《白皮书》)，提出“公募基金 + ABS”的创新模式。在金融属性层面，比较私募 REITs，公募 REITs 更能有效地扩大投资人范围，加强不动产并购定价的市场性，实现全流程的透明度。在不动产属性层面，“公募基金 + ABS”模式的基础资产包含不动产的产权，因此收益来源包括两部分，即租金收入和物业增值。装入 REITs 中的资产经过真实出售后，其产权也相应地转移给了 SPV，所以投资者不仅能获得日常的租金收益，还能分享物业的升值红利①。

针对“公募基金 + ABS”的模式，从法律层面界定，根据《中华人民共和国证券投资基金法》第七十三条规定，公开募集基金财产可以投资于国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。另一方面，《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》已对资产支持证券的证券属性做出界定，有效避免了公募基金

① 北京大学光华管理学院．中国公募 REITs 发展白皮书．2017.

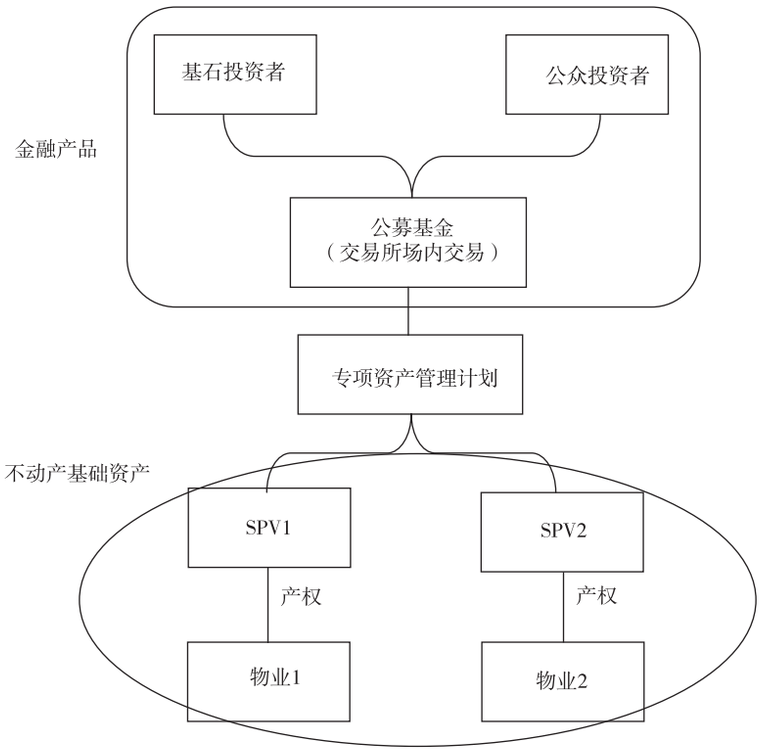


图 8　“公募基金 + ABS”模式架构

投资未上市公司股权或不动产可能存在的法律争议。从实操层面分析，国内市场已有较为丰富的 ABS 实践，借助 ABS（类 REITs）的成熟机制与模式可以有效进行合理估值和降低交易成本。

在产品设计方面，《白皮书》提出一是明确约定基金对于不动产 ABS 投资为 75% 的最低比例以及 90% 最低的分红比例，以突出公募 REITs 的不动产属性。二是公募 REITs 的投资标的中可同时包含优先级与权益级两种 ABS 产品份额，而公募基金本身不做分级设计，以平衡总体的风险收益匹配和风险分担。三是建议将一家基金投资于单只 ABS 的比例限制放开至 50% 以上，以匹配不动产资产单笔价值较大的特点。四是建议不动产基金应当采取封闭式，在公募基金层面设计相应的扩募和自动续期机制。

从私募到公募的转化是国内 REITs 发展的必然趋势，在此过程中，信托需要发挥灵活优势积极参与。针对“公募基金 + ABS”的模式，在金融产品端，信托公司作为买方投资者介入，为个人投资者能够提供丰富的金融产品种类；在不动产基础资产端，信托应发挥更大的作用，作为受托人即 SPV、交易安排人和基础资产的原始权益

人在该模式中发挥更大的话语权，为不动产信托转型打通新渠道。

（三）国内 REITs 业务创新路径再探索

1. 标准化 REITs 与类 REITs 的本质辨析

受法律环境、税收制度与金融监管的影响，目前国内市场并不存在境外成熟市场的标准 REITs 产品，而是基于 ABS 的法律与设计框架，形成了所谓类 REITs 的产品。类 REITs 与标准 REITs 的区别主要体现在：

①是否为公募集合、低门槛。标准 REITs 采用公募方式集合社会大众的资金，投资门槛低，具有较强的转让变现能力；国内类 REITs 主要采用私募方式募集机构投资者的资金，投资门槛较高，转让变现能力稍弱。

②是否高派息、享受税收优惠。境外各地均出台了促进 REITs 发展的法律法规与税收优惠政策，标准 REITs 一般要求分红比例达 90% 以上，且免征企业所得税；国内尚未出台针对 REITs 的相关法律法规（比如登记、上市交易、退出机制等），没有任何税收优惠，在资产出售环节需缴纳土地增值税，在收益分配环节需缴纳企业所得税。

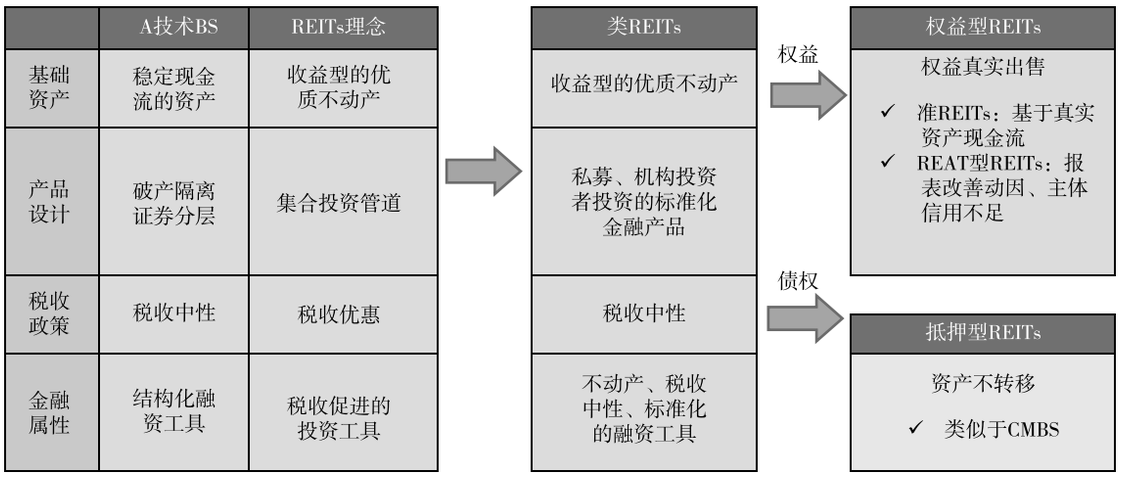


图 9　我国类 REITs 产品发展逻辑

2. 国内类 REITs 的发展现状

目前国内的 REITs 产品在市场上占比不多，尚处于试点阶段，自 2014 年“中信启航”发行以来，截至 2017 年 8 月，共发行 29 单，发行总额达 797.63 亿元[①]。其

① 资料来源：中国资产证券化分析网。

中，“中信启航”是准 REITs 产品，“中信苏宁云创”采用了股债结合的产品设计，“中信苏宁云享”是有限兜底的准 REITs 产品，“鹏华前海万科”是首只实现公募发行的 REITs，“中航红星爱琴海”是信托公司作为原始权益人及受托人主导的，实现了资产重组的 CMBS（Commercial Mortgage Backed Securities，商业抵押担保证券）。目前国内已发行的这些类 REITs 产品具有以下特点：

①固定收益为主。主要以固定收益类产品为主，权益型 REITs 以及混合型 REITs 为辅的产品结构。

②基础资产单一。基础资产主要为单一物业，或者是单一公司名下的同一性质物业。REITs 存续期内基础资产构成不发生变动，资产管理方一般不进行主动管理。

③产品期限较短。期限都在 10 年以内，以 5 年左右的产品居多，没有永续型产品。

④以原业主回购退出为主。一般在物业资产持有期或者开放期到期时，原业主回购 REITs 基金份额，采用证券交易方式退出目前尚未出现。

⑤投资者门槛较高。“鹏华前海万科”作为公募 REITs 产品的创新试点，10 万元即可认购。而“中信启航”投资门槛较高，优先级最低认购额度为 500 万元，劣后级最低认购额度为 3000 万元。

三、信托公司发展 REITs 业务的路径探析

（一）发挥信托作为制度安排的独特优势

1. 国内类 REITs 产品类型及结构特征

根据资产是否真实出售，国内类 REITs 产品一般分为权益型、抵押型和混合型，混合型为包含权益型和抵押型的组合。

（1）权益型 REITs。权益型 REITs 直接投资并拥有物业资产，同时提供物业管理服务，主要收入来源为物业资产的经营收益与处置物业的增值收益。

结构特征。权益型 REITs 一般采用资产支持专项计划募集合格投资者的资金，并借助契约型基金载体，收购标的物业资产所对应项目公司股权，并以物业资产的租金或其他经营收益偿还投资者利息。

权益型 REITs 最基本的特征是设立一只契约型基金（SPV），由该基金直接持有项目公司 100% 的股权，实现股权过户，从而控制标的物业资产。

双 SPV 结构。双 SPV 结构是类 REITs 中比较常见的形式，采用这种结构的原因

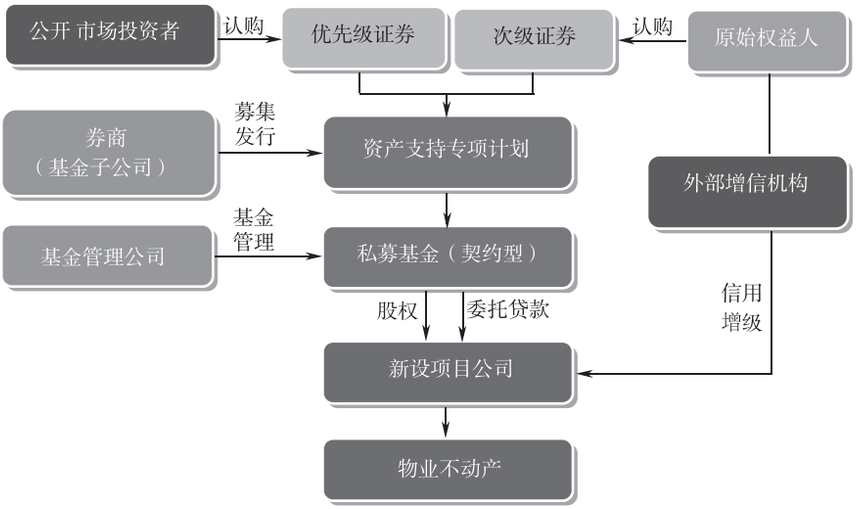


图 10　权益型 REITs 产品的交易结构

是：第一层资产支持专项计划在目前国内政策环境下是必须有的一个发行载体，负责募集资金，第二层私募基金作为 SPV 去负责 REITs 相关的事务性工作，二者合并就是 REITs 的完整职能。此外，第二层 SPV 采用信托计划也可以，但契约型基金一般费用更便宜，且作为 REITs 持有物业资产的载体在未来转公募上市时更加便利，无监管政策上的阻碍。

次级产品的投资人不同。权益型 REITs 产品中，以融资为目的时，一般由原始权益人直接认购次级产品；以出表为目的时，次级证券一般会对外销售，由外部投资人认购。

（2）抵押型 REITs。抵押型 REITs 并不直接拥有物业资产，而是把资金通过抵押或借贷的方式实现交易，以获得物业资产的抵押款债权，主要收入来源为贷款利息，受利率影响比较大。

①本质上是 CMBS。抵押型 REITs 的交易标志是资产不转让（无论是直接转让还是间接转让）、只抵押；投资者只享有固定收益，不享有增值收益。代表案例：汇富—富华金宝大厦、恒泰—银泰中心。

②结构特征。抵押型 REITs 通过契约型基金（或信托计划）向项目公司发放委托贷款，项目公司将标的物业资产抵押给放款主体私募基金，并以物业资产经营收益偿还投资者本息。

原始权益人持有次级产品份额。多数情况下，原始权益人需要优先回购契约型基金份额，通过缴纳大笔权利维持金来向投资人保证原始权益人会回购。由于原始权益

人之前权利金缴纳数额巨大，最后有很大概率会把契约型基金份额全部买回来。这样原始权益人本质上既持有股，又持有债，待投资人实现退出之后，原始权益人重新取得资产所有权。

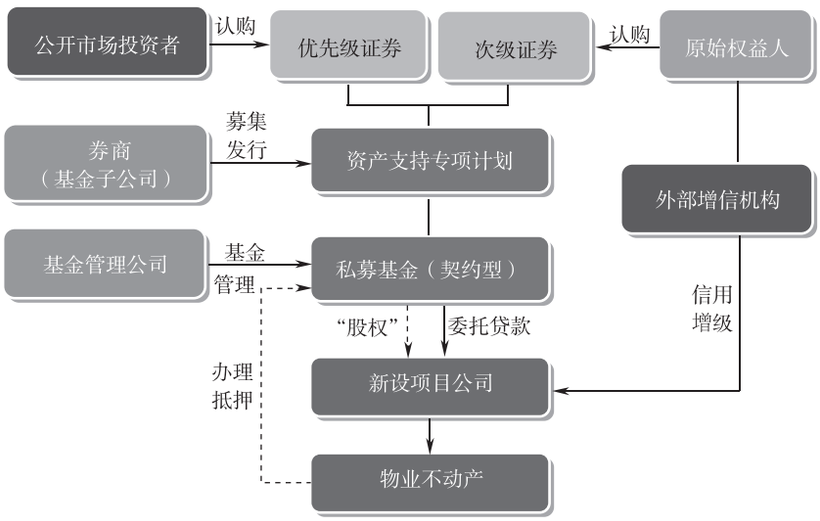


图 11　抵押型 REITs 产品的交易结构

2. 信托公司的介入方式

尽管不具有承销资格、机构客户销售能力不足，信托计划无法实现公募上市，信托公司短期内难以在 REITs 业务的后端有所作为，但开展 REITs 业务的核心是如何获取优质的商业物业资产，并对其进行管理与处置，实现标的资产的重组，所以信托公司开展类 REITs 业务的发力点应集中在前端。

（1）主动持有一线、核心二线城市的商业物业资产，并对优质资产进行重组。从宏观经济与国家政策的未来走势来看，一线与二线核心城市的商业物业在中长期内大概率属于优质资产，尤其是产权清晰、股东关系相对简单、拥有历史租金记录数据、租户主体信用较好的商业物业资产。其对应的项目公司一般更容易对资产进行剥离与分立，实现标的物业资产的重组，从而保证后期以该标的资产租金收入支持发行的类 REITs 产品能更好地得到市场与投资人的认可。

信托公司业务团队一方面可努力挖掘过去不动产信托业务中积累的客户资源；另一方面充分利用股东背景与资源优势，与股东控股或参股公司展开合作，利用信托资金对接他们持有的一线与核心二线城市的优质商业物业，再借助基金子公司通道开发类 REITs 产品。

（2）建立 Pre－ABS 信托项目资产筛选池，通过证券化方式进行转让，实现循环信用获利。在“中航—红星爱琴海商业物业 ABS 项”项目中，中航信托的价值主要体现在两个方面：一是通过将基础资产转变为信托收益权，认购资产支持专项计划次级，对类 REITs 产品进行了主体增信，二是对项目公司的资产进行剥离与分立，优化标的资产的所有权结构，符合交易所类 REITs 产品发行要求，并满足投资人认购标准。

所以，信托公司可建立 Pre－ABS 信托项目资产筛选池，代表委托人向项目公司发放信托贷款（一般利率较高，6% ~7%），业务团队对项目公司的资产进行重组，从而获取以标的物业租金收入支持的信托受益权，然后与券商合作，由券商在交易所综合平台上发行资产支持专项计划（一般利率较低，4% ~5.5%），募集资金受让信托受益权，Pre－ABS 资金实现退出，获取项目收益。采用这种模式开展 REITs 业务需要注意：在发放贷款阶段，业务团队就应当与合作券商保持紧密联系，共同评估项目公司产权明晰情况、所持有标的物业资产的价值、剥离标的物业资产的难度、发行类 REITs 产品的市场认可度等问题，从而达到“以退定投”的目的。

（3）寻求与专业不动产开发商、运营商及 REITs 管理机构合作。相比于信托公司，专业不动产开发商、运营商及 REITs 管理机构对房地产市场有更为专业的了解，信托公司业务团队可积极尝试与这些专业机构合作，发挥其专业化优势与信托公司的资源整合优势，推动 REITs 的规模化和规范化运作。

（二）信托公司 REITs 转型方式路径探索

1. 从抵押融资转向地产金融全产业链的资本化运作

在中国，对于房地产企业来说，房地产长期处于粗放型发展的阶段，大多数房企一直以来依赖银行抵押贷款、信托抵押贷款等传统融资模式。而在发达国家，房地产金融产品种类则比较丰富，有股权融资、项目融资、不动产基金、发债、信托等多种方式，房企的融资渠道十分广泛。

对于信托公司，目前的信托贷款，信托公司很大部分依赖于对房企主体的信用来判断项目风险，信托贷款的本息来源主要依赖于项目的销售收入或融资方的再融资。

也因为较为简单的融资模式，造成了信托公司与房地产开发商的合作程度局限于拿地贷款或项目开发贷款等简单的融资合作，信托公司与房地产开发商的黏性普遍较低。

总体来看，目前中国不动产信托以债权形式为主，资金主要用于房地产开发，期

限多在两年左右，与房地产项目开发周期匹配，其还款也主要依赖房地产项目本身销售所产生的现金流。换言之，中国的不动产信托以发放信托贷款为主，而且针对具体项目，具有很强的项目融资特点，信托仅仅充当结构化融资的特殊目的载体，在主动管理领域仍有很大的潜力和发展空间待挖掘。

在整个金融体系变化及全球流动性收紧的背景下，信托公司可以在房地产企业融资中提供更全面、更有效、更专业的服务，实现从传统的不动产信托向基于地产设计、开发、并购经营管理等地产金融全产业链的转型。

为了提供更全面的金融服务，信托公司可以通过房地产开发基金、房地产并购基金、CMBS、REITs 等丰富的金融产品帮助房地产企业进行全产业链时点的融资。

具体说，在项目初期，信托公司就需要深度介入项目中，对项目进行充分的分析及测算，更多地依据项目资质而不是房地产开发公司的信用来做出投资决策。通过更积极地参与到项目中，信托公司能够实现深度的产融结合，逐步形成、提高自己的主动管理能力。

在项目的运营周期中，按照出资的形式，信托公司要主动行使出资方的职责；特别地，如果为股权投资，信托公司需要充分行使股东职责，为项目的成功落地保驾护航。

随着房地产市场进入存量阶段，房地产项目越来越难以通过项目的销售实现退出；对于信托公司而言，投资收益将更多地依赖于对建成项目的运营管理，即通过物业产生的租金、管理费等未来现金流实现退出。

综上所述，通过全面深入的合作，信托公司可以与房地产企业建立深度合作，更好地实现利益共赢的局面。特别地，通过发展长期融资的 REITs 类产品，可以很好地实现信托公司从债权类不动产信托向房地产金融全产业链资本化运作的转变。

2. 从受托管理向资产整合、运营和专业服务的转变

目前看来，房地产行业通过信托的融资方式，主要通过不动产信托贷款的方式完成，信托公司在项目中主要以受托机构的身份出现，信托公司以尽职免责的方式进行信托管理。

多数情况下，信托公司在项目存续期限与房地产企业发生来往，信托公司对信托贷款的本息兑付进行管理，一般地，通过资金账户监管、派任董事、回款预留等方式进行贷后管理。在项目到期时，主要的退出方式为项目对应业务的销售收入或者项目的再融资，目前的融资模式，基于项目开发、建设、销售的进度，期限通常在 2 年

左右。

信托公司发放信托贷款的融资模式，在很大程度上，依赖于国内流动性情况、国内监管政策的变化及房地产行业的周期性波动。单一的融资放贷模式，容易产生风险，一旦房地产行业出现系统性风险，这样金融行业也极易受到冲击，导致金融系统风险及市场恐慌。

在大资管行业由粗放式管理向精细化管理变迁的背景下，信托公司需要提供自身的专业能力，才能为房地产企业提供更好、更全面的服务。

信托公司可以通过为房地产企业提供全面的金融服务来提升自身的价值，信托公司可以对资产整合、项目的后期管理运营提供专业的金融服务，进一步与房地产企业保持黏性。并在整个项目的存续期间提供融资、投资等配套的金融服务。

REITs 的融资模式，可以实现房地产企业的长期融资，解决了房地产行业的流动性危机，同时，可以让信托公司在整个项目周期内与房地产企业保持较高的紧密度，全程参与项目的筛选和投资，并提供后期的项目运营、管理等相关金融服务。REITs 产品通过项目物业的租金收入来偿付投资的本息，并通过后期的项目物业的运营管理来不断提升项目物业的价值，进而提高项目物业的租金收入水平。

3. 从债性产品向权益类产品的转变

目前，信托公司对于房地产企业发放贷款，主要基于融资方主体信用或抵押物的估值情况来进行的，审核思路与银行的信贷审批逻辑类似。这样的投融资模式，业务模式较为简单直接，且风险偏低，但是信托公司在此类业务中，一般以管理人的身份存在，以收取固定管理费为主。

截至 2017 年第二季度末，中国信托行业的整体管理规模已经突破 23 万亿元，而传统的投融资模式阻碍了信托行业的发展，信托行业急需进行行业转型，而权益类产品可以作为信托行业转型的一块基石。

不同于传统债权性的不动产信托，权益型的 REITs，信托公司在发行该类产品时，需要更全面、更专业地去研究项目的整体情况。

在设计权益型 REITs 时，信托公司基于对项目物业的未来现金流的预测，同时需要预测外来房地产行业的周期性变动，还需结合物业自身的具体情况，信托公司在整个项目开发周期内，需充分发挥自身的专业能力和金融领域的优势。

通过权益类 REITs 这类工具，信托公司可以帮助房地产企业完成直接融资，同时结合自身专业的资产管理能力，帮助投资者获取超额的投资收益。

（三）培育信托公司服务产业的主动管理能力

1. 基于丰富客户资源的优质资产获取能力

2008—2012 年是我国信托业高速发展时期，也是房地产行业迅猛发展的黄金期。期间，以银行贷款为主导的间接融资和以资本市场为主导的直接融资，均无法充分发挥市场化的融资功能，导致不动产行业大量优质企业和项目的融资需求不能从正常的银行体系和资本市场获得满足，结果塑造了一个规模巨大的私募融资市场。信托公司凭借“多方式运用、跨市场配置”的制度优势，在 2012 年下半年之前，作为资产管理机构中为数不多允许从事私募融资业务的机构，以融资信托方式正好满足不动产行业发展的庞大融资需求。信托行业多年来在不动产投融资领域的深耕，积累了众多客户、大量项目和丰富的经验，这对于信托公司转型 REITs 业务的创新而言，是不可多得的宝贵财富和比较优势。在此基础上，我们认为，信托公司需要主动培育优质资产的识别和获取能力。

（1）优质资产的识别与选择。优质的不动产底层资产是 REITs 业务成功开展的基础，而基础资产是否足够优质，不在于资产持有主体的信用等级和担保措施，而在于资产本身是否有足够且稳定的经营现金流。物业资产本身的优劣，从根本上说，受其本身的规模、权属、区位、建筑和租赁标准等因素影响[①]。因此，能否对物业资产的标准有足够清晰的认识，决定着信托公司对优质资产的识别与选择能力。

通过对优质资产的识别，信托公司在开展 REITs 业务时应该致力于确认满足物业选择标准的潜在标的项目，选择潜力增长更快、风险更低且最有可能被错误定价的资产。与此同时，信托公司应该对不动产市场动态变化保持关注，相应调整物业资产的识别与选择策略，确保 REITs 业务的持续性发展。

（2）优质客户与资产的获取。基于对优质资产的识别，信托公司需要大力拓展高信用和高潜力的优质客户作为交易对手，获取其中的优质资产。基于不同优质客户的优质资产获取要具备市场竞争力，需要信托公司培育两个基本支持体系：一是决策效率要高，在时间上具有竞争力；二是培育能力要强，在服务上具有竞争力。前者需要公司对高信用等级的优质客户融资项目，建立快速决策的“绿色通道”；后者需要公司对潜在的优质不动产资产进行挖掘并培育，通过与合作伙伴进行股权合作或融资支持的形式，帮助形成符合 REITs 发行条件的成熟资产，形成“资产 + 资金”的对

① ［美］戴维·帕克著．罗宁，刘潇然译．REITs 人员、流程和管理［M］．北京：机械工业出版社，2015.



接，提高对资产的培育、运营、产品结构设计和退出渠道的全流程服务能力。

针对优质资产的识别与获取，信托行业内已有公司做出了相应的探索，其中一类信托公司背靠股东深耕不动产领域的资源和品牌优势，通过集团内部资源集约化效应，逐渐建立不动产投资项目库，形成投资项目准入机制、健全的业务风险管控制度和较强的资产管理能力；另外一类信托公司则吸纳外生的持续创新动力，一方面聘请房地产公司的优秀人才打造专业的业务团队，另一方面选择国内优秀的房地产开发商或基金管理人进行战略合作，在提高自身对优质资产识别能力的同时，拓展外部资源获取渠道。

2. 专业化和精细化的市场深耕能力

在 REITs 转型策略上，信托公司应当扬长避短，基于自身资源禀赋对 REITs 资产类别进行布局，发挥信托的制度优势和灵活性，以渐进式的方式，采取产融结合的专业化方法深耕现有的房地产合作伙伴，通过持续纵深的策略做精细分类型的物业，形成信托公司独有的核心市场竞争力。

（1）以专业化的金融服务深入市场。客观来看，目前信托公司开展 REITs 业务的专业化程度，在产业端而言，难以匹敌房地产企业，但是信托灵活的制度优势和丰富的金融工具，得以在金融端体现出足够的专业性，通过金融与产业的融合，能够让信托公司在拓展 REITs 市场上，拥有更多的触点。

因此，信托公司应紧密地围绕现有的房地产合作伙伴，从地产价值链出发提供组合的金融服务，搭建与长期发展目标相结合的交易结构，甚至借鉴国外开发、运营和退出的“三阶段的内部循环”模式，由信托公司紧扣房地产公司创造扩大式的内部闭环，使 REITs 业务在中国的循环生长成为现实。

在发展路径和发展方式上，信托公司应采取渐进式发展策略，针对不同发展阶段的 REITs 业务合作伙伴扮演不同的角色，提供差异化的专业服务，具体而言：

一是去发现优质资产的发现者。囿于对细化行业的经营能力，信托公司需要去发现各不动产细分子行业的经营者和发现者，基于专业运营商对优质资产的挖掘，对其提供适度的债权支持。

二是做地产运营商的价值培育者。在发现者战略的前提下，将会产生众多的不动产开发商和运营商，信托公司可挑选具备培育价值的企业，为其提供更完整、更丰富的金融服务，并配以 REITs 解决方案等，建立整个细分行业的资产证券化平台，全面提升该发展阶段不动产企业的价值。

三是成为不动产领先企业的投资者。对不动产市场中脱颖而出的领先者，或限于合作项目的范围内，或介入企业的整体运营层面，采取股债联动的方式，入股优质的合作项目或领先企业，取得主力金融地位，通过信托高效、灵活的服务提供双方共赢的 REITs 合作模式，可持续地扩大 REITs 业务的发展规模。

（2）以精细化的战略布局区分市场。基于国内不动产发展现状分析，行业细分愈加精细、区域差异逐渐扩大，逐渐成为市场共识。纵深布局，区域深耕，是信托公司不动产业务转型的另一个重要契机。

一方面，信托公司应该宏观把握房地产板块，进行纵深布局。细分市场中的不同地产子行业在判断标准、发展潜力和投资回报等方面均有不同，针对住宅地产的长租公寓、零售地产中的购物中心、工业地产中的物流仓库，以及写字楼、医疗地产和养老地产等不同板块，信托公司在开展 REITs 业务时，应根据自身资源禀赋，聚焦从战略到战术的不同侧重，制订从交易对手到资产识别的准入标准，建立自己的筛选评估标准和模型体系。对于细分物业的 REITs 业务，市场上已有较多实践，信托行业也有一定的探索，包括中航信托于 2016 年 6 月作为原始权益人、以购物中心商业物业为底层资产发行的“中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划”，产品总规模 14 亿元；中航信托于 2017 年 1 月担任受托人、以长租公寓为底层资产发行的“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”，发行总金额为 3.5 亿元[①]。从行业视角来看，信托公司在不动产领域的纵向深耕仍需要进一步夯实基础，以点带面实现新的突破。

另一方面，集中于城市层面的区域深耕，是信托公司需要长期坚守的精细化策略之二。不同的地理位置会形成 REITs 底层资产的规模、政策、区位、建筑和租赁标准等差异，对于追寻可持续发展的信托公司 REITs 业务而言，根据战略导向长期扎根于目标区域，能够更好地了解市场需求，以多样化金融支持打造满足消费者需求的产品，为 REITs 业务的设立发行、持续运营、后续管理和品牌效益等方面，都能形成独一无二的竞争优势。从信托行业现状分析，房地产业务领先的部分信托公司均制定了区域市场的发展策略，部分信托公司倾向于选择在各特定区域内长期扎根的主流开发商进行战略合作，在长期的业务拓展中尽可能还原开发商的真实成本，在谈判中获取最大利益分配；与此同时，部分信托公司坚持植根于国内一二线城市，加强监管项目的拿地、开发、销售、退出各个环节，保证项目风险，掌握更多的话语权。不管选择

① 中航信托股份有限公司官方网站，http：//www. avictc. com/.

何种策略，基于横向的区域市场，不管做深做精不动产业务，均能为 REITs 或 CMBS 业务提供良好的基础。

3. 综合化的金融整合服务能力

信托的本质是“受人之托、代人理财”，回归本源业务，持续满足人们日益增长的财富管理需求，必将成为信托公司和信托行业发展的关键。借鉴国际成熟的理财市场发展逻辑，一个成熟的理财市场存在一个由投行业务、资产管理业务和财富管理业务构成的并互相依存的理财价值链。[①] 由此，从私募投行、资产管理和财富管理三个领域，打造符合信托公司特点的综合化金融整合服务能力，在 REITs 业务发展上也能提供更好的平台。

（1）私募投行服务创设 REITs 产品。私募投行的基本功能是将特定企业和特定项目的融资需求创设为可投资的金融产品。如前所述，对于国内不动产行业庞大的存量市场而言，需要通过创设 REITs 盘活存量，提高资产流动性，满足企业的融资需求。在这一过程中，信托公司依托已有的资源基础，发挥灵活的资源整合能力，在发行设立 REITs 时，更应围绕交易对手的需求来设计全方位的金融解决方案。对于权益型的 REITs，注重不动产资产本身的长期投资和专业化管理；对于抵押型的 REITs，则倾向于聚焦交易主体的整体实力和信用风险。除此之外，在产品结构的设计中，将底层资产的原始权益人也作为 REITs 的投资人，形成增信，从而能够提升 REITs 的评级。

在 REITs 创设的过程中，信托公司作为交易结构的设计人，既要充分运用产业端和金融端的资源，形成合力有效推动产品的发行，又要培养过硬的专业能力，提供满足投资人需求、符合融资人要求的产品，真正发挥 REITs 的特有优势，将不动产变现为可流动的金融产品。

（2）资产管理服务构建 REITs 组合。资产管理业务的基本功能是把投行创设的金融产品，按照特定的投资策略构建为投资组合驱动的理财产品，并销售给合适的投资者。一方面，虽然目前国内的类 REITs 仅在特定的合格投资者范围内转移，但信托公司基于不同物业类型的 REITs，通过特定投资组合的构建，能够缓释产品的风险集中度。另一方面，未来随着 REITs 面向的投资人范围逐步扩大，更需要信托公司构建风险和收益特性各不相同的投资组合。

对于信托公司开展 REITs 而言，私募投行服务创设的 REITs 若只针对单一企业和

① 姚江涛．信托公司的转型思考及探索［N］．证券时报，2017－07－24.

单一项目，可能带来较高的风险集中度，产品本没有风险缓释安排。因此，凭借资产管理服务能力从产品端分散风险，形成“从资产到产品”的 REITs 业务架构，能够进一步提升信托公司在 REITs 领域的综合运作能力。

（3）财富管理服务满足 REITs 需求。财富管理业务的基本功能是针对特定投资者的特定需求，帮助其构建个性化的资产配置方案并筛选相应的投资产品，在此基础上还可以提供诸如财务税收规划、财富传承安排、慈善捐赠安排等辅助服务。一方面，国内 REITs 从私募转向公募、从合格投资者转向社会公众投资者是未来发展的大趋势，公开上市与流转交易能够为个人投资者提供更加丰富可选的金融产品。另一方面，专业的财富管理服务能够为信托公司连接打通 REITs 业务的客户端提供重要渠道，对促进 REITs 业务质和量的提升而言，均是至为关键的一块拼图。

财富管理服务与 REITs 的结合，通过个性化资产配置方案的构建，既能够满足客户特定的风险—收益偏好，又可以进一步缓释客户集中投资于单一金融产品或理财产品的风险，进一步形成 REITs“从资产到产品再到客户”的良性循环。

从优质资产的获取能力、REITs 市场深耕能力到金融整合服务能力，是循序渐进培育信托公司服务产业的主动管理能力的发展路径。对于信托公司而言，既要从组织架构、运营管理、人才建设等方面加强内生发展驱动力的建设，同时不妨纳百家之长，将外部产业运营商的优势为我所用。

以中航信托为例，2017 年 3 月末，中航信托参与新加坡的大型地产基金管理公司——亚腾资产管理公司（ARA Asset Management）的私有化运作[①]。亚腾资产管理公司作为 REITs 管理人，目前管理着 6 只上市房地产投资信托基金（REITs）、4 只韩国非上市房地产投资信托基金以及 10 只美元私募房地产基金。截至 2016 年末，亚腾资产管理公司的资产管理规模约为 360 亿新加坡元，相当于人民币 1781 亿元。通过对专业 REITs 管理人的私有化运作，中航信托计划打通境内外资金与资产的联动效应，提升全球化资产配置能力和不动产运营管理能力。

在此基础上，中航信托与亚腾资产管理公司合资成立上海航信亚腾基金管理公司，专注于商业房地产投融资以及资产证券化，以私募房地产基金 REITs 为核心驱动，致力于成为中国境内房地产私募基金及中国版 REITs 的顶尖管理公司，未来将作为国际化的资产管理行业引领者，一方面发挥中航信托作为境内金融机构募集资金的优势，运用贷款、股权投资、CMBS、REITs 等多种金融工具的优势，以及作为受托

① 中国经济网北京 2017 年 5 月 10 日讯，http：//finance. ce. cn/rolling/201705/10/t20170510_ 22688362. shtml.

人的制度优势；另一方面，亚腾资产管理公司作为亚洲最大的上市 REITs，受到养老基金、主权财富基金、保险公司等国际顶尖机构投资人的认可，为 REITs 提供了多平台的退出路径。通过合资基金管理公司的方式，增加中航信托参与 CMBS 业务和 REITs 试点的竞争力，提升中航信托在地产私募基金领域“募、投、管、退”四个环节中的专业化管理能力，扩大品牌优势，对于信托行业发展 REITs 业务而言，具有一定的参考和探索意义。

4. REITs 模式助推构建房地产长效机制

对于房地产行业的供给侧结构性改革和转型，十九大报告提出了“在加强社会保障体系建设方面，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”根据市场研究数据显示，中国房屋租赁市场规模 2020 年将达到 1.6 万亿元，2025 年为 1.9 万亿元，2030 年会超过 4 万亿元[①]，长期租赁市场将成为房地产行业的蓝海，以上海为例的各地政府出台各项措施，加快培育和发展住房租赁市场。

表 4　　上海市加快住房租赁市场建设相关措施

时间	措施
2017. 07. 07	发布《上海市住房发展“十三五”规划》，“十三五”时期预计新增供应租赁住房 70 万套，占新增市场化住房总套数超过 60%。
2017. 07. 24	上海首次推出的两幅 100% 不可售租赁住房用地，分别被张江集团和嘉定新城发展有限公司底价竞得，建成后将至少提供 1897 套租赁住房。
2017. 08. 07	市政府正式批复原则同意张江科学城建设规划。其中明确，张江科学城新增住宅建筑面积约 920 万平方米，其中 890 万平方米用于租赁住宅，满足科学家和科创人才需求。
2017. 08. 17	市北高新园区内 2 幅商业用地，调整为四类住宅用地（R4），也就是租赁住宅用地。
2017. 08. 23	上海土地市场挂牌 4 幅租赁用房地块，分别位于浦东花木、陆家嘴滨江、长宁古北和徐汇漕河泾四个核心区域。
2017. 09. 09	杨浦规土局网站消息，新江湾社区 N091104 单元 A3 街坊 05 地块用地性质由三类住宅组团用地调整为四类住宅组团用地，即全持有租赁房，建成后将提供至少 1130 套租赁房。

资料来源：根据网络公开资料整理。

长期持有型物业的资金回流速度较慢，可能对住房租赁市场的发展形成制约。通过发行租赁住房 REITs，将租赁资产打包出售给投资者，为房地产商提供资金补充，

① 链家研究院．租赁市场系列研究报告，2017－03.

改善现金流财务状况，契合长期租赁住房作为重资产在前期建设和运营时期的密集资金需求。

2017 年 10 月 23 日，国内房地产开发商保利公司以自持租赁住房（青年公寓、老年公寓）为基础资产，发行 50 亿元规模的“中联前海开源保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”，采用结构化模式，其中次级份额由保利持有，40 亿元优先级份额在上交所流通。①

通过 REITs 模式，将租赁住房的不动产资产转化为标准化、可流通的份额资产，释放存量资产中沉淀的资金，将回流的资金再用于项目建设中，有利于实现长期租赁住房市场的良性发展，从资金端推动构建房地产长效机制的良性循环。

四、我国 REITs 的发展困境与前景展望

（一）发展 REITs 业务的法律制度与税收障碍

从 2003 年我国开始探索以不动产信托模式为房地产开发项目提供新的融资开始，政策层面和实务层面均对 REITs 在中国的落地进行了诸多尝试，但 REITs 的中国之路仍需在摸索中前进。

1. 现有法律框架与 REITs 的创新障碍

国内关于 REITs 专门的立法及制度建设仍处于探索与讨论阶段。缺少针对 REITs 的专项法律法规，导致 REITs 在中国的法律主体地位不清，产权不够明晰完整，一定程度上减缓了 REITs 的发展与创新速度。

法律架构层面，我国是成文法国家，在当事人的行为必须有明确的法律加以规范情况下，投资者的利益才会有切实的保障。现有的《公司法》《信托法》《证券投资基金法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》等法律法规可以用于参考，但并不能为 REITs 提供明确的法律保障。我国由于目前仍未出台相关的专项法律法规，目前发行的类 REITs 产品在投资期限、范围、收入来源、分配方式等诸多方面仍没有统一标准。通观所有已经和正在筹划发展 REITs 投资品种的国家和地区，都将立法作为发展 REITs 的首要条件。所以，REITs 的推行与发展需要一系列针对性法律或法规及规范性的文件，防止 REITs 可能带来相关的法律风险。

① 资料来源：http：//news. cnfol. com/chanyejingji/20171102/25563471. shtml.

此外，国内的不动产资产在境外发行 REITs 也面临一系列的法律障碍。从基础发行结构角度看，境内不动产资产在境外通过发行 REITs 上市的需要将境内的房产项目的产权/收益权属转让到境外 REITs 名下。在 2006 年六部委联合发文（《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》（建住房〔2016〕171 号，即“171 号文”，又称“限外令”）后，资本管制和产业管制政策趋严，对不动产境外上市形成了较大的约束。

2. 双重课税对 REITs 规模化发展的制约

（1）专门的 REITs 税收优惠政策。通过上文的分析可知，尽管目前国内类 REITs 在实际操作过程中不存在“双重征税”问题，但实际涉及的土地增值税、增值税、企业所得税、契税、印花税等相关税费成本仍有进一步降低的空间。我国在基础物业资产转移给 SPV（如私募基金和信托公司）时，由于所有权发生转移，根据现行法律原始权益人还需缴纳 25% 的企业所得税，如果原始权益人为房地产开发公司还另需按照累进税率缴纳 30% ~60% 的土地增值税，如在以后《公司法》允许的条件下通过公司制成立 REITs 公司，在 REITs 公司运营层面还需缴纳公司所得税，因此我国 REITs 所承受税负还处于比较高的水平，对 REITs 产品的投资收益水平形成了较大的影响，进一步降低了 REITs 的整体竞争力。

国外成熟市场 REITs 产品通常可以享受一定税收优惠。如美国，其国内税法规定，在满足投资范围、收入比例、组织形式等各方面要求后，如果将 REITs 公司应税收益的 90% 以上分配给投资者则可以免征公司层面的所得税，仅投资者个人需缴纳个人所得税；但 REITs 公司分配后的留存收益仍需缴纳公司所得税。从推动 REITs 市场长期发展的角度出发，我国现行的税制结构仍有较大的完善空间。

（2）现行税制与标准化 REITs 的匹配问题。资产证券化的一个关键前提是基础资产的独立性和风险隔离，对于标准的 REITs 产品而言就是将作为基础资产的不动产资产转让给特殊目的载体（SPV），实现与原有企业（发行人）的破产隔离，从而保护投资者权益。如前所述，从我国现行税制来看，不动产资产本身在交易环节有增值税和高额的资产转让所得税，在持有环节还有房产税和增值税。通过交易结构的设计可避免“双重征税”问题，但同时增加了管理成本和运营成本，间接减少了投资者收益。长远来看，REITs 的规范化与规模化发展仍需向国际标准化 REITs 的税制结构发展，即对 REITs 设立和终止阶段的不动产资产的直接转移，

认定为非交易目的的转移，免缴相关环节的税费。

（二）交易场所与流转登记的市场基础设施建设

1. 我国现阶段 REITs 交易场所的基本情况

虽然国内金融监管机构尚未颁布 REITs 规章，但是无论监管部门，还是各类市场主体在不动产证券化方面的探索一直没有停止过。目前以境内不动产作为底层资产发行的证券化产品在境内外交易所都有较多项目，可以分别进行分析。

第一类是在境外成熟市场发行以国内资产为投资标的的 REITs 产品。笔者根据公开数据统计，截至 2017 年 8 月末，内地企业赴香港和新加坡发行的 REITs 产品至少有 5 只，分别是越秀房地产投资信托基金、开元产业投资信托基金、北京华联商业信托、运通网城不动产信托、大信商用信托。此外，在中国香港和新加坡市场上还有 11 只上市 REITs 持有位于中国大陆的物业，物业种类丰富，涵盖零售、办公、酒店、商业综合体、工业物流、公寓等多种形态。

表 5　　中国香港和新加坡市场上市 REITs 持有中国物业一览

名称	上市场所	备注
北京华联商业信托	新加坡主板	内地企业境外上市
运通网城房地产信托	新加坡主板	内地企业境外上市
大信商用信托	新加坡主板	内地企业境外上市
凯诗物流信托	新加坡主板	持有中国物业
华联商业房地产投资信托	新加坡主板	持有中国物业
升禧环球房地产投资信托	新加坡主板	持有中国物业
腾飞酒店信托	新加坡主板	持有中国物业
丰树大中华商业信托	新加坡主板	持有中国物业
雅诗阁公寓信托	新加坡主板	持有中国物业
凯德商用中国信托	新加坡主板	持有中国物业
丰树物流信托	新加坡主板	持有中国物业
开元产业投资信托基金	港交所主板	内地企业境外上市
越秀房地产投资信托基金	港交所主板	内地企业境外上市
春泉产业信托	港交所主板	持有中国物业
领展房地产投资信托基金	港交所主板	持有中国物业
汇贤产业信托	港交所创业板	持有中国物业

资料来源：新加坡交易所、香港交易所。

但是，我们也看到，境外市场发行以境内标的为基础资产的 REITs 上市流程长。无论是境内企业海外发行 REITs，还是境外企业收购境内权益（资产或股权）发行海外 REITs，均先将境内目标物业注入境内项目公司名下；再由境内企业的控股母公司或境外企业在境外设立特殊目的载体（Special Purpose Vehicle，SPV）；接下来由 SPV 在境内设立外商独资企业（Wholly Owned Foreign Enterprise，WOFE）或合资企业（Joint Venture，JV）收购境内企业的股权，达到境外 SPV 通过 WOFE 或 JV 公司间接持有境内企业股权的目的；最后在境外设立符合当地监管政策的 REITs，并由 REITs 收购境外 SPV 股权，完成境内权益整体转让给 REITs 持有。在这种模式下，需符合外汇局、商务部等部委审批，上市流程较长。

第二类是在中国现有监管法律框架下推出在功能上与成熟市场上的标准 REITs 具有一定相似性的“类 REITs”产品，这类产品主要以资产证券化的形态出现，主要在交易所、银行间市场、机构间私募报价系统等市场以公募或私募方式发行。根据 Wind 披露的数据，截至 2017 年 8 月末国内“类 REITs”产品市场的累计发行规模约 400 多亿元，其中 2016 年至 2017 年 8 月末交易所发行规模超过 253.2 亿元。

表 6　　交易所“类 REITs”产品基本信息

项目名称	发起机构/原始权益人	发行总额（亿元）	流通场所
中联前海开源—勒泰一号资产支持专项计划	石家庄勒泰房地产开发有限公司	35	深圳交易所
招商创融—福晟集团资产支持专项计划	福建福晟集团有限公司	17	深圳交易所
中银招商—北京凯恒大厦资产支持专项计划	天津中锋置业有限公司	30.05	上海交易所
恒泰弘泽—广州海航双塔资产支持专项计划	海航旅游集团有限公司	27	上海交易所
兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金（REIT）资产支持证券	安徽新华传媒股份有限公司	5.54	银行间市场
恒泰弘泽—华远盈都商业资产支持专项计划	华远地产股份有限公司	7.36	机构间私募产品报价与服务系统
长江楚越—中百一期资产支持专项计划	武汉中百百货有限责任公司	10.4	上海交易所
平安苏宁广场资产支持专项计划	苏宁置业集团有限公司	16.8	上海交易所
中信皖新阅嘉一期资产支持专项计划	安徽新华传媒股份有限公司	5.55	上海交易所
中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划	三胞集团有限公司	30.53	上海交易所
首誉光控—光控安石大融城资产支持专项计划	上海交易所雷泰投资中心（有限合伙）	25	深圳交易所
中信华夏苏宁云享资产支持专项计划	苏宁云商集团股份有限公司	18.47	深圳交易所

续表

项目名称	发起机构/原始权益人	发行总额（亿元）	流通场所
东证资管—青浦吾悦广场资产支持专项计划	上海交易所新城万嘉房地产有限公司	10.5	深圳交易所
天风—中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划	中航信托股份有限公司	14	上海交易所
恒泰浩睿—彩云之南酒店资产支持专项计划	云南省城市建设投资集团有限公司	58	上海交易所
招商创融—天虹商场（一期）资产支持专项计划	天虹商场股份有限公司	14.5	深圳交易所
恒泰浩睿—海航浦发大厦资产支持专项计划	上海交易所浦发大厦置业有限公司	25	上海交易所
中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划	苏宁云商集团股份有限公司	33.35	深圳交易所
中信华夏苏宁云创资产支持专项计划	苏宁云商集团股份有限公司	43.95	深圳交易所
中信启航专项资产管理计划	中信证券股份有限公司	52.1	深圳交易所

资料来源：根据 Wind 数据整理。

这些“类 REITs”产品多数是以持有物业的公司股权或应收账款的方式设立的。在证券发行上对于投资者仍然有适当性的管理要求，没有实现完全公开募集。

2. REITs 三层次交易流转市场设想

经过多年探索，中国已初步形成了多层次的资产证券化产品交易场所，包括以公募发行为主的银行间市场、证券交易所，以准公募发行为主的银登中心、中证报价系统、上海保险交易所、信登中心等。

第五次全国金融工作会议明确要设立国务院金融稳定发展委员会，统一资产管理规制也呼之欲出。这意味着，随着功能监管与行为监管相结合的模式进一步推进，分类统一制定标准规制即将出台。也就是说，未来将弱化发行主体的边界，只要从事资产管理业务，就遵从统一的资产负债两端管理规制。

在这一指导思想下未来的 REITs 产品，在资产端将根据基础资产性质不同，分为权益型、抵押型和混合型；在负债端将根据募集方式不同，分为公募和私募两大类，在业务准入和信息披露上有不同要求。其中，公募 REITs 将分为上市交易型 REITs 和非上市交易型 REITs。上市交易型 REITs 与上市公司首次发行股票募集资金一样，需要根据监管机构和交易所的要求准备相关材料、完成相关程序后才能上市交易，并进行严格的信息披露，该类产品的交易场所统一于股票交易所。非上市交易型 REITs 与

现阶段的“类 REITs”相似，在交易场所完成注册后发行，向特定投资人募集发行，并不进行公开交易，该类产品的交易场所应当统一于银行间市场或证券交易所。私募 REITs 则不需要进行注册，通过流转信托受益权份额的方式进行交易，该类产品可以在信登中心进行流转。

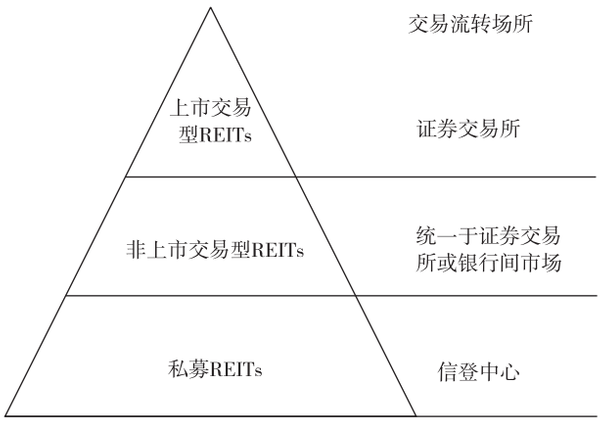


图 12　REITs 的三层次交易流转市场

（三）不动产信托业务转型的困境解决方案探讨

1. 不动产信托财产登记制度的优化

（1）不动产统一登记为信托财产登记创造了条件。纵观其他国家和地区 REITs 发展历程，不难发现其发展与登记制度逐步完善密不可分。以台湾地区为例，其 1996 年颁布的“信托法”以及随后颁布的“信托业法”均明确了不动产信托财产登记的法律地位；1996 年颁布的《土地权利信托登记作业办法》详细规定了土地权利信托登记规则；2001 年修订的《土地登记规则》将《土地权利信托登记作业办法》的相关规定又被纳入其中，以专章规定土地权利信托登记。日本、韩国也分别在它们的《不动产登记法》中规定了不动产信托财产登记[①]。这些国家和地区均在不动产登记体系中开展不动产信托财产登记，与我国现实较为贴合，其立法和实践为我国不动产信托财产登记制度的建立提供了有益的经验。

2016 年 1 月 1 日颁布施行的《不动产登记暂行条例实施细则》（中华人民共和国国土资源部令第 63 号），让不动产实现了登记机构、登记依据、登记簿册、登记信息平台的统一。同时，第 8 章“附则”第一百零六条规定“不动产信托依法需要登记

① 郭佑宁．论我国不动产信托登记的制度设计［D］．中国政法大学，2016：18.

的，由国土资源部会同有关部门另行规定。”这为不动产信托登记制度的建立提供了良好的基础条件。同时也表明，立法者认为不动产信托财产的登记可以纳入不动产登记体系中来，所不明确的是将不动产信托财产登记作为一种独立的登记类型来对待，还是将其视为不动产登记的限制或提示事项来记载。

下文将以我国台湾地区的不动产信托财产登记为例，阐释不动产登记的内容、登记种类以及登记中涉及的税收问题。

（2）不动产信托财产登记内容。不动产信托登记属于不动产登记之一种，不动产信托财产登记应当统一在不动产登记机构办理，台湾地区的不动产和不动产信托财产登记均由地政机关办理。在登记方式上，可以通过新设一页信托登记簿活页，已有的登记申请审批表和证书证明样式不需要任何改动即可直接使用，这种方式将大大节约不动产信托财产登记成本，有利于不动产信托登记制度的顺利推行。

不动产信托财产登记的具体内容包括委托人、受托人情况，包括姓名或名称、住所、权利范围等；不动产的具体情况，包括坐落位置、面积、权利价值、不动产用途等；信托具体条款，包括受益人姓名和住所、信托目的、信托期间、信托关系消灭的事由、信托财产的管理方法、信托关系结束后财产的归属以及其他约定事项等。

（3）不动产信托财产登记的种类。信托财产取得登记。当取得的信托财产为不动产权利时，所进行的权利变更登记称为信托取得登记。受托人因对信托财产进行管理、处分等其他原因所获得的财产权利仍属于信托财产。台湾地区的信托财产取得登记相关内容记载《土地登记规则》第 127 条中，其明确规定受托人在履行信托职责的过程中取得土地权利，申请登记时应检附信托关系证明文件，并于登记申请书适当栏内载明该取得财产为信托财产及委托人身份资料。

信托财产变更登记。信托财产变更包括信托主体变更与信托内容变更。通常情况下，信托变更主要是指受托人变更与信托内容变更。无论受托人基于自身原因或外部原因导致职责终止的，都应当由新受托人会同委托人向不动产登记机关申请受托人变更登记。因信托合同条款变更而需办理的信托内容变更，由委托人会同受托人办理。

信托终止登记。信托终止后，受托人清算剩余信托财产后，要根据信托文件规定和法律规定，确定信托财产的权利归属人，并将信托财产移交给该权利归属人，此时就需要进行信托终止登记。在台湾地区的实践中，根据信托为自益信托或他益信托区

分了信托终止登记的类型。若是自益信托，于信托关系消灭时，涂销原信托登记将信托财产恢复为委托人所有的登记，称为信托涂销登记；若是他益信托，于信托关系消灭时，由受托人移转信托财产的所有权予委托人以外的归属权利人，称为信托归属登记。信托涂销登记下，信托关系的存续并未实质上变动信托财产的归属，而信托归属登记下，则发生了信托财产权的变动。

（4）与不动产信托财产登记相关税收安排。在我国现有的实践中，并未对信托财产进行登记，同时，在现有的不动产登记制度下，不动产的转移均视为销售进行征税，并未对信托进行特别安排，大大制约了不动产作为信托财产设立信托。一方面，当委托人将不动产权利转移给受托人，将面临巨额的所得税负担；另一方面，我国现行的税收制度并未区分“融资行为”和“出售”，若流转信托收益权亦需要缴纳高额的税费，不利于不动产信托收益权进行流转。我国台湾地区对不动产信托财产登记的探索较早，下文将从信托成立、信托流转、信托终止三方面阐释台湾地区相关的税收安排。

①信托成立阶段征税，免征土地增值税和契税。信托成立阶段，不动产在委托人和受托人直接转移不征收土地增值税和契税。根据台湾“土地税法”第 28 条之三第一款规定，委托人和受托人之间的财产转移，不征收土地增值税；根据“契税条例”第 14 条之一第一款规定，委托人和受托人之间的转移所有权，也不缴纳契税。

②信托流转阶段征税，区分“融资”和“出售”。台湾“不动产证券化条例”第 52 条针对不动产证券化流转进行了特别规定，区分了“融资行为”和“出售”，针对融资行为不缴纳土地增值税，针对出售信托由委托人缴纳土地增值税。因此，在发行不动产证券化产品是，根据信托合同约定，可以认定信托土地已经实质全部或部分出售的，应当如同一般土地买卖，就已出售部分由委托人缴纳土地增值税，尚未出售或于信托终止后返还委托人的部分则无须缴纳土地增值税。在实际操作中，以融资为目的，在交易结构中设计以委托人作为劣后级受益人，可以认定信托财产终止后返还给委托人，符合第 52 条规定，其交易流转不用缴纳土地增值税。

③信托终止阶段征税，区分涂销和转移登记。信托终止后，若信托财产返还给委托人，需办理涂销信托登记，免征土地增值税和契税；若信托财产分配给委托人之外的归属权利人时，需办理信托归属登记，因其本质上为实质所有权移转登记，故而需征收土地增值税及建筑物改良需征收契税。

表 7　　台湾地区信托财产登记涉及的相关税收①

项目	土地增值税	契税	赠予税	遗产税	印花税
信托成立登记	不征收	不征收	信托契约明确规定信托利益全部或部分受益人为非委托人，于信托成立时，视为委托人将享有信托利益赠予受益人，依法征收赠予税，委托人与受托人之间转移，不征收	遗嘱信托于遗嘱人死亡时征收遗产税	信托关系消灭时，信托财产归委托人，不征收印花税 若转移给委托人之外其他人，具有买卖不动产性质，依法缴纳不动产部分自益信托部分他益信托，应分算他益部分的印花税
受托人变更登记	不征收	不征收	不征收	—	—
信托消灭登记	不征收	不征收	不征收	—	—
信托归属登记	依法征收（遗嘱信托不征收）	依法征收（遗嘱信托不征收）	不征收	—	—
信托内容变更登记	—	—	征收	信托关系存续中受益人死亡时，应就信托利益未领受部分依法征收遗产税	—

资料来源：根据中国知网资料整理。

2. 不动产信托税收制度的突破与完善

一是制定针对 REITs 的税收优惠政策，减轻投资者税收负担。从大多数国家 REITs 税收待遇看，都仅对基础资产收益在 REITs 层面或投资者层面征税。为鼓励 REITs 投资，有些国家（如美国、新加坡等）还给予投资者分红免税或按优惠税率征税待遇。从税收中性角度出发，资产证券化的本质就是让渡资产的收益权，因此，资产收益的实际受益人是 REITs 的投资者，如果 SPV 已经把基础资产租金收益的 90% 用于分红，那么，这些用于分红的租金所得理论上就不应再由 SPV 承担投资企业所得税。美国在 20 世纪 60 年代 REITs 发展之初，最高法院也曾判决商业信托类似于公司，视同公司征税，导致商业信托发展一度停滞，直至《国内收入法》规定满足条件的 REITs 可以免征所得税和资本利得税，REITs 才又蓬勃发展，并占据全球市场六成的份额。建议我国对此类用于分红的基础资产收益免除 REITs 层面的所得税，减免

① 陈坤涵．信托登记与税务规划 DIY．书泉出版，2014.

土地增值税、印花税等税费成本，以提高投资者积极性。

二是顺应改革需求，调整税制安排使其与国际标准化 REITs 基本管理构架相匹配。从税收制度层面割断 REITs 所依赖的基础资产与发行人之间的联系，通过 SPV 持有资产，是使投资者避免发行人破产风险，保障广大投资者权益，确保投资者获取稳定的租金收益的合理制度安排，符合国家目前大力倡导的供给侧改革、房地产去库存化的政策方向。而现行税制将之视为普通不动产转让“一刀切”征税的做法，使得 REITs 在设立环节就会发生巨额的税收成本。而这些税收成本、交易成本最终都会转嫁给投资者，抬高发行价格，压缩投资者未来收益空间，从而最终影响 REITs 的发行。为鼓励 REITs 在中国的长远发展，建议整合重组并购现行优惠政策，保持各税种之间在税务认定和处理上的一致性，降低房地产开发企业发行 REITs 适用优惠政策门槛，实现税制安排与 REITs 基本管理构架相互匹配。

3. 不动产信托转型创新的监管制度支持

除了制定专项管理办法外，应更好地发展和完善我国不动产信托监管制度，建立一个适应我国法律制度和经济水平的监管框架，构建证监会、银监会、税务总局、证券交易所、房地产管理机构等相互之间的配合和协调机制。

一是制定我国 REITs 的专项立法。可采取专门 REITs 法规的形式，从法律层面统一监管，在相关监管部门统一协调的基础上，由银监会牵头及各监管部门制定专门监管制度，明确各监管机构职责分工。通过完善我国 REITs 配套法律制度，为我国 REITs 建立较为完善的交易市场，解决信托受益权凭证的流通，通过将 REITs 进行证券化，使其可以像股票、债券和基金一样进行流动。

二是在现有的机构型监管逐步向功能性监管过渡，从过去以市场准入为核心的监管逐步向以运行机制为核心的监管，以健全内控制度和治理结构为关键，以保护投资者权益和风险防范为导向。以银监会为核心监管机构，其他机构职能协同监管，同时要求健全自律协会等中介组织作为对立法和行政监督的有力补充。而对 REITs 的外部监管体制中，还应引进独立中介机构，如审计机构、资产评估机构、信用评级机构等，充当社会监督的角色，并在相关立法中确定其资质标准和法律责任。

三是建立健全 REITs 信息披露制度，从实体上划清 REITs 的发行者、管理人、投资者与市场监管者之间的责任，让投资者充分了解运作信息，培育合格投资者并在法律层面实现风险自担，真实有效落实执行监管制度。

五、结论与建议

（一）发挥信托的多维角色与整合作用

信托作为能够横跨信贷、资本以及实业的金融行业，灵活的制度优势使其能够围绕 REITs 业务的价值链条，以不同的角色挖掘其中的价值，多维度拓展 REITs 业务。

在交易结构中，信托作为 SPV 具有独特的灵活优势。对于信托公司而言，一方面打造品牌的核心竞争力，扩大知名度和影响力，以扩大作为特殊目的载体的业务规模，形成聚集效应并吸引更多的同类业务；另一方面，向专业化转型过程中，应该主动争取交易安排的主导权控制，通过交易机构设计的创新尽可能解决 REITs 的痛点，在实践中持续提高专业能力。

在金融服务层面，现阶段聚焦转型升级的信托应在现有基础上转变思维，针对不动产信托业务，应从抵押融资转向地产金融全产业链的资本化运作，从受托管理转向资产整合、运营和专业服务，从债性产品转向权益类产品，为 REITs 产业提供更全面的金融服务。

在产业服务层面，信托公司应该循序渐进培育服务产业的主动管理能力，基于丰富的客户资源获取优质不动产资产，以专业化和精细化策略深耕 REITs 市场，为产业提供私募投行、资产管理和财富管理的金融整合服务，内外兼备加强 REITs 业务发展驱动力。

（二）优化 REITs 的财产登记与流转交易

以国际成熟市场 REITs 发展历程为鉴，可以发现 REITs 的发展与登记制度的逐步完善密不可分。不动产统一登记为信托财产登记创造了条件，逐步明确不动产信托财产登记内容、种类以及登记、变更和终止流程，推动 REITs 市场的规范化和标准化，为 REITs 的流转交易铺垫基础。

基于功能监管与行为监管相结合的发展趋势，根据不同的募集方式，对包含上市交易型和非上市交易型在内的公募 REITs 和私募 REITs 将实行不同的业务准入和信息披露要求，因此，本报告建设性提议上市交易型 REITs 应统一在证券交易所流转交易，非上市交易型 REITs 应当统一于银行间市场或证券交易所流转交易，无须注册的私募 REITs 通过流转信托受益权份额的方式即可进行交易，可于信登中心进行流转。

（三）完善 REITs 的法律制度与税收政策

坚持立法先行为 REITs 的标准化进程保驾护航，在顶层设计层面建立适应我国法

律制度和经济水平的 REITs 监管框架。其一，建议采取专项立法的方式，为 REITs 的发展提供法理依据；其二，结合机构型监管过渡为功能性监管的趋势，于内应以银监会为核心监管机构、其他机构协同监管，以健全自律协会等组织作为对立法和行政监督的有利补充，于外应引进审计机构、资产评估机构、信用评级机构等独立中介机构，充当社会监督的角色，并在相关立法中确定其资质标准和法律责任；其三，建立健全 REITs 信息披露制度，从实体上划清 REITs 的发行者、管理人、投资者与市场监管者之间的责任，真正实现投资者风险自担，保证监管制度真实有效。

在建立健全的 REITs 法律架构前提下，可进一步实现税收政策的突破。一是制定针对 REITs 的税收优惠政策，减轻投资者税收负担；二是顺应改革需求，调整税制安排使其与国际标准化 REITs 基本管理构架相匹配。

（四）推动国内公募 REITs 的模式探索与落地实践

REITs 市场的基础设施、配套法律制度和税收政策等的建设和优化，能够为国内公募 REITs 的尽早推出塑造良好的环境和条件。随着 REITs 市场的不断发展，监管机构和市场参与者的实践经验持续积累，可以通过先行先试、持续优化的方式对公募 REITs 的模式进行试点，基于现有的法律框架对公募 REITs 载体的法律界定、交易结构和权责界定、投资与分红比例、信息披露、不同交易层级的监管与协调、税收优惠等方面进行统一明确，推动公募 REITs 在国内的落地，为 REITs 的长期健康发展形成可持续的良性循环机制。

（五）借力 REITs 模式助推房地产长效机制的建立与完善

通过 REITs 模式实现长期租赁住房的资金回流，缩短租赁住房市场的开发和建设周期。一方面，REITs 作为有效的退出渠道，对于长期租赁住房的开发商、运营商和金融机构投资者而言，能够改善开发和建设企业的财务结构，增加住房租赁市场的吸引力。另一方面，结合 REITs 模式推行租购并举的业务发展模式，对于产业市场的不动产开发商、金融市场的机构投资者以及第三方服务商而言，均有较大的市场挖掘空间。借力 REITs 模式发展我国的住房租赁市场，通过租购并举推动建立房地产长效机制，对于我国房地产乃至整个不动产行业的可持续良性发展而言，均有不可或缺的重要意义。

参考文献

［1］焦颖．中国房地产投资信托基金（REITs）市场风险评估及管控研究［D］.

云南大学，2016.

［2］侯盼龙 . REITs 在我国大陆发行的市场成熟度和商业价值研究［D］. 华东师范大学，2016.

［3］卫露娟 . 我国 REITs 在应用中的问题及对策研究［D］. 首都经济贸易大学，2016.

［4］刘伟 . 房地产信托投资基金绩效评估及风险防控研究［D］. 北京理工大学，2016.

［5］王浩 . 我国房地产投资信托基金（REITs）法律制度困境及对策研究［J］. 财经理论与实践，2013，34（2）：121－124.

［6］沈田丰，韩灵丽 . 中国房地产市场引进 REITs 的制度障碍与创新［J］. 财经论丛，2011（4）：69－75.

［7］王孟夏 . 我国房地产信托投资基金（REITs）发展环境研究［D］. 首都经济贸易大学，2010.

［8］陈琼，杨胜刚：REITs 发展的国际经验与中国的路径选择［J］. 金融研究，2009（9）：192－206.

［9］张寒燕 . 房地产投资信托（REITs）研究［D］. 中国社会科学院研究生院，2005.

［10］李智 . 房地产投资信托（REITs）法律制度研究［D］. 中国政法大学，2005.

［11］蔡卫华，陈敦 . 探索建立不动产信托登记制度［J］. 中国土地，2016（3）：14－16.

［12］陈坤涵 . 信托登记与税务规划 DIY. 书泉出版，2014.

［13］郭佑宁 . 论我国不动产信托登记的制度设计［D］. 中国政法大学，2016.

［14］孟强 . 信托登记制度研究［D］. 中国人民大学，2010.

［15］黄辉 . 中国不动产登记制度的立法思考［J］. 北京科技大学学报（社会科学版），2001，17（3）：67－72.

［16］闾梓睿 . 房地产投资信托法律制度研究［D］. 复旦大学，2012.

［17］于焕超、赵欣瑶 . 信托受益权登记制度的法律功能——基于信托登记试行办法的探讨［J］. 海南金融，2017（2）：48－54.

［18］张仕廉，卢立宇，刘伟 . 中美房地产投资信托法律比较［J］. 建筑经济，

2006（5）：70－73.

［19］姚延中．房地产投资信托基金（REITs）研究［M］．杭州：浙江大学出版社，2016.

［20］北京大学光华管理学院．中国公募 REITs 白皮书．2017（6）．

［21］［美］戴维·帕克 著．罗宁，刘潇然译．REITs 人员、流程和管理［M］．北京：机械工业出版社，2015.

［22］［美］拉尔夫 L. 布洛克（Ralph L. Block）著．宋光辉，田金华，屈子晖译．REITs 房地产投资信托基金［M］．北京：机械工业出版社，2014.

［23］［新加坡］博比·加雅拉曼（Bobby Jayaraman）著．王刚，吴小兵 译．投资 REITs，积累财富［M］．北京：中信出版社，2016.

［24］布鲁格曼、费雪 著．逯艳若等译．房地产融资与投资［M］．北京：机械工业出版社，2003.

［25］特瑞斯等著．龙奋杰，李文诞等译．房地产金融［M］．北京：经济科学出版社，2004.



信托产品评级体系研究

课题牵头单位：北京国际信托有限公司

课题指导专家：周瑞明

课题组成员：

幸宇晖	韩　波	杨凯育	任　萌	北京国际信托有限公司
焦彬彬	杨小静	林宏伟	朱文宇	中诚信国际信用评级有限责任公司
刘天启	李珊珊			华能贵诚信托有限公司
王玉国	杨晓东			中诚信托有限责任公司
梅　松	杜　涛			上海爱建信托有限责任公司

摘　要

近年来，伴随我国金融业的快速发展，信托行业不断壮大，资产规模持续攀升，一方面行业监管思路更加明晰，监管体系不断完善。另一方面，信托公司业务结构日趋合理，资产管理能力不断增强，全行业回归本源，服务实体经济的转型步伐更加坚定。值得注意的是，在维护金融安全，防范金融风险的大背景下，监管部门通过开展行业评级和监管评级，一定意义上对信托公司的资产管理能力和风险管理能力做出了评价，但是与其他资管产品相比，信托产品的评级体系略显缺失。本课题以信托产品评级为研究对象，以信托法律关系为依据，阐述信托产品评级的必要性，研究提出信托产品评级体系的思路、方法和初步构想，力争为将来实现信托产品评级奠定基础。

课题组本着创新性、完整性的原则，通过定量与定性、因素分析法与模型分析法等多种方法，多层级、多维度，深入探讨了大类信托产品评级方案。研究报告从信托产品评级的内涵和信托产品评级体系建设的基础要素入手，分析了信托产品评级体系建设的重要意义；梳理了我国现有的几种信托产品评级方式；借鉴国内外金融产品评级体系实践经验，基于监管部门提出的八大信托业务，提出了建立基于债权信托、资产证券化信托及标品信托产品评级体系的具体模式构想，并就推动建立信托产品评级体系，提出了比较有针对性的意见建议。考虑到未来信托产品评级体系的商业化运用及核心数据保密性，报告中只展示了产品评级所涉猎的部分参数或标准值，但是已经努力呈现一个相对完整的信托产品评级体系研究架构。

课题研究中得到了中国信托业协会极具价值的指导意见，中诚信国际信用评级有限责任公司、华能贵诚信托、中诚信托、爱建信托共同参与了课题研究。课题组先后组织了包括行业、高校专家、信托公司研发及业务人员参加的多个座谈会，获得了坚实的理论支持和丰富的业务实践指导，在此一并深表谢意。

关键词：信托产品评级体系　债权信托　资产证券化信托　标品信托

目　录

一、信托产品评级的内涵与产品评级体系建设的基础 …… 151
（一）信托产品评级的内涵 …… 151
（二）信托产品评级体系的基础要素分析及划分依据 …… 152
（三）信托业务分类与信托产品评级体系的相关性 …… 153
二、我国信托产品评级体系建设的现状及必要性分析 …… 153
（一）我国信托产品评级的政策依据 …… 153
（二）我国信托产品评级的现状与问题分析 …… 156
（三）信托产品评级体系建设必要性分析 …… 158
三、国内外金融产品评级体系的特点及借鉴 …… 159
（一）国外金融产品评级体系特点 …… 160
（二）国内主要金融产品评级体系特点 …… 163
（三）国内外主要产品评级体系的对比与借鉴 …… 170
四、信托产品评级体系具体模式构想 …… 171
（一）构建信托产品评级体系的维度分析 …… 171
（二）债权类信托产品评级方案 …… 180
（三）资产证券化信托产品评级方案 …… 184
（四）标品信托产品评级方案 …… 189
五、构建信托产品评级体系的政策建议 …… 195
（一）优化信托产品评级的制度环境 …… 195
（二）推动信托产品评级的政策引导 …… 196
（三）构建内外部相结合的复合型产品评级体系 …… 196
（四）加强投资者适当性风险管理 …… 197
（五）推进评级技术研究及人才培养 …… 197
（六）提高投资者审慎决策能力 …… 198
六、结语 …… 198
附录 …… 198
参考文献 …… 200

一、信托产品评级的内涵与产品评级体系建设的基础

（一）信托产品评级的内涵

1. 信托产品评级的定义

狭义上讲，信托产品评级是由专业的独立机构或者信托公司，遵循公正、客观的原则，根据不同信托产品的属性，从产品的安全性、盈利性及流动性、发行机构实力、管理能力等各个维度，对信托产品的风险因素、信用状况进行综合评价，最终运用简单明了的符号将这些意见向市场公开，达到为监管部门、信托公司及投资者服务等目的。

广义上讲，信托产品评级从对单独某一个信托产品的信用评价及风险评定延伸至某一类信托产品评级，最后扩展至所有大类的信托产品，并结合以信托公司为主体的监管评级及行业评级，形成较为完整的信托产品评级框架，为信托市场不同类型参与者提供了方针指引。此课题中信托产品评级体系研究是基于以上定义而言的，建立在信用评级、风险评价基础之上，以信托法律关系为依据，以信托产品为评价对象的体系工程建设。

2. 信托产品评级的市场构成

信托产品评级的市场构成主要包括以下重要参与主体：监管机构、信托公司、第三方评级机构、机构和普通投资者。监管机构主要指根据法律规定对市场进行监督管理的机构。其职责包括按照规定监督管理金融市场；发布有关金融监督管理和业务的命令和规章；监督管理金融机构的合法合规运作，为信托产品评级奠定政策基础。信托公司主要是指依照《中华人民共和国公司法》和银监会《信托公司管理办法》设立的主要经营信托业务的金融机构。其职责主要是管理和处分信托财产，在信托产品评级体系中担任评级机构或评级咨询机构。第三方评级机构指征集企业、个人、产品资信信息，向企业、个人资信信息使用者提供企业和个人资信信息咨询、评级和查询服务并独立运作的中介性法人单位。其职责主要是利用其独立的评级体系为金融产品提供定价依据。投资者包括机构和普通投资者是指投入现金购买某种资产以期望获取利益或利润的自然人和法人，他们是信托产品市场的重要参与群体。值得强调的是，信托产品评级体系的建立，将为以上四大类别参与主体在健全信托产品监督管理办法、相关业务指导意见、产品信息披露、标准化评价系统建立、明确资质认定条件、

提高投资风险识别意识和能力等方面提供重要参考依据。

3. 信托产品评级的方法、指标及标准

金融产品评级方法主要包括：侧重于对评级对象未来偿债能力或者履约能力作出分析和评价；定性与定量相结合；注重现金流量的分析与预测以及将同类产品作为参照，强调评级的一致性和可比性。信托产品的独特性决定了信托产品评级体系更适宜采用定性与定量相结合的方法，将因素分析法与模型分析法相结合。

信托产品评级体系需要确定相对统一的标准，即信用风险等级的设置及各等级所对应的风险大小和范围。根据信托产品分类，对于债权类、资产证券化、标品等产品评级划分会有所不同。

（二）信托产品评级体系的基础要素分析及划分依据

1. 支撑性要素：信托业务体系、保障体系、监管体系

建立统一的信托产品评级体系离不开信托行业的三大支撑性要素，即信托业务体系、保障体系、监管体系，三大体系的不断完善为信托产品评级奠定了良好的基础。首先，信托业务体系涉及信托的业务分类、业务经营范围、业务方向战略转型、业务创新激励、产品成立的全过程体系建设，涵盖信托业务的方方面面。其次，信托保障体系通过“八项机制”“八大责任”、信托业公共安全机制以及信托登记制度在内的一整套有效的内部外部制度安排，推动信托业务的健康发展。最后，信托行业完善的监管规制体系有助于信托产品评级体系在制度约束下合理有序发展。

2. 基于信托业务分类及特征设定信托产品评级类别

目前，监管层以资金运用方式兼顾资金来源，将信托业务分为八大类，并根据信托目的、法律结构、财产类型、是否标品以及投资方向对“八大业务”等级排列，最大范围地涵盖所有信托产品，相较于平行业务分类方式更加的系统化。基于信托业务八大类分类及特征，对信托产品评级进行确定。

股权信托不同于二级市场股票交易，此类产品的风险主要在于投资标的的成长性风险。股权类产品的投资周期各不相同，具有高风险性、投资不可预测性以及单一标的特殊性，且此类产品评级在国际范围内没有参照，股权信托尚不具备评级条件。财产信托、同业信托、事务信托、公益信托有相似性，多以事务管理型信托为主，面临的主要风险是签署信托协议时的法律合规风险与声誉风险，暂不具备评级条件。在课

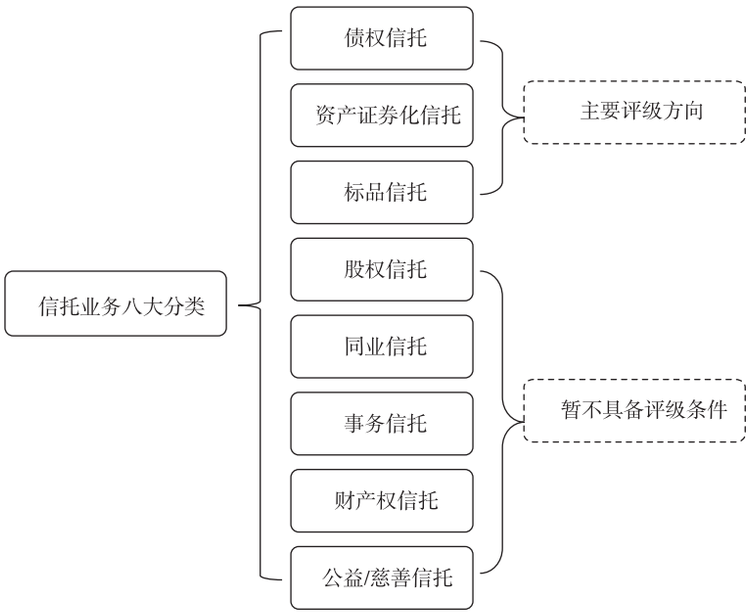


图 1　信托产品评级研究一览

题中不对这几类信托产品进行评级说明，未来在条件具备的情况下，可以进一步探讨这几类信托产品评级。根据信托八大业务特点及风险特征，本报告主要针对债权信托、资产证券化信托、标品信托三类业务进行评级体系研究。

（三）信托业务分类与信托产品评级体系的相关性

信托业务分类对业务属性及特点、业务范围、风险防范等问题进行明确的界定，为信托产品评级提供了清晰的业务条线划分依据，信托产品业务分类是信托产品评级的前提和基础，只有实现了明晰完整的信托业务分类，信托产品评级才能够更加客观、有效，才能进一步推动信托产品评级体系化建设。

二、我国信托产品评级体系建设的现状及必要性分析

（一）我国信托产品评级的政策依据

目前，信托监管评级及信托行业评级是针对信托公司的主体评级，已经走在信托产品评级之前，对于信托公司的各个维度评定标准可以作为信托产品评级的量化依据。

信托公司监管评级从 5 个方面进行考核，包括公司治理、内部控制、合规管理、资产管理及盈利能力，综合非现场监管、现场检查及其他监测和风险评估预警等信

息，将信托公司分为创新类（A＋、A－），发展类（B＋、B－）和成长类（C＋、C－）三大类六个级别，评级结果直接关乎信托公司可从事的业务类型；信托公司行业评级涵盖资本实力板块、风险管理能力板块、增值能力板块、社会责任板块四大方面，信托公司行业评级结果根据各项评价内容的量化指标得分划分为 A（85～100 分）、B（70～85 分）、C（70 分以下）三级，评级结果对外公布，直接影响信托公司的同业业务和产品销售等。信托行业评级及监管评级双评级建立了公正有序的信托公司评级体系，有效地促进了信托公司的风险管理能力的提升及差异化发展。相较于完善的信托公司评级体系，信托产品评级体系有所缺失，从外部来看迫切需要信用评级机构建立一个公正公开的评级市场，从信托公司内部来看需要加强内部评级自律。

由于信托产品的投资范围广泛，横跨货币市场、资本市场与产业市场，所以信托产品的底层资产涉及诸多金融机构与实体企业。我国对于银行、保险、证券行业有明确的法律规定，银行理财资金、保险资金、证券公司的自营资金购买信托产品需要满足一定的资质，通过法律规定对投资信托产品进行了明确要求，在一定程度上促进了信托公司产品评级的发展。

表 1　　监管部门针对涉及投资信托产品的监管要求一览

监管机构	发布日期	相关法规	涉及投资信托产品的相关要求
银监会	2005 年 11 月	《商业银行个人理财业务风险管理指引》	第四十条　商业银行的董事会或高级管理层应当根据理财计划及其所包含的投资产品的性质、销售规模和投资的复杂程度，针对理财计划面临的各类风险，制定清晰、全面的风险限额管理制度，建立相应的管理体系。 第五十二条　商业银行开展个人理财业务涉及代理销售其他金融机构的投资产品时，应对产品提供者的信用状况、经营管理能力、市场投资能力和风险处置能力等进行评估，并明确界定双方的权利与义务，划分相关风险的承担责任和转移方式。
	2009 年 7 月	《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》	十三、理财资金用于发放信托贷款，应符合以下要求：（一）遵守国家相关法律法规和产业政策的要求。（二）商业银行应对理财资金投资的信托贷款项目进行尽职调查，比照自营贷款业务的管理标准对信托贷款项目做出评审。 十四、理财资金用于投资单一借款人及其关联企业银行贷款，或者用于向单一借款人及其关联企业发放信托贷款的总额不得超过发售银行资本净额的 10%。 十七、理财资金用于投资集合资金信托计划，其目标客户的选择应参照《信托公司集合资金信托计划管理办法》对于合格投资者的规定执行。

续表

监管机构	发布日期	相关法规	涉及投资信托产品的相关要求
保监会	2012 年 10 月	《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	保险资金投资的集合资金信托计划基础资产限于融资类资产和风险可控的非上市权益类资产。如果是固定收益类产品，信用等级应当不低于国内信用评级机构评定的 A 级或相当级别。
	2013 年	《保险公司偿付能力报告编报规则》	保险公司投资的非保险类金融机构发行的金融产品，包括信托公司集合资金信托计划在内，可根据其外部评级确定认可价值并进行披露。
	2013 年	《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》	保险资金投资债券认可大公国际资信评估有限公司；东方金诚国际信用评估有限公司；联合信用评级有限公司；联合资信评估有限公司；上海新世纪资信评估投资服务有限公司；中诚信国际信用评级有限责任公司；中诚信证券评估有限公司 7 家信用评级机构评估能力。
	2014 年	《保监会关于保险公司投资信托产品风险有关情况的通报》	部分保险公司信用评级机制不完善。一是部分信托产品只具有预评级，没有正式评级。二是部分中小保险机构内部信用风险评估能力较弱，内部信用评级质量有待提高。三是部分公司在未取得信托产品外部信用评级的情况下就完成投资决策。
证监会	2006 年 11 月	《关于规范证券公司与信托公司关联业务的监管指引》	1. 证券公司在购买信托产品时，应做好风险评估，严格决策程序，规范交易行为，防止出现变相抽逃出资的行为；2. 按规定对证券公司购买的信托产品在计算净资本时按 80% 的比例进行扣减，为体现政策导向，对证券公司购买的关联方信托产品，在计算净资本时应全部扣减；3. 证券公司只能购买非定向信托产品。
	2008 年	《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》	自营权益类证券及证券衍生品的合计额不得超过净资本的 100% 。持有一种权益类证券的成本不得超过净资本的 30% 。
	2010 年 11 月	《证券公司业务范围审批暂行规定》	第四条适用问题的答复意见，证券公司进行现金管理的投资对象限于风险较低、流动性较强的证券。
	2011 年 6 月	《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》	规定证券公司可以设立子公司从事信托公司发行的集合资金信托计划，结构性（分层型）信托计划等金融产品交易。
	2011 年	《证券公司风险指标监管报表编报指引第 2 号》	规定信托产品投资由中国证监会按其评级、期限以及担保等情况确定其风险调整扣减比例。目前按 80% 的比例进行风险调整。信托产品在计算净资本时扣减比例为 80% ，风险准备为 20% 。
	2014 年 8 月	《证券公司监督管理条例》	证券公司从事证券自营业务，自营证券总值与公司净资本的比例、持有一种证券的价值与公司净资本的比例、持有一种证券的数量与该证券发行总量的比例等风险控制指标，应当符合国务院证券监督管理机构的规定。

资料来源：课题组整理。

（二）我国信托产品评级的现状与问题分析

1. 我国信托产品评级现状

（1）平安信托、海通证券信托产品评级。由于信托产品的种类繁多、交易结构复杂、风险和收益无法准确把握等原因，用益信托工作室、平安信托等机构根据不同信托产品特性先后推出针对某一类信托产品的评价体系。

平安信托针对其发行的拥有3～36个月历史业绩的证券类集合基金信托计划推出星级评级体系，主要是以证券信托以往业绩为基础的定量加定性的综合评价体系，定性评价与定量评价相辅相成，在不同的权重下构成评级总分体系，同时，也公布对产品投资管理人或投资顾问公司的评级结果。产品的业绩排名每月更新发布；对投资管理公司的星级随每半年的实地调研而重新评价。评级思路主要是计算产品的绝对投资收益、风险调整后收益，根据定性和定量以及绩效归因分析的综合评分，将证券信托产品以及投资顾问分别评定为5个星级。在信托产品评级过程中，平安信托主要考虑投资经理的投资管理能力，包括选股能力、选时操作和具体的资产配置权重等。

海通证券私募基金系列评级的主要对象为信托公司集合资金信托计划和券商集合资产管理计划两类，信托产品分为结构化信托产品和非结构化信托产品。海通证券评级要求信托产品具有两年业绩，并对近一年的业绩赋予一定权重，其评级指标包括超额收益以及风险调整收益两大指标，超额收益衡量信托产品战胜市场的能力，风险调整收益评价历史风险和收益水平，并最终采用标准分加权法将超额收益和风险调整收益进行综合得到最终评价结果，海通证券每月更新评价结果。

（2）用益信托工作室信托产品评价。用益信托工作室是最早开展信托产品评级的机构之一。用益信托工作室的信托产品评级主要包括固定期限收益类信托产品以及证券投资类信托产品。

用益信托工作室推出的“固定期限类信托产品评价体系”主要根据信托产品的基础数据、定期报告和市场动态信息，以产品的发行机构信用等级、收益评价、安全性评价和流动性评价等四个单项评价为核心指标对信托产品做定量分析和定性分析，最后以加权方式得出信托产品的综合评价。其中，每个单项评价又由多个不同的评价要素构成，最终涉及产品评价的要素达52个，评价综合评分分布在0～100分，由高到低依次分别对应A、B、C、D、E五个等级，各等级内涵分别为“优质产品，放心购买”“较好产品、建议购买”“一般产品、可以购买”“较差产品、建议放弃”“高风险产品、不建议购买”。除E级外，其他级别都可以用“＋”、“－”进行微调。

用益信托工作室证券投资类信托产品评价主要是针对成立期限在一年或一年以上的证券投资类信托产品，每月进行一次评价，按月公布的信托产品选取离上月月底最近的净值公布日净值。最终由用益评级系统计算出评级区间内月度风险调整收益，采用类似于评价企业信用等级的评价方式，设置7个级别，采用星级评定法，根据其评价体系指标得分给出证券投资类信托产品级别，得分排名比例越靠前，产品级别就越高。

（3）信托网、新浪仓石研究中心信托产品评价。信托网以及新浪仓石研究中心所推出的星级评价体系较为相似，主要从收益率、信托期限、付息条件三个方面进行定量分析，从地方政府财政实力、融资方实力、增信措施、担保方实力和信托公司实力等五个要素进行定性分析，首先进行单项要素的星级评价，将定性与定量相结合，然后加权平均得到信托产品的综合星级。

2. 微观层面我国信托产品评级实践的问题

尽管专业机构对信托产品评级进行尝试，为建立信托产品评级体系奠定了基础并为形成评级方法提供了一定的借鉴，但距离建立统一标准、实现完备的信托评级体系还有一定距离，评级效果仍不尽如人意，主要体现在以下几点：

第一，由于信托产品种类较多、交易结构复杂多变。部分评级体系如海通证券对于信托产品的种类划分还有待商榷，各评级体系的评价指标、考察方面也不能全面考量信托产品特性，而且对于投资收益的风险调整方法也不够完善。

第二，评级方法及分析内容不透明、信息披露程度低。专业机构如信托网、新浪仓石研究中心不针对信托产品生成专业的评级报告，使得社会大众对其评级结果认可度和接受度较低，评级结果也不具备强有力的公信力和指导意义。

第三，信托产品评级覆盖面小。市场上流通的信托产品中接受过信用评级的屈指可数，从而其评级结果不具有参考意义，信托机构如平安信托只针对其自行发售的证券类信托产品或市场上部分流通的信托产品进行评级，评级普及程度较低。

3. 中观层面我国信托产品评级体系的问题

（1）监管机构对信托产品评级尚无明确要求。一方面，目前监管机构对信托公司发行的信托产品没有强制规则要求。出于成本、效率和非必要性的考虑，信托公司的大部分信托产品都没有进行评级。另一方面，信托产品评级缺乏与市场对接的载体。目前中国信托登记有限责任公司已成立，但“中信登”对如何推动信托产品的统一评级工作尚无明确规定和操作方案。

（2）信托产品的多样性与差异化影响了信托产品评级体系化建设。第一，没有根据信托产品所投资产类型的不同，建立不同的具有公信力的评级方法子系统。第二，没有将投资者适当性和投资者与信托产品的匹配度纳入到整个评级体系中来，评级结果对信托产品的风险定价没有参考意义。第三，评级机构的准入、评级操作规范、评级结果的认定和信息发布途径没有统一梳理和规范。第四，由于信托产品投资领域广泛，对于信托产品评级与资产所属领域评级规定竞合的情况没有建立明确的对接机制。

（3）对信托产品评级方法及评级对象的选择存在争议。第一，单纯依赖外部评级法存在一定的问题。评级对象仅覆盖融资类产品；没有相应的准入制度，评级机构业务能力存在差异；资料来源依赖评级对象提供，主体间配合不力导致信息资源掌握不对称，影响评级结果客观性。第二，采用内部评级法尚不具备条件。信托公司对内部评级没有经验，没有建立成型的体系，也没有储备相应的人才，无法完成对技术要求较高的评级工作；内部评级独立性不强，易受主观因素影响；各家信托公司内部标准不一致，将为市场横向比较带来障碍。第三，权益类及创新型产品评级存在空白。当前我国信用评级机构所出具的报告主要用于债券发行和主体信用评价，应用范围不能涵盖权益类投资及部分创新型产品，既没有可以提供此类评级的具有市场公信力的机构，也没有公认可行的方法体系。

（4）对信托产品的评级结果的应用范围和认可程度有局限性。第一，信托产品评级结果仅限于债项评级结果，对于信托产品的非标特性，考虑因素不够全面。第二，评级角度侧重于财务指标分析，对于风险因素和缓释措施的考虑不足，加之评级结果层级较少，未能体现不同级别产品的差异性。第三，投资者对同一评级机构出具的相同评级结果的产品认可程度不一致，评级不能为产品定价和投资者风险判断提供依据。第四，评级机构并没有对报告出具人设置准入要求，评级主办人员个人对评级结果不负有最终责任，评级结果的公平性、公允性容易受经济利益影响。

（三）信托产品评级体系建设必要性分析

1. 信托产品评级是信托行业风险防范的重要壁垒

首先，监管部门通过建立完善的信托产品评级体系，将信托产品中各项风险要素纳入评级体系，能够根据信托产品评级情况有效地预防非系统性风险，促进信托行业稳健发展。其次，成熟的信托产品评级体系可以按合格投资者的风险承受能力进行差异化分类，帮助合格投资者依托产品评级信息，根据自身风险承受能力做出投资判

断，提高投资者投资决策的科学性和合理性。再次，信托产品评级体系的完善有利于信托公司加强公司治理与产品运营，提升信托公司的产品主动管理能力，优化内部运营水平，有效防范风险。最后，信托产品的评级结果可以有效揭示融资主体的经营、财务风险、市场占有率等情况，为投资者的投资决策提供重要依据，有效降低信息不对称所带来的潜在风险。

2. 开展信托产品评级有助于提升信托产品的交易流转效率

完善的信托产品评级体系可以通过定量与定性相结合等多种方法确定某信托产品的综合等级，通过公开市场对外公布，根据投资者适当性匹配原则，将产品恰当地推介给相应风险偏好的投资者。投资者对产品评级结果的认可能够促进信托产品的流转效率，促使信托公司更加重视信托产品中后期管理，规范产品全流程风险管理与模式设计，进一步提升主动管理能力，有利于促进整个信托行业的公信力。

3. 开展信托产品评级是实行信托产品差别化分类监管的重要依据

信托行业评级与信托监管评级指标精准地传达出监管部门对信托公司实行差别化、分类监管的要求，信托产品的评级作为信托公司评级的有益补充，为监管部门分类监管提供重要的决策依据。通过监管评级、产品评级相结合，监管部门进一步加大扶持力度及差异化管理，进而建立行业优胜劣汰机制，促进行业的有序发展。

4. 开展信托产品评级有利于降低实体经济投融资成本，促进资源合理配置

信托产品的交易对手缺乏可参照的产品评级标准，相对较高的信息不对称性变相提高了交易对手的投融资成本，甚至会出现劣币驱逐良币的现象。公平、客观、完善的信托产品评级体系可以有效服务实体经济。风控措施得当、交易结构合理、投资风险较小的信托产品通常会获得较高评级，评级高的信托产品可以成为新的信托产品标价标杆，得到投资者的信任，为优质企业增加投融资渠道，进一步促进信托服务实体经济的能力及信托资源的合理配置。

三、国内外金融产品评级体系的特点及借鉴

国内外评级体系在总框架上具有一定相似度，但国外评级系统发展早也相对成熟，在体系框架完整度、层次有序度、业务类型清晰度上具有一定优势，同时国外评级体系建立了跨行业评级方法和评级质量检验系统以完善整体评级系统。而国内评级体系因为发展较晚，更加以实用性和操作性为主导，在整体的系统性和完整性方面相对欠缺，所以在信托产品评级体系的建立过程中，将借鉴两个体系的长处，取得更好的成效。

（一）国外金融产品评级体系特点

从评级结果的不同用途角度，国际评级机构的金融产品评级体系可以区分为基本信用评级和特殊信用评级两大类。

1. 基本信用评级

基本信用评级（即传统意义上的信用评级）通常针对债务资本市场，大多直接服务于受评主体在债务资本市场上的融资行为，着重分析受评对象的信用风险，是各大评级机构目前的主要收入来源。基本信用评级可以细分为最终评级、中间评级以及评级行动与程序等三类。

（1）最终评级。最终评级是评级机构的核心业务，分为常规最终评级和特定最终评级两大类。其中，常规最终评级的结果通常都能够对外发布，按照受评对象的差异可以区分为工商企业、非保险金融机构、保险机构、公共金融、结构化金融产品和主权信用六种常规最终评级。特定最终评级虽然也属于最终评级，但其大多受到业务开展条件或范围的约束，通常不适合对外公布。常规最终评级和特定最终评级有各自独立的评级符号体系，以避免互相混淆。最终评级的受评对象中有关非保险金融机构中金融类公司与信托相近，结构化金融产品与资产证券化信托相近。

表 2　　三大评级机构对评级业务中受评对象的分类评级一览

评级机构	非保险金融机构受评对象	结构化金融产品受评对象
穆迪	银行（包括商业银行、托管银行、储蓄银行以及信用合作组织等）、金融类公司（包括资产管理类金融公司、多元化金融公司等）、政府相关金融机构、房地产融资、证券公司和证券交易所	资产支持商业票据、资产支持证券、贷款资产证券化和结构信用产品、商业房地产抵押贷款支持证券、全覆盖债券、个人住房抵押贷款支持证券
标普	银行、经纪商、金融类公司以及其他类	资产支持证券、担保债务凭证、全覆盖债券、商业房地产抵押贷款支持证券、个人住房抵押贷款支持证券
惠誉	银行（包括商业银行、全能银行、银保集团、抵押贷款银行和储蓄银行、房屋互助协会、投资银行和经纪商、商业金融公司、消费金融公司、金融租赁公司）、全覆盖债券（包括加拿大全覆盖债券、英国注册全覆盖债券等）、伊斯兰金融、证券公司	资产支持证券、商业房地产抵押贷款支持证券、个人住房抵押贷款支持证券、结构信用产品

资料来源：课题组整理。

（2）中间评级。中间评级由评级机构自身发起并作为某些评级过程输入变量而存在，根据使用领域的不同可以划分为通用类、服务银行类和服务于结构化金融产品类等三种中间评级。

通用类中间评级适用于银行业评级和结构化金融产品评级之外的绝大多数领域，

广泛涉及受评对象的个体信用状况评估、损失率/回收率评级、违约概率评估、流动性评级、契约质量评估等方面。各机构同级别所设定的违约损失率（LDG）或回收率阈值几乎一致。信托产品评级可以参考违约损失率。

表 3　　国际评级机构违约损失率评级或回收率评级对比一览

穆迪	标普	惠誉			
符号体系	级别含义（损失率）	符号体系	级别含义（回收率）	符号体系	级别含义（回收率）
LDG1	≥0%＆<10%	1＋和 1	90%～100%	RR1	91%～100%
LDG2	≥10%＆<30%	2	70%～90%	RR2	71%～90%
LDG3	≥30%＆<50%	3	50%～70%	RR3	51%～70%
LDG4	≥50%＆<70%	4	30%～50%	RR4	31%～50%
LDG5	≥70%＆<90%	5	10%～30%	RR5	11%～30%

资料来源：中债资信评估有限责任公司。

（3）评级行动和程序。评级行动和程序主要由评级展望、评级观察、撤销评级、评级确认以及评级证实等构成，是对评级结果有效且重要的补充。最终评级均设置了评级行动和程序，而中间评级只有部分设置了评级行动和程序。

表 4　　国际评级机构的评级行动和程序一览

	评级展望	评级观察	撤销评级	其他评级行动
穆迪	正面、负面、稳定、发展中	上调、下调、不确定	WR	—
标普	正面、负面、稳定、发展中以及没有评级展望	正面、负面、稳定以及发展中	NR	—
惠誉	正面、负面、稳定、发展中以及改变评级展望	正面、负面、发展中以及维持观察、观察中、改变观察	WD	到期、新评级、不再适用、发布、改变支持评级下限、删除、增信措施改变以及评级改变

资料来源：中债资信评估有限责任公司。

2. 特殊信用评级

不同于基本信用评级，特殊信用评级往往不直接针对债务资本市场，而是针对资产管理机构、基金、服务商等特殊受评对象展开评级。目前，根据业务领域的不同，特殊信用评级通常划分为基金评级、服务商评级和资产管理机构评级等类型。

（1）资产管理机构评级。资产管理机构评级主要对受评对象的运营活动、业绩表现、财务状况、客户服务等特征展开评估。这种评级主要是针对资产管理机构的主体评级，无论是针对投资管理机构、发行人、信托机构的评级标准都是划分为五个等级，与国内的资产管理机构的主体评级划分有所不同。

表 5　　国际评级机构的资产管理机构评级标准一览

评级机构	评级业务	评级含义	考察因素	符号体系
穆迪	投资管理机构质量评级	主要分析投资管理机构募集、管理以及投资的能力，同时也包含了对投资管理人投资活动和其他管理特征的评估	考察资产管理机构的投资活动及其管理能力，包括投资表现、财务状况以及客户服务表现等	MQ1 至 MQ5，其中 MQ1 至 MQ4 可以用“－”进行微调，MQ2 至 MQ4 可以用“＋”进行微调
	发行人评估	主要针对信贷资产结构化产品发起人展开评级，用来评估发起人运营政策和运营能力	考察资产池运营、发起人稳定性等因素，同时排除了外部因素的影响	“Strong” “Above Average” “Average” “Below Average” “Weak” “Unacceptable”
	信托机构质量评级	基于国别体系展开，评估信托管理人管理信托资产的能力	同上	TQ1 至 TQ5，国别体系通过在级别后加“. 国家代码”予以标注
惠誉	资产管理机构评级	对资产管理机构的运营和投资管理出现漏洞的脆弱进行评估	运营和投资管理漏洞主要包括未有效管理风险、内部交易等非法操作、估值及清算错误等	M1 至 M5，每个级别均可以用“＋/－”来进行微调

资料来源：中债资信评估有限责任公司。

（2）基金评级。基金评级按照受评对象投资范围的不同，可以划分为股票基金评级、债券基金评级和货币市场基金评级。其中，股票基金评级主要围绕受评对象的历史业绩及基金管理人的管理质量；债券基金评级和货币市场基金评级则主要评估基金资产组合的信用质量、汇率风险、集中度风险、利率风险、操作风险等要素。穆迪将基金评级业务主要分为五个等级；标普、惠誉将此业务主要划分为 6 个等级。在国内主要将基金产品评级进行五级分类。

表 6　　国际评级机构的基金评级业务标准一览

评级机构	评级业务	评级定义	评级符号
穆迪	权益类基金评估	评估基金（主要指投资于普通股或者同时投资于普通股和固定收益产品的基础资产）相对于同类基金的投资质量	EF1 至 EF5
	市场风险评级	评估资产净值相对利率等市场风险的敏感度	MR1 至 MR5
	债券基金评级	评估投资于中长期债券及类似产品基金基础资产的信用质量，不反映基金的其他风险	Aaa 至 C，加“－bf”标注，例如 Aa－bf
	货币市场基金评级	评估投资于短期固定收益产品的基金及类似投资机构基础资产的信用质量、相对于比较基准的流动性、受市场风险影响的程度以及管理特色	Aaa、Aa、A、Baa、B 以及 C，加“－mf”标注

续表

评级机构	评级业务	评级定义	评级符号
标普	基金信用质量评级	评估债券基金基础资产的信用质量，同时也反映了基础资产违约后基金的保全程度	AAA、AA、A、BBB、BB、B 以及 CCC，用下标“f”标注
	基金波动性评级	衡量基金对市场风险的敏感程度，其中，市场风险主要包括利率、信用风险、投资分散度、流动性、杠杆以及其他因素	S1 至 S6
	保本基金评级	评估基金的保本能力，主要考察基金基础资产的信用质量、期限结构等因素	AAA、AA、A、BBB、BB 以及 D，加下标“m”标注，从 AA 到 BB 之前的级别可以用“+/-”进行微调
惠誉	基金信用评级	评估债券基金投资组合平均信用质量以及基础资产违约时的损失情况	惠誉的长期传统信用评级符号
	基金波动性评级	评估基金资产组合的净值相对于信用利差、利率以及特定的市场风险的敏感性，同时也会考虑基金的杠杆情况	V-1 至 V-6，对于某些缺乏流动性的资产类别，不进行基金波动性评级，用“V-NR”来表示
	货币基金评级	评估货币基金保本以及为持有人提供流动性的能力，主要考察信用风险、市场风险、流动性风险、资产组合的分散程度、久期分布以及持有人的稳定性等因素，同时也反映了基金发起人的支持意愿	AAA、AA、A、BBB、BB、B，加下缀“mmf”标注
	基金质量评级	针对基金关键特质以及相对同类基金或市场基准获得长期可持续收益能力的评估，主要运用定性的方法进行分析	“Excellent”“Strong”“Satisfactory”“Weak”“Inadequate”“Qualifying”

资料来源：中债资信评估有限责任公司。

（3）服务商评级。服务商是结构化金融产品业务中的重要参与者，根据其在业务中扮演角色的不同，可以分为一级服务商、主服务商和特别服务商。在具体工作中，三大评级机构基本围绕服务商的资产管理能力进行评估，考察的因素也集中在服务商的运营能力、资产负债管理能力、财务能力等方面。

（二）国内主要金融产品评级体系特点

1. 银行理财产品评级

截至 2017 年 6 月末，国内共有 523 家银行获批开展银行理财业务，银行理财业务规模已突破 29 万亿元。银行与信托同属银监会监管，其评级体系的发展和实施路

径具有较高的借鉴意义。

银监会颁布的《商业银行理财产品销售管理办法》中曾规定，理财产品风险评级结果应当以风险等级体现，由低到高至少包括五个等级，并可根据实际情况进一步细分。各家银行理财产品的风险等级通常都是银行内部评级，仅供投资者进行参考，不具备法律效力。对于风险级别，业内却缺乏统一的标准。

银行理财产品评级是从银行理财产品的安全性、收益性、流动性三个方面进行考量。安全性评级中，主要对银行理财产品的本金风险进行考量。安全评级得分越高，则该产品本金安全性及收益可得性越高；收益性评级中，根据银行理财产品的类型，对其最高收益率和最低收益率进行估算；流动性评级中，理财期限作为考量主体，同时考量银行与投资者是否具有提前终止权利。

（1）银行理财产品风险评级分级与收益性。根据风险—收益理论，风险与收益成正比，高风险意味着高收益。《商业银行理财产品销售管理办法》规定，商业银行应当对客户风险承受能力进行评估，确定客户风险承受能力评级，由低到高至少包括五级，并可根据实际情况进一步细分。

根据银行理财产品投资范围、风险收益特点、流动性等不同因素，理财产品一般分为5个风险等级：由低到高依次为★（R1）、★★（R2）、★★★（R3）、★★★★（R4）、★★★★★（R5）。一般风险级别PR1为保本保收益或保本浮动收益类型；R2级别以上的为非保本浮动收益类型，风险依次升高。评级的主要参考指标为投资标的，具体如下：

表7　　银行理财产品风险等级及投资范围一览

风险等级	投资范围	占产品净资产比例
★（R1）	国债、中央银行债券、拥有主权评级的政策性金融债	100%
★★（R2）	优先股	［0，100%］
	受益凭证	［0，100%］
	货币市场基金	［0，100%］
	非标准化债券资产	［0，100%］
	交易所委托债权、债权融资计划	［0，100%］
	结构化产品中的优先级部分	［0，100%］
	具有固定收益特征的权益类金融工具	［0，100%］
	固定收益资产为主的SPV（特殊目的载体）	［0，100%］
	本金保障比例为100% 的汇率、利率、商品等挂钩的结构性产品	［0，100%］
	同业资金业务，包括票据、同业借款、同业存款、银行间货币市场存/拆放交易、债券回购交易	［0，100%］

续表

风险等级	投资范围	占产品净资产比例
	银行间市场及交易所市场发行长期债项评级 AA－（含）以上、短期债项评级 A－1 的债券、资产支持证券	［0，100%］
	其他固定收益类工具	［0，100%］
	证券投资基金的非货币型公募基金（以新股申购策略为主）	［0，40%］
	结构化产品中的中间级部分	［0，20%］
	股票、商品、外汇	［0，10%］
	结构化产品中次级部分	［0，10%］
	非固定收益特征的各类权益类金融工具	［0，10%］
	证券投资基金的非货币型公募基金（非新股申购策略）	［0，10%］
★★★（R3）	长期债项评级 AA－级 －BBB 级（含）、短期债项评级 A－1 以下的债券	［0，10%］
	结构化产品中的中间级部分	（20%，100%］
	证券投资基金的非货币型公募基金（以新股申购策略为主）	（40%，50%］
	结构化产品中次级部分	（10%，20%］
	股票、商品、外汇	（10%，30%］
	非固定收益特征的各类权益类金融工具	（10%，30%］
	证券投资基金的非货币型公募基金（非新股申购策略）	（10%，30%］
	本金保障比例为 90%（含）以上，100% 以内的汇率、利率、商品等挂钩的结构性产品	（10%，30%］
★★★★（R4）	长期债项评级 AA－级 －BBB 级（含）、短期债项评级 A－1 以下的债券	（10%，50%］
	长期债项评级 AA－级 －BBB 级（含）、短期债项评级 A－1 以下的债券	（50%，100%］
	证券投资基金的非货币型公募基金（以新股申购策略为主）	（50%，100%］
	本金保障比例为 70%（含）以上，90% 以内的汇率、利率、商品等挂钩的结构性产品	（30%，100%］
	非固定收益特征的各类权益类金融工具	（30%，100%］
	股票、商品、外汇	（30%，100%］
	证券投资基金的非货币型公募基金（非新股申购策略）	（30%，100%］
	结构化产品中次级部分	（20%，100%］
★★★★★（R5）	长期债项评级 BBB 级 －CCC 级（含）、短期债项评级 A－1 以下的债券	［0，100%］
	长期债项评级 CCC 级以下的债券	［0，100%］
	本金保障比例为 70% 以内的汇率、利率、商品等挂钩的结构性产品	［0，100%］
	投资于期权、期货等衍生产品并进行杠杆放大运作的金融产品	［0，100%］

资料来源：课题组整理。

同时，基于以上评级结果，银行对投资者适当性也做出了明确规定。在理财产品销售之前，通过调查问卷等形式对客户进行风险评估，不同风险评级的产品需匹配适当风险承受能力的客户。具体如表 8 所示：

表 8　　投资人适当性风险匹配一览

产品风险等级	定义	适合投资者
★（R1 级） 谨慎型	理财产品总体风险程度很低，承诺本金的完全保障，通过使用可靠的保本技术或采取可靠的保本安排确保投资者本金不受损失，产品收益随投资表现波动或由银行保证固定收益。除挂钩衍生产品以外的保证收益类、保本浮动收益类理财产品均属此等级。	适合低收入、无投资经验、风险厌恶型、风险承受能力弱的谨慎型投资者。
★★（R2 级） 稳健型	理财产品总体风险程度较低，不承诺本金保障但投资者本金损失的可能性很小，产品收益随投资表现波动。	适合较低收入、投资经验较少、风险偏好较低、风险承受能力较弱的稳健型投资者。
★★★（R3 级） 平衡型	理财产品总体风险程度适中，不承诺本金保障，产品收益随投资表现波动。	适合中等收入、有一定投资经验、风险偏好适中、风险承受能力一般的平衡型投资者。
★★★★（R4 级） 进取型	理财产品总体风险程度较高，不承诺本金保障，产品收益随投资表现波动。	适合较高收入、投资经验较为丰富、风险偏好较高、风险承受能力较强的进取型投资者。
★★★★★（R5 级） 激进型	理财产品总体风险程度高，不承诺本金保障，产品收益随投资表现波动。	适合高收入、投资经验丰富、风险偏好高、风险承受能力很强的激进型投资者。

资料来源：课题组整理。

（2）流动性。银行产品成立日至到期日之间是产品的投资期，一旦产品成立投资者就不能赎回。在购买的时候要根据自己的资金流动性需求选择。可选择到期日在季末、年末等时点，从而购买下个高收益率产品。有些银行推出的按周、按月自动滚动发行的理财产品，非常适合流动性需求不定的投资者。当需要资金时，在某个周期到期后即可取出资金。当有一定资金量时，可以选择购买几种不同期限的产品，也可以提高流动性。

（3）安全性。判断理财产品是否安全主要看投资方向。通过看保本和非保本来判断一款理财产品的风险并不可靠，而各家银行自己定的风险评级，又显得比较模糊。要清楚判断一款理财产品的风险等级，最好首先弄清楚该款产品的投资方向。

一般而言，现金类资产的风险最低，投资对象主要是货币基金。其次是投资于国债、中央银行票据等债券类的理财产品，这类产品的风险也比较低。投资于债券基金、同业存款、债券回购、固定收益类信托产品等金融工具的理财产品风险略高。投资于股票、投资型信托产品、外汇、分层杠杆、金融衍生品等方向的银行理财属于高风险产品，但这类产品本金亏损概率较高，预期年化收益波动率也较大。

2. 债券评级

金融债券和企业债券是债券评级的研究重点。债券评级通常需要考虑发债主体和

融资项目、个体评级与外部支持评级、外部因素与内部管理、静态与动态、定性与定量等多方面的因素，对债券发行主体的偿债能力、信誉状况、履约可靠性和安全程度进行调查、研究，结合发债主体和融资项目的现金流分析，对其信用能力综合分析而进行的评级。评级内容主要分为行业与企业、项目及财务风险三部分。

（1）行业与企业素质分析。主要考察债券发行者所处的行业在宏观经济中的地位、行业政策、行业发展状况、区域分布、业内竞争程度等行业特征，还必须考察债券发行者在行业内的地位和主要竞争者的优劣，以及发行者自身所处的波动周期和生命周期。作为发债主体，企业的基本素质、财务状况等对债券信用等级评定起了基础作用。

（2）项目分析。主要是对投资项目的可行性研究报告进行技术、财务和国民经济的综合分析与评价，从而确定投资在多大程度上可以达到预期收益以及是否可以预期收益的工作。

（3）财务分析。在评估行业和企业的环境和素质之后，将进行财务项目的分析，评估财务风险和状况需要借助量化的分析，主要是借助各项财务比率，分析财务状况、获利能力、收益保障、资产构成和资本结构、现金率充足性以及财务弹性等方面（见附录）。

表 9　　债券评级维度及评级内容一览

评级维度	维度分类	主要评级内容
行业分析	宏观经济分析	包括宏观经济运行、经济政策和主要经济指标
	行业政策	现行及未来政策是鼓励还是限制行业发展
	法律制度	着重分析行业受到哪些法规的影响、近期可能出现的相关立法趋势及对相关行业产生何种影响
	行业的主要经济特征	评级对象所属区域市场情况、行业特征
	行业所处生命周期阶段	行业生命周期或产品细分市场是处于增长阶段还是成熟阶段决定着企业的扩张决策和其他资本支出需求
	行业内的竞争	行业的竞争程度直接影响行业的获利能力
企业素质分析	组织评估	公司治理是否科学、组织架构是否合理、组织决策是否公平民主
	企业核心竞争力分析	企业的竞争优势、劣势、机遇、挑战分析判断企业在行业中所处的位置
	管理层素质	包括管理层背景、资格与经验、历史业绩、发展战略评价、财务和风险政策分析
项目分析	项目自身风险	项目的信用风险、市场风险、流动性风险及操作风险、政策风险等
	项目安全性分析	一般有第三方担保、抵押质押、连带责任担保、有效监督下建立专门的偿债基金、限制企业投资与分红的专门规定等方法确保项目安全
	项目盈利风险	项目的收入来源渠道是否多样化、可补充

续表

评级维度	维度分类	主要评级内容
财务分析	趋势分析法	通过对行业发展趋势的分析了解企业的财务质量、经营状况和偿债能力
	绝对分析法	通过对行业发展目前绝对量数据分析了解企业的财务质量、经营状况和偿债能力
	比率分析法	通过确定相同年度财务报表两个不同项目之间的比率关系分析了解企业的财务质量、经营状况和偿债能力

资料来源：课题组整理。

表 10　　我国银行间债券市场长期债券信用评级描述一览

等级	等级描述
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，有较高违约风险
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境的影响，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境的影响，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

资料来源：信用评级理论与实务。

表 11　　我国银行间债券市场短期债权工具信用等级描述一览

等级	等级描述
A－1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A－2	还本付息能力较强，安全性较高
A－3	还本付息能力一般，安全性受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

资料来源：信用评级理论与实务。

3. 股票评级

股票评级主要从两个方面来进行判断，一是对上市公司进行考核。上市公司是股票价格变动的内在因素，上市公司的状况不仅决定股利水平的大小，在一定程度上也会影响股票的市场属性。股票评级是从权益人的角度来进行的。在股票评级中应重点关注上市公司的收益力、成长力和股利政策。二是对股票的市场交易情况进行分析。个别股票的股价是涨是跌很大程度上决定于股票市场的整体走势。因此股票评级必须认真分析股票市场的总体变化趋势，同时考虑系统风险。

目前普遍使用的对普通股股票评级的方法是由标准普尔公司提出的。主要包括定性分析为主和定量分析为主两套方法。收益和红利评级系统和股票增值评价方法主要依赖分析师分析判断的定性研究方法，着重反映股票未来的升值潜力。收益和红利评级系统设有9档水平，A+、A、A-三个等级高于市场平均水平，B+等于市场平均水平，B、B-、C三个等级低于市场平均水平，NR表示无法进行评级，D是在重组中的公司。从长期看，企业收益和红利的历史记录与股票的品质有非常紧密的联系。

表12　　普通股股票评级信用等级描述一览

等级	等级描述
A+	股票未来升值潜力远高于市场平均水平
A	股票未来升值潜力高于市场平均水平
A-	股票未来升值潜力略高于市场平均水平
B+	股票未来升值潜力等于市场平均水平
B	股票未来升值潜力略低于市场平均水平
B-	股票未来升值潜力低于市场平均水平
C	股票未来升值潜力远低于市场平均水平
NR	无法进行评级
D	重组中的公司

资料来源：课题组整理。

这种评级方法需计算企业最近10年以来每股收益和红利，属于定量分析方法，采用10年的期限是因为这个时间跨度能反映出企业在各种经济条件下的成长情况，捕捉到企业的基本发展趋势，包括在景气周期中从波峰到下一个波峰、从牛市到熊市的全过程。首先计算出每股收益和红利的基本分数，然后用长期成长率、稳定性和周期性对基本分数进行调整，最后将经过调整的分数进行归类。每只股票最终类别的确定是经过大量有代表性的样本股票分析建立的评分等级得出的。评级标准可参考标准普尔公司在1986年12月推出的以定性研究为主的普通股评级系统（STARS）。

表13　　标准普尔公司STARS的等级及含义一览

符号	类别	含义
★★★★★	强力买入	预期表现大幅度超过标准普尔500指数且业绩优良的股票
★★★★	择机买入	预期表现大幅度超过标准普尔500指数且业绩中等的股票
★★★	持有	预期将和标准普尔500指数同步上涨的中等业绩股票
★★	规避	预期表现低于标准普尔500指数且业绩低于平均数的股票
★	卖出	预期表现大幅度低于标准普尔500指数且业绩最差的股票

资料来源：信用评级理论与实务。

目前，我国只有极少数的机构开展过对股票的评级工作。中国征信证券评级有限公司主办的《中国证券评估》杂志的专题研究组曾对1992年中国最活跃股票做了具有一定深度的计量分析，从实践中开创了股票评级的先河，但因其方法是原始的且影响面较小，尚未得到社会的广泛认可，因而具有很大的探索性质。

4. 基金评级

随着我国投资基金规模不断扩大，基金评级迅速发展。目前，包括中国银行证券公司基金研究与评价中心、中国诚信信用管理公司、天相投资顾问有限公司、中信证券、海通证券、国泰君安证券、中国科学技术大学金融工程实验室睿信基金评级研究组、中国社会科学院金融研究所、晨星咨询（深圳）有限公司等专业科研机构、券商、咨询机构等涉足基金评级领域。其中，真正在市场上有较大影响的是中信评级系统、睿信“中国基金排行榜”。

中信证券基金评级体系采用与美国晨星十分相近的评级方法，对基金收益进行风险调整，确定基金绩效水平，按照同类基金的相对排名情况，赋予每只基金相应的星级。

中信证券基金评级的标的基金类别主要有：股票基金，投资或主要投资于股市的基金，包括价值型、成长型、平衡型、收入型、指数型等；债券基金，投资或主要投资于国债、金融债、企业债的基金；平衡基金，投资于股市、债市和货币市场并根据市场环境调整组合的基金；货币市场基金，主要投资与短期债券、同业拆借、商业票据等货币市场工具的基金；指数基金，实行指数化或优化指数型投资的基金跟踪的相应指数。

评级标准采用五级评价标准，根据相对排名将基金分为5星、4星、3星、2星和1星五个级别。中信评级选择了中信综指和中信全债指数作为股票基金和债券基金的比较基准，但会有所误差。

（三）国内外主要产品评级体系的对比与借鉴

1. 我国基本信用评级产品体系有待完善

各国际评级机构一直在不断完善和深化其现有产品体系，特别体现在以下四个方面：一是建立了庞大的中间评级产品系；二是在通用产品基础上衍生出了众多的特定评级产品；三是设定了多种评级行动和程序，有效补充评级结果；四是搭建了与基本信用产品体系相对应多层次的评级符号体系，言简意赅地传达有关受评对象的信用信息。

与之相比，国内评级机构中间产品缺乏，评级行动设置较少，评级过程不够透明，阻碍了投资者理解评级机构的过程。国内产品评级需要在评级体系深度方面加强创新，响应投资人提高评级透明度的要求，丰富投资人信息参考。资管行业可结合监管要求和自身发展需求，尽快完善中间评级体系，特别是金融机构个体和支持评级、金融产品评级等具体品种；同时，探索开发特殊信用评级产品，满足投资人的多元化需求。

2. 我国产品评级业务线有待丰富

通过分析国际评级机构产品体系的发展路径可以看出，评级根源于债务资本市场，随着创新产品出现而逐步完善。现今，各国际机构形成了基本信用产品和特殊信用评级产并举的局面，较好地契合了评级业务的多元化和体系完整性，较好地满足了市场投资者需求。

目前，国内的评级产品主要集中在基本信用领域尚未涉足特殊评级产品。近年来我国资产管理行业发展迅猛，而晨星等国外基金评级机构也已在我国设立分公司开展相关评级业务，市场参与者对于国内评级机构判断信用风险及其他的需求将逐步多元化和精细。在此背景下我国可优先考虑开展债券、结构化金融产品、基金评级等业务，在此基础上再逐步扩大特殊信用评级领域。

四、信托产品评级体系具体模式构想

（一）构建信托产品评级体系的维度分析

构建信托产品的评级体系维度包括两个层级。第一，信托产品本身的维度；第二，信托公司的维度。信托公司评级结果对于信托产品评级有重要影响，信托产品的评级维度不仅需要纳入信托产品的评级，还需要考虑信托公司的综合实力。为满足日后商业化运作保密性的需要，在信托产品评级体系相关要素分析图中隐去相关参数及标准值指标。

1. 信托产品评级维度要素分析

信托产品的评级维度包括五个方面：基础资产信用质量、交易结构、参与各方能力、法律结构和风险定价。

（1）基础资产信用质量分析。对信托产品的基础资产的信用质量的分析，是信托产品评级的基础。基础资产信用质量分析包括对基础资产本身的信用质量以及基础

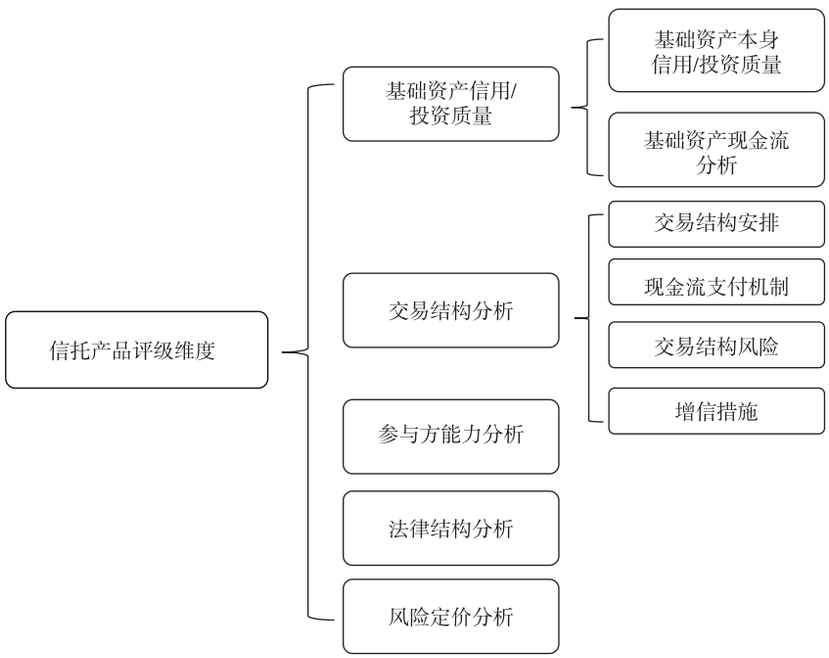


图 2　信托产品评级维度要素分析

资产现金流状况的分析。

以债权类信托产品的基础资产为例，债权类基础资产是指有明确债权债务关系，可以产生确定名义现金流的资产，如应收账款、小额贷款、租赁债权等。此类基础资产的标准化程度高，且法律结构清晰。基础资产分析标准主要包括：第一，基础资产本身的特征：如有无历史违约记录，是否属正常类资产，基础资产所属的行业，所属行业的生命周期等。第二，基础资产的信用质量，具体包括单笔基础资产评价和资产的整体评价。单笔评价理论上主要考察债务人信用，一方面需要关注融资方的经营实力和财务状况，另一方面，在评级中还需要对融资方还款意愿进行全面、客观地预测和动态评估，可能包括融资方基本信息、经营信息、融资目的和用途的真实性、风控措施的有效性和还款的激励机制等。整体评价在单笔评价基础上，以每笔本金余额为权重进行加权平均计算，以得出整体信用评价。第三，基础资产的分散程度：客户是否过度集中，金额、行业、区域是否分散。

基础资产现金流的影响因素包括：基础资产本身可以创造的现金流状况，与基础资产和项目的特点相关，此外，也与融资主体的信用状况相关，另外，信托计划的交易结构设计也会影响到基础资产的现金流。每个信托产品的信用评级方法交易设置及支付结构都可能不同，因此现金流模型都可能有所差异。现金流模型将结合基准情景

进行多种压力情景设置，测算各信托产品的偿债能力最终能否通过目标等级。最终结果表现为在目标评级压力情景下，基础资产端的现金流入能否覆盖本息偿付。

在现金流压力测试情景下，可以保持目标评级违约率和回收率不变，由默顿模型确定单笔资产逐期违约临界值，基于高斯 Copula 因子模型，生成标准正态随机数组，判定资产池中各笔资产是否违约，加入预期回收率，计算各笔资产的预期损失金额，经过数万次模拟，通过资产组合信用质量测算方法得到违约时间分布，调整违约时间分布、回收时间、资产端及基础资产端利差变动，测算在综合压力情景的现金流覆盖情况，如果压力条件下现金流入对现金流出的各期覆盖倍数超过 1 倍，则通过现金流测试，或可计算满足现金流入覆盖现金流出时的临界违约率。

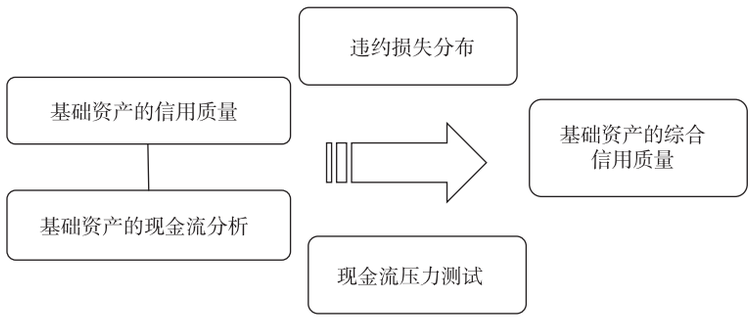


图 3　信托产品基础资产评级要素分析

（2）交易结构分析。交易结构分析是在信托产品基础资产分析的基础上，结合交易确定的费用、预期收益支付和本金偿付的分配顺序（现金流出）分析交易的费用超支风险和相应的缓解措施，同时考虑交易的结构性风险，例如利率错配等风险因素，对产品进行综合评级。交易结构有标准化模式，同一类的信托产品通常是在此模式上衍生出来的。有关信托产品评级的交易结构主要包括三大类：债权类信托计划、资产证券化类信托计划、标品类信托计划。

债权类信托计划交易结构安排为信托公司设立信托计划，向委托人（受益人）发行信托计划筹集资金，受益人获取收益，托管银行进行资金保管；在现金流支付机制上，债权类信托计划在交易结构设计时主要是从信托计划资金的安全性出发，对信托计划的本息是否能及时偿还的可能性进行评级。资金安排上，以底层资产或融资主体资金作为债权类信托计划的第一还款来源，并在此基础上以第三方担保或是第三方回购的形式对债权类信托计划进行兜底；在增信安排上，传统的增信方式为融资主体的母公司或关联公司进行保证担保，目前债权类信托计划采用的增信方式主要有保

证、抵押、质押、第三方连带责任担保等。债权类信托计划在推进过程中主要涉及的风险包括来自于拟投项目本身所面临的政策变化风险、交易条款设定风险以及法律风险等方面，需要关注拟投项目现金流作为第一还款来源的回款情况、本息偿还时间节点以及信用触发事件、信托计划主体资格、项目证照情况以及交易结构设计的合规性等。

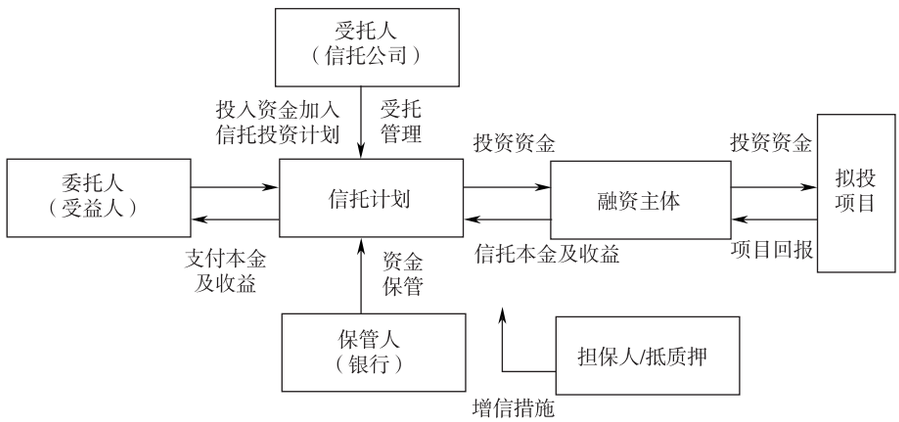


图 4　债权信托计划的典型交易结构

资产证券化类信托计划的交易结构通常为发起人或委托人将证券化的信贷资产作为基础资产委托给信托公司，信托公司作为 SPV 将发行资产支持证券所募集的资金作为对价支付给委托人；现金流支付机制方面，在对证券化产品现金流进行分析时，需要比照交易文件对现金流支付的约定，综合考虑证券本金和利息的偿付顺序、相关费用支付顺序、再投资收益、提前偿还事件、违约和加速清偿事件等，尤其需要关注发生信用触发事件前后支付顺序的变化；资产证券化类信托计划的增信方式包括内部和外部两种。内部增信是主要的增信方式，如优先/次级结构及超额抵押。外部增信措施包括外部准备金账户、第三方担保等；交易结构风险分析可从以下几个方面入手。一方面，资产证券化类信托计划的偿还主要依赖于基础资产池中贷款的本息流入，入池资产的信用质量是决定证券化产品风险水平的基础，可以从入池借款人和保证人信用等级分布、资产集中度及贷款担保方式等多个维度进行分析。另一方面，随着时间的推移，优先级证券不断得到支付，分层结构中的优先级证券的违约风险不断下降，信用不断提高。另外，需要关注证券本息及各项费用是否按照合同的约定及时获得偿付，是否发生了加速清偿和违约事件以及如果发生这类信用触发事件之后现金流支付机制所发生的变化等。

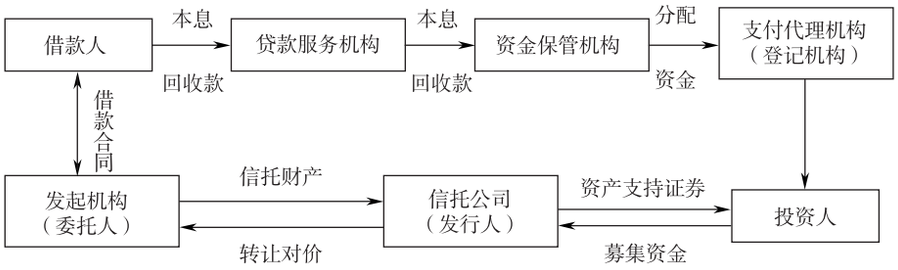


图 5　资产证券化信托产品交易结构

标品信托产品类似于基金，带有更为明显的“权益类产品”特性，以市场的方法定价真正体现“买者自负、卖者尽责”。标品信托的参与者包括委托人、受托人、投资管理人、托管人以及监管部门，通过信托公司将委托人的信托财产以信托计划的形式投资到权益类及固定收益类资产中，信托公司对信托资产进行合理配置，为投资人获得投资收益回报，从而完成整个现金支付过程。在交易过程中，标品信托面临的主要风险是市场风险，主要考察信托公司的主动管理能力与专业投研能力，信托公司在投资顾问的协助下，对相关信托资金组合运用与资产配置，充分分散风险，实现投资价值最大化。信托公司通过运用合理的投资策略、确定最大回撤率、预警线与平仓止损线、选择历史业绩靠前的投资管理人等方式有效进行风险防控。

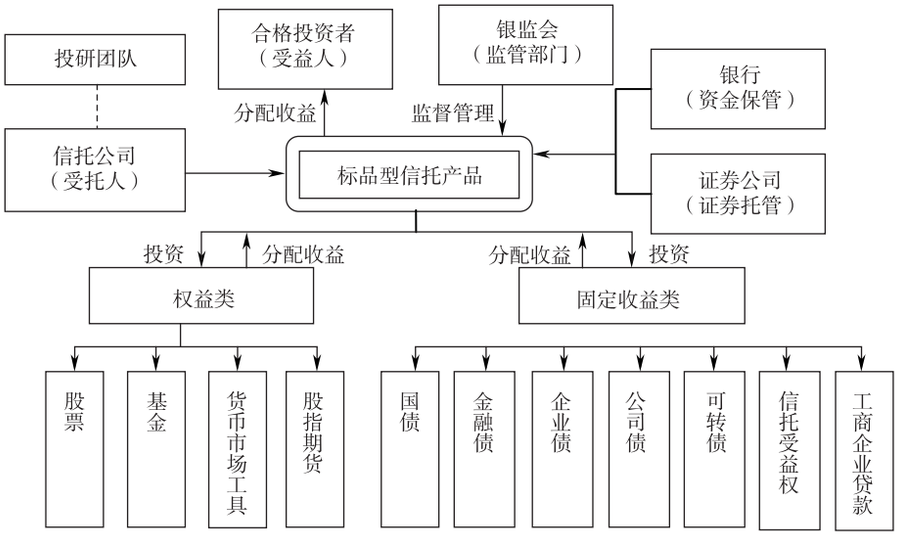


图 6　标品信托产品交易结构

（3）参与各方能力分析。信托计划的参与各方的能力也是需要重点考量的，具体包括受托人、融资主体、保管银行、投资管理人进行管理能力和实力的分析。

受托人：即信托公司，主要考察信托公司的管理能力，从公司风险管理、资产质量、盈利能力三个维度进行评级考量。

融资主体：对融资主体的评级依据债券主体的评级方法，通常根据企业所属行业的不同，有不同的工商企业评级方法，以全面分析融资主体整体经营情况、行业风险、竞争优势、公司治理、业务运营、投融资、财务状况、资金管理以及发展战略等。

保管人：即保管银行。保管银行有利于监督资金的流向，监督项目方是否按规定使用资金，从而有效控制信托资金风险，因此保管人的资金管理能力和风险管控能力对信托计划的顺利实施起到非常关键的作用。

投资管理人：在标品信托中的投资管理人扮演重要角色，如果是主动管理的标品信托，投资管理人是信托公司，如果是被动管理，投资管理人通常是券商或者基金等专业投资管理机构。投资管理人负责对信托财产进行投资管理、会计核算、估值、风险防控等。

（4）法律结构分析。信托计划的设立要符合《中华人民共和国信托法》《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》和其他相关法律法规的规定；信托业务的开展应符合“一法两规”、《信托公司行政许可事项实施办法》《信托公司证券投资信托业务操作指引》《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》等相关业务规范；对于信托信息披露应该严格按照信托公司信息披露规范；信托业务的风险管理、信用增级安排应该严格遵循《中国银监会关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》《信托公司净资本管理办法》《中国银监会关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》《中国银监会办公厅关于信托公司信政合作业务风险提示的通知》《银监会关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知》等风控法规；信托计划交易结构设定要符合信托“一法两规”及其他信托行业法规、《中国银监会关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》《关于保险资金投资有关金融产品的通知》《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》等规定。

（5）风险定价分析。信托产品定价有两个核心要素：一个是信托产品的预期收益率（即发行利率），另一个是信托产品的到期收益率。预期收益率是在信托产品发行时需要确定的，到期收益率是在信托产品发行后持有到期交易时需要考虑的。

①预期利率的风险定价。利用预期利率定价公式来评估信托产品价格，主要是指通过债券在不同期限位置的预期利率（通过期限结构定价曲线确定）以及预计各现



金流发生日产生的现金流来分析当期的信托产品价格。信托产品预期收益率在产品说明中已经明确，主要从产品投融资方向、发行人、发行期限、发行规模、信用评级、受托人等方面进行考察。预期收益率定价是通过在市场上找到预期收益率，用统计的方法把这个期限结构模型估计出来、通过构建该模型曲线，然后根据对应付息日的固定现金流进行折现，可以计算出该产品的理论价格。具体表现如下：

$$P = \frac{C_1}{(1+\gamma_1)^{t_1}} + \frac{C_2}{(1+\gamma_2)^{t_2}} + \cdots + \frac{C_n}{(1+\gamma_n)^{t_n}}$$

其中：P 为信托产品理论价格；

C_i 为现金流；

t_i =（现金流发生日 - 分析日）/365；

γ_i 为所计算出的产品定价区间，对应第 i 次现金流的预期收益率；

n 为剩余的付息次数。

该定价公式的优点在于将实际利率的变化与期限的关系进行了综合考虑，通过对各期对应的现金流（通过票面利率得出）进行折现处理，从而得出分析时点的信托产品理论价格。

②到期收益率的风险定价。对于信托产品的到期收益率，主要通过对于债券在可预期的未来产生的现金流情况，通过不同的期限情况所对应的固定收益率来折现计算当前信托产品的到期价格，也就是说是该收益率仅存在持有到期并兑现的操作中。其中，到期收益率 =（收回金额 - 购买价格 + 总利息）/（购买价格 × 到期时间）× 100%，具体表现形式如下：

$$P' = \frac{C_1}{(1+y_1)^{t_1}} + \frac{C_2}{(1+y_2)^{t_2}} + \cdots + \frac{C_n}{(1+y_n)^{t_n}}$$

其中：P' 为信托产品实际价格；

C_i 为现金流；

t_i =（现金流发生日 - 分析日）/365；

y_i 为到期收益率，可以为用户自己输入的到期收益率；

n 为剩余的付息次数。

应该说明的是信托产品预期收益率与到期收益率的定价模型，通过对未来现金流的折算，来测算出信托产品的理论价格和实际价格，理论上来说比较符合现实意义。但是在实际中交易价格的形成主要取决于市场的微观结构，即与市场相关的交易制度，包括价格发现机制、清算机制与信息披露机制等。基于有效的微观市场结构，产

品价格往往围绕内在价值在一定的范围内上下波动，并能实现价值回归。因此，信托产品风险定价应着重确定产品收益率问题，只有建立一套适合信托产品特征的交易机制，才能发挥市场的价格发现功能。

2. 信托公司维度的产品评级

信托公司的主体评级对信托产品评级有很大的影响，由于信托产品的多样化与非标性使得主体评级很难作为一个稳定的解释变量测定对于产品评级的影响，通常可作为一个定性指标放入整个信托产品评级体系中。在信托公司维度中，从公司风险管理、资产质量、盈利能力三个维度进行评级考量。

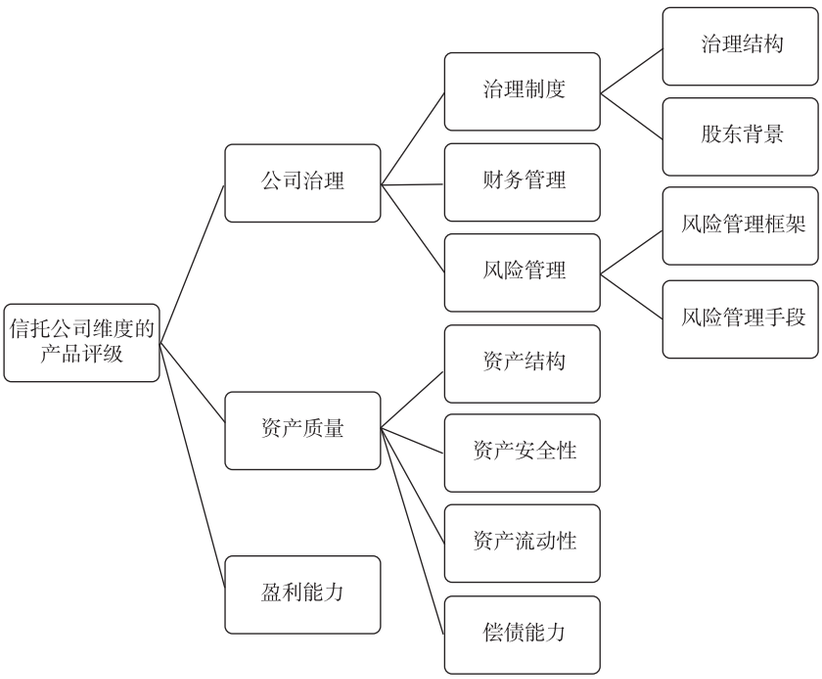


图 7　信托公司维度的产品评级要素分析

（1）公司治理（风险管理）。公司治理包括公司的管理架构等，具体包括治理制度、财务管理、风险管理等。其中，治理制度主要关注治理结构及股东背景，主要考察是否采用“三权分立”的现代企业制度，建立起股东会、董事会、监事会、高管层为核心的法人治理结构符合现代企业的发展需要，股东背景对于公司信用情况、经营策略、风险偏好、战略布局等方面有重要影响。信托公司的公司治理架构越完善、风险管理手段越完备，信托公司的履约能力就越有保障，受益人的利益就越容易受到保障。

公司治理中重点考察公司治理中的风险管理因素，主要包括风险管理架构及风险管理手段。

第一，风险管理架构。信托公司要建立风险管理组织体系。信托公司主要分为三类风险管理组织架构，一类是建立由董事会及管理层直接领导，以风险管理部门为依托，相关职能部门配合，与各个业务部门全面联系的三级风险管理组织体系；第二类是由高管层构成的总办会、投融资决策委员会、风险与合规管理部、各业务部门及管理支持部门内部合规管理岗的四级风险管理体系，形成自上而下垂直型风险管理组织机构，负责对公司整体风险和各项业务风险实施统一管理；第三类是建立风险管理/投资决策委员会、风险管理与法律合规部、业务部门相结合的三级风险管理体系。这三类风险管理架构各有特点，但是核心在于风险管理部门起到了承上启下的重要作用。

第二，风险管理手段。风险管理手段包括市场风险管理、信用风险管理、流动性风险管理、操作风险管理与内部控制四个方面，这些风险管理的手段适用于信托公司及信托产品。

对于市场风险，可通过资产组合管理、敏感度分析、条件在险价值（CVaR）、压力测试、限额管理、分层设计以及设置预警线和止损线等多种分析方法对市场风险进行预测和防范[①]。

对于信用风险，可通过对信托资金需求方的尽职调查和信用与资质评级进行事前控制；通过设定信托受益权分层设计、账户监管、保证、抵押、质押、财政预算安排、现金流补充协议、风险补偿承诺、信用违约置换、信托财产置换、债务转移、资产远期出售协议、股东担保函等手段进行事中控制；通过贷后交易对手项目进行情况的持续跟踪及信托收益的兑现情况进行事后控制。信用评级是信用风险事前防范的重要措施之一，对信用类业务均要求评估或提供交易对手的信用级别。

对于流动性风险，信托公司需要定期进行资金预算，加强现金流分析，预测流动性风险缺口，预留备付金满足日常经营支付需要，合理安排资产、负债的期限结构；建立长期化、净值性质的资产组合，减少信托到期兑付压力；设计逆经济周期的投资产品，以及创新金融避险类高流动性产品，规避投资风险。

对于操作风险，信托公司主要通过加强内控制度和风险管理的落实，如风险管理部门严格业务流程的管理，加强对操作风险的防控和管理，优化流程，充实、深化内控合规部门的职能，设置关键风险指标、内部流程设计、应急预案、投资绩效动态测

① 曾忠生．中国信托机构风险管理研究［D］．暨南大学博士论文，2005.

评等措施进行防范。

（2）资产质量。信托公司的资产质量具体包括资产结构、资产安全性、资产流动性和偿债能力四个方面。

关于资产结构，主要考察信托公司资产中的不良资产的比例，按照“信用风险资产五级分类”的方法，目前信托公司的资产包括正常、关注、次级、可疑和损失五类。信托公司不良资产占比的高低反映了信托公司固有资产的风险程度。

关于资产安全性，根据银监会发布的《信托公司净资本管理办法》，进行资本管理。对信托公司实施净资本管理的目的，是确保信托公司固有资产充足并保持必要的流动性，以满足抵御各项业务不可预期损失的需要。

关于资产流动性，可以考察高流动资产的总额、流动负债总额、高流动资产与流动负债的比重（流动比率）、流动资产与短期债务的比重等指标。一般来说，信托公司的高流动资产主要由货币资金、结算备付金、存放中央银行款项、存放同业款项、应收利息、拆出资金、买入返售金融资产、交易性金融资产和衍生金融资产组成。

关于偿债能力，与债项评级的方法类似，但是考察主体由债项项目变为信托公司，主要考察公司主体违约率等指标。

（3）盈利能力。信托公司的盈利能力反映了信托产品背后的实力，是信托产品评级的重要因素。信托公司的盈利能力包括历史业绩、营业收入总额、营业收入的结构以及变化趋势，净利润、资产回报率等。一般来说，信托公司的营业收入构成包括手续费及佣金净收入、投资收益、利息净收入、汇兑收益等部分，其中手续费及佣金净收入占到信托公司收入的绝大部分，包括信托业务收入、投资收益、利息收入等。

（二）债权类信托产品评级方案

债权类信托与银行贷款类似，此类产品面临的风险主要是信用风险。债权类信托产品的评级需要遵循穿透原则，严格从信托财产的基础资产入手，包含所有的底层资产为债权类信托。具体来说，是受益人按时足额获得投资收益和本金偿还的可能性。对受益权份额信用风险的分析，是对交易债项的偿付可能性、交易现金流入与现金流出的匹配程度以及交易的结构性风险缓解措施的有效性的分析。因此，分析框架包括对债项的信用风险分析和交易结构分析两大部分。债项信用分析是综合考虑项目、融资主体的偿债能力和外部信用增级（如担保）的增级水平，对融资主体和/或保证人能否按时足额向信托计划还本并支付信托收益作出判断；交易结构分析是在债项分析基础上，结合交易确定的税收、费用、预期收益支付和本金偿付的分配顺序（现金流

出）分析交易的费用超支风险和相应的缓解措施，同时考虑交易的结构性风险，通过因素分析法及模型分析法等定量及定性指标来判断债权类信托产品违约率及违约回收情况，最终反映产品评级结果。

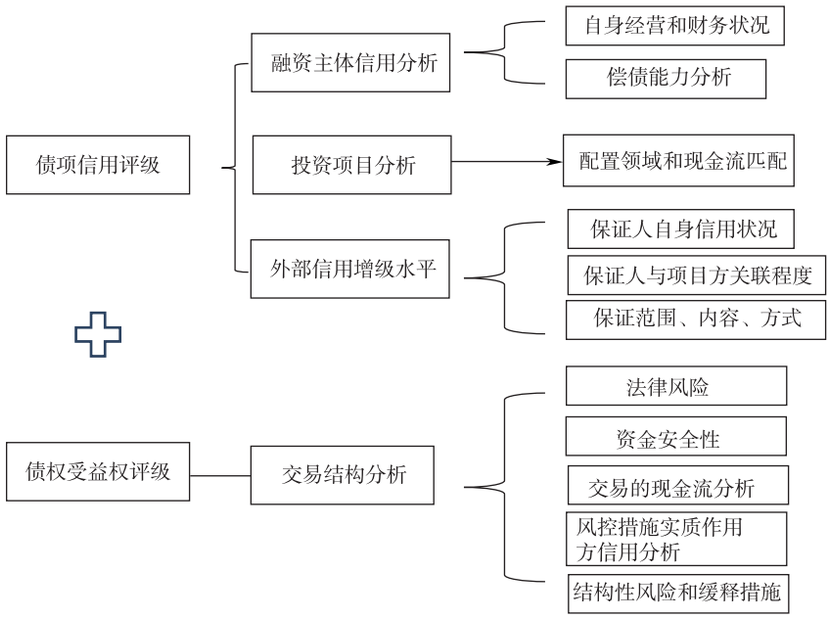


图 8　债权类信托产品评级要素

1. 债项信用分析

债项的信用质量是债权类信托计划产品评级的基础。对债项的信用分析包含对拟投项目的分析、融资主体偿债能力分析和外部信用增级水平分析等，在综合考虑上述因素的基础上，利用概率等技术分析债项的整体信用水平。

对信托项目的分析涵盖房地产、基础设施、工商企业等各个领域，但是均根据违约率这一最终的统一标准进行信托产品评级。以投资项目为基础设施为例，所关注的项目风险对基础资产本身的关注包括项目建设期风险、运营期风险以及其他风险等。项目建设期风险是指项目建设过程中可能面临的技术、施工、财务等风险，包括资金是否能按照计划安排如期到位、项目施工延期风险、超预算风险、技术风险等；项目运营期风险是指项目完工后在实际运行中不能如期产生预计现金流的风险，包括管理风险、原料供给风险、产出风险以及市场风险等。此外，还需关注项目可能遇到的政策风险、后续审批风险、未来融资风险、参与方风险等其他风险因素。在具体项目中根据项目实际情况分析重点有所不同，例如，如果是已建成项目，应为关注计划存续期内的项目运营风险；如果是在建项目，应关注项目建设期风险、后续的融资安排，

以及未来的运营期风险等。因各种原因，有些拟投项目在计划存续期内不能产生足够的现金流来偿付信托计划，因此，对融资主体的信用分析非常重要。

融资主体是按投资合同约定向信托计划还本并支付信托收益的法人实体，融资主体大多数是项目方，即所投项目的建设运营主体，也可以是项目方的母公司或实际控制人。由于融资主体是信托计划的重要还款来源，对融资主体的信用分析在整个债权类信托评级工作中尤为重要。根据融资主体所处具体行业选择适合的工商企业评级方法，全面分析融资主体整体经营情况、行业风险、竞争优势、公司治理、业务运营、投融资、财务状况、资金管理以及发展战略等，对融资主体的偿债能力做出判断。有关具体的工商企业评级方法，可参考中诚信国际公布的相关行业评级方法。

评级过程中需要详细分析信托计划配置领域和项目现金流的匹配。首先，对于现金流的测算必须考虑一个完整的行业经济周期和在不同压力环境下信托兑付来源的状况，进行必要的压力测试和敏感性分析；其次，信托计划一般有明确的付息和清算期限，因此项目现金流流入流出的时间匹配是极其重要的。

一般信托计划都有信用增级安排，从目前存在的交易来看，信用增级措施一般为高信用等级的大型集团公司或者商业银行提供全额不可撤销连带责任担保，这种信用增级可以提高债项的信用水平。除了关注担保人自身的信用质量、财务实力外，还关注担保合同的法律条款，例如，免责条款、担保独立性、担保的范围、方式、期限和启动条件等。

在综合考虑信托项目、融资主体信用质量、投资领域经济周期及现金流匹配情况以及担保安排的基础上，再考虑担保人与融资主体之间的关联性的基础上利用联合违约模型分析债项的整体信用水平。

2. 交易结构分析

对交易结构评级的考量中，应明确交易过程中的法律风险，明确以往是否发生过税务处罚、行政处罚、税收滞纳金等或者是否存在潜在的法律合规风险，然后结合交易各项现金流出的顺序，即由债权信托计划承担的各项税、费、债权受益权预期收益支付和本金偿付的分配顺序，分析交易的费用超支风险，关注风控措施的实质性作用，同时考虑交易可能存在的结构性风险，如错配风险因素，最终对信托产品的信用等级做出评价。

由于信托财产运用领域不同，其适用的法律法规有所不同。从监管方面看，某些特定的资产配置领域受监管要求更严。如房地产领域，监管机构要求报备、房地产信

托信贷业务有“四三二”的要求、信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款等规定，在产品评级中应给予关注。

信托计划在设立、运行和清算过程中可能会发生各种税收、费用开支，这些税、费能否被上述差额完全覆盖将直接影响受益人能否获得预期收益。应关注信托计划的费用安排，通过全面分析交易文件并根据相关经验判断是否存在费用超支风险。

信托公司在设计交易结构时通常会设置较多的风控措施和增级措施，评级中须关注这些措施能够起到的实质性作用。对于结构化设计，需要关注劣后是否系第三方真正参与和是否真实出资，客观评估优先劣后的偿付顺序对优先级资金所起的安全保证作用。对于抵押等措施，本质上抵押物在一定程度上只能起到提高回收率而不是降低违约率的作用，主要需要高度关注抵押物的变现能力和价值评估状况。对于担保，也要客观评估担保方的信用质量及其与交易对手的风险相关系数等。

利率错配风险与时间错配风险，目前信托计划产品的预期收益率一般是以信托收益率下浮固定基点确定，一旦信托收益率调整，产品预期收益率会同时、同幅调整，这样即不会有利率错配风险和时间错配风险。但如果信托收益率和产品收益率之间基准利率不一致，尤其当同一交易内存在多笔信托和/或多类受益权份额且各自利率调整时间不一致时，应关注是否会产生时间错配和利率错配的问题。

表 14　　债权类信托计划的评级及含义解释一览

等级符号	含义
AAA	项目计划份额的违约风险极低，项目计划份额持有人按时足额获得本息偿付的可靠性极高，且基本不受不利经济环境的影响。
AA	项目计划份额的违约风险很低，项目计划份额持有人按时足额获得本息偿付的可靠性很高，且不易受不利经济环境的影响。
A	项目计划份额的违约风险较低，项目计划份额持有人按时足额获得本息偿付的可靠性较高，易受不利经济环境的影响。
BBB	项目计划份额的违约风险一般，项目计划份额持有人按时足额获得本息偿付的可靠性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失。
BB	项目计划份额的违约风险较高，项目计划份额持有人按时足额获得本息偿付的可靠性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失。
B	项目计划份额的违约风险很高，项目计划份额持有人按时足额获得本息偿付的可靠性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击。
CCC CC	项目计划份额的违约风险极高，项目计划份额持有人按时足额获得本息偿付的可靠性非常依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性。
C	项目计划份额本金部分或全部损失，项目计划份额持有人无法获得本息偿付。

资料来源：参考中诚信国际信用评级有限公司。

（三）资产证券化信托产品评级方案

资产证券化信托可归于结构化金融业务中，此类产品面临的风险主要是信用风险。资产证券化信托产品的总体评级思路是根据通过穿透基础资产，查看相关历史数据的统计特征，模拟出各结构分层的现金流，计算出预期损失率或违约率，以此为基础，再考虑各种增信措施及压力情景，最终确定分层级别。根据底层基础资产的不同，可以分为信贷资产证券化、企业资产证券化、ABN 及不良资产证券化四类。这四类信托产品的资产池现金流入偿付顺序大体一致，是把一定数目的债权（贷款、应收账款等）打包成一个资产池，把这个资产池未来的现金流（债权的还本付息）根据偿付顺序分成优先级和次级（或更多层次），再将各分层评级后出售给投资人。由于基础资产存在违约的可能性，其还本付息的现金流是不确定的，所以被先偿还的优先级债券的信用风险要远低于次级债券。

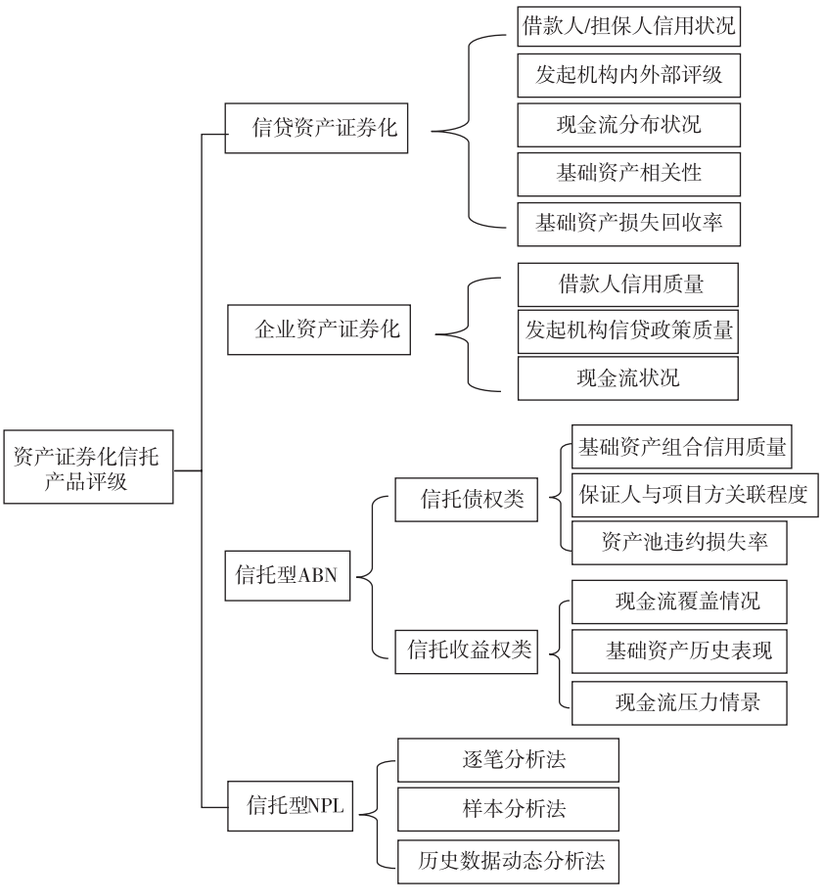


图 9　资产证券化信托产品评级要素

1. 信贷资产证券化信托产品评级

对于以信托公司作为 SPV 的信贷资产证券产品，需要根据穿透原则，引入入池基础资产的信用等级、资产的相关性、回收率等参数，使用蒙特卡洛模拟等方法对每一笔入池资产是否发生违约做出判断，模拟出违约发生的时点，结合每笔资产的未偿本金余额，计算出本次模拟过程中资产池发生损失的规模。基于交易现金流分配顺序开发的现金流模型，结合上述资产池违约分布，测算每次模拟中各层证券的损失率，在完成了大量模拟后，计算出各层证券的平均损失率，也即“预期损失率”（Expected Loss）。根据对应的预期损失率与各层证券的久期，评定各层证券的信用等级。

信贷资产证券化资产池中的基础信贷资产需要用企业评级方法来确定信用等级，在入池资产笔数较少或者入池资产对相关借款人数量较少而单笔金额较大的情况下，可采用逐笔分析法来评估相关借款人或担保人的信用质量。根据由发起机构提供的借款人或担保人的近期财务信息、业务审批报告、放款后信用跟踪报告等相关资料，分析借款人和担保人的信用状况，对信用风险作出估计。另一方面，要与发起机构的信用评分体系进行比较，通过构建映射关系（Mapping）来评估信用等级。目前，国内信贷资产证券化产品的发起机构主要是各商业银行、资产管理公司、金融租赁公司等，这些机构基本都已经建立了自己的信贷评估体系。在发起机构内部评级体系相对完善、评级体系稳定性较高且评级结果一致性较高的情况下，发起机构的内部评级结果也是重要考量因素。

基础资产池产生的现金流分布状况在很大程度上受到各笔资产之间相关性的影响，因此资产相关性也是信贷资产证券化信托产品评级分析中的重要考量因素。可结合特定资产池在债务人、行业和地区的分布情况对模型中的资产相关性假设进行调整。对同行业、上下游行业、同一集团内部或者实际控制人为同一主体的企业之间给予了较高的资产相关性假设，对某些行业（如政府及政府相关实体）内的资产相关性还可根据地区分散性进行修正。

通过访谈可获得历史回收率的相关数据和信息，同时基于经验及市场信息对发起机构提供的数据进行调整。资产的回收率受到资产的受偿顺序、相关债务人所在地区经济发达程度、司法环境等因素的影响，且具备抵质押担保的资产的回收率还取决于抵质押物的种类及性质、抵质押物的价值、抵质押权的优先顺序、是否具有完善的抵质押权利转移和处置机制等。回收时间方面，根据是否具有抵质押担保以及抵质押物

变现的难易程度设定了不同的回收时间。随着历史回收率数据的逐步积累，应适时调整回收率的假设。

2. 企业资产证券化信托产品评级——汽车 ABS、信用卡 ABS、RMBS（汽车贷款、信用卡贷款和住房抵押贷款证券化）

企业资产证券化信托产品评级主要是对于双 SPV 结构的信托产品而言。信托企业资产证券化的基础资产多为汽车 ABS、信用卡 ABS 和 RMBS，这几类资产笔数多，同质性强，依据统计经验，多假设产品的损失或违约分布满足对数正态分布，根据发起机构的历史贷款特征确定相关参数，结合交易的现金流模型，明确各结构分层的预期损失率或违约率，从而确定产品评级级别。

个人类贷款很大程度上取决于借款人自身的信用质量。对借款人的信用分析更多依赖于发起机构提供的借款人的信用历史及财务实力等信息。因此，分析时需要发起机构提供借款人的年龄、收入、职业等信息。

衡量发起机构的贷款发放政策主要是评估贷款标准是否严格，执行过程是否一致等方面。发起机构对借款人的信用审核应遵循审慎严谨的原则，严格的贷款标准和一致的执行过程在一定程度上保证了借款人的信用质量，同时也提高了信息的可信度；展期政策适用于当借款人遇到暂时的财务困难时，发起机构可以与其重新商定合同条款使借款人能够继续还款。展期会推迟拖欠的最终确认并可能使之成为真实拖欠。在评估时要关注其展期政策使用的频率。贷款违约后，发起机构需要向借款人进行催收，发起机构的催收方法、催收频率以及当地法律环境等都是评估回收政策和效果的要点；核销政策是指发起机构在贷款无法偿还时将其核销成为坏账，核销后发起机构将不再追偿这笔贷款。发起机构的核销率从另一个方面反映了发起机构的借款人和信贷政策的质量。

为了建立能够拟合证券化资产池违约特征的分布模型，需要根据发起机构提供的历史数据估计对数正态分布模型中的两个参数，即违约率的期望和标准差。评级时，首先要求发起机构提供的样本数据需与拟证券化资产池在借款人信用质量、集中度、利率水平和期限等方面保持一致，保证样本数据参数估计的准确性。数据统计方式方面，一般要求发起机构提供两类历史数据，即静态池数据和动态池数据。静态池数据统计的是样本期间每月发放的贷款在发放后逐月的逾期情况，动态池数据统计的是样本期间某一时点（一般为月末）所有存续贷款的累计损失情况。通常采用静态池数据进行参数估计，以动态池数据对静态池数据进行交叉对比。理想情况下，如果静态

池数据样本包含的数据年限足够长，且经历了完整经济周期，可以直接测算出静态池数据样本的违约率的平均值和标准差。当发起机构提供的历史数据期限小于基础资产的存续期时，可采用一些统计推断方法依据样本数据历史信用表现将数据补充至基础资产存续期末，然后测算整个样本的违约率的平均值和标准差，从而获得评级结果。

3. 信托 ABN——债权类与收益权类 ABN

对于信托债权类 ABN，与成熟证券化产品的评级方法类似，根据不同资产池在债权人信用等级、基础资产数量和资产集中度等方面存在的差异，使用不同的模型来确定基础资产的组合信用质量。当基础资产笔数较少、财务数据容易获取、逐一评估可以实现的时候，可运用蒙特卡洛模拟法进行分析，即利用蒙特卡洛模拟方法模拟单笔基础资产的违约情况，从而获得整个资产池的违约情况，再通过大量次数模拟测算得到资产池的违约率和预期损失的概率分布，最终确定信用级别；当基础资产笔数较多、资产分散度较高、相关财务数据获取困难时，则采用静态样本池法进行分析，即通过分析与基础资产池性质相近的样本池的累计违约率数据，获得资产池的违约率及预期损失率的概率分布，最终确定产品级别。

对于信托收权益类 ABN，可采用现金流覆盖倍数法或现金流分布拟合法来分析，现金流覆盖倍数法因其使用方法相对简便，是目前分析收益权类 ABN 产品使用最广泛的评级方法。基本思路是，每个本息兑付日，其现金流入与优先级现金流出之比需达到一定的覆盖倍数。参照不同收益权类基础资产的历史表现及实践操作经验，对不同类别的收益权类基础资产可以设定不同的现金流覆盖倍数区间，再设定不同的压力情景及相应的压力乘数，并将结果与对应的基准相比较，得到满足压力条件的信用等级；现金流分布拟合法是通过分析与基础资产相关的历史现金流数据，选用特定的统计分布来拟合预测未来的现金流，分析其波动性，估计出统计分布的参数。再结合压力情景来调整分布参数，并将结果与对应的基准相比较，得到满足压力条件的评级结果。

4. 信托型 NPL（不良资产证券化）

不良资产证券化信托产品需要根据发起机构类似资产的历史表现来估计其回收情况，依据统计经验，假设回收率满足贝塔等分布，通过蒙特卡洛等方法可以得到模拟产生的现金流，从而得到各结构分层的预期损失率或违约率，确定信用级别。

不良贷款资产支持证券的基础资产主要为已经逾期的贷款，现金流来源主要为这

些贷款的处置回收款。由于回收具有较大的不确定性，因此不良贷款资产支持证券基础资产信用分析的重点是回收率和回收时间。不良贷款的成因复杂，每笔不良贷款的回收情况也不尽相同，而且债务人的还款能力、回收情况等重要信息难以被清楚掌握，目前尚未有一个较好的模型对未来回收情况进行预测。因此，不良贷款资产支持证券评级不能只依赖于历史数据，还需通过现场访谈和调查的形式来获得。根据资产池基础资产特征，主要采用三种方法对回收进行分析。对于单户占比较大、笔数较少的资产池，采用逐笔分析法；对于笔数较多、基础资产较分散但发起机构历史数据不足的资产池，采用样本分析法；对于笔数较多、基础资产较分散同时发起机构可以提供有价值的历史数据的资产池，采用历史数据动态分析法。

逐笔分析法是指对资产池中每笔不良贷款进行详尽的实地访谈和调查，通过对影响回收因素的分析，获得每笔不良贷款的预期回收率和回收时间。由于影响回收的因素比较多，一般从宏观经济及区域环境、借款人资信情况、担保情况、处置情况和逾期时间等五个方面进行考察。

样本分析法是指依据重要性和代表性原则从资产池中抽取样本池，抽样时遵循重要性和代表性的抽样原则，抽取样本后，针对每一笔样本进行实地访谈和调查，逐笔分析每笔不良贷款的预期回收率和回收时间，并以影响回收率和回收时间的因素作为自变量，建立回收预测回归模型，最后将模型推广至整个资产池，测算整个资产池的预期回收率和回收时间分布。

历史数据动态分析法是依据发起机构提供的历史数据建立回收率分布模型来拟合拟证券化资产池预期回收的一种方法。首先要求发起机构提供的样本历史数据需与拟证券化资产池入池资产的特征保持一致。然后，依据发起机构提供的历史数据，计算每个群组当期回收率①。利用不同群组每期回收率的样本均值和标准差估计分布参数，从而得到每期当期回收率的分布函数。最后，分别从对应期数的当期回收率分布函数中随机生成回收率，结合回收率和期初未偿本金余额，便可模拟出预期的每期回收现金流入情况，从而得到各结构分层的预期损失率或违约率，确定信用级别。

值得注意的是，可以通过设置增信安排提高不良资产证券化信托产品的评级级

① 当期回收率是以该不良贷款群组形成的时间为起点，计算之后各期回收金额占当期期初未偿本金余额的比例。如：以年为固定时间间隔，第 1 期当期回收率 = 第 1 期当期回收金额/第 1 期期初未偿本金余额，其中第 1 期是指以不良贷款形成的时间为起点 1 年内回收的金额；第 2 期当期回收率 = 第 2 期当期回收金额/第 2 期期初未偿本金余额，其中第 2 期是指以不良贷款形成的时间为起点 1 年到 2 年内回收的金额，依此类推。

别。除参照正常类资产证券化产品对进行优先档和次级档的结构化分层，以次级档对优先档提供内部增信之外，还可以根据基础资产为不良资产的特性，安排流动性储备账户，以预留一部分基础资产的处置收入，为优先档资产支持证券提供内部增信，并安排流动性支持机构，提供流动性。在发生流动性支持触发事件时，由流动性支持机构补足优先档资产支持证券的利息，提供外部增信，以提高安全性。同时，可聘请次级档投资者作为资产服务顾问，对基础资产的处置回收行使建议权，以便次级档投资者更好地了解并参与基础资产处置和回收等工作，以提高收益性。

以上四类信托资产证券化产品评级标准与债权类信托产品的评级标准相同，见表 14。

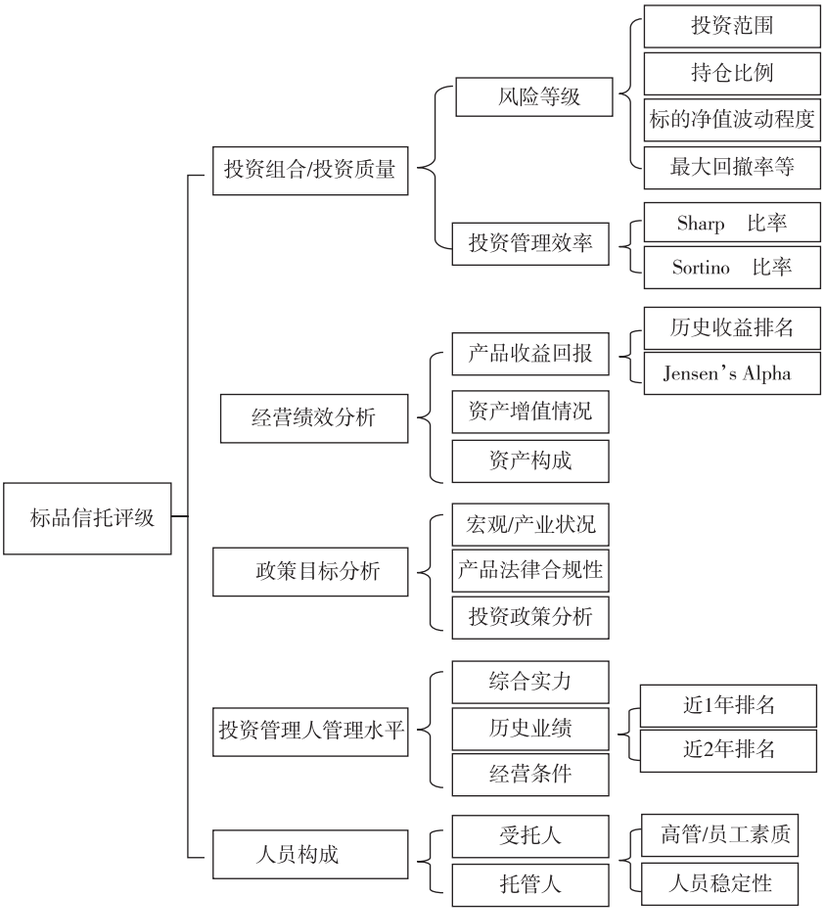


图 10　标品信托产品评级要素

（四）标品信托产品评级方案

标品信托一般是可分割、公开市场流通的有价证券，有国债、期货、股票、金融

衍生品等，这类业务的风险是市场风险，收益来源于标品价差。

目前，标品产品从净值公告、到产品收益率计算，再到业绩评估，尚没有统一的标准；标品信托产品的风控体系、投研体系、评判体系和管理人经营风险等都处于评价的真空地带；由于标品信托产品存续时间不确定，主要从公开市场上获得信息披露情况、缺乏足够的历史业绩来佐证此产品体系的科学性，使得市场上关于标品信托产品的评价系统，难以获得大众的普遍认同，限制了此类产品评级的发展。目前可以参照私募基金的评级设置方式设计标品信托产品的评级方案。

此类评级分析主要内容包括五个方面：一是经营绩效分析，主要包括资产的增值情况、投资回报率、资产构成等。二是政策与目标分析，包括相关宏观、产业的状况分析、产品法律合规性、设立标品信托的目的、投资政策及投资限制、投资政策的综合分析等。三是投资组合与投资质量分析，主要包括投资组合明细分析、投资组合的合理性分析等。四是投资管理人的管理水平分析，考察总体实力、规模、经营条件、经营历史等。五是人员构成分析，主要考察受托人、托管人的高级管理人员素质、员工素质、人员稳定性。标品信托中有部分是被动管理型的信托产品，此类产品主要看前四类分析结果。

在评级过程中，采用定性分析与定量分析相结合的方法。定量分析主要包括风险等级评价、产品收益回报指标、投资管理效率指标。其中，产品风险等级可以主要考虑投资范围、投资比例、投资风格、持仓比例、标的净值波动程度等定量因素，同时也考虑法律合规等定性因素。产品收益回报定量指标包括半年、1 年、2 年的收益排名、Jensen Alpha（见附录），投资效益指标包括 Sharp 比率、Sortino 比率（见附录）。定性分析主要分析产品法律合规性、宏观经济情况对投资标的的影响、资产构成、受托人及托管人的高级管理人员素质、员工素质、人员稳定性、投资顾问的管理水平等，同时需要建立完善的投后统一的估值机制和披露机制。

1. 风险等级评级

根据标品信托的投资方向、投资范围和投资比例，将标品信托划分为股票型、组合型、债券型、现金管理型和 TOT/FOF 五种类型。其中：a. 80% 以上的资产投资于股票的，为股票型信托；b. 80% 以上的资产投资于债券的，为债券型信托；c. 仅投资于货币市场工具的，为现金管理型信托；d. 投资于股票、债券和货币市场工具，并且股票投资和债券投资的比例不符合上述第 a 项、第 b 项规定的，为组合型信托，此类信托包括部分 TOT 及 TOF，投资标的为有价证券。

表 15　　标品信托风险类型一览

标品信托类型	低	中低	中	中高	高
股票型信托				✓	✓
组合型信托		✓	✓	✓	
债券型信托		✓	✓		
现金管理类信托	✓	✓			
TOT/FOF	✓	✓	✓	✓	✓

根据标品信托所属不同类型，采取相应的风险评价指标对其风险水平进行评价。这些指标主要包括：股票仓位、股票投资的风格特征、波动性、最大回撤率、债券组合久期、债券投资类属，以及信托产品在运作过程中是否存在违规及违规次数等。

（1）指标说明。①股票平均仓位。指标品信托合同成立 6 个月后，在标品信托风险评级前 26 周内的股票投资占资产净值比重的算术移动平均值。信托合同成立未满 6 个月的，适用招募说明书所列示的资产配置目标比例所界定的股票投资比例；招募说明书未予明示的，适用如下比例：1）股票型产品：80%；2）组合型产品：35% ~ 70%；3）债券型产品：0% ~15%。

②历史规模。指标品信托风险评级前 26 周内每日资产市值的最低值。若至评级日未满 26 周，则取成立日至评级日期间每日市值的最低值。

③风格特征。是指证券类信托投资组合的风格特征，包括大盘和中小盘两种。其中，大盘股投资占股票投资比例大于或等于 50% 的，证券类信托的风格特征可归类为“大盘”型；否则，为“中小盘”型。其中，在界定大盘股和中小盘股时，将所有股票按流通市值从小到大的顺序排序，累计流通市值占所在交易市场所有股票流通市值前 50% 的所有股票，归类为“中小盘股”；其余为“大盘股”。信托合同成立未满 6 个月的，按照招募说明书所界定的投资风格、投资策略确定；招募说明书未予明示的，适用指标值为“中小盘”。

④标准差比率。衡量净值波动性的指标，是产品合同成立 6 个月以后，在信托产品风险评级前 6 个月内，收益率标准差与同期业绩比较基准收益率标准差之比。合同成立未满 6 个月或基准为固定利率的，该指标适用默认值为 1。

⑤最大回撤率。衡量风险的重要指标，在 6 个月内任一历史时点往后推，产品净值走到最低点时的收益率回撤幅度的最大值。最大回撤用来描述买入产品后可能出现的最糟糕的情况。

⑥违规次数。“违规”是指违反法律法规或中国证监会的有关规定，在运作管理过程中出现的被监管机构调查、处罚、整改，或者损害基金份额持有人利益，或造成

严重不利影响的其他重大事项。违规次数，是指信托运作管理违规行为的累计次数。

⑦信用债券投资比例。所谓信用债券，是指除国债、央行票据、政策性金融债及担保公司债（企业债）以外的债券品种，因这些债券品种存在一定的信用风险，而有别于政府或准政府债券，故称信用债券。

信用债券投资比例，是指信用债券投资占此证券类信托总投资的比重。考察期间为信托合同成立6个月后，在风险评级前26周内的信用债券投资比重的移动平均值。信托产品成立未满6个月的，根据招募说明书所规定的信用债券投资比例上限确定；默认指标值为50%。

⑧平均剩余期限。根据法律法规和中国证监会有关规定计算。

（2）风险评价体系。根据每个标品信托产品的实际情况，评定有关指标的分值，再对所有相关指标分值加总，评定该信托产品的风险等级。

①股票型信托产品评价体系。

a. 指标体系。

指标	股票平均仓位（%）		风格特征		标准差比率			最大回撤值		违约次数		
指标值	[80，85）	≥85	大盘	中小盘	<1.2	[1.2，1.5]	>1.5	<15%	[15%，1]	0	1	>1
风险分值	2	3	1	2	1	2	3	1	2	0	1	2

指标	历史规模（亿元）	
指标值	≥2	<2
风险分值	0	1

b. 风险等级评价标准。

总风险分值	[0，7] 分	>7分
风险等级	中高	高

②组合型信托风险评价体系。

a. 指标体系。

指标	股票平均仓位（%）				风格特征		信用债券投资比例（%）			债券组合久期（年）			违约次数		
指标值	<35	[35，60）	[60，80）	>80	大盘	中小盘	<30	[30，70]	>70	<2	[2，7]	>7	0	1	>1
风险分值	0	1	2	3	1	2	0	1	2	0	1	2	0	1	3

指标	历史规模（亿元）		标准差比率			最大回撤值	
指标值	≥2	<2	<1.2	[1.2，1.5]	<1.2	<15%	[15%，1]
风险分值	0	1	0	1	2	1	2

b. 风险等级评价标准。

总风险分值	[0，3] 分	(3，5] 分	>5 分
风险等级	中低	中	中高

③债券型信托风险评价体系。

a. 指标体系。

指标	股票平均仓位（%）			信用债券投资比例（%）			债券组合久期（年）			违约次数		
指标值	<10	[10，15]	>15	<35	[35，65]	>65	<2	[2，7]	>7	0	1	>1
风险分值	0	1	2	0	1	2	0	1	2	0	1	3

指标	历史规模（亿元）	
指标值	≥2	<2
风险分值	0	1

b. 风险等级评价标准。

总风险分值	[0，3] 分	(3，7] 分
风险等级	低	中低

④现金管理信托风险评价体系。

a. 指标体系。

指标	平均剩余期限（天）			信用债券投资比例（%）			违约次数		
指标值	<80	[80，100]	>100	<30	[30，70]	>70	0	1	>1
风险分值	0	1	2	0	1	2	0	1	3

指标	历史规模（亿元）	
指标值	≥2	<2
风险分值	0	1

b. 风险等级评价标准。

总风险分值	[0，2] 分	(2，5] 分
风险等级	低	中低

2. 标品信托定量评级指标评定标准

在风险评级等级指标基础上，标品信托定量评级指标还包括超额收益能力评定指标及投资管理效率评定指标，这三个指标纳入标品信托产品定量评级指标体系。包括

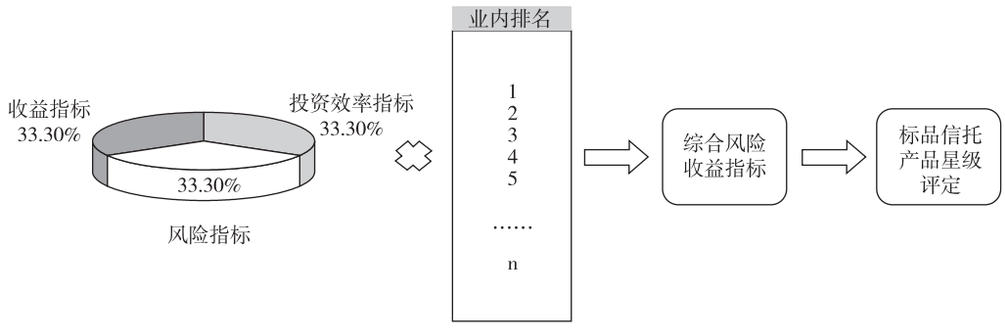
Jensen's Alpha 作为超额收益能力评定指标，Alpha 指数 >0，表明信托产品的业绩表现优于市场基准组合，大得越多，业绩越好；反之，如果 Alpha 指数 <0，则表明其绩效不好。Sortino 比率作为投资管理效率评定指标，这一比率越高，表明信托产品承担相同单位下行风险能获得更高的超额回报率。在超额收益能力评定中，Alpha 为负数将不能评为“高”。

表 16　　标品信托定量评级指标标准评定一览

超额收益能力评定			投资管理效率评定			产品风险等级评定		
Jensen's Alpha	等级	比例	Sortino 比率	等级	比例	相关风险指标	等级	分数
↓	高	80 ~ 100%	↓	高	80 ~ 100%	↓	高	（7，10］
	较高	60 ~ 80%		较高	60 ~ 80%		中高	（5，7］
	中	40 ~ 60%		中	40 ~ 60%		中	（4，5］
	较低	20 ~ 40%		较低	20 ~ 40%		中低	（2，4］
	低	0 ~ 20%		低	0 ~ 20%		低	［0，2］

3. 标品信托评级模型

评级思路是通过综合超额收益能力、投资管理效率以及产品风险等级评定三类指标后，按照平均权重及产品业内排名可以计算出标品信托产品的综合风险收益情况，同时根据对投资政策与目标分析、投资顾问的管理水平分析，考察总体实力、规模、经营条件、经营历史以及人员构成分析等定性因素，赋予定量指标与定性指标一定的权重，通常可以各占 50%，最终按照百分制的打分卡形式计算获得标品信托的星级评定结论。其中，投资管理人的管理水平主要考虑投资经理的投资管理能力，包括选股能力、选时操作和具体的资产配置权重等。



注：综合风险收益指标数值越低，表明该标品信托评级越高。

图 11　标品信托产品评级模型

表 17　　标品信托星级评级及含义解释一览

星级	含义解释	适合投资者
★	产品过往业绩及净值的历史波动率很高，投资标的流动性差，产品结构复杂，风险很高	适合高收入、投资经验丰富、风险偏好高、风险承受能力很强的激进型投资者
★★	产品过往业绩及净值的历史波动率高，投资标的流动性差，产品结构较复杂，风险较高	适合较高收入、投资经验较为丰富、风险偏好较高、风险承受能力较强的进取型投资者
★★★	产品过往业绩及净值的历史波动率较高，投资标的流动性较好，产品结构较简单，风险较高，投资衍生品（若有）以对冲为目的	适合中等收入、有一定投资经验、风险偏好适中、风险承受能力一般的平衡型投资者
★★★★	产品过往业绩及净值的历史波动率较低，投资标的流动性好，产品结构较清晰，风险较低，投资衍生品（若有）以套期保值为目的	适合较低收入、投资经验较少、风险偏好较低、风险承受能力较弱的稳健型投资者
★★★★★	产品过往业绩及净值的历史波动率低，投资标的流动性很好，产品结构清晰，风险很低，不含衍生品	适合低收入、无投资经验、风险厌恶型、风险承受能力弱的谨慎型投资者

资料来源：课题组整理。

根据投资目的、投资期限、投资经验、财务状况、短期风险承受水平以及长期风险承受水平等方面综合评价，投资人的风险等级也可划分为五类，承受能力由高到底排序为激进型、积极型、稳健型、保守型和安全型（见表 17）。

五、构建信托产品评级体系的政策建议

信托产品评级体系建设不仅有利于提升市场运营效率，进一步提高信托产品公信力，而且有利于保障信托各方当事人权益。信托产品评级体系需要监管部门的顶层设计、信托业协会的指导、信托机构与信用评级机构的通力合作，以及投资者的积极参与。

（一）优化信托产品评级的制度环境

一是参考目前信用评级的相关法律制度加快推进信托产品评级的相关管理办法，明确信托产品评级的作用、流程、行为规范、适用范围等。二是以中信登中心为统一信息披露平台，完善信托产品信息披露制度与信息共享制度。三是对于运行期限较长、变化可能性较大的信托产品，规定跟踪评级制度，以利于未来信托受益权的流转。四是通过信托业协会积极推动行业自律，培育市场对信托产品统一评级体系的认可，初期需要订立市场公约，并需根据市场变化于必要时组织调整公约内容。

（二）推动信托产品评级的政策引导

第一，科学制定信托产品评级市场准入规则。一是对产品评级的市场准入统一采取核准主义，促进信托产品评级的公信力。二是制定适宜信托发展的市场准入标准，对评级机构的资本充足率、市场治理结构、信息数据库等做出统一规定，使评级机构市场准入的法定标准具体化，具有可操作性。三是统一制定评级机构从业人员资格标准，出台关于资信评估人员资格管理规定，使得评级市场具备一定量的高素质从业人员，从而提高信用评级的质量。

第二，明确信托产品评级监管，统一市场规范。首先，增设信托产品评级监管制度。对信托产品评级的对象进行列举和界定，规定对信托产品评级人员、评级所需信息、评级方法、评级符号的具体要求，规定信托产品评级的特别利益冲突制度，以保证评级结果的客观公正。其次，增设信托产品评级信息披露制度。包括业务制度实施、评级业务的评级方法和程序、评级标识和意义、评级服务收费标准等基本信息；对发行主体的动态跟踪评级等评级业务信息；一定期间内的业务统计数据和违约率信息。

（三）构建内外部相结合的复合型产品评级体系

从产品内部评级来看，信托公司应严格穿透底层资产，完善信托产品项下的基础资产进行评级。一是要做好基础准备工作，完善信托产品内部评级方法。以分类评级为突破口，建立良好的内部评级组织领导体系、内部评级方法体系、内部评级的数据基础、信息管理系统、完善的风险管理制度体系以及内部评级的人才队伍。二是加快内部评级项目成果在风险管理全过程中的应用，实现成果应用可复制化，发挥风险计量结果的作用。三是推进风险数据库的建设，完善各类产品评级体系，开发组合风险管理模型。四是进一步加强对操作风险防控工作，积累损失数据，为准确计量操作风险的损失做好基础性工作。

从产品外部评级来看，评级机构应保持独立性、科学性、客观性、一贯性。一是构建专业、客观和公正的咨询服务体系，向投资提供全面客观的咨询服务，提高产品与投资者的匹配性，引导投资者进行合适的投资。二是建立透明公正的评级方法披露制度，加强评级方法的改进和完善，同时，其盈利模式可从融资企业向投资者、信托机构方向转换，杜绝“花钱买评级”的现象出现。三是积极推进信托产品标准化评级，建议从风控要素、增级措施、操作流程入手，为产品提供权威评级，为投资者的产品选择、定价提供依据，降低尽职调查成本，提高交易便利性。四是建议第三方评

级机构应根据投资者的业务资格、投资实力、投资经历等因素，确定投资者的风险承受能力，对投资者进行细化分类和管理。

（四）加强投资者适当性风险管理

一是适时建立与信托产品评级等级相对应的投资者适当性管理制度。信托公司或第三方评级机构应对投资者风险偏好风格进行客观的调查研究，明确投资者分类、产品或者服务分级、适当性匹配的具体依据等，严格按照内部管理制度进行分类、分级，依据信托产品评级等级，科学地划分投资者风险偏好级别、做好其与评级等级之间的衔接。二是建设准确性高、时效性好的客户风险偏好数据库。信托公司应对客户风险承受能力进行评估，从资产规模、收入水平、风险识别能力、风险承担能力、投资认购起点金额等方面划分投资者准入等级，考虑信托产品的期限、结构复杂性、产品评级进行匹配，以便在市场行情波动、政策导向变化、投资者情况改变等时做到反应迅速、及时调整。三是信托公司及其代销机构有义务向投资者进行产品信息充分告知及产品风险提示，披露关于产品评级的主要考虑因素，并全程录音或录像为证。对于信托公司向投资者推荐高于其风险承受能力产品的行为给予一定程度的处罚。四是加强投资者教育，提高投资者的风险保护意识，打破“刚性兑付”潜规则，引导其树立正确的风险观和投资观。

（五）推进评级技术研究及人才培养

加强评级技术研究。一是建议在监管机构的指导下，信托公司与有研究能力的高等院校、专业评级机构积极合作开展信托产品评级技术领域的课题研究，推动信托产品评级体系的建设。二是借助中信登平台所整合信托公司、产品信息量大、数据抓取便捷、查询便捷等优势，对信托产品评级信息进行科学的统计分析，为产品评级研究、主体评级模型研发等提供坚实的数据基础，也为今后进行综合对比分析、数据统计等深度数据挖掘提供可能性，逐步满足监管差异化管理要求。三是在信息共享机制上，通过将信托公司内部评级与中信登平台、第三方信用评级平台数据库联合起来，可以实现资源共享，有利于提升产品公示力。四是从我国信托行业的实际出发形成一系列与评级方法、评级标准和评级信息系统密切相关的重大研究成果，最终打造一套为我国信托产品量身定做的评级技术体系。

加速信托产品评级体系的人才培养。首先，信托行业可以聘请专业评级机构对信托公司或信托行业内部从事信托产品评级工作的人员进行必要的培训和考核，提高评级人员的基本专业素质。其次，信托业协会可以代表行业与有研究能力的高等院校合

作开发单修课程或培训项目，为信托产品评级储备专业人才。最后，信托行业、专业机构和高等院校还可以共同出资设立专门的经营载体，以产学研一体化合作的方式促进信息交换和成果分享，最终实现信托产品评级人才培养体系的建设。

（六）提高投资者审慎决策能力

首先，投资者应按监管要求，确保提供的信用信息真实、准确、完整，以便信托机构及第三方能够判断投资者的风险承受能力，向其推荐适宜的信托产品。其次，投资者应提高信托产品风险防范意识，秉承“买者自负、卖者有责”的原则，充分了解投资产品的风险控制及增信措施，根据自身能力审慎决策，独立承担投资风险，使得评级体系和风险收益定价机制发挥其应有的作用和意义；最后，投资者应加强信托产品评级重要性的认识，不断提高自身专业分析能力和对自身风险偏好的正确认识，有效选择出符合自己投资需求的信托产品。另外，普通投资者应按照法律规定，积极配合全过程录音或者录像，对于通过互联网等非现场方式进行的，普通投资者应提供完善配套留痕。

六、结语

信托产品评级能够有效降低信息不对称性，预防非系统性风险，促进信托行业健康发展；信托产品评级作为信托公司评级的有益补充，能够为监管部门差异化管理提供重要的决策依据；通过产品评级建立相对统一的评级标准，为投资者进行信托产品交易流转提供参考，进一步提升信托产品发行流转效率；信托产品评级结果能够让投资者清楚地了解所投产品的风险状况，促使信托公司遵循投资者适当性原则，将适当的信托产品匹配给相应风险偏好的投资者，真正实现“卖者有责、买者自负”；公正、独立的信托产品评级可以提高信托产品的公信力，帮助优质企业增加投融资渠道，真正服务实体经济。课题组期待通过此研究能进一步推动信托产品评级结果的实践应用与推广，有效地实现服务投资人、服务行业、服务监管、服务社会的目标。

附录

各项财务指标的计算公式：

1. 毛利率（%） = （1 – 营业成本/营业收入） × 100%

2. 营业利润率（%） = 营业利润/营业收入 ×100%

3. 总资产报酬率（%） = EBIT/年末资产总额 ×100%

4. 净资产收益率（%） = 净利润/年末净资产 ×100%

5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销（无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销）

7. 资产负债率（%） = 负债总额/资产总额 ×100%

8. 长期资产适合率（%） =（所有者权益 + 非流动负债）/ 非流动资产 ×100%

9. 债务资本比率（%） = 总有息债务/资本化总额 ×100%

10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务

11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债（应付短期债券） + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款（付息项）

12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款（付息项）

13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益

14. 流动比率 = 流动资产/流动负债

15. 速动比率 =（流动资产 – 存货）/ 流动负债

16. 保守速动比率 =（货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产）/ 流动负债

17. 现金比率（%） =（货币资金 + 交易性金融资产）/ 流动负债 ×100%

18. 存货周转天数 = 360 /（营业成本/年初和年末平均存货）

19. 应收账款周转天数 = 360 /（营业收入/年初和年末平均应收账款）

20. 现金回笼率（%） = 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%

21. EBIT 利息保障倍数（倍） = EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）

22. EBITDA 利息保障倍数（倍） = EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍） = 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）

24. 担保比率（%） = 担保余额/所有者权益 ×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%） = 经营性现金流量净额/［（期初流动负债 + 期末流动负债）/2］ ×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%） = 经营性现金流量净额/［（期初负债总额 + 期末负债总额）/2］ ×100%

27. Jensen's Alpha（詹森指数）

詹森（1968）发表的论文《1945—1964 年期间共同基金业绩分析》以 CAPM 模型为基础提出评价基金业绩的绝对指标即 Alpha 指数，公式为：

$$\alpha = (\gamma_i - \gamma_f) - \beta_i(\gamma_m - \gamma_f)$$

其中，α 是第 i 个基金的与市场无关的平均回报率。若 α 显著为正，说明基金的绩效优于市场；反之，则劣于市场。表示基金投资组合收益率与相同系统风险水平下市场投资组合收益率的差异。

詹森指数以资本资产定价模型为基础，根据 SML 来估计基金的超额收益率。其实质是反映证券投资组合收益率与按该组合的 β 系数算出来的均衡收益率之间的差额。詹森系数越大，反映基金运作效果越好。

28. Sortino 比率

$$DD_{EX} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^{n}(\min(TR_t - R_f, 0))^2}{n-1}}$$

$$SOR_M = \frac{\overline{TREX}}{DD_{EX}}$$

$$SOR_A = SOR_M \sqrt{12}$$

其中：SOR_A 表示年化 Sortino 比率，

SOR_M 表示月度 Sortino 比率，

n 表示计算期间所含月数，

TR_t 表示第 t 个月的基金总回报率，

R_f 表示无风险利率，

$TREX$ 表示资金组合在计算期内月度超额回报率（月回报率减去同期无风险利率）的平均值，

DD_{EX} 表示资金组合在计算期内月度超额回报率的下行标准差。

参考文献

［1］杜海容等．国际评级机构评级产品体系研究［R］．中债资信评估有限责任公司专题报告，2013（15）．

［2］高杰英．信用评级理论与实务［M］．北京：中国金融出版社，2016.

［3］中信建投证券机构业务部．中信建投私募基金综合评价体系［J］．2010.

［4］宋宸刚．信贷资产证券化信用评级方法选择与风险控制［J］．社会科学辑刊，2008（5）：116－119.

［5］杨飞云．中国信托公司的信用评级研究［D］．上海大学硕士学位论文，2014.

［6］信托理财产品评价体系研究．http：//www.360doc.com/content/16/0301/09/21921317_ 538464751.shtml.



风险视角下的信托业务监管分类研究

课题牵头单位：百瑞信托有限责任公司

课题指导专家：战伟宏　李宪明

课题组成员：

高志杰　陈　进　马　琳　汪要文	百瑞信托有限责任公司
王春艳　张　刚	陕西省国际信托股份有限公司
王祥亮	中海信托股份有限公司

摘　要

信托公司八大业务监管分类是行业基础设施建设的重要部分，对信托行业稳健和长远发展有重要意义。本报告在研究业务分类背景和分类目标的基础上，对八类业务进行系统梳理，同时结合 10 家信托公司试点情况，总结试点中遇到的问题，并提出相应的政策建议，希望对八大业务监管分类进一步完善有所裨益。

信托业务分类是监管的基础性工作，然而，随着信托行业的发展和信托业务转型升级，传统信托业务分类体系逐渐与信托业务实质有所偏离，导致监管有效性难以提升。2017 年 4 月起试行的信托公司八大业务分类着眼于风险防范与监控，以信托业务风险作为分类的根本标准，保证信托业稳健运行。报告分别对八大业务的概念、主要特征和具体监管策略进行了研究。公益慈善信托主要是合规风险和慈善项目管理风险；资产证券化作为一种结构性融资安排，信托公司主要是受托责任风险；股权信托是表外的市场风险可能转化为表内的受托责任风险；债权信托主要是表外的信用风险向表内转化；同业信托是表外的市场风险和交易对手风险可能转化为表内受托责任风险；财产权信托是表外风险向表内的转化；标品信托和事务信托则主要是受托责任风险和声誉风险。

10 家信托公司在分类试点中遇到了一些共性问题，主要包括八大业务分类遵循风险一元维度，但具体适用上有不同标准；同业信托采取委托人性质和资金投向标准，分类上较为复杂；标品信托的内涵和外延不明确；家族信托纳入现有分类难以体现业务特征等。本报告建议对事务信托、同业信托的定义进行适度修正，对家族财富管理信托业务的特性进行充分考虑，明确八大业务分类适用的逻辑顺序。以便八大业务监管分类在实现防控风险目的的同时，在操作和适用上更为便捷，八大业务分类可以更好地推进。

关键词：八大业务　监管分类　同业信托　事务信托　家族信托

目　录

一、传统信托业务分类的局限 …… 208
二、信托业务监管分类的目标与分类逻辑 …… 209
（一）信托业务监管分类的目标 …… 209
（二）八大业务监管分类逻辑：风险一元维度 …… 211
三、信托公司八大业务监管分类的具体策略 …… 212
（一）债权信托 …… 212
（二）股权信托 …… 215
（三）同业信托 …… 217
（四）标品信托 …… 219
（五）资产证券化 …… 220
（六）财产权信托 …… 222
（七）公益（慈善）信托 …… 224
（八）事务信托 …… 225
四、现行分类存在问题——10 家分类试点信托公司调研总结 …… 226
（一）八大业务具体分类涉及多个标准 …… 227
（二）股权附加回购选择权业务分类 …… 228
（三）同业信托采取双重标准，分类上较为复杂 …… 228
（四）标品信托的内涵和外延不明确 …… 229
（五）财产权信托分类问题 …… 230
（六）穿透原则的适用原则尚不清楚 …… 231
（七）混合信托的分类问题 …… 231
（八）TOT 项目的分类问题 …… 232
（九）可转债业务的分类问题 …… 233
（十）家族信托纳入现有分类难以体现业务特征 …… 233
五、政策建议 …… 234

（一）明确八大业务分类的逻辑顺序 …… 234
（二）家族财富管理信托的分类建议 …… 235
（三）对同业信托的定义进行修正 …… 236
（四）对事务信托的定义进行修正 …… 236
（五）其他需要明确的问题 …… 237
六、结语 …… 237

一、传统信托业务分类的局限

在“分业经营、分业监管”[①] 体系下，银行、信托公司、金融租赁公司属于银监会监管体系，证券公司、基金公司及基金子公司、期货公司属于证监会监管体系，保险公司归保监会管理。各个监管机构自成系统，仅仅对本行业内的金融机构进行监管，针对不同类型的金融机构制定不同的监管原则。资管业务监管规则不统一，带来不公平竞争的同时，也带来监管套利。信托行业内 68 家信托公司，由各地银监局在银监会的指导下实行属地管理。鉴于各地经济发展情况有所差异，各地银监局对监管尺度把握也有所差异。从信托监管文件上看，传统信托业监管以“一法两规”为核心，辅之以其他的监管文件，并且以对房地产信托业务、政府融资平台和银信合作业务等具体业务的监管为主。

近年来，信托公司各种形态的金融产品创新呈现出规模扩张、跨行业渗透和产品结构多样化的特征。然而，在传统信托业务监管体系下，信托业务分类是以《信托公司集合资金信托计划管理办法》《信托公司净资本管理办法》以及《中国银监会关于印发信托公司净资本计算标准有关事项的通知》为基础建立的。虽然这些监管文件和业务分类体系为信托行业近年来的稳健发展提供了有力保障。但是，随着信托行业发展和信托业务转型，传统信托业务分类体系逐渐与信托业务实质有所偏离，导致监管有效性难以提高。主要存在三方面的问题：第一，业务创新导致集合和单一的分类方式无法准确反映信托业务的实质风险。第二，部分信托业务定义不清晰，分类存在随意性，存在监管套利现象，主要是投资类、融资类、事务管理类定义不明确，且不在同一维度。第三，填报方式和具体划分科目设置等需进一步优化，现有信托业务分类体系亟须改进。

概言之，传统按照信托资金来源、信托资金运用领域和功能类型进行划分，并依此计算风险资本和保障基金的模式，已不能满足信托业务发展和监管的需求。典型表现是事务管理类信托规模和占比快速提升，而纳入事务管理类信托既包括信托本源业务，也包括通道业务。再如，财产权信托占比自 2016 年以来有较大提升，可能主要得益于私募 ABS 业务的发展，但从目前的监管分类上无法体现出来，无法进行有针

① 自 1978 年改革开放，我国金融监管模式实现了从中国人民银行“大一统”监管模式到分业监管模式的华丽转身：1992 年，中国证券监督管理委员会（简称证监会）设立，标志着我国出现分业监管的趋势；1998 年中国保险监督管理委员会（简称保监会）设立；2003 年中国银行业监督管理委员会（简称银监会）设立。至此，金融分业监管模式已经成型。

对性的监管。

基于此，有必要对传统的信托业务分类进行调整，根据目前信托公司开展的主要业务以及这些业务的潜在风险，遵循“风险为本”的原则，建立信托业务监管分类体系。2017 年 4 月，银监会信托部下发《信托业务监管分类试点工作实施方案》（信托函〔2017〕29 号），根据“八大业务”信托分类新标准，对现有信托业务进行试分类，并根据自愿申请，属地银监局推荐的原则，确定了 10 家信托公司为试点单位，开展信托业务监管分类试点工作。

二、信托业务监管分类的目标与分类逻辑

（一）信托业务监管分类的目标

1. 金融监管的国际经验与信托业务分类监管

次贷危机前，国际主流监管思路是“微观审慎监管”，以独立性假设为前提，即监管当局认为金融机构都是相互独立的，所以只要保障微观金融机构安全，则认为整个金融体系就安全。随着金融自由化（放松管制和金融创新），金融机构为追逐商业利益不会主动考虑行为的外部性，使得风险极易通过金融体系的网状连接迅速外溢扩散。次贷危机后，各主要发达国家强调“宏观审慎监管”，[①] 在原有基础上增加了一个更为重要的监管维度，以相互连接性为前提，强化对于系统重要性金融机构的监管，重视逆周期调节、整体期限错配的情况，对金融系统和金融机构进行前瞻性（forward – looking）监管。[②]

与此同时，从机构监管向功能监管过渡被视为不可避免的趋势。功能监管理念[③]

---

① 关于宏观审慎监管目标，其中具有代表性的有：英格兰银行认为，宏观审慎监管的目标是为了保证国民经济中金融机构运行的稳定与信贷资金的充足，通过一定的宏观审慎监管工具来避免银行信贷和流动性的供应出现周期性波动。参见 Erlend W. Nier. 金融稳定框架及中央银行的作用：危机中的教训［J］. 国际货币基金组织，2009（4）。Perotti and Suarez（2010）认为，宏观审慎监管突破了传统金融监管的范畴，目标在于防止个别银行经营策略上的失误导致金融市场系统性风险。由于微观的经营行为导致负外部性，进而开始强调要关注整个金融系统的风险，加强对宏观经济波动的监测，控制好金融市场上的系统风险。参见 Perotti E. and J Surez. Liquidity Insurance Charges as a Macro – prodential tool，University of Amsterdam and CEMFI，Mimeo，2009.

② 金融体系中的系统性风险，来源于微观金融主体风险行为的“外部效应”，因而传统的针对特定机构的微观审慎监管，无法满足对高度关联的现代金融市场中系统性风险的监管要求。宏观审慎监管则集中关注可能影响整个金融系统稳定的风险因子，从更为全局、而非单个机构的角度实施对整个金融市场系统性风险的监管。参见巴曙松，王璟怡，杜婧．从微观审慎到宏观审慎：危机下的银行监管启示［J］. 国际金融研究，2010（5）：83 – 89.

③ 从各国金融监管实践看，有三种不同监管策略：“机构监管”（institutional regulation），在分业监管体系下根据金融机构的类型划分相应的监管机构；“功能监管”（functional regulation），在混业监管体系下根据金融活动的性质来进行监管，只要是同质业务，不管在哪个金融机构，都接受一致的监管，避免监管套利；“双峰监管”（twin – peaks regulation），源于澳大利亚 20 世纪末金融监管改革，将金融机构的行为监管独立出来，形成审慎监管与行为监管分离的“双峰”模式，后被很多国家采用。参见李德尚玉，周小川．金融监管体制改革处于研究阶段［J］. 第一财经日报，2016 – 02 – 29：B5.

1993 年美国学者默顿提出，主张对于发挥同一金融功能的不同金融机构开展的类似业务与金融活动进行相同的监管，使用统一的监管标准。功能监管逐渐成为各国解决金融发展瓶颈、完善监管架构的重要理论指导，并逐渐成为判断金融监管体系是否具有先进性和现代性的标准。

功能监管从金融业务实质出发的理念值得我国信托业务监管借鉴，尤其是在八大业务监管分类框架下，也应当从各类业务的实质出发，识别、防范和控制风险，同时引导信托业务发展，保障信托业稳健运行。

截至 2017 年 6 月末，信托行业资产管理规模已达到 23 万亿元，信托行业发展也到正本清源、破茧重生的新时期。如何通过监管引导，重塑信托行业，化解与防范行业风险，推动信托公司迈入新的发展阶段，是对监管部门、信托公司和信托从业者的挑战。监管部门在传统信托业务分类的基础上，结合信托公司业务现状及发展方向，提出信托公司八大业务分类，旨在实施信托业务分类监管，同时有效引导信托业务转型与回归本源。

2. 信托业务监管分类的目标与原则

信托业务监管分类旨在实现“内容无交叉、风险无处藏”的目的，同时，也着眼于长远，引导信托公司依法合规开展业务，引导信托业务回归本源和转型升级。因此，信托业务监管分类的首要目标是有效防范与监控风险，其次是有效引导信托业务转型发展，进而保证信托业稳健运行，保护信托领域消费者的合法权益，促进信托业可持续发展。由于信托业务监管分类的首要目标是防控风险，因而，贯穿信托业务监管分类的主线就是不同业务的风险特征与风险大小，信托业务风险是分类的根本逻辑。

为了实现分类监管目标，需要遵循以下四个原则：

①遵循简单、科学、清晰、合理的一元维度和并联的原则，确保类别定义准确，内涵外延明确，“内容无交叉、风险无处藏”。

②遵循风险为本的原则，强调“实质重于形式”，真实、准确、充分、完整地识别、计量信托业务风险，防止监管套利，提高监管有效性。

③遵循明确责任原则，立足各类信托业务特点，明确每类业务信托公司承担的责任，体现“买者自负、卖者尽责”。

④遵循着眼长远、兼顾历史和现状原则，提高信托业务规范化、阳光化程度，保障信托公司依法合规开展业务。

（二）八大业务监管分类逻辑：风险一元维度

如上文所述，从监管分类目标看，八大业务分类的首要目标是防控风险，因此，八大业务监管分类严格遵循风险防范这一维度。从这个角度看，八大业务分类的逻辑是风险一元维度。然而，在防控风险的逻辑下，具体的八大业务则是按照信托目的；法律结构；信托财产类型；是否投向标准化金融资产；信托资金运用方式以及信托公司的管理方式等不同标准来进行的区分，见图 1。

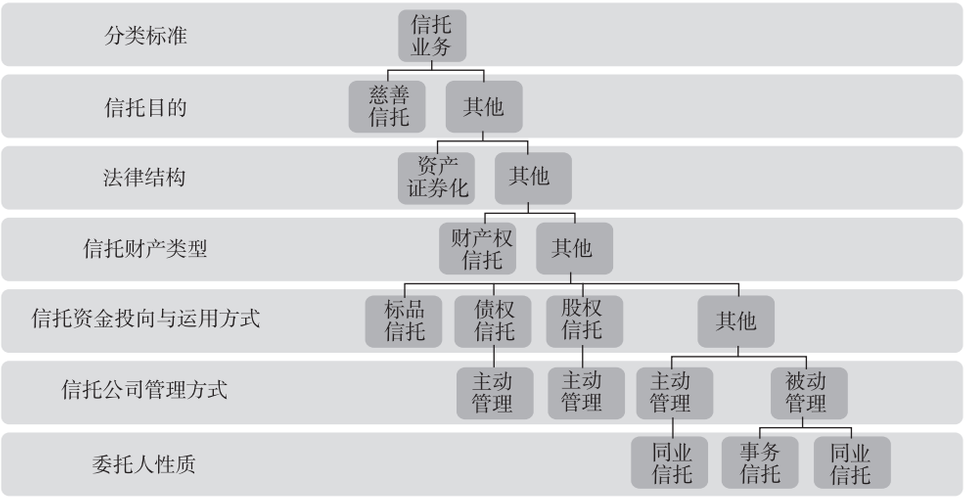


图 1　信托业务分类顺序

由图 1 可以看出，目前的八大监管业务分类是遵循风险的逻辑来进行的，公益慈善信托、资产证券化和财产权信托虽然是根据信托目的、法律结构和信托财产类型进行的分类，但从风险的角度看，这几类业务与债权信托、股权信托也存在明显不同，其风险更多是信托公司的受托责任风险。债权信托、股权信托、标品信托、同业信托和事务信托考虑了信托资金投向和运用方式、信托公司管理方式，同时又根据委托人性质进行了区分，但本质上也是以风险监管为出发点，各类信托的风险点不同，因此监管措施也需要有所不同。

从风险监管的视角看，衡量并防范信托公司风险是基本核心，同时兼顾以投资者保护为核心的市场风险监管。由于任何一项监管措施，乃至任何一项制度都不可能一次性解决所有的问题，所以才需要系统性的法律体系和监管制度。八大业务监管分类的核心是防范信托公司风险，希望通过八大业务分类准确提取行业数据、实现对信托业务风险的识别，本质上属于信托行业基础设施建设的重要组成部分。

然而，任何一种分类都不能穷尽所有业务类型。因此，在上述八大业务分类基础

上，对穿透原则适用、混合信托分类以及 TOT 的分类进行了特别的说明。基于此，一个更为详细信托业务分类流程图得以显现，见图 2。

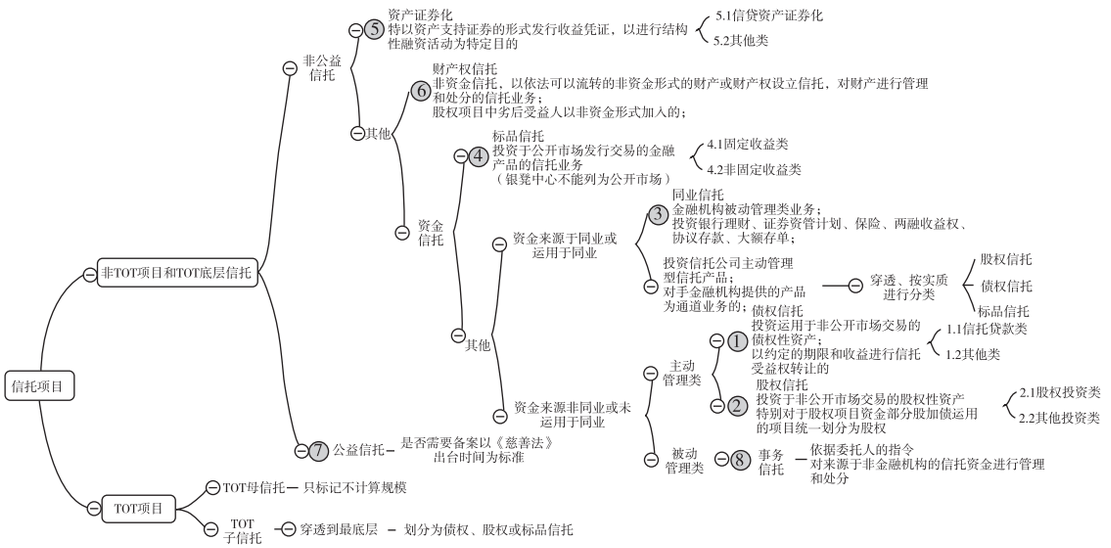


图 2　信托项目八大分类流程①

三、信托公司八大业务监管分类的具体策略

（一）债权信托

1. 定义

债权信托，是指信托公司依据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资运用于非公开市场交易的债权性资产的信托业务。

根据《信托业务监管分类说明》（试行），债权信托分为信托贷款类和其他类。

（1）信托贷款类。信托贷款类是指信托公司发行集合资金信托计划或单一资金信托募集资金，并将委托人交付的信托资金用于向信托公司自行审核通过的主体或项目发放信托贷款。信托公司作为签约主体与借款人签署借款合同，借款人按照借款合同的约定向信托公司偿还本息，信托公司根据信托合同的约定，向受益人分配信托利益。

信托贷款类是债权信托最直接和重要的表现形式，也是传统融资类信托最主要的

① 参见 2017 年 4 月 24 日银监会下发的《信托业务监管分类试点工作实施方案》附件二。

表现形式。

（2）其他类。其他类债权信托是指信托公司不直接向资金使用方发放信托贷款，但与资金使用方约定资金使用期限和收益，具有债权性资产特征的信托。此类债权信托，最典型的就是附回购交易，例如，应收账款买入返售、特定资产收（受）益权附回购以及各类资产投资附带回购（股权投资附带回购除外）等。

此类业务划入债权信托，属于遵循“实质重于形式”的原则，强调根据业务的实质进行识别，有助于准确地监管和防控风险。

2. 主要特征

（1）信托公司主动管理。债权信托是由信托公司承担主要管理职责的主动管理类产品，并且其信托财产限于资金。发放贷款前，信托公司需要对每一个项目及借款人进行尽职调查、项目评审和风险评估。此外，信托公司还需采取有效的风险控制措施进行贷后管理，尤其是本金和利息的回收工作。

（2）债权债务关系明确。信托公司与信托资金使用方具有相对明确的债权债务关系，信托公司作为债权人的主要义务为发放贷款，资金使用方作为债务人的主要义务则为按合同约定支付本息等。从实践上看，信托贷款类中，信托公司与资金使用方签署借款合同，其他类债权信托中，非直接签署借款合同，但均属于债权债务法律关系。

（3）固定收益特征明显。债权信托中，信托公司和融资方之间有明确的资金使用期限、成本和还款方式的约定。按照合同约定，收取固定收益，是债权信托与其他信托的最大区别。

（4）抵押、质押、保证为常见担保方式。债权信托的关键在于债权人按约定偿还本息。因此，一般要求资金使用方以资产，例如，土地使用权、不动产、股权、应收账款等提供抵押或质押担保，同时要求信用水平更高的关联方或者资金使用方的实际控制人提供保证。

3. 风险特征

（1）表外信用风险为主。债权信托回收资金的方式是借款合同约定的本金及利息，因此，面临的风险主要是资金使用方的信用风险。虽然实践中会采取多种风控措施，以确保本息的回收，但是受经济环境变化，产业政策变化及资金使用方经营管理等因素影响，仍然可能出现债权信托不能顺利收回本息的情况。这也是债权信托作为类贷款信托业务，最需要关注的风险。由于信托业务属于信托公司表外业务，因此，

其风险属于表外的信用风险。

（2）刚兑特征明显。债权类信托作为类信贷业务，以利息收入为主要来源，利息通常固定或可准确计算，故通常信托合同中也会有预期收益率的约定。在发生风险事件时，部分信托公司出于自身声誉的考虑，有时会以公司固有资金接盘风险资产，让委托人安全退出。此时信托公司表外信用风险将转化为表内风险，即表外风险表内化。此外，信托公司承担主动管理职责，有较强的受托管理责任，因此，受托管理责任风险和声誉风险也是债权信托的风险点。

基于以上原因，现阶段债权信托存在本息兑付刚性较强的特征。信托行业的刚性兑付魔咒也主要存在于有预期收益率的债权信托中。

4. 监管策略

（1）引导信托公司提升风险管控能力。由于债权信托的主要风险是信用风险，所以除了信托公司计提损失准备外，还可能面临超过计提损失准备的风险，该风险需要用净资本来对冲。《信托公司净资本管理办法》对债权信托规定了较高的资本约束，因此开展债权信托需要较大的资本来支撑。从监管看，债权信托风险资本占用系数应当高于其他业务类型，并且风险资本占用可以与资产质量挂钩，对信托资产质量进行更加细化的监管。

信托公司需要不断提升债权信托业务的风险管理水平，同时加强资本管理，综合考虑不同业务的盈利情况与资本占用情况，寻找二者之间的最优平衡。在此基础上，结合自身特点寻找重点开展的业务领域，构建自己的差异化竞争优势。

（2）针对资金端和资产端进行穿透式审查。对于债权信托的资金端，应重点审核债权信托各期新签署的信托合同。对于非自然人类型的委托人，均应要求信托公司将上述合同报送监管机构进行审查，并对资金来源，资金性质进行层层穿透，如果发现违规问题，责令信托公司进行整改，性质严重的，对其进行一定程度的处罚，确保资金来源合法、合规。

对于债权信托的资产端，应要求信托公司提供整个项目全套交易文件，包括但不限于信托公司与各交易对手签署的所有法律文本，以及信托公司上下游交易对手之间可能签署的相关法律文本、函件之类。明令禁止签订抽屉协议、阴阳合同，确保信托资金严格按照信托合同以及交易合同的约定使用。此外，要求信托公司做好债权信托的期间管理工作，包括但不限于事后收集用款凭证，持续密切关注交易对手经营状况等。

（二）股权信托

1. 定义

股权信托，是指信托公司依据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于非公开市场交易的股权性资产等的主动管理类信托业务。例如，投资于非上市公司股权、私募股权投资基金、房地产、机器设备、交通工具、艺术品、知识产权、不附回购性质条款的各类资产收益权等信托产品。

根据《信托业务监管分类说明》（试行），股权信托分为股权投资类和其他投资类。

（1）股权投资类。股权投资类股权信托，是指信托公司根据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于非公开市场交易的非上市公司股权、私募股权投资基金等股权资产的信托业务。

（2）其他投资类。其他投资类股权信托，是指信托公司根据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于非公开市场交易的物权、知识产权等债权、股权以外的其他产权的信托业务。其本质是对资产的投资管理，通过持有期间的运营管理，提升资产价值，取得持有期间的孳息和出售收益。

显然，监管口径下的股权信托投资范围并不局限于非上市公司股权，而是与市场中的另类资产（Alternative Assets）[①] 更为类似。

2. 主要特征

股权信托属于受托人主动管理类信托产品，并且其信托财产限于资金，这点与债权信托相同。除此之外，股权信托主要有以下几点特征。

（1）专业性要求较高。股权信托涉及“募、投、管、退”的全过程，对于信托公司的专业能力要求较高，不但需要对投资行业、产业有了解和掌握，而且需要对被投资企业的业务、市场和管理团队等有了解，与被投资企业实现共进退。此外，其他投资类涉及的资产类型非常丰富，不但在产品设计、风险要点、进入退出阶段与债权信托差异较大，而且需要关注法律法规、税收政策等。因此，股权信托需要信托公司具有专业的人才队伍和资源储备支撑。股权投资一直是券商和私募股权投资擅长的投资领域。因其一般具有相应行业的研究员，同时拥有该领域实操经验的团队或人员。

① 另类资产是指具有潜在经济价值但不属于标准投资组合中的非传统资产，即股权、投资及债券、现金及其等价物等标准投资组合外的资产，主要包括对冲基金、未上市公司股权、商品、房地产、知识产权、艺术品、酒以及其他另类资产。

信托公司主要以做债权融资、各类通道业务为主，行业研究人员和具备股权投资实战经验的人员欠缺，股权投资队伍有待于进一步加强。

（2）收益不确定性高。与债权信托收益主要来自利息，收益率相对固定的特点不同，股权信托的收益主要来源于投资产品的买卖价差和其自身增值收益，投资回报率相对较高，但不确定性也大。因为股权信托期限普遍较长，受宏观经济政策和经济大周期影响较为明显。最具代表性的产品为股权投资类股权信托，如果该类产品标的公司未能成功上市，或者股权转让退出的价格低于预期，则会导致该类产品本金亏损。

（3）投资期限长，资产流动性差。股权信托的操作全流程涉及“募、投、管、退”四个部分，产品期限普遍较长。股权信托项下资金一旦被投出，基本上被长期锁定。在现有市场行情下，对于股权信托项目，找到与其投资期限相匹配的资金难度较大。且在当前信托产品流通机制不健全的情况下，长期限的股权信托类产品流转也更为困难。

（4）业务发展需要配套法律法规制度支撑。信托公司通过设立信托或信托计划参与非上市公司股权投资业务，通过 IPO 途径退出等方面仍面临较大的政策障碍。目前鲜有企业上市时原始股东为信托公司（代表信托产品持股）的情况。在其他投资类股权信托业务中，由于信托项下资金主要投向特定的资产/权利，在财产取得和转移过程中也离不开配套的财产登记制度、税收优惠政策等的支撑。

3. 风险特征

市场风险大，受托管理责任重。股权信托面临的风险较多，主要风险为市场风险，这也是股权信托对受托人专业能力要求高的原因。由于该类产品为主动管理类信托，且操作流程相对债权信托而言环节更多，更复杂，所以受托人的受托管理能力要求更高，责任更重。因此，信托公司面临的受托责任风险和声誉风险在股权信托业务中尤其需要重点关注。

4. 监管策略

从业务风险上看，股权信托整体上比债权信托高，该类业务不属于信托公司的传统强项。信托公司以募集资金设立信托计划的方式开展股权投资业务，更应谨慎操作。

（1）对于资金端，通过事前报备的全套已签署信托合同，进行投资者类型归纳以及穿透式审查，防止信托公司通过层层嵌套的交易结构变相突破合格投资者门槛限

制及准入标准。

（2）对于交易端，监管机构除了要求信托公司提供股权信托签署的全套法律文本，包括但不限于成立前签署以及信托存续期间签署的全套法律文本外，还应对股权投资信托的交易结构进行审查，尽量防范信托公司通过各种层层嵌套或者名股实债模式在政策限制的领域违规开展股权投资业务或变相开展债权业务，从而达到规避监管的目的。

（3）对于股权投资业务，更应当注重该类项目的事前、事中和事后监管。通过事前监管，事中控制，事后监督信托公司管理情况等多重手段，确保该类信托项目从成立到结束期间，始终规范运行。

（三）同业信托

1. 定义

同业信托，是指依据信托文件的约定，信托资金来源或运用于同业持牌金融机构的信托业务。其中持牌金融机构是指，国务院金融监督管理机构依法实施监督管理并持有金融牌照的机构，目前金融牌照具体为银监会颁发的《金融许可证》、证监会颁发的《经营证券期货业务许可证》和保监会颁发的《保险公司法人许可证》《保险资产管理的公开交易场所》。

根据《信托业务监管分类说明》（试行），同业信托分为金融机构被动管理类和投资非标同业类。

（1）金融机构被动管理类。金融机构被动管理类同业信托，是指委托人为金融机构，信托资金投资于信托公司被动管理型信托产品的信托业务。典型的包括银信合作、信保合作、证信合作等，同业信托的资金来源可以是金融机构的自有资金、理财资金和同业资金等。

（2）投资非标同业类。投资非标同业类同业信托，是指信托资金通过信托产品投资于其他金融机构发行的非公开市场交易的主动管理型金融产品的信托业务。此类信托的委托人不限，可以是金融机构，也可以是非金融机构或个人。

值得注意的是，如果投资于信托公司主动管理型信托产品或者对手金融机构提供的产品为通道业务的，则应当按照“实质重于形式”的原则进行分类。

2. 主要特征

（1）以单一资金信托为主，被动管理类占比较大。同业信托分为金融机构被动管理类和投资非标同业类两类，实践中，金融机构被动管理类占比较高，并且以单一

资金信托为主。被动管理类业务中，信托设立之前的尽职调查由委托人或其指定的第三人负责，信托的设立、信托财产的管理和运用，均由委托人自行决定或信托文件事先明确约定。信托终止时，以信托财产实际状态转移给信托财产权利归属人，或信托公司根据委托人的指令对信托财产进行处置。

（2）金融机构被动管理类产品信托报酬率较低。金融机构被动管理类就是传统的通道业务，此类产品通常信托报酬率低，尤其是需要缴纳信保基金后，信托公司还需要代垫信保基金，因此，部分信托公司对于此类业务的热情逐渐降低。

（3）业务模式多且复杂，与其他业务类型混合较多。同业信托合作形式呈现多样化，例如，银行合作方面，债转股信托、设立结构化信托计划受让金融资产受益权、通过银登中心受让信贷资产收益权等，都属于银信合作的新模式。同业信托由于涉及业务较多，分类上也较为复杂，需要注意与事务信托、财产权信托的区别，仔细识别判断。

3. 风险特征

金融机构被动管理类同业信托的风险特征主要表现为表外的交易对手风险、市场风险可能转化为表内的受托责任风险和声誉风险。受托人履行管理职责期间，是否按照约定完成账户管理、清算分配及提供出具必要文件、进行信息披露，以配合委托人管理信托财产等，都存在受托管理责任风险。

投资非标同业类同业信托中，主要风险在于交易对手未能履约而造成经济损失的风险。例如，信托产品投资于券商场内股票质押资管计划时，期间上市公司是否履约还本付息、证券公司是否按约定盯市、平仓，均存在交易对手风险和市场风险。

4. 监管策略

被动管理类同业信托的风险主要是表外的交易对手风险、市场风险可能转换为表内的受托管理责任风险和声誉风险。非标同业类同业信托的风险主要在于交易对手未能履约而造成经济损失的风险。

同业合作趋势日益多元化，对于同业信托要遵循穿透原则和实质重于形式的原则，进行信托业务类别的识别，并进行相应的监管。对于同业投资类业务，应当关注：①是否存在多层嵌套难以穿透到底层基础资产的情况；②是否进行了严格的风险审查和资金投向合规性审查；③是否将穿透后的底层基础资产纳入对应最终债务人统一授信管理和集中管控；④是否按照实质重于形式的原则，根据基础资产的性质，足额计提资本和拨备。

（四）标品信托

1. 定义

标品信托，是指信托公司根据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于公开市场发行交易的金融产品的信托业务。具体来看，标品信托产品可投资于股票、债券、证券投资基金、房地产投资信托基金、期货、金融衍生品等金融产品。按照信托公司是否具有信托财产的运用裁量权，可将标品信托产品划分为被动管理型标品信托产品和主动管理型标品信托产品两大类型。标品信托不仅可投资于国内市场公开发行交易的金融产品，也可投资于国际市场公开发行交易的金融产品。

2. 主要特征

（1）标品信托属于资金信托。

（2）受益人预期收益没有约定，期限灵活，投资收益直接或间接由公开市场价格决定。

（3）资金的最终投向是公开市场发行交易的金融产品。公开市场包括在银行间市场、全国性证券交易场所、中国信托登记有限责任公司标准化信托产品发行交易系统和其他由中央银行和金融监督管理机构监督管理的公开交易场所；其投资标的具有标准化、可公开交易的特点，根据投资标的，可以进一步分为股权类资产、债权类资产和金融衍生品；其中标准化股权类资产包括在沪深交易所上市交易的各类股票、权证、港股通等品种；标准化债权资产包括在银行间市场和沪深交易所市场上市交易的债券产品，如国债、企业债、公司债、银行中期票据和短期融资券、资产支持证券和票据、可转债、可交换债等；金融衍生品包括期权、股指期货、国债期货、商品期货等标准化合约。

3. 风险特征

（1）单个品种的风险：市场风险。如果标品信托的投向是单个品类的标准化金融产品，主要风险是该金融产品的市场风险。对于不同市场环境的判断和识别，在单个类别标准化金融产品历史数据分析的基础上，描绘单个类别标准化产品风险特征是该类标品信托需要解决的主要风险。

（2）标准化产品组合的风险：系统性风险。标品信托通过组合各类不同的标准化产品，能够有效降低单类标准化产品的极端风险。这类标品信托的风险主要是不同品类标准化金融产品组合的系统性风险。通过不同风险收益特征的标品组合控制标品

信托的系统性风险是关键。

4. 监管策略

（1）升级监管方式。标品信托的底层交易品种必须是合法合规的，标准化的、有广泛流动性的产品。而这类产品最大的特征是数据完全透明公开，监管数据获取便利化的同时也对监管方式提出新要求。因此，要努力创造、营造良好的发展环境，升级监管方式，引导标品信托业务良性发展，避免监管风险。

（2）完善风险识别方式。为了应对标品信托的风险特征，需要加强对产品的信息披露管理。标品信托的销售说明书及信息披露必须更加具体、准确地说明单一标品的集中度，比如单只股票、衍生品的投资份额等。

（3）加强主动监管。被动管理型标品信托业务中，受托人不承担投资运用的实质风险，受托人主要承担运营管理职责。而对于主动管理型标品信托，投资标的本身的市场波动、信用风险，以及产品的交易、处置、对冲、分散等风险处置措施都是需要关注的。特别是要加强对于标品信托风控措施的监管，避免发生系统性风险。

（4）注重监管政策的稳定性和可预测性。监管部门要积极应对标品信托业务发展对传统监管方式的挑战，把握监管的主动权，审慎把握相关制度、政策的稳定性，促进标品信托业务健康、稳定地发展，避免前期放任发展、出现问题后完全否定，为标品信托的发展建立一个稳定的、可预测的环境，引导标品信托业务向积极、良性的方向发展。

（五）资产证券化

1. 定义

资产证券化，是指信托公司作为受托人按照信托文件等的约定，以资产支持证券的形式发行受益权凭证，以进行结构性融资活动为特定目的的信托业务。

根据《信托业务监管分类说明》（试行），资产证券化分为信贷资产证券化和其他类。

（1）信贷资产证券化。信贷资产证券化是指根据《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》，由商业银行、政策性银行、信托公司、财务公司、城市信用社、农村信用社以及银监会依法监督管理的其他金融机构作为委托人和发起人，由信托公司作为受托人，在银行间市场发行信贷资产支持证券的业务。

（2）其他类。其他类是指信托公司参与的其他资产证券化业务，如交易商协会的信托型 ABN，双 SPV 架构下的企业资产证券化。

2. 主要特征

（1）特殊目的载体（SPV）采用特殊目的信托（SPT）方式；

（2）资产支持证券在公开市场交易流通；

（3）利用金融资产证券化可提高金融机构资本充足率；

（4）增加资产流动性，改善银行资产与负债结构失衡；

（5）利用金融资产证券化来降低银行固定利率资产的利率风险；

（6）银行可利用金融资产证券化来降低筹资成本；

（7）金融资产证券化的产品收益良好且稳定；

（8）主要风险特征：受托管理责任风险和声誉风险。

3. 风险特征

资产证券化作为一种结构性融资方式，其过程复杂，涉及多个环节和主体，根据风险的传递途径，资产证券化风险特征如下：

（1）防范系统性风险。资产证券化使不同层次的信贷市场更紧密地相互依存，所以当风险出现时容易波及到优质市场。资产证券化的发行者将初始借款人的信用风险转移给了共同基金、养老基金以及投资银行等众多投资者，投资银行通过各种创新手段将初始的证券化资产进行打包和重组，由此形成了证券化的平方和立方，这些产品被其他的投资者购买后，风险就实现了再次转移。政府一旦实行货币紧缩政策，系统性风险就会直接转化为损失。应要求信托公司及时上报信贷资产质量发生重大变化、增信变化、清仓回购等可能引起产生重大损失的事项。

（2）预防信息不对称引发道德风险。资产证券化的过程，使所有权与控制权发生了分离，加剧了信息的不对称。一些负责证券打包和发售的公司在购买抵押贷款后又把贷款资产委托给专业公司进行管理，还有债券评级机构，这些以收取手续费为目的的激励机制使他们在提供各种专业服务时出现严重的道德风险问题，因此需要穿透到底层资产，掌握关键的项目要素。

（3）防止形成资产泡沫。严格监管以抵押贷款为基础资产的证券化的发售，防止大量的信贷资金随之流入住房抵押贷款市场，引起房地产的价格不断攀升，形成巨大的价格泡沫。

4. 监管策略

（1）完善证券化相关法律和制度。我国现阶段仅有会计制度、税收制度和基本的监管制度作为基础，在此之上，对于各类中介机构、操作规范及流程，二级市场的

相关规定等都处于真空状态，这是阻碍我国资产证券化的根本原因。在此基础上，应当对基本制度进行完备，并制定成体系的政策和规定，特别是税收制度。

（2）促进资产证券化市场的完善。证券化产品最终是在二级市场上进行流通的，所以其发展需要完善的证券市场支持，包括股票市场和债券市场。而对于相关的金融衍生品的交易与管理也应当进行相应的完善，使其真正为实体经济直接、方便的融资服务，而不是脱离实体成为危机的触发点。此外，中介机构在交易过程中也扮演着重要角色，对于符合条件的中介机构的扶持和引导，建立评级机构以及 SPV 等，学习和积累相关经验，培养专业方面人才，才能为资产证券化的良好发展构建强有力的框架。

（3）政府监管应当顺应市场发展。政府的作用不仅在于初试阶段的有力扶持和引导、避免依靠企业自己的信用进行证券化操作处理问题的不恰当手段，也在于其参与，引入外资投资性银行以及担保公司等，减小操作性风险，提高资产证券化产品的设计能力，进行市场规范性管理和约束，才能有效促进资产证券化的发展。

综上所述，资产证券化作为一种金融工具，为企业直接融资，在市场运行中有其特定的功能和弊端，在其运用和监管不当时可能带来风险。因此，我国在对其进行运用时，应当注意对其进行适当地管理和约束，以使其为我国经济发展服务。

（六）财产权信托

1. 定义

财产权信托，是指信托公司依据信托文件的约定，以依法可以流转的非资金形式的财产或财产权设立信托，对信托财产进行管理和处分的信托业务。例如，证券代持、股权代持、私募资产证券化、房屋代租、土地流转信托、以债权设立信托等都属于财产权信托。

需要注意的是，利用财产权信托模式，但“以约定期限和收益进行受益权转让的”，应当遵循“实质重于形式”的原则进行判断，可能被归入债权信托。

2. 主要特征

（1）财产权信托属于非资金信托。

（2）财产权信托如以约定的期限和收益进行信托受益权转让的，则应归入债权信托。

（3）作为财产权信托财产的财产权必须是可以用货币进行衡量的。“信托者，受人之托，代人理财”。信托目的、商事信托目的，主要是实现财产的管理和财产的保

值、增值，无法用货币进行衡量的权利内容则不能实现信托产品的此种目的，也就不能作为权利产品的信托财产。

（4）委托人必须具有财产权的处分权。信托关系的设立，必将伴随着权利的转移，这就要求委托人必须对作为信托财产的财产权利拥有完整处分权。这包括两个方面的内容：其一，委托人必须合法拥有该财产权，所有权包括占有、使用、收益、处分四项权能，无所有权也就无处分权。委托人不能用属于第三人的财产权设立信托。其二，该财产权必须是可以流通和转让的。具有人身专属性的财产权，如退休金索取权、养老金索取权、抚恤金请求权等特殊性质的权利，依照法律规定不得强制执行，委托人不能任意处分，此类财产权不得作为信托财产。当事人约定不得转让的财产权也不能作为信托财产。

（5）权利必须真实存在且特定化。我国《信托法》第七条第一款规定："设立信托，必须有确定的信托财产，并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。"在权利信托中，确定的财产权利才可以作为信托财产，而且设立信托关系时财产权必须特定。

（6）主要风险特征：表外的市场风险、信用风险可能转换为表内的受托管理责任风险和声誉风险。

3. 风险特征

（1）法律风险。穿透考察委托人是否具有财产权的真实处分权。要求：其一，委托人必须合法拥有该财产权，所有权包括占有、使用、收益、处分四项权能，无所有权也就无处分权，委托人不能用属于第三人的财产权设立信托。其二，要求财产权必须是可以流通和转让的，允许设立财产权的信托不得具有人身专属特性，否则面临一定的现实法律风险。

（2）信用风险。信用风险是财产权信托的主要风险，作为信托财产的财产权是否真实存在、来源合法且特定化，信托存续过程中财产权的管理等，都是需要注意和防范的风险。信用风险可能转换为表内的受托责任风险和声誉风险。

4. 监管策略

（1）加强相关法律法规的制定。我国关于财产权信托的规定存在不明确或不全面的情况，因此，导致其存在政策风险。例如，信托财产登记制度是财产权信托发展的核心问题之一，《信托法》第十条仅对信托登记作了原则性规定，并不具有可操作性。没有完善的信托登记制度，不能解决房产等不动产或其他财产权作为信托财产时

的财产独立性问题。

（2）构建完善的信息共享系统，加强监管力度。信息不畅、监管不严导致信托公司存在经营风险。信托公司按理应该严格选择信托项目，但为了收取设计费用，可能会有意忽略一些有可能不利于投资者的重要信息。例如，委托人对于财产权是否有处分权，该处分权是否存在争议等。因此，可以通过构建完善的信息共享系统，加强相关的监管，防止信息不畅带来的信息非对称问题。

（七）公益（慈善）信托

1. 定义

公益（慈善）信托，是指信托公司根据《信托法》《慈善法》的规定，以公益（慈善）为目的开展的信托业务。

2016 年 9 月 1 日《中华人民共和国慈善法》施行后，公益信托之前面临的设立、监管、经营、操作等问题均得到一定程度的解决，进一步推动了信托公司公益慈善信托业务的发展。值得注意的是，《慈善法》出台后，公益信托将与慈善信托并列存在。考虑到设立时的便利性，慈善信托可能更受欢迎。

2. 主要特征

（1）目的纯粹。根据《信托法》规定，公益（慈善）信托的信托财产及其收益应当全部用于公益（慈善）目的。

（2）受益人不特定。营业信托的显著特点之一为，受益人在签订信托合同文件时必须是确定的。公益（慈善）信托的合同文件仅对受益人的资格条件和范围进行规定，受托人根据相关的条件和范围筛选确定最终的受益人。受益人非特定是公益（慈善）信托区别于其他信托的一个重要特征。

（3）监管更严。公益信托的设立及受托人选定要经公益事业主管机关审批；慈善信托的设立应当在慈善信托文件签订之日起七日内，由受托人将相关文件向其所在地县级以上人民政府民政部门备案。二者设立过程中面临的监管比其他产品更严格。

（4）期限多样化，资金使用灵活。已经备案的慈善信托项目中，信托期限的设置非常灵活，包括永续型、10 年期限、5 年期限、3 年期以下和无固定期限。同时，信托财产在其存续期内的支出安排也非常灵活，部分慈善信托项目对其存续期内各年的慈善支出比例或是支出金额做出了较为明确的下限规定，部分慈善信托项目则没有对支出金额或比例做出明确的约定，而是由委托人或是慈善信托设立的决策机构根据实际需求进行安排。

3. 风险特征

（1）合规操作风险。公益（慈善）信托成立前，应该首先区分项目是否属于公益（慈善）信托，该项目是否已向相关政府部门完成备案工作？公益信托应当经公益事业管理部门审批，慈善信托应当向民政部门备案。此外，信托目的是否属于慈善目的，也属于应当关注的核心。

（2）慈善项目管理风险。目前的慈善信托实践中，信托公司通常将慈善活动的开展委托其他机构，如基金会等慈善组织实施，但是，慈善活动开展的最终责任人仍是作为受托人的信托公司，因此，慈善项目管理风险也是慈善信托的主要风险之一。慈善信托资金是否真正用于信托文件约定的慈善目的，是否切实履行受托人职责等，都是需要关注的问题。否则，都会带来信托公司作为受托人的声誉风险和受托管理责任风险。

4. 监管策略

针对上述问题，对公益（慈善）信托事前、事中、事后三个监管环节，可考虑采取如下监管策略。

（1）注重公益信托的事前报备工作，重点审查公益信托的用款项目性质以及备案手续完备性。

（2）审查信托报酬标准收取的合理性，并重点考察公益信托设立的监察人资质，注重其履职能力的考察，严防信托监察人和用款项目之间存在利益关系。

（3）公益（慈善）信托存续期间，民政部门等政府部门，银监会及下属分支机构，监察人等各方应根据各自管理职责，对已设立公益信托的信托公司履职情况进行严格监管，并对信托资金的实际运用情况进行持续性跟踪监管，确保资金切实用于社会公益（慈善）项目。

（4）推动税收优惠政策出台。财政部及国家税务部门目前尚未针对慈善信托出台明确的税收优惠政策，慈善信托仍不能享受税收优惠待遇。该类产品的委托人如若想抵税，只能借助慈善组织开具捐赠发票的形式。此种方式导致委托人设立慈善信托的积极性难以提高，一定程度上影响了慈善信托的发展。需监管机构积极推动税收优惠政策的出台。

（八）事务信托

1. 定义

事务信托，是指信托公司依据委托人的指令，对来源于非金融机构的信托资金进

行管理和处分的信托业务。

2. 主要特征

（1）事务信托属于资金信托、被动管理型信托。

（2）由委托人驱动，作为受托人的信托公司一般不对信托财产进行主动的管理运用。

（3）利用信托灵活的交易结构安排，信托财产独立性带来的风险隔离和破产隔离等制度优势，为不同的委托人提供符合其需求的、个性化的事务管理服务。

（4）范畴广，家庭财富管理类信托、离婚信托、遗嘱信托等，从信托功能来看，都可能属于事务管理类信托的范畴。

3. 风险特征

（1）事务信托作为被动管理型信托，必须保证委托人资金的合法性，信托资金的用途必须合法合规，保证资金去向的合法性。信托公司面临的主要风险是受托责任风险和声誉风险。

（2）事务信托由委托人驱动，要求信托公司按照委托人的意愿操作，并及时就重大事项进行报告与披露，其中受托责任风险尤为重要。

4. 监管策略

（1）严格监控管理风险。信托公司在执行委托人信托财产的管理意愿及收益分配等环节要充分履行谨慎、善管及信息披露等义务，完全按照《信托合同》约定履行事务管理人应当履行的各类管理职责与管理痕迹。

（2）监控合规管理风险底线。合规管理是信托公司开展事务信托业务需要考量的重要因素，因此加强对底层资产及资金来源的合规性管理显得尤为重要。一是对委托人的资金来源按照反洗钱制度要求规定进行审查；二是信托目的、信托财产管理运用方式符合监管层的刚性制度规定，与委托人信托关系的成立需建立在合法合规的前提之下；三是坚守信托财产管理以受益人利益最大化为原则，费用支付透明化。信托财产的费用列支需经委托人同意，严防交易对手及信托利益当事人之间的利益输送问题。

四、现行分类存在问题——10 家分类试点信托公司调研总结

根据银监会发布的《信托公司八大业务分类试点工作实施方案》，信托业务监管

分类试点工作从2017年4月21日起，在外贸信托、安信信托、中建投信托、重庆信托、平安信托、中融信托、中航信托、交银国际信托、陕国投信托和百瑞信托10家信托公司启动试点。2017年9月8日，课题组召集10家试点公司相关人员进行了试点情况调研。从调研情况看，10家试点公司对业务分类高度重视，制定了试点工作实施方案，组建了试点工作领导小组，明确了各部门职责分工，试点工作有序推进，整体工作开展顺利。10家公司分类试点过程中，也遇到了一些问题。

（一）八大业务具体分类涉及多个标准

八大信托业务分类以防范风险为基本出发点，在具体的分类标准上是以信托投向为主，同时考虑信托目的、信托财产类型、信托资金来源（委托人性质）、信托资金投向与运用方式、信托公司管理方式等不同标准。这一点在同业信托、财产权信托、公益（慈善）信托和事务信托上面均有所体现。

（1）同业信托是指依据信托文件的约定，信托资金来源或运用于金融同业的信托业务。即在界定同业信托时，除了信托资金投向以外，还需要考虑委托人性质。

（2）财产权信托是指依据信托文件的约定，以依法可以流转的非资金形式的财产或财产权设立的信托，即在界定财产权信托时，需要考虑信托财产的类型。

（3）公益（慈善）信托分类依据是信托目的。

（4）事务信托是指信托公司依据委托人的指令，对来源于非金融机构的信托资金进行管理和处分的信托业务。分类标准包括信托公司的管理方式和委托人性质。

可以发现，八大业务具体分类涉及不同的标准，虽然任何一元的维度可能都无法穷尽信托业务分类。但是从信托目的、信托财产到信托资金投向与运用方式，再掺杂了信托资金来源（委托人性质）、信托公司主动管理或被动管理。这种多维分类标准需要信托公司在分类中多头考虑，为分类工作增加了一定难度。例如，对于资金来源于非金融机构，信托公司承担被动管理职责，信托资金投资于其他金融机构发行的非公开市场交易的主动管理型金融产品的信托业务如何分类，从资金运用上看应划分为同业信托，但从资金来源及项目功能看应为事务信托。

此外，信托公司通常受托管理的信托项目数量多、规模大，报送的监管数据也很多，势必需要进行系统化管理，按统一的逻辑和规则实现报送数据的自动生成。目前八项分类的数据来源是多维度的，在系统化过程中，难以通过“依据会计科目提取监管数据”等现行方式实现系统化的自动生成，会对系统逻辑判断和数据的提取形成阻碍，影响数据提取的精度。

（二）股权附加回购选择权业务分类

目前的业务分类中，将“股权附回购”列入债权信托。然而，实践中存在实质虽然为股权投资，投资初衷是基于与目标企业共同成长，但为了确保信托资金安全，防范资产于特定情形发生时（如上市失败）的风险，约定由相关交易对手于特定情形发生时受让股权方式实现信托资金退出的情形（即有条件回购股权的信托业务）。对股权附回购选择权业务，一律认定为债权信托可能并不妥当，根据投资目的和交易结构，分类处理、区别对待可能更为合理。理由如下：第一，即使合同约定的受让条款属于回购条款，但该条款是可选项，有一定的不确定性，且受让方在信托成立时并未指定，其与债权信托不同。第二，信托公司在这类业务中承担的职责更类似于股权信托，并且增值收益体现在信托退出时可能享有浮动收益。第三，股权附加回购选择权信托从设立信托的本意上看，还是为了寻求获取股权增值的超额收益。回购具有债权性质，但仅仅是一种选择权，因此，一些股权附加回购选择权业务本质上还是股权信托，而非债权信托。

（三）同业信托采取双重标准，分类上较为复杂

同业信托采取资金来源和信托资金投向的双重标准，在分类上存在以下几个问题。

1. 对于资金来源为金融同业或非金融机构，投资标的为非标同业资产的情况

（1）如果信托资金来源于金融同业，也投向非标同业资产，究竟是按照金融机构被动管理类还是投资非标同业类分到同业信托项下，并不明确。

（2）对于资金来源于非金融机构，信托公司承担被动管理职责，信托资金投资于其他金融机构发行的非公开市场交易的主动管理型金融产品的信托业务如何分类，从资金运用上看应划分为同业信托，但从资金来源及项目功能看应为事务信托。如何准确分类，还需进一步明确。

2. 资金来源为金融同业和非金融同业混合且信托公司被动管理情况的分类问题，分两种具体情况：

（1）委托人既有金融同业又有非金融同业，且根据合同约定，由金融机构承担尽职调查等主动管理责任。对于此类项目，是按照混合信托分类原则，分为同业信托和事务信托，还是统一归入同业信托项下的金融机构被动管理类，需要明确。

（2）委托人既有金融同业又有非金融同业，且根据合同约定，由所有委托人承

担尽职调查等主动管理责任。对于此类业务，有三种分类方式：A. 对于大部分资金来源于金融机构（可设定比例），划分至“同业信托—金融机构被动管理类”范畴；B. 修改“事务信托”定义，规定事务信托的资金来源可以包括金融机构和非金融机构的混合资金情形，此情况下不符合上述 A 资金比例且符合被动管理定义的混合资金来源信托可以划分至“事务信托”范畴；C. 按照混合信托分类原则，委托人为金融机构的分为同业信托，委托人为非金融机构的分为事务信托。

3. 对于“投资非标同业类”定义问题

（1）“投资非标同业类”定义为“信托资金通过信托产品投资于其他金融机构发行的非公开市场交易的主动管理型金融产品的信托业务”。实际情况中，投资标的包括金融机构发行的金融产品，也包括金融机构持有的资产（如信贷资产转让类业务）。投资于金融机构持有的资产与金融机构发行的金融产品实质上是类似的。可以考虑修改“投资非标同业类”定义，改为“信托资金通过信托产品、投资于其他金融机构发行的非公开市场交易的主动管理型金融产品或持有的金融资产的信托业务”。

（2）八大业务分类中，同业投资是指金融机构购买（或委托其他金融机构购买）同业金融资产（包括但不限于金融债、次级债等在银行间市场或证券交易所市场交易的同业金融资产）或特定目的载体（包括但不限于商业银行理财产品、信托投资计划、证券投资基金、证券公司资产管理计划、基金管理公司及子公司资产管理计划、保险业资产管理机构资产管理产品等）的投资行为。银发〔2014〕127 号[①]中所称的同业业务是指在中华人民共和国境内依法设立的金融机构之间开展的以投融资为核心的各项业务，主要业务类型包括：同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售（卖出回购）等同业融资业务和同业投资业务。鉴于银发〔2014〕127 号文通知中关于同业业务的范围大于八大分类的范围，建议按照 127 号文的规定认定同业业务，不能仅限于持牌金融机构。

（四）标品信托的内涵和外延不明确

（1）公开市场的界定。目前，八大业务分类对标品信托界定为投资于公开市场发行的交易金融产品。然而，对公开市场的范畴，目前官方尚无统一的规定。随着信托业务的持续开展，新型业务和产品不断涌现，需要我们重新审视传统公开市场的界

① 2014 年 4 月 24 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构同业业务的通知》。

定。例如，《中国银监会办公厅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》（银监办发〔2016〕82号）规定“符合上述规定的合格投资者认购的银行理财产品投资信贷资产收益权，按本通知要求在银登中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非标准化债权资产统计，在全国银行业理财信息登记系统中单独列示。”据此，此类非标业务投资是否应归入标品信托存在疑惑。在非标业务开展热度日益提升的背景下，建议相关部门与时俱进，界定“公开市场”的内涵与外延，对于标品信托也可以进行准确的界定。

（2）标品信托根据信托公司承担的责任可以分为主动管理类和被动管理类，对于主动管理类标品信托，信托公司主要承担市场风险；对于被动管理类标品信托，信托公司主要承担操作风险。目前，对于标品信托的分类，并无进一步区分主动管理类和被动管理类。对于信托公司承担被动管理职责的标品信托，究竟是划分到同业信托或事务信托下，还是分类到标品信托项下，并不明确。

（3）标品信托二级分类中的固定收益类与非固定收益类，目前没有明确定义，建议对相应的定义进行解释。

（五）财产权信托分类问题

关于①以约定的期限和收益进行信托受益权转让，或②委托人和受益人非同一人、且受益人向委托人支付相关款项的两类财产权信托分类问题。

依据《信托业务监管分类说明》（试行）对财产权信托第三项规定，财产权信托如以约定的期限和收益进行信托受益权转让的，则应归入债权信托。实践中，采取上述交易结构的信托产品，信托公司可能承担主动管理责任或被动管理责任，资金来源也可能为金融同业或非金融同业。

因此，财产权信托如①以约定的期限和收益进行信托受益权转让，或②委托人和受益人非同一人、且受益人向委托人支付相关款项的，按照“实质重于形式”原则，根据该笔业务实质进行分类，应归入债权信托、股权信托、同业信托或事务信托等，可能更为妥当。即对于资金来源于金融同业的，且信托公司承担被动管理责任的，划分至“同业信托—金融机构被动管理类”；对于资产委托人为金融同业（如银行将其信贷资产打包设立信托），无论信托公司承担主动管理责任还是被动管理责任，均划分至“同业信托—投资非标同业类”；对合同已明确符合被动管理信托四个特征的，又无法划分至同业信托的，划分为事务信托等；对于其他由信托公司承担主动管理责任类型的项目，可根据业务实质划分至债权信托或股权信托。

（六）穿透原则的适用原则尚不清楚

八大业务分类基本原则之一是“实质重于形式”，为贯彻落实这一原则，需要对顶层资金端性质和底层资产端性质进行穿透管理。但是，目前监管机构尚未明确穿透管理的基本要求。

（1）金融机构的非自有资金是否需要穿透、如何穿透，对配置型基金产品（其中仅有一部分投向了信托产品）又采取什么穿透原则。对资金来源于已备案私募基金的，是否需要进一步向上穿透，要求对方提供投资人明细。若需要对金融机构的非自有资金及私募基金进行穿透，实践中还可能存在对方不予配合的情况。同时，对底层资产端也同样存在这个问题，如信托投向某基金，但信托仅为其中一个投资人，投资仅占基金的一部分时，如何穿透说明底层资产，上述均需要进一步明确规则。

（2）同业信托界定为信托资金来源于同业或运用于金融同业。然而，就信托资金来源的问题，存在真实资金来源为同业，但信托直接委托人不是同业的情形，例如，委托人为有限合伙或契约型基金等 SPV，而 SPV 的资金来源为金融同业。在这种情形下，是否需要往上穿透最终资金来源，并将该类业务界定为同业业务存在疑惑，建议予以明确。

（七）混合信托的分类问题

混合信托是指一笔信托业务涉及两种或两种以上类别，分别按照业务实质将对应业务规模进入相应分类。后续制定风险资本计算标准、保障基金认购标准时拟考虑以实收信托规模为基础，按照信托文件约定以孰高原则进行分类，项目结束前不做调整。

从实践情形看，混合信托可能出现资金端的混合和资产端同时混合。以信托公司发挥主动管理职责的股权投资类项目为例，部分委托人以债权或股权等非现金形式加入，部分委托人以资金形式加入，以资金加入的委托人可能既包括金融机构，也包括自然人。信托财产运用上，部分信托财产通过债权方式运用，部分信托财产通过股权方式运用。也就是说，此类项目中，既有财产端的混合，又有资产端的混合。目前，对于此类项目，需要先根据信托财产进行区分，信托财产为非资金的部分直接界定为财产权信托（资金端），信托财产为资金的部分则根据信托资金运用方式进一步细分。

例如，目前市场上的现金管理类信托大部分资金投资于债券、基金等标准化产品，但有小部分投资于信托产品、资管计划等。现金管理类信托采用净值管理，委托

人可能每天都进行申购、赎回，每天的投资收益又转为实收信托，信托资产规模每天都处于变动的状态。对于现金管理类信托的分类有两种建议：第一是根据信托文件约定的投资比例进行划分，如果约定投资标准化产品比例不低于70%的，则以期末信托规模为基数×70%划分为标品信托，剩余的视为TOT（全部认购本公司产品）或者同业信托等。第二是根据实际投资比例进行划分，以统计期末的信托规模和投资比例进行计算并划分，这样可能导致在统计期末人为调整投资比例，不能反映真实的投资情况。相比较而言，第一种模式可能更为妥当。

（八）TOT项目的分类问题

TOT为两层以上的信托结构，目前监管部门为准确计算信托业务的风险资本，对于以TOT为形式的信托产品的分类一般坚持“穿透性原则”，即只将底层信托按业务实质归入相应类别和计算风险资本金，而母信托只需在附注中单独列示即可。实践中，TOT类产品以及存在交叉投资的信托产品的合并抵消较为复杂，难以做到准确，且行业内各家公司是否进行抵消的操作方式也不一致。[①]

TOT类产品以及存在交叉投资的信托产品主要有四种类型，分别为标准TOT类产品（信托资金100%投资于本公司设立的子信托，包括倒伞形和正伞形）、资产配置型类TOT产品（部分信托资金投资于本公司的信托产品）、家族信托产品（部分信托资金投资于本公司的信托产品）以及投资其他公司的信托产品。对于此四类产品的处理方式建议如下：

（1）标准TOT类产品：对母子信托进行合并抵消，对于底层子信托按业务实质进行分类；在数据统计过程中，将上层母信托规模直接减除，虽然存在数据差异，但差异不大。

（2）资产配置型类TOT产品：将投资于本公司的信托产品资金进行合并抵消，其他非投资于本公司信托产品的资产按业务实质进行分类。

（3）家族信托产品：按照目前的分类标准，仍然需要对家族信托产品进行底层资产穿透分类，则采取以下方式进行分类操作，即将家族信托产品投资于本公司的信托产品资金进行合并抵消，其他非投资于本公司信托产品的资产按业务实质进行

① 对于TOT类产品以及存在交叉投资的信托产品是否进行合并抵消，在数据统计中存在一定问题，如果不进行合并抵消，那么实际的底层资产统计规模数据存在双重计算。目前，从调研情况看，部分公司对于TOT类产品以及存在交叉投资的信托产品，信托项目全要素报表、到期资金监测表等未进行合并抵消，但1104报表进行合并抵消。

分类。[①]

（4）关于投资其他信托公司主动管理类产品的问题。对于某一信托公司的信托资金投资其他信托公司主动管理类产品，对于前一信托公司，根据穿透原则对信托业务进行分类；对于后一信托公司，亦对该笔信托资金进行分类。在行业数据统计中，存在重复计算的问题。

此外，在实际 TOT 的信托业务模式中，若本公司信托计划投资其他信托公司的信托产品或同业机构的资管计划，穿透却很难实现，且在项目运行过程中底层信托财产的运用变化动态也很难掌握，由此会导致分类出现疏漏错误。因此，是否可以考虑明确 TOT 仅限于同一信托公司设立母信托，认购别的公司信托产品不计入 TOT，而根据具体投资产品，进行相应的划分。

（九）可转债业务的分类问题

可转换债券（Convertible Bond）是债券的一种，可以转换为债券发行公司的股票，通常具有较低的票面利率。本质上讲，可转换债券是在发行公司债券的基础上，附加了一份期权，允许购买人在规定的时间范围内将其购买的债券转换成指定公司的股票。

可转换债券具有双重选择权的特征。一方面，投资者可自行选择是否转股，并为此承担转债利率较低的成本；另一方面，转债发行人拥有是否实施赎回条款的选择权，并为此要支付比没有赎回条款的转债更高的利率。双重选择权是可转换公司债券最主要的金融特征，它的存在使投资者和发行人的风险、收益限定在一定的范围以内，并可以利用这一特点对股票进行套期保值，获得更加确定的收益。可转换债券持有人还享有在一定条件下将债券回售给发行人的权利，发行人在一定条件下拥有强制赎回债券的权利。

对于可转债业务的分类，建议按照时间阶段，以实质重于形式的原则按照阶段进行拆分，把一笔可转债业务在前期以债券形式存在的时候划分为债权信托，在债券转化为股权后则将此笔业务归入股权信托的业务范畴。

（十）家族信托纳入现有分类难以体现业务特征

实践中，家族财富管理信托被信托公司视为重要的转型方向，自 2013 年以来取

① 对于上述因合并抵消造成的信托业务监管分类口径下的信托规模与现有信托项目全要素报表（非合并口径）造成的差异，在《信托业务监管分类基础报表》以备注形式说明。

得了快速发展。北京银行发布的《中国家族信托行业发展报告 2016》显示，截至 2016 年末，中国境内已有 21 家信托机构和 14 家商业银行开展了家族信托业务，家族信托规模约 441. 80 亿元。展望 2020 年，中国本土家族信托规模可达 6275. 50 亿元。但是在目前的八大业务分类中，并无家族信托的位置。

目前，通常将家族信托归入到事务信托中，或者将其拆分纳入不同的业务类型，而在信托资金端的运用则大部分归入 TOT。然而，家族信托归入事务信托并不妥当。理由如下：第一，事务信托属于被动管理型信托，但是，家族信托中，信托公司有时承担的是主动管理职责，而非单纯的被动管理。第二，事务信托属于资金信托，但家族信托的信托财产并不限于资金，可能包括股权和房产等非资金财产，也可能是非资金和资金的混合。如果按照混合信托进行分类，可能出现同一个委托人设立的信托需要分类计算的问题。第三，家族财富管理信托是国外信托实践中非常重要的业务类型，目前也被多数信托公司视为转型方向。从监管上看，应当通过适当的监管措施引导此类业务发展。第四，家族信托和慈善信托都属于信托本源业务，慈善信托被作为单独的一个业务类型，家族信托也作为单独业务类型更为妥当。总体而言，将家族信托进行拆分，归入不同的信托业务项下，或者归入目前的事务信托项下，不能体现家族信托业务的特征。家族信托业务的风险点与传统营业信托业务有很大差别，对于家族信托的监管也应当与营业信托有所不同。

五、政策建议

（一）明确八大业务分类的逻辑顺序

按照信托目的、法律结构、信托财产类型、信托资金投向这样的顺序进行分类，而不再考虑资金的来源。其中信托目的、法律结构、信托财产类型是将公益慈善信托、资产证券化、财产权信托三个特殊的类型区分出来。资金信托主要按照信托资金投向进行分类。

在八大业务分类框架下，首先将慈善信托进行识别，[①] 然后是资产证券化、财产权信托，对于资金信托，则首先判断属于主动管理类信托还是被动管理类信托，再进行分类。[②] 如果是被动管理类信托，由于信托公司不具有信托财产的运用裁量权，根

① 如果可以将家族财富管理信托业务独立，则也将家族财富管理信托先识别出来，家族信托的分类建议见后文。

② 这里的分类建议是针对现行的八大业务分类的，如果采纳下文的调整建议则需要相应进行调整。

据委托人或委托人的指令进行管理和处分，再根据信托资金运用进行识别意义不大。因此，视委托人不同进行相应分类，如果委托人是金融机构的，为同业信托；如果委托人是非金融机构的，则为事务信托。

如果是主动管理类信托，则不再区分信托资金来源，则根据信托资金的运用进行划分，以识别和控制风险。依次是标品信托（投资于股票、债券、基金、期货、金融衍生品等公开市场发行交易的金融产品）、同业信托（投资于其他信托公司的信托产品、银行理财、券商资管、保险、两融收益权、协议存款、大额存单等）、股权信托和债权信托。

这样可以解决前文提到的“资金来源于非金融机构，信托公司承担被动管理职责，信托资金投资于其他金融机构发行的非公开市场交易的主动管理型金融产品”的分类问题。即由于是被动管理类信托，根据信托资金来源分为事务信托，而不再识别信托资金运用。

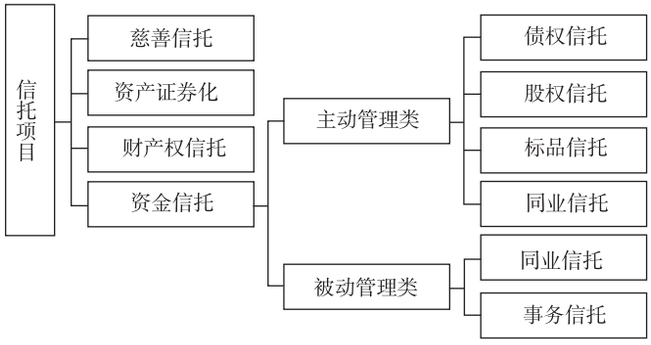


图 3　信托业务分类逻辑顺序①

（二）家族财富管理信托的分类建议

家族信托的信托财产既包括资金，也可能包括非上市公司股权、股票、房产等，财产来源多样化，同时信托投向也比较多元化，可能同时包括公开市场交易证券、股权、金融产品等。这种多投向的家族财富管理信托（不限于家族信托产品）如果进行分类，有以下 4 种建议。

（1）对家族信托产品进行底层资产穿透分类，将家族信托产品投资于本公司的信托产品资金进行合并抵消，其他非投资于本公司信托产品的资产按业务实质进行分类。上述因合并抵消造成的信托业务监管分类口径下的信托规模与现有信托项目全要

① 该图中将家族信托单列出来，并与慈善信托等先识别出来，是采用了下文家族信托单列的建议。

素报表（非合并口径）造成的差异，在《信托业务监管分类基础报表》以备注形式说明。

（2）对家族信托产品不再细分投向的资产形式，而是按照所投资产占比最大的类别进行统一归类。

（3）修正事务信托的定义，将以传承、保护、管理为信托目的的财富传承家族信托列为“事务信托”范畴，不再对底层资产进行穿透。理由是家族信托业务实质是客户作为单一委托人将其合法拥有的财产设立信托，交付于受托人进行管理，其投资运用基本按照委托人的意愿以受托人名义进行，并向指定受益人子女等进行信托利益的分配；在信托存续期间，受托人按照信托合同的约定进行投资管理，此类投资管理行为不是信托目的，而是家族信托构架中的一个局部管理活动，具有较强的事务信托属性。

（4）家族信托作为单独的一类进行单列。八大业务分类变成九大业务分类。

（三）对同业信托的定义进行修正

信托资金来源于金融机构的被动管理类信托不再纳入同业信托。这样可以实现同业信托的分类遵循的也是信托资金投向标准，可以简化目前的多维度的分类带来的分类困惑。

修正后：同业信托是指信托资金通过信托产品投资于其他金融机构发行的非公开市场交易的主动管理型金融产品或持有的金融资产的信托业务。

（四）对事务信托的定义进行修正

对于事务信托的定义进行修正，结合上述（二）和（三）关于家族信托和同业信托的调整建议，对于事务信托有两种调整建议。

（1）事务信托就是被动管理类资金信托。不再区分资金的来源，来源于金融机构和非金融机构都是一样的被动管理类信托。同业信托中分类出来的金融机构被动管理类纳入事务信托范畴。

这种分类暗含的意思是，其余 7 类信托业务都是信托公司主动管理类信托。并且，这种分类与上述（三）的分类一脉相承。在这种建议的逻辑下，家族财富管理信托可以单列出来。

（2）事务信托就是指家族财富管理、消费信托等这类本源信托业务，信托公司作为受托人为委托人进行事务管理。

这种分类下，需要对八类信托业务都根据信托公司是主动管理还是被动管理，进

一步区分为主动管理类，还是被动管理类。

此种模式下的八类业务中，除了慈善信托、事务信托、资产证券化和财产权信托外，债权信托、股权信托、标品信托和同业信托，这四类都是按照信托资金投向进行的分类。该模式可以实现不对目前的八大业务分类进行大的改动，对同业信托和事务信托的定义进行修订，同时辅之以主动管理和被动管理，实现“八类两型”这样的分类。

（五）其他需要明确的问题

上文提到的八大业务分类中涉及的具体问题建议予以明确。第一，明确穿透原则的适用依据，对资金端的穿透，建议参考证监会的方法，穿透至合格投资者即可，不再向上穿透。第二，混合信托按照业务实质进行分类。对于信托公司主动管理类资金端（财产端）和资产端均混合的信托业务，仅根据资产端的运用进行分类，而不再考虑资金端（财产端）的混合。[①] 第三，建议明确股权信托的认定标准，即根据投资目的和交易结构进行具体判断，而非一律以附回购义务即认定为债权信托，同时明确股权附回购选择权业务为股权信托，而非债权信托。第四，明确公开市场的外延和内涵。

六、结语

作为信托行业基础设施建设的重要组成部分，信托公司八大业务监管分类对于信托行业稳健和长远发展有非常重要的意义。信托制度的灵活性决定了信托公司业务种类繁多、交易结构各式各样，以信托业务风险一元维度进行业务分类，不但坚守防范风险的根本原则，而且要求透过形式看业务实质。在具体的分类适用上，则需要以信托资金投向为主要分类标准，同时兼顾信托目的、交易结构和信托财产类型等。本课题报告对于八类业务的监管分别进行了研究，也对试点中的问题进行了总结，分类试点过程中遇到的问题表明，八大业务监管分类适用上尚有一些细节问题需要监管文件明确或统一。

① 例如，集合资金信托计划中，优先级受益人以资金加入，规模为6亿元，一般受益人以债权加入，规模为3亿元。资产端3亿元以股权方式运用，3亿元以债权方式运用。到期时，优先分配优先受益人信托利益，以剩余信托计划财产原状方式向一般受益人分配。对于此类项目，则仅从资产端分类，3亿元为债权信托，3亿元为股权信托。而不再考虑以债权形式加入的部分单独进行分类，因为以债权形式加入部分，仅仅是增信措施，并非实质上的债权信托。



信托财产登记制度设计及试点研究

课题牵头单位：长安国际信托股份有限公司

课题指导专家：叶凌风

课题组成员：

邓　婷　邓晰尹	长安国际信托股份有限公司
张　毅　周　末　鞠　晗　胡　静	五矿国际信托有限公司
刘春江　王　羽　祖志敏　田宇辰	苏州信托有限公司

摘　要

在日本及我国台湾等大陆法系国家及地区，信托财产登记制度是信托制度体系的重要组成部分，但在我国，信托财产登记制度却一直缺失。信托财产登记制度的缺失带来了如下问题：一是导致信托制度的功能优势无法得到有效体现；二是造成财产信托业务发展滞后；三是不利于维护市场交易和金融安全。基于完善信托制度和更好地发挥信托功能的需要，推进信托财产登记制度的建立非常必要。

在本文中，基于对我国物权制度体系的研究、对我国信托财产登记制度现状的分析以及境外信托财产登记制度的借鉴，我们对如何完善我国的信托财产登记制度提出了建议，主要涉及信托财产登记的效力模式、信托财产登记范围、登记方式及主体、登记类型和登记内容等方面。在此基础上，我们尝试推动信托财产登记试点并进行了方案设计。本文研究认为，依托现有财产权属登记机构分别开展信托财产登记试点较为现实可行。从信托业务需求的角度来看，实践中股权、不动产这两类财产的体量非常庞大，以此类财产设立信托的需求将日益增多，信托财产登记试点可以优先选择不动产和股权来重点推进。对不动产信托登记，基于信托财产权属是否转移可以有两种制度设计，不论是否进行信托财产权属转移，不动产信托登记均可以借鉴不动产抵押登记的规则和操作流程由各地不动产登记中心负责办理，这样不会对现行的登记制度体系造成冲击，也不会带来额外的成本。从现实可行性的角度可以选择将办公楼、商业营业用房类物业作为不动产信托财产登记的试点突破口。对于股权信托财产登记，则需区分有限责任公司股权和上市公司股份设立信托两种情形推进股权信托财产登记，股权信托财产登记试点可以股权型慈善信托作为突破口。

关键词：信托财产　信托财产登记　信托财产登记制度试点

目　录

一、信托财产登记的内涵、功能及比较 …… 243
（一）信托财产登记制度的基本释义 …… 243
（二）信托财产登记制度的功能 …… 245
（三）信托财产登记与一般财产登记的比较 …… 246
（四）信托财产登记与信托产品及受益权登记的区别 …… 247
二、信托财产登记制度现状 …… 248
（一）我国信托财产登记制度的问题 …… 248
（二）建立信托财产登记制度的实践探索 …… 250
（三）信托财产登记制度不完善造成的不利影响 …… 251
三、境外信托财产登记制度 …… 255
（一）境外信托财产登记制度情况 …… 255
（二）境外信托财产登记制度对我国的借鉴 …… 258
四、完善信托财产登记制度设计 …… 259
（一）完善信托财产登记制度的必要性 …… 259
（二）完善信托财产登记制度的具体建议 …… 260
五、信托财产登记制度试点建议 …… 269
（一）开展信托财产登记试点的基本原则 …… 269
（二）信托财产登记试点具体方案的设计 …… 269
（三）开展信托财产登记试点需要关注的问题 …… 274
六、结语 …… 276
参考文献 …… 277

一、信托财产登记的内涵、功能及比较

（一）信托财产登记制度的基本释义

1. 信托财产登记的内涵

信托财产登记是指将财产设立信托的事实通过登记予以公示。[①] 信托制度是英美国家普通法和衡平法下“双重所有权”的产物，但在作为信托制度起源地的英国，并没有信托财产登记制度，信托财产登记制度是由大陆法系国家或地区在引入信托制度时所创设的。信托制度在引入大陆法系国家或地区后，失去了衡平法的土壤，在其“一物一权”的制度体系下，如何体现信托财产所有权能分离的本质属性就成为这些国家或地区引入信托制度所需要考虑的问题。日本、韩国等大陆法系国家的做法就是在信托法中直接通过法律条款赋予信托财产的独立性，并明确信托财产要进行登记。

信托财产登记是财产登记在信托领域的延伸和具体发展，信托财产登记的目的在于使第三人知晓该财产为信托财产，用以保障信托财产独立性、保护受益人、第三人的财产权益及交易安全。我国属于大陆法系国家，不具有英美法系中对开展信托进行保障的信托精神、信托原则等，所以“在我国，信托登记制度是信托制度的组成部分，它不能脱离信托制度而独立存在并对经济生活发挥作用。”[②]

在日本及我国台湾地区，信托财产登记建立在信托财产权属转移的基础之上。日本《信托法》第一条，“本法所称信托，系指有财产权转让和其他处理行为，令别人遵照一定的目的进行财产管理或处理。”台湾“信托法”第一条，“称信托者，谓委托人将财产权移转或为其他处分，使受托人依信托本旨，为受益人之利益或为特定之目的，管理或处分信托财产之关系。”因此，在日本及我国台湾地区，信托财产登记具有双重性，即信托财产登记包含了两项登记行为：一是信托财产权属的转移登记；二是信托财产和信托内容的登记，这两项登记依托权属登记机构在同一程序下进行。

我国的信托财产登记规定见于《信托法》第十条：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。《信托法》关于信托财产登记的规定是我国目前信托财产登记的法律制度基础。但我国的《信托法》并

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 刘世国，高凌云，周天林．信托登记法律问题研究［J］．政府法制研究，2009（1）．

未明确规定委托人要将财产权转移给受托人，而是采用了“委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人”的模糊化表述，这就使得理论上我国的信托财产登记不一定是要建立在信托财产转移的基础上。也就是说，不管信托财产权属是否转移，信托财产在谁名下，只要将该项财产登记为信托财产，表彰其作为信托财产的独立性就可。

但是考虑到我国《信托法》中对受托人设定的诸多义务以及信托业务实践的需要，以信托财产的转移为前提讨论信托财产登记制度设计可能更为合理。我国《信托法》的核心逻辑主要是约束受托人，《信托法》第四章第二节中涉及受托人的规范是19 条，其中 15 条是对受托人的义务进行设定，与这些义务相应的是受托人的受托责任，如果信托财产不在受托人的名下，受托人无法以自己的名义主张对信托财产的管理和处分权利，受托人履职的能力就会受到限制，并可能因此承担大量未尽职的责任风险，这对于信托关系中的当事人都是不利的，基于此，在本文中，我们主要是以信托财产转移为基础来研究信托财产登记制度的设计，但是在具体的试点建议中，由于诸如不动产这类财产在转移中涉及高额税负，从现实可行性的角度考虑，我们也基于财产不转移的情形提出了相应建议。

2. 信托财产登记制度的主要内容

（1）信托财产登记的效力模式。信托财产登记的效力模式是指信托财产登记行为的法律效果。物权登记在公示效力上具有两种模式，一种是登记对抗主义，另一种是登记生效主义，相应地，信托财产登记也存在两种效力模式。在登记对抗主义下，信托关系在信托财产委托给受托人时就已经成立，而信托财产登记公示与否对信托的设立不产生任何影响，信托财产登记仅产生对抗第三人的效力。登记生效主义则更加严格，根据登记生效主义的理论，信托设立时未经信托财产登记的，信托不能产生效力。在登记生效模式下，信托财产登记对信托关系内部和信托关系外部均发生效力，产生影响。在大陆法系的日本、韩国以及我国台湾地区，对于信托财产登记都是采取登记对抗主义，而根据《信托法》第十条的规定，我国实行登记生效主义。

（2）信托财产登记制度的构成。完整的信托财产登记体系应该包括信托财产登记的范围、登记内容事项、登记机构、登记申请主体、登记程序等要素。

信托财产登记范围是指应进行信托财产登记的财产类型，即以哪些财产设立信托应进行登记。日本《信托法》规定“关于应登记或注册的财产权，在信托时如无登记或注册，则无法对抗第三者。”我国台湾地区“信托法”规定，“以应登记或注册

之财产权为信托者，非经信托登记，不得对抗第三人。”这两者在对于哪些财产应进行信托财产登记的原则性界定上是一致的，只不过因他们各自法律对于哪些财产应登记或注册有不同的规定，在具体的信托登记财产类型上有差异。我国的《信托法》第十条“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”的规定也是借鉴了境外的立法。

信托财产登记机构是指负责办理信托财产登记的主管机构，从境外开展信托财产登记的国家和地区来看，一般都是依托已有的权属登记机关开展信托财产登记。依托已有的权属登记机构办理信托财产登记的好处是可以避免“一物双重权属”的现象，降低信息获取的成本，而且从税收监管的角度而言，有助于区分一般的财产转移和信托财产转移的税费，有利于国家对税收的征管。

信托财产登记类型不仅仅包括信托设立时的登记，还应包括信托存续期间的变更登记以及信托终止登记，这是因为信托从设立到期间管理、终止等各个环节都可能会涉及信托财产的转移变动问题，仅仅对信托设立环节进行登记不能全面反映信托财产的状况。

信托财产登记程序主要是指申请办理信托财产登记的流程，具体包括提交登记申请材料、填写登记申请表、受理及审查规则、出具登记证明文件等。

信托财产登记制度要可落地操作，离不开上述各项内容的明确和完善，只有构建完整的符合本国实际的信托财产登记体系，信托制度才能有效发挥其功能。

（二）信托财产登记制度的功能

1. 信托财产转移确认

在要求财产转移的情况下，信托财产登记可以确认信托财产已经从委托人名下转移至受托人名下，说明该项信托财产已经完成交付，成为信托财产。当信托制度运用于资产管理当中时，信托制度中信托财产独立性的规定发挥了保护信托财产、隔离风险的功能。进行信托财产登记可以确认信托财产的权属变动，公示信托财产的独立性。受托人接受委托对信托财产进行管理和处分，为了保证受托人的尽职尽责，可以通过信托合同来约定相关事项，但是仅有这些是不够的。由于信托财产所有权与收益权的分离设计模式，使得受托人有超越权限处分信托财产的可能，也有可能混同信托财产和自有财产，而信托财产登记公示了信托财产的独立性，可以有效杜绝这种受托人的管理道德风险，可以更好地保障信托财产的有效运作。

2. 公示、保护第三方交易安全

信托财产登记可以对信托财产起到公示的作用，而信托财产公示则可以保护信托安全，保护受益人、第三人等的财产权益。根据我国《信托法》的规定，信托财产登记是信托成立生效的必要条件，对于不动产以及特殊类型的动产例如车辆、船舶等，必须进行登记，信托方可设立生效。根据信托财产登记中登记对抗主义的要求，不进行信托财产登记则不能对抗善意第三人。基于此，无论是登记生效主义还是登记对抗主义，信托财产登记制度都体现了对委托人财产权、受托人管理权以及受益人信托权益的确认和保护，充分表明了信托财产登记制度对信托当事人安全保护方面的价值。

3. 为信托财产独立性提供保障

信托财产的独立性是《信托法》所规定赋予的，在信托法律关系中，信托财产处于核心地位，信托财产的独立性通过信托财产登记制度进行外化。根据《信托法》，信托财产的独立性主要包含三层含义，一是指信托财产独立于委托人的其他合法拥有的财产；二是指信托财产独立于受托人的固有财产以及其他受托信托财产；三是指信托财产独立于受益人的财产。对于大陆法系的信托制度来讲，失去衡平法依托的信托没有了“二元所有权”理论的支撑，信托制度中的财产权利归属与大陆法系中的“一物一权”原则相冲突。由此，大陆法系国家创设了信托财产独立性原则，使得英美法系信托核心理念在大陆法系物权理论基础和制度框架下得以发展。

在大陆法系法律制度下，信托财产的独立性需要信托财产登记制度予以保障。信托财产独立于信托制度本身，可能被恶意利用损害他人利益，因此，需要寻求这么一种方式，实现信托财产与信托当事人的自有财产相区分，并使得这个事实能被公众所知晓，使信托财产为外部所知，在外部也能保持其独立性。在信托财产登记制度下，可以对受托人进行监督，使得受托人在以自己名义管理信托财产时，在法律上能将信托财产与受托人的固有财产以及受托人受托管理的其他信托财产相区别开来。因此，信托财产登记制度是信托财产独立性的必然要求。

（三）信托财产登记与一般财产登记的比较

在《信托法》和《物权法》中，分别规定了信托财产登记与物权登记。《物权法》对于物权登记中的登记客体、登记机构、登记申请材料、登记程序以及登记效力等做了全面的规定。而《信托法》对于信托财产登记的规定只是具文，信托财产登记的具体配套制度一直处于空白状态。信托财产登记与一般财产登记在属性上存在本

质差别，但两者又存在密切的关联性，两者的区别联系具体表现为：

一是登记对象不同。根据《物权法》的规定，一般财产登记的对象是不动产和部分特殊动产。根据《信托法》的规定，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。信托财产登记的对象是信托财产，《信托法》中只是对《物权法》中规定必须进行登记的财产要求进行信托登记，对于没有纳入《物权法》一般财产登记范围的其他财产没有强制要求进行登记。

二是登记作用不同。在我国的物权制度下，一般财产登记的作用在于对物权权属变动进行公示，包括物权的设立、转让、变更和消灭。但信托财产登记的作用是公示信托财产的独立性，保护信托交易安全。

三是登记效力不同。根据我国《物权法》的规定，一般财产登记针对不动产和特殊动产等不同的登记客体，分别采取了登记生效主义和登记对抗主义的法律效力。但是根据我国《信托法》的规定，我国的信托财产登记采取的是登记生效主义。

四是信托财产登记具有自身独立性，并不一定要附属于财产登记。虽然，在日本及其他大陆法系国家和地区的信托实践中，信托财产登记包括财产权属登记和信托登记这两个环节，信托财产登记以财产权属登记为基础。但是，信托财产登记也具有其自身的独立性，信托财产登记从其本质上来讲并不是一种物权权属的登记，而是一种特别登记，即通过信托财产登记证明信托财产具有独立性，[①] 并不是所有类型的信托财产登记都要依附于财产权属登记。

（四）信托财产登记与信托产品及受益权登记的区别

2016 年 12 月，中国信托登记有限责任公司（以下简称中国信登）成立，2017 年 8 月 25 日，银监会正式发布《信托登记管理办法》，从 2017 年 9 月 1 日起，信托行业正式启动信托登记试点。中国信登主要是对信托产品及受益权信息进行登记，这与信托财产登记存在较大的区别，需要将两者进行清楚区分。

一是登记对象不同。根据《信托登记管理办法》，信托登记的对象是信托机构的信托产品及其受益权，由于目前我国的信托机构只有信托公司这一类，因此当前信托登记的对象主要是指信托公司的营业信托产品及其受益权，具体包括信托产品名称、信托类别、信托目的、信托期限、信托当事人、信托财产、信托利益分配等信托产品及其受益权信息和变动情况等。信托财产登记的对象是以按照法律法规规定应进行登

① 蔡概还．独立性登记：信托登记的创新途径［N］．上海证券报，2008－02－28.

记的财产类型设立信托所形成的信托财产，信托财产是区别于物权的一种特殊财产类型。所有信托业务类型都需要进行信托财产登记 ，包括营业信托、民事信托与公益慈善信托。

二是登记的机构不同。信托登记的主体是经国务院批准、为办理信托登记而设立的专门机构即中国信托登记有限责任公司，而对于信托财产登记的机构，我国现有法律尚未明确信托财产登记的主体机构。

三是登记的功能不同。信托登记的目的一方面是集中统一展示信托产品，便于投资者掌握信托产品的权威信息，保障投资者的权益；另一方面信托登记也是对信托行业进行监管的需要。在建立信托登记制度之前，信托公司根据监管要求均需向所在地监管部门进行信托产品的备案，而在信托登记正式推行后，信托公司进行的信托预登记申请将取代之前的监管报备，各地监管局也将直接通过信托预登记系统对信托业务履行监管审查职责，以此监督信托公司依法合规开展经营。而信托财产登记的功能主要是公示信托财产，表彰其独立性，保障受益人和第三人的利益，保护交易安全。

四是登记的效力不同。根据《信托法》，我国对于信托财产登记采取登记生效主义，信托财产登记与否，既影响信托内部关系是否生效，也影响其对外是否可以对抗第三人。信托产品及受益权的登记由银监会出台的部门规章进行规范，虽然也是强制性登记，但登记与否影响的是业务开展的合规性，并不会影响信托关系本身。

二、信托财产登记制度现状

（一）我国信托财产登记制度的问题

自 2001 年《信托法》颁布实施，信托这一特殊的财产法律制度已经在我国落地生根十六年。作为从英美法系国家移植过来的制度，信托制度在其他大陆法系国家和地区经过较长时间的磨合和创新，已经相对比较成熟和完善，然而在我国，关于信托的立法仅限于《信托法》，配套的信托财产登记制度、信托税收制度等制度体系还一直处于缺失的状态。就信托财产登记制度而言，目前仅有《信托法》第十条对其进行了简单的规定，再无其他法律法规涉及，更无具体的操作实施细则，信托财产登记范围、登记机构及登记规则等都处于模糊或不明确状态，信托财产登记制度实际上是有其名无其实。

1. 我国信托财产登记采取强制登记生效模式

我国《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。”我国的信托财产登记采取的是登记生效主义。按照这一规定，信托财产登记是信托的生效要件。具体来看，信托设立时，对于以法律、行政法规规定应当办理登记手续的财产作为信托财产设立信托的，应当办理法定的登记手续。如果不办理，则信托法律关系不能生效，更谈不上对抗第三人的效力。从大陆法系其他国家或地区的做法来看，我国采取的信托财产登记效力模式过于严格。我国关于信托财产登记的这一规定阻碍了信托制度功能的发挥，破坏了信托制度的灵活性，不利于信托被广泛运用。

采取登记对抗主义和登记生效主义会产生不同的法律效果。信托制度的优越性在于当事人可以按照意思自治设定不同类型的信托，如果采取登记生效主义，那些委托人有保密要求的信托就可能无法设立，这将限制信托功能的实现。从信托财产登记的基本功能即公示信托财产和保护第三方交易安全的角度来看，实行登记对抗就可以满足其功能需要，同时，从法理以及交易开展便捷的商事原则来看，登记对抗主义也比登记生效主义更加合理，也更有利于发挥信托制度优势。

2. 信托财产登记范围不明确

根据《信托法》第十条的规定，以法律、行政法规规定应当办理登记的财产设立信托时，应办理信托财产登记。按照《物权法》《知识产权法》《不动产登记暂行条例》等相关法律规定，应当办理权属转移登记手续的财产类型主要包括不动产物权，飞机、船舶及飞行器等特殊动产、知识产权等权利客体，但是上述法律、行政法规并未考虑以这些财产类型设立信托时的财产登记问题，也就是现有财产登记制度体系中没有考虑信托财产这一特殊财产类型，哪些财产应进行信托财产登记也没有明确。

3. 信托财产登记机构主体不明确

关于信托财产登记的规定，目前仅出现于《信托法》第十条中，但《信托法》第十条只是对信托财产登记问题进行了原则性规定，对于由什么机构负责信托财产登记、如何登记都没有明确规定，这就使得登记陷入无法操作的境地。近些年，监管部门尝试探索通过建立统一的登记平台来解决信托财产登记的问题。2016 年，在银监会的推动下，全国统一的信托登记平台——中国信托登记有限责任公司（中国信登）也正式成立。但是，中国信登主要承担的是信托产品及其受益权信息的登记职能，而不是《信托法》第十条中所指的信托财产登记。在我国目前的国情下，依托现有物

权登记体系开展信托财产登记是比较现实的选择，不过权属登记职能分散在不同政府机关，由于缺乏法律的明确规定，对信托财产进行登记并不在这些权属登记部门的职责和权力范围之内，其开展信托财产登记也存在无法可依的问题。

（二）建立信托财产登记制度的实践探索

近些年来，为了解决信托财产登记操作落地的困境，监管机构及信托行业也进行了持续的探索和努力，并将关注和行动的焦点放在了信托登记机构的落实上。

早在2006年，银监会就批准设立了上海信托登记中心（银监办发〔2006〕163号）。根据银监会的批准，上海信托登记中心主要负责《中华人民共和国信托法》规定的信托登记相关事务。登记中心的业务范围主要包括信托基本信息登记、信托财产登记、信托相关的信息披露与信息发布、信托登记信息的查询和证明服务等。但该登记中心在性质上是由上海市浦东新区政府设立的事业性、非金融中介服务机构，而非具有公信力的行政机构，且登记中心采取会员制，会员包括信托公司和其他金融机构，信托登记并未被赋予强制性登记的要求，这些都使得上海信托登记中心无法成为开展信托财产登记的合格主体。而随着十年后中国信托登记有限责任公司的设立，上海信托登记中心的职能被取代，其所未能承担的使命被寄托在中国信托登记有限责任公司身上。

2016年12月16日，全国统一的信托登记平台——中国信登正式成立。该公司是经国务院同意、由银监会批准设立并实施监督管理、提供信托业基础服务的会管非银行金融机构，由中央国债登记结算有限责任公司控股，中国信托业协会、中国信托业保障基金有限责任公司、国内18家信托公司等共同参股。中国信登定位为信托业的信托产品及其信托受益权登记与信息统计平台、信托产品发行与交易平台及信托业监管信息服务平台等三大平台，负责履行监管部门赋予的信托登记和其他相关职能。根据银监会发布实施的《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》，中国信登主要经营集合信托计划发行公示、信托产品及其信托受益权登记、信托受益权账户的设立和管理等七项业务。随着中国信登的设立以及2017年9月银监会正式发布实施《信托登记管理办法》，我国的信托登记制度正式建立，这将为信托制度在金融领域的健康发展提供重要的基础性制度平台，有助于提高信托金融产品的公信力，保障信托各方当事人的权益。但是，中国信登所开展的信托登记业务与《信托法》第十条中所规定的信托登记并不是一回事。虽然我们注意到，在《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》所规定的业务范围中，其中第七条为“提供其他不需要办理法定权属登

记的信托财产的登记服务”，但这个仅是针对的不需要办理权属登记的信托财产。这意味着《信托法》第十条所规定的需要办理法定权属登记的信托财产登记并不是其业务范畴，这主要是因为需要办理权属登记的财产应由国家法定的行政机构进行登记，如果这类信托财产的登记不在权属登记机关，权属机关就无从掌握信托财产的情况，信托财产的安全也得不到保障，在后面的第四章中我们会进一步详细分析这个问题。

表 1　　中国信登与上海信登的业务范围比较

	成立时间	业务范围
中国信登	2016 年 12 月	（一）集合信托计划发行公示；（二）信托产品及其信托受益权登记，包括：预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记等；（三）信托产品发行、交易、转让、结算等服务；（四）信托受益权账户的设立和管理；（五）信托产品及其权益的估值、评价、查询、咨询等相关服务；（六）信托产品权属纠纷的查询和举证；（七）提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务；（八）国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。
上海信登	2006 年	（一）信托基本信息登记；（二）信托财产登记；（三）信托相关的信息披露与信息发布；（四）信托登记信息的查询和证明服务；（五）信托登记与相关权益登记的研究、咨询服务；（六）促进信托产品标准化和流动性的相关业务；（七）其他业务。

由上可见，尽管为了推动信托财产登记制度的发展，作为信托行业监管机构的银监会从理论和实践上都进行了很多的探索，也取得了积极的成绩，但这距离建立真正意义上的信托财产登记制度还存在一定的差距，信托财产登记制度的完善还需要银监会联合法定权属登记机构来共同推进。

（三）信托财产登记制度不完善造成的不利影响

由于缺乏完善的信托财产登记制度和实施细则，无论是在营业信托还是公益慈善信托的业务实践中，都曾遇到过因无法办理信托财产登记导致业务夭折甚至出现风险事件、矛盾纠纷的问题，由此导致信托制度的功能优势和灵活性优势无法得到体现，信托业务类型单一，财产信托发展滞后，信托财产的交易安全也得不到有效保障，业务创新被抑制，这直接阻碍了信托制度在我国的运用。

1. 信托制度的功能优势无法得到有效体现

信托是一种财产转移和财产管理制度，信托制度的核心在于可实现财产所有权的分离，即受托人拥有财产的占有、使用和处分权（名义所有权），受益人拥有财产的

实质收益权，信托财产具有独立性。信托财产的独立性是信托制度的内在特性，也是信托制度的优势所在，正是因为这一制度优势，使信托具备了最具吸引力的功能——破产隔离功能。

根据《信托法》的规定，信托财产独立于委托人未设立信托的其他财产，也与受托人的固有财产相分离，信托一旦设立，其不因委托人或受托人任何一方的死亡、被解散、被撤销、被宣告破产而终止，除非委托人为信托的唯一受益人。因此，委托人拿自己合法财产设立信托，在信托存续期间，委托人破产，该信托财产不被列为清算财产，债权人是不能追及并要求用来清偿的。然而，由于信托财产登记制度的不完善，自 2001 年《信托法》实施以来，信托的这一破产隔离功能并未能发挥出它应有的价值。

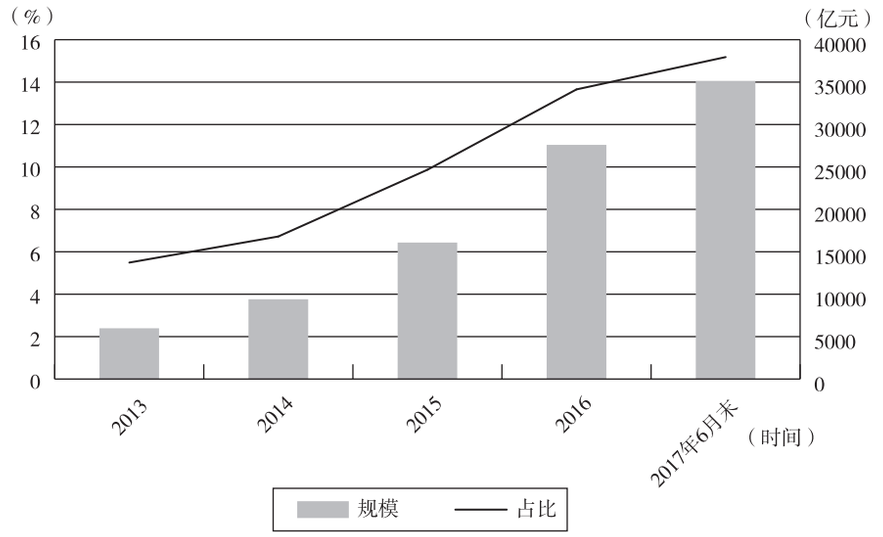
虽然信托财产的独立性是《信托法》所赋予的，自信托设立之初便产生，其与信托财产的公示是两个问题，但“物权的绝对效力不但要求对物权种类进行界定，而且要求物权的具体种类具有可识别性”，信托同理。信托财产的独立性要全面发挥其作用，不仅仅是对信托关系内部具有独立性，还需要通过公示使其对外产生公信力。由于信托财产登记制度的缺失，导致信托财产对外公示效力大大减弱，从而限制了其破产隔离功能的应用。

2. 信托公司财产信托业务发展滞后

纵观各国信托制度的发展，信托财产不应仅仅限定在资金上。从《信托公司管理办法》也可发现，可以设立信托的财产包括资金、动产、不动产、有价证券以及其他财产和财产权。然而在我国，由于信托财产登记制度的不完善，我国信托业务类型主要以资金信托为主，财产信托发展滞后。根据中国信托业协会发布的数据显示，虽然近些年财产信托的绝对规模持续增长，从 2013 年底的约 0. 59 万亿元增加到了 2017 年第二季度末的 3. 51 万亿元，但其在行业管理资产规模中的占比仍然只有 15. 18%，而且这其中绝大部分是以应收账款、信贷资产、信托受益权等财产权利设立的信托，直接以不动产、股权等设立的财产信托还非常少，这表明我国的信托业务类型还有待进一步丰富，信托的运用领域和范围还亟待拓宽。

（1）信托财产登记制度缺失导致本源业务滞后。信托财产登记制度的缺失使信托在破产隔离上的功能无法得到充分的保障。

从信托当事人的内部关系角度而言，没有进行信托登记，信托法律关系成立但尚未生效，无法产生法定的信托效果，信托财产的独立性并未得到法律的认可，委托人



数据来源：中国信托业协会。

图1　信托行业管理的财产权信托规模及占比

可因信托未生效而取回信托财产，受托人无权处分、管理信托财产，受益人也不享有受益权。从外部关系角度而言，因为信托尚未生效，受托人在与第三人交易信托财产的时候属于无权处分，委托人可根据民法上的无权代理和物权的追及力从第三人处要回信托财产。第三人也有权对尚未生效的信托财产主张权利，通过法律手段冻结、查封、保全委托人未进行信托登记的资产。

基于以上原因，以财富传承为主要目的，被视为信托本源业务的家族信托业务在我国的发展受到了极大的限制。特别是企业家以家族企业股权、不动产等财产设立信托的时候，因信托财产登记制度的缺失，无法受到法律的保护。企业家的个人资产与企业经营的风险无法通过设立财产信托来分割；家族财富无法通过设立财产信托来抵御来自婚姻变化、家族矛盾、外部纠纷的风险；通过财产信托的灵活设计来实现子女抚养、父母赡养、代际传承等目的的需求也无法实现，这也是目前信托行业内家族信托绝大部分都是资金信托的原因。

（2）非交易过户登记制度缺失导致金融创新滞后。由于信托财产登记制度的缺失，信托公司在开展业务时只能通过合同法或物权法意义上的转让来持有信托财产，在过户的税费上及登记机关的审批等方面都面临较大的障碍。

信托财产登记的目的与物权登记的目的不同，物权登记的目的在于将物权设立、变更、转移、消灭的状态公之于众，以便保护善意第三人的利益，而信托财产

登记的目的，主要是为了公示信托财产独立性，平衡受益人与善意第三人之间的利益，为其财产隔离的功能提供公信力。因此，其在设立过程中，如果采取普通物权公示的方式进行登记，会产生不必要的税负。例如委托人以自有的一套房产设立信托，如果采取物权登记的方式过户，会产生各种税费，这样增加了信托设立的成本，限制了不动产信托的发展。信托公司研究 REITs（房地产信托投资基金）已经很多年，但至今还没有推出一单真正意义上的相应产品，主要原因之一就在于信托财产登记的问题没有解决。按照国内现有的规定，若将房产物业装入财产信托中，需先交纳高昂的税费将房产过户到信托公司名下，而在海外的财产信托中，这类非交易性过户是免除税费的。

公益慈善信托在近几年得到越来越多的重视，并被视为信托公司的一项本源业务。公益慈善信托是和慈善捐赠并行的一种行善方式，最能体现信托制度的普惠性特点，用于设立公益慈善信托的财产可以是资金，也可以是股权、不动产等非货币财产，从欧美国家公益慈善信托的发展来看，以股权设立信托的例子较多。但目前国内的公益慈善信托绝大部分以资金设立，股权慈善信托至今仅推出了一单。由于我国不支持信托的非交易过户登记，以股权设立公益/慈善信托要视作转让行为并就公允价值超出原始成本的部分缴纳税费，这直接导致国内的一些企业家只能选择去境外设立股权慈善信托，这不利于信托制度在我国慈善领域的运用和推广。

3. 不利于维护市场交易安全

信托财产登记制度的缺失不利于维护市场的交易安全。交易安全可以从两个方面理解：一是委托人、受益人与受托人的内部信托关系层面；二是信托当事人与外部第三人之间的法律关系层面。在内部信托关系层面，信托财产独立于受托人的固有财产，对信托财产进行登记公示，有利于防范受托人在管理信托财产的过程中出现道德风险，防止受托人违背委托人的意思，擅自以自己的名义处分信托财产，从而最大化地保护受益人的利益。在信托当事人与第三人的外部法律关系层面，通过信托财产登记公示，外部善意第三人能够通过查询公示信息，得知信托财产的权利归属及状态，从而决定是否就该财产与相关交易对手进行交易，最大限度地避免委托人或受益人行使撤销权或者追索权，导致交易的不确定性增加。同时，对信托财产登记公示，有助于防止委托人通过设立信托逃避债务的行为发生，债权人可以及时对委托人不当设立信托行为提出异议，以保护自己的债权。然而，我国的信托财产登记制度仍处于立法空白阶段，极大地影响了信托财产的交易安全，给市场交易增加了不确定性因素。

三、境外信托财产登记制度

（一）境外信托财产登记制度情况

1. 英国的信托财产登记制度

信托制度起源于英国衡平法，英国的信托制度经过了几百年的发展，在制度体系上成熟发达。和大陆法系注重信托形式要件不同，英美法系中的信托更注重信托制度的本质内涵和原则，对于大陆法系的信托制度发展具有借鉴意义。

英国的信托法大部分体现在衡平法之中，信托法规范具体表现形式为判例。由于英美法系传统上对法律形式要件的要求不像大陆法系多，因此，关于信托财产登记的内容也并未显著体现于英国的信托制度中。在信托效力上，英国有著名的“三个确定性要求”，包括了目的的确定、信托财产的确定和受益人的确定。在对于第三人利益的保护上，则遵循衡平法的知情原则和善意买受人原则。基于此，英国的信托制度中并没有关于信托财产登记的专门规定。

考察英国的法律制度，与信托有关的登记制度散见于土地登记制度中。早期英国的法律制度中并不存在土地登记制度，因为所有的土地都是属于英国国王。1862 年，英国《土地登记法》（*Land Registration Act*）颁布，并在其中引入托伦斯登记制。1862 年英国《土地登记法》规定在伦敦地区所有的土地交易必须登记，而对于其他地方的土地交易则没有进行强制性要求，当事人可以自愿选择是否进行初次登记。1925 年英国对《土地登记法》进行了修改，将土地登记的强制性地区扩展到了所有的地区，规定在该法颁布之后发生的土地交易均须进行登记。

目前在英国，英格兰地区所有的土地都进行了登记。2002 年，英国新的《土地登记法》将已登记的土地上的权益划分为可登记权益、应通过登记处分的其他权益、可登记的其他权益以及具有优先力的非登记权益四种权益类型。托伦斯登记制度下，土地信托上的受益权属于次要权益。2003 年，英国的《土地登记规则》规定，已经登记土地的受托人必须向登记机关申请对该信托土地进行限制性登记，同时，登记机关也可以在特定条件下依照职权作出土地信托限制性登记。限制性登记保障土地的买受人在进行土地交易时可以按照限制性条件而登记为土地产权的受益人，这样就可以维护土地交易的安全。对于限制性登记的效力，依照 2002 年《土地管理法》的规定，如果当事人未进行登记的，则该信托权益不能对抗有偿交易的第三人。

2. 美国的信托财产登记制度

美国的信托制度来源于信托发源地英国，其法律渊源也与英国类似。但与英国不同的是，美国自20世纪之初的成文法运动促成了美国信托判例法与成文法并存的格局。信托成文法包括两部法典，分别是《信托基金法典》和《统一信托法》；信托特别法案有四个，分别是《信托公司准备法》《统一信托收据法》《投资公司法》和《信托契据法》。同时，美国于1935年出版了《美国信托法重述》，虽然其并不具备法律效力，但是其中蕴含的信托制度基本原则和精神对美国信托法的发展具有重要影响。

从信托财产登记制度来看，美国的信托制度中最具有相似性的是信托标注制度。信托标注制度是美国最主要的表征信托法律关系的制度，该制度具有公信力。在信托设立、变更或消灭时，受托人如果怠于履行标注义务，则将对交易第三人承担无限责任，并且信托不得对抗第三人。美国《统一信托法》规定受托人有标注信托财产的义务，受托人需要进行记录使得信托财产可以识别。美国的信托标注制度中，信托标注不仅要标注财产为信托财产，还应当标明该信托财产所属的信托法律关系。基于此，受托人需明确以受托人的名义持有信托财产，并且标注该财产是依据某特定委托人的意愿设立信托的信托财产，或者标注它是作为某一特定信托契约的受托人所持有的信托财产，也可以标注是作为特定受益人的受托人持有该信托财产。

3. 日本的信托财产登记制度

20世纪之初，信托传入日本。在大陆法系中，日本最早开展了信托立法，日本于1922年颁布了《信托法》和《信托业法》，在此基础上，日本几经修订这两部法典，形成了较完善并具有大陆法系特征的信托制度。

日本旧《信托法》中“信托的公告”制度是其信托登记制度的基础。日本旧《信托法》第三条第一款规定：“关于应登记或注册的财产权，在信托时如无登记或注册，则无法对抗第三者。”由该规定可以看出，日本信托登记采取的是登记对抗主义。应登记的财产权包括了所有权、地上权、永佃权、地役权、优先取得权、质权、抵押权、租赁权、买回权等不动产上的权利以及船舶上的权利、建设机械上的权利等设有登记制度的财产权；而应注册的财产权则包括了著作权、专利权、图案设计权、实用新型专利权、商标权、矿业权、渔业权、注册国债、注册公司债等设有注册制度的财产权。[①] 此外，日本旧《信托法》第三条第二款规定：“关于有价证券的信托，

① ［日］中野正俊．信托法判例研究［M］．北京：中国方正出版社，2006：71.

要按照敕令的规定在证券上标明属信托财产；关于股票和公司债券的信托，则要在股东名单或公司债券底账上明确记载属信托财产，否则，无法以此对抗第三者。”根据该规定，信托财产登记的范围包括了有价证券、股票和公司债券。但是这一规定在过去实践中带来很多问题，根据该规定，如果受托人开展证券投资信托，则每一次买入和卖出证券都需要在股东名单或公司债券底账上进行登记，在实践操作中增加了很多不必要的操作，使信托证券买卖的程序变得很烦琐。基于此，在新的日本《信托法》中，删除了旧法中第三条第二款的规定，对证券类信托财产不再专门要求履行标记或登记的手续。

日本的信托登记不仅存在于信托基本法中，其法院判例中也可看到对于信托登记的相关范例。根据日本法院的相关判例，财产的转移及其他处分的公示与信托财产的公示是相区别的，信托登记存在其自身的属性与意义。另外，日本的《不动产登记法》对不动产信托登记也进行了专门规定。日本《不动产登记法》最早于 1899 年颁布，在 2004 年进行了重新修订。在新修订完成的《不动产登记法》中，对信托登记的事项、信托登记的申请方式、信托设立登记、信托变更登记、信托消灭登记以及信托登记的申请人均进行了明确规定。信托登记的事项包括委托人、受托人、受益人、管理人以及受益人代理人的姓名或名称、住所；信托目的；信托财产的管理方法以及信托终止的事由。信托登记的申请方式中规定，信托登记申请必须与信托财产权利的变更登记同时进行。信托登记申请人中，根据该法的规定，除因信托财产权属转移需要委托人和受托人共同申请外，其余均由受托人申请信托登记。

4. 中国台湾的信托财产登记制度

中国台湾的信托立法是在参考日本信托法和韩国信托法的基础上制定的。关于信托财产登记的规定体现在台湾地区“信托法”第四条：以应登记或注册之财产权为信托者，非经信托登记，不得对抗第三人。以有价证券为信托者，非依目的事业主管机关规定于证券上或其他表彰权利之文件上载明为信托财产，不得对抗第三人。以股票或公司债券为信托者，非经通知发行公司，不得对抗该公司。

台湾地区于 1996 年颁布了“信托法”，之后针对以土地设定信托专门制定了“土地权利信托登记作业办法”，不过随着 2001 年台湾地区“土地登记规则”出台，该办法被废止，但其主要内容已经被融入“土地登记规则”之中，“土地登记规则”专门对土地权利因设立信托的登记事项进行了详细规范，其具体内容如下：

（1）信托登记主体。“土地登记规则”规定以土地权利设立信托，土地权利转移

登记与信托设立登记为同一书面程序，按照其“土地法”，台湾地区负责土地权利登记为地政管理机关，因此，地政管理机关也是信托登记的主管机关。

（2）信托登记形式。“土地登记规则”第130条第1款规定：登载事项除应于登记簿所有权部或其他权利部登载外，并于其他登记事项栏记明信托财产及委托人之身份资料。实践操作中，则是将信托内容以“信托登记，其内容如附件”之字样标明，再将该信托契约以附件的方式附加于登记簿上。

（3）信托登记的类型“土地登记规则”第九章对信托登记的类型做了详细的区分，包括信托设立登记、信托财产取得登记、涂销信托或信托归属登记、受托人变更登记和信托内容变更登记。

（4）信托登记方式的效力。台湾地区在信托公示制度方面采用公示对抗主义，即不登记不得对抗第三人。这里的第三人主要是指委托人、受托人、受益人、信托管理人（监察人）、信托财产管理人以外的其他任何人，特别是以各种方式与信托财产进行交易的人。

（二）境外信托财产登记制度对我国的借鉴

1. 英美法系信托财产登记借鉴的局限性

在英美法系中，依托于衡平法的信托制度与大陆法系的信托制度有着很大的差异。因为衡平法中没有绝对财产的概念，所有权并不是一个对世权利，仅仅是一个类似于占有这样的概念，因此，英美法系中的财产所有权是多元的。对于一项财产，在之上可以存在多个性质不同的所有权。基于这样一个法理，英美法系的信托制度中，受托人对于信托财产的所有权是基于普通法下的所有权，而受益人对于信托财产则享有衡平法下的所有权，两者可以同时并存。

在英美法系中，双重所有权的制度和衡平法下严密的责任架构使得信托的安全得到足够的保障，美国的信托制度中还特别规定了知情原则和追踪原则，也使得信托财产的安全得到保障，间接实现了信托财产登记的作用。另外，在英美法系中还存在私密信托制度，信托财产登记制度可能会与私密信托相冲突。

基于衡平法下受益人和第三人的利益已经得到了充分的保障，因此英美法系的信托制度中并没有专门设计的信托财产登记制度。在实践中，英国、美国以及澳大利亚等国家的信托制度中都不要求信托财产登记。

虽然英美法系中没有特别规定信托财产登记制度，但是从具体实践来看，信托当事人设立信托时也需要履行一些登记手续，但这些登记并不是大陆法系信托制度中的

信托财产登记。英美法系中的信托登记并不是以公示为目的的信托登记，其信托登记的出发点更多的是税收减免等因素。因此，英美法系的信托制度对我们开展信托财产登记制度的设计并没有多少可借鉴的，值得学习的在于其信托制度的本源性原则与精神，例如保护受益人、第三人等信托制度基本原则。

2. 大陆法系信托财产登记的可借鉴性

新的日本《信托法》蕴含了大陆法系国家信托制度的发展方向与基本原则，且日本以营业信托为主，与中国目前信托制度的发展现状相类似，日本的信托制度对中国具有较强的借鉴意义。中国台湾地区因为信托立法较晚，其信托法总结了其他大陆法系国家信托立法的经验和教训，其经验也值得学习。因此，在信托财产登记制度的设计上，日本和中国台湾地区的做法更具有参考意义。比如在日本和中国台湾地区，除了在《信托法》中对信托财产登记进行明确要求外，还在相关财产的法律法规中，针对以该财产或财产权利设立信托的登记事项进行专门规范，并依托已有的财产登记转移机关来办理财产的信托登记，而不是设立统一的信托登记机关，明确权属变更登记与信托登记在同一程序下进行，这样既可简化操作流程和节约操作成本，又可预防未来可能存在的冲突，使得信托财产登记的推行较为顺利，这些对于未来在中国完善信托财产登记制度具有较强的参考价值。

四、完善信托财产登记制度设计

（一）完善信托财产登记制度的必要性

作为一种财产法律制度，信托制度具有灵活性、安全性、独立性的优势。正如我们在前面说阐述的，在大陆法系国家，信托财产登记制度是构成完整的信托制度的一个组成部分，它直接影响信托的内部或外部关系，是信托财产独立性的保障，完善信托财产登记制度设计具有现实意义。

尽管信托制度引入我国已经有十多年的时间，我国信托业的发展从无到有，至今已经发展壮大至管理资产规模突破 23 万亿元，但是我国对于信托制度功能的运用还一直处于比较初级的阶段。过去，我国信托的运用主要局限于作为融资手段和理财工具，资金信托占据绝对的主流，信托在财产管理方面的功能优势尚未得到充分开发，这也使得社会对于信托的功能认知和意义还停留在非常浅的层面，直接导致相关立法机构对信托也不够重视。尽管理论界和实务界不断呼吁，但是由于没有来自需求层面的有力推动，政府部门推动信托财产登记制度建设的步伐非常缓慢。

不过，随着社会财富的积累、财富存在形态的多样化以及财产管理需求的复杂化，我国基于民法“一物一权”的单一财产制度已经无法满足社会财产管理的需要，充分利用和发挥信托这一新型财产管理制度的功能优势已成为必然趋势。信托公司目前已经意识到了要突破仅仅将信托作为融资和理财工具的狭窄运用范畴的限制，开始围绕信托制度的功能优势，拓展更多的信托本源业务，如家族信托、慈善信托、不动产信托投资基金、员工持股信托、养老信托等，这一方面使得信托在财产管理方面的功能得到了更多的展现，另一方面也进一步凸显出了建立和完善信托财产登记制度的必要性。建立和完善信托财产登记制度既是经济发展的现实需要，也是完善信托制度和功能，推动信托本源业务发展，保障交易和金融安全的需要。

（二）完善信托财产登记制度的具体建议

1. 信托财产登记的效力模式问题

对于中国《信托法》第十条所规定的“登记生效”条款，理论界及实务界的批评较多，这主要是因为登记生效过于严苛。从日本、韩国及中国台湾等大陆法系国家及地区来看，信托登记都是采取登记对抗主义。对于中国的信托登记应采取何种效力模式，主要有两种观点：一是认为应该借鉴日本、韩国及中国台湾的做法，将登记生效改为登记对抗，采取登记对抗主义更符合信托法理，也有利于发挥信托制度的灵活性优势；二是认为不能简单一刀切地适用登记对抗主义，特定财产的信托登记效力模式应与该财产的权属登记效力模式相适应，否则就会出现不必要的矛盾。[①]

对此，我们认为，信托登记采取何种效力模式，需要结合对信托登记的含义及功能的认识来分析。如果说信托登记的目的主要是对信托财产进行公示，受托人在依法办理财产转移登记之外，再办理一项具有生效效力的信托财产登记，其必要性是毫无疑问要受到质疑的。如果将信托财产登记理解为集财产转移登记及信托登记为一体的登记，即信托登记兼具确认信托财产权属转移及公示的功能，那么，信托登记采取与财产权属登记相同的效力模式具有其合理性，比如对于不动产，权属转移和信托登记都实行登记生效主义，知识产权的权属转移和信托登记都采用登记对抗主义，但不管财产权属登记采取何种效力模式，对信托财产登记一律采取生效主义则是完全缺乏合理性的。从日本及中国台湾的实务操作来看，信托财产的转移登记与信托事项的登记是在同一登记机构及同一程序下办理，但这两个登记行为在时间上还是有先后顺序

① 周梦峰．信托登记制度研究．2008：37.

的，即确认权属转移的登记在前，信托财产登记在后，在权属转移已经生效的情况下，信托财产的登记实行对抗主义即可，这样既不会影响信托关系的成立，又可实现公示信托财产的目的，保障信托财产的独立性和信托的灵活性。

不过，尽管信托登记采取什么样的效力模式是一个比较重要的问题，但耗费过多注意力在此问题上并无太大的必要。因为《信托法》的修改是一项复杂的工程，牵扯面比较广，需要很长的时间周期，信托财产登记的具体推行可以从更简单可行的环节去破局。另外，从实际操作来看，实行登记对抗还是登记生效主义在登记的具体操作流程上并无差别，因此，不需要将信托财产登记制度的推动建立在《信托法》修订的基础上，那样只会更加拖延其进程，关键是要将信托财产登记真正做起来，效力模式的问题可放在以后再考虑。

2. 明确信托财产登记的范围

信托财产是信托关系的核心，《信托法》中关于信托成立的要件要求设立信托必须有确定的信托财产且该财产为委托人合法拥有的财产。可用于设立信托的财产类型是多样化的，根据《信托法》第十条，“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。”目前，按照我国法律、行政法规规定，权属转移应当办理登记手续才能生效或对抗第三人的财产类型主要包括不动产，机动车辆、船舶、航空飞行器等特殊动产及知识产权，其具体的法律依据及登记效力模式如表 2 所示：

表 2　　法律法规规定需办理登记手续的财产类型

财产类型	财产登记的法律依据	效力模式
不动产	《物权法》第九条：不动产物权的设立、变更、转让和消灭，经依法登记，发生效力；未经登记，不发生效力，但法律另有规定的除外。《物权法》第十条：不动产登记，由不动产所在地的登记机构办理。国家对不动产实行统一登记制度。统一登记的范围、登记机构和登记办法，由法律、行政法规规定。 《不动产登记暂行条例》第五条：下列不动产权利，依照本条例的规定办理登记：（一）集体土地所有权；（二）房屋等建筑物、构筑物所有权；（三）森林、林木所有权；（四）耕地、林地、草地等土地承包经营权；（五）建设用地使用权；（六）宅基地使用权；（七）海域使用权；（八）地役权；（九）抵押权；（十）法律规定需要登记的其他不动产权利。	登记生效
特殊动产	《物权法》第二十四条：动产物权的设立和转让，自交付时发生效力，但法律另有规定的除外。船舶、航空器和机动车等物权的设立、变更、转让和消灭，未经登记，不得对抗善意第三人。	登记对抗

续表

财产类型	财产登记的法律依据	效力模式
股权	《公司法》第三十二条规定，“有限责任公司应当置备股东名册，记载下列事项：（一）股东的姓名或者名称及住所；（二）股东的出资额；（三）出资证明书编号。记载于股东名册的股东，可以依股东名册主张行使股东权利。公司应当将股东的姓名或者名称向公司登记机关登记；登记事项发生变更的，应当办理变更登记。未经登记或者变更登记的，不得对抗第三人。 《公司登记管理条例》第三十四条：有限责任公司变更股东的，应当自变更之日起30日内申请变更登记，并应当提交新股东的主体资格证明或者自然人身份证明。	登记对抗
知识产权	《商标法》第四十二条：转让注册商标的，转让人和受让人应当签订转让协议，并共同向商标局提出申请。转让注册商标经核准后，予以公告。受让人自公告之日起享有商标专用权。 《专利法》第十条：转让专利申请权或者专利权的，当事人应当订立书面合同，并向国务院专利行政部门登记，由国务院专利行政部门予以公告。专利申请权或者专利权的转让自登记之日起生效。	登记对抗

根据《信托法》的要求，上述不动产，知识产权（专利权及商标权），机动车辆、船舶、航空飞行器等特殊动产应在信托财产登记的范围内，对于股权是否需要登记，则需要区分是有限责任公司还是股份有限公司。

根据《公司登记管理条例》规定，有限责任公司的股东身份证明依赖于公司登记机关（工商行政管理部门）具有法律效力的登记记载，有限责任公司的股东名称或姓名应向公司登记机关登记，股东发生变更应通过公司登记机关办理股权变更手续，未经登记或者变更登记的，不得对抗第三人。虽然，在公司登记机关进行的登记为工商登记，不是股权权属登记，但是公司登记为股东身份的对抗证据，因此，根据《信托法》第十条的规定，以有限责任公司股权设立信托的，应当办理信托财产登记。股份有限公司的股份采取股票的形式，根据《公司法》第一百三十九条规定，“记名股票，由股东以背书方式或者法律、行政法规规定的其他方式转让；转让后由公司将受让人的姓名或者名称及住所记载于股东名册。第一百四十条规定，“无记名股票的转让，由股东将该股票交付给受让人后即发生转让的效力”。根据《公司法》，股份有限公司的非发起人股东并非工商登记事项，股份有限公司股份权属转移的生效要件为股东名册变更或交付，也就是说法律法规并未规定股份有限公司的股份变更必须去公司登记机构登记才可对抗第三人，因此，理论上来看，根据《信托法》，以股份有限公司的股份设立信托，不需要进行信托财产登记。

不过，针对以上市股份有限公司的股份设立信托的登记问题还需要专门讨论一下。从境外来看，一般是对证券信托的登记问题进行专门的特别规定。如日本的旧

《信托法》第三条第二款曾规定：关于有价证券的信托，要按照敕令的规定在证券上标明属信托财产；关于股票和公司债券的信托，则要在股东名单或公司债券底账上明确记载属信托财产，否则，无法以此对抗第三者，但由于证券投资类信托的交易频率较高，信托登记造成了较多的麻烦和不便，因此，日本新的《信托法》中已经取消该项规定，不再要求证券信托进行信托财产登记。但在中国台湾地区“信托法”中，其第四条仍然专门规定，以有价证券为信托者，非依目的事业主管机关规定于证券上或其他表彰权利之文件上载明为信托财产，不得对抗第三人。按照中国《证券法》以及《证券登记结算办法》第二十九条规定，证券在证券交易所上市交易的，证券登记结算机构应当根据证券交易的交收结果办理证券持有人名册的变更登记。《证券登记结算办法》第一百六十条规定，“证券登记结算机构应当根据证券登记计算的结果，确认证券持有人持有证券的事实，提供证券持有人登记资料”。结合《信托法》，以证券设立信托可以纳入信托财产登记的范畴，但是借鉴日本的经验教训，我们认为，应根据实践的需要对不同目的的证券信托进行区分对待。如果该证券信托设立的目的是以获取证券买卖价差为目的，证券交易的频次比较高，强制要求对证券进行信托财产登记就没有必要；如果该证券信托设立的目的是持有并管理，比如以股票设立员工持股信托或是慈善信托、家族信托等，股票持有期至少在一年以上，则应办理信托财产登记。

根据《信托法》第十条的规定，信托财产登记的范围应与物权法律法规要求进行登记的财产类型基本一致，不过，这也并不是说，进行权属登记的物权范围与信托财产登记的范围完全等同。比如根据《物权法》及其他相关法律法规，无论是动产还是不动产的抵押权都需要经登记才能对抗第三人，那么以抵押权设立信托也要进行信托财产登记，但是实际上，只有独立物权才可以设立信托，抵押权只是从属物权，抵押权虽然按照法律法规规定需要进行登记，但它不能作为信托财产，也不是信托财产登记的范围。

另外，对于信托财产的登记范围，也有观点认为信托财产登记是为了表彰信托财产的独立性，其他法律法规没有要求进行登记的非货币类财产也应纳入信托财产登记的范围，比如实践中开展的艺术品信托、实物信托（黄金信托）以及应收账款信托等。我们认为这一观点存在明显的问题。灵活性是信托的重要优势之一，将那些原本不需要进行权属登记的财产类型纳入强制登记的范围，只会徒增业务环节和实施成本；另外，在信托财产登记生效模式下，如果受托人没有及时履行登记义务，会导致

信托关系无效，但信托财产本身已经交付即生效，这种矛盾冲突就可能会导致受益人的利益受损，而此项风险在不需登记的情况下，本来是不存在的。信托财产登记的目的是为了更好地保障信托当事人及相关第三方的利益，不能因为登记而抹杀了信托的优势，作茧自缚，阻碍一些原本可以开展的信托业务，不利于信托的发展。

3. 选择现实可行的信托财产登记方式

目前，学术界和实务界对于信托财产登记方式和登记机构的选择，主要有两种方案：一是建立专门的信托财产登记平台，进行集中统一登记；二是依托现有的物权权属登记机关，分别进行信托财产登记。我们认为，信托财产登记方式和登记机构的选择主要取决于对信托登记含义及功能的理解。广义的信托财产登记包含权属转移登记和信托财产登记两个环节；而狭义的信托财产登记仅指对信托财产进行登记公示，表明该项财产为信托财产。如果是基于狭义的理解，设立专门的信托财产登记平台在理论上是可行的；但不管是基于广义还是狭义的理解，依托现有的权属登记机关进行信托财产登记在我国更具现实可行性。

（1）集中统一登记。这种模式是指设立专门的信托登记机构，统一负责所有类型信托财产的登记事项，实现对信托财产信息的全覆盖。集中统一登记的优点在于可以建立统一登记规则和标准，也便于对信托财产登记信息进行集中管理，能够解决我国权属登记分散在各地不同政府机构、登记标准不统一、登记信息分散的问题，无论是何种类型的信托财产，信托当事人只需要在这一个机构进行登记即可，无须周旋于不同登记机构，业务开展会比较便利，效率也会比较高。因此，如果能从国家层面设立一个统一的、全国性的信托登记机构，经法律认可其登记效力可对抗第三人，实现信托登记的功能，这无疑是最为理想的模式，这不仅便于信托当事人开展相关业务，也有助于政府掌握信托财产的整体情况，更好地进行社会管理。

但是，设立专门的信托财产登记机构的前提是国家要充分意识到设立这样一个机构的必要性，而且这个机构应该是行政性质的机构，因为它承担着向社会进行信托财产公示的职能，必须具备公信力。不过，目前来看，国家层面对完善信托财产登记制度的重要性的认识还没有达到推动建立专门的信托财产登记机构的程度。有观点认为银监会新设立的中国信登或可作为信托财产登记的专门机构。我们认为，中国信登不具备作为统一的信托财产登记平台的基本条件，这主要基于以下三个方面的原因：

一是《信托法》第十条所指的信托财产登记并不在中国信登的业务范围之列。根据国务院批复的《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》，中国信登主要经营

集合信托计划发行公示、信托产品及其信托受益权登记（包括预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记等及信托产品发行、交易、转让、结算等七项业务，其中第七项业务为“提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务”，《信托法》第十条中所指需要办理法定权属登记的信托财产的登记并不属于其业务范畴，除非未来国务院批准对《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》进行修订，将需要办理法定权属登记的信托财产的登记纳入中国信登的业务范畴。

二是不动产、车辆船舶等需要办理权属登记的财产都是由国家法定的行政管理机关负责办理登记，在信托设立、存续及终止等各个环节，如果涉及此类财产权属的变动，理应由相关的行政机构来办理权属登记，由它们同时办理信托财产登记也顺理成章。如果要将信托财产登记交由其他专门设立的登记机构来统一办理，信托财产的权属变动登记和信托财产登记就会脱节，考虑到信托财产实行登记生效主义，需要确保权属变动信息的真实性、准确性和有效性，这就要求该信托登记机构要与全国各地法定权属登记机构之间的信息系统进行对接，实时共享互通，以确保申请人所登记事项的真实性和准确性和双方的信息同步更新，否则权属登记机关就无法掌握信托财产登记的情况，财产随时会发生转移，信托财产的安全就无法得到保障，但要使中国信登和各地权属登记机关之间做到这样无缝的系统对接是很困难的，不仅实现难度大，还费时费力，需要增加较多额外的运营成本。

三是信托财产登记制度应针对所有类型的信托业务，包括营业信托、公益慈善信托和民事信托，为了确保信托财产登记信息的公信力和权威性，将信托财产登记指定给具有行政机关性质的机构负责较为合理。中国信登的组织形式为有限责任公司，股东中包含 18 家信托公司，为营业性质的非银行金融机构。从机构性质和职能定位来看，中国信登似乎都不宜承担信托财产登记的职责。

（2）依托现有财产登记部门进行分散登记。鉴于设立专门的信托登记机构的必要性和可行性都比较低，依托现有的权属登记机构进行信托财产登记则显得更为现实。采用这一登记模式，主要还是基于对信托财产登记双重性的认识，即信托财产登记包含财产权属转移登记和信托设立（变更）登记两重行为，前者是具体的，后者是抽象的存在。在大陆法系的日本、韩国及中国台湾都是采取这一模式，它们都没有设立专门的信托登记机构，而是依托已有权属登记机关进行信托财产登记，无论从运营成本、便利性、还是公信力的角度来看，这一模式的优势显而易见，实际上相当于在现有物权登记制度体系中加入信托财产这一特殊财产类型。

如果我国也采纳这一模式，那么，以房屋设立信托时，应于地方不动产登记机构办理信托登记；以有限责任公司股权设立信托的，应在地方工商行政管理局办理登记；以知识产权作为信托财产的，应于地方知识产权主管机构办理登记；以机动车车辆、船舶、飞行器等特殊动产作为信托财产的，应分别在登记地车辆管理所、地方海事管理局、民用航空管理局办理信托财产登记。

但是由于目前我国除了《信托法》对信托财产登记进行了规定外，并没有出台其他配套的法规来明确信托财产登记具体应如何操作，登记范围、登记机构、登记规则等都不明确，这就使得信托登记根本无法落地操作。因此，要依托现有权属登记机关开展信托财产登记，还需要解决两大实际问题：

一是信托财产登记授权的问题。目前，各权属登记机构的登记职责范围很明确，但由于信托登记并不在它们登记授权权限范围内，各登记主管机构都无法受理信托财产登记的申请。因此，未来还需要推动国家层面明确授予各权属登记机构在其登记范畴内开展信托财产登记的权限，协调各权属登记主管部门将信托财产纳入现有的登记规则体系之中来。

二是信托财产登记的规则制定问题。登记规则的制定有两种方案：其一是在国务院的层面推动制定专门的《信托财产登记条例》，明确信托财产登记的范围、登记机构和登记规则，各权属登记机构以此为依据办理信托财产的登记，这是最简单有效的方法；其二是由各权属登记机构在已有的登记制度规则中，增设信托财产登记的相关规则。

如果能够从国家层面出台一个统一的《信托财产登记管理办法》，无疑是最理想的，但要促使国家出台这样一个专门的法规，需要有来自社会需求层面的有力推动，要使国家充分认识到信托制度在财产管理中的独特作用，希望拓宽信托的运用范畴。从目前信托在我国社会中的影响力、社会对信托的认识以及国家对信托的重视程度来看，要达到这个层面还存在一定难度。第二种方案要全面实行的难度也较大，由于我国的物权权属登记分散在不同登记机构，各自都形成了相对成熟的登记规则体系，如果要由各权属机构分别制定信托财产登记规则，则需要与这些权属登记部门进行一一协调。比较可行的方案选择是从设立信托的需求比较旺盛的财产类型比如不动产、股权开始，先推动相关的国土资源部和国家工商行政管理局等政府部门将信托财产登记纳入到现有登记体系中，然后再逐步拓宽至知识产权、特殊动产等其他财产类型。从日本、韩国及中国台湾等国家和地区来看，它们也没有制定专门的信托财产登记办法，而是在现有物权登记规则体系下增加信托财产登记的规定。例如，日本《不动产

登记法》第九十七条、第九十八条对不动产信托登记的事项范围、登记方式和登记类型进行了详细规定，中国台湾的“土地登记规则”也对土地权利信托登记事项进行了专门规定。由于我国的信托法律体系与信托发展实践与上述国家和地区比较接近，因此，在我国依托现有的权属登记机构进行信托财产登记具有较强的可行性。

4. 规范信托财产登记申请主体

信托财产登记申请主体是指应履行信托登记申请义务的主体，中国《信托法》没有对登记申请的主体进行规范。从境外国家及地区的实践来看，一般都倾向于将登记申请的义务施加于受托人身上。如中国台湾“信托业法”第二十条规定：信托业接受以应登记之财产为信托时，应依有关规定为信托登记。信托业接受以有价证券为信托者，应依目的事业主管机关规定，于证券上或其他表彰权利之文件上载明为信托财产。信托业接受以股票或公司债券为信托者，应通知发行公司。

在登记生效模式下，信托登记关乎信托生效，而在登记对抗下，信托登记关乎后续信托财产的安全，由于信托财产是信托的核心，无论登记的效力模式如何，都应明确信托登记的申请义务人。

在中国，信托公司是专营营业信托业务的机构，作为专业受托人，信托公司在为受益人的利益或者特定目的管理、处分信托财产时，负有诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。由于信托财产登记关系到信托的效力和信托财产的安全，信托公司作为受托人，申请办理信托财产登记是其受托职责所在。由于中国没有类似日本、中国台湾的《信托业法》，因此建议可在《信托公司管理办法》中对信托公司的此项业务做出如下规定，“信托业接受以应登记之财产为信托时，应依有关规定办理信托财产登记”，另外还需要明确“在信托公司违反规定没有及时履行登记义务的情形下，应由其对所造成的信托财产损失承担赔偿责任。”

在公益及慈善信托中，由于该类信托涉及社会公众利益，信托受益人是不特定的，其对于受托人的责任义务的要求比营业信托、民事信托更高，因此也应在相关法律中明确规定受托人为信托财产登记的申请义务人。对于公益信托，应在后续《信托法》修法中，在公益信托的章节中规定受托人的登记义务；对于慈善信托，则应在《慈善法》或是未来出台的《慈善信托管理办法》中明确慈善信托的受托人应履行信托财产登记的义务。根据《慈善法》的规定，慈善信托的受托人可以由慈善组织或信托公司担任，未来以股权、不动产等非货币财产设立慈善信托的潜在需求会比较多，应明确规定两类受托人办理慈善信托财产登记的义务。

作为信托设立的发起人，委托人应配合受托人进行信托财产的权属转移登记及信托登记。对于委托人而言，信托登记是信托财产安全和信托目的实现的保障，协助受托人办理信托登记是毫无疑义的，出于保障信托目的实现的需要，委托人应督促受托人办理信托登记事项。在民事信托中，受托人一般是委托人选取自己信任的自然人担任，委托人和受托人在主体性质上无差别，不一定要将信托财产登记申请的义务强加于受托人身上，而是可以由双方根据信托设立的需要自由决定，由一方或是两方共同提出申请。

另外，受益人也可以作为信托财产登记的申请人。例如，在信托终止环节，受托人将信托财产转移给受益人，受益人办理财产权属登记的同时，可申请办理信托财产注销登记。

5. 明确信托财产登记的内容要求

信托财产登记包括信托财产本身的登记以及信托内容登记。在依托现有权属登记机构进行登记的模式下，信托财产本身的登记和权属登记在同一程序下进行，即在将财产权转移至受托人名下后，在权利凭证及权属登记簿上注明“信托财产”的字样，以表明其为受托人受托管理的信托财产，以区别于受托人的固有财产。另外，在对信托财产进行登记公示的同时，为了便于信托当事人及相关第三方或是监管机构了解该信托财产的具体情况，知悉其背后的信托关系，应设立信托专簿，对信托内容事项进行登记。信托内容登记的事项应包括：①委托人、受托人、受益人的姓名或名称和住所；②信托目的；③约定的信托财产管理方式和受托人权限；④信托期限和终止事由；⑤信托终止时的信托财产归属。但上述信托内容登记的事项应不在公示范围内，应设置有限的查询权限。

信托财产的登记问题涉及信托运作的整个环节，不过，在中国的《信托法》第十条，有关信托登记的规定只是针对信托设立，对于信托存续期间买入的信托财产、信托结束时的信托财产变动是否要进行登记没有涉及。而从日本及中国台湾地区有关信托登记的具体制度来看，信托财产登记一般贯穿信托的整个运作周期。例如，在日本的《不动产登记法》中，明确信托登记分为信托设立登记、信托变更登记、信托消灭登记三种情形。[①] 未来制定信托登记的操作规则时，中国也应明确信托设立、变更及终止时都需要进行信托财产登记，不同情形下，信托财产登记的内容分别为：

① 日本《不动产登记法》第一百条、第一百零一条、第一百零二条和第一百零四条。

一是信托设立时的信托财产登记。在信托设立时，委托人向受托人转移信托财产的同时，将该财产登记为信托财产。

二是信托存续期间的变更登记。变更登记包括信托财产权利变更登记和受托人变更登记、信托内容变更登记。信托财产权利变更登记是指在信托存续期间，受托人买入或卖出信托财产应办理的登记，例如以信托资金买入股权或是不动产，也需要在权属变更登记时进行信托财产的登记，反映信托财产的形态变化。受托人变更登记是指在信托存续期间，如果受托人发生变更，信托财产转移至新的受托人，也需要由新受托人重新办理信托财产登记。信托内容变更登记是指除权利变更事项以外的信托合同的内容变更。

三是信托终止时的信托财产登记。信托终止时，信托财产需按照信托合同约定进行处置，如果将信托财产直接转移给受益人，那么该财产就不再是信托财产，而变为受益人的一般财产。此时，主要是做信托财产的注销登记，表明将财产已经不再是信托财产。

五、信托财产登记制度试点建议

（一）开展信托财产登记试点的基本原则

开展信托财产登记试点是推动信托在我国财产管理领域得到更广泛运用及保护现实交易安全的需要。而从信托行业的角度来看，发挥信托制度优势，拓宽信托的运用领域，围绕信托本源进行业务创新，更好地促进家族信托、慈善信托以及 REITs 等创新业务的发展，推动行业转型，这些都要求进一步完善信托制度，因此，推进信托财产登记制度的试点具有现实性、必要性和紧迫性。

信托财产登记试点方案的设计需要遵循两个原则：一是可行性原则；二是需求驱动原则。可行性是指试点方案应尽可能在现有法律法规可支持的框架下进行设计，尽量减少冲突和障碍，求同存异，这样才能有效说服监管机构以及地方政府支持试点的开展。需求驱动则主要是从委托人的角度来看，对于哪些类型的非货币财产具有强烈的设立信托需求，委托人发起是信托关系的起点，推进试点应针对实际需求，解决痛点。

（二）信托财产登记试点具体方案的设计

基于上一部分对完善信托财产登记制度的分析，从可行性的角度来看，依托现有

财产权属登记机构开展信托财产登记试点是更具操作性的方案。按照法律法规，目前我国需办理登记的财产类型主要包括不动产、特殊动产、知识产权（商标权和专利权）、股权（有限责任公司）。由于现有的财产登记管理办法中都没有考虑信托财产登记的事项，因此可以按照需求驱动的原则，重点选择一至两类财产，由银监会向国务院申请协调相应的主管部委，对现有的财产登记管理办法进行修改，增加信托财产登记的操作细则。

目前，我国的财产登记分散在不同登记机构，各自都形成了相对成熟的登记制度和规则，比如之前房屋所有权属登记由住建部制定的《房屋登记办法》进行规范，建设用地使用权的登记遵照《土地管理法》的规定，直到 2015 年 3 月 1 日《不动产登记暂行管理办法》正式实施及此后《不动产登记暂行条例实施细则》出台，我国才正式针对不动产实施统一登记制度；而商标权及专利权的登记则分别由《商标法》《专利法》进行规范；公司股权的登记由《公司登记管理条例》进行规范；船舶权属登记由国家海事局制定的《船舶登记条例》进行规范；机动车权属登记则应遵照交通部制定的《机动车登记规定》，如果要由各登记管理机构制定信托财产登记规则，则需要与这些登记部门进行一一协调，要全面推进所有财产类型的信托登记试点难度非常大。

从信托业务需求的角度来看，实践中，股权、不动产这两类财产的体量非常庞大，潜在的财产管理及传承方面的需求比较旺盛，以此类财产设立信托的需求将日益增多，因此，信托财产登记试点可以优先选择不动产和股权来重点推进，然后再扩展至其他财产类型。

1. 不动产信托登记试点

就不动产信托登记而言，我们在前面已经进行了介绍，日本和中国台湾地区都已经建立了成熟的不动产信托登记制度，日本的《不动产登记法》专门对不动产的信托登记进行了详细规定，中国台湾地区的“土地登记规则”对土地权利信托登记进行了详细规定，其土地权利转移登记与信托财产登记在同一程序下进行。基于与日本、中国台湾地区相同的法律体系和信托运用实践，在中国建立不动产信托财产登记制度具有可行性。

2015 年 3 月 1 日，我国的《不动产登记暂行条例》正式实施，该条例整合吸收了土地登记办法、房屋登记办法等有关内容，标志着对不动产统一登记制度正式实施。《不动产登记暂行条例》本身并未将不动产信托登记纳入规范的范围内，不过之

后制定并于2016年1月1日正式颁布实施的《不动产登记暂行条例实施细则》还是为不动产信托登记预留了口子。《不动产登记暂行条例实施细则》一共108条，其中第一百零六条规定，“不动产信托依法需要登记的，由国土资源部会同有关部门另行规定”，这实际上相当于国土资源部认可了将不动产信托登记纳入其管辖的范畴，但由于国土资源部本身的工作重心不在此，后续要真正开展不动产信托财产登记，还亟待银监会等相关部门联合国土资源部来共同推动。基于实行不动产统一登记的利好背景，我们建议后续可由银监会发起，联合国土资源部一起研究开展不动产信托登记的具体路径和方案。

就具体方案设计而言，由于《信托法》并未明确要求设立信托时，委托人应向受托人转移信托财产，加之我国信托税制缺乏，转移不动产涉及高额的税负，为了增加推进不动产信托登记制度建立的可行性，按照信托财产权是否发生转移，对不动产信托登记可以有两种制度设计：一是如果信托财产权发生转移，应当首先办理不动产权利转移登记，同时办理信托财产登记。在此种情形下，信托财产权登记到受托人名下，为其发放不动产权属证书，而给受益人发放不动产登记证明。二是如果信托财产权不发生转移，则直接办理信托登记，信托财产的所有权仍然在委托人名下，但要在不动产登记簿上登记该财产为信托财产和信托事项，并在委托人的不动产权属证书上标注该财产已设立信托，为“信托财产”，同时为受托人发放不动产登记证明，用于证明受托人拥有该不动产的管理、运用及处分权限。[①]

考虑到我国目前没有专门的针对信托设立环节的税收政策，以不动产设立信托，委托人向受托人转移财产权属将视同销售，需要缴纳营业税、契税及所得税（根据我国税法相关规定，转移不动产所有权根据具体情况，需要缴纳1.5%或者3%的契税，根据不动产持有年限需要区分是否缴纳营业税，还需要缴纳不动产增值部分的20%作为所得税），不动产转移中的这些高额税负使得理性经济人一般不会选择以如此高的成本来设立不动产信托，考虑到信托税制问题非常复杂，且短期内解决的难度很大，因此就目前而言，第二种制度设计可能更符合中国的实际。

落实到具体推动层面，我们建议后续可由国土资源部制定专门的部门规章性质的《不动产信托登记管理办法》，并联合银监会一起发文正式推进不动产信托登记。在《不动产信托登记管理办法》中，需明确以不动产设立信托，应在各地不动产登记机构办理登记，不动产信托登记应包括不动产信托设立登记、变更登记和终止登记等信

① 蔡卫华，陈敦．探索建立不动产信托登记制度［J］．中国土地，2016（3）．

托运行各环节。信托财产登记与不动产权属登记应在同一程序下进行（信托财产转移的情形），或是参照不动产抵押登记的程序进行登记（信托财产不转移的情形）。办理不动产信托登记时，不动产登记中心应于所有权登记簿其他登记事项栏标注该财产为“信托财产”，并另设信托登记簿页记录信托的主要内容事项，包括委托人、受托人、受益人的姓名或名称、住所，信托目的，信托财产管理方式，信托期限，信托终止事由等。

不管信托财产是否转移，对于登记机构而言，不动产信托登记的实施其实并不复杂，可以借鉴不动产抵押登记的规定和操作流程来办理，这样不会对现行登记制度造成冲击，也不会带来额外的麻烦。不动产信托登记完全可以依托现有的一套登记操作流程来做，已有的登记申请表和证书、证明样式都不需要做大的改动即可使用。不动产登记簿是活页形式，抵押登记就专门设了一页，可以新设一页作为信托登记簿页，这样可以节约不动产信托登记办理的成本，有利于不动产信托登记制度的顺利推行。如果不动产权属要进行转移，则权属转移登记应和信托登记在同一程序下进行，如果不进行权属转移，则直接办理信托财产登记。

不动产信托登记的具体程序为：①申请。不动产信托登记应由委托人和受托人共同申请；②提交申请材料，主要应包括登记申请审批表、委托人和受托人的身份证明材料、不动产权属证书、信托合同文件以及法律法规要求的其他材料；③受理及审查。登记机构受理申请人的申请并审查申请材料的完整性和真实性；④登记入簿。在不动产权利登记簿中单独设页记载该不动产为信托财产，登记机构应另设信托专簿，对信托的具体事项进行记载并保留信托合同复印本作为附件；⑤发证。发放不动产权利证书和不动产登记证明。

不动产的范畴比较广，包括集体土地所有权，房屋等建筑物、构筑物所有权，森林、林木所有权，土地承包经营权，建设用地使用权，宅基地使用权等，但实践中具有设立信托需求的不动产类型主要为房屋所有权，可以选择将房屋信托登记作为不动产信托登记的试点突破口。不过，房屋又分为住宅、办公楼和商业营业用房三类，从现实可行性的角度考虑，不动产登记试点应优先选择从办公楼及商业营业用房开始，住宅开展的难度和阻力会比较大。这主要是因为自 2015 年以来，我国一二线城市及部分三四线城市的住宅类房屋价格大幅大涨，目前我国正在大范围实施限售限购等政策进行楼市调控，涉及住宅财产权属转移的问题比较敏感；而办公类、商业营业用房则不触及政策敏感领域，而且国家在政策上鼓励开展不动产 REITs 等房地产金融产品

创新，尤其是支持发展住房租赁类 REITs，以此帮助盘活存量资产，促进房地产市场平稳健康发展，选择以办公类、商业类房屋作为不动产信托登记试点在政策上更容易获得支持。信托公司在开展信托型 REITs 业务上具有制度优势，但由于信托税制和信托财产登记制度的缺失，信托计划直接持有不动产存在着税负过高和无法办理信托财产登记的问题，由此导致我国信托型 REITs 发展非常滞后。因此，我们建议国土资源部可以在全国范围内，先行开展办公楼、商业营业用房的不动产信托财产登记试点，然后在此基础上，总结试点经验，进一步完善不动产信托登记管理办法，并在未来正式的《不动产登记条例》或是《不动产法》中将不动产信托登记事项明确纳入法律规范的范畴之中。

2. 股权信托登记试点

以股权设立信托能够实现所有权和经营权的分离，有助于保持企业股权结构的稳定和保障企业持续经营，信托公司在开展业务的过程中，尤其是拓展家族信托及慈善信托业务时，经常会遇到客户以股权设立信托的需求。但由于目前我国的《公司登记管理条例》中没有对以股权设立信托的登记事项进行规范，实践中无法办理股权信托的信托登记业务，这在一定程度上阻碍了股权信托业务的发展。

对于股权信托，应区分公司的类型来进行股权信托登记试点的设计。如果是有限责任公司的股权，根据《公司登记条例》的规定，应在工商行政管理部门办理股权变更登记，未经登记或者变更登记的，不得对抗第三人。因此针对以有限责任公司股权设立信托的情形，建议由银监会向国务院提出申请，协调国家工商行政管理总局，参照《工商行政管理机关股权出质登记办法》，制订部门规章《工商行政管理机关股权信托登记办法》，明确以有限责任公司股权设立信托时，应在股东名册上标注其为受托人持有的信托财产，并在工商行政管理机关办理股权变更登记时办理信托登记，即在公司登记簿上标注该股权为信托财产。股权信托登记具体包括以下要点：

表 3　　股权信托财产登记制度设计

登记事项	登记类型	登记申请人	申请材料	登记
（1）委托人和受托人的姓名和名称； （2）信托登记的公司名称； （3）设立信托的股份数额	（1）设立登记； （2）变更登记； （3）注销登记	（1）设立及变更登记应由双方共同申请； （2）注销登记可由受托人单方提出申请	（1）信托合同 （2）有限责任公司股东名册复印件（需加盖公司印章）； （3）委托人和受托人的身份证或是主体资格证明	（1）登记机关对登记申请应当场办理登记手续并发放登记证明；（2）登记证明加盖登记机关的信托登记专用章

如果是以上市的股份有限公司股份设立信托，则应该在证券登记结算公司进行信托登记。根据《证券登记结算办法》，证券以协议转让、继承、捐赠、强制执行、行政划拨等方式转让的，证券登记结算机构根据业务规则变更相关证券账户的余额，并相应办理证券持有人名册的变更登记。证券因质押、锁定、冻结等原因导致其持有人权利受到限制的，证券登记结算机构应当在证券持有人名册上加以标记。参照上述操作，建议由银监会协调证监会对《证券登记结算办法》进行修订，增加对以证券设立信托进行信托登记的事项，在办理证券持有人名册变更登记时，应在证券持有人名册上标记该股票为信托财产。

开展股权信托登记试点，可以股权类慈善信托作为突破口。根据《证券非交易过户业务实施细则》规定，向经省级（含）以上民政部门或经受赠方基金会的业务主管单位确认的境内基金会捐赠上市公司股权，可以在中国证券登记结算公司办理股权的非交易过户。由于慈善信托是和慈善捐赠并行的一种新型慈善方式，未来应参照慈善捐赠，允许慈善信托办理股权的非交易过户。另外，根据财政部的新规，在股权捐赠中，股权可以按照账面价值进行估值，这样股权捐赠就不需要就增值部分缴纳所得税，未来如果针对慈善信托的税收政策出台，也应会给予股权类慈善信托同等的税收优惠待遇。在解决了非交易过户和税收的问题后，股权型慈善信托的登记问题就显得相对简单，只需要在工商登记部门的公司登记簿及股东名册（有限责任公司）或是证券结算公司的证券持有人名册（上市公司）上标记为信托财产即可。

（三）开展信托财产登记试点需要关注的问题

1. 信托财产登记与信托私密性的关系问题

信托具有灵活性、私密性、风险隔离的优势，这是信托在财富传承及财富管理中受到青睐的主要原因。委托人可以根据自身的需求定制信托构架，满足其在财富传承及管理方面的个性化诉求，而大多数时候，委托人并不希望这些安排为其他人所知。如果实行强制性的信托财产登记制度，信托财产需要对外公示，并且信托的内容事项也需要在信托专簿中进行记载，这将暴露委托人的意图和信息，从而使得信托失去私密性的优势，可能会导致一部分委托人放弃设立信托的想法。因此，未来在开展信托财产登记制度试点的过程中，在发挥登记的公示功能的同时，还需要注重保护委托人及受益人的隐私，在信托专簿登记事项上简化要求，并在信托财产信息的查询权限上设置要求，如信托专簿信息的查询权限仅对信托当事人、相关第三方开放申请。开展

信托财产登记试点，应区别信托财产本身的“公示”和信托内容登记，信托内容的登记主要是为了便于信托当事人、相关第三方以及司法机关、监管机构查询了解信托财产的具体情况，并不在公示的范围之内，如果不明确限定公示的内容范围，将损害信托制度的灵活性和私密性优势，阻碍信托制度的运用。

2. 信托财产登记与财产所有权转移的关系问题

在日本及中国台湾，信托财产登记是基于两个前提：一是其《信托法》明确规定设立信托时，委托人要向受托人转移财产所有权；二是用于设立信托的财产权的权属变更按照法律法规规定要进行登记或注册的，应办理信托财产登记。基于上述两个前提，信托财产登记具有双重性。虽然我们在第一部分中谈到，我们是以财产所有权转移为前提来讨论信托财产登记制度，但是现实的情况是，一方面，中国《信托法》并未要求信托财产所有权的转移；另一方面，中国的物权体系也没有将设立信托时的财产权属变更事项纳入其规范范围，信托财产登记无所依属。中国的不动产登记机构、证券登记机构认可的财产权属转移行为主要包括转让交易、互换以及赠予、继承、司法裁决等非交易情形，信托合同文件无法作为财产转移的依据。在现有法律体系下，以股权、不动产等非货币财产设立信托时，如果要进行权属转移登记，委托人和受托人只能另行签订转让合同，但这会产生高额的税负，使得当事人望而却步，所以基于财产转移的信托财产登记在我国实施起来存在明显的障碍。理论上来讲，委托人将财产的管理、运用及处分权交给受托人，但不向受托人转移财产所有权也是可行的，这样一方面可以解决缺乏转移的法律依据的问题，也可以避开税的问题，在不转移的情形下，也可依托现有权属登记机构办理信托财产登记，即可以参照办理不动产抵押以及股权质押的流程来办理登记，公示该项财产为信托财产，具有独立性，受托人具有根据委托人的意愿，为受益人的利益管理、运用及处分该财产的权利。

3. 完善信托税制与信托财产登记制度的关系问题

信托财产登记在我国难以操作的原因，除了现有的财产登记体系不支持信托财产登记外，最主要的原因还在于税收障碍。信托行为可以异化为转让行为来解决权属转移登记的问题，但财产在办理权属转移登记之前，都要求提供纳税凭证，涉及的税负是绕不过去的，即便是支持信托过户，也需要明确信托设立环节的税收政策。无论是信托发达的英国和美国，还是移植信托制度的日本，都针对信托设立、存续及终止的各个环节所涉及的各税种的征税问题进行了明确规定。国际信托税制的一个基本原则

是“信托导管理论”[①]，即依据信托本质确定纳税，委托人将财产权转移给受托人，受托人只是名义上的所有人，信托财产及其收益归受益人所有。如果是自益信托，针对信托所课的税不应高于委托人自己直接管理、运用及处分财产所产生的税，如果是他益信托，信托本质上被视为委托人对受益人的赠予。由于我国缺乏信托的税收制度，将信托行为视作转让行为，导致在开展不动产信托等财产信托业务时，在设立和结束环节都需要缴纳营业税、契税和所有税，产生高额的重复征税问题。信托相关的税收政策及信托财产登记制度缺失是造成我国财产信托发展落后、信托功能优势无法得到有效发挥的主要原因，但这其中税收问题是实质性的障碍。如果不推出与信托制度相适应的税收政策，真正的财产信托就很难发展起来，建立信托财产登记制度的需求推动力也会显著削弱。

六、结语

信托财产登记制度是构成完整的信托制度体系的基础组成部分，建立信托财产登记制度既是完善信托制度和功能，推动信托本源业务发展的需要，也是促进经济健康有序发展，保障交易和金融安全的现实需要。《信托法》颁布实施以来，理论界、实务界及监管机构围绕完善信托财产登记制度进行了很多探索，但是由于法定需办理权属登记的信托财产的登记涉及法律与税收等层面的障碍，一直未能有效破局。本文研究认为，依托现有财产权属登记机构分别开展信托财产登记试点现实可行。从信托业务需求的角度来看，实践中，股权、不动产这两类财产的体量非常庞大，出于各种目的设立信托的需求将日益增多，信托财产登记试点可以优先选择不动产和股权来重点推进。与中国信登和信托产品登记体系的建立不同，信托财产登记制度的完善还需依靠监管部门联合其他相关政府部门共同推进。我们认为，以实行不动产统一登记为契机，由银监会发起、联合国土资源部一同推进不动产信托登记试点具有较强的可行性，依托不动产登记中心，不动产信托登记的实施并不复杂，可以借鉴不动产抵押登记的规定和操作流程来办，这样不会对现行登记制度造成冲击，也不会带来额外的成本。股权信托财产登记应区分公司的类型来进行设计，建议银监会可以促进股权慈善信托的发展为突破口，联合国家工商行政管理总局、证监会来共同推进。

① 周小明．信托税制的构建与金融税制的完善［J］．国际税收，2010（8）．

参考文献

［1］何宝玉．信托法原理与判例［M］．北京：中国法制出版社，2013.

［2］钟向春，周小明．信托活动中的主要法律问题与对策［J］．中国金融，2001（11）．

［3］蔡概还．独立性登记：信托登记的创新途径［N］．上海证券报，2008－02.

［4］赵廉慧．日本信托法修改及其信托观念的发展［J］．北方法学，2009（7）．

［5］蔡概还．信托财产的法律地位［N］．金融时报，2001－06.

［6］贾占峰．论不动产信托登记［D］．北京大学2008年硕士毕业论文．

［7］周梦峰．信托登记制度研究［D］．中国政法大学2008年硕士毕业论文．

［8］梁绍淳．中国信托登记制度研究［D］．华东政法大学2010年硕士毕业论文．

［9］汤淑梅．信托登记制度的构建［J］．法学杂志，2008（11）．

［10］谢玉荣．论我国公司股权信托存在的问题［J］．法制与社会，2012（10）．

［11］陈敦．我国台湾地区不动产信托登记的经验与借鉴［N］．北京政法职业学院学报，2015－09.

［12］蔡卫华，陈敦．探索建立不动产信托登记制度［J］．中国土地，2016（3）．

［13］周小明．完善信托制度，我们还需要做什么？［J］．当代金融家，2017（3）．

［14］周小明．信托税制的构建与金融税制的完善［J］．国际税收，2010（8）．



基于信托登记平台的市场金融业务创新研究

课题牵头单位：中诚信托有限责任公司

课题指导专家：刘景峰

课题组成员：

王玉国　王　琛　崔继培	中诚信托有限责任公司
龚晓丹　彭　黛	中国信托登记有限责任公司
周　萍　张明玺　李昊源	中信信托有限责任公司
和晋予　林　寅	国投泰康信托有限公司
李元龙　谭　蕾	万向信托有限公司
薛小峰　吴明晰	紫金信托有限责任公司
张　毅　周　末	五矿国际信托有限公司

摘　要

中国信托登记有限责任公司（以下简称中国信登）的设立，以及信托产品和信托受益权的信息登记是创新发展信托市场金融业务的基础。建设信托产品发行与交易平台是中国信登的重要职能之一。

信托受益权的登记和信托受益权账户的设立，是开展信托产品发行、交易转让、质押融资，以及其他以信托受益权为基础和核心的市场型金融业务的基础和保障。信托受益权登记是指登记机构以簿记方式依法确认投资者持有信托受益权事实的行为。信托受益权市场金融业务需要设计专门的机构及系统承担信托受益权中央登记、一级托管及结算等职能。

信托产品发行指信托产品发行主体通过各类发行渠道将信托产品向合格投资者进行推介，合格投资者与信托公司签订信托产品认购协议，形成信托受益权的过程。信托登记平台建立后，以中国信登信托产品发行平台为中心的信托产品场内发行市场的建立，是信托市场金融业务的重要创新。信托产品场内发行除需要遵循信托发行的一般规范和要求外，还需要按照信托受益权场内发行要求履行必需的信托受益权发行注册、发行备案手续，场内成功发行的信托计划需履行信托受益权登记、托管程序。

完成信托受益权登记和托管程序后，只要交易双方达成交易意向，信托受益权登记结算机构在技术上可以高效、安全、准确地完成交易，并完成信托受益权变更和交易资金划拨。根据达成交易意向方式的不同，可选的信托受益权交易转让方式有协议转让、挂牌交易、做市商交易等。

信托受益权登记和信托市场的形成也可以推动信托产品融资和其他市场金融业务的发展，如信托产品质押融资、信托产品回购交易、开发信托产品投资基金等。

最后，推动信托市场金融业务发展还需要得到监管部门支持，还需要包括信托公司在内的市场参与主体开拓创新。本研究认为，一是借鉴其他市场和金融产品发展经验，共同谋划做好信托市场发展的顶层设计；二是需要尽快建立信托受益权账户登记托管制度；三是建立投资者分层和信托产品分类管理制度；四是加快推动信托受益权的标准化转型；五是鼓励更多机构参与信托市场金融业务。

关键词：信托登记　市场金融　信托受益权　发行　交易

目　录

一、信托登记孕育市场金融业务创新空间 …… 284
（一）中国信登的设立及起步 …… 284
（二）信托登记功能延伸及信托市场雏形 …… 285
（三）基于信托登记平台的市场金融业务设想 …… 286
二、基于信托登记平台的信托市场基础体系构建 …… 289
（一）新兴资产流转平台经验借鉴 …… 289
（二）信托市场的合格交易标的 …… 291
（三）信托市场的合格投资者 …… 292
（四）信托市场的受益权账户 …… 293
（五）信托受益权的登记托管 …… 295
三、信托产品发行市场金融业务创新 …… 296
（一）信托产品发行业务基本框架 …… 296
（二）信托产品发行业务流程 …… 297
（三）信托产品发行参与主体及参与方式 …… 300
四、信托产品交易市场金融业务创新 …… 301
（一）信托产品交易业务基本框架 …… 301
（二）信托产品交易的主要业务模式 …… 301
（三）信托产品交易参与主体及参与方式 …… 306
五、信托产品融资及其他市场金融业务创新 …… 307
（一）信托产品质押融资业务 …… 307
（二）信托产品回购交易 …… 310
（三）信托产品投资基金业务 …… 312
六、推动信托市场金融业务发展的建议 …… 314
（一）加强市场金融业务发展的顶层设计和谋划 …… 314
（二）尽快建立信托受益权账户登记托管制度 …… 315

（三）建立投资者分层和信托产品分类管理制度 …… 315
（四）加快推动信托受益权的标准化转型 …… 316
（五）鼓励更多机构参与信托市场金融业务 …… 316
（六）鼓励运用区块链技术促进信托市场金融业务的高效开展 …… 316
专题 1：部分新兴交易市场业务发展经验借鉴 …… 317
（一）上海保险交易所 …… 317
（二）上海票据交易所 …… 319
（三）银行业信贷资产登记流转中心 …… 320
（四）机构间私募产品报价与服务系统 …… 321
（五）区域金融资产交易所 …… 323
专题 2：部分新兴金融产品发展经验借鉴 …… 324
（一）资产证券化 …… 324
（二）公司债 …… 326
（三）中小企业私募债 …… 327
（四）REITs …… 329
参考文献 …… 329

一、信托登记孕育市场金融业务创新空间

（一）中国信登的设立及起步

1. 中国信登的设立背景

近年来，我国一直在积极探索信托登记制度建设。在此背景下，中国信托登记有限责任公司（以下简称中国信登）应运而生。中国信登是经国务院同意，由银监会组织设立、批准成立并直接监管的非银行金融机构，成立于2016年12月19日，注册于上海自贸区。中国信登的成立为信托市场金融业务的发展提供了基础支撑。

我国《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。"《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》（国办发〔2013〕107号）要求"建立完善信托产品登记信息系统，探索信托受益权流转。"银监会2014年4月下发的《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号）也提出"抓紧建立信托产品登记信息系统，制定信托产品登记管理规则，扩展信托产品登记的监管功能和市场功能，研究设立专门登记机构负责该系统的运营与管理工作"。因此，设立中国信登是贯彻《信托法》精神、落实国务院要求的重要举措。

2. 中国信登的功能定位

中国信登以市场化方式运作，坚持依法合规和稳健经营的原则，根据相关监管要求，定位为信托业的信托产品及其信托受益权登记与信息统计平台、信托产品发行与交易平台，以及信托业监管信息服务平台等三大平台，忠实履行监管部门赋予的信托登记和其他相关职能。

根据银监会发布实施的《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》，中国信登可以经营下列业务：（一）集合信托计划发行公示；（二）信托产品及其信托受益权登记，包括：预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记等；（三）信托产品发行、交易、转让、结算等服务；（四）信托受益权账户的设立和管理；（五）信托产品及其权益的估值、评价、查询、咨询等相关服务；（六）信托产品权属纠纷的查询和举证；（七）提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务；（八）国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。

中国信登除了履行信托登记基础职责外，根据其规划，还将在信托受益权登记的基础上，有序探索和推进信托产品发行、交易、转让、结算等一系列业务功能，努力服务好行业转型发展。

3. 中国信登的业务起步

2017 年 8 月 30 日，备受关注的《信托登记管理办法》（银监发〔2017〕47 号）正式发布，随后中国信登发布《关于信托登记系统上线运行的通知》（信登通〔2017〕45 号），明确全国统一的信托产品登记系统从 9 月 1 日起正式上线运行，这也标志着中国信登这一行业基础设施平台正式开始发挥作用。根据《关于信托登记系统上线运行的通知》以及前期中国信登培训要点，可以清楚地看到信托登记类型包括预登记、初始登记、变更登记、终止登记和更正登记，不同登记环节审查通过后，中国信登出具相应的信托登记证明文书。登记的目的主要是实现信托产品的信息公示、防止“李鬼”信托，规范市场秩序，以及满足信托行业的信息统计和监管要求。下一步，中国信登将继续推动信托受益权账户等管理细则的讨论完善，搭建科学化、规范化的信托登记运行体系，为后续登记平台功能的顺利发挥和延展奠定基础。

（二）信托登记功能延伸及信托市场雏形

从金融功能来看，金融市场与金融中介相对应，都以提供资金融通和风险转移为核心职能，金融市场在提供流动性、发现价格、降低交易成本等方面具有独特优势。根据中国信登的职能定位，未来在信托产品及其信托受益权信息登记的基础上，将开展信托产品发行、交易、转让、结算等服务，以及信托受益权账户的设立和管理等。从业务实质看，信托产品的发行、交易、转让、结算标的是信托受益权，而信托受益权账户作为信托受益人在中国信登记载其信托受益权份额及变动情况的电子簿记账户，中国信登的电子化交易流转平台将为信托受益人通过信托受益权账户进行信托受益权的交易流转提供便利。信托产品及信托受益权实行信息登记后，由投资交易标的、交易平台、交易群体（信托受益人）、交易账户等要素组成的信托市场雏形已经浮现。

1. 由信托产品登记到信托受益权登记

中国信登通过对信托产品进行集中登记，可以使信托产品的登记、发行、信息披露、交易流转、清算等各环节形成一个完整的交易链，可以有效厘清委托人、受托人、受益人等各方的权责，充分实现“买者自负、卖者有责”的原则。同时，中国信登可以在监管授权下行使公开谴责等职权，向市场宣示信托公司及信托产品的真实

情况，从而强化市场约束措施，充分发挥市场在配置资源中的基础性作用，规范行业行为。未来在信托产品及受益权信息登记等基础上，中国信登将进一步拓展功能，努力实现信托受益权的登记确权。

在没有实现信托受益权集中登记时，信托受益权的载体是信托公司为每个项目设置的信托计划账簿管理系统，以及纸质版的信托合同。信托计划发行成功后，信托公司与委托人签订信托合同，同时，信托公司在业务系统中为每个信托计划设置单独的账簿，单独记录该计划下所有委托人/受益人各自拥有的份额和其他信息。出现信托受益权转让等事宜时，一般由受益人与受让人达成转让协议后，再由受益人和受让人共同向信托公司申请进行受益人信息变更，信托公司在信托合同中依据受益人与受让人的共同申请和其他相关证明文书进行受益人变更，同时在业务系统中变更受益人信息，从而完成信托受益权的转让。整个信托受益权的转让效率低下，而且原受益人与新受益人在达成交易意向、实现资金划拨后，还存在受益权悬空，甚至受益权难以落实等困难。而通过中国信登平台开设的信托受益权账户，实现信托受益权的集中登记，在统一的账户管理系统中记载受益人所持有的信托受益权信息，确保信托受益权的权属关系唯一、真实性，为实现信托受益权的交易流转提供了可能。

2. 由信托受益权登记到信托市场

通过中国信登的电子化交易平台实现信托受益权的顺利流转，不仅仅要解决信托受益权账户的开设问题，而且还需要解决受益人的资金账户问题，需要有相应的安全、便捷的信托受益权变更、转让确权机制、资金清算交割机制。目前中国信登上线的信托产品信息登记系统提供了良好的开端，但要真正形成运转顺畅的信托受益权流通平台，还需要尽快充实其功能模块，或与相关机构合作搭建配套运营平台体系。

同时，信托受益权的发行、交易流转离不开相关金融机构的参与支持，通过信托市场进行信托产品发行，未来还需要进一步明确发行承销商、发行机制的安排，是否建立独立的一级发行市场等；而在交易流通环节中，应考虑构建符合信托受益权特性的市场报价、交易等机制，可能不仅需要开户机构提供的委托交易服务，还会涉及引入实力机构来充当市场做市商，以活跃市场、发现价格、提供融资支持等；此外也需要与信托市场发行、交易流转紧密相关的评级、律师事务所、会计师等中介机构体系的完善。

（三）基于信托登记平台的市场金融业务设想

中国信登的发展与信托市场金融业务相辅相成。中国信登成立和信托受益权登记

是信托市场金融业务发展的重要前提与基础。中国信登业务功能的有效发挥有助于信托机构等市场参与主体以中国信登的基础平台为依托，利用基础平台内的各类资源与条件，充分发挥市场机构的积极性和主动性，积极探索信托市场金融业务创新。通过搭建统一的信托产品发行、交易流通平台，不仅是中国信登基础服务业务的创新，也使得信托机构的市场角色将由传统的管理中介向市场中介扩展，可能演化出新的市场金融业务类型。

1. 信托市场金融业务相关界定

信托市场金融业务是指信托机构及其他市场参与主体依托信托产品及其信托受益权登记及信托市场等制度与基础设施，从事信托产品发行、交易等市场金融业务的活动。

信托机构是指依法设立的信托公司和国务院银行业监督管理机构认可的其他机构。现阶段，信托机构主要指信托公司[①]，因此本文的信托机构全部指信托公司。

信托市场主要指信托产品发行和交易的场所，包括发行市场和交易市场，以及其他以信托受益权为核心的业务市场。信托市场由信托市场参与主体、信托市场交易标的、信托交易场所或平台及市场相关制度机制等要素共同构成。信托市场交易标的是信托受益权，及以信托受益权为基础而衍生或构造出的交易标的。信托交易平台是指信托市场交易标的进行发行、交易等活动的场所或系统平台。

2. 信托市场金融业务创新体系

（1）信托市场基础设施体系创新。市场金融业务的顺利开展必须依托于完善的金融市场基础设施体系。从一个较为完善的金融市场来看，至少应包括登记、托管、清算基础配套工具和平台，建立配套的信息披露、风险管理等运作机制，以及与之相匹配的信息系统支撑。中国信登的设立和功能定位为信托市场提供了最重要的基础设施，但其以信托产品和信托受益权的登记运行机制设计安排是未来的关键。只有通过科学合理的设计安排，才有可能真正承担起基础与市场中介职能，搭建活跃、有效的信托产品交易流通平台。

（2）信托市场金融业务体系创新。市场参与主体主要包括交易主体和中介主体。交易主体包括信托机构、各类投资人、做市商等，不同的政策和规则安排直接影响交易参与主体的业务模式。而中介主体围绕信托受益权市场金融业务将推动信托产品发

① 《信托登记管理办法》（银监发〔2017〕47 号）第二条指出，“本办法所称信托机构，是指依法设立的信托公司和国务院银行业监督管理机构认可的其他机构。”

行及信托受益权交易、转让、估值、评价、结算、咨询、评级、法律、审计等各项辅助服务，发育水平与市场交易的规模、活跃程度紧密相关，只有规模化的市场才能培育和支撑中介机构的发展。

从业务类型看，信托市场金融业务创新主要包括发行类业务、交易类业务、融资类业务和其他类业务。其中，发行类业务是指信托机构开展信托产品推介与发行的业务；交易类业务是指信托受益人直接或通过经纪商开展信托受益权交易、转让等活动的业务；融资类业务是指信托受益人通过将持有的信托受益权进行质押等方式获取融资的业务；其他类业务是指信托市场各参与主体依托信托市场开展的除发行类业务、交易类业务和融资类业务以外的其他相关创新业务。

3. 信托市场金融业务创新意义

截至2017年第二季度末，信托公司行业管理信托资产规模超过23万亿元。但是，从整体上看，信托行业呈现粗放式发展，未能真正将信托制度优势转化为业务优势，树立与其管理资产规模相对应的金融市场地位。以信托受益权登记为基础的信托市场金融业务，有助于联动信托产品发行与交易，促进信托业务创新，以业务创新发展带动信托公司转型，实现信托公司行业长期稳健、可持续发展，更好地服务于居民理财投资服务，更好地服务于实体经济发展。

（1）有利于行业有效管控风险，有序打破“刚性兑付”。在信托登记工作基础上，推进信托产品发行、交易、转让等市场金融业务，有序推进信托产品估值与评级体系建设，有助于提高信托资产流动性，为信托公司化解风险、处置风险提供市场便利，同时，发展信托市场金融业务也有助于强化市场纪律和投资者市场意识，有效厘清委托人、受托人和受益人等各方的权责，促使市场按照“卖者有责、买者自负”的原则高效运行，缓解制约行业发展和金融体系稳定的“刚性兑付”问题。

（2）有利于提高信托业务透明度，维护投资者合法权益。通过推进信托产品和信托受益权登记、发行、交易、转让、结算等全流程业务，建立规范的金融产品信息披露制度，明确信息披露标准和规范，有利于提升信托业务信息透明度，规范信托业务发行，开发信托业务风险管理产品，控制信托业务投资风险。从产品设立环节入手，努力实现投资者的知情权和选择权，有效维护投资者合法权益。

（3）有利于推动信托业务创新，推动信托资产标准化。2014年4月，银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号）（以下简称“99号文”）。99号文在加强信托公司风险监管的同时，指出了推动业务转型的方向。信

托登记平台的建立和信托受益权登记制度的建设，为落实“改造信贷类集合资金信托业务模式，研究推出债权型信托直接融资工具”提供了充分的条件。发展具有直接融资功能的信托产品和业务是信托公司落实中央金融工作会议精神，降低金融系统风险，推动信托投资的非标准化基础资产转化为信息披露充分、净值型、可交易的标准化金融产品的重要尝试。

二、基于信托登记平台的信托市场基础体系构建

信托产品的私募性质以及较强的非标资产属性，决定了其交易流通平台、机制设计的特殊性。本研究课题借鉴了市场中其他非标类资产交易流转平台经验，以及与信托产品具有类似特性的资产证券化、私募企业债、房地产投资信托基金（REITs）等金融产品的发行、交易等业务实践，试图提出未来依托中国信登平台搭建信托市场基础体系的初步思路。

（一）新兴资产流转平台经验借鉴

为了解决非标等新兴金融资产流转的难题，近年来各方机构都在积极探索，并已搭建起了多种类型的资产流转交易平台，虽然功能和进展程度不一，但也在一定程度上改善了新兴资产的市场运行效率。根据流转平台的审批、管理部门差异，可以分为以下三大类：

1. 金融管理部门批准的资产流转平台

“一行三会”积极推动所监管领域金融资产的登记、流转工作，已经建立的资产流转平台主要包括：①人民银行推动建立的上海票据交易所、中征应收账款融资服务平台，重点针对票据、应收账款的发行、交易；②银监会推动建立的银登中心、中国信登、全国银行业理财信息登记系统，主要涉及信贷资产、信托产品、理财产品的登记、流转；③证监会推动建立的交易所资管份额转让平台（上交所、深交所）、中证机构间报价系统，主要涉及券商集合资管、基金及子公司特定资管产品份额交易流转，以及收益凭证、理财产品、私募债、私募股权、资产支持证券、私募基金等私募产品的发行、交易；④保监会推动建立的上海保险交易所、保险资产管理产品注册发行系统，主要涉及保险债权投资计划等资管产品的发行、登记、交易。

金融监管部门搭建的资产流转平台主要特点有：一是以产品或资产集中登记为切入点，在此基础上延展交易、发行、托管、清算等职能；二是流转平台重点针对特定的非标资产，很少全面覆盖，基本与所监管领域保持一致；三是与现有登记结算平台

整合和协作较多，如证监会所辖流转平台基本依托中国证券登记结算公司提供登记、清算服务；而银监会所辖银登中心则依托了中央国债登记结算公司平台。

表 1　　金融监管部门管理的资产流转平台

序号	名称	成立时间	主管部门	基本功能					流转资产类型
				登记	托管	发行	交易/流转	结算/清算	
1	上海票据交易所	2016	人民银行	✓	✓	✓	✓	✓	票据资产
2	中征应收账款融资服务平台	2011	人民银行	✓			✓		应收账款
3	银登中心	2013	银监会	✓	✓		✓	✓	信贷资产及其收益权、资管产品收（受）益权
4	中国信登	2016	银监会	✓		待扩	待扩		信托产品及其受益权
5	全国银行业理财信息登记系统	2016	银监会	✓	✓			✓	银行理财产品
6	中证机构间报价系统	2013	证监会	中证登		✓	✓	中证登等	收益凭证、理财产品、私募债、私募股权、资产支持证券、私募基金等
7	交易所资管份额转让平台（上交所、深交所）	2013	证监会	✓			✓	中证登等	券商集合资管、基金及子公司特定资管产品份额
8	上海保险交易所	2016	保监会	✓		✓	✓		保险资管产品
9	保险资产管理产品注册发行系统	2015	保监会	✓			待扩		保险债权投资计划等资管产品

资料来源：根据公开资料整理。

2. 地方政府批准的资产流转平台

自 2010 年北京金融资产交易所有限公司（以下简称“北金所”）作为我国首家正式揭牌运营的专业化金融资产交易机构以来，全国各地陆续组建了多家金融资产交易所。2011 年、2012 年国务院相继下文清理整顿各类交易场所，保留了北京、天津、重庆、深圳前海、四川、武汉金融资产交易所等共 8 家金融资产交易所。此外还有一些地区建立了金融资产交易中心，由地方金融办批准成立。总体来讲，金融资产交易所在实践中没能形成相对统一的监管，业务开展方面更加灵活，在新兴资产流转方面主要特点有：一是流转的标的资产范围广泛，既包括不良金融资产、委托债权投资、应收账款等基础资产，也包括信托受益权、应收账款收益权、小贷资产收益权、融资租赁收益权、商业票据收益权等各类权益资产；二是平台的市场功能较为完备，基本都涵盖登记、托管、发行、交易、结算等各环节；三是部分交易所还可以自己创设、

发行理财产品。

表 2　　地方政府批准的非标资产流转平台

序号	名称	成立时间	主管部门	基本功能					流转资产类型
				登记	托管	发行	交易/流转	结算/清算	
1	北京金融资产交易所	2010	北京市	✓	✓	✓	✓	✓	金融企业债权、委托债权、应收账款资产等
2	天津金融资产交易所	2010	天津市	✓	✓	✓	✓	✓	理财产品发行、保险资管、租赁资产、小企业贷等
3	前海金融资产交易所	2011	深圳市	✓	✓		✓	✓	各类债权、私募债权、资产支持证券、理财产品等
4	深圳招银前海金融资产交易中心	2016	深圳市	✓	✓	✓	✓	✓	各类债权、私募债权、资产支持证券、理财产品、收益权、票据等

资料来源：根据公开资料整理。

3. 市场机构设立的资产流转平台

信托、证券等非标资产的创设机构以及部分互联网金融机构也在尝试搭建自己的资产流转平台，在为投资者提供便利服务的同时，也增加了客户黏性和新的盈利来源。如：①信托公司的信托受益权流转平台，以上海信托赢通转让平台、华宝信托“流通宝”等为代表；②证券公司搭建的柜台市场，以国泰君安证券为例，在“君弘一户通”的框架下，可为各类 OTC 产品提供协议转让、做市交易、账户管理、登记结算、支付、风险控制等服务，资产品种涉及理财产品、衍生品、私募股权、私募债、资产证券化等领域；③互联网金融平台，如百度资管理财平台，依托百度搭建互联网理财平台，开展理财产品发行、各类资产收益权的转让等业务。

市场机构发起的资产流转平台主要特点：一是由公司内部或关联子公司运作，平台的独立性和自发性较强；二是早期以机构主营的金融业务为主，提供信息撮合和交易服务，但逐步拓展到产品发行等领域，资产类型也不断丰富；三是缺乏统一监管政策规范，特别是与互联网金融融合，创新较为活跃。

（二）信托市场的合格交易标的

信托市场交易标的是“信托受益权”。信托受益权是指信托关系成立后，信托文件中规定的受益人在信托财产管理、运作或处分过程中享有收益的权益，也包括信托结束或终止时，受益人享有信托财产本身利益的权利。受益人除有请求支付信托利益

的权利外，还拥有保证信托利益得以实现的其他权利，如知情权、调整信托财产管理权、受托人解任权等。

在信托市场交易的信托受益权需要对信托受益权按市场规则[①]进行标准化处理，将信托受益权在登记结算机构进行集中登记、托管，使其获取电子化的权利载体。同时，信托登记结算机构接受信托公司（受托人）和受益人按照格式合同（托管主协议）的委托，将信托受益权准确、完整、清晰地记载于信托受益权登记簿。信托登记簿为参与信托市场发行或交易的信托受益权唯一、合法的介质。信托受益权登记簿采用电子介质形式[②]。投资者通过远程终端登录信托市场交易平台，就可以发布交易信息、确认交易、实现交割、完成交易资金的结算和清收。

为推动信托产品发行和交易等市场金融业务的发展，中国信登需要设立专门部门或机构接受合格信托受益权的注册管理，监督信托计划推介发行、存续管理、收益分配、信托计划终止清算等全程信息披露。

特别指出的是，为统一规范市场并兼顾目前信托业务实践，本文将信托市场金融业务中的信托产品发行框架设计为场外发行及场内发行，即同时存在目前的信托产品发行方式及在中国信登发行平台发行两种方式，信托产品交易、融资框架设计为在中国信登交易平台统一开展信托受益权交易和质押融资、回购交易。

（三）信托市场的合格投资者

1. 合格投资者

金融市场都对合格投资者采取注册登记制度。一般而言，公开交易市场由于产品标准化程度高，市场风险相对较小，投资者标准相对较低。而私募市场由于产品风险相对较大，对投资者价值判断水平要求高，投资者标准相对较高。信托市场仍然维持私募市场的基本要求。

2007 年实施的《信托公司集合资金信托计划管理办法》对信托公司集合资金信托计划合格投资者提出了要求。2009 年，银监会在《中国银行业监督管理委员会关于修改〈信托公司集合资金信托计划管理办法〉的决定》中将“单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，合格的机构投资者数量不受限制”，修改为“单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，但单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者和合

① 如以《信托登记管理办法》等规则为基础，专门出台《信托受益权登记托管实施细则》。

② 在条件不具备时，也可以采取纸质信托受益权登记簿。

格的机构投资者数量不受限制。”

信托市场合格投资者不低于《信托公司集合资金信托计划管理办法》合格投资者要求。借鉴国内外市场金融业务发展经验，信托市场合格投资者实行分类注册、分类管理。分类的确定标准采取定量判定和定性判定的原则。根据金融市场和信托投资者的现实，信托市场的投资可分为如下几类：第一类是信托公司；第二类是除信托公司以外的其他金融机构，如证券公司、商业银行、基金管理公司、资产管理公司等（金融许可证持牌机构）；第三类是金融机构管理的资产管理计划（包括信托公司管理的信托计划）；第四类是非金融机构法人；第五类是自然人等。

2. 合格投资者分层

信托市场投资者实行分层管理的方式是参与信托市场的投资者需要按程序进行注册登记，并确定投资者类别；信托产品发行和信托受益权交易时需要先行确定投资者范围，投资者按类别参与相关市场活动。中国信登成立专门的部门负责投资者注册申请和审核，并处理投资者关系维护和处理相关事宜。

投资者分层管理考虑的主要因素是信托市场的投资者与其他类型金融市场的存在本质区别，即信托市场的核心法律关系是信托关系。第一，信托市场投资者的法律身份是委托人和受益人，除非委托人与受托人有特别约定，参与信托市场发行和交易的信托受益权一般为自益信托，即委托人与受益人为同一人，受益人也就是信托市场的投资者。第二，投资者参与信托市场的目的需要与信托财产管理目的相一致，信托财产管理目的需要服从信托合同，不因受益权的转移而任意变更。第三，根据信托业务实践，上述不同类别的投资者参与信托计划的目的，认购信托计划的目的存在较大差异，将投资者进行分类便于信托计划发行和交易时进行定向推介，也符合信托受益权私募市场的定位。第四，信托公司为信托市场的特殊投资者，信托公司为信托计划或信托合同关系的受托人，同时，信托公司还代理投资者进行信托受益权账户开立、代理受益人办理信托受益权转让等而发生的变更登记等事宜，将信托公司单列为一类投资者，既便于信托市场制度建设，也有利于保障信托市场践行“公开、公平、公正”的基本信义原则。

（四）信托市场的受益权账户

1. 信托受益权账户的开立

信托市场金融业务的核心是信托受益权的登记。信托受益权属关系的唯一、确定的登记是信托市场金融业务前提。《信托登记管理办法》对投资者开立信托受益权账

户进行了约定，该办法对信托受益权账户的管理规范有：第一，自愿原则，“委托人或者受益人根据自愿原则申请开立信托受益权账户”；第二，一人一户，“任一民事主体仅可以开立一个信托受益权账户”；第三，集中管理，“信托受益权账户由中国信登集中管理”；第四，鼓励由信托公司代理办理信托受益权开户等事宜。因此，以《信托登记管理办法》实现的信托产品信息登记为基础，进一步扩展信托受益权权属登记，即信托受益权登记机构以簿记方式确认投资者持有信托受益权事实，记录信托受益人持有相应信托计划的受益权等信息。

信托受益权登记结算机构接受信托公司申请开立信托受益权登记账户，登记结算机构为每一信托计划开立专属账户，用以记录认购该信托计划的受益人名录及其所持信托受益权份额。信托计划清算完毕后，该信托受益权账户注销。

投资者通过信托市场认购信托计划需要开立信托受益权账户，投资者信托受益权账户的信托受益权与信托登记结算机构记录的信托受益权对应。投资者持有的信托受益权发生转让、质押等变更事项时，登记结算机构登记的信托受益权同步发生变更。

2. 信托受益权账户的分类管理

中国信登是信托市场的组织者和管理者。中国信登建设信托产品发行和信托受益权交易信息系统，管理信托受益权账户的开立和使用。投资者在中国信登组织的信托市场参与信托产品发行和信托受益权交易等各类业务都必须开立信托受益权账户，信托产品发行和信托受益权交易系统按合格投资者性质、以信托受益权账户权限设置为基础，对投资者参与信托产品发行和信托受益权交易等各类活动实行分类管理。

为了方便客户识别，便于客户分类管理，信托市场可以考虑根据投资者性质将投资者分为五类：一是信托公司账户；二是金融机构账户，是指经金融监管当局批准的金融机构，以其独立民事主体名义开立的信托受益权账户；三是其他机构账户，指除金融机构法人外的其他法人机构、合伙企业、其他非法人机构、政府部门、公益机构等在信托登记公司开立的信托受益权账户；四是自然人账户，是指自然人在信托登记公司开立的信托受益权账户；五是金融产品账户，是指以信托产品或其他承担特定目的载体功能的金融产品为账户主体开立独信托受益权账户。前四类账户可以直接在登记结算机构申请开立资金交易账户，并可直接以自营资金参与信托受益权流转交易，第五类客户可考虑借鉴银行间债券市场账户管理相关安排，通过其产品管理人、受托人或托管人在登记结算机构代理开立交易账户，并代理参与信托受益权转让交易。

中国信登设置专门部门或机构，按照合格投资者要求审查申请开立信托受益权账

户投资者资格，并按客户分类管理规则对客户进行归类，定期维护客户信息，协调解决客户投诉和客户纠纷。

（五）信托受益权的登记托管

“电子簿记”记录权益是现代金融市场区别于传统的纸质交易凭证市场的显著标志。在“电子簿记”的技术支撑下，催生现代金融市场天文数字般的交易量，以及高效率、低交易差错率、创新频出的金融产品。可以说，“没有证券无纸化和中央登记托管体制，就谈不上证券市场的现代化”①。20 世纪 60 年代末，托管结算的分割低效适应不了证券市场快速发展，造成大面积结算操作失败，美国由此创建中央存管机构，推进集中统一托管。1989 年国际专家组织（G30）最早提出“建立中央证券托管机构”。2001 年，国际清算银行和国际证券委员会组织发布《证券结算系统推荐标准》，提出“出于安全与效率的原因，应在可能的最大范围内实现中央托管”，“通过将托管结算操作集中于单一实体，可以实现规模经济并有效降低成本”。金融危机后，国际组织发布《金融市场基础设施原则》，进一步吸收升华了以往建议成果，并上升到强制标准，成为各国推进金融基础设施建设的指导性原则。随着标准的实践，几乎所有市场经济国家都采取中央登记托管体制，越来越多的国家整合形成了单一的中央登记托管机构。

1. 信托受益权的中央登记

登记制度是确认市场交易主体对交易标的权属关系，促进交易主体履行相关义务的基础制度。交易活跃的证券市场都有专门的登记机构承担相应职责。由于“中央登记、一级托管”制度的成熟、优越的技术特性，信托受益权市场需要设计专门的机构或专门的系统承担信托受益权中央登记、一级托管及结算等职能。

信托受益权登记是指登记机构以簿记方式依法确认投资者持有信托受益权事实的行为。信托受益权登记机构的主要职责是建立信托受益人名册，用以记录信托受益人的身份和持有信托单位等信息。在发生信托受益权交易转让等行为时，登记机构受信托公司委托，代信托公司在信托受益人名册上变更相应的信托受益权权利记录。信托受益权登记的核心职责是确认和记录信托受益权的归属和变化信息。登记机构还可根据与信托公司的约定提供其他相关服务，如信托受益权分红和清偿资金代理划付等服

① 徐良堆．债券中央登记托管体制及中央结算公司的实践［J］．债券，2016（11）．http：//www.fx361.com/page/2017/0112/531302.shtml.

务，该类服务统称结算服务，该类机构一般称之为登记结算机构。未来可以中国信登为基础，设立独立的公司或业务平台，专门履行信托受益权的登记结算职能。

2. 信托受益权的托管结算

信托受益权托管是指登记结算机构对投资者持有的信托受益权进行集中保管，并对其持有信托受益权的相关权益进行管理和维护的行为。信托受益权采取“中央登记、一级托管”的方式下，信托受益权登记结算机构以电子簿记记录变更取代纸质信托合同的转让过户程序。在实行一级托管体系下，投资者将其信托受益权交存到中央存管机构（Central Securities Depository，CSD），由后者对收到的信托受益权进行记账。信托受益权发行和交易采用一级托管的目的是降低信托受益权的交易成本，为进入市场交易的信托受益权提供与中央结算交收相关的存管和记账服务。为降低机构设置成本，便于统一管理，提高运行效率，信托受益权托管由信托登记结算机构统一办理。

信托受益权结算业务是指根据投资者与登记托管机构签订的相关服务协议，登记结算机构为投资者提供信托受益权结算和资金交收清算等行为。登记结算机构根据经投资者确认的信托受益权合格交易指令，办理信托受益权变更记录，划付交易结算资金。信托受益权发生收益分配或信托计划终止清偿的事项时，登记托管机构代理受益人监督信托公司向受益人资金账户分配收益和划拨信托计划清算资金。

三、信托产品发行市场金融业务创新

信托产品发行与交易是信托产品登记后市场金融业务的核心。信托产品发行指信托产品发行主体通过各类发行渠道将信托产品向合格投资者进行推介，合格投资者与信托公司签订信托产品认购协议，形成信托受益权的过程。创新信托产品发行模式、构建信托受益权交易的场内平台是提高信托产品流动性，缓解到期兑付风险的必要条件之一。

（一）信托产品发行业务基本框架

信托产品一般采取非公开方式募集资金，具体可以分为直接发行或间接发行两种方式。直接发行就是信托公司通过自己的财富管理中心或者市场部，专门负责向合格的机构和个人投资者推介信托产品；间接发行就是信托公司与银行、证券等第三方金融产品销售机构签订代销服务合同，由第三方市场机构代理销售信托产品。中国信登具有信托产品发行功能之后，整个信托行业的信托产品发行格局与基本框架如图 1 所

示，此时，信托产品发行市场将分为场外发行和场内发行两种类型[①]。其中，场外发行主要以信托公司、金融机构财富管理中心为主；场内发行主要以中国信登的信托产品发行平台为主。如此一来，整个信托行业的信托产品发行市场的参与者主要分为信托公司、中国信登、合格投资者和代理推介的其他金融机构，其中，信托公司是信托产品发行的主体，合格投资者是信托产品的发行对象，中国信登及代理推介信托计划的金融机构是信托产品发行市场的重要渠道之一。

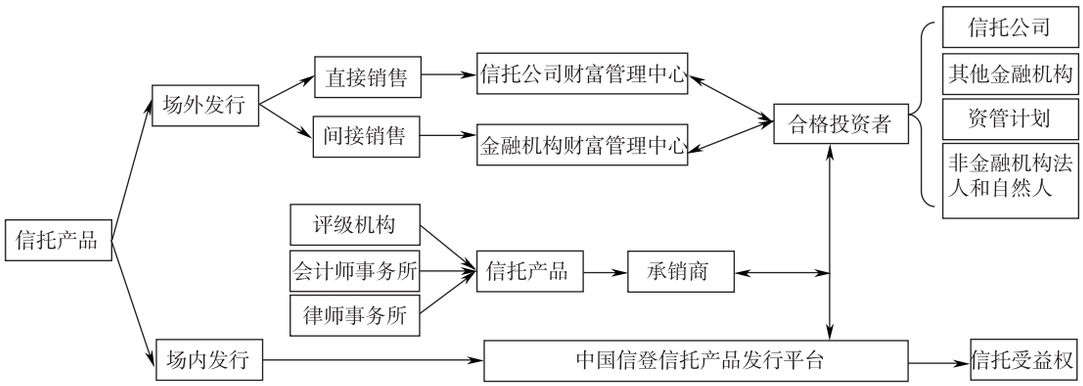


图 1　信托产品发行的一般框架与运作模式

在场外发行市场中，与以往的信托产品发行模式与流程是一致的，各家信托公司向客户推介信托计划，也可以委托其他金融机构代理推介信托计划。而场内发行则是基于中国信登平台的重要市场金融业务创新之一。

（二）信托产品发行业务流程

1. 场外发行业务

（1）信托产品发行登记。中国信登成立之后，信托公司成立一款信托产品需要在集合资金信托计划发行日五个工作日前或者在单一资金信托和财产权信托成立日两个工作日内完成信托登记申请，形成唯一的产品编码后进入产品发行环节。在场外市场发行中，信托公司及代理的其他金融机构分别向合格的个人投资者和机构投资者推介信托计划，合格投资者认购信托计划、与信托公司签订信托合同，信托产品募集期结束后，信托产品正式成立并形成信托产品受益权。

（2）信托受益权的登记注册。根据投资者需要，信托公司根据信托受益权持有

① 尽管中国信登的发行平台也属于场外市场，但此处使用“场内”与“场外”概念，更多是为了区分信托公司发行方式的变化，场内市场是指通过中国信登平台进行的发行业务。

人的要求，可以代理在中国信登开设信托受益权账户，对其所持受益权进行统一簿记登记，以便后续进行转让、交易、收益和本金分配等配套性服务。

场外发行的信托产品，投资者可以选择是否在登记托管机构办理信托受益权登记托管手续。对于不办理信托受益权登记托管手续的信托合同，信托公司按常规业务管理信托资产和信托计划，办理信托结算、信息披露、收益分配、信托计划清算等事宜。没有办理信托受益权登记托管手续的信托受益权不能在信托市场交易流通。

对于投资者选择在登记托管机构办理信托受益权登记托管手续的信托合同，投资者与信托公司签订协议，信托公司应接受投资者委托在登记托管机构办理信托受益权登记和托管手续，操作管理办法和手续与场内发行可保持一致。

2. 场内发行业务

（1）场内发行登记注册。信托产品场内发行与场外发行流程和要求基本一致。但是，场内发行除需要遵循场发行的基本规范和要求外，还需要按照信托受益权场内发行要求履行必需的发行注册手续和发行备案手续。

信托公司向中国信登负责信托受益权场内发行的部门或机构申请信托产品发行及信托受益权注册登记。该部门或机构对信托计划全部文件进行形式审查，审查内容包括信托产品说明书、信托合同草案、认购风险说明书、信托产品发行申请报告，以及律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、资信评级公司对拟发行信托产品出具专业报告。审查通过的所有资料，中国信登应为该信托产品和信托受益权设立专门栏目进行披露，信托市场注册的投资者可以远程查阅。

（2）信托产品承销发行。中国信登应制定信托受益权场内发行实施细则，确定场内发行的基本原则和发行流程，确保场内发行系统安全、顺畅运行。场内发行一定程度上可以借鉴我国债券发行或股票发行的操作流程，引入发行承销等机构参与，也可为信托公司等金融机构开辟新的业务空间。

（3）信托产品发行承销商（既可能是信托公司，也可能是外部聘请的如券商、银行等金融机构投行部门或机构）经过沟通达成一致意见，确定会计师事务所、评级公司和律师事务所等相关服务机构，召开信托产品发行启动会，讨论信托产品场内发行的时间、各参与机构的分工合作方式以及发行过程中的沟通协调机制。

（4）承销商向中国信登提出信托产品发行申请，经中国信登批准后，刊行发行公告，正式进入信托产品发行环节，信托产品的发行主体和承销商事前确定好信托产品的预期收益率区间，召开路演推介会，根据投资需求意向对信托产品的预期收益率

结构进行调整，最终根据市场需求状况确定一个合理的信托产品收益率结构。

（5）信托公司需要在信托受益权登记结算机构或登记结算机构指定的银行开立专用资金账户。投资者收到信托公司发出的认购确认书后，向该资金账户划入认购资金，信托公司确认认购资金足额到账后，与投资者签订信托合同，信托产品成立，形成信托受益权。信托受益权场内发行期间，可考虑以“时间优先、金额优先”原则处理投资者的认购申请。

（6）投资者向信托产品专户划入认购资金后，信托公司和托管银行进行资金验收，之后，中国信登对形成的信托受益权进行集中式管理，信托产品的场内发行环节结束。

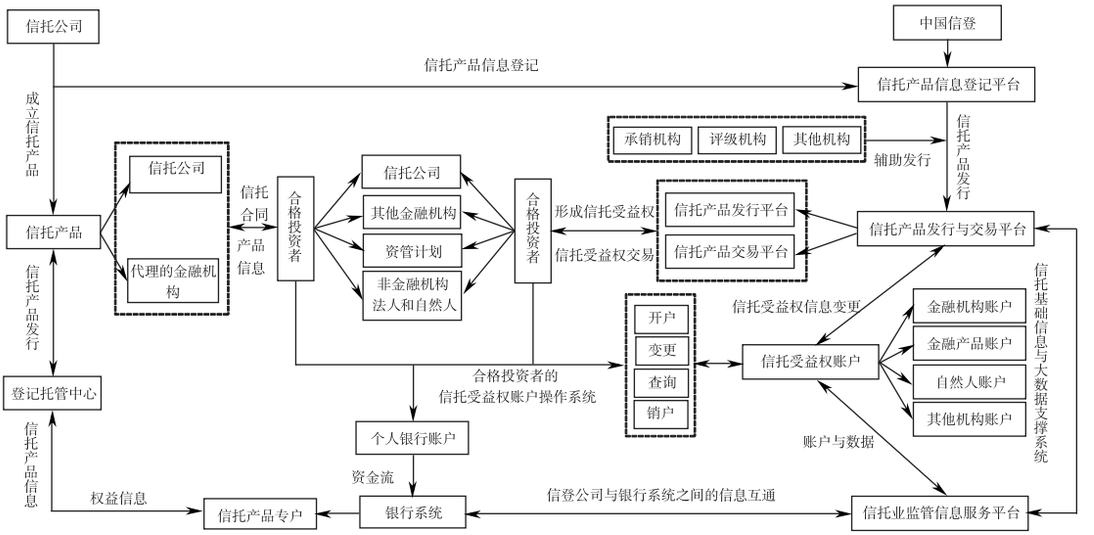


图 2　信托产品场内发行框架

（7）信托受益权的登记托管。申请在信托市场交易流通的信托受益权必须在信托受益权登记托管平台按照“中央登记、一级托管”原则和要求完成登记和托管程序。信托公司与投资者签订协议，信托公司接受投资者委托在登记托管机构办理信托受益权登记和托管手续，信托公司按照信托产品发行实施细则要求，在规定时间内提交信托受益权登记和托管所需要的全部资料。信托受益权登记结算机构根据信托公司提供资料建立相应信托产品的信托受益权登记账簿，同时在投资者的信托受益权账户里记载相应信托受益权份额。中国信登根据信托受益权登记结算机构记载的信息向投资者提供信托受益权凭证。

需要指出的是，合格的投资者经过中国信登的场内平台进行信托产品认购，并最终形成信托受益权的过程中，合格投资者需要设立信托受益权账户，该账户是记录信

托受益人权益信息的基础账户。

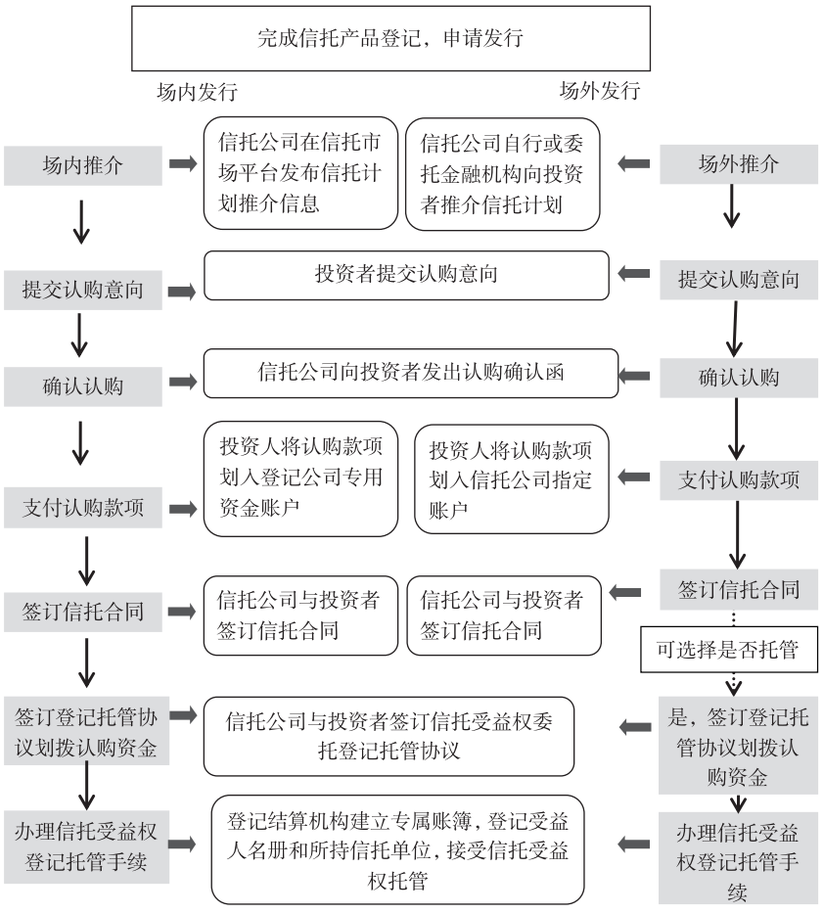


图3　信托产品发行业务运行流程

（三）信托产品发行参与主体及参与方式

中国信登建立起信托产品发行与交易的平台之后，引入合适的市场参与者，将会显著地提高信托产品的发行效率、提高信托产品的流动性，一定程度上缓解到期兑付的风险。信托产品发行的主体主要分为四类：信托公司、中国信登、其他金融机构和第三方市场服务商，各自发挥不同的角色和作用。

（1）信托公司。信托公司的主要角色和职能：①信托产品的受托人和发起人，职能为发起设立并管理运作信托产品；②信托产品的承销商，信托公司在场内发行时，通过与其他信托公司、信托产品发行人签订一定比例或一定份额的信托产品销售合同，依托自身的财富管理部门或销售能力发行信托产品，赚取一定的销售费用；③信托产品的投资者，信托公司通过自有资金、管理的信托资金可以参与信托产品的发

行认购，进行投资。

（2）中国信登。中国信登是信托产品登记平台、受益权登记托管结算服务专门机构，是信托市场的核心基础设施，也是信托行业的基础信息与大数据监测中心。

（3）其他类金融机构。其他类金融机构既有可能是信托产品的合格投资者，也有可能是信托产品的代理发行机构。

（4）第三方市场服务商。第三方市场服务商是指会计师事务所、律师事务所、评级机构、担保机构等，会计师事务所、律师事务所以及评级机构分别就信托产品的交易结构、交易期限、潜在的市场风险与法律风险提供独立的意见，以便潜在的合格投资者能够对信托产品有更好的认知，实践中，信托财产以及信托产品的差异性，也可能需要引入其他一些特殊的第三方市场机构，如艺术品投资信托，就需要出具独立的第三方鉴定机构的意见书等。

四、信托产品交易市场金融业务创新

（一）信托产品交易业务基本框架

信托市场进行交易的资产标的是信托受益权。按照“中央登记、一级托管”原则和要求完成信托受益权登记和托管程序后，信托受益权具备了“券款对付”各类交易方式的基础条件，只要交易双方达成交易意向，信托受益权登记结算机构在技术上可以高效、安全、准确地完成任何形式的交易，并实时完成信托受益权变更和交易资金划拨。

（二）信托产品交易的主要业务模式

从信托受益权的特点和金融属性来看，信托受益权转让交易可以采取协议转让交易、场内挂牌交易以及做市商交易等交易转让方式。其中，做市商交易属于远期试点模式，待信托受益权转让交易市场成熟后推行。

1. 协议转让交易

信托市场协议转让方式是信托受益权转让方向交易平台提交转让信息后，交易平台向合格投资者发布转让信息，受让方通过交易平台与转让方就交易条款进行协商；达成交易意向后，交易平台组织转让方和受让方按照规定的交易规则达成交易协议，并在场内办理受益人等交易关键信息变更，信托公司据此确认信托受益权权属关系人变更。

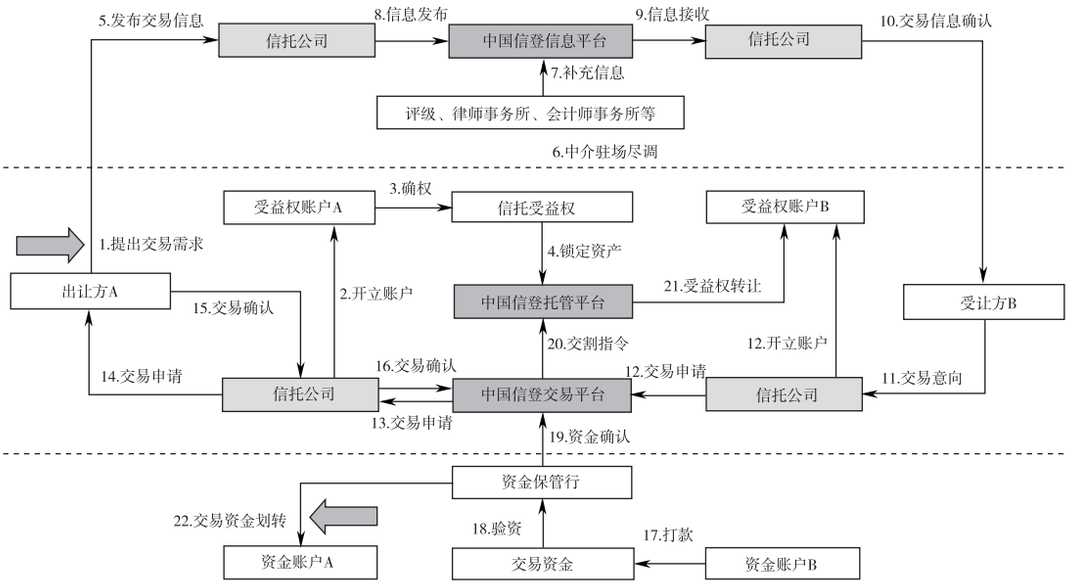


图 4　信托产品交易业务基本框架

协议转让可能是信托市场的主要交易方式。投资者认购信托计划的资金安排一般具有长期投资性质，信托受益权并不需要与债券和股票那样的高流动性。而且，信托受益权的交易带有很强的个性化特征，投资者需要认真考察拟受让信托计划的资产运用情况和投资价值，转让方和受让方需要就交易的细节进行协商，才能达成信托受益权的转让交易。基本流程如图 5 所示。

（1）转让方提出转让申请，开立受益权账户。《信托登记管理办法》规定，受益人自愿开立受益权账户。暂未有信托受益权转让意愿的受益人可能未开立受益权账户，同时意向受让人可能也未开立受益权账户。因此，转让方提出转让申请时，交易平台需要确认转让方是否开立信托受益权账户，未开立受益权账户的受益人需要开立受益权账户。交易平台记录转让方受益权转让信息。

（2）核实信托受益权，办理信托受益权登记托管手续。对于已经办理信托受益权登记托管手续的信托受益权，交易平台直接在登记托管机构核实转让方信托受益权信息；未办理信托受益权登记托管手续的，转让方受益人与信托公司签订委托登记托管协议，信托公司接受受益人委托将信托受益权在登记托管平台办理登记托管手续。

（3）发布信托受益权转让信息。交易平台在信息发布栏目发布信托受益权转让信息，并将向潜在投资者发布转让信息，同时，潜在投资者也可以在交易平台浏览拟转让信息。

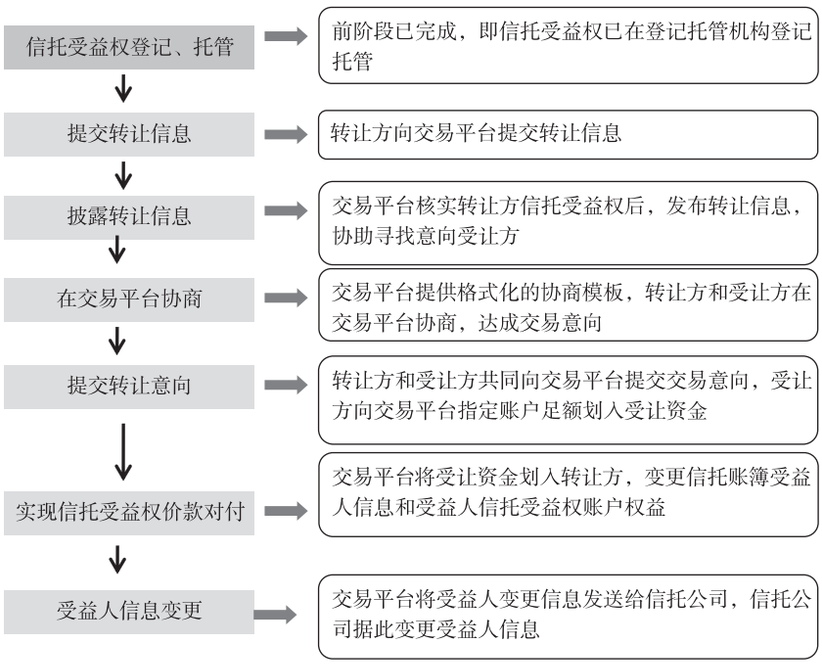


图 5　信托产品协议转让流程

（4）达成交易意向。根据转让方发布转让意愿的标准化程度，协议转让交易意向达成的方式可以有询价交易、点击成交和匿名点击成交等。其中，询价交易方式中，受让方可以直接联系转让方就交易条款在交易平台进行洽谈，达成交易意向；点击成交和匿名点击成交方式中，转让方需要与交易平台签订委托转让授权书，受让方点击确认成交意向后，形成不可撤销的交易意向。

（5）签订交易协议，完成交易结算。转让方与受让方达成交易意向后，转让方和受让方共同向交易平台提交交易意向，交易平台组织交易双方签订交易协议。受让方向交易平台指定资金账户足额划入资金后，交易平台向登记托管机构发送信托受益权变更指令，登记托管机构据此变更受益人。

（6）信托公司变更受益人信息。登记托管机构将信托受益权受益人变更信息发送给信托公司，信托公司据此变更受益人，完成信托受益权变更。

2. 挂牌转让交易

挂牌转让交易适用于拟出让信托受益权，但尚未找到交易对手方，希望通过中国信登信托受益权流转平台找到交易对手的受益人，受益人通过信托公司在中国信登集中交易平台上挂牌转让所持有的信托受益权，或者向指定范围的潜在交易意向者定向发布拟转让信托受益权信息，有交易意向的交易对手通过中国信登信托受益权流转平

台开展询价交易，如果双方意向一致，通过中国信登信托受益权流转平台达成交易，由中国信登完成资金与信托受益权的交割。基本业务流程如下：

（1）完成受益人账户开立。由信托公司确认交易双方已于中国信登开立受益权账户，并对交易双方参与信托受益权流转的身份合规性进行审核，确保交易双方均满足信托受益权流转市场参与者要求。

（2）由信托公司核实出让方信托受益权信息，向中国信登流转平台录入拟转让信托受益权信息，从而由中国信登锁定拟交易转让的信托受益权。录入信息是为了方便交易对手查询与确认信托受益权基本情况。

（3）确认交易要素，并由信托公司通过中国信登流转平台进行挂牌，向潜在交易对象发送交易信息，以便确认交易。交易信息包括但不限于：流转信托受益权本金金额、实际交易支付金额、信托预期收益率、信托收益支付频率、交易流转服务费率、结算日、应计利息、应计利息支付方式等，同时还需要注明交易采取什么报价机制。挂牌信息的发布方式可选择向指定机构或者全部机构发布挂牌信息，也可使用机构属性、机构性质、机构简称对发布对象进行筛选。

（4）有交易意愿的交易对手查询挂牌信托受益权的信息和交易要素，并根据自身的交易需求向拟出让信托受益权的受益人进行报价，如果出让方接受该报价，通过中国信登交易系统确认后即可达成交易。其中，报价模式分为固定报价、常规报价和竞争性报价等。

（5）生成成交确认书。由中国信登通过信托公司向交易双方生成成交确认书，以便交易各方确认交易信息。经交易各方确认无误后进入下一步。

（6）交易结算。受让方将交易资金支付至中国信登指定的交易账户，经中国信登核实资金已到位后，由中国信登将资金划拨至出让方指定的账户，在交易双方受益权账户中完成信托受益权交割流转，同时在信托登记系统上完成信托变更登记。完成交易后受让人可以在受益权账户中查询到相应的信托受益权；信托到期后相关财产权益将按照新的信息划拨至受让人指定账户。

3. 做市商交易

做市商（Market Maker）交易制度一般在缺乏连续价格、交易不很活跃的市场采用。大部分柜台交易市场引入做市商交易制度，以便促进交易，促进该市场的价格发现机制良好运行。做市商一般由具备一定资金实力和信誉的机构投资者作为特许交易商、不断地报出某类金融产品的卖出、买入价格，以双向报价接受一般投资者的买卖

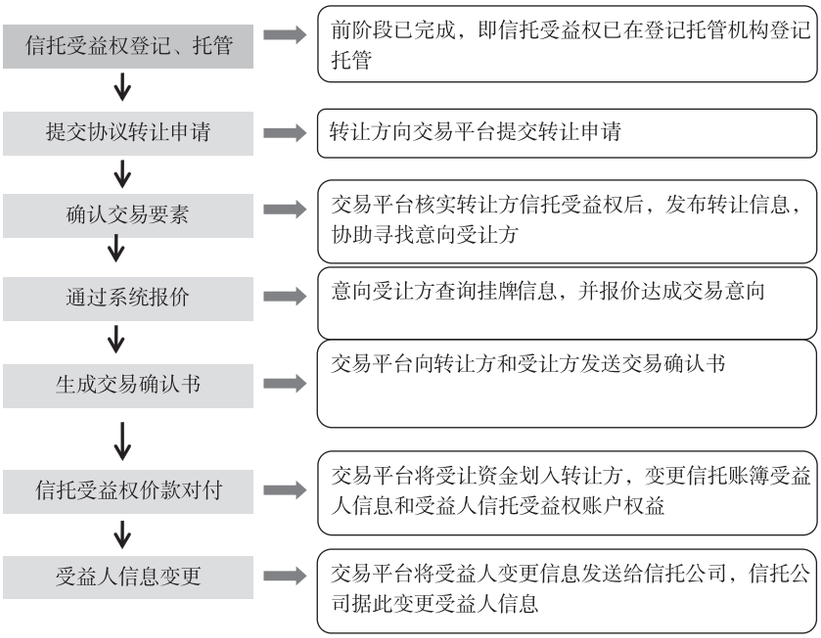


图 6　信托产品挂牌交易流程

请求，以其自有资金和持有的该类金融产品与投资者进行交易。做市商通过这种不断买卖来维持市场的流动性，满足一般投资者的投资需求。做市商通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并实现一定的利润。

在信托受益权转让交易市场中引入做市商，主要目的是为市场提供流动性，提高交易效率。做市商需要持有一定的信托受益权，并面向信托受益权的出让方和受让方同时给出报价；出让方和受让方直接与做市商交易，不需要再经历报价和询价的过程。做市商使用自有资金参与信托受益权交易，持有一定的中国信登挂牌的信托受益权，并向市场参与者报价交易信托受益权，通过自营买卖差价获得收益，从而提高整个信托受益权交易市场的活跃度，盘活整个市场。信托受益权做市商交易机制如图 7 所示。

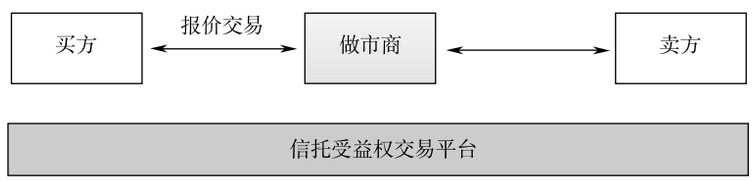


图 7　信托产品做市商交易机制

要在信托受益权流转市场上推行做市商制度，需要实现信托受益权标准化，也即

是通过一定的金融技术处理如引入外部评级、统一定价机制等，使得不同类型的信托受益权可以纳入一套较为标准化的信托受益权体系，从而做市商针对特定类型的信托受益权可以给出具有参考意义的报价；否则不同类型的信托受益权将会出现较为混乱的报价。同时，信托受益权流转市场的体量也决定了做市商制度能否推行，当前大部分信托受益人对于信托产品的主要参与模式是持有至到期，也即是只有少数的受益人有信托受益权流转的需求；而由于信托底层资产的非标属性，受让即将到期的信托受益权可能面临较大的道德风险。因此，信托受益权转让市场若引入做市商，需要考虑具备以下条件的机构：拥有大量的自有资金，可以确保在没有外部交易需求时也能够受让原受益人出让的信托受益权；固有资金可以进行综合投资配置，因而对于不同期限、不同类型的信托受益权可以综合配置；对信托公司和信托产品认识较为深刻，并对于风控具有一定的控制力和影响力；自身具有较高的市场地位和行业影响力。

（三）信托产品交易参与主体及参与方式

信托产品交易最基本的参与主体是信托受益权转让方和受让方。中国信登是信托市场交易平台的管理者，同时也是信托受益权登记结算机构的组织者。此外，信托市场还可以引入资产评估机构、资产评级机构、律师事务所、会计师事务所，由中国信登制订相应的服务指引，确保这些机构对参与信托市场发行和交易的信托受益权提供独立、专业的价值评估、资产评级、法律、财务等方面的服务，协助转让方和出让方对信托受益权投资价值和风险的判断，以维护信托市场秩序、提高市场效率，促进信托受益权的发行和交易。

1. 信托公司

信托公司主要参与方式有：一是自营资金可以依托信托受益权市场开展投资管理业务，通过发行、交易市场联动与配合，从信托受益权流转交易中获取收益，并且更好地控制风险，保持资金流动性。二是作为信托受益权合格投资者的代理交易入口，将原有的财富管理业务升级为经纪业务，客户通过委托信托公司开立受益权账户，代理受让、转让市场上信托受益权品。三是发展现金管理业务以及 TOT、FOT 等产品，参与信托受益权流转交易，实现风险分散化，并为投资者提供更多的选择，也为今后探索基于信托受益权的衍生工具打下基础。

2. 中国信登

在信托产品交易中，中国信登作为基础设施平台，提供信托受益权的登记托管、资金的交割清算等服务。

3. 金融机构

金融机构自营资金可以依托信托受益权市场开展资产管理业务，一方面更好地调节资金头寸，盘活存量资金，另一方面也有助于根据自身的风险偏好及流动性安排构建更为合适的投资组合。由于金融机构可以直接开户，开展交易业务更有效率，相当于在货币市场、债券市场、银行信贷资产市场之外又增加了信托受益权转让市场，丰富了金融机构开展资产管理业务的投资标的，也有助于更好地管理资金头寸与流动性。

4. 交易投资者

信托受益权转让交易的参与者必须为合格投资者。但是，根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》，信托受益权进行拆分转让的，受让人不得为自然人；机构所持有的信托受益权，不得向自然人转让或拆分转让。如果在政策上无法突破，实际操作中就需要根据出让方的属性，限制其信托受益权能够出让的受让方范围。因此，在信托市场基础体系设计中，需要引入合格投资者的分层安排。

5. 中介服务商

中介服务方包括提供评级、法律、审计等中介服务的机构。为实现对信托受益权的估值与定价，强化市场的价格机制，促进信托受益权价格向价值靠拢，并减少信息不对称成本，可以引入评级机构对信托产品及对应的信托受益权进行公允评级，以便市场参与各方合理判断风险收益，实现信托受益权的非标转标。律师事务所、会计师事务所主要对信托合同有效性、信托财产财务准确性进行确认，确保信托受益权所对应的信托财产合法合规、财务清晰。

五、信托产品融资及其他市场金融业务创新

（一）信托产品质押融资业务

1. 基本业务模式[①]

根据《中华人民共和国担保法》规定，质押是债务人或第三人将其依法拥有的动产或财产权利移交给债权人占有，作为债务的担保措施，当债务人到期无法偿付债务时，通过质押品折价或者拍卖、变卖该质押品的价款优先受偿。质押融资业务的核

① 《物权法》第二百二十三条规定的可以出质的六种权利类型不包括信托受益权。信托受益权作为一种合法的出质权利还需要信托受益权登记管理机构规范运作，推动将信托受益权纳入其他可以出质财产权利并完善配套法规。

心要件包括质押品、债务人、债权人、质押登记。信托产品质押融资业务中，质押品对应的就是信托受益权，债务人是信托受益人（即信托受益权权属所有者），债权人可以是信托公司等金融机构、质押登记机构、信托受益权登记结算机构。

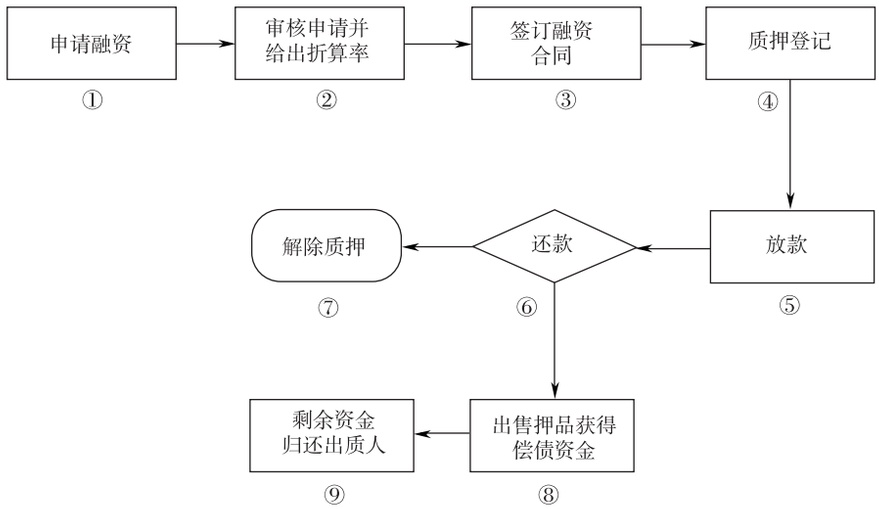


图 8　信托产品质押融资业务流程

2. 参与主体及作用

信托产品质押融资参与主体包括债务人、债权人、质押登记机构，其中债务人持有的信托受益权必须在信托登记托管机构完成信托受益权登记，并将其信托受益权办理托管手续；债权人即资金融出方可以是在中国信登获得相关业务资质的金融机构；质押登记机构是信托受益权登记结算机构。

（1）债务人，即出质人，债务人应当向信托受益权登记结算机构提交信托受益权质押申请，以及根据债权人的要求提供相应的资料，配合办理相应手续。

（2）债权人，即资金融出方，应当及时按照出质人提交的质押融资申请，对质押品的价值和风险进行判定，并适当参考债务人的情况，决定是否提供质押融资，并给出相应的质押折算率和融资利率。同时，在出质人按时归还债务的情况下，及时向信托受益权登记结算机构下达解除质押指令。债权人对信托产品质押融资必须建立配套的风险监控体系，根据信托产品的特性设定必要的预警指标，在出现潜在风险事件时，及时预警，必要时根据合同约定要求债务人追加质押品或者通过信托产品交易市场进行强行平仓，来保障该项业务的风险底线。

（3）质押登记机构，即信托受益权登记结算机构，应当建立完善的质押登记系统以提供便捷的电子化实时操作和可靠的押品控制；在接收到来自债务人的合法质押

申请和债权人的相关文件后，及时将对应的信托受益权设置质押标记，关闭其交易功能。在接收到来自债权人的解押指令时，及时解除相应信托受益权的质押标记，恢复信托受益权交易功能。为保障市场的稳健运营，信托受益权登记结算机构应做好市场信息统计工作，如同类产品的平均质押率、质押规模等，对监管层进行信息报备，并对市场进行信息公示，及时披露市场运行概貌，便于对系统性风险的掌控。中国信登还应可以开发预警系统，对触发预警线的信托受益权及时向债权人做出提示，防止债权人风控系统疏漏带来的风险，及时控制局部风险防止风险积累后会带来对市场的连锁反应。

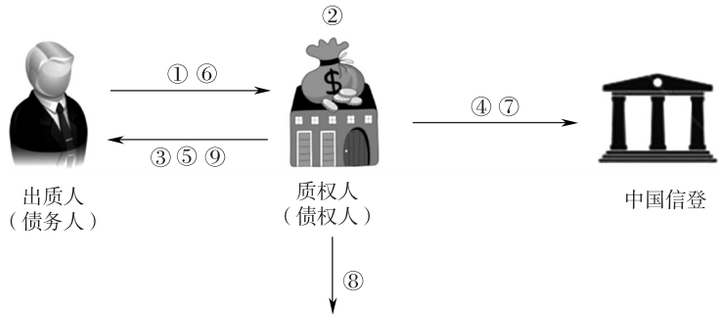


图9　信托产品质押融资业务关系

3. 业务创新前景

信托产品质押融资业务的推出，将大大丰富信托产品的流动性，增加信托产品的流动性价值，同时通过一定的标准化信息披露提升产品的透明度，从而对包括委托人、受托人、受益人在内的信托三方主体，以及中国信登、监管层等信托利益相关者，均能带来一定的价值和意义。

从信托产品本身来讲，质押融资的推出为其提供了资金流动性，有助于吸引更多的投资者，从而做大信托产品的市场规模，提升信托为社会融资的服务能力。而如果对于质押融资标的建立标准化信息披露制度，有助于增加信托产品的透明度，从而有助于降低信托融资的资金成本，同时有助于加强监管层对于信托产品的监控。

对于信托公司而言，信托产品的信息标准化虽然会增加其运营的复杂度，但是质押融资和信息标准化带来的信托市场扩容，将极大地增加其潜在的市场价值，从而为信托公司开辟出更大更长远的发展空间。此外，信托产品质押融资为信托公司提供了新的债权融资业务机会，通过让渡资金使用权获取利息回报。

（二）信托产品回购交易

1. 交易业务模式

金融产品回购，通常是一种融资方式，由资金融出方购买资金融入方所持有的金融产品，并在购买的同时即约定在未来某一时间按照某一约定好的价格由资金融入方将该金融产品购买回去。这里，资金融出方即逆回购方，资金融入方即正回购方。回购交易的要件包括正回购方、逆回购方、回购标的、回购交易过户登记。在信托产品回购交易中，正回购方必须是信托受益权的持有者，即信托受益人，逆回购方作为资金提供者可以由以信托公司为主的金融机构来担当，回购标的即信托受益权，回购交易过户登记由中国信登来负责。



图 10　信托产品回购业务流程

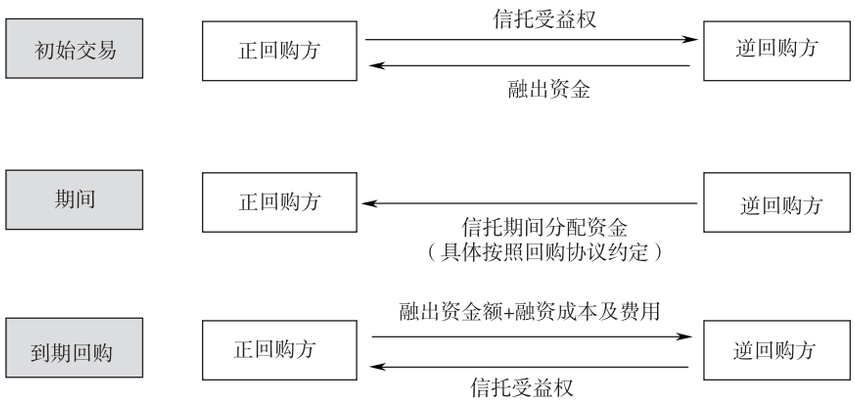


图 11　信托产品回购业务模式

如前文所述，回购交易相对质押融资来说业务操作上比较复杂，可以设计为定制化程度更高的产品，因此在信息披露上可以不做要求，从而覆盖更广泛的产品，达到填补质押融资市场空白处的效果。回购交易私下撮合的性质较强，但是从行业监管和规范化角度考虑，仍建议以中国信登作为中介登记平台，将回购交易的登记操作和一般的信托受益权交易区分开来。回购交易的过程中，中国信登除了进行正常的信托受益权和资金的交易划转登记之外，还应当对其协议内容进行一定的信息备案和统计，主要包括回购期限、资金利率等，从而形成对市场的一个统一监控和信息反馈。

根据《关于规范金融机构同业业务的通知》（银发〔2014〕127 号）规定，买入

返售（卖出回购）业务项下的金融资产应当为银行承兑汇票，债券、央票等在银行间市场、证券交易所市场交易的具有合理公允价值和较高流动性的金融资产。信托行业由于长期缺乏集中信托受益权登记、交易市场，导致信托受益权在估值、流动性等方面受到一定制约。按照 127 号文规定，信托产品目前不宜作为回购交易的金融资产。但是随着规范的信托受益权登记、交易平台建立，信托受益权市场逐步壮大发展，信托产品以往存在局限性将会逐步消除，信托产品将有机会成为回购交易的一类优质金融资产。

2. 参与主体及作用

信托产品回购业务参与主体包括正回购方、逆回购方、交易结算机构、回购信息登记机构。其中正回购方必须是标准的在中国信登登记的信托产品的信托受益人，逆回购方即资金融出方应该是在中国信登进行过相关业务资质备案的合格金融机构，交易结算机构和回购信息登记机构应当由中国信登担当。

（1）正回购方，即资金融入方，应当确保其用于回购交易的信托受益权具备完善的法律权属关系，并处于可交易流转状态。在申请融资的过程中，应当根据逆回购方的要求提供相应的资料，以及在必要的情况下提供一定的其他担保措施。在签署回购协议后，配合逆回购方进行回购标的的过户。在回购到期时，备好足额偿付资金对信托受益权进行回购。

（2）逆回购方，即资金融出方，应当按照正回购方的融资申请，对回购标的物的价值和风险进行判定，结合正回购方的资信情况和市场利率等因素，经过与正回购方的充分协商沟通，给出具体的回购交易条款，包括折算率、回购期限、回购资金利率、是否追加其他担保措施等，并拟定相应的回购协议。在回购协议签署后，应当配合正回购方进行回购标的所有权过户，并划拨相应的款项给正回购方。在回购期间，根据回购协议将期间信托受益权分配的利益及时划拨给正回购方。在回购到期时，收取回购款项并将对应信托受益权划转回正回购方。同时，作为债权人，应当建立相应的风险监控体系，对作为担保品的回购标的进行实时监控，确保能够对债权进行足额覆盖。在出现风险事件时，逆回购方有权根据回购协议要求正回购方追加回购标的或者提前履行回购交易。

（3）信托受益权登记结算机构作为信托产品回购业务的交易结算机构和回购信息登记机构，一方面在回购业务的初始交易和回购交易中，要配合回购交易的双方，做好交易中信托受益权和资金的划转工作，另一方面应当做好回购业务中的统一化信

息登记和信息整合分析工作。登记结算机构应当根据信托产品业务分类，对各类产品的回购期限、回购折算率、回购资金利率、回购规模等信息做出统计，及时报备监管层，并对市场进行公示，以方便业务参与各方能够及时了解全市场的运行状况。

需要注意的是，信托产品回购业务开展期间，信托产品本身赋予受益人的财产权以外的一些权利行使问题，必须在回购协议中进行充分关注和必要约定，防止产生权责不清、利益权责不对等之类的问题。

3. 业务创新前景

信托产品回购业务，本质上也是为信托产品提供资金流动性支持，因此其作用和意义与信托产品质押融资基本一致。但是根据本文的设计，信托产品回购业务和信托产品质押融资形成一定错位，质押融资是标准化相对较强的一种产品，信托产品需满足一定的信息披露要求才可以成为质押融资标的，而回购业务则是定制化相对较强的一种产品，面向更广泛，从而对质押融资业务形成互补。相对而言，质押融资对应的是市场中相对低风险的业务，而回购业务对应的是市场中相对高风险的业务，对于资金融出方提出更好的专业性要求，同时对应相对较高的融资成本和交易费用。

（三）信托产品投资基金业务

伴随信托发行、交易的统一市场发展，以及信托市场的不断丰富，可以推出更多不同品类的产品，包括信托产品投资基金、信托产品的互换、期权等衍生品业务。考虑到事物发展的节奏和必经历程，本文主要针对初期较易实现的信托产品投资基金进行分析。

1. 基本业务模式

信托产品投资基金，最基本的模式即 FOT（Fund of Trust）或者 TOT（Trust of Trust），即通过成立一个基金或者信托计划来募集资金，然后将募集资金按照约定投资于各种信托产品。相比较传统信托受益权标的来源有限性，通过建立集中的信托受益权登记、交易平台可以有效扩大信托产品投资基金投资标的选择范围和操作便利性。信托产品投资基金的投资范围：①可以按照信托业务分类体系专门针对某一类信托产品，也可以是混合型的，以此形成多样化的基金产品，供市场投资者进行选择；②如果中国信登建立了信托产品指数，信托产品投资基金还可以设立指数型基金；③还可以结合信托产品质押融资和回购业务，将投资范围扩大至此类融资性业务品种，或者建立专门针对此类融资性业务品种的信托产品投资基金。

在募集方式方面，建议可以采用在中国信登备案，然后面向合格投资者发行募集

的形式，长期可争取公募资质的突破。在封闭式与开放式的选择中，建议提供两种制度模式，由基金管理人根据基金具体的投资范围和投资策略选择做封闭式或者开放式的基金。

2. 参与主体及作用

信托产品投资基金的参与主体包括基金投资者、基金管理人、基金托管机构、交易清算机构等。

（1）基金投资者，即将资金交付给基金管理人进行管理，用于投资信托产品的投资者。考虑到信托产品投资基金，由专业投资人进行管理，对投资者具备一定保护作用，因此可以考虑相较集合信托产品适当降低投资者门槛，让更广泛的群体参与到信托产品投资中来。

（2）基金管理人，可以是信托公司或者基金公司，其接受投资者交付的资金，投资于具体的信托产品。基金管理人需要履行管理人职责，对投资者投资时进行份额确认，在投资过程中认真研究分析各类信托产品，从投资人利益最大化角度出发，按照基金发行时拟定的投资范围和投资策略进行信托产品投资，并合理控制基金的风险。基金管理人应当根据中国信登或相关监管机构的管理规定，定时公布其净值变化情况，并定期公布其投资持仓情况。在投资者希望退出投资时，基金管理人应当根据基金合同及时配合投资者做资金退出的处理。

（3）基金托管机构，主要是银行等资金托管机构，其职责主要是做好资金的管理，及时按照基金管理人的指令进行资金划拨。

（4）交易清算结构（即中国信登），主要职责是做好信托投资基金投资信托产品及信托受益权的登记清算工作。此外，如果信托投资基金是场内投资基金，则中国信登还应负责相关基金的登记清算工作。

3. 业务创新前景

首先，信托产品投资基金，考虑到专业投资人的管理，以及基金管理人的信息披露要求，可以考虑适当设置相比集合资金信托较低的投资者准入门槛，尤其是放开单只基金产品的投资金额门槛限制。投资者门槛的降低，一方面吸纳更广泛的投资人和资金，另一方面有助于投资者可以通过投资基金来实现信托产品的分散化投资，甚至通过投资不同类型的信托产品投资基金实现大类资产的配置。

其次，信托产品投资基金，由专业的基金管理人负责基金的管理。基金管理人作为专业的机构投资者，能够更加理性地分析信托产品和信托市场，做出更加合理的交

易，从而有利于信托交易市场的报价合理性，也更好地发挥信托产品价格发现功能。

再次，信托产品投资基金加入市场交易，为市场提供交易对手，增加市场的流动性，有利于市场的活跃度。

最后，在信托产品投资基金业务中，中国信登可以受益于市场活跃度和市场容量的扩大，获取更多的手续费收入。同时，中国信登可以参照中证指数公司等，设立信托指数，提供指数信息服务，获得指数信息服务收益。

六、推动信托市场金融业务发展的建议

中国信登的成立和《信托登记管理办法》的颁布实施，标志着信托产品和信托受益权信息登记和公示制度的正式启动，对于规范信托市场秩序，提升信托行业的信息统计和监管效率具有重要作用。

信托受益权的登记和信托受益权账户的设立，是开展信托产品发行、交易转让、质押融资，以及其他以信托受益权为基础和核心的市场型金融业务的基础和保障。信托登记平台建立后，以中国信登信托产品发行平台为中心的信托产品场内发行市场的建立，是信托市场金融业务的重要创新。成功发行的信托计划，在完成信托受益权登记和托管程序后，只要交易双方达成交易意向，信托受益权登记结算机构在技术上可以高效、安全、准确地完成交易，并完成信托受益权变更和交易资金划拨。根据达成交易意向方式的不同，可选的信托受益权交易转让方式有协议转让、挂牌交易、做市商交易等。信托受益权登记和信托市场的形成也可以推动信托产品融资和其他市场金融业务的发展，如信托产品质押融资、信托产品回购交易、开发信托产品投资基金等。

按照银监会制定的《中国信托登记有限公司监督管理办法》，开展信托产品及其信托受益权登记，开展信托产品发行、交易、转让、结算等服务是中国信登的基本业务之一。因此，推动以信托产品发行及其信托受益权交易为主的市场金融业务是中国信登的重要任务之一。本研究认为，推动信托市场金融业务发展的建议有以下六点。

（一）加强市场金融业务发展的顶层设计和谋划

信托市场的形成有助于丰富信托公司等各类市场参与主体的市场金融业务创新，从长远看意义重大。但是，面对当前中国信登刚刚起步，现有业务仍主要限于信托产品的信息登记，未来构建信托受益权登记体系、账户体系、登记托管机制，乃至实现信托受益权的发行、交易、融资等多样化的齐备的市场基础体系，还有很长的路要

走，不可能一蹴而就。因此，应做好顶层设计，通过深入比较借鉴其他相关交易市场、机构、产品的市场金融业务发展经验，立足信托行业和产品特点，分阶段、有步骤地推动信托市场金融业务创新。加强与包括证监会、人民银行在内的金融管理部门做好协调沟通工作，共同推动信托市场金融业务发展。短期来看，应尽快推动信托受益权账户体系、登记托管平台的搭建，完善市场基础功能；中期可以信托产品的发行、信托受益权的交易为重点来进行突破，结合市场需求尽快推动信托受益权质押、回购等融资性创新业务；远期则进一步丰富信托市场交易的品种、创新信托投资基金、指数基金及衍生品等业务。

（二）尽快建立信托受益权账户登记托管制度

建立信托受益权账户体系是中国信登推行信托产品发行与流转的基本前提与重要保障。信托受益权账户是中国信登为信托受益人开立的记载其信托受益权及其变动情况的电子簿记账户。建议以《信托登记管理办法》为基础，尽快研究出台信托受益权账户的开立、管理细则，在自愿原则基础上按照合格投资者基本要求及不同特性，实行分类、分层管理；实现信托受益权在信托账户内的登记确权。由于“中央登记、一级托管”制度的成熟和优越的技术特性，信托受益权市场需要设计专门的机构或专门的系统承担信托受益权中央登记、一级托管及结算等职能，建议完善中国信登作为信托受益权登记结算机构的服务功能，推进“中央登记、一级托管”制度。尽快制定出台《信托受益权登记结算管理办法》和操作细则，为信托市场金融业务的开展提供制度保障和技术支撑。

（三）建立投资者分层和信托产品分类管理制度

信托市场金融业务仍然需要遵循信托私募发行的基本定位。信托公司推介集合资金信托计划，以及信托受益权的流转都需要遵循合格投资者要求。根据合格投资者风险承受能力和特性不同，建立分层次的投资者类型以及相对应的信托受益权账户权限设置。信托市场发行信托产品和信托受益权可以按投资者分类设定每个信托计划的投资者范围，重新评估现有集合资金信托计划管理规定中对于信托受益权转让、拆分转让限制性规定的适用性，条件成熟时进行相应调整，以促进交易的便利开展。同时，通过鼓励发行信托产品的信托公司，或者市场第三方服务机构，对通过中国信登平台发行或进行交易的信托产品进行风险等级评价，与合格投资者的分类相匹配，引导市场实现“合格的投资者投资合格的产品”，实现风险由投资者真实承担。

在进行信托受益权登记及后续发行、流转时，中国信登可以根据信托产品与投资

者的评级制定不同的核准审批程序。对于信用评级高的信托产品与风险承受能力强的投资者，适当简化审批流程，如实行事后备案制；对于信用评级低的信托产品与风险承受能力较低的投资者，则实行严格的审核制。

（四）加快推动信托受益权的标准化转型

信托受益权标准化是扩大信托受益权交易主体的前提，也是提高信托受益权转让交易市场活跃度的基础。由于信托产品被列为非标资产，如果能够将信托受益权确认为标准化资产，更多的机构投资者将可以选择配置收益高、期限适中的信托受益权。实际上，信托受益权是从非标的信托产品中衍生出的标准化财产权利，可以套用标准化金融工具的估值评级与风险评估方法。而且依托中国信登搭建先进的信息系统平台，能够将信托受益权信息披露、交易要素、账户信息和资金划拨实现信息化，同时对交易双方的身份验证、合同签署等均能够通过信息化手段实现，交易合同也采取标准要式、电子化合同，提升交易的效率。从银登中心信贷资产流转的顺利运行来看，信托受益权标准化并无太多实务操作上的障碍，未来应在政策上给予支持，允许将在中国信登平台上交易流通的信托受益权视为标准化资产。

（五）鼓励更多机构参与信托市场金融业务

建立信托市场开展信托市场金融业务是我国金融市场和信托行业的一项开创性业务，市场参与主体和监管部门对该市场的运行机制都有一个认识过程。信托产品存在的信息不对称是制约产品发行、交易效率的重要因素。一方面为活跃市场，吸引更多机构投资者参与信托市场金融业务，建议有关部门鼓励银行理财资金、社保资金、公益基金、保险资金参与信托市场业务，在条件成熟时，鼓励符合条件的大中型银行、全国社保基金、大中型保险公司在信托市场开展做市交易业务。另一方面，借鉴债券市场的评级方式，构建信托公司评级与信托产品评级相结合的评级机制，鼓励信托行业评级机构的发展，推动信托产品评级的标准化，为投资者的产品选择、定价提供参考依据。

（六）鼓励运用区块链技术促进信托市场金融业务的高效开展

通过中国信登发行与交易平台发行、交易的信托产品，后期会逐步趋向发行数据化、交易电子化和产品期限灵活化，中国信登发行与交易平台必须建设更为先进的技术平台，才能满足日益繁多、复杂的各类发行、交易、融资等需求。基于区块链技术的时序、不可篡改、分布式、透明等特点，越来越多的交易所已在研究和应

用区块链技术，包括纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所、伦敦证券交易所等。有鉴于此，鼓励运用区块链技术，将其分布式总账方式运用至信托市场，记录参与方信息、发行信息、交易信息及交易链条、存续期管理、清算管理中的各类重要信息，充分利用区块链技术去中介信任、防篡改、交易可追溯的优点，极大地提高信托市场金融业务的效率，降低信托市场金融业务的管理成本，并实现对信托产品全生命周期监控。

专题1：部分新兴交易市场业务发展经验借鉴

（一）上海保险交易所

1. 情况概述

上海保险交易所（以下简称“上海保交所”）成立于2016年6月12日，是一个国家级、创新型的保险要素市场。上海保交所的定位是为保险业有关产品提供发行登记、交易流通和信息等服务；为产寿险、航运险以及保险公司之间、保险公司与再保险公司之间的重大再保险项目提供交易场地与设施。根据目前的规划，上海保交所将建立保险登记交易、再保险登记交易、保险资管产品登记交易以及保险衍生品四大平台，在此基础上逐步形成价格发现、交易融资、信息服务、技术支持、产品创新、自律监管六大功能，同时构建保险资管产品交易、航运保险产品注册和保险专业中介机构股权信息登记三个业务系统，还将积极打造开户、发行、登记、托管、交易、结算、信息服务、数据分析等系统模块[①]。上海保交所现主要有四大类业务：一是保险交易，包括保险产品的注册、发行，保单的登记、交易和流通以及大宗保险的招投标等；二是再保险交易，包括再保险登记交易和再保险行业信息共享；三是保险资管产品交易，包括为保险资金投融资对接提供相关服务，为保险金融产品的发行、登记、交易、质押融资、资金结算、信息披露等提供相关服务等；四是衍生品交易，包括巨灾债券和其他保险衍生品交易。

从目前登陆上海保交所的产品来看，主要是能够盘活保险资产，增强流动性的创新产品。其中，保险资管产品登记平台已初具规模。①2016年11月10日，“长江养老—太平洋寿险保单贷款资产支持计划”“太平—上海建工都江堰市滨江新区基础设

① “上海保交所今开业 助力保险行业盘活存量、用好增量”，《21世纪经济报道》2016年6月13日版，http://news.21so.com/2016/21cbhnews_613/314026.html.

施（PPP）项目债权投资计划”两只保险资管产品在保交所首发，发行注册总规模78.8亿元，首次合计发行16亿元。②2017年8月1日，华泰资产管理有限公司在上海保交所资管交易平台试点发行华侨城基础设施债权投资计划，并完成份额登记。这是上海保交所资管平台和中国保险资产管理业协会在保险资管产品注册系统实现数据互联互通后发行的首单产品。

上海保交所资管平台和保险资管产品注册系统的对接通过两步实现：第一步，保险资管协会注册系统数据直接对接资管平台发行系统和登记系统，资管平台上的发行、登记、交易的数据也可以和协会、资管机构实现数据的互联共享；第二步，结合保险行业特点，实现三方面互联互通，即在基础网络、数据接口、文本规范等方面形成方案。通过全行业的互联互通，实现保险资管协会、保交所资管平台、产品发行人、产品投资人、托管银行等大资管范畴的互联互通①。保险要素市场的基础设施建设得到加强，信息化水平提高，对产品流动性的加强和保险资金运用效率的提高也有促进作用。

2. 经验借鉴

相比保险产品，信托产品同样具有非标准化、期限较长、流动性差等特征。此外，不同于证券交易所和银行间债券市场，信托和保险产品对应的登记、发行和交易基础设施平台建设较为薄弱。与信托业务相比，保险业务有比较确定的业务模式和独立的监管机构。因此，现阶段，信托建立和保险一样规模的交易平台的可能性不大，需求也并不强烈。但是根据信托行业的现状和前述保交所的发展规划和现状来看，信托可以从两方面加以借鉴：

（1）建立信托交易平台，有助于信托产品的交易流通。对部分存量信托产品和全部新增的信托产品进行登记、注册和发行，将信托产品集中到统一的平台上进行登记和信息披露，有利于实现信托产品的标准化和信托受益权的流转。

（2）信托产品交易需要以信托受益权登记等服务为基础。根据上海保交所对资管平台的定位，即“为保险资金投融资对接提供相关服务，为保险金融产品的发行、登记、交易、质押融资、资金结算、信息披露等提供相关服务等”，实现信托产品交易等功能需要以信托受益权登记等相关服务为基础，以信托受益权登记为基础的信托产品发行、交易、质押融资等服务，中国信登也可以发展类似服务。

① “保交所成功对接中保协系统”，《北京商报网》2017年8月2日版，http://www.bbtnews.com.cn/2017/0802/204596.shtml.

（二）上海票据交易所

1. 情况概述

2016 年 12 月 8 日，人民银行发布《票据交易管理办法》，确立上海票据交易所（以下简称“票交所”）作为人民银行认可的、全国统一的票据交易机构。票交所第一期试点机构共 43 家会员机构，包括 35 家商业银行、2 家财务公司、3 家证券公司和 3 家基金公司。作为金融市场基础设施重要组成部分，票交所将成为连接实体经济和融资市场的重要货币资金枢纽，通过实现票据登记、托管、交易、清算结算等功能，有助于提高票据市场的透明度和交易效率，更好地防范票据交易过程中的操作风险，提高宏观调控的有效性，增强金融系统对实体经济的支持力度。截至 2017 年 8 月，票交所共接入会员机构 2058 家，系统参与者 48071 家。根据电子商业汇票系统和中国票据交易系统数据，2017 年 1 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日，票交所电子和纸质商业汇票共达成承兑业务 402.66 万笔，金额 6.4 万亿元；办理贴现业务 68.61 万笔，金额 3.35 万亿元；办理转贴现业务 210.64 万笔，金额 22.89 万亿元；办理质押式回购业务 20.27 万笔，金额 3.53 万亿元[①]。

票交所目前主要有三类业务：一是转贴现，即卖出方将未到期的已贴现票据向买入方转让的交易行为；二是质押式回购，即正回购方在将票据出质给逆回购方融入资金的同时，双方约定在未来某一日期由正回购方按照约定金额向逆回购方返还资金，逆回购方向正回购方返还原出质票据的交易行为；三是买断式回购，正回购方将票据卖给逆回购方的同时，双方约定在某一日期，正回购方再以约定价格从逆回购方买回票据的交易行为。

2. 经验借鉴

（1）统一交易规则，规范非标准化的票据交易。票交所通过建立票据交易二级市场，建立会员与系统参与者和交易员准入机制，设置标准化的交易模式，以交易系统标准化的交易流程降低交易成本，提升交易效率。信托市场金融业务的发展也需要建立统一的交易规则。

（2）根据交易标的特性，设置不同的交易方式。票交所提供询价交易、点击成交、匿名点击三种交易方式供转让方发布交易信息，其中，点击成交和匿名成交的标

① “上海票据交易所的九个月”，《金融时报》2017 年 8 月 29 日版，http://www.shcpe.com.cn/StaticHtmlVer1.0/General/DetailInfo/3297807.htm.

准化程度更高。匿名点击交易方式中，交易系统按照“价格优先、时间优先”的原则自动实现交易匹配，大大提升了票据交易的效率。信托市场金融业务的发展，尤其实现信托受益权交易流转等功能，可以根据信托产品信息和信托受益权信息披露的完整情况，采取不同的交易方式。

（3）统一规范的票据托管机制，大大降低了票据交易操作风险。票交所提供统一的交易前台和登记托管结算中后台，从根本上改变了现有票据市场分割、不透明、不规范的弊端。同时，充分吸取银行间市场和交易所市场的经验和教训，尽最大可能消除市场基础设施割裂带来的摩擦和协调成本，尽力提高市场运行效率，为票据市场的长远发展奠定了坚实的基础。可见，统一规范的托管机制是降低操作风险，提升交易效率的基本要求，信托市场金融业务的发展也可以采取统一托管方式。

（4）灵活的结算清算模式。票交所按成交双方的类型分为票款对付交易和纯票过户交易两种方式。票款对付是指结算双方同步办理票据过户和资金支付并互为条件的结算方式。纯票过户是指结算双方的票据过户和资金支付相互独立的结算方式。交易成员开展票据交易应当采用票款对付，同一法人分支机构间的票据交易可以采用纯票过户。

（5）引入票据信用主体概念，明确付款顺序。信用主体是指票据的无条件付款责任主体中，信用等级最高的金融机构法人。若存在两者或以上信用等级相同的情况，则按付款顺序选择最先付款的主体。如银票的无条件付款责任主体包括承兑行（确认）、贴现人、保证增信行、承兑保证人和贴现保证人。付款顺序为承兑行（确认）、承兑保证人、保证增信行、贴现人、贴现保证人。

（三）银行业信贷资产登记流转中心

1. 情况概述

银行业信贷资产登记流转中心（以下简称“银登中心”）于2014年8月挂牌成立，是定位于银行业信贷资产及其他金融资产的登记、托管、流转和结算平台。银登中心的主要政策依据是银监会《关于银行业信贷资产流转集中登记的通知》（108号文）及《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》（82号文）。

（1）银登中心主要业务为信贷资产流转和信贷资产收益权转让业务。信贷资产流转业务包括基础资产为信贷资产的各类资管计划，但不包括基础资产为票据、信用证、委托债权和应收账款；信贷资产收益权挂牌转让业务目前主要针对不良资产。银行业金融机构按照由信托公司设立信托计划，受让商业银行信贷资产收益权的模式进行信贷资产收益权转让。正常类信贷资产收益权与不良信贷资产收益权分别转让，出

让方银行不能构建混合信贷资产包。正常类信贷资产流转业务需提供相应的交易情况说明，不良资产收益权转让需要出让方银行及信托公司提供备案报告，备案报告由银登中心初审后交至备案审核委员会进行复核，复核通过即可受理。（2）投资者方面，信贷资产收益权的投资者应当持续满足监管部门关于合格投资者的相关要求，不良资产收益权的投资者限于机构投资者，个人投资者参与认购的银行理财产品、信托计划和资产管理计划不得投资；对机构投资者资金来源应当实行穿透原则，不得通过嵌套等方式直接或变相引入个人投资者资金。

2. 经验借鉴

（1）规范信息披露降低信息不对称。信息不对称是非标资产交易中最突出的问题。银登中心发布《银行业信贷资产登记流转中心信贷资产收益权转让业务信息披露细则（试行）》（银登字〔2016〕16 号），明确出让方及信托公司需要披露的相关信息，规定了信息披露的责任。完善的信息披露机制和相关主体责任要求，可以有效地缓解信息不对称问题。

（2）统一资产登记，落实资产权属关系。银登中心相关管理制度要求银行对涉及收益权转让的资产进行逐笔报送，交易时银登中心将赋予信贷资产代码，具有一定标准化属性，便于交易双方透明化、规范化交易。

（3）银登中心交易资产不计入“非标准化债权”统计。银监会发布规则指出，“符合规定的合格投资者认购的银行理财产品投资信贷资产收益权，按本通知要求在银登中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非标准化债权资产统计，在全国银行业理财信息登记系统中单独列示。”银登中心交易资产不计入“非标准化债权”资产是对信贷资产转让突破“非标准化债权”监管统计的一种尝试，有利于盘活存量资产，促进信贷资产交易流转。

（四）机构间私募产品报价与服务系统

1. 情况概述

机构间私募产品报价与服务系统（以下简称“报价系统”）由中证机构间报价系统股份有限公司（以下简称“中证报价公司”）负责管理运营。中证报价公司是“经中国证监会批准并授权中国证券业协会按照市场化原则管理的金融机构。”2015 年，公司更名为此名称，并启动增资扩股，注册资本增加到 55. 08 亿元，增资后引入了 40 家证券公司、26 家私募基金等业务联络广泛的机构成为公司股东。

报价系统主要依据《机构间私募产品报价与服务系统管理办法（试行）》（以下

简称“报价系统管理办法”），以及依据该办法制定的具体业务规则及指引开展业务，该办法经中国证监会批准由中国证券业协会发布实施。

报价系统是为报价系统参与人（以下简称“参与人”）提供私募产品报价、发行、转让及相关服务的专业化电子平台。目前，报价系统初步形成了“四大市场”+“七大中心”的市场架构。“四大市场”指私募债券市场、私募股权市场、场外衍生品市场、普惠金融市场；“七大中心”指中证报价公司的七大服务中心，即客户中心、产品中心、注册中心、交易中心、清算中心、风控中心和数据中心。

截至2017年5月5日，接近800万个人和机构在报价系统注册开户，参与交易的户数超过20万个，其中机构户2428个，个人户19.94万个；报价系统累计发行金额7878.19亿元，累计转让金额554.31亿元，转让的产品涉及证券公司及基金子公司资产管理计划、收益凭证、私募股权、私募债券、资产支持证券等。从认购金额的投资者构成来看，机构投资者认购金额占比87.40%（含银行认购36.52%），报价系统机构间市场特征明显。

2. 经验借鉴

报价系统以“多元、竞争、开放、包容”为发展理念，致力于成为多层次资本市场的有机组成部分，建设市场基础金融设施；以私募产品发行转让、互联互通、登记结算、信息服务等核心功能，为参与人提供专业化电子业务平台。具体表现为：

（1）开放、包容、互联互通的系统设计。一是证券期货经营机构柜台市场、区域性股权交易市场等私募市场可以与报价系统进行系统对接。二是参与人可以经由报价系统向与报价系统联网的私募市场发布私募产品的报价和进行交易。三是证券期货经营机构参与人可以通过报价系统开展柜台市场业务，直接创设或承销私募产品并按规定事后备案。报价系统可以为其创设或承销的私募产品提供发行、销售、转让等服务，证券期货经营机构参与人可以自行办理登记、托管、结算等业务。四是互联互通的登记、结算方式，即在报价系统发行、转让私募产品，可以由报价系统登记结算机构，也可以由证监会认可的其他机构办理登记、结算，不在报价系统登记的私募产品需要将登记、结算信息报送报价系统。可见，报价系统为各类私募产品和市场提供联网的接口。

（2）坚守私募定位，对投资者实行分类管理。根据报价系统管理办法规定，在报价系统开展私募产品报价、发行、转让等活动的机构，应当注册成为报价系统参与人；中证报价公司设置客户中心和注册中心审核参与人的注册申请和参与类别，参与

人按业务权限分为投资类、创设类、推荐类、代理交易类和展示类，参与人只能根据业务权限参与该类别的业务活动。

（3）多元化的报价方式、发行方式和转让方式。根据报价系统管理办法规定，私募产品在报价系统报价、发行、转让等需要对投资者适当性标准、报价转让方式等做出说明，参与人可以在报价系统向全部或特定参与人发出意向报价、要约报价。私募产品在报价系统发行可以采用定价及针对特定对象的簿记建档、招标等方式。私募产品在报价系统转让可以采用协商成交、点击成交、拍卖竞价、标购竞价、做市等方式。多元化的报价方式契合私募产品的特征，适合于参与人根据私募产品的信息披露程度和线下沟通程度自主决定发行和转让方式。中证报价公司以管理办法为基础，制定详尽、细致的操作细则或指引，引导各项活动有序开展。

（4）秉承私募产品自律管理特性。一是报价系统管理办法的发布组织是证券业的自律组织——中国证券业协会；二是报价系统管理办法指出，“中国证券业协会对报价系统进行自律管理，中证报价公司负责报价系统的日常运作和管理”；三是“在报价系统报价、发行、转让的私募产品直接实行事后备案”。自律管理是私募产品市场的重要特征。

（五）区域金融资产交易所

1. 情况概述

区域金融资产交易所和交易中心是由各地金融办直接监管的金融资产交易平台，交易所经营相对稳健和保守，获批较难，而交易中心的业务则更加激进，其他方面没有明显区别，下面统称交易所。区域金融资产交易所的业务主要分为三大类：一是基础资产交易，包括金融国有资产、不良金融资产、私募股权、委托债权投资、应收账款等；二是权益资产交易，包括信托受益权、应收账款收益权、小贷资产收益权、融资租赁收益权、商业票据收益权等；三是信息耦合业务，进行信息发布，提供中小企业投融资信息服务。值得一提的是，目前北金所、天金所等第三方交易平台开展了信托受益权集中登记、信托合同登记和信托受益权转让等业务，但因为信托登记制度缺失、区域性金融交易平台无法跨区交易等问题，信托受益权转让业务还未形成规模，交易不活跃，发展缓慢。

目前区域资产交易所主要在平台类业务和资金端合作两种商业模式上进行探索。①平台类业务主要包括通道和投融资平台两种。一是在通道业务上，交易所为交易双方提供登记托管、资金划转等服务。在上述业务中，交易所可以保障资金安全性，完

成权责的重新确定，使其成为交易双方选择的第一类通道。二是在投融资平台类业务上，由于2013年以来金融办批复金融资产交易所可以作为小贷公司再融资的平台，有融资需求的小贷公司可在交易所通过私募债、资产证券化等方式再融资。有投资需求的投资人可以认购相关产品。②资金端合作，主要体现为跟互联网的结合，打造一个包含各类金融资产的交易平台，让非标资产能够像股票等标准化产品一样，可以挂牌、托管和流转，同时提供登记、资金划转等各种服务，在这一方向上发展得比较好的是陆金所旗下的金融资产交易服务平台（Lfex）。Lfex面向机构投资者。企业通过信托、券商或其他融资渠道把融资需求转化金融产品在市场上出售以募集资金，这类金融产品既可以是信贷资产本身，也可以是某项收益权，实现了金融资产的交易和流通，既解决企业的融资难题，又为金融机构提供了流动性支持。在整个交易过程中，Lfex除了充当金融信息中介以外，还负责在交易前充分披露项目信息、潜在风险，并根据项目的基础信息，进行审计评级和项目筛选，在交易后进行投后管理、风险控制、委托管理等。

2. 经验借鉴

（1）信托受益权的登记流转业务经营。如前所述，当前的金融资产交易所已经开展了信托受益权集中登记、信托合同登记和信托受益权转让等业务，可以借鉴交易所已经积累的经验。例如，在信托产品和信托受益权的估值、评价和查询上，可以借鉴Lfex的成功经验。

（2）交易平台的功能和作用拓宽。虽然Lfex只作为交易平台，不提供兜底，但在风险控制方面比较完善，不仅和专业的机构合作，全面评估项目的潜在风险和收益，还会提供项目评级服务，对于某些风险较大的项目，引入保险公司和担保机构，或者为金融产品做结构化设计，针对投资者不同的风险偏好提供不同等级的产品。因此，要实现好交易平台的功能，需要从两方面着手：一是提高对非标资产法律结构和交易结构进行重构的能力，将形态、期限和规模差异很大的非标产品转化为投资者认可的低门槛、低风险且流动性好的投资产品；二是建立完善的流动性管理模型，统筹好平台的流动性成本和流动性充裕度指标。

专题2：部分新兴金融产品发展经验借鉴

（一）资产证券化

目前，我国有三种类型的资产证券化产品，分别为由人民银行、银监会主管的信

贷资产支持证券，由证监会主管的企业资产支持证券，以及交易商协会主管的资产支持票据。其中信贷资产证券化和资产支持票据均采用了信托作为特殊目的载体的模式，创设出新的信托受益凭证或票据金融产品，实现了信托产品由私募发行、交易到公募市场的转变，对于中国信登平台开展的市场金融业务探索有重要的借鉴意义，下文以信贷资产证券化为例进行介绍分析。

1. 情况概述

信贷资产证券化是指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。我国自 2005 年开启资产证券化业务试点，2008 年下半年受国际金融危机事件影响，暂停资产证券化业务试点，2012 年 5 月，我国信贷资产证券化试点再次重启。与此同时，银行间市场交易商协会推出资产支持票据，交易所市场也加快了企业资产证券化业务的发展步伐。我国资产证券化业务呈现快速发展势头。

2. 经验借鉴

（1）逐步扩大试点，控总量防风险。从信贷资产证券化发展历程来看，尽管决策层面已决定提速信贷资产证券化试点，但是以实行总量控制为前提，在严格控制风险的基础上逐步扩大试点，循序渐进，稳步推进试点工作。在资产方面，仅将优质资产纳入试点范围，直到 2016 年才审慎重启了不良资产证券化业务，同时不做再证券化，以防范系统性区域性金融风险，保障市场的稳定。

（2）简化发行流程，提高发行效率。信贷资产证券化涉及银监会、证监会和人民银行多个部门。试点初期实行审批制。在逐步总结试点经验后，目前，银监会、证监会双双推出资产证券化备案制，人民银行也以注册制取代审批制，大力推动信贷证券化展开。

（3）拓宽发行渠道，提高产品市场吸引力。目前，资产证券化项目可自主选择在银行间市场或交易所市场发行。从银行的角度看，信贷资产证券化产品到上交所发行，可利用上交所市场投资者多元化的特点，引导基金、保险、证券公司及其他机构投资者认购信贷资产支持证券，使投资者群体更加丰富，有效分散银行体系风险。同时，减少证券化产品由银行间相互持有的现象，降低银行资本消耗，提升信贷投放能力，更好地支持实体经济。从市场的角度看，信贷资产证券化产品到交易所上市交易，也为非银行金融机构和其他投资者增加了投资品种。借助不同类型投资者的投资

偏好，还可进一步提升产品的交易需求，提高二级市场流动性。通过交易所发行和交易，使信贷资产支持证券交易更透明，更被金融体系认可。

为促进资产证券化业务发展，人民银行、银监会陆续出台了一系列配套政策，在盘活存量资产、缓释金融风险、支持实体经济发展等方面发挥了重要作用。但是，交易活跃程度低、商业银行互持等问题是我国信贷资产证券化发展中需要解决的突出问题。据分析，信贷资产证券化债券现券交易量为存量证券的2%～5%（2017年）。交易量较低的原因主要有存量规模小、交易结构复杂、信息披露不充分、证券化产品估值难度大等因素。

（二）公司债

1. 情况概述

2014年之前，我国公司债处于规模较小、增长缓慢状态。但2015年以来，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，将公司债券发行人范围从上市公司、非上市中小企业和证券公司，拓展至全部公司制法人，公司债规模迅速增长。2016年底，公司债发行总额达44291亿元，而2014年末规模为7952.52亿元[①]。

2. 经验借鉴

（1）根据债券评级按投资者对象细分发行方式。目前公司债发行方式按投资者对象分为公众投资者、合格投资者公开发行、非公开发行三类方式。面向公众投资者公开发行的评级要求提高至AAA级，否则只能面向合格投资者公开发行或非公开发行。根据《债券市场投资者适当性管理办法》的要求，交易所将参与债券认购和交易的投资者按照风险识别和承受能力，分为合格投资者与公众投资者。其中，合格投资者需满足的资质条件包括：①金融机构；②金融机构发行的理财产品；③净资产不低于1000万元的企事业法人、合伙企业；④QFII和RQFII；⑤社保基金、企业年金；⑥金融资产不低于300万元的个人投资者；⑦经证监会和上交所认可的其他合格投资者。公众投资者为不满足上述条件的其他投资者。在公开发行的公司债券中，公众投资者只能投资满足债项评级AAA级等条件的债券。公司债对于投资者明确的分级机制从一定程度上保证了公众投资者的资金安全，并按债券评级等级对投资者预设风险规避措施。

① 尽管如此，我国债券市场中，公司债所占的比例还比较小，远不及银行贷款等常规融资，这也说明公司债在我国的发展还有极大的潜力。

（2）调整发行人范围。新公司债券面向更广泛的企业群体，有利于降低企业对银行贷款的依赖，拓宽企业的融资渠道。同时，完备的信用评级制度通过对发行公司债券筹集资金的合理性和按期如约偿还债券本息的能力及其风险程度作出综合评价，便利投资者进行债券投资决策，降低高信誉发行人的筹资成本。2016—2017 年，公开发行的公司债债项评级主要集中在 AA 级以上，其中 AAA 级的占比近 35%，AA 级以上占比达 89%[①]。

（3）按投资者对象对公司债券发行流程实施分类管理。公募公司债区分为面向公众投资者的公开发行（以下简称“大公募债券”）和面向合格投资者的公开发行（以下简称“小公募债券”）两类。小公募债券由交易所对申请材料是否符合上市条件进行预审核，证监会以交易所的预审核意见为基础简化核准程序。同时，为给发行人提供更多便利，相关行政许可申请受理及批文发放事宜均在交易所办理。从公司债的核准程序和事后备案制度来看，证监会对向公众投资者公开发行公司债券实行审核制度；对面向合格投资者公开发行公司债券的，证监会明确简化其核准程序；非公开发行公司债券实行事后备案，且可不进行信用评级。公司债简便核准程序与分类管理提高了债券的发行效率，促进交易活跃度提升。

（4）发行方式更加丰富。早期公司债券仅能公开发行，债券发行规模受到净资产 40% 等相关限制，改革后在总结中小企业私募债试点经验的基础上，全面建立了非公开发行制度，并引入事后备案制度，有利于满足企业各类融资需求。准入门槛的降低对于具有融资需求的中小企业是一大利好，中小企业在公司债市场的积极参与推动了交易与投资的活跃展开。

（三）中小企业私募债

1. 情况概述

私募企业债指非上市的在中国境内注册为有限责任公司或股份有限公司的中小微企业，委托证券公司在中国境内以非公开方式发行的，约定在一定期限内还本付息的有价证券。中小企业私募债的发行主体主要是非上市的中小企业，产品发行采取备案制。

证监会于 2015 年 1 月 16 日正式发布了《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称《管理办法》）。《管理办法》明确了发行主体范围的扩大，将原来限于境内证券

① 数据来源：iFind 数据库。

交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司和证券公司的发行范围扩大至所有公司制法人。这意味着，之前发行条件较为宽松的中小企业私募债优势不再，发行范围被公司债所覆盖。新规出台前，中小企业私募债的发行份额占总债券发行量比重较小。在2015年新规出台后，中小企业私募债并入非公开发行公司债券项目中进行统计，不再进行单独统计。

2. 经验借鉴

中小企业私募债推行的初衷是为中小企业提供一种审批快速、资金用途灵活、成本相对较低的融资方式，但并没有获得很好的发展。制约中小企业私募债发展的因素主要是流动性低、风险高以及发行成本高。

（1）产品流动性低。为防止风险扩散到不具备风险识别和承担能力的投资者身上，《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》和《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》对中小企业私募债的投资者范围、个数等方面均有严格的要求。具体要求如下：投资者对象主要锁定为商业银行、信托、券商、基金和保险等机构；每期私募债的投资者数量合计不得超过200人；作为机构投资者的基金公司，只有基金专户才能投资于私募债，且受到投资额度10%的限制，作为个人投资者，设立了500万元的准入标准等。这些举措虽然便于风险的控制，但都限制了投资者进入私募债市场，严重制约了市场流动性，对其变现能力产生消极影响。

（2）业务风险高。我国中小企业家法律意识淡薄，对其所承担的法律责任认识不足，对于企业未来发展缺乏战略眼光；加上中小企业一般盈利能力较差，生命周期较短，加大了中小企业私募债违约的可能性。且违约后，交易所和地方政府都不会进行风险救助，这意味着中小企业私募债一旦发生风险，只能按照市场规律，投资损失由投资者自行承担。与传统债券相比，私募债违约风险较大，投资者对中小企业私募债的热情度不高，不利于私募企业债的发展。

（3）发行成本高。由于大部分中小企业资质不高，只能通过提高利率来推动私募债的发行，这意味着私募企业债发行成本的提高。中小企业发行私募债的成本包括利息、承销费用、审计费、律师费、担保费（若有）、评级费（若有），综合发行成本在15%左右[①]。另外，销售方面的压力也推动着票面利率的提高，直接导致综合成本的上涨。

① 数据来源：《21世纪经济报道》2013年8月7日版报道。

（四）REITs

1. 情况概述

房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，REITs）是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。目前我国资本市场中对于 REITs 产品有两种基本方案：债权类监管方案和权益类监管方案。前者指在银行间市场交易发行收益凭证，房地产公司继续持有物业的所有权，主要参与者是机构投资者；后者是以股权类产品的方式组建 REITs，在交易所公开交易，将物业所有权转移到 REITs 名下并分割出让，房地产公司与公众投资者通过持有 REITs 股份间接拥有物业所有权。

2. 经验借鉴

尽管 REITs 在美国已经发展得十分成熟，但在国内市场中发展仍然十分缓慢，主要受参与机构少、二级市场流动性低、制度不健全等因素的制约。

（1）投资者主体少制约发展。我国 REITs 产品的投资者范围较窄，不存在二级市场丰富的交易对手。从国外发达市场的经验来看，新型投资市场的发展壮大离不开参与机构的同步成长、成熟以及投资机构投资偏好的培育、投资流程的梳理以及投资收益贡献的认可，因此我国在投资机构培育方面还需加大力度。

（2）产品流动性低，交易不活跃。海外市场 REITs 的 IPO 发行占市场流通的很小一部分，二级市场股权、债权流动成为主流；我国由于产品只数较少、交易对手较少、市场机制尚未建立，几乎不存在二级市场流动性，投资机构以持有至到期的形式享有固定收益。

（3）业务配套制度不健全。目前我国还没有税收支持政策。例如，自持物业出租时租金需缴纳 6% 增值税，再缴纳 12% 房产税，扣除费用后还要缴纳 25% 所得税，分红后还要缴纳个人所得税。这样租金收益率就比较低，难以达到 REITs 的回报要求。此外，未来我国资产出售或最终收益的分配，都要缴纳较高的土地增值税或资产转让所得税。此外包括登记制度、上市交易和退出机制不完善、产品审批流程复杂、资产评估难也阻碍了 REITs 的推出和发展。

参考文献

［1］闻贡源．搭建我国信托产品交易平台的初步设想［J］．金融经济，2016（12）．

［2］徐良堆．债券中央登记托管体制及中央结算公司的实践［J］．债券，2016（11）．

［3］郭晨．商业银行非标准化债权资产业务模式及监管研究［J］．金融监管，2016（1）．

［4］李翔．我国信贷资产证券化发展问题研究［D］．河北大学，2016.

［5］孟令达．浅析建立信托凭证发行与交易市场对我国信托业的意义［J］．金融经济，2016（8）．

［6］李洁怡．银行非标资产交易：解读与案例［M］．北京：中信出版社，2015.

［7］朱焱，汪静．金融机构“非标”资产业务发展对宏观审慎管理的影响机理研究［J］．金融发展研究，2015（2）．

［8］高强，邹恒甫．企业债与公司债二级市场定价比较研究［J］．金融研究，2015（1）．

［9］张帆．中国商业银行非标资产：现状、模式、风险与应对［J］．金融市场研究，2014（8）．

［10］李明秋．我国房地产投资信托基金（REITs）发展模式的研究［D］．东北财经大学，2013.

［11］胡恒松，刘静雨．中小企业私募债发展中的问题与对策研究［J］．开发研究，2012（12）．

［12］施丹，张雷．加快发展中国公司债市场，建立多层级的企业融资渠道［J］．改革论坛，2012（11）．



信托业参与不良资产处置业务研究

课题牵头单位：国民信托有限公司

课题指导专家：伊力扎提

课题组成员：

付　然　石俊志　杨　帆　彭晓娟	国民信托有限公司
陶斐斐　徐博研	中国对外经济贸易信托有限公司
王　珍	中泰信托有限责任公司
武石桥	北方国际信托股份有限公司
张　毅　周　末　鞠　晗	五矿国际信托有限公司

摘　要

资源在利用不好的情况下，会“处于呆滞状态、缺乏流动性”，同时在“机遇再造”时又激发出生产潜力，这就是不良资产的“一体两面”。随着金融机构的多元化和创新发展，不良资产供给主体不再仅限于银行，各类具有借贷职能的金融机构或类金融机构都可能成为不良资产的供给主体。经济新常态下，新一轮不良资产处置高潮到来，并呈现出调结构、市场性、参与主体多元化的特点，信托参与本轮不良资产处置的根本是为了寻找新的业务增长点，同时助推调结构，缓解经济下行周期下的企业生存压力。本课题立足于广义来源的不良资产范畴，探索在本轮市场化不良资产处置机遇下，信托的处置定位、风险识别、可操作模式、政策合规等。

传统的不良资产处置主要是资产管理公司进行，主流方式仍然以债务重组、债务置换、诉讼追偿等为主，这些运作方式从人员、时间、经验和专业上更加符合金融资产管理公司的处置特色，由于经验和专业方面的欠缺，信托参与这些方式的比重会预期较小。在现有不良资产处置模式的基础上，信托处置不良资产的运作模式会以债转股、不良资产证券化和不良资产收益权转让、债务置换等为主流。直接转让、与AMC合作、参与不良资产处置基金等介入方式，本质上是并不是运作模式，而是信托介入不良资产业务的启动方式，是实际运作的前置程序。

信托处置不良资产会存在很多共性的困难。不良资产处置的关键点，即防范和处置风险。因此，信托参与的首要困难就是如何对不良资产进行甄选考察和风险识别。根据不良资产的常规处置流程，信托公司应针对前期介入（营销）、尽职调查、资产收购和资产处置这四个环节防范处置风险。另外，还有不良资产定价的公允性、专业人才队伍的建设等问题。最后，信托处置不良资产需要政策支持配套起来，特别是政策优惠方面。过去不良资产处置是资产管理公司独有的业务领域，但随着不良资产处置主体的泛化，包括信托在内的处置主体均应享有相应的优惠政策，以便于各主体的积极参与和不良资产的迅速处置，最终实现化解金融风险的目的。

关键词：信托处置不良资产　运作模式　风险防范　政策支持

目　录

一、不良资产解析和信托处置不良资产的内在优势 …… 335
（一）不良资产的范畴、本质及“一体两面”性 …… 335
（二）信托处置不良资产的内在优势 …… 337
（三）小结 …… 338
二、本轮不良资产处置的市场环境和信托定位 …… 338
（一）本轮不良资产处置的特点 …… 338
（二）本轮不良资产处置的客户需求 …… 339
（三）信托在不良资产处置产业链中的定位 …… 340
（四）小结 …… 341
三、信托处置不良资产的运作模式及建议 …… 341
（一）不良资产直接转让模式及建议 …… 342
（二）市场化债转股及对策建议 …… 345
（三）不良资产证券化及建议 …… 348
（四）不良资产收益权转让模式及建议 …… 354
（五）入股或合作资产管理公司及建议 …… 357
（六）不良资产处置的基金模式及建议 …… 361
（七）小结 …… 368
四、信托处置不良资产的共性问题及对策建议 …… 368
（一）信托处置不良资产业务的风险识别与甄选条件 …… 368
（二）不良资产处置中的定价问题及对策建议 …… 371
（三）专业人才队伍的建设问题及对策建议 …… 374
（四）信托处置不良资产业务的制度障碍及建议 …… 375
（五）小结 …… 378

一、不良资产解析和信托处置不良资产的内在优势

（一）不良资产的范畴、本质及“一体两面”性

1. 不良资产的概念及范畴界定

资产是指能以货币计量的经济资源的总和。它包括各种财产、债权和其他权利等，是决定生产力的基本要素，是人类劳动的凝结，具有获利的能力，可以用货币计量并且能够变换成货币。资产按其存在的形式，可以分为有形资产和无形资产。按其流动性，可以划分为流动资产和固定资产。按其在社会资本运动中的地位和作用，可以划分为金融资产与非金融资产。

不良资产是资产的派生物，不良资产是指处于呆滞状态、缺乏流动性、使用效能差、不能产生经济效益的资产。[①] 以往所指的不良资产专指银行信贷不良资产，也即银行不良贷款，这是狭义不良资产的概念。[②] 随着银行业竞争压力的加大，商业银行长期形成的向大企业贷款的借贷偏好在逐渐改善，不少商业银行成立了小微借贷事业部，关注中小企业融资需求。随着金融创新的发展，金融机构发展的多元化特征愈加突出。当前的金融机构，除了国有银行，股份制银行、地方银行、农商行等中小银行，社区银行、小额借贷公司、金融担保公司、互联网融资平台等都蓬勃发展起来了，金融“脱媒”趋势愈加显现。与此相应，中小微企业的融资结构也愈加多元。在此背景下，各类具有借贷职能的金融机构或类金融机构都可能成为不良资产的供给主体。因此，在没有特别限定的情况下，广义范畴上的不良资产供给主体较多，包括企业及各类金融机构所产生的不良资产。本课题的不良资产的范畴，不再仅限于银行不良资产，研究范围拓展至不良资产供给主体更加多元化的发展现状。

由于我国企业在传统融资路径中的主要依赖仍然是银行借贷，[③] 短时期内的这种传统融资结构特征仍然不会改变，不良资产的供给主体虽然呈多元化发展趋势，但不良资产供给主体仍然以银行为主体。

银行资产是指银行拥有或控制的以价值形态存在的资产，它主要包括现金、证券投资、客户贷款、同业拆放和回购协议下购买的证券、其他资产等五类。银行的不良资产主要是针对第三类资产，即通过银行信贷形成的资产，这部分资产也是商业银行

① 甘爱平．国有商业银行不良资产的产权分析［D］．厦门大学2010年博士论文．

② 赵毅．中国国有商业银行不良资产的形成与处置［M］．北京：中国物价出版社，2001.

③ 彭晓娟．银行信贷制度的创新与中小企业融资［J］．湖北社会科学，2012（8）．

最大的资产项目。不良资产是从银行角度而言的，而不是从贷款项目或企业的角度。银行贷款的项目可能是处于非良好经营状态，但只要借款人能通过其他途径或方式保证银行贷款本息的偿还，那银行的这部分贷款资产就是良好资产。资产优良与否是以资产收益水平为标准来衡量的。资产处于不良状态会有各种表现，评定不良资产的方式方法也可能多种多样，但最终衡量不良资产的标准是资产收益水平，即贷款本息的回收程度，包括当期本息回收率与根据现有资产状况和现实条件预测的未来本息的回收率。

2. 不良资产的本质及分类

分析不良资产须从资产的特征入手。不良资产违反了资产的三大金融属性，即偿还性、增值型和优化配置性，因此，不良资产本质上是对金融资产偿还性、增值性和优化配置要求的反映。这是因为，第一，不良资产导致对外债务未能按期偿还，甚至根本不能偿还的危险。第二，不良资产使债权人的资金安全、增值和收益得不到保证。第三，不良资产是对信用制度的一种破坏。目前，我国采用国际上惯用的以风险为基础的五级分类法来划分银行贷款，把贷款分为“正常”“关注”“次级”“可疑”“损失”，即“五级分类”，后三类为不良资产，所提及的不良资产、不良贷款和不良债权不做细微区分。

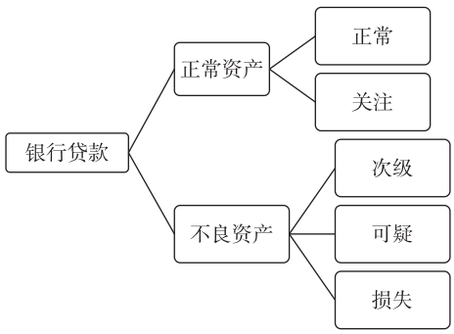


图1　不良资产分类

3. 不良资产——“困境资产”的一体两面性

对不良资产的字面分析，有助于对不良资产内在本质的理解。资产是经济资源的总和。资产本身没有好（good）和坏（bad）的概念，其本质是具有可利用价值的资源。资源只有在利用不好的情况下，才会转变成“处于呆滞状态、缺乏流动性”，同时处于“使用效能差”或甚至“不能产生经济效益”的资产，这种资产就被我们习惯称为“不良资产”。也因此，行业内很多时候将“不良资产”称为“困境资产”，说明了困境资产的“一体两面”，一方面是资产处于“困境”之中，另一方面则是

“市场机遇”的再造。

（二）信托处置不良资产的内在优势

从信托制度的沿革与国际对标视角，信托作为一种制度安排的核心功能是风险隔离与财产转移。信托制度运用到金融领域，基于本源功能外延产生了投融资、财富管理与资产管理三种金融功能。上述五种功能能够有力支撑信托处置不良资产业务。2016 年以来信托公司参与不良资产的个案越来越多，建信信托先后入股云南锡业和武钢集团两个债转股不良资产处置项目，陕国投信托入股地方资产管理公司，[①] 国民信托已开展多个参与不良资产处置的项目，这些个案成功彰显了信托进行不良资产处置的可行性和内在优势。

1. 明晰的信托责任

无论是根据信托法原理还是《信托法》的法条所列，都对信托关系中的受托人信义义务做出明确的规定，即恪尽职守，履行诚实，信用，谨慎，有效管理的义务，为受益人的最大利益处理信托事务。通过信托方式的不良资产处置，进行不良资产权利的转移，实现了“出表”功能。受托人就在此功能下承担起信托责任。

2. 项目风险隔离

信托财产的独立性，决定了信托项目与委托人、受托人和受益人的财产风险相隔离，信托项目与其他项目之间的风险相互隔离。信托参与不良资产处置，不占用信托公司风险备付金，单个项目的风险相互隔离，能够较好地满足不良资产处置中项目风险的传导。

3. 投融资优势

信托是一种非常灵活的投融资工具，能够投资形成股权而优越于银行，能够投资实业而优越于证券公司，同时拥有对接货币市场的灵活募资优势，可以说是金融市场上唯一能实现货币市场、资本市场和实业之间的跨越投资的主体。信托公司可以利用其独特的制度和功能优势，设计出丰富多元的信托产品。

4. 行业积累优势

信托作为银行同业，客户资源、项目资源较多，可以采取较优方案进行资源配置，整合社会资源，帮助企业起死回生，这也是信托处置不良资产的重要价值。

① 王莹．风高浪大，信托债转股业务“观棋者”多［N］．证券时报，2017－03－13：A06.

（三）小结

当前商业银行不良贷款率居高不下，不良资产处置呈现新一轮的处置高峰。信托本身所具有的财产转移和风险隔离特质，使得信托从外延上具有强大的资产管理、财富管理、投融资功能，能够较好将货币市场与资本市场相衔接，灵活设立产品运用于直接融资和间接融资两类投融资市场。不良资产处置蓝海中，信托发挥所具有的转移、隔离、投融资、财富管理、资产管理等功能，既是从被动向主动转型深挖资产管理能力的良好契机，也是推动本轮经济下行期调结构、去产能，实现企业社会责任的应有之义。最终化解金融风险，这恐怕才是本轮不良资产处置最大的意义。

二、本轮不良资产处置的市场环境和信托定位

（一）本轮不良资产处置的特点

中国经济步入“新常态”，叠加全球经济形势持续低迷且未有明显改善迹象。在去产能、去杠杆的政策背景下，不少行业、不少企业盈利水平下降，部分行业、部分企业面临负债率偏高、应收账款周转率偏低等财务困境，尤其以钢铁、煤炭、地产等为代表的产能过剩产业的不良资产将加速暴露。2017 年 8 月 14 日，银监会发布 2017 年第二季度主要监管指标数据，数据显示，信贷资产质量总体平稳，商业银行不良贷款率 1.74%，与上季末持平。[①] 上述状况导致区域性、局部性风险暴露增多，商业银行不良贷款的增速加快，非银行金融机构的类信贷业务也急剧膨胀，共同推动信用风险上升，金融风险进一步暴露。因此，本轮不良资产处置主要呈现出以下特点：

1. 逆周期

对比上一轮不良资产处置正处于我国经济高速增长的黄金时期，本轮不良资产处置的内外部环境就更加复杂，国内改革进入深水区和攻坚阶段，经济高速增长的阶段已经过去，且下行压力不断加大，导致不良资产处置的成本增加、周期变长、难度加大，需要有创新的处置思路和处置手段。

2. 市场性

不良资产处置迈进全面商业化时期，随着国务院 2016 年多次发文鼓励以市场化方式为企业降杠杆，2016 年 10 月银监会发布《关于适当调整地方资产管理公司有关

① 银监会发布 2017 年二季度监管指标数据：利润增速有所回升，中国网 .2017 - 08 - 14，http：//finance. china. com. cn/news/20170814/4350208. shtml.

政策的函》推动不良资产竞价等商业化方式开展业务，标志着中国的不良资产市场正在从过去的政策性主导转向市场化主导。

3. 多主体

上轮不良资产的供给主体主要是国有企业，处置主体主要是商业银行和四大资管公司。商业银行不良贷款、非银行金融机构的类信贷项目和企业的应收账款等多种不良资产叠加，导致本轮不良资产的规模更大，且不良资产将呈现零散化、碎片化的特征。因此，仅依靠四大资产管理公司对不良资产进行处置远远不够，而且面对零散的不良资产，四大资产管理公司的处置成本将会上升，处置效率也会相应的下降，因此客观上也需要有更多的主体参与到不良资产处置产业中。本轮不良资产供给主体不再仅限于国企，而是呈现多元化，包括商业银行、各类企业、各类资管机构等。

（二）本轮不良资产处置的客户需求

当前不良资产处置行业链条中，不良资产处置市场分为一级市场和二级市场。一级市场中不良资产的出让方有商业银行、非银行金融机构和非金融机构，但其中绝大部分来自商业银行，其处置需求决定了市场上不良资产的供应量。二级市场中的不良资产出售方主要是四大资产管理公司、地方资产管理公司和非持牌资产管理公司，其中绝大部分来自四大资产管理公司，地方资产管理公司和非持牌资产管理公司主要参与不良资产处置，转让的数量较少。

以下通过分析不同客户的需求，探索信托业务在本轮不良资产处置中的机遇：

1. 一级市场的客户需求

（1）商业银行的需求。对于不良资产，商业银行普遍存在两大需求：调节报表需求和真实处置需求。

（2）非银行金融机构的需求。非银行金融机构的债权资产也是不良资产的重要来源。特别是信托业成为非银行金融机构中不良资产较为集中的行业，风险项目规模均呈现增长趋势，不良资产处置的需求随之上升。

（3）非金融机构的需求。在产业结构调整、去产能、去杠杆的背景下，实体企业部门债务增长、企业应收账款大幅提升，特别是钢铁、煤炭、地产等产能过剩行业的不良资产增加也加剧了不良资产的供给，同时与这些行业相关联的上下游产业不良资产也有抬头的迹象[①]，这些机构的不良资产处置需求也较为迫切。

① 孙娟娟．不良资产的形成机理与分析框架［J］．浙江金融，2017（3）：10－18.

2. 二级市场客户的需求

随着不良资产规模的扩大，覆盖行业、区域的增多，四大资产管理公司的集中处置将逐渐演变为分散处置，一些业务向地方资产管理公司和民营资产管理公司转移，这些机构更多的是在开展“会计出表”业务，不良资产的主动管理和处置能力不强，为了丰富不良资产处置手段，推动不良资产处置渠道多元化，与其他资管机构合作会不断增多。

从以上分析可以看出，不良资产处置一级市场和二级市场不仅客户需求的规模在不断增加，而且客户对不良资产处置手段丰富性、多样性的需求也在增加，信托凭借其制度、募资、投资等方面的灵活性，参与不良资产处置业务的前景非常广阔。

（三）信托在不良资产处置产业链中的定位

1. 我国不良资产交易市场的产业链层次

目前我国不良资产交易市场以资产管理公司为核心连接纽带可细分为两个层次的子市场：

一级（收购）市场：即不良资产出售方（银行、非银行金融机构以及非金融企业）等将其不良资产以资产包等形式委托收购方（四大资产管理公司、地方资产管理公司、非持牌资产管理公司以及其他不良资产处置机构）进行专业化处置。四大资产管理公司和地方资产管理公司收购不良资产后，可在不良资产处置市场上批量转让不良资产，非持牌资产管理公司可以接受四大资产管理公司和地方资产管理公司委托进而处置不良资产，只能从事 10 户以下不良资产的组包转让。

二级（处置）市场：即不良资产处置机构将其收购的不良资产包通过处置、重组、债转股、不良资产证券化等方式与不良资产包债务人的关联企业、上下游企业或者财务投资者达成处置协议。该过程同时涉及不良资产专业评估师、债务人评级机构、拍卖机构、律师事务所、信托、不良资产交易平台及第三方服务机构。处置市场

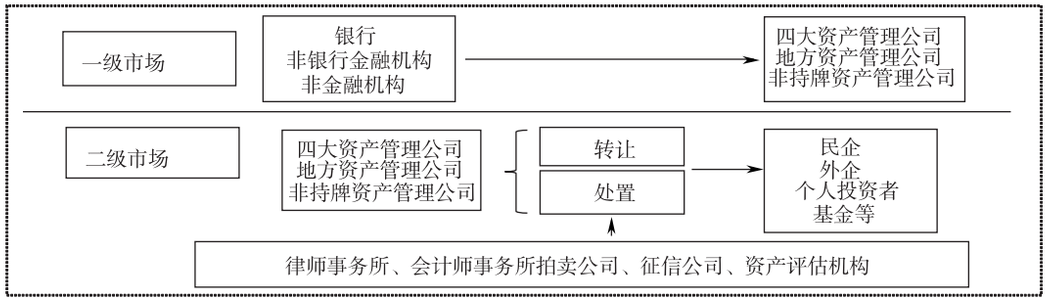


图 2　不良资产处置产业市场层次

中的买方主要包括地方资产管理公司、民营资产管理公司、债务人及关联方、个人投资者、基金等。

2. 信托在不良资产处置产业链中的定位

信托具有财产独立性、所有权与受益权分离、资金募集便利性和投向的多样性优势，在不良资产处置中的应用将越来越广泛和灵活。在国内金融机构中，信托公司是唯一能够整合运用几乎所有的金融工具，满足企业的各类融资需求的金融机构，是不良资产处置链二级市场中的重要处置主体，在不良资产处置业务中能够扮演丰富的、多层次的角色。但目前信托公司在不良资产处置市场中仍处于刚刚起步阶段，行业经验、团队实力不足，短期内依然无法摆脱银行、资产管理公司等外部服务商的专业依赖，业务定位以通道角色等外部合作参与为主，主动参与的形式也在不断地探索中。

“不良资产经营”理念的关键在于要把握哪些不良资产具备战略投资价值和风险投资价值而拥有一定的潜在投资市场。事实上现在不少国际知名投资银行都将目光投向了本轮经济下行期的不良资产，当信托发掘到不良资产的潜在投资市场后，可能且不限于以下几个方面：

一是以财务顾问的身份为债务企业提供债务重组和债转股服务，为战略投资者、风险投资者提供投资咨询和搭桥贷款服务。

二是以战略投资者的身份收购不良资产，作为权利人处置不良资产。

三是以机构投资者身份购买其他处置主体发行的不良资产业务产品。

（四）小结

通过对市场的分析，研究信托处置不良资产的商业逻辑、产业链定位。接下来，在资源方面需要解决哪些问题？另外，在监管允许的情况下，信托公司也可深耕基础资产细分市场，结合国家经济政策导向等因素，逐步积累自身在相关不良资产行业细分领域“处置不良资产”的品牌优势。

三、信托处置不良资产的运作模式及建议

传统的不良资产处置主要是资产管理公司进行，主流方式仍然以债务重组、债务置换、诉讼追偿等为主，而这些运作方式从人员、时间、经验和专业上更加符合金融资产管理公司的处置特色，信托参与的比重会预期较小。信托入市后的参与模式主要以债转股、不良资产证券化和不良资产收益权转让、与资产管理公司合作、参与不良资产处置基金等模式为主流，其中，直接转让、与资产管理公司合作、参与不良资产

处置基金，这几种介入方式各有差别，本质并不是运作模式，而是信托前期对不良资产业务的介入方式，但又必然属于实际运作的一部分，故此与其他运作模式未加区分，并列予以分析。

（一）不良资产直接转让模式及建议

1. 定义

不良资产直接转让模式是收购主体对不良资产支付购买款项，然后进行处置清收的方式。这种模式的效果只是导致不良资产所有权人的变动，不良资产的所有人由原来的债权主体变更为收购主体。转让后，还需要收购主体继续进行处置。

2. 适用情形和交易结构

不良资产直接转让是传统类的不良资产经营模式，主要适用于债权人打包出售的不良资产包，属于资产管理公司最常采用的处理不良资产的手法。图 3 展示了该种业务模式：

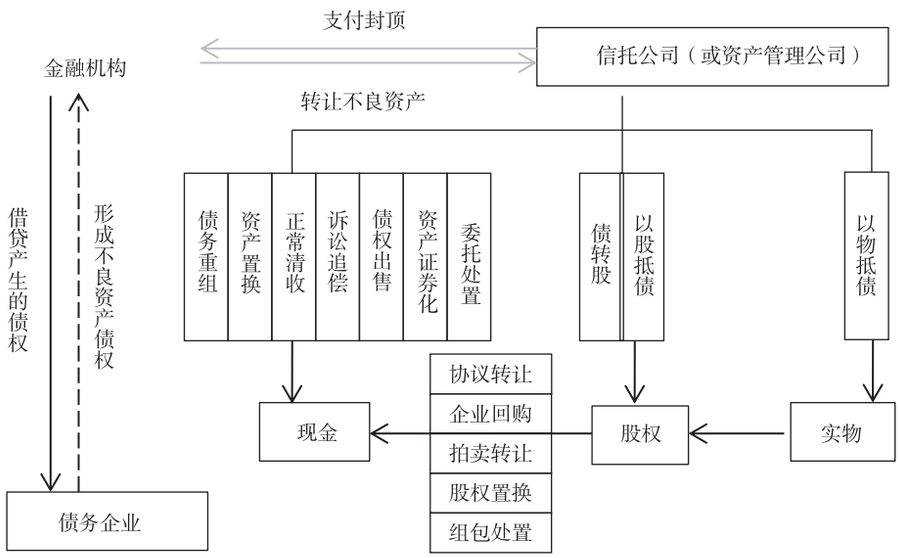


图 3　不良资产直接转让的业务交易模式

3. 直接转让不良资产后的处置情形

一般情况下，不良资产收购往往指的就是直接转让模式，是进行不良资产处置其他模式的起点，也是进行不良资产清收的起点。如收购后可进行债转股、不良资产证券化等。信托公司在介入收购的前期营销阶段，就要通过考察形成对不良资产处置模式的认识，针对不同资产包质量的多种处置策略。①债务重组。协助债务人引进战略投资者、清理业务条线并优化业务结构，完善公司治理，帮助提升债权或股权的价值

以提高投资回报；②对于提升价值较小、地区分散、质量较差的资产，采取最小化处置成本，实现尽快处置；③其他可行的处置策略有："以股抵债或以物抵债"，通过协议或司法裁决获得用于抵偿债权股权或实物资产，适用于有偿还意愿、没有现金偿付能力但持有质量相对较好的股权或实物资产的债务人；"委托第三方专业机构处置"，适用于自行处置难度大、成本高的资产，例如消费类贷款；"正常清收"，指债务人按照原贷款合同的条约约定履行还款义务，适应于债务人有还款意愿、并具备还款能力的情况；以及"诉讼追偿"等。针对不同类型的不良资产，直接转让后的处置手段主要分为：收购处置类业务、收购重组类业务和债转股业务。

（1）收购处置类业务。信托公司（或资产管理公司等处置主体）按账面原值的一定折扣收购不良资产，在资产分类的基础上进行价值提升，然后寻机出售或通过其他方式实现债权回收，从而获得收益。处置主体以公开竞标或协议转让方式从金融机构批量收购不良资产包，以实现不良资产回收价值最大化为目标，结合不良资产特点、债务人情况、抵质押物情况等主客观因素，灵活采用不同处置方式，包括阶段性经营、资产重组、债转股、单户转让、打包转让、债务人折扣清偿、破产清算、本息清收、诉讼追偿、以物抵债、债务重组等。对于提升价值较小、质量较差的资产，处置主体通常会将各类资产重新组合，形成适合市场需求的资产包，通过拍卖、招投标等方式打包出售，以最快的速度完成处置、最小化处置成本。对于强周期行业中规模较小、综合实力较差的企业，通过集中打包方式出售。此类企业数量庞大，在行业中核心竞争力较差，且多数不符合国家"供给侧改革"的战略方向。即便行业复苏，企业也缺乏必要的资金和技术实力脱困。因此，针对此类企业可选择打包出售，通过集中诉讼、资产保全、拍卖等方式对债权进行最大限度地回收。

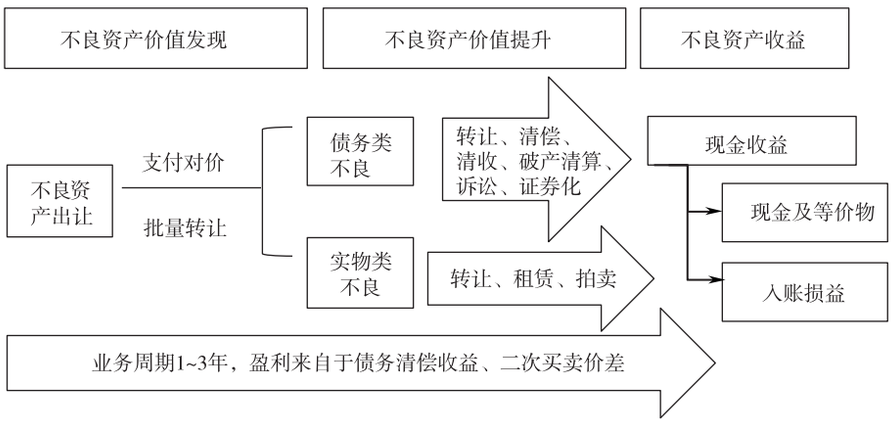


图 4　收购处置类业务商业逻辑

（2）重组类业务。收购重组类业务是最重要的收入来源，是指处置主体收购原债权人资产后不直接处置，与债务人或其关联方达成相关重组协议，重新约定还款条件，在风险可控的前提下形成较高重组溢价。主要适用于具备产业整合价值的企业，以产业盘活带动债权盘活。积极意义表现为，通过不良资产处置过程中的债务重组，积极对接国有和民营渠道盘活资产，并提供相应资源及资金支持。经济下行周期是产业整合的黄金时期，优质企业将借助强大的产业实力和较低的融资成本迅速扩张。信托公司业务发展亦应当抓住这一有利时机，充分寻找和介入产业整合的浪潮，将资源引入产业集群，辅以对优势企业的“投贷联动”，在化解不良资产的同时，亦完成了对传统经营模式的革新。

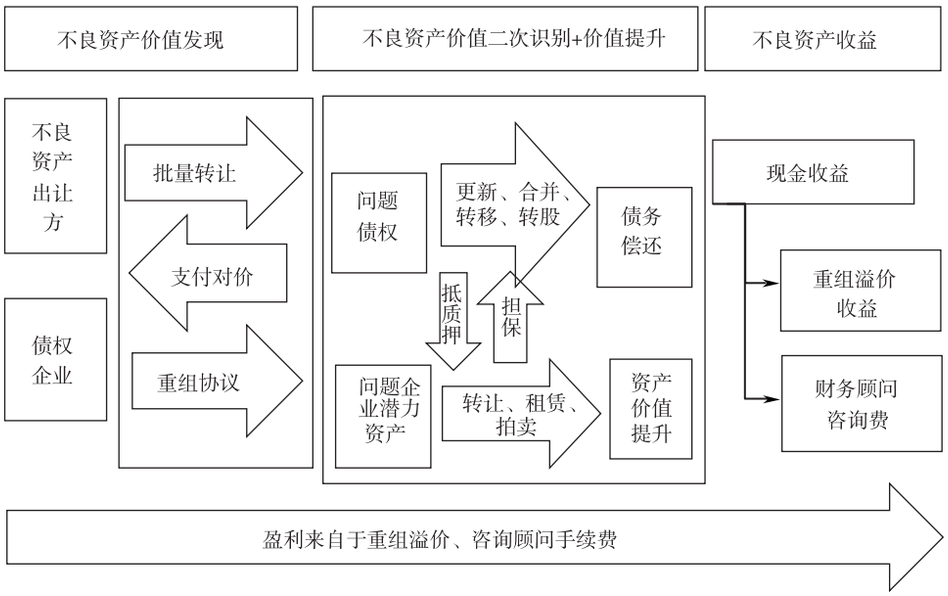


图 5　收购重组类业务商业逻辑

（3）资产置换。资产置换是指“两个市场主体之间为了各自的经营需要，在通过合法的评估手续对资产进行评估的基础上，签订置换协议，从而实现双方有形或无形资产的互换或以债权换取实物资产及股权的行为。[①] 不良资产处置中涉及的资产置换，往往是指债务置换。在资产置换中，应注意资产价值评估的公允性，严把资产评估关，防止串谋或欺诈。在资产置换中，很重要的问题就是资产权属是否清晰，债务置换的很多涉及破产、职工安置等，权属短时间内无法清晰，信托参与后的实际操作障碍较大，法律风险点也较多。实践中，即使是普通不良资产处置中的债务置换也很

① 赵毅．中国国有商业银行不良资产的形成与处置［M］．北京：中国物价出版社，2001：189.

难操作，信托参与不良资产处置也不能像资产管理公司一样，享有政策性优待，故可以判断此种模式的可行性不强，至少不会成为主流模式。

4. 直接收购模式的考量因素

决定是否收购某项不良资产及报价时，主要要考虑如下因素（根据资产管理公司的实践经验）：①现金回收预期；②资金成本和投资回报；③预期处置期限；④竞争对手情况与竞争形势；⑤在不良资产包所在地区和行业的相对竞争优势。信托公司可以参考资产管理公司的一般做法，根据不良资产包的特点采取不同的处置手段（包括：债权重组、债转股、资产置换、以股抵债、以物抵债、正常清收、诉讼追偿、出售、资产证券化和委托处置等，以及上述多种处置方式的组合）。

5. 典型案例

在不良资产直接转让模式中，信托公司扮演了类似资产管理公司的收购角色。当前行业内尚无信托公司直接收购不良资产的案例，但在理论上是可行的。假设某信托公司了解到S集团因短期流动资金紧张无法偿还银行到期贷款，信托公司经与银行、S集团协商，达成收购剩余债权协议，并对债权进行债务重组，重组后债务人仍为S集团。如在投后管理中债务人仍无法按期还款，信托公司可以依法处置抵押物，向债务人、保证人资产追索。这种案例情形是理论上的模拟。

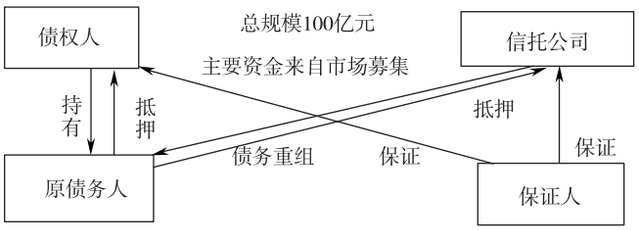


图6　交易结构

（二）市场化债转股及对策建议

1. 债转股的定义和利弊分析

债转股是指当贷款对象出现一定问题时，债权人所采取的一种资产保全方式，通过债转股，希望恢复或者在一定程度上恢复贷款对象的盈利能力和财务健康状况，减少商业银行的贷款损失。[①] 债转股使债权人不再对企业享有债权，而是成为企业的股东。债转股是资产管理公司常用的一种不良资产处置方式，资产管理公司往往通过债

① 周小川．关于债转股的几个问题［J］．社会经济体制比较，1999（11）：1－9.

转股、以股抵债、追加投资等方式获得资产，并通过置换、并购、重组和上市，来改善债转股企业的经营、提升资产价值，最终退出获得溢价收益。

在强周期行业的下行周期中，企业去杠杆和商业银行化解不良负债率可以通过债转股方式已取得较多共识：一方面，企业债务转为股份，为企业节约大量的财务成本支出，有助于企业渡过难关；另一方面，商业银行不良债权经过重组变为股权，既可视为暂时化解不良压力，也可看做对行业周期的提前布局。经过等待后亦能从行业复苏中获取更大利益。债转股对企业的正面效应在于四点：去杠杆、降成本、去产能、补短板，这也是供给侧结构性改革的重要内容。债转股的弊端在于周期较长，资产处置收益、退出倍数、股利收入等指标波动较大。但是随着去杠杆、国改进程的深化，债转股增长潜力较大。根据2016年《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，债转股已经被列为企业降杠杆的一项重要工具。

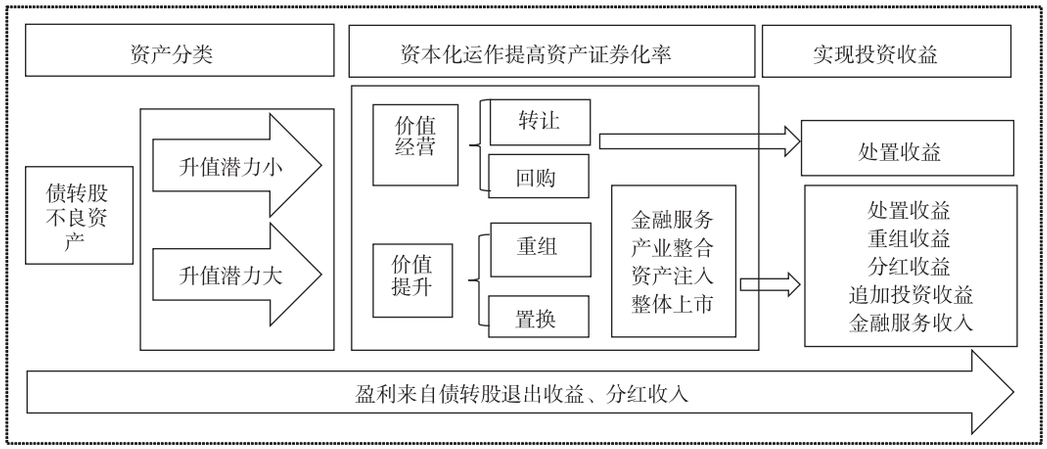


图7　债转股类业务商业逻辑

2. 债转股适用的对象（企业）

从历史经验看，选择合适的企业是避免债转股负面影响和道德风险的关键。在新一轮市场化债转股中，处置主体将自主选择债转股企业，自主协商转换比例和转股价格。对于强周期行业中规模较大、具备一定核心竞争力的企业，通过债转股等方式降低企业财务成本，等待行业复苏。此类企业在行业中具备核心竞争力，出现不良资产多源于行业周期或暂时的流动性问题。这类企业往往预期的股权价值现值高于当前债权处置价值，符合债转股要求。对于产能过剩行业的企业，宜选择那些具有产业整合价值的重点企业；在政策实施初期，宜选择行业或地方龙头企业，尤其是作为供给侧改革的重点行业和重要企业。

3. 典型案例1——云锡集团债转股

在云南锡业债转股案例中，中建信托就是作为基金的管理者，发挥了很好的基金管理经验。[①] 在操作层面，建行及建信信托负责这个项目，建行负责去寻客户、谈协议等，建信信托负责基金管理，资金来源则主要是社会资本，银行也会出一部分钱作原始资本金，但是少量的。基金所募集的资金最终将“全部用于还债”，但为规避道德风险，主要是用于偿还建行以外的债权。此外，本次债转股一大特点是，债和股的业务板块并非一一对应。根据投资协议，建行将采用基金模式动员社会资金，投资云锡集团有较好盈利前景的板块和优质资产。在退出方式上，基金选择了市场化操作，将云锡集团未上市公司部分股权装入集团上市公司，实现退出。

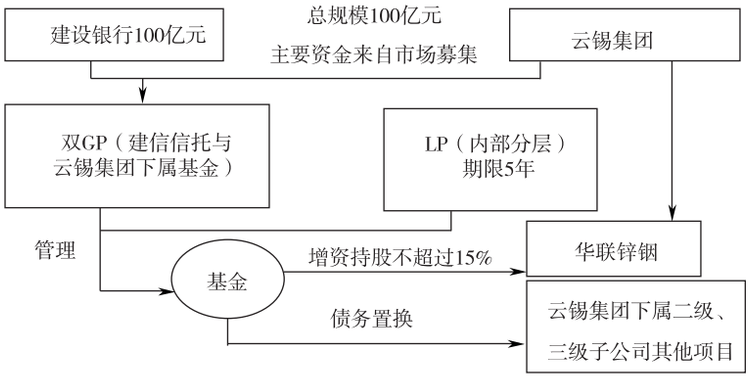


图8　云锡集团债转股结构

4. 典型案例2——武钢集团债转股

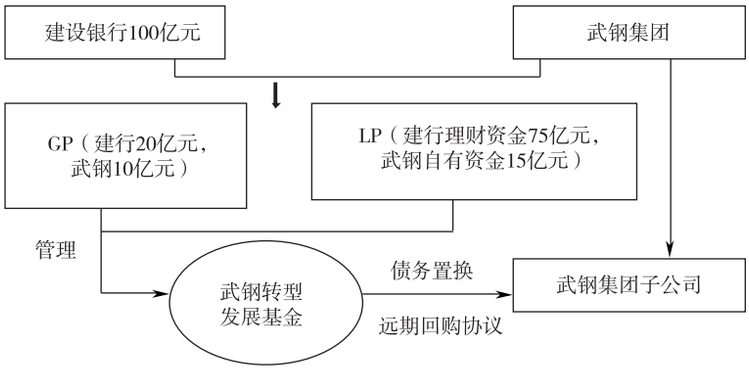


图9　武钢集团债转股结构

① 王春艳（陕国投研究员）. 信托公司介入“债转股”业务全解析［N］. 证券时报网，2017－04－19. http：//www. stcn. com/2017/0419/13262070. shtml.

5. 注意问题

（1）谨慎选择目标企业。一方面，债转股一定注意选择合适的对象，避免选择有道德风险的企业。否则，就会使相关企业进入“亏损、转股、再经营、再亏损”的恶性循环，导致新的“赖账机制”形成。[①] 对不符合条件的企业进行债转股，在某种程度上固化了“养懒人”的制度安排，企业将逐渐丧失改善自身经营效率低下的动力和潜能，无法适应市场优胜劣汰的生存环境。[②] 另一方面，建议对正常债权的转股进行严格限制，主要针对不良贷款和关注类贷款进行债转股，避免偏离“去杠杆”化解不良风险的初衷[③]。

（2）股权退出机制。传统的退出机制诸如股权回购、管理层收购、协议转让，难度系数低、程序简单，可行性较强。其次，如果企业做强可以上市的还可以选择二级市场出售。除此之外，建议通过发挥新三板和区域股权交易中心的作用，建议在区域股权交易中心引入做市商制度，提高市场流动性。此外，借鉴香港盈富基金的方法，还可以探索设立基金持股模式，转让给专有基金。诸如就有研究者设想本轮债转股的持股机构有地方资产管理公司、国有资本运营公司、商业银行产业基金、政府引导产业基金等。

（三）不良资产证券化及建议

1. 基本定义

资产证券化（ABS），是指发起人将缺乏流动性但能在未来产生可预见的稳定现金流的资产或资产集合（在法学本质上是债权）出售给特殊目的机构（Special Purpose Vehicle，SPV），尤其通过一定的结构安排，分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用，转化成有现金流担保的可自由流通的证券，销售给金融市场上的投资者。[④] 在这一过程中，特殊目的机构以证券销售收入偿付发起人资产出售价款，以资产产生的现金流偿付投资者所持证券的权益。

不良资产证券化，是以不良资产为基础资产，以其现金流为支撑，发行资产支持证券的活动。[⑤]

---

① 李张珍．债转股的理论研究与现实问题［J］．商业经济，2009（3）：15－16.
② 孙丽，孙玉兰．债转股重启：历史镜鉴、现实问题与对策［J］．南方金融，2016（11）.
③ 邓舒仁．债转股的实践经验、问题和对策研究［J］．浙江金融，2016（4）：38－42.
④ 洪艳蓉．资产证券化法律问题研究［M］．北京：北京大学出版社，2004：1.
⑤ 杨迪川．不良资产证券化试点重启：机理、案例与改进思路［J］．南方金融，2016（10）：10－16.

2. 不良资产证券化设计的参与方

（1）发起人：指被证券化资产的原始所有者，也称原始权益人（卖方）。

（2）发行人：又称特殊目的载体（SPV），是购买发起人的基础资产、以此为基础设计并发行资产支持证券的机构。发起人的资产不是由发起人直接出售给投资者，而是先转让给一家独立的中介机构。这个中介机构即特殊目的载体，其目的是起到“破产隔离”的作用，其业务严格限定为购买证券化资产。特殊目的载体的设立排除了发行人的破产风险对证券化资产所依赖的现金流的影响，是资产证券化交易结构设计中的关键。

不良资产证券化的基础资产有以下特点：①资产池的现金流多依赖于对抵押物的处置、担保人的追偿、借款人资产的处置，而非正常经营的现金流；②不良资产的还款时间和还款比例有很大的不确定性，现金流波动很大，对产品的结构设计提出更高要求；③不良资产的同质性很弱，受经济周期影响很大。因此，信托介入的不良资产，资产池中的资产尽量是处置中后期、损失率和还款期限比较确定、抵押物价值较高、担保人还款能力较强的不良贷款。

不良资产证券化中特殊目的载体的设立是整个资产证券化的核心问题，它关涉到证券化资产实现真正的破产隔离，投资者的信心，证券发行中的增级与评级以及发起人的会计作账等问题，是整个资产证券化运作得以成功的关键。SPV 是资产证券化的核心主体，其组建的目的是为了最大限度地降低发行人破产风险对证券化的影响，即实现被证券化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 自身的破产可能性应当达到最小，原始权益人的债权人对 SPV 不能有求偿权。

（3）投资银行：在证券化过程中负责向公众公开发行其包销或代销的资产支持证券，或向特定投资者私募发行这种证券的机构。

（4）信用增级机构：是指通过附加衍生信用来提高某些资产支持证券的级别的机构。大多数资产证券化除以标的资产作担保外，还需要信用增级机构提供额外的信用支持，减少证券化资产发行的风险。

（5）信用评级机构：是指为资产支持证券提供信用评级服务的机构。

3. 适用情形

资产证券化是处置不良资产、化解银行或金融系统风险的重要方式。但不是所有的不良资产都可证券化。成为可证券化资产的首要条件就是在未来产生可预测的稳定现金流，并具有良好的信用记录。从我国 2016 年重新获批开展情况来看，6 家试点

银行共发行8单不良资产支持证券。新一轮不良资产证券化试点的基础资产主要适用于“对公不良贷款、信用卡不良贷款、小微企业不良贷款、住房按揭不良贷款”，不良贷款的种类较多。由于目前我国不良资产证券化还在试点阶段，随着以后贷款种类的增加，适用对象肯定会不断加大。根据实践经验，信托参与不良资产处置，针对不良资产的流动性和未来收益的稳定性特点，对次级类、可疑类信贷资产可进行资产证券化处理。

4. 信托公司参与不良资产证券化的主要交易结构

目前，在我国资产证券化业务中，不良资产主要通过银监会监管下的信贷资产证券化方式来进行证券化。按照《信贷资产证券化试点管理办法》，信贷资产证券化是指在中国境内，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。信托公司通过作为受托机构来发行资产支持计划、管理信托财产，进而参与到信贷资产证券化业务中。

标准的ABS中，SPV的实体类型有两种，一种是SPC，即特殊目的公司，这是国际通行的资产证券化运作模式；另一种是SPT，即特殊目的信托，以信托形式来实现SPV的功能。在标准化的不良资产证券化模式中，信托公司作为受托人，要与证券发行公司合作，发行证券实现公募融资。信托参与不良资产证券化处置，是以SPT实现SPV功能。

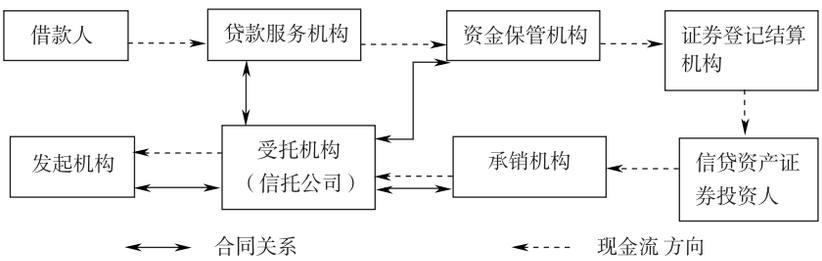


图10　信托公司参与不良资产证券化交易结构

5. 实践情形

信托公司在介入阶段上的不同决定了它可能有多重的参与身份。

（1）信托公司在准资产证券化中充当受托人的角色。这种是承担通道功能，单纯担当事务管理的职责；信托公司作为受托人，将“不良资产处置信托”项目采取私募形式，将信托受益权按照股权的方式进行分层、分份处理，由投资者进行认购，这种运作模式又叫做准资产证券化模式。这种准资产证券化模式，信托公司早有实

践，很多信托公司已有常规业务的开展。

（2）信托公司在标准资产证券化中承担受托人的角色。信托公司作为不良资产的真实受让人，充当了以往资产管理公司的角色。不良资产的转移必须构成“真实出售”，即原债权人无权追索已出售资产，实现破产隔离。信托公司作为不良资产支持证券的发行人，通过设立 SPV 机构，委托投行出售银行间债券或其他形式的证券。SPV 的设立，也实现了信托公司自身风险与资产支持证券之间风险的“破产隔离”。

在理论上同时存在债权证券化模式和股权证券化模式两种可能，但在实践中，主要是债权证券化，即信托公司通过委托证券公司或投资银行发行债券的方式处置不良资产。同时，证券公司还须发挥其资本运营能力强及经验丰富的优势，为证券化市场提供投资咨询和评估等服务。

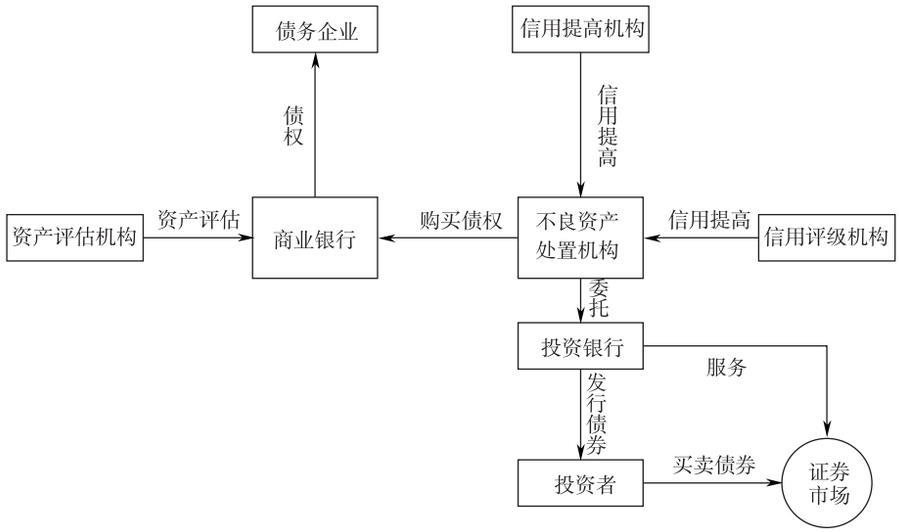


图 11　不良资产证券化债权运作模式

在股权模式中，首先信托公司将所受让的债权转为其对债务人的股权，形成投资人实质持股，通过企业并购、股权置换及转让等资本运营方式，优化资产结构，实现资产盘活的目的。

在资产证券化的交易结构中，可进行内外部信用增级，发行计划的档次区分、各档的本金数额、信用等级、票面利率、期限、本息偿付优先顺序，设置清仓回购条款。根据《金融机构信贷资产证券化试点兼顾管理办法》的要求，信托公司作为不良资产证券化发行计划的受托机构，自身应该具备相关资格要求，同时应具备相关合规要求，并严格履行相关报备、信息披露及风险揭示等职责。

受托发行的较典型的证券化主要有：资产支持证券、抵押贷款支持证券、抵押担

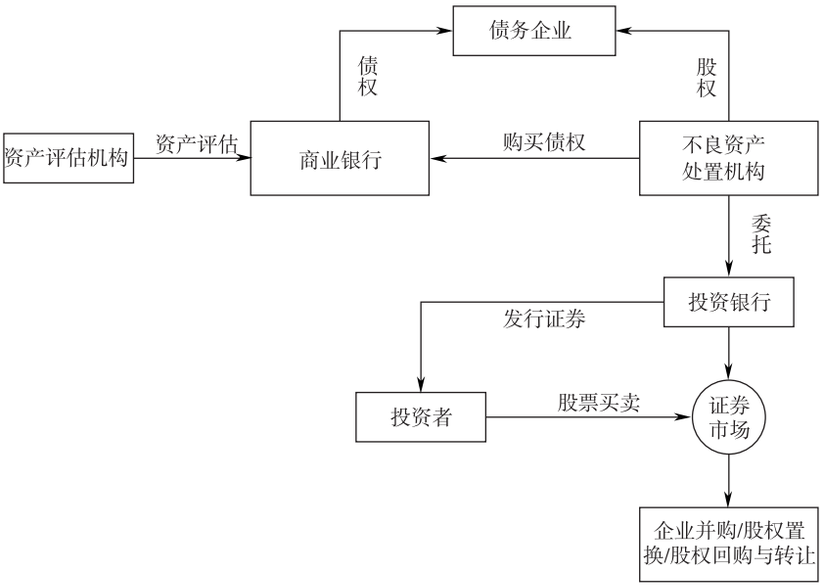


图 12　不良资产证券化股权运作模式

保证券、过手证券、转付证券、剥离债券、投资受益凭证等。[①] 这些证券的设计充分考虑了不同投资者的投资，其结构各有优势，公募、私募方式都可以采用。

（3）信托公司承担投资人的角色。信托公司还可能以投资者的角色，购买优先级或次级不良资产证券，获取利润。按照《金融机构信贷资产证券化试点管理办法》规定，投资额度不得超过其净资产的 50%，自用固定资产、股权投资和资产支持证券的投资余额总和不超过其净资产的 80%。根据《信托公司证券投资信托业务操作指引》（银监发〔2009〕11 号）第十条的规定，“信托文件应当明确约定信托资金投资方向、投资策略、投资比例限制等内容，明确约定是否设置止损线和设置原则。信托文件约定设置止损线的，应明确止损的具体条件、操作方式等事项。”

6. 典型案例分析

2016 年 5 月，中国银行股份有限公司作为发起机构、兴业国际信托有限公司作为发行机构，发行了中誉 2016 年第一期不良资产支持证券（简称“16 中誉 1”），发行规模 3.01 亿元。从基础资产来看，“16 中誉 1”的基础资产主要为中国银行山东省分行的不良贷款，涉及 42 个借款人的 72 笔不良贷款，未偿本息余额为 12.54 亿元。其中，不良贷款分类中次级占比为 96.69%，可疑类占比为 3.31%。第一大借款人的未偿本息余额占比为 40.46%。前五大借款人的未偿本息余额占比为 71.83%。总体

① 聂祖荣，雷泽．不良资产证券化：券商业务新空间［J］．金融论坛，2001（3）．

来看，“16 中誉 1”的资产集中度较高。入池资产抵质押贷款的占比为 81.29%，同时入池资产大多出现了经营困难甚至停止经营的状况，因此抵质押物的处置变现是主要的回收来源。

从证券发行信息来看，“16 中誉 1”的发行金额为 3.01 亿元，证券分为优先档和次级档，其中优先档规模为 2.35 亿元，分层比例为 78%；票面利率为 3.42% 的固定利率，加权平均期限为 0.91 年，中债资信评级为 AAA 级，证券类型为过手型，利息每半年偿付，预期到期日为 2019 年 3 月 26 日。次级档规模为 0.66 亿元，分层比例为 22%，加权平均期限为 2.62 年。其中，优先档资产支持证券可以获得次级档资产支持证券 22% 的信用支持。

从增信措施来看，“16 中誉 1”的信用增级主要分为内部信用增级和外部信用增级措施。在内部信用增级措施中，“16 中誉 1”采取优先档、次级档的分层安排，设立流动性储备账户，其金额为必备流动性储备金额。外部信用增级措施主要是信托设立时的次级档资产支持证券持有人担任项目的流动性支持机构。如发生流动性支持触发事件，该机构将提供约定金额的流动性支持款项并取得相应份额的特别信托受益权。如存在 2 个或 2 个以上流动性支持机构，各机构按照信托设立时认购的次级档资产支持证券的份额比例承担差额补足义务。在这样的流动性安排之下，优先级证券基本没有信用风险。一旦资产池现金流不足以支付优先级本息，将由次级证券持有者支付不足的本息。①

7. 信托参与不良资产处置中需要注意的问题

不良资产处置中需要注意的共性问题有：如不良资产的准确估值，一般通过协商定价或市场拍卖的方式；如信用增级问题，不良资产本身的信用就有问题，以此为基础发行的证券不经过信用级别的提高，是很难卖出去的，也就缺乏价值。不良资产证券化的基础性工作之一应是提升资产信用等级。根据国际上的通行做法，主要有超额抵押、政府担保、购买第三方担保等。过去我国实行政策性不良资产时期，主要靠政府信用担保增级；现阶段不良资产处置，需要第三方担保等方式实现；如品种设计问题。不良资产要释放生产力，获得融资，不良资产证券化的品种设计必须多样化，在资产整合及标准化基础上，在利率水平、利率方式及期限等方面适应不同投资者的投资偏好。

① 杨迪川．不良资产证券化试点重启：机理、案例与改进思路［J］．南方金融，2016（10）．

8. 监管建议

为了防止企业借机逃债，把贷款风险转嫁给社会投资者，应严格信贷资产证券化种类、范围和质量，防止“注水掺假”坑害投资者利益，从而滋生道德风险。因此，相关监管部门对实行证券化信贷资产明确范围、划分种类、进行评级，只允许没有风险、收益良好、流动性不强，但在未来具有稳定现金流、单笔数额不大的优质信贷资产进入信贷资产证券化操作流程；严禁其他不符合条件信贷资产进行证券化操作；在当前，居民购房消费按揭信贷、商铺门面抵质押信贷等符合要求，可将其集合成资产包进行信贷资产证券化试点，在取得成功经验基础上，再扩大信贷资产证券化范围。

当前不良资产证券化的问题还在于市场需求相对不足的窘境。受我国金融机构长期以银行为主体等因素的影响，目前资产证券化产品主要在银行间市场发行流通，商业银行持有份额占到一半以上，券商、保险、基金等机构投资者参与程度不高，多数非金融机构和个人投资者暂无参与资格，风险依然集中于银行体系内部，机构投资者投资积极性不高，产品流动性不足。建议开发专门的管理系统平台，通过这套系统可以实现投资者权益过户登记、账户冻结等信托事务管理中对受益权权益管理工作，实现自动撮合交易的功能，投资者可以自主转让认购份额，提高证券化产品的流动性。

（四）不良资产收益权转让模式及建议

1. 不良资产收益权转让模式的发展历程

2016 年也是我国开启不良资产收益权转让试点工作的一年。从信贷资产收益权转让模式产生的历程可以看出，它的初始目的就在于解决商业银行不良贷款高企的风险。

2013 年 7 月，国务院办公厅发布《金融支持经济结构调整和转型升级指导意见》。该意见提出了盘活存量资金，用好增量资金。“盘活存量”的十项重点措施中有两项涉及商业银行资产流转，包括“扩大不良贷款处置自主权。支持银行开展不良贷款转让和自主核销”、“逐步推进信贷资产证券化常规化发展”。自 2013 年底开始，在银监会的指导下，信贷资产流转业务试点启动。虽然 2015 年 7 月，银监会办公厅发布了《关于银行业信贷资产流转集中登记的通知》（银监办发〔2015〕108 号），要求银行业金融机构开展信贷资产流转业务应实施集中登记，并授权银登中心承担信贷资产集中登记职能。但是，市场上的信贷资产收益权转让业务仍然存在着交易结构不规范不透明、会计处理和资本、拨备计提不审慎等问题。

故此，为进一步规范信贷资产收益权转让业务、促进信贷资产转让业务健康有序

发展，《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》（以下简称“82号文”），明确了报备方法、报告产品、登记交易、会计处理、拨备计提等方面的要求，并将信贷资产转让业务范围扩大到不良资产收益权的转让。《信贷资产收益权转让业务规则（试行）》和《信贷资产收益权转让业务信息披露细则（试行）》，对信贷资产收益权转让的备案登记、转让流程、信息披露、风险管理、业务监测与报告等行为予以更为严格的规定。据银行业信贷资产登记流转中心的资料不完全统计，截至2017年6月，共有6家信托公司参与了24单不良资产收益权转让业务，总金额达119.97亿元。

2. 定义

因此，当前我国银行业金融机构信贷资产收益权处置已经处于试行阶段，银监会对信贷资产收益权处置模式已有了较为清晰的界定，主要法律依据为《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》（以下简称“通知”82号文）、《银行业信贷资产流转集中登记规则》（以下简称“登记规则”）、《信贷资产收益权转让业务规则（试行）》（以下简称“业务规则”）、《信贷资产收益权转让业务信息披露细则（试行）》（以下简称“信息披露细则”）。

综合以上相关规定，不良资产收益权转让模式，是指在以获取不良信贷资产所对应的的本金、利息和其他约定款项的权利为基础开展的不良资产处置模式。

3. 适用情形

这里所称不良信贷资产，包括处于不良状态的贷款债权，也包括信托贷款、委托贷款、应收账款、各类受（收）益权等非证券债权资产。按照《业务规则（试行）》的规定，正常类信贷资产收益权与不良信贷资产收益权应分别转让，出让方银行不能构建混合信贷资产包。

4. 交易模式

在不良资产信贷收益权转让模式中，涉及三方当事人，银行业金融机构（原债权人、转让人）、信托公司（受让人，也即受托人）、投资人（委托人），一个审核登记机构，即银登中心。基本的交易模式就是，银行业金融机构作为出让方银行构建信贷资产包后，信托公司设立信托计划受让信贷资产收益权。对于设立分级信托计划的，要求信托合同中须明确信托计划现金流的支付顺序。

在不良资产收益权转让中，银行通过对于未来的现金流和回收状态的测算情况，将由此产生的未来收益权流转给其他机构，可实现不良资产的提前变现，在降低不良

率的同时，也为不良资产的处置提供空间。

信贷资产收益权的投资者应当持续满足监管部门关于合格投资者的相关要求。不良资产收益权的投资者限于合格机构投资者，个人投资者参与认购的银行理财产品、信托计划和资产管理计划不得投资；在构建资产包时，“要么正常资产，要么不良资产”，[①] 银登中心不鼓励“不良资产＋正常资产”的混合包。

拟开展信贷资产收益权转让业务的出让方银行与信托公司均须按照《通知》和《登记规则》或银监会认可的其他方式进行。信托公司和出让方银行应当切实履行信息披露职责，保证披露信息的真实、准确、完整、及时，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。出让方银行、贷款管理人及其他为信贷资产收益权转让业务提供服务的机构有责任及时向信托公司提供报告或信息。在充分信息披露的基础上，投资者应当独立分析判断，自行承担投资风险。

银监会是信贷资产收益权转让业务的监管机构，对机构投资者资金来源应当实行穿透原则，不得通过嵌套等方式直接或变相引入个人投资者资金。银行业信贷资产登记流转中心按照银监会的要求，具体负责信贷资产收益权转让业务的产品备案审核、集中登记、交易结算、信息披露和统计监测等工作，并及时向银监会报告重要情况。

5. 典型案例

浦发银行与兴业信托通过银行业信贷资产登记流转中心开展不良资产收益权转让业务（2016 年）。其业务流程是，浦发银行在对贷款风险收益进行充分评估后，构建信贷资产包；浦发银行和兴业信托按照监管要求向银登中心提交相关材料进行备案；待审核通过后，兴业信托通过设立“浦济不良资产收益权转让集合资金信托计划”，受让浦东银行的信贷资产包，完成信贷资产收益权转让。

6. 信托公司参与不良资产收益权转让的政策建议

通过银行业信贷资产登记流转中心，银行业金融机构的信贷资产转变为标准资产的属性，释放了银行机构的资本金。所以，银行业金融机构对于不良资产收益权转让业务具有极大的需求。因此，对信托公司参与资产收益权转让给出如下政策建议：提升不良资产收益权转让产品的创设能力。信托公司应积极参与资产筛选与产品创设，努力成为项目的探寻者、识别者和风险控制者。同时，鉴于目前市场投资主体较为单一、机构投资者的趋同性较强、市场流动性较差等特点，为满足不同投资者的多元化

① 张莫，杨一凡．监管层拓展不良资产处置新模式［N］．经济参考报，2016－07－08：002.

风险收益需求，信托公司应大力聚焦结构化产品的研发和推广。

（五）入股或合作资产管理公司及建议

1. 信托公司与地方资产管理公司优势互补

AMC 也即资产管理公司，经过近 30 年的发展，在行业整合和处置不良资产方面积累了丰富的经验，拥有最专业的人力资源和智力资本。而信托公司在不良资产处置的起步阶段，最大的弱点就是人力资本及经验认识的匮乏，为了避免信托公司的自身专业素质与处理不良资产所需要的高水平的专业能力和人员的不足，信托入股或合作资产管理公司是信托公司介入不良资产处置领域的有效手段。在不良资产处置业务上，信托公司与地方资产管理公司进行优势互补与资源配置，是双赢的选择，对地方资产管理公司的发展也有积极的意义。因为在资金端，信托具有制度优势，信托是唯一横跨货币市场、资本市场和实业市场的金融机构；从投融资方式看，信托公司可以帮助地方资产管理公司选择债权、股权、夹层、证券化等多种方式进行不良资产处置业务。信托公司参股地方资产管理公司，切入具有专业分工强、且高盈利特点的不良资产管理行业，对于信托公司提高自身处置不良资产的专业能力，并发挥其在产业链上的协同作用，具有重要意义。

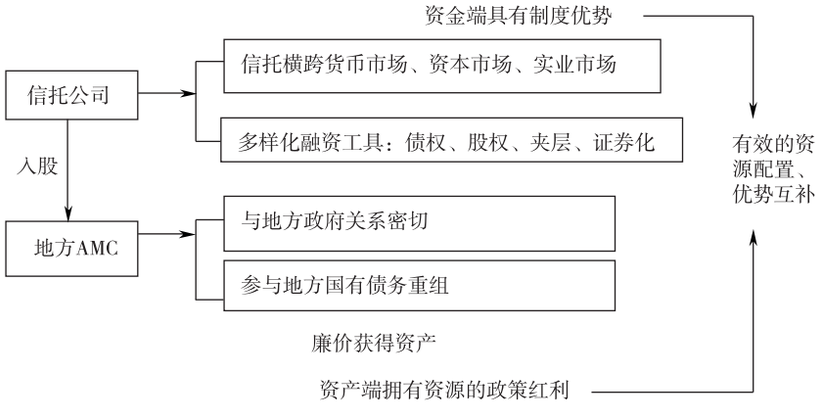


图 13　信托公司与地方资产管理公司具有优势互补

2. 政策发展历程

2012 年 1 月，财政部、银监会下发《关于印发〈金融企业不良资产批量转让管理办法〉的通知》（财金〔2012〕6 号），规定各省级人民政府原则上只可设立或授权一家资产管理或经营公司，专业从事不良资产处置业务。并规定其只能参与本省（自治区、直辖市）范围内不良资产的批量（不少于 10 户/项）转让工作，其购入的

不良资产应采取债务重组的方式进行处置，不得对外转让。2013 年 11 月，银监会发布《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购业务资质认可条件等有关问题的通知》中，对于开展金融企业不良资产批量收购处置的地方资产管理公司资质提出了明确的要求，包括满足人民币 10 亿元的实缴资本等，且原则上各省只能颁发一张牌照。省级资产管理公司的优势明显：资源获得上拥有显著的区位优势；且去不良化的收购、整合，易于获得当地政府的支持。

2016 年 11 月，银监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，规定省级人民政府可增设一家地方资产管理公司，并放宽了关于地方资产管理公司收购的不良资产不得对外转让、只能进行债务重组的限制。该规定允许地方资产管理公司以债务重组、对外转让等方式处置不良资产，且对外转让的受让主体不受地域限制。

3. 合作模式

信托公司参与不良资产投资可选择间接方式，比如设立或入股地方资产管理公司，不直接操盘，以财务投资人角色介入不失为一个好的参与路径。目前，包括华能贵诚信托、百瑞信托在内的几家信托公司出现在地方资产管理公司的股东之列，其中，华能贵诚信托是中国华能集团旗下的信托公司。信托开展不良资产处置业务首先需要确定收入—风险的边界。对于信托公司而言，直接投资不良资产风险不易控制，因为直接参与相当于没有风险隔离，风险较高，信托公司可以参与一些结构化设计的资产包，这样让风险有所缓冲。除此之外，包括为资产包的收购提供配资业务、投资不良资产相关基金、投资优先或夹层份额等形式都比较适合信托资金的特点。

4. 信托公司股权投资路径

股权投资的期望是产生协同效应，实现预定的战略意图，能否实现战略意图，关键在于能否促进目标企业创造更大的价值。信托公司首先需对目标地方资产管理公司进行价值评估与价格制定，实现公平的股权交易。其次，对投资双方的资源和要素进行优化配置，创造新的价值。目标地方资产管理公司的基因、资源和能力决定了投资价值，投资价值决定了溢价的支付，溢价的支付决定了协同效应的预期，而协同效应的预期决定了资源优化配置和要素匹配的要求。进一步来讲，目标企业的基因也决定了要素匹配和效果。因此，目标地方资产管理公司基因的评估、投资方的溢价支付和整合环节的要素匹配是信托公司股权投资路径上三个最关键的步骤。

信托公司股权投资是价值创造的过程，始于决策，决胜于运营。决策阶段决定了

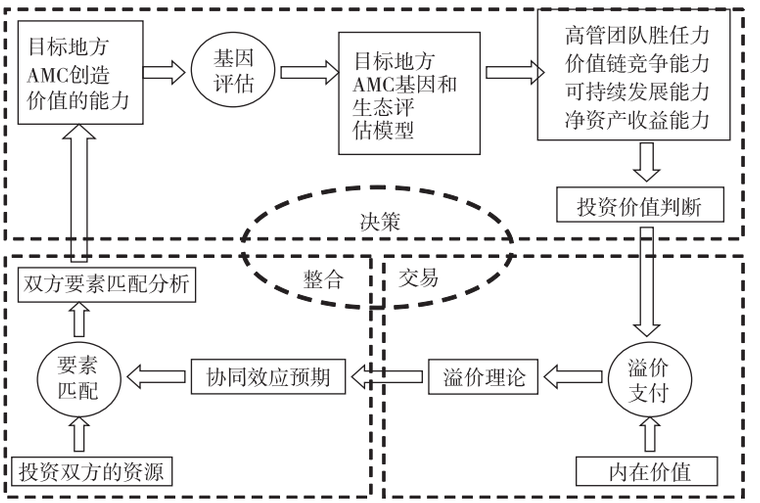


图 14　对目标地方资产管理公司投资价值评估流程

目标企业的未来发展特性。在这个阶段，信托公司要选择是控股还是参股，是战略性投资还是财务投资。控股可以获取对目标企业的控制权，可以实现战略性资源调配。参股没有更多的话语权，但可以通过股权纽带实现一定的战略合作效果。如果是控股型的战略性投资，决策阶段要考虑投资后需要采取的整合方案，必须在决策阶段做好人员准备，为价值创造奠定基础。

确定投资之后进入股权价值和定价阶段。该阶段决定的支付方式、融资方式、价值评估和溢价高低，对目标地方资产管理公司创造价值的能力会产生一定的影响。对于股权投资而言，交易的重要环节是确定交易价格，而价格的基础是内在价值。在对内在价值评估的基础上，买卖双方根据供需状况，通过博弈谈判，确定合理的交易价格。多数情况下投资方会支付一定的溢价，主要原因是为了协同效应的预期，以及控股权的转移，购买方要给原股东一定的额外补偿。支付较高溢价之后，能够获得预期的整合效果，是衡量股权投资成败的基础。

交易完成之后，战略性股权投资必须经过专门的整合运营阶段。无论是控股还是参股，信托公司都有动力和意愿帮助或者协同地方资产管理公司实现价值提升，以此获得较高的投资回报。资源整合过程就是构建或者优化运营体系的过程。地方资产管理公司得到股东的资金支持或者管理支持，重新搭建平台，建立各项机制。通过战略梳理、经营优化、人才引进、业务拓展和管理改进，实现目标企业的全面提升。即使对地方资产管理公司只是参股，如果信托公司可以提供有价值的管理模式或者理念，也可促使目标企业进行资源整合，帮助地方资产管理公司提高运营效率。

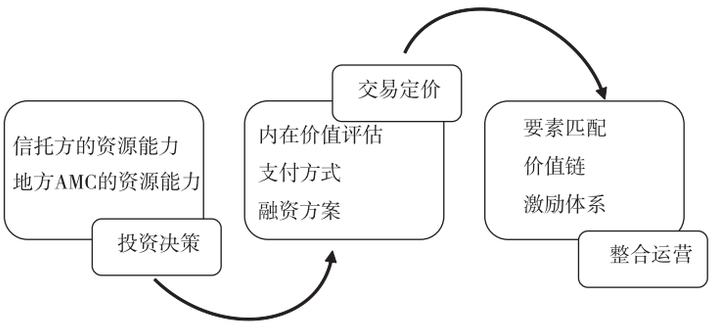


图 15　信托公司对地方资产管理公司股权投资决策

股权投资之后，股权投资的资源整合和运营体系的构建，主要取决于投资方是否属于战略性投资，或者股权投资方是否对目标企业实现了控股。如果是战略性投资，信托公司期望通过股权投资实现地方资产管理公司产业链的优化和重组，就存在投后的资源整合和运营体系的构建问题。股权投资之后，信托公司根据预定的战略意图进行资源整合，投资方根据地方资产管理公司的产业链布局，根据地方资产管理公司的定位，进行资源的优化配置，发挥各类资源的效用。在此基础上，帮助目标企业构建有效的运营体系，实现目标企业的要素匹配，最终实现双方的协同效应。

如果信托公司实现控股，无论是绝对控股或者相对控股，都涉及控制权的转移问题。根据现代公司治理机制，大股东发生了变化，企业决策层也相应发生变化。新成立的决策层一般要输入新的文化和管理理念，按照大股东的战略意图进行资源整合。多数情况下，股权投资需要参与地方资产管理公司企业经营管理，需要对地方资产管理公司进行整合，从而快速创造价值。因此，投资方主导的资源整合和运营体系构建是股权投资的重要环节。

5. 信托入股或合作资产管理公司案例分析

信托业中，2016 年陕国投信托投资入股陕西金融资产管理有限公司（以下简称“陕金资”）股权，共使用自有资金 3 亿元认购陕金资股权，持股比例 5. 36%。陕金资在 2015 年 11 月 7 日获得省政府组建批复，是陕西省处置不良资产的平台，注册资本金 50 亿元，直属省政府管理，省金融办负责业务指导。陕金资是陕西省处置不良资产的平台，牌照价值较大，而且目前来说整体资产不良率攀升，未来盈利空间可期，陕国投因此追加投资陕金资。

信托入股地方资产管理公司，可分享资产管理公司经营红利。未来资产管理公司的资产处置规模和收益率将不断攀升，将迎来行业发展新浪潮。陕西金融资产管理有

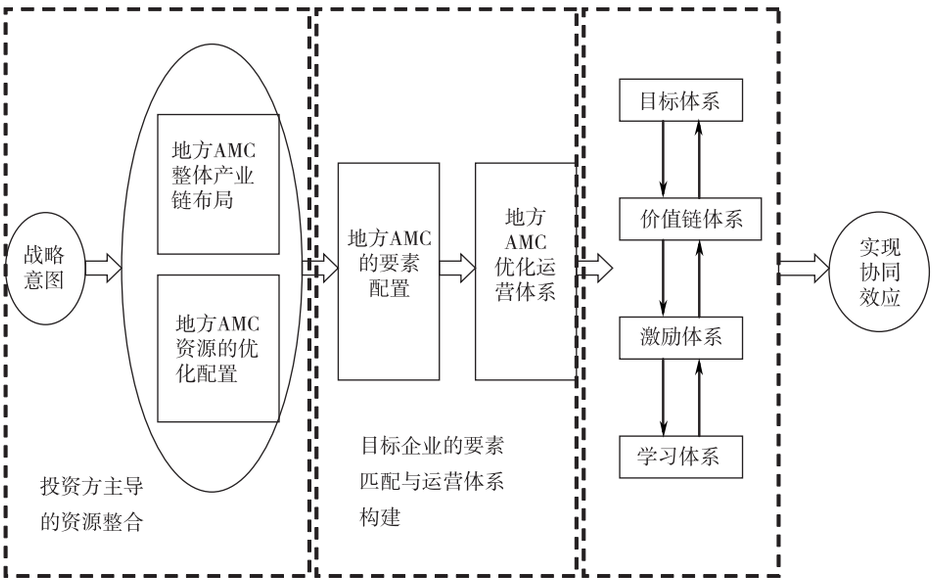


图 16　信托公司入股地方资产管理公司运营管理流程

限公司作为陕西唯一的省属资产管理公司，能廉价获得资产，低成本获取融资，多方位拓展业务。信托公司入股则能借力省属资产管理公司的特殊地位，分享资源和政策红利。

6. 对策建议

我国地方资产管理公司成立时间较短，仍处于发展起步阶段，普遍面临着战略定位不明确、关键业务能力有待提升、激励机制不够成熟、关键职能和流程不够完善等挑战，急需寻找契合自身特点的发展路径，以有效化解地方金融风险，在助力我国经济增速换挡的同时，实现企业自身的可持续发展。对于地方资产管理公司而言，未来的核心竞争力在于全力拓展不良资产处置基金、增信业务、投资业务、不良资产证券化业务等各项创新业务的发展能力。在其中的各个环节，信托公司均有切入机会，以及体现自身价值的空间。例如在资金端，信托公司可以助力地方资产管理公司运用多种金融工具，拓展融资渠道，丰富投资手段，减低融资成本；在资产端，地方资产管理公司拥有与地方区域优势，可积极参与地方政府、地方国有企业的债务重组，积极收购金融机构不良资产，而信托公司可与地方资产管理公司积极合作，拓展不良资产处置的渠道和手段，借助“互联网 +”，可提高不良资产的处置效率。

（六）不良资产处置的基金模式及建议

1. 定义

不良资产处置的基金模式是指信托公司与专业的资产管理公司合作，以及和其他

产业或者金融机构等合作设立不良资产处置基金，基金可以通过诉讼保全、债务重组、债权转让等方式处置不良资产，或者通过债转股、资产重组、引入战略投资者、投贷联动等方式对不良资产进行价值整合，在市场化债转股等进行问题企业重整、化解不良资产中获得收益。

2. 交易结构——两种情形

（1）直接参与设立或参股不良资产处置基金。信托公司可选择周期效应强、盈利改善能力好、发展前景较好的企业，发行债转股信托产品募集资金，通过设立或参股不良资产处置基金，从基金股权的长期盈利中获取利润。

①作为 LP 出资。和产业或者基金公司合资组建有限合伙企业，基金公司作为管理人，此种模式主要是信托公司认购优先资金。例如，武钢集团债转股模式，通过武钢集团与建信信托共同设立了武汉武钢转型发展基金合伙企业（有限合伙），建信信托出资 100 亿元（该 100 亿元由建行等社会资本募集），武钢集团出资 20 亿元。由该合伙企业承接债转股的股权，该有限合伙基金的管理人为建行旗下建银国际以及建信资本。

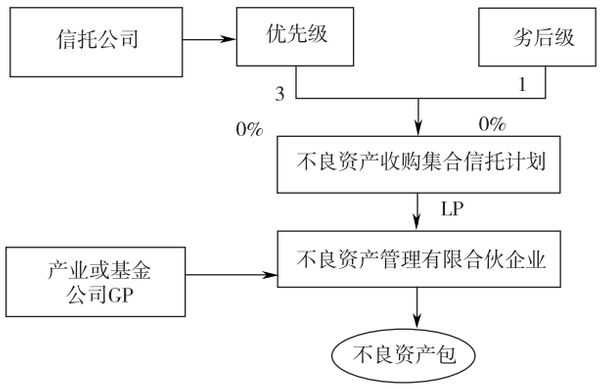


图 17　信托作为 LP 出资的不良资产基金交易架构

②作为 GP 出资。和产业或者基金公司合资组建不良资产公司，新成立的不良资产管理公司作为管理人，信托公司和基金公司作为普通管理人进行出资，信托通过接触银行项目获得不良资产以及引入社会资本等，基金公司通过市场化运作提高资产定价能力。

（2）作为不良资产处置基金的管理者，获取管理费利润。在由其他不良资产处置主体实施的基金模式中，信托公司凭借基金管理优势，赚取管理费用。

3. 不良资产处置基金模式的适用情况

（1）不良资产规模较大。这种情况下，基金模式的社会化资金参与能丰富不良

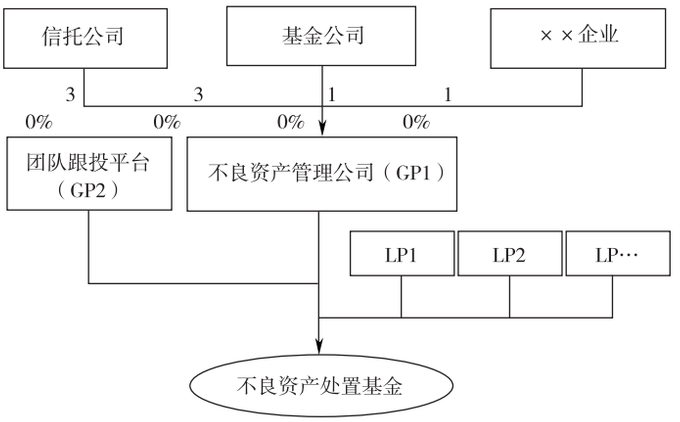


图 18　信托作为 GP 出资的不良资产基金交易架构

资产处置的资金端。在经济形势下行的压力下，不良资产的规模可能不断增长、处置周期也变长，这提高了不良资产市场的资金需求和处置成本，通过社会资本的引入、同业联动、一二级联动、行业联动和基金模式运作，有利于丰富不良资产处置的资金端，资本约束、处置效率、分散风险等问题得以有效解决。

（2）不良资产处置涉及特定领域、特定地区。各类不良资产服务商的专业优势得以发挥，非持牌投资人也能够借此更大程度上参与不良资产业务，有利于发挥不同社会化资金在特定区域、特定行业有丰富经验和专业优势，达到合作共赢。

（3）需要提高不良资产处置的效率。基金模式运作灵活，成立程序相对简单，审批相对容易，操作较为灵活，利益分成机制比较明确，有助于快速开展业务。同时，市场化的管理和激励机制，可以最大限度调动各方参与的积极性，提高不良资产的收益率。

4. 推进思路

（1）GP 层面寻找优质合作方。第一，有管理人资格的基金公司，有不良资产经验的基金公司；第二，大型产业尤其是有过剩产业经验的 LP 进行资源产业上的对接；第三，有其他禀赋的公司，比如大股东银行等资金优势，或者地方资产管理公司资源等。

（2）基金模式选取。基金有两种不同方式，一种是侧重于资产管理，另外一种是侧重于投资。侧重资产管理的资产管理基金模式：重点作为汇聚各类投资人的平台，运用产品结构设计、不良资产组包技巧满足投资人的需求撮合交易，以管理基金并获取管理费收入为主，辅之少量参与性投资并获取投资收益；侧重投资的投资基金模式，发掘投资机会并主动撬动杠杆资金共同投资获取投资回报，同时作为基金管理

人视情况收取一定管理费用。

5. 投资策略的选取

（1）金融不良债权。基金从银行直接收购批量不良资产或者从四大资产管理公司和地方资产管理公司公开转让程序中获取，既可以以买断的方式收购不良债权，也可以采取与卖方合作的方式进行。例如双方就资产价格达成一致后，双方商定合作的权益比例，基金以现金作价，卖方以资产作价，处置收益按比例分成。

（2）并购重组及重整。目前一些企业及周期性行业因宏观环境及政策存在一定的投资机会，因此可以关注困境企业的重组及重整，也包括优质大型产业领导型企业的并购整合。国内特殊的退市企业（老三板）重新上市机会也值得关注。证监会2012 年出台的上市企业退市办法进行了“新老划断”，对于部分已退市（转至“老三板”）的企业或者中止上市企业，存在潜在重新上市可能。收购此类企业的部分股权甚至成为第一大股东，后续等待重新上市或者运作资产重组重新上市，有一定的潜在机会。

（3）特殊机遇的物业收购和改造。这类项目的主要来源是基金收购的金融不良债权处置过程中，通过和解、以物抵债形式获得的借款人的房产或抵押房产，基金参与的困境企业重组过程中低价取得的房产、土地和通过整合抵押债权进而参加司法拍卖低价取得的房产。该类项目可以直接进行出售，对于合适的房产项目，基金还可以通过与成熟的物业改造运营商合作，对不良物业进行价值的重新发现，待物业改造运营成熟后，基金可以取得超额收益或者以 REITs 的方式退出。

6. 基金的行业选取

在不良资产投资基金的初始阶段，可以从政策上鼓励、业务上熟悉的领域入手，并适当拓展至其上游行业。

（1）房地产行业。“三去一降一补”中明确了对房地产“因城施策去库存”。房地产项目及公司并购中，通常收购方不仅存在并购融资需求，对于不良资产前手问题的解决也需要专业协助。与此类客户合作，通过对区位条件和业态相对稀缺的不良项目及经营不善项目的并购，有机会实现以较低的成本获取并在未来实现价值的大幅提升；随着工业用地上建筑物的商业化运营、通过项目公司股权转让间接实现资产转让等操作模式的不断创新，收购后的处置运作方式与空间不断拓展，不妨作为不良资产基金的备选投资方向。

（2）房地产关联性较强行业。以其关联行业建筑业为例：一方面，从各大国际

投行2017年前瞻与预判看，对于建筑尤其是基础设施建设行业的投资均持积极态度，建筑行业与我国“一带一路”战略的实施也呈现出高度相关性；另一方面，在房地产行业去产能、各地新增土地供应减少的背景下，建筑行业也受到显著影响，其不良贷款余额甚至已经超过房地产业进入各行业不良余额前五名，未来困境企业也将逐步出现，可以通过筛选以行业联动模式对优质建筑企业不良资产进行投资。

（3）LP产业资源相对集中的行业，聚焦于产业相对集中比如钢铁、化工等行业，能够有效地寻找上下游进行产业并购等方式盘活资产，最终实现转让退出等方式。

7. 投资目标与周期

短期更多配置债性较强的资产，比如金融不良债权，中长期目标应该配置股权及夹层等资产，通过风险性和收益性考虑股债的配置比例，实现最终的转让退出。

8. 基金收益与产品类型

分为优先级、中间级、劣后级或更多层次，对接不同风险和收益偏好的客户。优先级获得固定收益，中间级以固定收益为主，获得部分浮动收益，劣后级以浮动收益为主。

9. 退出策略

基金存在多种投资方式，但是不论哪种投资方式，变现退出是行业的核心关键。基金模式下由于有不同的不良资产服务商，金融工具更加多样化，除了传统法律程序外，主要通过转让债权资产或者资产证券化等标准化产品进行退出，债权资产需要做好估值现金流测算等问题。总的来看，不良资产处置基金的退出一般有以下几种典型方式：

（1）传统的法律程序。以金融不良债权为例，债务人向银行融资都会提供抵押标的物，而抵押标的物包括土地、生产设备、建设用地使用权、交通工具等。基金管理人对这些抵押标的处理手段，最有效的就是迅速将抵押物变现，比如进行司法拍卖。但传统的法律程序例如诉讼程序、时间周期长、成本高，并且在现行司法制度下具有较大的法律风险[①]。

（2）债权转让。结合不良资产特点、债务人情况、抵质押物情况等主客观因素，在资产分类的基础上进行价值提升，或者按照某种方式进行重新组合打包，通过基金的结构化安排等有效连接不良资产社会投资者，实现金融系统风险的分散疏导。

（3）股权转让。不良资产“病因”复杂，导致既有恢复无望的“僵尸”企业，

① 邹秀峰．私募基金投资不良资产的运营模式探究［J］．时代金融，2017（11）：36－37.

也有一些暂时遭受了“皮外伤”但前景良好的优质企业。[①] 此类资产可以考虑以股抵债等方式获得企业不良资产，以基金作为债转股的股份持有人，通过基金管理人的专业技能与经验管理所持股份，随后通过改善企业经营模式逐步提升企业资产价值，最后基金要想获得真正的收益就应该将这部分股权出售出去，主要方法包括：在公司经营改善之后，由公司股东或管理层回购；通过债务重组、并购、管理升级等方式使公司实现盈利，然后将股权转让给其他基金或有意进入此行业的投资人；通过推动公司上市的方式退出；上市公司的债权转股权可以在资产价值提升后在二级市场减持退出，实现债转股资产增值，包括股权处置收益和股利收入。

（4）资产证券化。通过包装组合一些不良资产，使其具备稳定的现金流，提高信用，以其为标的资产发行证券，在资本市场进行流通销售，从而实现对不良资产的快速处置、有效降低不良率，减少资本占用。

10. 不良资产处置基金典型案例

2016 年 7 月，国民信托发行了国内首款民营资本介入不良资产处置的集合信托计划，信托公司作为受托人，江苏成安基金扮演最终的处置角色，通过设立合伙企业用于受让国有资产管理公司的资产包。

（1）交易结构[②]。信托资金将全部用于认购上海成安燕桂投资管理合伙企业（有限合伙）的有限合伙份额并向合伙企业实缴出资。合伙企业将收到的信托资金用于收购、管理、处置中国信达资产管理股份有限公司江苏省分公司所持有的 42 户不良类资产包（包括偿还因收购该等不良资产包而形成的负债），后期将由合伙企业对收购的 42 户资产及其衍生资产进行专业性的管理运作，以此实现合伙企业资产的增值；信托计划存续期限内，为了最大限度地实现受益人的利益，受托人可以将闲置资金用于银行存款、债券等流动性高、风险低的产品。本信托计划将以作为有限合伙人从合伙企业取得的分红或收回的投资作为收益的来源并向受益人分配信托利益。

（2）信用增级措施。①信托层面，受托人对信托份额进行结构化设计，由投资顾问认购劣后级信托份额，且本信托存续期间优先级信托份额：劣后级信托份额≤2. 2；

②受托人向合伙企业的投资决策委员会指派 1 名委员，该委员有权知晓合伙企业

① 楼文龙．不良资产处置的四种思维［J］．中国金融，2017（2）：15－17.

② 用益信托网，http：//www. yanglee. com/product/product_ detail. aspx? PID = 100007823949689.

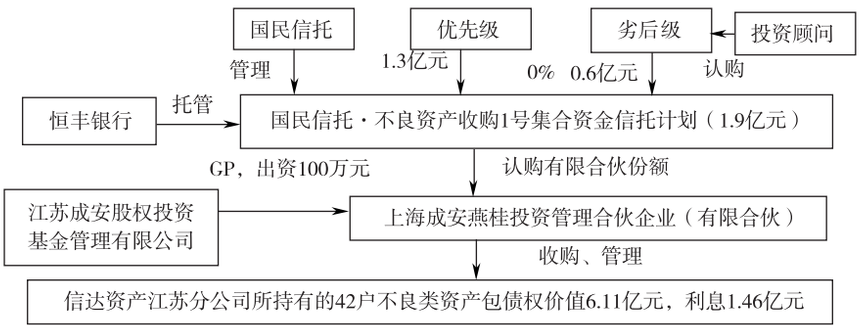


图 19　不良资产处置基金交易结构

的投资运营情况并参与投资决策委员会的决策；对于涉及合伙企业重大资产收购、处置及分红等事项，受托人作为有限合伙人有权要求召开合伙人大会，进行投票决策；

③合伙企业设置专门的托管账户，由托管银行对合伙企业财产进行期间管理；合伙企业对外重大资金支出需由受托人进行审核，具体以《托管协议》约定为准。

11. 存在的障碍

（1）目前存在的障碍是资产来源比较缺乏，不良资产的原始资产端主要集中在银行和资产管理公司。

（2）不良资产定价不充分，市场化欠缺，二级流动性欠缺。

（3）建立专业性和能力多样性的团队难度大。处置团队需要的不仅仅是经验，还有法律关系的梳理、转让和定价能力、债务人的谈判能力、寻找潜在客户的资源推广能力等。这些综合素质直接导向是实现资金的准确投入和有效退出，从而达到高额收益。

12. 对策和建议

不良资产处置的基金模式下，信托公司与其他产业或者资管机构等合作设立不良资产处置基金，整个过程包含价值识别、价值提升、价值实现、价值兑现的全产业链经营理念，需要增强信托公司主动管理能力，具体来说有以下几点：

（1）选择优质的资金合作方。在资金合作方的选择上，按照有利于资本运营水平提升和产业转型升级的目标遴选投资者。优先考虑在行业内拥有领先核心技术、较强投融资能力和资本运营能力的投资者，统筹考虑合作伙伴在团队、项目、产业、技术方面的优势，实现与合作方的资源共享、互利共赢。

（2）识别潜在的优质资产。目前的一些不良资产主要是经济形势下行期、产能过剩等原因造成的，但资产本身的基本面较好，因此可以重点关注符合国家产业政策

的金融服务、高端制造、新能源、信息技术等具有发展潜力和良好前景的行业及上下游产业，避免长期性生产过剩的产业，注重不良资产的基本面分析，把握资产增值机会，提高不良资产处置的整体回报。

（3）多种方式加强基金风险管控。在基金投资期和管理期，存在着流动性风险及各种运营风险，退出时可能面临退出方式有限或退出困难等问题。因此，基金内部需要成立专业的风控团队和投资决策团队，在项目筛选、前期尽调、业务审批、后期管理等各环节均形成完备的制度规范并及时监督，同时可以借助外部力量，依赖在相关领域经验丰富的律师事务所前期深度介入，与相关研究机构合作，对项目的前景作出准确判断，充分考虑标的后续经营资金需求及尽早锁定产业退出渠道。在基金方案设计阶段融入主动管理理念，充分论证项目后续管理方案的可行性，确保资产管理公司能够根据风险预案提前进行风险缓释。①

（七）小结

通过本章对信托公司参与不良资产主要运作模式的梳理，分析了信托公司在其中承担的主要角色。以上几种运作模式都具有可操作性，实践中直接转让后并购重组、债转股模式、不良资产证券化、收益权转让模式这几种算是主流的处置模式，各有适用的资产情形，可灵活选用。同时与资产管理公司合作或参与基金模式，是信托业可选的切入模式，比较适合初期信托参与不良资产处置的能力和定位。债转股适合短暂期内资不抵债具有升值潜力的大型企业。不良资产证券化与不良资产收益权转让的适用情形差异不大，但操作模式区别很大。不良资产收益权转让目前仍在试点阶段，初期规模不会太大，与不良资产证券化模式相比，不良资产收益权的优势在于流程和成本，但在资本占用、不良计提与超额收益回流等方面均处于下风。

四、信托处置不良资产的共性问题及对策建议

（一）信托处置不良资产业务的风险识别与甄选条件

1. 信托处置不良资产的甄选条件

不良资产处置得好坏取决于三个因素：一是不良资产的质量，二是资产处置的运作效率，三是处置不良资产时的外部经济环境。② 在不同的国家中与不同的社会经济

① 胡建忠．以市场化基金提升不良资产全产业链服务［J］．中国银行业，2017（3）：77－79.

② 沈悦：不良资产处置法律问题研究［D］．浙江大学硕士学位论文，2003.

背景下，不良资产处置的目标与侧重点是不同的，有的强调回收率的最大化，有的注重从时间上尽快完成不良资产的处理，有的把帮助企业恢复竞争力、调整结构作为目标。信托处置不良资产，必须设定一定的甄选原则。既要发掘出不良资产资源性的一面，重新发现不良资产的真实价值并通过各种资本运营手段提高其真实价值，使板结的不良资产重新流动和活化，产生新的现金流。同时，也要防止选择了不合时宜的不良资产，或处置措施不当。据此，信托处置不良资产的条件和风险识别应把握处置业务中的风险管理要点，根据多个风险管理要点的权重比例考量不良资产处置的效益。

2. 不良资产业务的风险管理要点

不良资产处置的关键就是防范和处置风险。信托处置不良资产业务，须前期介入（营销）、尽职调查、资产收购和资产处置四个操作环节，如图 20 所示：

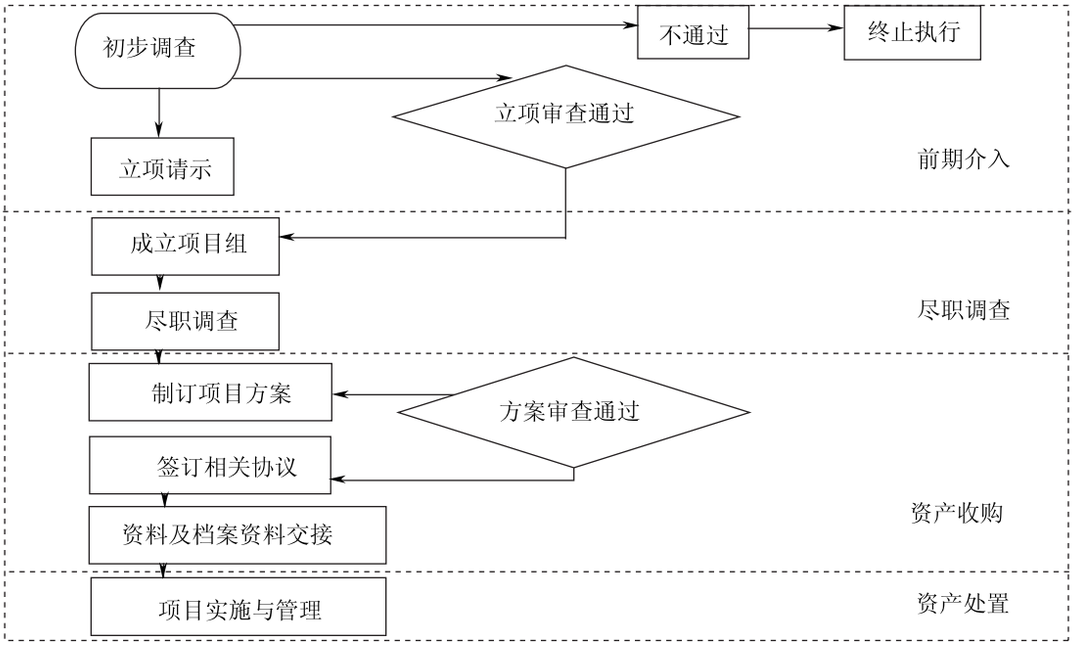


图 20　不良资产处置流程

根据各个操作阶段的特点，根据不良资产处置行业的实践经验和 10 个专家的评估值的平均结果，总结了各阶段需要把控的风险点和单个风险所占的权重。

（1）项目前期介入阶段的风险管理要点。主要考虑政策风险、经济环境风险、市场风险、区域发展状况风险。市场风险主要是考虑利率、汇率、证券价格和资产价格的变动影响，而使不良资产遭受损失的不确定性。

（2）尽职调查阶段风险管理要点。对以下关键因素进行实质性的调查。债权债务关系是否具有真实性、整体性、洁净性。整体性是指包括债权和抵押权等全部权利的整体转让，洁净性是指本金与本息的共同转让，满足这三个基本条件是信托处置收购的基本条件；考察不良债权形成的原因，是短期资金周转困难形成的，还是恶意逃废债形成的；抵押物的状况是否完好，是否存在重复抵押、重复登记等情况；债务人还款能力如何，是否同时有其他欠款，其他流动性负债项目的还款能力如何；保证人的代为清偿的实力如何，是否存在追偿风险。

（3）资产收购阶段的风险管理要点。对以下关键因素进行实质性的调查。债权资产合同的完备性风险，资产收购过程中，债权资产所涉及的借款合同、担保合同、借据、放款凭证、催收证明、他项权证书、司法文书等是债权关系转让的前提。项目规模风险，项目规模大小与处置人的资产规模和操作人员经验、能力是否匹配。项目处置期限，一般来说，项目处置期限越长，越容易受经济周期波动影响较大，面临的风险较大。抵质押率也是影响不良资产定价的主要因素。处置收益的大小也是重要的风险点，信托公司介入不良资产处置就是为了获取利润。

（4）资产处置阶段的风险管理要点。主要是信用风险和操作风险。信用风险主要指违约风险，是指交易对手不能或不愿按照合同约定履行到期义务而使资产处置发生损失的风险。操作风险是指由于内部程序、人员、系统不充足或运行失当，以及因外部事件的冲击等导致直接或间接损失的可能性。[①] 如因管理层的变更、项目管理不当、部门配合不协调等原因造成的组织涣散风险。

表 1　　不良资产各处置阶段风险要素及对应权重

阶段	第一层风险环节	风险权重	第二层风险因素	风险权重
1	前期介入阶段	0. 12%	政策环境风险	0. 22
			经济环境风险	0. 23
			市场环境风险	0. 19
			区域市场风险	0. 36
2	尽职调查阶段	0. 24%	债权关系	0. 24
			原债权情况	0. 17
			抵押物情况	0. 31
			债务人状况	0. 17
			保证人状况	0. 11

① 卞颖 . HR 资产公司不良资产业务经营风险的识别、评估与控制研究［D］. 东北大学硕士论文，2013.

续表

阶段	第一层风险环节	风险权重	第二层风险因素	风险权重
3	资产收购阶段	0.39%	合同完备性	0.41
			项目规模	0.11
			项目期限	0.12
			抵质押率	0.20
			处置收益	0.16
4	资产处置阶段	0.25%	信用风险	0.56
			操作风险	0.44

3. 对风险要点的处置过程

一般情况下，对不良资产处置的任何操作环节所发现的风险，要经过如下风险管理的过程，风险辨识—风险估计—风险评价—风险决策—风险监控。

风险辨识，是指通过调查，发现风险源，找出风险发生的条件，确定各种风险的性质，分析风险可能造成的损失，明确风险损失的具体责任部门；进行风险估计，对风险损失的大小进行定量计算；风险评价，对所有风险进行风险估计后，根据相应的风险管理策略和风险标准判断该风险是否可以被组织接受，是否需要采取进一步的防范措施。一般来说，风险估计可与风险评价同时进行。进行风险决策，根据风险评估的结果以一个最低成本最大限度地降低系统风险的动态过程。一般的风险管理策略包括风险规避、风险转移、风险控制和风险分散等。最后进行风险监控，对风险进行跟踪，监控已知的风险和剩余风险、识别过程中产生的新风险，并在实施风险应对计划后，评估风险应对措施的有效性。在此基础上，实施风险管理计划和风险应对计划，并在风险发生变化时，对风险管理规划或风险应对措施进行重新修正。

（二）不良资产处置中的定价问题及对策建议

1. 影响因素

不良资产定价是一项技术性和政策性均很强的工作，处置中存在影响不良资产处置定价的多方面因素，如债权本金、债权利息、企业财务状况、担保措施、涉诉情况、所处行业情况、企业性质等都会对不良资产的定价产生直接或间接的影响。

影响不良资产定价的因素包括直接因素和间接因素。直接因素中主要是：

（1）债权金额。债权金额是不良资产定价的基础，包括贷款本金和表外利息，

贷款本金反映了债务人的债务规模，同时也反映了银行放贷的谨慎程度，表外利息反映了借款的时间长短。债权金额代表了债权人追偿债务的权利大小，也是一切处置方式包括债务重组、债转股的起点。

（2）企业的财务状况。主要是测算企业的资产负债情况。比较通用的做法是分析企业未来的现金流量及其分布的实践，用风险贴现率折现，以此为依据为该项资产估价。

（3）债务人信用和抵质押物价值。对债务人信用，可以通过查询银行信用档案，还款历史记录了解借款人承诺的可信度。银行贷款分为信用贷款、保证贷款、抵质押贷款等，风险水平依次降低。这些都影响着对不良资产的估价。

（4）涉诉情况。涉诉情况下的不良资产的价值回收主要源于企业可供执行的主要资产。在诉讼比例较高的情况下，可从考察企业主要资产价值的角度来估算可回收价值。

间接因素主要有行业情况、企业性质、宏观经济因素、项目处置人员的经验等。

（1）行业情况。需要关注的因素有行业属性，行业的市场状况和行业的生命周期。行业属性直接关系到该行业的风险和回报；行业的市场状况主要是考察该行业的竞争情况、行业的增长水平；行业的生命周期主要是考察行业处于起步期、成熟期还是衰退期。

（2）企业性质。企业性质与企业的法人治理结构、内部控制机制、财务监督状况息息相关。当企业的法人治理结构不完善，内部控制缺失，母子公司管理不健全，财务监督不力，管理者利润驱动、违规操作时，往往会造成企业资产下降和虚化。

（3）宏观经济因素。宏观经济因素包括宏观政策和宏观周期两个方面。宏观经济政策往往会涉及货币投放、信贷支持、行业扶持、地区规划等，对不良资产的价值有间接影响。宏观经济周期也是宏观影响因素之一。

（4）不良资产处置人员的经验。不良资产处置往往是通过项目经理与债务人“一对一”的谈判来完成的，项目经理的综合素质，谈判技巧对项目处置回收率有直接影响，不同人员对同一个项目的处置效果一般也不一样。

2. 不良资产定价思路

不良资产在处置过程中的估价问题涉及资产所有者、资产经营者及债权人等各方的利益。若资产估价过低，则金融企业损失过大；若估价过高，则会给金融企业处置

资产带来困难，影响运营效率，最终使金融企业不良资产不能得到最大限度地保全。因此，需要确定一个合理的价格区间。而价格的合理确定要由一个资产所有者、资产管理者风险共担、收益共享的机制来保障，要使银行尽可能回收债权，要将资产管理公司的收益与不良资产进入资产管理公司时的价格和出售价之差额直接联系起来，这个价格应在各方面被认为是公允的，能给资产经营者带来激励，能有效地盘活资产，减少损失。

3. 主要的方法

上一轮的不良资产处置是直接按照账面价值从四大国有商业银行接收的，虽然近几年来资产管理公司通过招标或协议方式购入大量的不良资产，但由于不良资产交易市场竞争不充分、缺乏效率，目前国内外在不良资产处置中，都没有形成估值定价的成熟方法。一般根据不良资产的实际情况，分别采用收益现值法、重置成本法、现行市价法、清算价格法等评估方法，对不良资产进行市场价值测量。

信托公司在有能力的情况下，应当建立专门的制度和业务处理流程，从基础环节防范道德风险。在现有定价方法的基础上，采用综合因素分析法、交易案例比较法、德尔菲法以及实行集体审议、上级行审议等方式，对拟处置的不良资产项目科学、合理定价。[①]

4. 注意要点

（1）关注企业会计信息的真实性和时效性。企业的调查越细致周密，了解的情况越清楚透彻，对不良资产的定价越是有帮助。很多不良资产定价过程中发现债务人或保证人提供虚假的会计资料，或者管理层有意隐瞒资产，间接操纵定价依据，影响定价结果，以达到其逃避债务的目的。因此为了对不良资产定价有更合理的定价，债权人应积极调查债务人、保证人及相关责任人的资产情况。同时也建议相关部门能给予债权人一定范围的权限和渠道对债务人的工商、财税、涉诉情况提供调查。此外，在不良资产处置定价实践中发现，较多的债务人及担保方企业会计信息仍停留在银行资产剥离的时点前，而在金融资产管理公司处置该资产时，往往不能及时更新相应的会计信息及期后事项，这使得资产处置定价的准确性大打折扣。

（2）关注项目人员素质和债务人还款意愿等因素。资产服务和处置的人员素质、处置经验、资产所在地的具体社会文化背景均会对资产价值的实现产生重大影响。由

① 李永军，尹伟．国有商业银行不良资产处置的新模式［J］．内蒙古金融研究，2013（12）．

于国内尚未形成成熟高效的不良资产市场，因此处置定价的高低有时也受项目人员的谈判能力、议价能力等综合素质的影响，不同的项目人员对同一项不良资产的处置效果也往往不同。此外，债务人、保证人的还款意愿和配合情况也不同程度地影响到债权的回收金额和进度。因此在研究不良资产定价时如何量化上述因素，增强定价的准确性值得进一步地探索和论证。

（3）不良资产定价方法的适用情况。不良资产定价方法的选择应遵循的原则是定价方法必须与不良资产的特性相适应。对于不良资产所属企业能够持续经营，或虽已无法持续经营、资不抵债或因其他原因而不能按照合同约定偿还债务，但该企业有恰当的担保措施、企业内在价值等，可以构建综合因素回归分析估价法对债权价值进行评估；对于不良资产所属企业出现严重的资不抵债或关停倒闭，只能通过强制清算、快速变现才能挽回少量损失的，可以根据假设清算法估算债权价值。这两种方法主要适用在用价值和强制清算快速变现价值。因此定价方法的选择有一定的条件和前提。

（三）专业人才队伍的建设问题及对策建议

信托参与处置不良资产，首先需要项目团队人员的专业化建设。在业务发展初期，信托公司由于缺乏具有相应专业经验的人才，可能需要多向专业资产管理公司学习经验和咨询，或更多地采用与资产管理公司合作或者入股资产管理公司的方式发展相关业务平台。但随着业务介入深度的增加，业务规模会不断发展，在一定时期后不良资产处置业务或能成为信托公司的战略性业务。因此，信托在介入不良资产处置业务初期，就应注意加强人员的适应性调整，逐渐形成不良资产处置的专业化人员配备。

在专业人才队伍的建设上，实行人才内部培养与外部引进相结合。一方面，对现有员工要加强业务培训锻炼，积极构建以岗前培训、岗位技能培训、业务创新培训为主要内容的长效培训机制，提升员工综合素质。另一方面，根据业务发展需要，适当引进具有不良资产处置工作经验的专门人才，丰富人才知识结构。

加大对项目人员不良资产处置业务的培训力度，把团队打造成学习型组织。采用理论学习和实践锻炼相结合、集中培训和自学相结合、定期定点培训与远程培训相结合的方式培训。选派优秀的领队人才参加高层次的业务培训，多举办经验交流会和述职会，让员工直接了解业务流程，操作要点，注意事项等要素，用直观印象加强培训效果，更有利于对业务的快速掌握。

（四）信托处置不良资产业务的制度障碍及建议

1. 当前不良资产信托业务开展的主要合规依据

表 2　　信托处置不良资产的主要制度依据

信托处置不良资产运作模式	主要制度依据
直接收购模式	•《合同法》 • 最高人民法院《关于审理涉及金融不良债权转让案件工作座谈会纪要》（法发〔2009〕19 号） •《金融企业不良资产批量转让管理办法》（2012）
债转股模式	•《关于市场化银行债权转股权的指导意见》 •《信托法》《公司法》《证券法》
不良资产证券化模式	•《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》
不良资产收益权转让模式	•《中国银监会办公厅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》（银监办发〔2016〕82 号） •《企业会计准则第 23 条——金融资产转移（修订）》征求意见稿
入股或参股资产管理公司模式	•《中国银监会关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》（银监发〔2013〕45 号） •《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监发便函〔2016〕1738 号
债务置换模式	•《2015 年地方政府债券预算管理办法》 •《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）

2. 信托处置不良资产需匹配的制度困境及建议

（1）集合信托计划的合格投资人门槛规定过高。《信托公司集合资金计划管理办法》第六条规定，“合格投资者，是指符合下列条件之一，能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人：（一）投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织；（二）个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币，且能提供相关财产证明的自然人；（三）个人收入在最近三年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过 30 万元人民币，且能提供相关收入证明的自然人”。这样的投资人门槛是非常高的。相比中国的实际情况，中国大部分群体的家庭，其大部分财富集中于房产，流动性资产的能力是非常弱的。而对下游欲参与信托产品投资的人群而言，能跨进信托投资门槛的人少之又少，无形中给一些融资类不良资产处置项目设置了壁垒。此外，《集合资金信托管理办法》还有一条规定是“单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，但

单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制”，这样就严格限制信托计划的认购人数，大大限制了少量多数优势的发挥，使得信托在处置不良资产中的资产管理能力大大减弱。同时虽然规定了“金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制”，但这个300万元的门槛也是绝大多数人无法企及的。基本上将工薪阶层、小企业主等全部划出目标人群之外。从第七条以后的很多条款，基本为围绕着集合资金信托计划的风险揭示、信息披露的合规要求，合同书等书面资料应内容充分、透明，责任划分明确。其中规定，凡是受托人不适当履行职责引起信托财产损失的，受托人有过错的，受托人应以自有财产向委托人承担责任。在合同履行过程中，对于受托人存在过错的证明责任，属于委托人或受益人，实践中对于这一点很难实现。因此，建议在不良资产处置的信托发行计划中降低相应的投资者门槛，提高信托处置不良资产中的资产管理能力。

（2）信托不能直接受让不良资产批量转让的法律障碍。我国现有最核心的关于不良资产所有权转让的监管规定是财政部和银监会于2012年2月2日印发的《金融企业不良资产批量转让管理办法》。该文件规定：第一，不良资产批量转让（10户/项以上）的受让方只能是四大资产管理公司和地方资产管理公司。地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量转让工作，购入的不良资产应采取债务重组的方式进行，不得对外转让。第二，不良资产非批量转让（10户/项及以下）的受让方可以是任何合法投资者，包括社会投资者。上述规定限制了不良资产转让对象，信托作为天然的SPV，却不能直接受让批量的不良资产转让，存在政策上的障碍，若通过通道方式或零散转让方式，增加了不良资产良性流动的成本与壁垒。

根据现有监管规定，不良资产证券化可以通过以下三种基于所有权转让的模式来开展：

①商业银行批量转让不良资产所有权给资产管理公司，并由资产管理公司主导不良资产证券化。商业银行将不良资产批量转让给资产管理公司，商业银行不再参与不良资产的后续处置工作。资产管理公司作为发起机构，信托作为发行人，发行优先级和次级不良资产支持证券。资产管理公司认购部分次级证券。商业银行不参与资产证券化工作，也不认购证券。

②商业银行批量转让不良资产所有权给资产管理公司，并由商业银行主导不良资产证券化。商业银行将不良资产批量转让给资产管理公司并主导后续处置工作，资产管理公司仅仅作为通道。资产管理公司作为发起机构，信托作为发行人，发行优先级和次级不良资产支持证券。商业银行认购部分次级证券。由于监管规定要求发起机构

必须认购部分次级证券，因此，资产管理公司也需要认购部分次级证券。

③商业银行构建混合资产池（正常 + 不良），并进行资产证券化。商业银行构建混合资产池，包括正常类贷款和不良类贷款，并控制不良类贷款的户/项数目不大于10。由商业银行作为发起机构，信托作为发行人，发行优先级和次级混合资产支持证券。商业银行认购部分次级证券。

目前通过交易所发行的证券化产品，信托仍然没有办法成为直接发行人，而需通过券商进行挂牌，导致信托无法直接参与到不良资产证券化的工作中，市场上双 SPV 的方式是目前的妥协。

因此，政策上建议给予信托一定的权限，可以在不同的发行平台（如交易所、交易商协会、银行间市场等）直接发行的权利。

（3）不良资产收益权可证券化的法律依据不足。目前，我国并没有关于不良资产收益权转让的明确监管规定，《金融企业不良资产批量转让管理办法》是否适用于不良资产收益权的批量转让，监管部门没有明确表态，现阶段仍然属于灰色地带。对于不良资产收益权的明确定性与规则应率先建立后，给予不良资产收益权的证券化提供政策依据。如未来允许不良资产收益权的批量转让，则商业银行可以通过选取入池资产户/项数目大于 10 的不良资产收益权作为入池资产，而通过此方式来一次性大批量地处置其不良资产。在这种模式中，商业银行将直接成为不良资产证券化产品的发起机构，信托作为发行人，采用发行优先/次级的交易结构发行证券，部分次级证券将由商业银行认购。因此，建议明确不良资产收益权的批量转让规定，方便信托进行大批量的不良资产收益权收购业务。

（4）二次征税问题加大了不良资产处置成本。银行利用信托制度进行不良资产处置，受托人经营管理信托财产取得收益时，对信托财产要征收一次所得税，其后，信托收益被分配到受益人手中，受益人也要缴纳所得税。这就出现对同一笔所得缴纳两次所得税的情况。在信托资产转移过程中，伴随产权的转移，需要缴纳一定的营业税。作为受托人的信托公司在信托合同终结把资产返还委托人时，又需缴纳一次营业税。这又造成了同一税源的二次征税。总之，按照当前的税收制度，信托产品在销售时需要缴税；受益人在获得信托利益时也要缴税，这样的重复征税加重了不良资产处置的成本，降低了信托参与的积极性。为了加大对信托参与不良资产的鼓励，建议对信托参与不良资产处置中的税收优惠，应规定等同于资产管理公司类似的优惠待遇。

（5）放松不良资产处置方面的外汇管制，探索各种资本的联合运作处置。处置

不良资产的一个基本条件，就是要有大量资本介入，没有资本的介入，不可能顺利处置不良资产。[①] 本轮虽然很多境外机构及资金对不良资产信托感兴趣，但由于存在外汇管制，它们进入中国信托市场缺乏外汇信托管理具体办法的支持，在很大程度上制约了信托对不良资产的收购能力。

国家应鼓励外资以并购、参股等多种形式参与不良资产处置，有条件的还可以引入国外风险投资公司的合作机制，发挥多种资源的作用，加速不良资产处置进度。要采取有效形式，鼓励各国投资者进入国有银行不良资产处置市场。同时我国可利用民间资本进入国有商业银行处置不良资产处置领域，创造宽松的政策环境，让私营企业主和民营企业家参与。鼓励信托公司参与不良资产的收购，并部分或全部享受资产管理公司的有关优惠政策，并切实保障信托公司出资收购不良资产后的相关权益。

（6）加快不良资产收益权和证券化业务的常态化发展。信托参与不良资产业务的运作中，以债转股、不良资产证券化、收益权转让为主要模式，但目前债转股、不良资产证券化的标准化业务和银登中心挂牌备案的准标准化转让模式，都还只是处于试点阶段，处置业务及不良资产的每次流转和产品试点都需要一事一报，审批效率制约着市场发展，建议从政策上给予引导和支持。比如，通过梳理总结前期不良资产收益权流转和证券化试点工作经验，出台相关政策，实现由试点向常态化业务的转化发展，促进不良资产处置标准化业务的规模化发展。

（五）小结

不良资产处置业务技术环节众多且相对复杂，信托公司只有不断提高专业能力，深耕细分市场，才能不断强化自身在不良资产处置环节中的核心竞争力。首先，要准确把握信托公司参与不良资产处置业务的定位，鉴于信托公司在探索初期，缺乏专业经验和团队智力资源的支持，不宜大面积开展，可以尝试个案推进，一段时间后，待资源整合和经验积累有利的情况下，将个别业务转化为战略型业务方向。信托公司可依据自身资源禀赋，适时组建不良资产证券化等不良资产处置专业团队，提高公司对于不良资产的识别能力、定价能力和操作能力，包括产品开发、市场跟踪、交易结构设计、发行上市和中后期管理等，提高信托公司不良资产处置项目的参与度。针对在操作层面存在的信托税制、信托登记、融资方式等问题，进一步获得政策的允许和支持，以使信托在我国不良资产的处置中发挥更加积极的作用。

---

① 李永军，尹伟．国有商业银行不良资产处置的新模式［J］．内蒙古金融研究，2013（12）．



标品信托的展业路径和商业模式研究

课题牵头单位：上海国际信托有限公司

课题指导专家：张树忠

课题组成员：

简永军　付宇翔　王维俊　杨　辰

王丹凤　　上海国际信托有限公司

刘天启　汪　倩　　华能贵诚信托有限公司

雍莹雪　陶斐斐　付　饶　　中国对外经济贸易信托有限公司

摘　要

在信托业基础设施建设加快推进的浪潮下，2016 年中国信托业年会上提出信托业务分类体系，为行业探索可行的持续发展路径，明确盈利模式具有里程碑式的意义。“标品信托”作为一种重要的业务类型被提出。深入研究“标品信托”，厘清信托公司开展标准化金融产品投资业务的内涵和方向，思考并推动传统证券信托业务转型升级，打造核心竞争力并建立清晰商业模式，是摆在每个信托从业者面前的问题。

中国信托业协会的数据显示，证券信托是信托公司三大传统业务之一，早期以“阳光私募”、结构化证券信托的形式获得市场认可。但随着泛资管市场混业经营的竞争加剧，信托制度红利不再显著，使得传统证券信托业务的劣势和不足逐渐显现，主要表现为业务的核心竞争力削弱，主要业务种类和范围不断压窄；收费模式单一，信托报酬逐步压窄；行业内公司发展极端不均，无法广泛性地复制和推广，业务持续性存疑等方面。

本报告通过对国内外资产管理机构相关业务领域发展经验系统地梳理，结合信托业发展标品信托的现状和优劣势，从产品架构、客户群体、收费模式、核心竞争力、风险特征和风险防范的角度出发，提出了符合我国标品信托的发展实际、可持续、具有核心竞争力的商业模式，为信托公司描绘了一条切实可行的展业路径。本报告提出两条展业路径，一方面在现有业务基础上，通过升级打造全方位的行政服务体系，拓宽客户和业务的边界，做大做强做精事务管理类标品信托，探索专业化发展路径；另一方面基于信托综合优势和专业化分工相结合的角度推动业务转型，探索发展基于大类资产配置的主动管理类标品信托业务，再逐步由“间接投资”积累切入到“直接投资”标品，对于信托公司在标品投资业务领域“扬长避短”、实现“弯道超车”具有重要启发意义。通过本报告的研究，也为监管部门加强标品信托的业务监管提供了重要参考。

关键词：标品信托　事务管理　主动管理　展业路径　商业模式

目　录

一、标品信托的内涵、前景和意义 …… 383
（一）标品信托的概念和特征 …… 383
（二）标品信托的未来发展前景 …… 384
（三）标品信托对信托业转型发展的意义 …… 385
二、标品信托的发展历程和业务现状 …… 387
（一）标品信托的发展历程 …… 387
（二）标品信托的业务现状 …… 389
三、发展标品信托业务的借鉴和思考 …… 393
（一）国内公募基金对标品信托的展业借鉴 …… 393
（二）国外市场对标品信托的展业借鉴 …… 395
（三）我国标品信托的展业思考 …… 397
四、事务管理类标品信托的展业路径和商业模式 …… 402
（一）事务管理类标品信托的展业基础 …… 402
（二）事务管理类标品信托的展业路径 …… 404
（三）事务管理类标品信托的商业模式 …… 406
五、主动管理类标品信托的展业路径和商业模式 …… 408
（一）主动管理类标品信托的展业基础 …… 408
（二）主动管理类标品信托的展业路径 …… 410
（三）主动管理类标品信托的商业模式 …… 414
六、标品信托的政策建议 …… 416
（一）适度放松对信托投资人的监管要求 …… 416
（二）为标品信托争取公平开放的展业环境 …… 416
（三）制定针对标品信托的监管操作指引 …… 417
（四）进一步扩大标品信托的投资标的范围 …… 417
（五）在税收等方面给予标品信托政策优惠 …… 418
参考文献 …… 418

一、标品信托的内涵、前景和意义

（一）标品信托的概念和特征

监管部门于2016年信托业年会上提出信托行业的“八项业务”分类，其中“标品信托”的提出是信托行业的一项重要创新，对信托行业开展投资标准化金融产品业务具有里程碑式的重要意义。

1. 标品信托的概念

标品信托业务是指信托公司依据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于公开市场发行交易的金融产品的信托业务。公开市场包括在银行间市场、全国性证券交易场所、中国信托登记有限责任公司标准化信托产品发行交易系统和其他由中央银行和金融监督管理机构监督管理的公开交易场所。尤其是2016年底的中国信托登记有限公司的成立，信托行业向“标准化”转型迈出了重要一步，对于提高信托产品流动性、发展标品信托业务具有重要意义。

在信托业务分类中，不同于债权信托和股权信托等投资于未在银行间市场及证券交易所市场的资产类别，标品信托的投资标的为可分割、可变卖，在公开交易市场流通、有公开市价、流动性较强的金融产品和工具，不包括非标准化资产。

2. 标品信托的特征

（1）标品信托属于资金信托。根据标品信托的定义，标品信托委托人将自己合法拥有的资金，委托信托公司按照约定的条件和目的，进行管理、运用和处分。因此，标品信托的最初财产形式为现金。根据信托资金是否来源于单一委托人，标品信托可以分成单一标品和集合标品两类；根据标品信托在资金端是否存在结构化设计，可以将标品信托分为单层标品和多层标品。按照信托公司是否具有信托财产的运用裁量权，可将标品信托产品划分为被动管理型标品信托产品和主动管理型标品信托产品两大类型。

（2）标品信托最终投向是公开市场发行交易的金融产品。标品信托的投资标的是在公开市场发行交易的金融产品，主要包括股票、债券、证券投资基金、房地产投资信托基金、大宗商品、金融衍生品等，具有标准化、可公开交易的特点。根据最终投资标的资产属性，标品可以进一步分为股权类资产、债权类资产和金融衍生品；其中标准化股权类资产包括在沪深交易所上市交易的各类股票、权证、港股通等品种；

标准化债权资产包括在银行间市场和沪深交易所市场上市交易的债券产品，如国债、企业债、公司债、银行中期票据和短期融资券、资产支持证券和票据、可转债、可交换债等；金融衍生品包括期权、股指期货、国债期货、商品期货等标准化合约。根据最终投资标的的地域属性，标品信托产品还可以分为投资于国内市场公开发行交易的金融产品和投资于国际市场公开发行交易的金融产品。

（3）标品信托期限灵活，一般没有预期收益率。标品信托最终投资标的是在公开市场发行交易的金融产品，资产价格由公开市场里的投资者买卖交易决定，实时公开可查，信息透明度较高。因此，标品信托一般为净值型产品，期限较为灵活，产品流动性较高。同时，标品信托的投资收益由底层资产决定，底层资产的价格由公开市场交易产生，没有明确的预期收益率，因此标品信托一般不存在预期收益率。

（4）市场风险和声誉风险为主要风险特征。标品信托底层资产属性决定了其价格主要受到市场影响，其主要风险特征为市场风险，以及由此带来的声誉风险。这与债权信托和股权信托的风险特征形成显著区别。标品信托业务的风险控制需要通过专业化的投研体系，通过深入专业的市场研究，提前预判市场风险，有效控制市场波动风险。对于投资者来说，标品信托的收益主要来源是依靠承担市场风险而获取标品资产的价差收益，也包括标的资产的红利、股息和利息等方面的收益。对于信托公司来说，标品信托业务的收益来源主要包括行政服务类收费、固定管理费用以及浮动业绩报酬。

（二）标品信托的未来发展前景

随着我国经济的转型发展，高净值客户数量和资产规模不断攀升，资产管理和财富市场迎来巨大发展空间。同时我国金融市场基础设施越发完善，金融产品向“标准化”发展是未来大势所趋，由各类标准化资产构成的资本市场具有强劲的内在发展动力，标品信托是未来信托行业转型升级的重要方向。

1. 公开市场大发展是标品信托的创新和发展活力

经济转型发展需要市场在资源定价中发挥更重要的作用，标准化金融产品在信息披露、运作效率、规范程度等方面都具有重要优势，是未来的发展趋势。但目前我国金融体系尚存在直接融资比例不足、资金在金融机构“空转”导致摩擦成本较高等问题，提升直接融资占比是监管部门和市场的共同诉求。此外，中国信托登记公司的成立有望将进一步推进“非标转标”的落地实现，可以预见公开市场将迎来大发展，由此将大大丰富金融产品的数量、规模和类型，为标品信托展业提供资产基础。

2. 高净值客户不断增长将拉动标品信托需求

一方面，随着人均 GDP 持续增长，高净值客户的人数及其资产规模都在不断创出新高，对于资产管理、财富管理的需求将快速膨胀。据招商银行和贝恩公司联合发布《2017 中国私人财富报告》显示，2016 年中国个人可投资资产 1000 万元人民币以上的高净值人群已达到 158 万人。另一方面，由于合格投资者的限制，信托公司天然聚集了一批优质的高净值客户，这些客户对风险收益的认知较为充分，是标品信托展业的优质目标客户。作为可以呈现不同风险收益特征并满足不同投资者需求的业务种类，标品信托能很好地契合和承接高净值客户的资产和财富管理服务需求。

3. “一体三翼”监管体系助力标品信托驶入发展快车道

2016 年底中国信托登记公司成立，业务范围涵盖信托产品和信托受益权的登记以及信托产品发行、交易、清算、结算、估值、信息披露等服务，至此以银监会信托部为监管主体，中国信托业协会、中国信托登记公司、中国信托业保障基金为协助的“一体三翼”基础设施制度完全成型，必将促进标品信托展业驶入快车道。

4. 可供借鉴的成熟模式为标品信托发展保驾护航

国外成熟市场资管行业的发展为我国标品信托提供了一系列可供借鉴的成熟模式和经验，确保标品信托的发展具有极强的可行性和操作性。例如，20 世纪 70 年代在美国证券投资私募基金领域，由于基金管理人的激励通常与资产价值挂钩，其倾向于将资产价值高估，并放松对自身的风险监管要求，这就为第三方机构开展事务管理类业务打开了市场。道富银行抓住机遇成功转型进入专业银行模式，集中发展基金第三方托管业务，并在此过程中逐步培养主动管理能力，成功向投资和资产管理升级。

5. 专业化团队确保标品信托业务有序展开

信托公司作为人力资本密集型行业对专业知识的要求不断增加，从而推动了信托从业人员学历结构的持续优化，从业人员学历和专业水平快速提升。根据 2016 年信托公司年报的统计，目前硕士以上学历人数占比已经超过 50%，人才资源优势正在逐渐体现，这也是助推信托转型升级、提高主动管理能力的重要力量。同时在传统证券信托 10 余年的展业过程中，信托公司也不断积累和聚集相关业务人才，人力资源良性循环将促进标品信托的进一步发展。

（三）标品信托对信托业转型发展的意义

信托业正在经历着转型升级的重要关口，明确行业未来发展方向，探索出一条具

有核心竞争力、可持续性发展的商业模式是行业从业人员的共同目标。

1. 探索信托公司优势业务，创造可持续展业路径

标品信托是信托公司完善信托产品线、提升主动管理能力、缓释刚性兑付、走可持续发展之路的重要业务领域。例如基于信托跨市场投资的天然优势，信托公司可以通过组建专业化业务团队，以大类资产投资的思维，准确理解并把握股票、债券、大宗商品、房地产、政府平台、衍生品、外汇等资产价格特征，以跨市场、跨品种、跨策略的方式开展业务，在保证投资收益的同时有效分散投资组合风险，可以成为未来信托业可持续的展业路径。

2. 完善信托产品线，提升展业精细化程度

传统信托业展业一直较为倚重非标资产，是典型的资产驱动展业模式。随着融资类业务萎缩，收益率逐步下滑、优质资产难求等现实难题的不断出现，包括信托在内的大资管行业逐步从资产驱动转向资金驱动。在这种背景下，对信托公司创设资产的能力提出了更高要求。标品信托通过跨市场投资，组合和管理不同的金融产品构成种类丰富的产品，将有力完善信托产品线，丰富信托资产的类别、属性和风险收益特征，提升信托展业精细化程度。

3. 提升主动管理能力，打造竞争力

标品信托的主要风险特征为市场风险，风险和收益互为匹配，这需要较强的投资研究能力。标品信托涉及的金融产品丰富多样，开展此项业务要求信托公司提升对宏观经济、市场环境、大类资产、金融产品的研究能力，为主动管理打下基础。一方面，相比其他类型信托业务，标品信托底层资产的风险收益特征对市场环境十分敏感，波动相对更加频繁，需要信托公司加强对市场环境的研究。另一方面，信托公司需要对各类底层资产的风险收益特征进行深入细致研究，成为提高主动管理能力的抓手。

4. 缓释刚性兑付，推动信托行业有序发展

标品信托投资的公开市场金融产品中净值型产品占比较高，这将有利于培养客户接受风险收益自负的观念，逐步突破刚性兑付对信托业的制约，回归“受人之托、代客理财”的信托本源。由于信托业长期以来一直偏重于固定收益类的债权资产，其收益和期限特征多为合同约定，信托客户较难接受信托产品的净值波动，自负盈亏、自担风险的净值型产品一直难以扩大规模。标品信托将逐步培养客户风险与收益匹配的观念，使其根据自身需求接受不同特征的产品净值波动，这对于缓释信托业刚性兑

付，回归信托本源，推动行业转型发展具有重要意义。

二、标品信托的发展历程和业务现状

（一）标品信托的发展历程

随着现代信托制度向商事信托、金融信托的转型，以《信托法》为法律基础，以证券投资为核心业务模式的标品信托逐步成为信托的重要业务类型。我国证券投资信托发展经历了以下几个过程：

1. 起源阶段：“阳光私募基金”模式

在上层法律框架赋予私募证券投资基金合法身份以前，“受托人 + 投资顾问”构成的“阳光私募基金”是标品信托最主要的运营模式。依据《信托法》及《信托公司集合资金信托计划管理办法》，投资者作为委托人委托信托公司作为受托人，银行作为资金托管人、证券公司作为证券托管人，聘请投资顾问（多为私募基金公司）担任实际的投资管理人，发行设立证券投资类信托集合理财产品，主要投资于证券市场，定期公开披露净值和业绩报告。2004 年 2 月 20 日，以深国投（现华润信托）与赵丹阳合作发行的国内第一只开放式证券投资信托计划——深国投·赤子之心（中国）集合资金信托为代表，开启了“阳光私募基金”模式。此后，各家信托公司跟进推广相似模式，并得到了市场的认可，“深国投·赤子之心”也被认为是国内首只阳光私募产品。

2. 初步发展阶段：云南模式、深圳模式、上海模式之辩

虽然深国投的“阳光私募”模式得到了市场的认可，但在标品信托发展之初，业内就产生了以深圳国际信托投资公司（现华润信托）为代表的深圳模式、以上海国际信托投资公司（现上海信托）为代表的上海模式和以云南国际信托投资公司（现云南信托）为代表的云南模式，三种模式各有其发展思路和业务特点，对标品信托业务的发展起到了指引和先驱的作用。

深圳模式的核心是“四方监管”，由信托公司、托管银行、证券公司、投资顾问（以私募基金管理公司承当）共同参与，作为受托人的信托公司主要起执行和监督作用。在这种模式下，信托制度安排显现了巨大的优越性：一方面，信托业务的上层法律结构具有制度刚性，以证券投资集合资金信托计划为代表的标品信托是最典型的符合信托关系法定要素的业务类型；另一方面，信托业务的下层经营结构具有市场柔

性，即在信托产品的产品结构、风险偏好取舍和信托资产配置方面具有充分的灵活性。正因为抓住了市场机遇，深圳模式的标品信托业务取得了良好的收益，为许多信托公司积累了客户基础和业务能力。

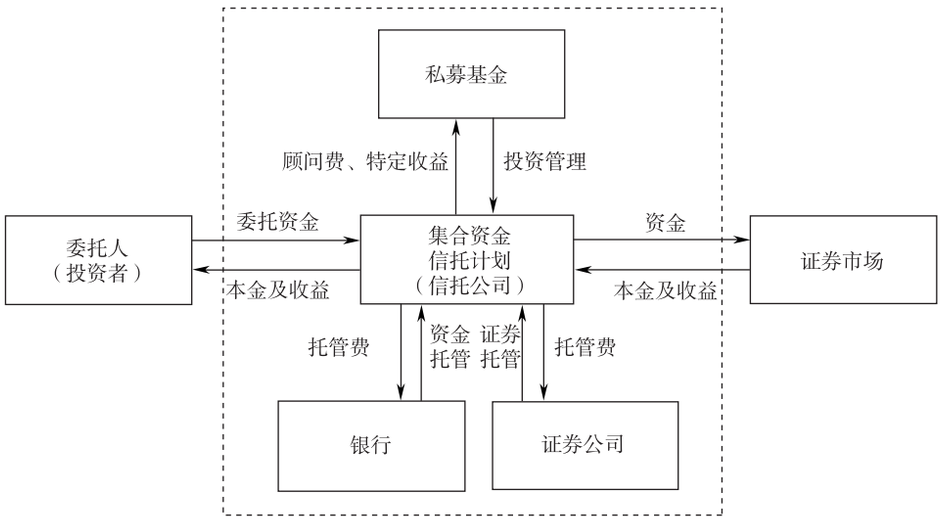


图 1　深圳模式交易结构示意

上海模式与深圳模式的区别主要在于其产品模式采用结构化，分为优先劣后级，一般由信托公司承当优先受益人角色，由作为投资决策者的私募机构担当一般（劣后级）收益人角色。结构化要求严格的劣后部分份额，且对持仓限制也更苛刻，比如持有单一股票不得超过产品总规模的 10%。这样的结构化产品模式以及劣后级操盘股票投资的业务模式体现了其证券融资信托的本质，而其发展时间也远远早于券商大规

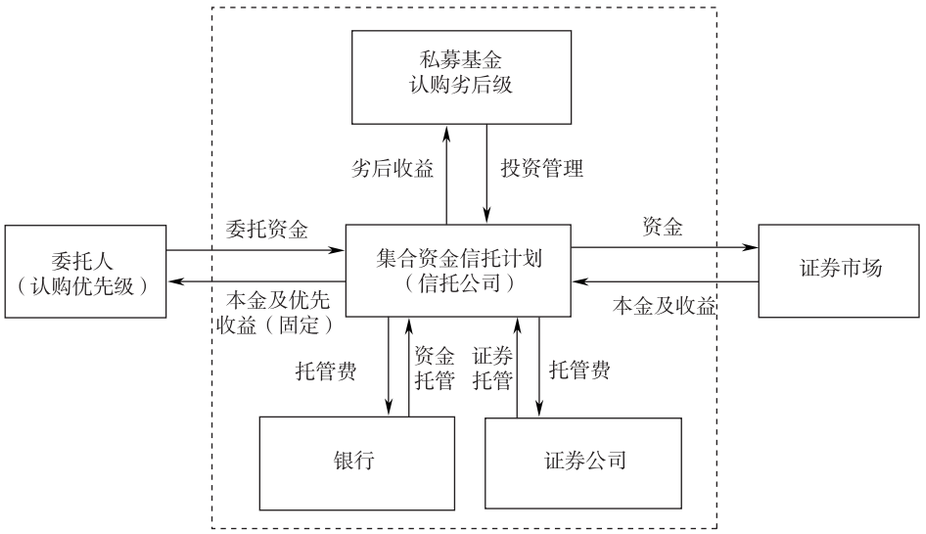


图 2　上海模式交易结构示意

模开展两融业务。

在2003年7月12日，云国投推出“中国龙资本市场信托计划”。其核心模式是不引入第三方投资顾问，由信托公司同时作为产品发行人和投资顾问，使用自身的投研团队进行自主管理。在当时的环境下，云国投模式并没有与原有的民间私募基金产生关系，市场更多将其当作普通的信托产品，因此削弱了其市场认可度。而现在看来，云南模式正是标品信托业务主动管理的早期践行模式，为信托公司从事务管理向主动管理发展积累了大量经验。

3. 深入发展阶段：专业制胜

随着《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》和《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》等制度的出台，以及券商子公司、基金子公司、期货子公司的业务扩张，上层法律架构赋予信托的牌照优势已经不再明显。在功能监管趋势明显的环境下，制度红利空间持续缩小，各家信托公司在标品信托业务的发展路径上结合自身优势制定发展战略，逐步由多种模式共同发展向专业化发展方向前进。事务管理型标品信托服务不再单纯地将自身定位为受托人，同时向承担事务管理人、运营服务商、托管人的角色转变，在做大规模的同时，培养自身更专业的服务品质，建立更加有效率的运营系统，提升自身更深入的服务内涵满足市场需求、通过模式创新适应市场和监管环境的变化。主动管理型标品信托业务，通过长期与私募基金经理人等专业的投研人员接触，沉淀投顾和产品评估体系，建立健全风控体系和系统支持，运用资产配置理念，发展主动管理类FOF（Fund of Fund，即基金中的基金）、MOM（Manager of Manager，管理人之管理人模式）业务。此外，随着信托公司QDII（Qualified Domestic Institutional Investor，合格境内机构投资者）业务资格的发放，信托受托境外理财业务也成为了标品信托新的模式和发展方向，各家公司均通过事务管理或主动管理模式，以全球资产配置的方式进行跨境标品信托展业。

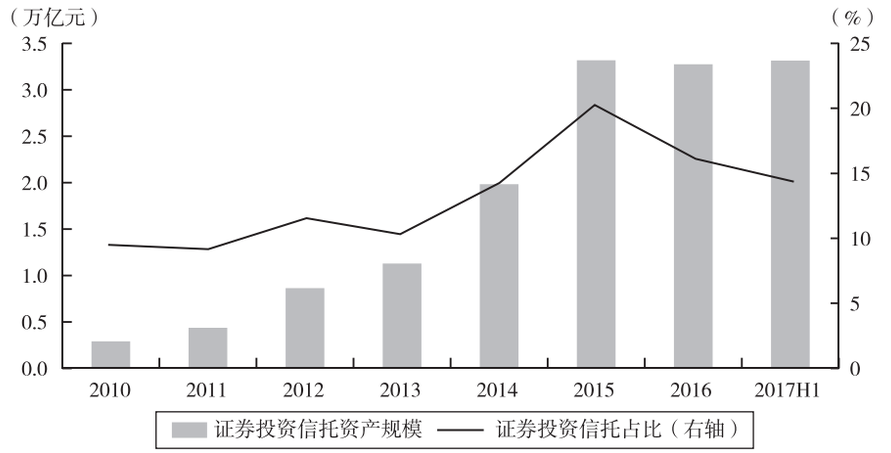
（二）标品信托的业务现状

以证券投资信托为代表的标品信托业务，经过多年的发展，从起初的阳光私募到现在的股票、债券、股指期货、FOF、QDII等业务百花齐放，资产管理规模和收益贡献持续提升，为标品信托业务未来发展打下了坚实基础。

1. 标品信托业务总体发展情况

（1）标品信托产品规模稳中有升。标品信托概念出台之前，行业内一直以证券投资信托作为标品信托的主要衡量方式。总体来看，以证券投资信托为核心业务的标

品信托产品规模仍呈现稳中有升趋势。从2010年初只有1500亿元的规模，发展到截至2017年上半年末，证券投资信托产品规模达到3.32万亿元，占全部信托资产规模的14.3%。其中，投向股票市场的证券投资信托为0.91万亿元，占比3.92%；投向债券市场的证券投资信托为2.12万亿元，占比9.16%；投向基金市场的证券投资信托为0.29万亿元，占比1.25%。同时，QDII业务资产管理规模达到507.67亿元，占信托资产规模的0.22%；投向金融衍生品、期货等其他标准化产品的标品信托业务由于规模较小未进行分类统计。



资料来源：中国信托业协会。

图3　我国证券投资信托规模的发展趋势

（2）标品信托业务行业分化较大

就证券投资信托业务而言，华润信托、建信信托、外贸信托、江苏信托等四家信托公司在2015年和2016年均稳定在行业前五名。2016年末，证券投资信托资产管理规模排名前十的信托公司管理总规模达到23335亿元，占比达到72.78%，业务集中度较高。

表1　　2015—2016年信托公司证券投资信托业务规模变化

信托公司	2016年		2015年	
	规模排名	管理规模（亿元）	规模排名	管理规模（亿元）
华润信托	1	6137.40	1	5280.29
建信信托	2	3381.57	2	4253.16
江苏信托	3	3282.64	5	2215.63
外贸信托	4	2212.74	4	2449.65
华宝信托	5	1924.87	6	2120.51

续表

信托公司	2016 年		2015 年	
	规模排名	管理规模（亿元）	规模排名	管理规模（亿元）
中海信托	6	1851. 59	3	2751. 52
交银信托	7	1647. 93	8	1212. 17
陕西信托	8	1089. 44		
兴业信托	9	1077. 06	7	1407. 21
四川信托	10	729. 37	9	1036. 28
前十合计		23334. 61		23447. 61

资料来源：根据 68 家信托公司年报整理。

此外，除证券投资信托之外的标品信托业务近年来也受到各家信托公司的瞩目，回归本源、培养主动管理能力逐渐成为各家信托公司转型的重点和方向。根据中国信托业协会调研显示，包括华宝信托、外贸信托在内的多家信托公司已经在 QDII、RQDII 等跨境业务中进行展业，既从事被动的跨境通道业务，服务境内客户，也积极研究境外产品，主动进行跨境资产配置；包括外贸信托、上海信托在内的多家信托公司积极推动 FOF、MOM 业务；包括民生信托在内的多家信托公司正在积极发展二级资本市场主动投资业务，采用投研一体化模式，自主进行标品信托产品的配置和投资。

2. 不同类型标品信托展业情况

（1）股票投资类信托。以阳光私募为代表的主要投资于股票市场的信托业务由于其发展较早，规模较大，成为了标品信托业务的核心组成部分。股票投资类信托业务运作方式是由投资顾问公司作为发起人、投资者作为委托人、信托公司作为受托人、银行作为资金托管人、证券公司作为证券托管人，依据《信托法》及《信托公司集合资金信托计划管理办法》发行设立证券投资类信托集合理财产品。股票投资类信托主要投资于股票市场，定期公开披露净值，具有合法性、规范性，以收取管理费用、提供高附加值服务并收取相关服务费用为主要利润获取来源。

（2）金融衍生品信托。随着我国金融衍生品市场的发展，2011 年 7 月，银监会发布《信托公司参与股指期货交易业务指引》，股指期货信托产品逐渐成为多家信托公司标品信托业务的创新产品。股指期货投资信托大多是采用股指期货进行套保或套利交易，在投资于股票的同时，使用股指期货对冲现货市场的风险。从目前的业务形势来看，信托公司参与此类标品信托业务仍以加入投顾的被动管理类业务为主。从目前的发展状况来看，由于参与交易类型限制、获批资格公司数量较少、以及市场环境及监管政策导向等因素，信托公司参与股指及期货的信托计划规模较小，处于起步初

期。2011 年 11 月，较为擅长阳光私募的华宝信托成为获得股指期货交易业务资格的首家信托公司。目前，共有华宝信托、华润信托、外贸信托、兴业信托、中融信托、长安信托、平安信托、中信信托、上海信托、厦门信托、中海信托、民生信托和北京信托 13 家信托公司获得该项资格。

（3）债券投资信托。信托公司传统展业领域主要覆盖固定收益类产品，经验较为丰富，投向债券市场的信托资产规模较大。中国信托业协会数据显示，截至 2017 年上半年末，资金信托中债券投资规模 2. 12 万亿元，占资金信托所有投向的 9. 16% 。债券投资类标品信托业务主要包括主动管理和被动管理两种业务模式。主动管理类产品的业务模式一般为信托公司通过集合信托计划募集资金，进而对债券市场进行直接投资，亦有较多通过结构化设计放大投资的杠杆倍数，博取超额收益。虽然债券本身是一种较为稳健的投资品种，但如果信托公司通过结构化设计的方法放大杠杆，也会伴随着较为剧烈的净值波动，此类业务对于信托公司债券市场投资能力要求较高。被动管理类产品的业务模式一般为信托提供资金募集和产品服务，投资顾问负责提供投资建议，获取管理费和业绩提成。由于投资顾问通常具有更高的投资水平，并要求更高的收益水平，此类业务通常为结构化设计，投资顾问为劣后级，其他委托人为优先级，投资决策由投资顾问主导，信托公司主要负责净值跟踪和后期风控，主要起到行政服务作用。

（4）资产配置信托。资产配置信托的主要形式包括 FOF、TOF、TOT 以及 MOM 等，FOF 的形式较为常见。目前信托公司参与 FOF 业务主要有两种模式：一是作为“通道”，与以往在阳光私募中的角色并无差异；二是主动管理，信托公司完全自主做出投资决策，投资相关私募基金产品。华润信托于 2009 年 11 月 6 日成立了国内首只 TOF——华润信托·托付宝 TOF－1 号证券投资集合资金信托计划，主要对私募基金进行组合管理，将资金配置于债券、货币市场基金、ETF、LOF、银行间市场产品以及其他流动性较好的理财品种，获取更佳的风险收益配比，实现长期稳定的绝对收益。

（5）境外投资信托。境外投资信托以信托受托境外理财业务（QDII）为主要形式。目前开展的受托境外理财类标品信托业务仍以被动管理为主，信托公司按照需要进行海外资产配置机构主体的要求，为其进行相关业务的交易并收取一定的管理费用。主动资产配置类业务开展方式主要是由信托公司自身对跨境资本市场投资环境和投资方向进行分析判别，进行主动资产配置，目前有包括上海信托和外贸信托在内的

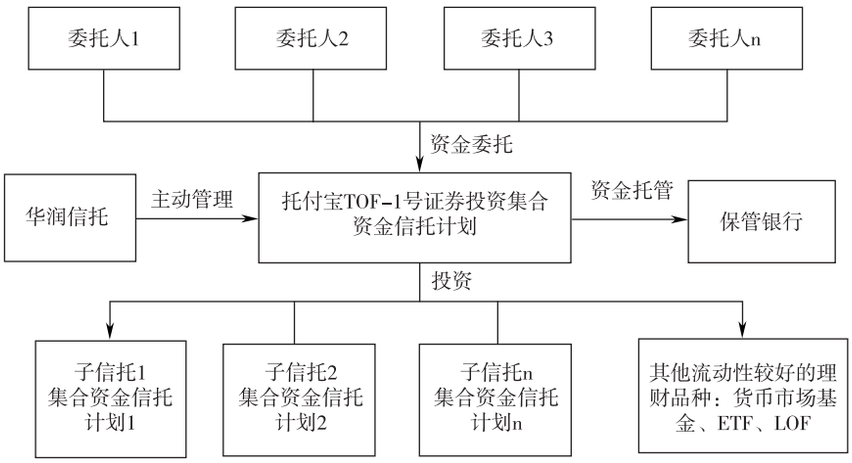


图 4　托付宝证券投资集合资金信托计划交易结构

多家公司在此方面已有较为丰富的展业经验。

基于我国标品信托发展历程和业务现状的分析，我们认为，从信托行业未来业务发展的角度出发，标品信托的未来发展方向和模式需要更加明确，亟待探索一条符合全行业共同发展实际的标品信托展业路径和商业模式。

三、发展标品信托业务的借鉴和思考

通过梳理和总结国内外关于标准化金融产品设计和投资的发展经验，我们得到启发和借鉴，结合信托制度特色提出符合信托发展实际的展业路径和商业模式是本文的价值所在。我们从国内外大资管发展的视角对标品信托进行研究，由于大资管行业发展历史悠久而且业务种类繁多，无法完全覆盖并详细阐述，我们这里选取了与标品信托特征较为相似的国内外业务类型（国内的公募基金、国外的事务管理类典型案例和主动管理类典型案例）进行分析，期望可以对我国标品信托的发展有所借鉴。

（一）国内公募基金对标品信托的展业借鉴

从标品信托的投资标的和投资管理方式等特征来看，公募基金最具有代表性，其发展经验、制度设计和商业模式等可以为标品信托的发展提供启示。

公募基金自 1998 年设立以来，得益于日益增长的财富催生的庞大投资需求、投资者专业能力的缺乏以及支持公募基金发展的系列法律法规，已经发展成为中国资本市场最重要的参与者之一。截至 2017 年 8 月，公募基金管理资产规模已经超过 10 万亿元。在此过程中，公募基金已经形成了相对稳定的商业模式：多样的产品结构，成

熟的投资决策流程，完善的组织结构，全面的销售渠道和经验丰富的人才队伍，这些构成了公募基金的核心竞争力优势，创造了稳定的盈利模式。

1. 实现了丰富的产品结构

公募基金行业在近20年的发展过程中，积累了丰富的标准化产品种类，包括股票型基金、混合型基金、债券基金、货币市场基金等。每一类型的产品针对不同的客户群体，具有不同的风险收益配比，形成差异化、立体化的产品线。

2. 形成了市场核心竞争力

公募基金具有自身特有的竞争优势：第一，形成了完善的组织结构。公募基金的组织架构基本分为四个功能块：一是投资研究部门，二是业务发展部门，三是风险控制、基金评估以及法律部门，四是运营部门。第二，搭建了全面的销售渠道。伴随着开放式基金的不断发展，国内基金营销渠道越来越丰富，除了商业银行渠道，还包括证券公司、保险公司、期货公司和第三方基金代销公司等。第三，拥有经验丰富的人才队伍。资产管理行业是依赖专业性人才的行业，成功的基金公司先要有优秀的专业人员，组成出色的投研团队、进行投资研究分析，公募基金相对其他资管机构，储存了庞大而专业的投研人员。截至2017年中报，公募基金行业共有基金经理1533名，平均担任基金经理年限为3.05年，基金经理中具有硕士及以上学历的比例高达94%。第四，形成了完善成熟的投研体系和决策流程。公募基金的投研体系主要由基金经理和分析师组成，投资和研究各司其职，晋升路径明晰，员工培养体系完善。公募基金还有稳定的投资决策流程，一般来说，投资决策委员会是最高的投资决策机构，适时召开会议决定基金投资管理的战略、资产分配等重大事项，并确定对基金经理的授权，审批超过投资权限的投资计划。

3. 构建了稳定的盈利模式

一是拥有数量众多的客户群体。与信托公司不同，公募基金可以面向社会公众公开发行，并且可以进行公开宣传，这使得公募基金面临着庞大的潜在客户群体，并且可以充分利用金融科技的力量增加募集半径。二是构建稳健持续的盈利模式。公募基金收入一般来自固定费率，主要包含交易费用和运营费用，交易费用就是申购费和赎回费（部分赎回费用计入基金财产），运营费用就是管理费。申购费不得超过申购金额的5%，中国现行费用水平在0%～2.5%，大部分随申购费用增加而减少，且大部分为前端收费，赎回费不得超过申购金额的3%，中国现行费用水平在0%～2.75%，大部分随申购费用增加而减少，货币市场基金一般没有申购赎回费；管理费为固定费

率，股票和混合型基金为 1.5% 左右，债券型基金为 0.7% 左右，货币市场基金 0.33% 左右。公募基金不收取业绩报酬，因此通常是努力提升业绩以追求做大规模。

公募基金的发展表明，标品业务在中国的现在和未来都有着广阔的发展前景，其业务创新和拓展值得我们深入学习。但是我们也应看到，信托公司的初始禀赋和面临的现状与公募基金并不相同，其发展路径并不能简单复制借鉴：一是当前信托公司面临的客观条件存在着天然的劣势，在公募基金先发优势占据了大量市场的情况下，标品信托业务获客难度在不断提高；二是公募基金的投研已有核心竞争力，尤其是在股债投资领域，信托公司想要直接进入市场进行竞争存在很大难度；三是一系列的法律法规出台，保障了公募基金的健康快速发展，但是信托公司在投资标品产品领域还存在很多限制，更不要说支持政策。所以重复公募基金发展的路径难以成功，信托公司应该依托于信托行业的自身特点，开拓具有信托特色、符合信托业发展规律的标品信托商业模式和发展路径。

（二）国外市场对标品信托的展业借鉴

国外金融市场经过上百年的发展，已经形成了成熟的金融体系和全面的金融业务，其标品业务尤其发达，不论是事务管理类还是主动管理类。同时还有与信托功能相似金融机构的成功转型案例，对标品信托展业的借鉴既全面又贴近，有很好的启示作用。

1. 国外事务管理类标品业务展业案例——道富集团

在探索标品业务展业路径的过程中，首先要面对的问题是事务管理类业务是否有继续发展的意义？是否能够为信托公司带来持续的收益？如果继续发展该怎样发展？通过对比和分析，我们发现国外有着发达且规模庞大的事务管理类标品业务，专注定位于资本市场行政服务的道富银行（State Street Bank）就是其中的典型代表。道富银行是全球最大的托管银行之一，在全球为机构投资者提供服务并管理资产。20 世纪 70 年代，随着美国利率市场化的推行，利率管制在资产配置、风险管理和宏观调控方面带来的弊端逐渐打破，美国银行业的竞争迅速加剧。道富银行对政策变化做出快速反应，放弃向全能银行发展的战略定位，将自身战略定位于专业银行模式，集中发展基金第三方托管业务，其主要职责是为基金提供交易平台技术、交易记录和头寸分析，同时也为这些对冲基金提供资产公允价值结算和投资报告发布等服务。在转型的过程中，道富银行大幅收缩其传统商业银行网点，将年运营费用中超过四分之一的部分投入科技领域，提升大规模交易的结算能力。1999 年，道富银行卖掉了自己的全

部商业银行业务，成为了一家专业的托管银行。道富银行利用此前建立的良好声誉和积累的丰富的实践经验，持续向科技领域的投入和对科技人才的重视，在40年间发展成为全球最大的清算银行，托管规模超过28万亿美元，资产管理规模超过2.5万亿美元；全球共有近3万员工，以“聚焦、技术、创新”为基本战略，年营业收入120亿~130亿美元；公司在全球29个国家设有子公司，客户遍布全球100多个金融市场。

作为一家致力于为机构投资者提供服务的全球金融机构，道富银行的收入结构以非息收入为主，2001年来，其非息收入年均占比为77.68%。从道富银行的业务结构来看，主要包括两大业务主线：投资服务和投资管理。投资服务构成了道富银行资产结构和收入结构的主要部分，以2001年以来的平均数据测算，道富银行投资服务类资产平均占比97.38%，投资服务类收入平均占比83.42%。道富银行的投资服务业务由两部分构成，分别是投资服务和研究与交易服务；收入主要由投资服务费用、交易费用、融资融券费用等中间业务收入贡献，2011年道富银行服务费用收入占投资服务业务总收入的52.30%，其中，中间业务收入占比为73.17%；客户主要包括美国共同基金、集体投资基金、企业及公共退休基金、保险公司、基金会和全球捐赠基金等。进一步来看，投资服务部分是由道富环球服务（State Street Global Services）提供，其产品包括托管，资金结算，每日定价及管理，信托，融资融券，存款及短期投资工具，贷款及融资租赁，也为客户提供衍生品、私人财富等的投资服务；投资研究与交易部分是由道富环球市场（State Street Global Services Markets）提供的，其业务主要是为机构投资者提供专业化的研究服务，以及外汇、衍生品等的交易服务。

总结来看，道富银行对市场和政策敏锐地把握，专业化、模式化的管理方式，对科技和信息系统建设的重视，对客户服务的细化和升级是其成功的关键要素。道富银行的转型经验对于信托公司开展事务管理类标品信托业务转型有着很大的现实借鉴，比如果断的战略转型，良好信用的历史积累和有效利用，业务条线的不断丰富，科技信息系统和客户服务体系的不断完善等。

2. 国外主动管理类标品业务成功展业案例——先锋基金

事务管理类标品信托业务面临的困境，迫使信托公司需要探索向主动管理转型，但主动管理标品业务是一个对投资管理能力要求很高的业务，该怎样开展是一个重大难题，通过分析，我们发现先锋基金的经历具有借鉴意义。

先锋基金成立于1975年，已经发展为美国第二大的基金管理公司，管理3.8万



亿美元的资产，其中 1 万亿美元的主动管理投资产品主要投资固收和股票。成立初期，先锋基金的业务模式是发展超低费率的指数基金，基金本身也缺乏主动投资能力。先锋基金是怎样从一个指数型基金发展为一个拥有庞大主动管理规模的资产管理机构呢？根本原因便在于先锋基金在 FOF 领域的发展。1985 年先锋基金推出了一只投资共同基金的 FOF 产品，这是美国市场第一只真正意义上的 FOF 产品。先锋基金先是通过低收费的指数产品吸引了众多的忠实投资者，但是投资者不仅有被动投资的需求，也有主动投资的需求，为了满足市场需求，当时投研能力较弱的先锋基金便采用了 FOF 这种能够充分发挥自身优势的管理形式，利用自身的客户资源优势，利用市场优秀基金管理人的投资实力帮助自己进行主动投资。投资的资产标的主要有全股票市场指数、国际股票市场指数、REITs 指数、国内及国外市场债券、通胀保护债券及其他与美国股票市场相关性较低的商品资产，如农产品、能源产品等。先锋基金旗下 FOF 产品主要有三大系列：生命周期基金、生活方式基金、定期支付型养老金。基于完善的产品布局，先锋旗下的 FOF 产品有的全部投资被动基金；有的则在主动与被动之间寻求均衡，既利用宽基指基覆盖市场，也加入主动基金来使长期资本增值；还有 FOF 全部投资于主动基金。先锋发行的 FOF 中，子基金为指数基金的 FOF 规模显著高于以主动基金为子基金的产品。FOF 模式的投资发展到现在，先锋基金仍在持续坚持，并不断发展壮大。先锋基金的权益基金类核心管理团队仅由 70 人组成，但是其资产管理规模高达 2 万亿美元，通过自行投资、FOF 投资和委托外部机构管理的方式进行运作，真正实现了在大类资产之间的分散投资。

可以看到，先期主动管理能力薄弱的先锋基金选择了 FOF 这种渐进式的主动管理模式，并且取得了巨大的成功。信托公司在标品信托领域的展业现状与先锋基金开展主动管理业务初期有较大的相似之处。信托公司有大量的忠实客户，但是投研能力相对不足，先锋基金 FOF 形式的主动管理业务方向值得信托公司借鉴。

（三）我国标品信托的展业思考

在泛资管行业中，一般认为信托公司的优势主要集中在非标准化产品领域。事实上，通过对比国内外金融机构在标准化产品投资领域的经验，我们认为信托公司在标品业务上也具有独特优势，这些优势在事务管理类和主动管理类业务中都有所体现。

1. 信托公司发展标品业务的优势

信托公司发展标品信托的优势主要包括制度优势、客户优势和人才优势三个方面：

（1）制度优势——灵活可靠的信托制度。第一，信托具有灵活跨市场资产配置的制度优势。根据资产配置理论，广义的大类资产包括货币、权益、债券、另类投资以及海外投资五大类别，狭义则主要指现金、债券、股票、大宗商品等流动性较好的资产。著名的美林投资时钟理论认为，在不同经济周期下，现金、债券、股票、大宗商品的价值表现存在显著差异。因此，可通过识别经济周期，根据市场趋势调整资产配置，获取最优的投资回报。学术研究表明，通过大类资产配置获取的回报占总体投资组合回报的90%以上。信托公司天然的横跨货币市场、资本市场和实业投资的优势有利于进行大类资产配置以及产品的跨市场组合。例如信托公司可以通过发展二级市场的FOF、MOM产品，实现不同资产、不同策略以及不同管理人的优化组合，达到分散风险、优化资产配置结构的目的。同时，信托一直是服务实体经济发展的重要投融资渠道，致力于获取符合国家政策导向、市场需求和产业发展方向的优质资产，沉淀了丰富的资产端资源。信托公司可以将融资类业务上的优势，与标品业务结合起来，开发出融资+投资、非标+标品的产品组合，既可以区别于券商、基金的纯标准化产品，又可以兼顾流动性和收益回报，形成核心竞争力。

第二，信托具有强大资产创设能力。信托公司的管理资产规模之所以高速增长，并成为仅次于银行的第二大资管子行业，与其强大的资产创设能力密不可分。信托可以对金融产品进行个性化创设，根据客户的不同特征和不同需求创造出个性化的金融产品和服务。信托公司由此从资产端到客户端积累了大量资源，不仅合作客户涵盖社会各个行业，资产池也呈现出类型多样化、创新性强等特征。除了传统的投融资资产外，资产支持证券、股债结合等创新型金融资产，以及PRE－IPO、定向增发、二级市场投资等证券类资产不断丰富。在金融双向开放、高净值客户多元化配置的新形势下，海外资产配置比例也有所提升。信托制度的灵活性有助于丰富资产配置的资产组合，同时对于底端资产有着更强的控制力，市场竞争力强大。

第三，信托具有破产隔离的制度优势。《信托法》规定“信托财产与委托人未设立信托的其他财产、受托人固有财产相区别，委托人、受托人的存续与否不影响信托财产的独立性”。成为独立运作的信托财产，不能被清算、偿债和破产。资产证券化领域中的信托型ABN，就是基于信托公司资产隔离和权利特定化的法理基础，通过信托设立SPV，将资产从原始权益人转移到SPV，使信托财产权利与原始权益的交易基础关系相分离，实现资产信用替代企业信用。相比于券商、基金以及保险资产专项计划，引入特定目的信托能以《信托法》作为上位法支撑，在我国现有法律框架下实

现有效破产隔离，这是资管同业无法比拟的制度优势。在财富管理领域，信托制度所赋予的财产隔离与风险隔离功能，也使信托成为财富传承的最佳载体。

（2）客户优势——忠实的客户群体。信托公司以投资者利益为先的理念，依靠自身的风险控制能力和资产识别能力，为客户提供了稳定而合理的收益。2016 年，信托行业全年累计支付受益人信托收益 7587 亿元，同比增长 4. 38%，受益人获得的平均年化综合收益率为 7. 72%。信托公司不论在机构投资者还是个人投资者中都形成了良好的口碑，培养了一批忠实的客户，这些客户是信托公司转型，尤其是开展标品信托业务的资金来源和坚实基础。从资产端客户来看，受制于私募证券投资基金没有正式的“独立身份”，以往长期无法自行发行管理产品，证券投资信托计划成为私募基金的多数选择，很多阳光私募都使用信托计划作为私募基金发行、投资和管理的渠道。除了阳光私募之外，目前定向增发产品、员工持股计划等也大量使用集合信托投资计划，这都为信托公司带来了大量上市公司、私募投资基金、高净值人群等客户资源。

（3）人才优势——经验丰富金融人才。经过多年的发展，信托业积累了一批的具有丰富展业经验的人才队伍，这些人才为信托公司对从事事务管理类标品信托业务和主动管理类标品信托业务提供了良好的基础。首先，丰富事务管理类信托的业务经验，为信托公司把事务管理类标品信托业务进一步深化提供了有力的人才保障；其次，信托公司管理庞大的受托资产，开展了大量的金融业务，这些资产的管理和业务的开展，为信托公司培养了一大批适应金融机构发展的中后台人员；最后是销售人才，十余年的信托业务的开展，使得信托公司积累了一大批具有服务高净值客户和机构客户丰富经验的优秀客户经理，而客户经理的客户和资金获取能力是发展标品业务的必备条件。同时通过与私募基金的密切合作，信托公司员工培养了大量的标品信托的专业人才，在研究能力、投资经验和具体产品运作方面都有专业化的提升。

2. 信托公司发展标品业务的劣势

借鉴国内外金融机构在标准化产品领域的发展经验，信托公司在当前发展标品信托仍然存在一定的困境和劣势，这既体现在大资管行业的整体经营外部环境方面，也体现在信托公司内部竞争力方面。因此，必须充分认识到信托公司的不足，才能在未来发展标品信托业务中“扬长避短”，寻找出一条符合信托行业实际的发展道路。

（1）大资管展业环境下市场竞争激烈。随着大资管环境下监管和展业的趋同，混业经营愈演愈烈，信托公司开展标品信托业务面临的市场竞争状况日趋激烈。2012

年之前，信托公司是阳光私募发行产品的唯一渠道。2012 年 9 月《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》的颁布，打破了信托公司唯一渠道的地位；2014 年 1 月发布的《私募基金管理人登记和基金备案办法》，允许备案后的私募公司可以自身名义开立证券账户；2017 年 9 月《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》发布；在《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（内审稿）》中，监管部门也已经将私募基金纳入资管业务进行统一监管，私募基金的“独立身份”可以说已经正式确立。与此同时，基金公司、证券公司资管部、托管部、PB 部门、托管银行和各类第三方机构以提供“托管 + 外包”服务的形式低价争揽客户，依靠自身充足的资本金和产品销售能力进行展业，给信托公司持续开展以证券投资信托为核心的标品信托业务带来了巨大压力。

（2）分业监管下标品信托存在诸多市场准入障碍。我国目前仍然实行分业监管的方式，资产管理业务分别由银监会、证监会、保监会以及发改委监管。各金融机构在市场准入、投资范围、运作模式、审批效率方面的差异使得信托公司从事标品信托业务时在市场监管规则和投资者保护等方面处于不利地位。第一，由于信托产品具有私募性质，信托公司开展标品信托业务投资者的门槛和人数限制，在与其他资管机构竞争中存在劣势。第二，信托的投资标的受到监管限制，除股指期货外，标品信托资金投资于国债期货、商品期货等金融衍生品的合规性处于较为模糊的状态，制约了标品信托资产配置能力的发展。第三，标品信托业务的投资运用方式也受到了严重制约。如《信托公司管理办法》明确规定信托公司不得以卖出回购方式管理运用信托财产，而相比于银行、券商、公募、私募都可以参与债权正回购业务。

（3）业务开展动力不足，各家公司发展程度不均。近年的资产管理行业爆发式增长主要源于银行的主动扩表行为，信托公司的通道业务规模增长也较快。与此同时，房地产、基础设施等行业的债性融资业务盈利空间相对较大，多数信托公司在业务布局方面偏向于投入产出比相对较高的债性非标资产业务，而考验系统建设能力与服务能力的事务管理类标品信托业务和考验投研能力与风控能力的主动管理类标品信托业务则因为其相对投入产出比低被多数信托公司搁置，其战略地位难以与传统的债性融资类业务想比肩，因此导致了行业之间各家公司在标品信托领域的发展程度十分不均，分化较为明显。目前，标品信托的发展主要集中在华润信托、建信信托、外贸信托和华宝信托等几家先发优势较强的公司。2016 年前十家信托公司标品信托业务合计管理规模达到 2. 33 万亿元，占全行业标品信托业务规模的 72. 78% 。

（4）主动管理能力不足，竞争优势较弱。信托公司经过多年的发展，虽然在客户服务、合规风控等方面积累了丰富的人才队伍，通过管理一定的主动管理产品以及固有资产的投资实践形成了一定的投研能力。但整体而言，信托公司在标品业务投资领域尤其是主动管理类标品业务的投资和研究能力都相对匮乏，缺乏丰富的经验，核心竞争力不足。当前，信托行业从事的证券类信托业务主要为被动管理类，虽然形成了一定的对与大类资产和宏观经济政策的研究能力，但是对于底端资产的进一步把握还相对不成熟，人才队伍还不足以支撑信托公司直接开展主动管理标品信托业务。人才经验方面的不足很难一蹴而就地解决，在发展标品信托业务的过程中要不断积累。同时，信托机构也并未形成有效的投决体系和制度，投资决策如何做出，投资权限如何分配等都没有明确的规章流程，将在一定程度上制约主动管理标品业务的开展。

（5）交易系统流程复杂，难以满足交易需求。随着互联网金融的飞速发展，以大数据为核心基础的传统事务管理类标品信托业务在数据分析、风险监控、个性化需求等方面的能力决定了信托公司展业的深度。业务持续增长带来的管理规模大幅增加、投资标的日趋复杂等情况考验着信托公司展业的广度。这都对信托公司信息化发展程度提出了更高的要求。但是，信托公司的 IT 系统建设工作仍比较落后，现有的信息系统满足不了交易需求，大多信托机构的交易系统从融资类业务出发，流程较多风控流程严格，与标品业务要求的快速交易流程还存在一定差距。同时，随着业务模式逐渐复杂化、投资标的日益丰富化，目标客户逐步多元化，系统的运行效率将会受到更大的挑战。

（6）客户群体单一，刚兑意识较强。一直以来，信托行业的发展始终受到刚性兑付的困扰，打破刚性兑付是监管部门和市场机构共同呼吁解决的难题。然而，解决刚性兑付问题涉及范围较广，成因根源较深，难以短期完成，需要一个循序渐进的过程。标品信托底层资产都为受市场风险影响显著的标准化金融产品，标品信托的风险特征即为市场风险。在发展标品信托的过程中，一方面需要引导现有投资者逐步改变投资思维，打破刚性兑付的理念。如何引导这些投资者投资标品信托，如何进行投资者教育使得投资者认识到标品信托的收益波动的客观性，是摆在标品信托业务面前的重要难题。另一方面也要进一步拓宽客户群体，寻找与标品信托风险和收益特征相匹配的投资者，这对信托公司的销售渠道提出了挑战。

综上所述，我们深入思考和分析了标品信托未来发展的方向。我们认为，第一，事务管理类标品业务应该坚持发展。因为信托业有着开展事务管理类标品业务的优

势，可以提供稳定的收益来源，不会受到市场波动的影响。我们应该学习道富集团的展业方向，实现事务管理类标品业务的创新发展。第二，主动管理类标品业务应该努力转型。因为这是未来财富管理业务的核心竞争力，信托行业在制度、人才和客户上具有展业优势。需要特别指出的是，公募基金的发展道路并不适合信托业学习照搬，信托业应该结合自身优势，采取先锋基金发展模式：从渐进式主动管理到完全主动管理的路径，从资产配置出发逐步培养信托业的主动管理能力。

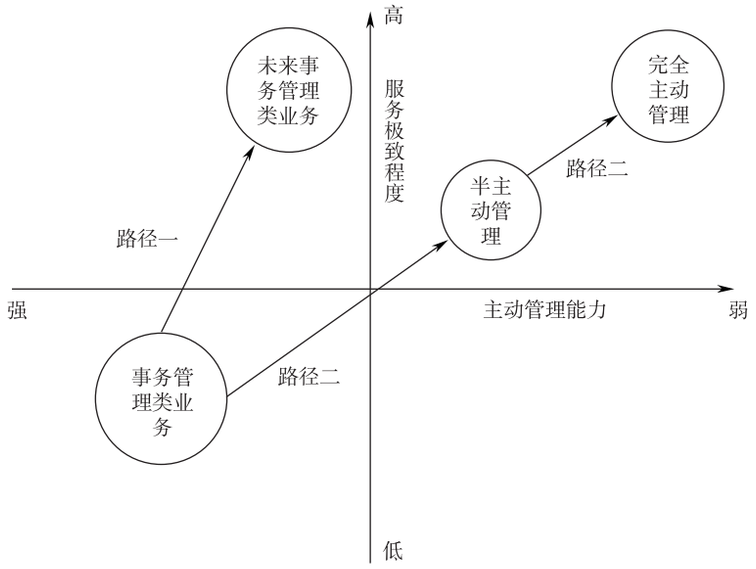


图 5　标品信托的展业路径示意

四、事务管理类标品信托的展业路径和商业模式

事务管理类标品信托尽管面对来自契约型基金、券商 PB 的市场竞争，信托公司凭借在细分领域的长期展业历史、投顾资源积累、成熟和备受市场信赖的“受托人模式”，仍具有很强的先发优势和模式优势，事务管理类标品信托仍大有可为。在当前环境下，信托公司要在当前业务框架基础上建立商业模式，就需要继续对业务进行创新，进一步提升服务能力和丰富服务内涵，为第三方资管机构提供全生命周期的行政服务，通过“做大做强做精”，形成集聚优势，打造出核心竞争力。

（一）事务管理类标品信托的展业基础

事务管理类标品信托市场运营多年后，在制度架构、监管政策、信息系统、风控能力、产品创新等方面逐渐暴露出了诸多问题。面对这些问题，信托公司迎难而上，

为传统事务管理类标品信托业务的未来发展打下了坚实基础。

1. 拓展服务链和内涵，引导业务健康发展

在竞争激烈的市场环境下，信托公司逐步改变单纯地根据管理资产规模、按指定基点收费的统一收费模式，跳出以降低费率为手段在同质化竞争环境下进行恶性竞争的怪圈，主动明晰服务内容和服务成本，改善运营业务的收入结构，聚焦金融服务领域的细分市场，引导事务管理类标品信托业务健康发展。其中，提供增值服务就是重要的方向，现阶段投资者对基金运营服务的需求已经超越了简单的资产保管、核算对账和交易清算等基础性服务，为客户提供多元化、个性化的增值服务，逐步实现一站式金融服务、提供一体化综合解决方案，将成为制度优势渐失趋势下信托公司能否持续发展事务管理类标品信托业务的核心和关键。

2. 直面双重监管压力，加强同业协同合作

2014 年证监会出台的一系列新政给予了私募基金明确的制度保障，明确将私募基金行业纳入了证监监管体系。在分业监管体制下，信托公司需同时遵守银监体系及证监体系从严政策的交集，双重监管对业务发展的负面影响日趋明显。同时，监管部门也明确提出鼓励证券公司开展资产托管、结算、代理等为专业投资机构提供后台管理的增值服务（PB 业务），券商 PB 业务在享受相对宽松的政策条件下，与事务管理类标品信托业务形成直面竞争。

面对双重监管困境，信托公司加强与监管机构的沟通交流，形成良好互动关系。在顺应监管政策的基础上，发挥已经沉淀的运营、风控能力和已经形成的品牌效应，打造竞争优势。信托公司加强和其他相关金融机构的战略合作，加快对创新业务领域的进入，获得竞争先机。同时，在组织架构方面，加快对其他牌照的耦合步伐，获取差异化监管身份、交易所会员资格、网点优势等资源，以取得平等竞争地位，创造丰富盈利模式。

3. 克服多重障碍，深入推进业务发展

随着市场环境的变化、投资理念的更新、竞争环境的加剧，事务管理类信托在信息系统建设和风险控制体系完善等方面都面临着大量的困扰和障碍。信托公司通过对以上这些障碍的克服，进一步推动事务管理类标品信托业务做大、做强、做精。在信息系统建设方面，传统事务管理类信托在运营管理工作方面主要依靠自建系统或接入券商系统，而由于各类操作系统的使用方法、操作难度，以及对不同类型交易结构和投资标的适应程度的不同，给信托公司运营人员开展工作带来了较大困扰。信托公司

一方面加快运营管理系统的改善，迅速补足自身短板，降低运营管理难度，提升业务处理规模；另一方面，在建设运营管理系统时制定业务规划，将提升系统可拓展性等长远目标纳入考虑范围之内，使得信息系统建设成为实现战略目标的重要支撑手段。在全面风险防控方面，随着监管不断趋严、大数据处理能力不断提升、业务复杂度显著提高，打造风险控制全流程、自动化，做到事前预防、事中控制、事后处理的全面风险管理是考验信托公司竞争力的重要方面。信托公司加快推进内部专业化、模式化管理经营体系，增加运营处理的效率，降低运营风险，在大批量处理业务的同时准确快速地锁定风险点，增强对外部经济条件恶化等负面影响因素的承受能力。

（二）事务管理类标品信托的展业路径

事务管理类标品信托的主攻方向是第三方的行政服务，构建覆盖标品投资全价值链的综合服务体系是事务管理类标品信托业务展业的主要方面，包括华润信托、外贸信托等为代表在内的多家信托公司开始向该服务体系大步迈进。信托公司未来事务管理类标品信托业务发展路径的核心是“做大做强做精”。

1. 做大：拓宽客户和业务的边界

信托公司通过长期的事务管理类业务沉淀的客户和数据资源，一方面可以进一步扩大客户基础，将包括银行、保险、券商、基金在内的大资管行业客户都纳入到信托服务平台上来，甚至成为国外资管机构在国内的交易服务平台。另一方面，信托可以基于已有的资源，将业务范围进一步拓展，开展包括产品研究、资产研究和数据研究在内的衍生服务业务，拓宽业务边界。在总体数据层面，从总体产品仓位、行业仓位、资产交易频率、产品申赎变化等角度实施数据挖掘，配合总体市场表现进行分析，研究市场情绪、资产配置、风险预警等；在中观数据层面，从产品的交易行为、收益率变化、风险波动、业绩归因等角度实施数据挖掘，配合总体市场变化进行分析，研究投资顾问投资能力、投资策略特征、资产及行业轮动特征等；在微观数据层面，从个券持仓变化、持仓行业集中度等角度实施数据挖掘，配合总体微观变化，研究行业趋势、投资标的、风控预警等。通过产品研究和资产研究，进行投资顾问量化及定性分析，为优秀的投资顾问提供资金，促其发展。

2. 做强：构建强大的综合服务体系

信托公司要想在标品信托中保持快速发展，必须有强大的竞争力，形成较深的护城河，这就需要建立覆盖投资全价值链的综合服务体系。构建覆盖全价值链的证券投资信托综合服务体系，需要构建包括需求分析、资源整合、运营管理、增值服务在内

的四大能力。需求分析能力方面，要清楚了解市场需求、熟悉市场规则、能够准确地把握各项业务的发展趋势和竞争对手的参与情况；资源整合能力方面，应与投资管理人、渠道、经纪商等市场参与者建立良好的业务关系，能够根据合作伙伴的需求，进行结构设计、渠道对接、交易安排等资源整合工作；运营管理能力方面，应具备提供严谨、高效、全面的交易管理、风险控制、头寸安排、资产核算、财产清算、信息披露等各项运营管理服务的能力；增值服务能力方面，需具备进一步提供绩效分析、归因分析、定制报告、交易撮合等增值服务的基础。

3. 做精：将服务的质量和效率发挥到极致

证券投资私募基金的运营管理具有管理链条长、操作环节多、操作准确性时效性要求极高的特点，由此决定了事务管理类标品信托的核心是运营管理。提升运营管理的效率与质量，是有效化解运营风险、提升客户满意度、深化服务内涵的关键途径，是做精事务管理类标品信托的重要内容。信托公司要从资管产品的投资周期出发，在产品设计、募集成立、运营管理和分配退出时进行精细化服务。信托公司一方面应高度重视质量管理，建立覆盖全过程和全方位，涵盖受托人服务、基金行政服务、托管人服务、大数据服务、大类资产配置服务等多种类型的质量管理和内部控制体系；另一方面明确细分各部门权利、责任和利益，建立灵活高效的组织架构，确保业务运行的专业性、财务核算的明晰性和决策运转的高效性。还有，IT 系统对于标品信托业务具有至关重要的作用，未来伴随标品信托业务规模的扩大，通过信息技术实现电子对账、TA 对接、系统优化升级、数据中心建设等，将有助于标品信托业务提高服务质量，做精业务内涵。未来信托公司应该建立起支持从项目发起到项目结束全流程的运营管理平台，实现自动化费用管理、线上账户管理登记、自动化报表出具等各项重要功能，从而大幅提升运营管理的效率与质量。

做大做强做精为行业发展事务管理类标品信托提供了可行的展业路径，信托行业目前也有较为成功的公司和案例可以借鉴学习，其中比较典型的是外贸信托的证券投资信托的发展经验。2004 年开始，外贸信托根据业务发展的需要逐步加大信息化建设，经过 10 多年的积累和沉淀，在事务管理类信托业务方面形成了大量经验和成果，2016 年末证券信托资产规模达到 2341 亿元，在产品估值、结算、风险控制等方面形成了一体化的信息系统，实现并上线了自主研发的证券尊享客户平台，成为行业学习借鉴的榜样。外贸信托的证券化业务已经发展十来个年头，当前其证券信托业务每年有超过一万次的信息披露，100 万次的估值核算，超过 1 万亿元的资金运作。截至

2017 年 9 月，该套平台已加载 2696 个运行项目，24 万张历史估值表，400 余万条运营风控检核信息。通过证券尊享客户平台，不仅可以大大提高运营效率，减少犯错成本和沟通成本，同时也可以使得客户实时快速掌握核心交易信息，极大提高了事务管理类信托的核心竞争力。尊享平台主要功能包括三个方面：第一，信息查询功能，系统可查询到与外贸信托产生的所有交易数据，包括产品净值、仓位、估值、费用等实时及历史数据；第二，风险提示功能，系统对于存在潜在风险的产品将发出即时预警，并显示止损线、平仓线及超仓情况等；第三，决策助手功能，系统提供基础的分析功能，通过图形比较、净值排序等，为客户决策提供参考，此外，还会定时发布当日重大要闻及研究报告。

综合来看，事务管理类标品信托是信托公司顺应资本市场发展大潮的产物，契合了投资人和资管机构的行政服务诉求，是信托公司寻求长周期蓝海细分领域的转型探索，也是对监管层鼓励信托“回归本源”业务的积极响应。随着业务能力不断提高，未来可将业务沉淀，打造事务管理类标品信托业务客户、资源、数据和服务的生态圈，实现全球性经营，最终发展为面向国内外资管行业的金融服务业务。

（三）事务管理类标品信托的商业模式

1. 产品架构

当前事务管理类标品信托主要服务于投向标准化证券的机构投资者，委托人以货币形式出资，投资顾问负责投资交易决策并承担主要市场风险，信托公司以受托人的身份运营管理信托产品，承担除了市场波动风险之外的运营、管理和服务职能，其中比较典型的为“阳光私募股票基金”，其他包括投资于新三板、股票、债券、打新、定增份额等的标品信托产品。具体产品架构如下：

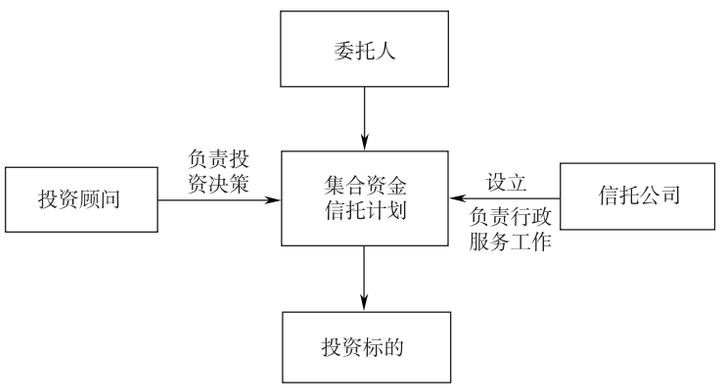


图 6　事务管理类标品信托的产品模式

2. 客户群体

信托公司事务管理类标品信托的客户群体主要为私募类资产管理机构。私募类资管机构目前规模庞大且增速较快，仅私募证券投资基金已经超过 2 万家，管理资产规模超过 10 万亿元，这些机构多数具有“重头脑、轻资产”的特点。私募的核心能力在于投资管理和投资决策，往往无暇顾及包括资本中介、份额登记、基金行政、估值核算等日常运营工作，需要具有法律合规性、市场公信力和优质服务能力的信托公司，为其提供产品结构设计、资金募集、业务资格以及先进的运营管理服务。私募资产管理机构借助于信托公司强大的资金募集能力、已经获取的业务资格、较为灵活的产品创设机制以及完善的行政服务体系，使其专注于投资交易决策，将其他综合服务交给信托公司，形成自身核心竞争力。在其他事务管理类标品信托中，客户还包括银行、保险以及高净值客户。

3. 收费模式

信托公司在开展事务管理类标品信托业务中，由于不承担或较少承担市场波动的风险，其收费模式较为单一。大多数事务管理类标品信托业务是根据信托资产规模收取一个较低比率的信托报酬，或者根据管理资产的复杂程度而收取固定费用的模式。由于此类业务收费比率较低，因此做大管理信托资产规模，形成“规模效应”是事务管理类标品信托业务的必然选择。

4. 核心竞争力

事务管理类标品信托的核心竞争力在于全方位的行政服务体系，包括：资金募集、筛选投资顾问、设计交易结构、搭建法律架构、份额登记、独立风险监控、交易管理、资金管理、估值清算、信息披露及信息保密等工作内容。在产品初始阶段，信托公司从事市场拓展、需求分析、客户获取的工作，对投资顾问进行分析评价；在产品创建阶段，设计交易结构、进行风险收益模式匹配，对中介机构进行选聘，以受托人身份签署法律文件，完成整个产品的法律架构搭建，并对产品的合规和税收要点做出安排；进入产品设立阶段，信托公司组织实施资金确认、份额登记、费用清算、账户管理等一系列工作，完成产品运营所需的基本设置；在产品运作阶段，产品成立并实际投入运营，其周期可达 20 年乃至永续，是服务管理的核心阶段，从日常实施资金头寸管理、资产对账、财产估值核算、交易执行结算、风险识别和监控、编制信息披露文件等各项工作，直至财产清算并向投资者分配完毕。经过十余年的业务发展和经验累积，信托公司在事务管理类标品信托业务中已经形成了特有的服务标准、服务

能力和运营体系，具有业务边界清晰性、模式稳定可复制、业务成长空间可预期以及财务成果可验证的核心竞争力。

5. 风险特征及防范

事务管理类标品信托业务由于基本不承担底层资产波动的风险，其主要职能在于全方位的行政服务，因此此类业务的主要风险特征为业务合规风险以及业务操作风险。在开展事务管理类标品信托业务时，要更加注重信托产品在推介、成立、运营、清算的过程中的合规性，是否与现有的法律法规、监管政策和公司规定相违背，防止出现合规风险；在操作过程中，也需要更加注意流程的合规性，是否有足够的业务授权，不能超越业务权限进行操作；同时，事务管理类需要计算机信息系统更加稳定和精确，要定期更新和检查计算机信息系统，保证产品运作过程中信息系统不出差错。

五、主动管理类标品信托的展业路径和商业模式

在信托业转型的浪潮下，标品信托展业的另一个方向是主动管理。然而，信托公司受到资管行业分业经营和分业监管环境的影响，其主要优势在于非标资产的获取能力上。在标准化投资领域，无论从研究团队专业化能力、投资团队经验积累以及信息系统建设方面，在短期内无法完全复制基金公司、券商资管以及期货公司等的主动管理投资模式，现阶段难以在最底层资产（如具体的股票标的、大宗商品种类、各种货币等）的投资上建立竞争优势。

根据信托行业在标品信托领域的已有积累和发展现状，结合当前资产管理市场上充分的专业化分工以及国内外资产管理行业发展实践，我们认为信托行业当前阶段发展主动管理标品信托业务可以“扬长避短”，充分发挥信托的制度优势，避开与券商、基金等的直面竞争。我们提出基于“大类资产配置”的展业思路，从事务管理类逐步向主动管理类升级，并最终打造完全主动管理的展业路径，助力信托行业在标品领域实现“弯道超车”，符合当前信托业实际的路径选择。

（一）主动管理类标品信托的展业基础

1. 信托具有跨市场进行大类资产投资的优势

信托公司作为资管行业唯一可以横跨货币市场、资本市场以及实业投资的投资主体，可以充分利用该制度优势，横跨“三大市场”进行投资，建立大类资产配置的展业模式。信托公司从宏观经济和大类资产配置层面前瞻性地预判市场，灵活地调整

投资策略，采用不同的投资工具、利用不同的投资产品，为客户分散风险，获取稳健收益。可以说，信托公司跨市场的投资优势为标品信托展业奠定了先发优势，是基于大类资产配置理念进行标准化证券投资的最优选择之一。当前，以保险资管和银行理财为代表的资管产品，已经对基于大类资产配置理念的标准化金融产品投资具有较为丰富的展业经验。信托公司一方面可以积极吸收保险资管和银行理财的优秀做法和经验，在大资管市场中共同分享投资机会；另一方面也需要结合信托的制度优势，与银行理财和保险资管进行错位竞争，参与它们无法进行的业务领域，充分发挥信托跨市场制度优势。

2. 专业化投资分工为资产配置提供发展基础

当前资产管理行业的专业化分工已经达到非常细致的程度，市场可以提供任何一个证券品种的任意策略，还可以为客户设计定制化产品。从基金管理人和基金数量来看，截至2017年6月底，公募基金管理公司数量达到117家，管理基金数量4355只，管理资产规模10.07万亿元；在基金业协会登记的私募基金管理人总数19708家，备案的私募基金产品数量达到56576只，管理资产规模9.46万亿元，私募基金从业人员22.5万人；从投资策略来看，目前市场上的公募和私募基金已经基本覆盖所有的投资策略，包括宏观对冲策略、多空策略、指数增强策略、ALPHA中性策略、套利策略等全方面的投资策略；从投资市场来看，从事股票、债券、大宗商品、房地产、金融衍生品以及海外投资的投资机构和投资产品一应俱全。信托公司通过专业化的分工协作，利用其在宏观和投资策略层面的投资优势，预判未来的投资方向，进行大类资产层面以及投资策略层面的筛选和配置，将具体的投资决策交由每个子基金层面进行投资决策，既可以有效分散风险，也可以获取稳定合理的回报。

3. 信托公司已有一定的人才、投研和资产积累

通过事务管理类业务，信托公司培养了大量的标品信托专业人才，在研究能力、投资经验和具体产品运作方面都有专业化的提升，对大类资产市场具有了分析和判断的投研能力，为从事务管理类业务向主动管理类业务升级转变打下了基础。同时，事务管理类业务的积累使得信托公司在运用独特资源发展主动管理业务方面具有优势。第一，丰富的可供选择的产品和产品管理经验。信托公司不仅积累了丰富的跨市场产品管理经验，通过事务管理标品信托业务还积累了丰富的可供选择的私募产品，为以大类资产配置为理念的标品信托展业模式提供了大量的优质底层资产，提升底层资产的选择效率。第二，较强的销售能力和资源整合能力。作为连接以私募基金为代表等

资产管理机构和以银行为代表的渠道客户的桥梁，信托公司必须有较强的资源整合能力，销售渠道的丰富和多样化也成为私募基金愿意与信托公司合作的重要原因。

4. 事务类标品信托业务积累了大量客户资源

通过多年与私募公司合作开展阳光私募业务，信托公司积累了大量的客户资源，尤其是优秀的投资管理团队和基金产品，为开展主动管理业务奠定了坚实的客户基础。除了阳光私募之外，目前定向增发产品、员工持股计划、新三板市场投资等也大量使用集合信托投资计划，这都为信托公司带来了大量上市公司、基金管理人、高净值人群等客户资源。此外，银信合作、政信合作以及信托多年来的交易对手、合作伙伴也都为信托公司带来了大量的优质客户资源。

5. 事务类标品信托建立了先进的管理信息系统

事务管理类业务做到极致一方面需要将已有的服务进一步优化，提升客户的服务体验；另一方面需要有效的风险控制手段，将任何情况下的事件损失降至最低。此过程很多工作单独依靠人工无法完成，这就要求强大的信息系统给予支持。由于标品信托的最终投资标的是在公开市场公开交易的有价证券，这就对信息系统提出了更加严格的要求，需要时刻监控市场和产品的交易、风险状况，需要每天进行估值核算和仓位调整，需要不定期地针对不同情形进行压力测试，并在突发状况发生时可以进行有效应对。信托行业事务管理类证券投资业务的大力发展为主动管理能力提升打下了坚实基础。

（二）主动管理类标品信托的展业路径

基于信托跨市场投资的制度优势、充分的市场专业化分工、前期的业务经验积累及当前的行业发展实际，我们提出基于大类资产配置模式的主动管理类标品信托业务，以 FOF 和 MOM 为载体发展主动管理类标品信托业务，实现从事务管理向半主动管理，最终迈向完全主动管理的标品信托展业路径。

1. FOF 形式的大类资产配置标品信托

FOF（Fund of Fund）是目前市场上较为常见、以大类资产配置理念为指导、借助于专业化分工的主动管理型标品信托产品，包括上海信托、外贸信托、四川信托和中航信托等均有业务开展。信托公司作为受托人，成立集合信托计划，并将集合信托资金投向基金产品，这些基金产品最终投向标准化的证券。在 FOF 投资运作过程中，信托公司负责对宏观经济和大类资产走势进行研判，专注于母基金的管理和运作，搭

建投资管理体系，包括大类资产配置方案、基金分析评价体系、下层资产风险监控体系、组合调整策略等，而具体最终投资标的交由子基金管理团队负责。

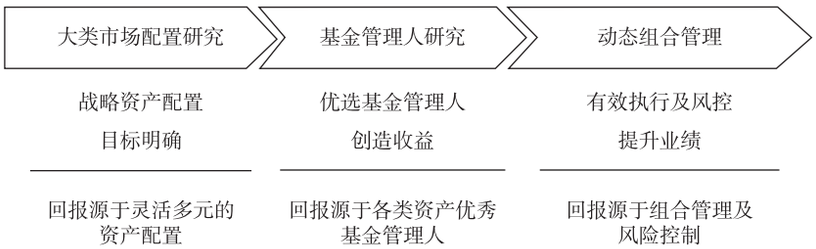


图 7　FOF 类标品信托的投资管理步骤

（1）建立大类资产配置投研体系。信托公司的研究、投资和运营实力是做好基于大类资产配置的标品信托业务的必备能力。然而，股票、债券、外汇、房地产、大宗商品和金融衍生品等各大类资产市场都存在独特的运行逻辑，一个团队受制于规模限制，难以穷尽对所有资产类别的深入理解和精准投资，更难以对某个具体底层标的深入研究。同时，已有的学术研究表明，资产配置贡献了投资组合 70% 以上的收益水平，是投资组合中最重要的部分，远超于择时和择券的重要性。

信托公司作为 FOF 的管理人，其管理团队需要负责信托财产的资产配置、资产组合久期管理及收益管理；负责信托财产的头寸管理、资金管理、交易管理；对各类证券资产的投资研究、资产配置方面有深入理解和实际操作经验。信托公司通过多年来跨市场的展业经验，可以完美发挥其在大类资产领域的经验和实践优势，先从大类资产层面进行研究和投资决策，建立基于大类资产配置的投研体系，通过专业化分工把择时和择券的工作交给更加专业的第三方机构去完成，由此在增加投资收益的同时有效降低投资风险。

（2）搭建基金投研评价体系。在大类资产研究的基础上，FOF 投资管理人要通过配置不同种类的投资基金，使资产组合的非系统性风险进一步降低，获取超额回报。在这个过程中关键能力是遴选投资顾问和证券投资基金产品的能力，信托公司需要搭建基金产品评价体系和备选基金库，高效筛选投资标的。在筛选投资标的的过程中，通过尽调及独立研究，从股票、债券、大宗商品、房地产和金融衍生品等大类资产中，筛选各领域优秀证券投资基金，逐步建立基金产品库，定期跟踪，更新产品运行及策略调整情况。

对所管理的基金产品及其实际管理人进行综合评价的“基金评价体系”，是 FOF 业务的核心部分之一。该体系以实际管理人为中心，对产品的业绩和持仓进行定量研

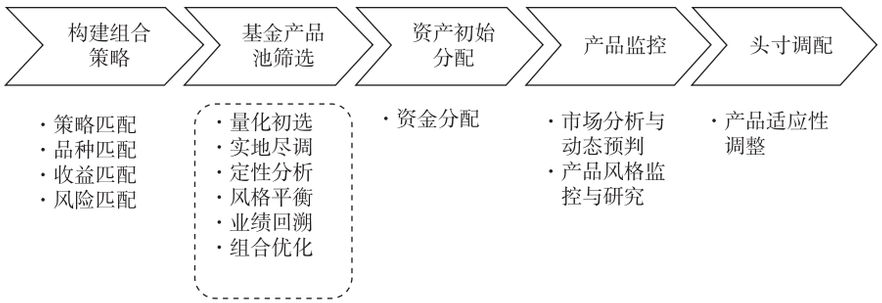


图 8　FOF 类标品信托管理中基金产品评价体系及筛选

究，对管理人的投资风格、管理水平进行定性、定量研究。挖掘未来业绩表现出色的产品，并理解它们未来业绩的分布特征，为 FOF 管理人组合管理提供依据。

投资标的选取原则：受托人考察、研究、跟踪全市场的投资标的；通过产品收益率、风险（包括系统风险，即 Beta 值，标准差、最大回撤等）、风险调整收益（詹森阿尔法指数、信息比率、夏普比率等）对其业绩进行综合评价；考虑产品的流动性和规模；初步形成备选投资名单库。同时，对产品的投资管理人进行定性研究，关注研究管理人的股东构成、组织结构、内部控制评价和投研能力等，评估产品未来业绩的可持续性，对筛选的产品进一步精选。从定性和定量两方面研究选取最合适的投资标的，在控制风险的情况下进行组合投资以获取超额回报。

（3）组合投资和动态管理。组合内部配置原则：构建多元化、分散化的投资风格，要求组合内各产品的相关性较弱，且收益来源多样化，由此分散投资组合的非系统风险；对产品的业绩进行归因分析，深入了解产品投资流程和分析管理人投资技巧；对产品的投资风格进行分析，通过交易、持仓等信息分析产品业绩波动的原因，了解产品业绩波动的背后因素。

投资组合调整原则：初始组合构建完成后，受托人会根据市场状况发生的变化，以及各个投资标的自身发生的变化，进行组合的调整以实现组合优化。组合调整包括组合配比调整和更换投资标的，调整需要经过大量分析研究后审慎决定，并建立基于大类资产配置的投研决策体系。

2. MOM 形式的大类资产配置标品信托

伴随着自主管理 FOF 业务的从无到有，从小到大，FOF 投资团队的投资经验逐步丰富，大类资产配置方案、基金分析评价体系、下层资产风险监控体系、组合调整策略等组成的投资管理体系在投资实践的过程中不断得到完善，为信托公司开展

MOM 形式的主动管理标品信托打下了坚实基础。

MOM 作为完全主动管理的标品信托业务模式，是信托公司在金融同业市场提供全方位、个性化、定制化资产管理外包服务的有效工具。MOM 形式的主动管理业务主要由行政服务与资产管理组成，二者密切相连、相辅相成。行政服务以运营管理为主，包括投资指令对接、交易对手协调、投资文件审签、投资账户管理、资金划拨、账务管理、核算分配等基础服务，这也是事务管理类标品信托业务的核心竞争力。

在行政服务基础上，信托公司进一步打造全方位的资产管理业务平台。基于已有的宏观经济和大类资产配置投研体系，进一步下沉至具体资产种类及投资策略，建立专业化的投资研究队伍，形成覆盖包括股票、债券、房地产、外汇和金融衍生品的专业投资管理团队，提升全能型的资产管理能力，为客户提供个性化、定制化、一体化的服务。该服务模式是信托公司主动管理能力的重要体现，包括宏观、策略、底层投资标的研究、数据整合、金融工具综合运用、投资顾问筛选等多项内容，是行政服务的重要延伸，由此培育及沉淀的主动投资能力，成为信托公司重要的业务类型和盈利贡献来源。通过 MOM 形式的主动管理业务，未来标品信托业务有望从资产管理规模、收入利润贡献、品牌影响力、团队专业性等多个角度被打造成信托公司乃至整个大资管领域的重要业务类型。

3. 其他主动管理型的标品信托业务

FOF 和 MOM 是大类资产配置思维下标品信托的综合载体。在此载体内部，需要更多种类、更加精细化的标品信托业务，如股票和债券投资信托产品、员工持股计划信托产品、定向增发信托产品、QDII 海外投资产品等。与信托资产规模比较来看，虽然此块业务规模并不大，但对于发展标品信托也很重要，一方面在传统固定收益类业务发展遇到瓶颈时给予一定的收入和利润补充，另一方面也为信托公司打造 MOM 管理团队和全能型资产管理服务机构提供了人力和物力基础。此外，信托公司目前已有的证券投资业务或者基金化产品亦有专门投资债券市场的产品，主要投资于银行间市场债券、债券回购、同业存款、货币市场基金、债券基金等标的，属于主动管理型标品信托，灵活性较高。信托公司通过在已有的展业基础上进一步强化债券市场的主动管理能力，可以与 FOF 和 MOM 业务相辅相成。当前，信托公司在参与二级市场股票投资、定向增发、QDII 海外投资等方面也都有所尝试，未来还可能进一步参与房地产 REITs、大宗商品等标准化产品的投资和管理，这些都是信托公司提升标品信托业务主动管理能力、深化标品信托业务的方向。

（三）主动管理类标品信托的商业模式

1. 产品架构

主动管理类标品信托产品是指受托人对全部或部分的信托财产运用具有裁量权，对信托财产进行实质管理和处分，承担主动管理责任。委托人以货币形式进行出资，信托公司单独作为投资管理人，或者聘请第三方担任投资顾问共同进行投资管理。根据信托公司具体实践来看，FOF 是当前主动管理类标品信托较为现实可行的模式，其他的还包括股票投资标品信托、债券投资标品信托、定向增发标品信托、MOM 等业务形式。FOF 形式的标品信托产品架构如下：

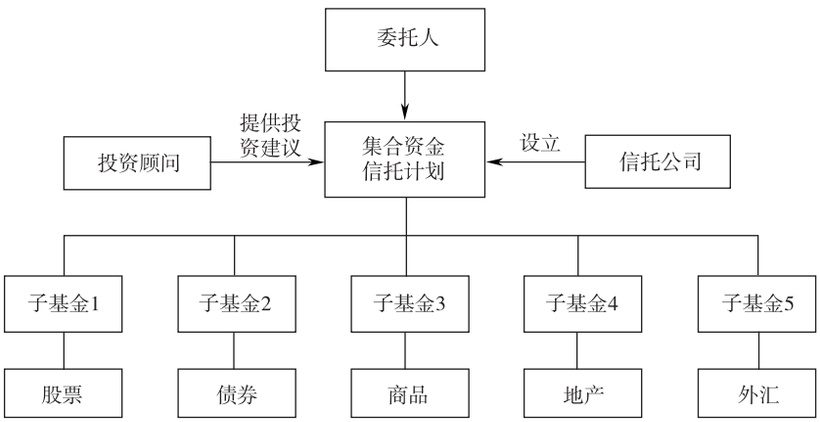


图 9　主动管理类标品信托架构示意

2. 客户群体

主动管理类标品信托对信托计划的投资承担主动管理责任，因此从委托人来看，其主要为追求风险分散、收益稳健、具有大类资产配置需求的客户群体，如银行、保险、高净值客户以及家族信托客户等。此类客户由于资金规模较大，更希望可以分散投资风险、投资多样化的金融产品、获取稳健合理的投资回报，这就为基于大类资产配置的标品信托提供了良好的客户基础，也推动信托公司建立立体化的产品线。

从投资标的来看，各类标准化的投资基金也是标品信托的客户，是当前 FOF 形式标品信托“做好做强做优”的可靠保证。由于投资标品资产的基金产品类型繁多，包括股票投资基金、债券投资基金、CTA 投资基金、金融衍生品基金、房地产 REITs 基金等，因此标品信托的客户范围广泛。信托公司需要与这些客户建立密切的合作关系，形成定向交流机制，通过协作推动标品信托业务深入。

3. 收费模式

信托公司在开展主动管理类标品信托业务中，负责财产的运用、管理和处分。同时，信托公司还需要建立大类资产配置团队，对市场、政策和资产波动进行深入研究，不定期分享研究成果。这些因素都决定了主动管理类标品信托的收费模式较为多样，信托报酬率相对较高。收费模式一般是固定费率 + 浮动提成的收益模式，即产品管理过程中先收一个固定比例的信托报酬，再根据产品投资收益是否达到预设的基准收益率而提取不同的浮动信托报酬，其中基准收益率水平也根据不同种类的标品信托产品而有所不同。由于大类资产配置模式的标品信托存在两层收费的问题，一般来说都是在母基金层面对委托人进行一次性收费，进而在母基金和各类子基金之间进行二次分配。

4. 核心竞争力

主动管理类标品信托要求信托公司建设专业化团队，形成完善的证券资产投研体系、深入理解资产配置理念及方法、并拥有丰富的资产管理方面的实操经验。第一，信托公司要想获得较好的主动管理业绩，必须具备良好的投资管理能力，要对国内外宏观经济、政策动向和大类资产有较为深入的研究，并据此进行投资方向的把握和研判。第二，对于具体标的的投资决策，信托公司当前主要依赖于专业化的市场分工，通过外部子基金的形式进行投资，这就要求信托公司对子基金要建立起一套科学有效的评价体系。第三，信托公司的资产创设能力以及跨市场大类资产配置的制度优势也为信托公司标品信托业务开展搭建了“护城河”。因此专业化管理团队、投资管理体系再加上信托的制度优势构成了信托公司在主动管理类标品信托展业上的核心竞争力。

5. 风险特征及防范

主动管理类标品信托除了需要承担事务管理类相同的风险之外，还需要承担资产价格波动的风险，也就是市场风险。因此，在开展主动管理类信托业务的同时，不仅要关注和防范事务管理类信托业务在产品设立、运营和清算过程中的合规风险、操作风险和计算机信息系统风险；还需要关注资产价格波动的风险。因此，在开展主动管理类信托业务时，一方面要防范事务管理类业务中可能存在的风险点，另一方面要加强对宏观经济和资产价格波动的研判，做好资产价格大幅波动的预案和防范措施，尽可能在保证稳定收益的同时降低资产的风险暴露。

六、标品信托的政策建议

基金公司、证券公司、期货公司及各类私募管理机构等已经在标品领域深耕多年，且建立了相对领先的市场优势，在展望标品信托未来发展前景时，市场竞争也十分激烈。与主要竞争对手相比，信托公司在人才储备、自身能力等方面还存在明显欠缺，如投研能力较为薄弱，主动管理产品的人才比较匮乏，现有激励约束机制也难以形成对标品投资业务发展的有力支撑。为了扶持标品信托业务发展，助推信托业转型升级，强化主动管理能力提升，课题组希望从以下几个方面得到支持：

（一）适度放松对信托投资人的监管要求

信托产品以其稳定的预期回报在固定收益产品市场建立了良好的声誉，积累了大量以固定收益偏好为主的投资者。进入标品信托市场后，信托产品呈现波动性大、收益不确定等新特点，与现有投资客户风险收益偏好并不匹配，亟须教育和引导存量客户，并积极开拓新的客户群体。基于信托产品私募的性质，标品信托客户受到《信托公司集合信托计划管理办法》的约束，信托产品的投资人首先必须是合格投资者，同时，集合资产管理计划的合格投资者累计不得超过 200 人，单笔委托金额在 300 万元以下的自然人投资者人数不得超过 50 人。

在资管业务统一监管的框架趋势下，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（内审稿）》将证券公司、基金公司、基金子公司、期货公司和保险资产管理公司发行的资产管理产品都纳入统一的资管产品监管下，信托产品在投资者要求方面受到的监管最为严格，不仅必须为合格投资者，而且具有严格的数量限制。考虑到标品信托业务与其他资管子业的业务完全同质，建议监管部门适度放松对标品信托投资者的监管要求。此外，在互联网时代，客户的分布已经跨越时间和空间，当前的市场环境和竞争环境已经和先前政策制定时产生了重大的差异，建议监管部门在有效控制风险的前提下，适度放松对标品信托投资者和宣传的监管要求，降低发行端门槛，可以让更多的投资人参与到标品信托中来。

（二）为标品信托争取公平开放的展业环境

由于标品信托的最终底层资产是标准化证券，其投资、运作和管理涉及不同监管部门的监管协调，当前信托公司在开展很多标准化证券业务时无法与公募基金、券商资管等享受同等条件展业环境。例如，证券公司资产管理机构可以做正回购业务，信

托则不能做此类业务；2014 年 7 月证监会下发《公开募集证券投资基金运作管理办法》，允许证券公司资产管理机构设立公募基金，信托只能开展私募业务；证券公司资产管理机构可以开展定向增发业务和网上网下新股申购业务，信托只能进行网上新股申购业务，只能以自有资金参与定向增发业务，信托财产不能开展定向增发业务；QDII 方面，信托不能投资于私募证券投资基金、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、商品期货及其他金融衍生品、未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利，而上述投资标的证监会对管辖范围的 QDII 业务是允许的。混业经营和大资管行业统一监管是资管行业的大势所趋，希望监管部门可以在统一监管的框架内，给予信托公司公平、开放的竞争环境，展业环境的改善也将帮助标品信托做大规模，提升质量。

（三）制定针对标品信托的监管操作指引

随着八项业务分类的实施，未来标品信托将成为信托行业的重要业务类型，健康有序地发展是监管部门和各家公司共同的意愿，建议监管部门鼓励信托公司专门成立标品信托业务部门并制定相关的业务指引。第一，标品信托业务与债权信托、股权信托等业务存在明确的界限划分，建议监管部门鼓励各家公司成立专门的标品信托部，并在信托业保障基金缴纳优惠、监管评级加分等方面出台鼓励政策；第二，当前关于标品信托的监管指引主要为《信托公司证券投资信托业务操作指引》，该指引为 2009 年 1 月发布。指引发布日期较早，近几年来大资管行业变化剧烈，标准化金融产品发展迅速（结构化产品、标准化金融产品丰富、金融衍生品以及海外投资的发展等），旧的指引已经很难适应新的业务发展要求。近两年来，证监会已经针对券商资管业务和私募基金制定了相关业务规则和指引，可以给予制定标品信托业务指引一定的借鉴。并且，第五次全国金融工作会议对未来金融工作提出了“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”的总体要求，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》已经出台，在大资管统一监管框架下，随着标品信托概念的提出并成为一个独立的信托业务种类，建议监管部门修订并出台专门针对标品信托业务的操作指引，对标品信托的展业提出系统性的指引和要求，更有利于标品信托业务的健康、可持续发展。

（四）进一步扩大标品信托的投资标的范围

随着我国金融市场和业务创新的变化，公开交易场所的基础设施进一步完善，境内外互联互通机制快速发展，除了当前比较成熟的银行间市场、全国性证券交易场所

市场外，未来中国信托登记有限责任公司等其他相关交易场所发行的金融产品也应该纳入到公开市场发行的标准化产品范围中来。除此之外，银登中心、保交所、新三板市场、机构间私募产品报价与服务系统、大型地方金融交易所等新型交易平台在快速发展，我国金融市场与境外互联互通机制也在不断完善，建议监管部门进一步扩大标品的范畴，由此可以进一步丰富标品信托的投资标的范围，充分发挥信托灵活的制度优势，创设更多类型的标品信托产品，更好地满足投资者需求，促进标品信托业务的发展。

（五）在税收等方面给予标品信托政策优惠

信托行业目前发展标品信托仍以事务管理类为主，主动管理的规模和能力尚不够强大，核心竞争力较弱，商业模式不够清晰。在大资管混业经营的环境下，信托在标品领域与券商、公募和私募基金直接竞争，后发劣势明显，压力较大，同时还面临着差异化的政策待遇。如当前信托基金化产品在分配利润的时候仍需要代机构客户缴纳所得税，而公募基金则可以免除此类的税收；信托公司目前在标品信托产品方面仍需要缴纳信托业保障基金，而其他资管产品则不需要缴纳类似的基金。再如，信托行业有一些公司目前债券和股票管理能力也较强，风险措施严格，但是很少进入银行委外的“白名单”之内，建议监管部门出台鼓励政策，推动更多银行将信托公司纳入资产委托管理的管理人，进入“白名单”，助力标品信托业务发展。总体来说，希望监管部门在统一的大资管监管框架下，对于信托公司发展标品信托业务给予一定的税收和保障基金缴纳等方面的鼓励、扶持和政策优惠。

参考文献

［1］高海红．投资组合业绩评价理论综述［J］．世界经济，2003（3）．

［2］刘潇．资产需要合理配比［N］．上海证券报，2008.

［3］卢雄鹰．资产配置中的投资时钟模型［J］．上海金融，2010（1）．

［4］盛伟华．基于长波经济周期的战略资产配置及实证分析［J］．金融与经济，2010（6）．

［5］中国信托业协会．中国信托业发展报告（2016—2017）［M］．北京：中国金融出版社，2016.

［6］Brinson G.，L. Randolph H.，Gilbert L. B.：Determinants of Portfolio Performance，Financial Analysts Journal，July－August，1986.

［7］中国银监会．信托公司集合信托计划管理办法 . 2007.

［8］中国银监会．信托公司证券投资信托业务操作指引 . 2009.

［9］中国证监会．证券公司客户资产管理业务管理办法 . 2013.

［10］中国证监会．私募基金管理人登记和基金备案办法 . 2014.

［11］中国证监会．公开募集证券投资基金运作管理办法 . 2014.

［12］中国证监会．私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）. 2017.

［13］中国人民银行．关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（内审稿）. 2017.



运用信托制度　维护金融安全

课题牵头单位：国投泰康信托有限公司

课题指导专家：陈　赤

课题组成员：

和晋予　沈苗妙　林　寅　刘书真　　国投泰康信托有限公司

周　萍　周　工　　中信信托有限责任公司

摘　要

党的十八大以来，我国金融改革发展取得新的重大成就，金融形势良好，金融风险可控。同时，在国际、国内经济下行压力等因素综合影响下，我国金融发展面临不少风险和挑战：金融结构不够合理，金融风险高度积聚；金融业杠杆高企，资金流动脱实向虚；地方政府债务膨胀，国有企业负债率依旧在高位；资产价格泡沫膨胀，资本市场波动加剧；监管体系结构失衡，金融监管存在空白。因此，维护金融安全，提高金融业竞争能力、抗风险能力、可持续发展能力，坚决守住不发生系统性金融风险底线，是当前面临的重要课题。

信托制度起源于英国，但在我国应用广泛、发展迅速。2001 年我国《信托法》正式颁布实施，随后在“一法两规”的发展框架下，信托业保持了持续快速健康发展的势头，受托管理资产规模已经突破 23 万亿元，在国民经济和金融市场运行中起到至关重要的作用，并且在防范金融风险、维护金融安全方面作出了突出贡献。

本课题首先从金融安全的理论综述出发，对金融安全的内涵、特征和主要框架进行了探讨，同时从理论层面分析了信托在促进金融安全方面的优势作用。第二，课题对我国金融安全问题的具体表现和深层原因进行了探析，主要是为了找到影响我国金融安全的主要因素——“四个失衡”。第三，从信托业发展的实际成绩出发，在五个方面厘清了信托业的发展对金融安全的促进作用，不仅针对我国金融安全的具体问题，而且从深层次原因上，信托业的发展也对解决经济失衡、维护金融安全具有显著作用。最后，对促进信托制度运用和信托业发展、更好地维护金融安全角度，提出若干政策建议。

金融安全是一个内容非常丰富、逻辑非常复杂的问题。对照本文题目“运用信托制度、维护金融安全”，课题组认为，不论是从信托制度还是从信托制度在中国的主要运用——即信托业的发展来看，尽管信托难以解决全部金融安全问题，但是，信托业的发展已经为维护金融安全起到明显积极作用。随着信托制度的不断完善和信托业的转型升级，未来信托还将为维护我国金融安全作出更大贡献。

关键词：金融安全　信托制度

目　录

一、导论：基本概念与理论综述 …… 425
（一）金融安全问题的提出 …… 425
（二）金融安全的研究综述 …… 427
（三）金融安全的内涵与框架 …… 428
（四）信托制度对维护金融安全的固有优势 …… 431
二、现阶段中国金融安全的主要问题及深层因素 …… 433
（一）中国金融安全的主要问题 …… 433
（二）影响中国金融安全的深层次因素 …… 439
三、信托在维护金融安全中发挥的重要作用 …… 443
（一）服务实体经济，夯实金融安全基础 …… 443
（二）发展直接融资，完善金融市场结构 …… 447
（三）开展资产管理，优化金融资源配置 …… 449
（四）引领尽职标准，推动资管业务监管 …… 451
（五）参与风险处置，化解金融安全隐患 …… 453
四、运用信托制度、维护金融安全的重点措施建议 …… 456
（一）创新模式、完善制度，深入支持实体经济 …… 456
（二）以信托关系为核心，统一资管行业监管要求 …… 457
（三）以信托计划为载体，规范开展资产证券化业务 …… 457
（四）建立信托财产登记体系，体现信托财产独立性 …… 458
（五）推动信托流通平台建设，建立风险分散和分担机制 …… 458
参考文献 …… 459

一、导论：基本概念与理论综述

（一）金融安全问题的提出

1. 金融安全已成为关系国家安全的重要战略问题

2017 年 4 月 25 日，中共中央政治局就维护国家金融安全进行集体学习，“维护金融安全”首次被提高到了治国理政的新高度。习近平总书记强调，金融安全是国家安全的重要组成部分，是经济平稳健康发展的重要基础。维护金融安全，是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事。必须充分认识金融在经济发展和社会生活中的重要地位和作用，切实把维护金融安全作为治国理政的一件大事，扎扎实实把金融工作做好。会上，习近平总书记就维护金融安全提出六项任务，包括深化金融改革、加强金融监管、采取措施处置风险点、为实体经济发展创造良好金融环境、提高领导干部金融工作能力、加强党对金融工作的领导。

2017 年 7 月 14 日至 15 日，习近平总书记在第五次全国金融工作会议上发表重要讲话。他强调，金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措。防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。

中国信托业经历 30 余年的改革与发展，发展基础逐步夯实。信托公司充分发挥信托的制度优势，主动回归业务本源，逐步形成了独特的优势，各项业务获得了长足的发展，行业规模逐步扩大，服务质效逐步提高，风控能力逐步增强，截至 2017 年第二季度，全行业管理的信托资产余额已突破 23 万亿元，成为我国金融体系中不可或缺的重要一员，成为服务实体经济的重要力量，成为国民财富创造的重要途径。特别是十八大以来，随着供给侧结构性改革的持续深入，信托业不断增强政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识，全面贯彻中央精神，为促进我国经济平稳健康发展贡献力量。但同时也要看到，在新的历史条件下，党中央对金融安全提出了新要求，经济和金融形势的发展对金融安全提出了新课题。作为金融行业的重要一员，如何运用信托制度优势，发挥行业合力，服务实体经济，维护金融安全，成了信托业乃至整个金融业都必须关注、深入研究的重要课题。

2. 信托业已成为金融体系中举足轻重的组成部分

经过30余年的发展，信托业发挥制度优势，取得了长足的发展。全国68家信托公司广泛分布在28个省、自治区和直辖市，业务区域范围遍布全国。近年来，信托业保持了持续快速健康的发展势头，信托行业管理规模不断攀升，截至2017年第二季度末管理资产规模突破23万亿元，管理资产规模仅次于商业银行理财业务。2016年信托业向投资者分配的信托利益合计7587亿元，满足了广大投资者的资产管理需求。

在管理规模不断增长的同时，信托业稳中求进，信托结构不断优化，同业合作更加深入。从资金来源来看，信托业不断回归本源，提高主动管理能力，集合资金信托和财产权信托规模占比加速上升；从信托功能来看，信托公司事务管理类、投资类和融资类信托占比不断趋于均衡。从资产配置来看，金融机构成为信托资金第二大配置领域，信托资金通过信托产品投资于其他金融机构发行的金融产品的数量不断增多。信托发挥资产管理、受托服务、交易撮合等功能，与银行、证券、保险、基金等金融机构紧密合作，共同服务于实体经济和国家重大战略，推出产业基金信托、债转股信托等丰富业务品种。信托已成为我国金融体系中举足轻重的组成部分。

3. 信托业发展与国家金融安全息息相关

随着信托业发展壮大，信托业与国家金融安全关系越发紧密。信托贷款已成为社会融资的重要渠道。在社会融资规模中，信托贷款增长速度显著。从增量看，2017年前三季度信托贷款增加1.79万亿元，同比多增1.31万亿元。新增信托贷款占比11.4%，同比提高7.8个百分点。从存量看，2017年9月末信托贷款余额为8.06万亿元，同比增长35.9%，占同期存量社会融资规模比重的4.71%。信托贷款是信托公司支持实体经济的重要指标，信托贷款高速增长，在金融去杠杆的环境下发挥了重要的缓冲作用。

信托业大力支持经济增长的重要领域。2016—2017年，宏观经济缓中趋稳，“三去一降一补”政策效果明显。信托业不断深化落实供给侧结构性改革，以提升实体经济发展的质量和效益为中心，大力支持实体经济发展。截至2017年第三季度末，基础产业信托余额达到3.10万亿元，房地产信托余额达到1.77万亿元，工商企业信托余额达到5.15万亿元。信托对经济增长重要领域的支持，不仅促进了实体经济发展，同时缓解了投融资矛盾加剧，防范了短期内风险积聚。

信托业敏锐捕捉到经济增长动力切换。信托业顺应我国经济结构调整、产业转型

升级的大趋势，按照有利于提高服务实体经济的效率、有利于降低金融风险、有利于保护投资者合法权益的总原则，发挥行业资源禀赋优势，主动创新适应市场需求的业务和产品，有效搭建资金市场和实业市场的桥梁。由扩大内需到供给侧改革的经济重心转换过程中，信托业积极响应发展债转股、投贷联动等业务；由经济的高速增长向高质量增长过程中，绿色信托、新能源等新兴产业信托应运而生；由投资拉动向消费拉动的过程中，消费信托、互联网信托成为信托公司的重要布局领域。

信托业日渐成为我国金融体系不可或缺的重要一员。在我国金融安全问题重要性日益突出的时代背景下，运用信托制度，维护金融安全，成为当下信托业面临的重要课题。

（二）金融安全的研究综述

1. 国外金融安全研究综述

国外学者在研究金融安全问题时，通常结合了金融危机这一背景，更多采用了“金融稳定”的概念。20 世纪 90 年代初，瑞典等少数国家提出了“金融稳定”的概念，然而，国际上至今仍无关于金融稳定一致的判断与理解。根据西方学者的研究，他们偏向于从“金融不稳定”“金融脆弱”及“金融危机”等方面分析金融稳定。金融稳定的内涵或定义大体上可分为两类：第一类用金融稳定的具体特征来直接描述其内涵；第二类则用金融稳定时不应有的特征来间接描述其内涵。

大部分国家的中央银行及一些学者采用第一类方法对金融稳定的概念进行界定。如欧洲中央银行行长 Duisenberg（2001）认为，金融稳定是指构成金融体系的主要要素都能平稳地运行，亦即“金融稳定是指这样一种金融环境：在这种环境中，金融中介、金融市场以及市场基础设施均处于良好状态，面对各种冲击，都不会降低储蓄向投资转化的资源配置效率”。欧洲中央银行执行委员会委员 Padoa – Schioppa（2004）认为，金融稳定是指一种状态，即金融体系能够承受冲击且不会在经济中造成支付程序和储蓄转向投资过程的累积性损害。国际货币基金组织研究员 Houben et al.（2004）认为，在金融稳定状态下，金融体系应具有如下功能：一是在各种经济活动中能有效地分配资源；二是评估和管理金融风险；三是承受各种冲击。

关于维护金融稳定的政策工具的研究始终备受关注。欧洲经济学家 Sander Oosterloo 和 Jakob de Haan（2004）认为，中央银行维护金融稳定的政策工具可大体划分为两大类：一是预防性政策工具，分为宏观审慎工具（包括稳健的监管框架、银行监管措施的有效执行和早期的预警体系等）和微观审慎工具（包括金融机构头寸和资本

充足的定期比较分析、流动性状况及风险的监测、内控系统的检查、对全球金融形势和银行业务的外生决定因素的敏感性分析等）两类；二是应对性政策工具，包括吸收私人机构参与解决危机、流动性支持、公共干预手段（如存款保险）、歇业等。

2. 国内金融安全研究综述

1997 年亚洲金融危机爆发，我国学者开始研究金融安全问题。但就目前而言，关于何为金融安全，学术界并无完全一致的定义。

王元龙（1998）认为，从货币资金融通安全的角度定义金融安全能够把握金融的实质，因此金融安全可等视为货币资金融通安全。由该定义可知，以信托等方式进行投融资的行为同样属于金融安全范畴。梁勇（1999）结合了国际关系学与经济学的分析视角，认为金融安全可从两个维度进行把握，一是为金融体系基本保持正常运行和发展的状态；二是维护该状态的能力，尤其在受到国内外冲击时，本国金融与经济受损程度较低，未发生诸如金融财富过量流失、金融制度受损及金融体系坍塌等情况。也有学者从金融不安全角度定义金融安全，如郑汉通（1999）指出，金融安全的对立面是金融不安全，即一国在面对各类金融危机及风险时，不具备抵抗能力，导致国内金融体系难以正常运转，金融利益受到侵犯。

金融安全的含义随着金融的发展而不断发展，王元龙（2004）通过再次剖析金融安全，认为金融安全是指达到金融体系维持正常运行与发展的状态，能够抵御来自国内外的各种威胁，金融主权、金融体系等不受侵害。由此可见，金融安全存在状态属性，即能够在一段时间内维持正常发展。随着金融风险与危机事件频发，有学者从金融风险与危机角度研究金融安全，张亦春（2002）、刘锡良（2004）认为，金融安全是相对于金融风险与危机的特定状态。为揭示金融安全与金融危机之间的内在关系，金融安全特指在上述状态下，金融风险位于金融危机的临界值以下。

（三）金融安全的内涵与框架

1. 金融安全的内涵特征

区别于一般金融市场风险、个别金融机构风险，金融安全事关防范国家层面的系统性金融风险，金融安全关系国家经济社会发展全局。结合上述国内外研究成果，可以看出金融安全具有以下四个主要特征：

（1）全局性。一般性的金融风险包括金融市场风险和金融机构风险，如证券价格波动、企业贷款违约、个别金融机构不健康甚至关闭破产等，属于个别金融风险，不会引发市场连锁反应。而事关金融安全的系统性金融风险则有导致金融危机的可

能，会在市场上引发剧烈的连锁反应，使经济和就业遭受重大冲击。防范系统性金融风险，维护金融安全，尽管各个国家的国情不同，风险点也不一样，但也有共同的要求，包括防止恶性通货膨胀所造成的风险，防止资产价格剧烈调整所导致的风险，防止金融机构大面积不健康的风险，防止顺周期中矛盾积累带来市场剧烈调整的风险等。就目前我国而言，股市汇市的剧烈波动、国际资本的做市套利、资金大规模外流、不良资产大面积爆发、金融杠杆过大、金融市场交叉产品风险等，是威胁国家金融安全的系统性风险的重要表现。

（2）动态性。金融安全是一个动态、不断发展的概念，其标准和内涵随着经济金融的发展而发生相应的改变，并非是一成不变而固化的金融运行状态。健康的金融机构、稳定的金融市场、充分的监管框架和高效的支付清算体系的内部及其相互之间会进行策略、结构和机制等方面的调整及其互动博弈，形成一种调节和控制系统性金融风险的整体的流动性制度架构，以适应不断发展变化的金融形势。

（3）效益性。金融安全不是静止的、欠缺福利改进的运行状态，而是增进效益下的稳定。一国金融体系的安全，要着眼于促进储蓄向投资转化效率的提升，改进和完善资源在全社会范围内的优化配置。建立在效率不断提升、资源优化配置和抵御风险能力增强等基础上的金融安全，有助于构建具有可持续性、较强竞争力和良好经济效益的金融体系。

（4）综合性。金融安全作为金融运行的一种状态，需要采取不同的政策措施及方式（包括货币政策和金融监管的手段等）作用或影响金融机构、市场和实体经济才能实现，从而在客观上要求对金融安全实施的手段或政策工具兼具综合性的整体考量。作为金融机构的“最后贷款人”和支付清算体系的提供者和维护者，中央银行应立足于维护整个宏观金融体系的稳定，在密切关注银行业运行态势的同时，将信托、证券、保险等领域的动态及风险纳入视野，重视关键性金融机构及市场的运营状况，注意监测和防范金融风险的跨市场、跨机构乃至跨国境的传递，及时采取有力措施处置可能酿成全局性、系统性风险的不良金融机构，保持金融系统的整体稳定。

2. 我国金融安全的主要框架

2017 年中央经济工作会议指出，2017 年是供给侧结构性改革的深化之年。在供给侧结构性改革的持续深入，我国经济转型升级不断推进的环境下，我国金融安全的核心要求就是防范发生系统性的金融风险。维护金融安全，就要守住不发生系统性金融风险底线，防范一般金融风险演化为金融危机，引发剧烈连锁反应，使经济和就业

遭受重大冲击。金融安全的制度框架应当包括市场主体、市场结构与秩序、金融调控与监管、金融风险处置与保障等方面。

（1）市场主体。我国已明确要建立资本充足、内控严密、运营安全、服务和效益良好的现代金融企业。从主体来看，我国的金融企业包括商业银行、信托公司、证券公司、保险公司、基金公司、财务公司、金融租赁公司等。但目前我国的金融机构仍然存在着产权主体虚置、公司治理欠缺、不良资产偏高、经营效率低下等问题，成为阻碍金融业快速发展的“痼疾”。构筑良好的资本结构、完善的公司治理等制度架构至关重要，特别是要建立多重的股权约束机制，形成有效的激励、监督机制，解决好权责对称问题。

（2）市场结构和秩序。我国金融业存在着直接融资和间接融资、债券市场和股票市场、银行间市场和交易所市场、流通股和非流通股等结构不均衡以及金融秩序不规范的情况，使金融业隐含内在不稳定性，极易产生较大的金融波动，进而通过市场间的关联和互动，扩展到整个金融体系，最终酿成金融危机。因此，要逐步建立资本市场与货币市场的良性互动机制，加强深层次的银行与其他金融业态的合作，构建直接金融和间接金融协调发展的制度平台。

（3）金融调控与监管。我国的金融调控与监管是以“一行三会”为主体，分业经营、分业监管。中央银行对国家金融体系的总体稳定负责，财政部和监管部门也承担一定的责任。在“一行三会”的实际监管中，需要构建协调宏观金融稳定与微观审慎监管的制度架构，增强中央银行的前瞻性宏观分析能力，提高监管部门的监管水准；同时要加强协商沟通，建立健全各部门之间防范跨市场、跨系统金融风险的信息共享机制。在货币政策的有效性方面，需要运用适宜的货币政策工具稳定金融体系，包括短期利率、公开市场操作、窗口指导等。

（4）风险处置与支持保障。按照依法合规、适度有限、权责对称等原则，构筑一整套较为完善的制度架构有效处置金融风险，最大程度降低损失。建立处置金融风险的长效应急机制和体系，明确组织结构、决策部署和执行实施，预备多套风险预案；严格掌握标准，认真履行好最后贷款人的职能，明确提供流动性支持的规则“界限”，切实防范道德风险；完善金融机构市场退出的法律框架，探索建立良好的金融机构破产制度，改善对存在风险的金融机构施行救助的手段和措施；会同监管部门尝试对金融机构进行风险类别划分，逐步确立分类指导、有效监督和及时处置的制度架构。

（四）信托制度对维护金融安全的固有优势

信托制度起源于英国，内涵丰富，应用广泛。2001 年我国《信托法》实施以来，信托业发展迅速，截至 2017 年第二季度受托管理资产规模已经突破 23 万亿元，在国民经济和金融市场运行中起到举足轻重的作用。发挥信托制度固有优势，拓展信托制度应用功能，能够有效防范金融风险，维护金融安全。

1. 作为法律基础，完善监管体系

我国信托业运行具有完善的法律体系。《信托法》是全面调整信托活动的基本法，适用于自然人、法人和其他组织等各种法律主体进行的信托活动，适用于民事信托、商事信托和公益信托等各类信托行为。银监会成立之后，全面总结了信托公司的发展特点和规律，陆续颁布了《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《信托公司净资本管理办法》，建立起了一整套适合信托业发展的监管体系框架。为适应信托业快速发展的需要，引领信托业科学转型，银监会成立信托监管部，进一步强化信托监管专业化水平。近年来，信托业各项监管规章制度日趋完善，以风险为本的监管方式和监管工具不断丰富，监管工作的科学化、专业化、精细化水平有效增强，为维护国家金融安全建立了制度保障。

信托关系不只存在于信托产品中，而是普遍存在于多重形态的资产管理业务中，大部分资产管理均是运用了信托原理开展业务，是基于信誉基础上的受托责任体现。这些资产管理机构包括作为“信托专营机构”的证券投资基金；作为“信托兼营机构”的基金或信托账户托管银行、特定目的信托的受托机构、企业年金受托人以及慈善信托的受托人慈善组织；以及开展人民币理财、外汇理财的商业银行，进行保险资产管理的保险公司，通过子公司开展资管业务或发行集合资产管理计划的证券公司以及进行专户管理的基金公司等泛资产管理机构。目前，《信托法》作为全面规范信托活动的基本法，信托公司作为“信托综合机构”，信托业建立的科学监管体系，这三方面为不同形态的资产管理业务监管提供了监管基础和样本，有利于建立健全维护国家金融安全的监管体系。

2. 发挥隔离功能，缓释金融风险

“破产隔离”是信托制度特有的制度功能。信托一旦有效设立，信托财产即从委托人、受托人以及受益人的自有财产中分离出来，成为一项独立运作的财产。从委托人的角度看，委托人一旦将财产交付信托，即丧失其对该财产的权利，不再属于自有财产。从受托人的角度看，受托人虽然取得了信托财产的权利，但仅仅是形式上的、

名义上的权利。信托财产在实质上不属于受托人的自有财产。信托财产也与受托人管理的其他财产相独立。

由于信托财产具有独立性，委托人、受托人的债权人都无法主张以信托财产偿债。在信托期内能够对抗第三方的诉讼，从而使信托制度具有了其他经济制度所不具备的风险规避作用。如在资产证券化业务中，利用信托的破产隔离机制可以防范原始资产权益人对证券化资产所带来的风险。破产隔离是风险隔离的一种较强形式，将基础资产原始所有人的破产风险与信托产品隔离开来，原始权益人的债务不再与信托产品的资产及其收益混同，从而使信托产品远离发起机构的破产风险。因此，发挥信托制度的破产隔离功能，降低金融机构和企业杠杆，开展不良资产处置，有助于防范和化解重点领域风险，为维护金融安全提供风险处置手段。

3. 明确受托责任，规范金融秩序

信托制度被广泛应用于进行财产管理。“受人之托、代人理财”是信托业的基本功能。信托机构受托开展财产管理服务具有以下特征：①管理内容上具有广泛性，一切财产，包括无形资产、有形资产均可设立信托，自然人、法人、其他依法成立的组织、国家都可以作为委托人。②管理目的具有特定性，最终目标是为了受益人的利益。③管理行为具有责任性，当信托财产发生损失时，只要符合信托合同规定，受托人不承担责任；如违反规定的受托人的重大过失导致的损失，受托人有赔偿责任。④管理方法具有限制性，受托人管理处分信托财产，只能根据信托文件的约定，按照委托人的意愿对信托财产进行管理、处分；不能按自己需要随意利用信托财产。

信托公司担任受托人开展受托服务要履行尽责义务。《信托法》规定，受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。实践操作中，信托公司切实履行受托人职责，从产品设计、尽职调查、风险管控、产品营销、后续管理、信息披露和风险处置等环节入手，全方位、全过程、动态化加强尽职管理，做到勤勉尽责，降低合规、法律及操作风险。信托公司坚持合格投资人标准，把合适的产品卖给适合的对象，明确风险责任，做到“卖者尽责、买者自负”，有助于打破刚性兑付，形成规范的金融秩序，维护金融安全与稳定。

4. 服务实体经济，优化金融结构

融资功能是信托制度重要的应用功能。首先，委托人交付受托人管理的信托财产中有很大部分是货币资金，受托机构在将货币资金用于投资、贷款或者购买股票、债券等有价证券时就发挥了融资的职能。其次，从信托的期限来看，信托存续具有连续

性，信托一旦设立，不因委托人、受托人的死亡、解散、破产、辞任、被解任或者其他情形终止而终止，具有一定的稳定性和长期性，因此利用信托方式可以形成长期资金。因此，信托公司利用信托制度的上述特点，灵活创设各种形式信托产品，吸收社会上的闲散资金，满足企业多样化的融资需求，为产业发展和经济增长提供了重要的资金来源。

信托积极开展融资服务创新，发挥信托制度直接融资工具功能。信托公司以股权、股债结合等方式为企业提供股权融资服务，微观层面上可以促使企业总体负债率的下降，实现微观层面的“降杠杆”目标，助力企业降低融资成本；在宏观层面上，则助力发展直接融资，改善金融结构，增强金融体系的内在稳定性。

5. 开展财富管理，提高金融效率

信托还发挥着重要的投资功能。现代信托的一个重要发展动向就是信托的积极化，即受托人在财产管理中承担起越来越主动的职责，其主要的表现就是信托与投资日益紧密结合，积极开展资产管理和财富管理业务。信托机构和以投资为目的的信托本身已经成为资本市场上重要的机构投资者，用于投资的信托品种类型也十分丰富。从投资领域看，有基础产业信托、房地产信托、工商企业信托，有用于不动产投资的“不动产投资信托”，有用于证券投资的“证券投资信托”，还有投资于艺术品、黄金、红酒等另类投资的信托产品。信托公司以投资的方式积极管理、运用信托计划财产，开展资产管理和财富管理业务，促进了私人部门的储蓄转化为投资和企业生产资金，提高了储蓄转化为投资的效率，不仅增强货币政策传导有效性，也促进金融与实体经济的良性互动，促进金融安全与稳定。

二、现阶段中国金融安全的主要问题及深层因素

（一）中国金融安全的主要问题

在过去顺周期下，我国货币超发、债务膨胀，大幅推升了资产价格。而随着经济增长进入增速放缓的新常态，资产价格会不会出现“明斯基时刻”的剧烈调整，会不会发生系统性金融风险，我国金融安全问题成为焦点。现阶段我国金融安全面临的主要问题包括银行不良等金融风险逐步积聚、资金流动脱实向虚、房地产等资产价格泡沫膨胀、股市、债市剧烈波动等市场异动风险、国际金融危机外溢性引发的国际风险及金融监管缺位伴随的监管风险。图 1 揭示了我国金融安全的主要问题及形成过程。

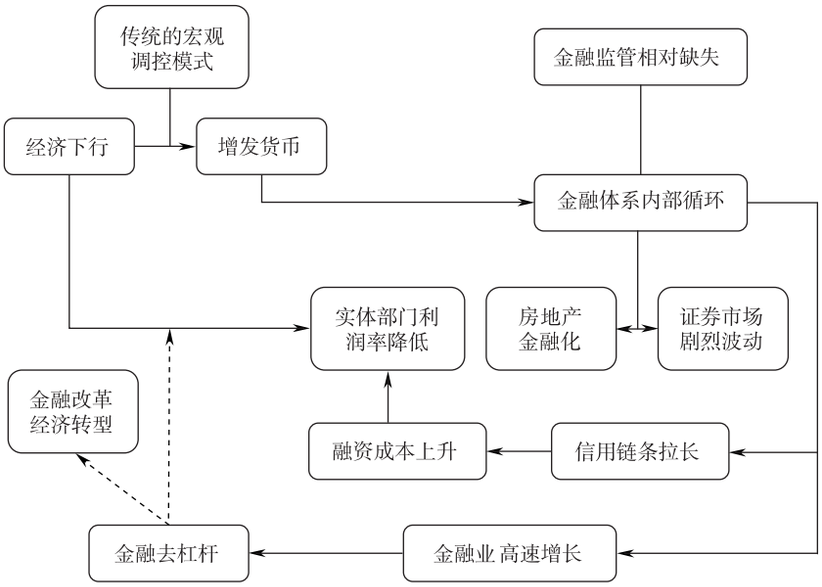


图 1　我国金融业高增长的起点与过程

1. 银行不良不断攀升，金融风险高度积聚

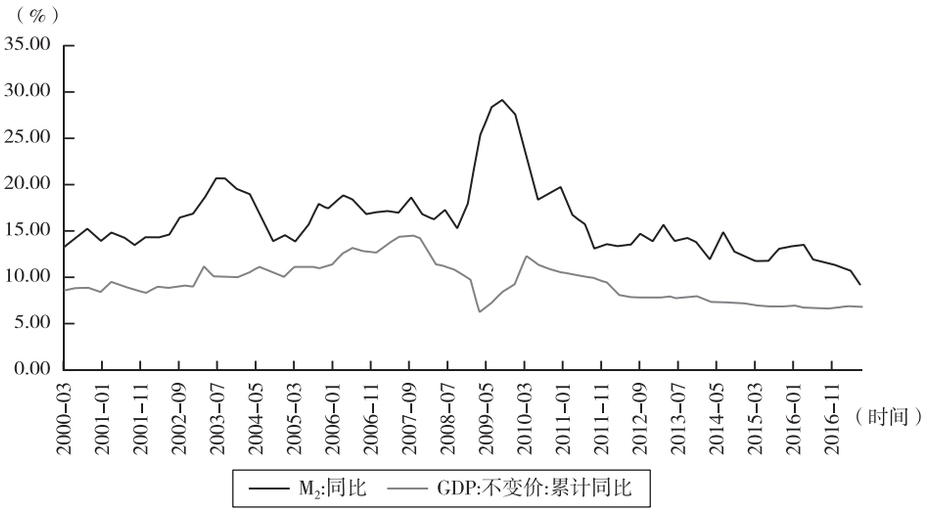
商业银行在市场经济中发挥重要的杠杆作用，直接参与市场经济活动，是货币政策也是货币流通的重要媒介。我国金融结构中，银行业居于绝对主导地位。截至2017 年上半年，银行业金融机构资产总额 243. 2 万亿元，占整个金融业的 90% 以上。然而近年来，受国内经济增长放缓及结构调整等因素影响，银行业信用风险高度积聚，不良贷款余额和不良率“双升”，存在发生区域性风险隐患。

截至 2017 年上半年，商业银行不良贷款余额 1. 64 万元，在此之前出现了 2012 年第一季度至 2017 年第一季度连续 20 个季度的上涨。商业银行不良贷款率则达到了 1. 74% 。特别是在中小企业密集、外向型程度较高的长三角等地区，不良贷款呈加快增长态势。一是产能过剩行业不良率上升。钢铁、光伏、船舶等产能过剩矛盾比较突出的行业，普遍出现企业经营困难、亏损面持续扩大等问题，不良贷款增加较多；采矿业、制造业不良率在 2016 年底分别达到 3. 57% 和 3. 85% 。二是地方政府偿债压力巨大，随着中国经济增速下行压力的不断加大，地方政府财政收入增速下降，地方政府经营性收入也减少，导致地方政府融资平台偿债压力增加。三是房地产市场出现分化，一线城市量缩价涨，部分二三线城市商品房积压严重，有的四线城市商品房价格下行，许多房地产开发企业资金链趋紧，信用风险有所上升。

2. 资金流动脱实向虚，金融功能发挥失效

受经济下行、实体经济投资回报率走低和房地产价格上涨过快等影响，实体经济和金融运行越来越不协调。2014 年 7 月，政府首次提到“脱实向虚”，提出要促进“脱实向虚”信贷资金归位。在宏观层面，资金“脱实向虚”主要表现为“三个背离”，即货币与经济运行背离、金融增长与投资效率背离，企业收入与主营业务背离。

一是货币增速较快，而经济增长不断减速且下行压力不减。近年来 M_2 增速较快，尤其是 2009 年以来上升更加迅速，达到 27.7%，M_2 增速与 GDP 增速之差扩大。2012 年以来这一差值呈上升趋势。这也带动了 M_2/GDP 的快速上升，2015 年末达到 203%，显著高于 2005—2014 年 170% 的均值，更远远高于美国（69%）、日本（185%）、韩国（144%）。这表明货币信贷的快速增长并没有带来经济的同步增长。值得注意的是，2016—2017 年以来资金“脱实向虚”程度略有缓解，M_2 增速与 GDP 增速之差从 2015 年年末的 5% 下降至 2017 年上半年的 3%。

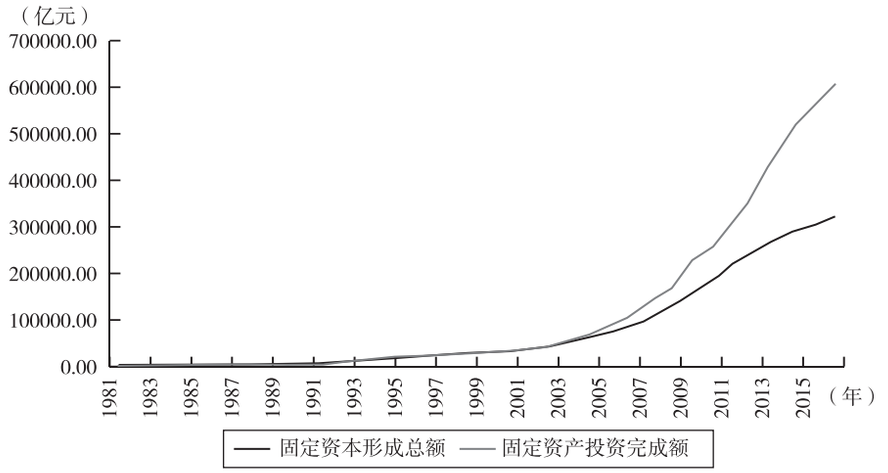


资料来源：根据 Wind 数据整理。

图 2　M_2 与 GDP 增速对比

二是金融资产总量不断膨胀，投资效率不升反降。近年来我国金融市场快速发展，2016 年末银行、信托、证券、保险等金融业总资产达到 247 万亿元，增长 16%，比 2011 年增长了一倍多；互联网金融规模增长迅速，截至 2017 年 5 月底，P2P 贷款余额达到 1.094 万亿元，同比增长 106%。而我国投资效率不升反降，2015 年全国工业企业利润同比下降，2016 年在供给侧改革去杠杆的政策推动下，提升到 8.26%，但也远远低于金融业增长速度。金融市场的发展并没有带动资本产出效率的上升，金

融功能的传导渠道和作用发挥受到了堵塞。



资料来源：根据 Wind 数据整理。

图 3　固定资本形成与固定资产投资对比

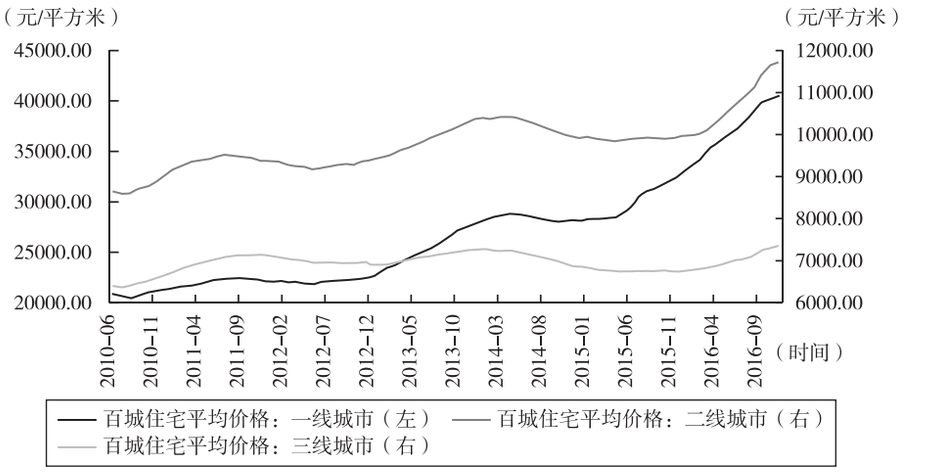
三是上市企业收入更多依赖于金融投资等非主营业务收入。2008 年以来，全部上市非金融企业的经营活动净收益占利润总额平均值呈现持续下降态势，由 2005 年最高点的 98% 下降至 2015 年的 80.7%，上市公司非金融企业收入更多依赖于金融投资等非主营业务收入。一些家电、服装等制造业企业纷纷进入房地产业。实体经济回报率走低，对资金的吸附能力较低，而金融监管相对滞后，新兴金融业态快速发展，致使资金“脱实向虚”加大了虚拟经济与实体经济的背离。

3. 资产价格泡沫膨胀，金融稳定受到威胁

受家庭、企业与政府信用过度扩张的影响，大量资金并未进入实体经济，而是涌入不同资产领域，推动其价格快速上升。其中房地产资产价格泡沫问题最为突出。2016 年以来居民大幅加杠杆买房，房贷占信贷的比重已接近 50%，一线城市和部分二线城市房地产价格飙涨，进一步推升房地产价格泡沫。2016 年末，中国百城住宅平均价格为 13035 元/平方米，同比上涨 18.71%。而 2016 年 CPI 仅上涨 2%。房价收入比更是远超国际水平。按照国际惯例，一般房价收入比 3～6 倍为合理区间，而我国北京、上海、深圳、厦门等城市的房价收入比已突破 20。

房地产资产价格上涨很大一部分因素来自于货币推动，在房价将持续上涨的一致预期下，房子具备了投资保值的金融属性。但当市场对资产价格持续上涨的乐观预期不断减弱，转向悲观预期的倾向明显增强，资产泡沫破裂概率将显著提高，造成房地

产价格波动加剧，威胁金融稳定。



资料来源：根据 Wind 数据整理。

图 4　房地产价格波动情况

4. 资本市场波动加剧，杠杆牛市不可持续

由金融杠杆推高的资产价格，带有自我强化的正反馈和去杠杆时的负反馈，会伴随着金融杠杆的快速回落导致价格大幅下跌。2015 年下半年股票市场大幅调整，2016 年底至 2017 年初债券市场的大调整，都是各自市场因去杠杆引发的资产价格大幅变动。

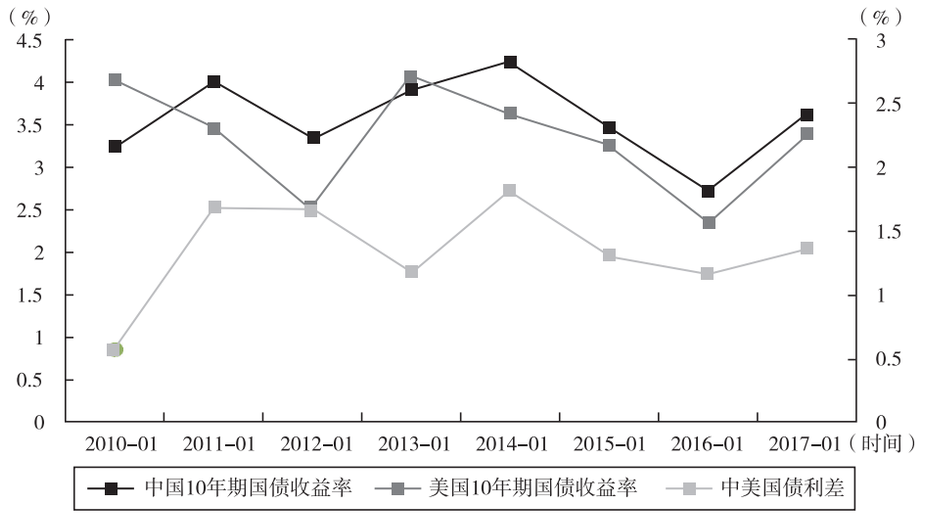
2014 年，A 股在场内融资融券、场外股票配资的推动下开始得以迅速提升。从 2015 年年初 3200 点左右到 6 月中旬高点 5173 点，短短半年时间内上证指数上涨了 60%，创业板指数上涨了 174%，沪深两市交易量从年初 7000 亿 ~ 8000 亿元快速上涨到 2 万亿元以上。2016 年 6 月，在市场短期资金压力过大、流动性趋紧、投资者情绪紧张等因素的共同作用下，引发市场急速下跌。6 月 15 日至 7 月 3 日，短短 20 天，股指下跌幅度为 30. 4%，市场陷入“暴跌→高杠杆账户被平仓→卖出压力增大→股价进一步下跌……”的恶性循环当中。

与股市异常波动相比，债市去杠杆带来的波动较为温和。2016 年上半年，部分机构大举加杠杆买债，债券市场如火如荼。10 年期国债收益率一度向下突破 2. 7%，国开债收益率也一度降至 3% 边缘。2016 年 10 月下旬以来，随着对资金面收紧的担忧以及证监会下调利率债、信用债杠杆上限的举措，债市出现数次恐慌性下调，10 年期国债收益率一度突破 3. 6%，债市杠杆的重要指标——银行间债券质押式回购成交额也在短期急速下降。

5. 国际风险传递明显，可能造成金融动荡

随着金融全球化的发展，各国金融市场联系程度提高，国际金融市场风险趋于复杂化，在当前“四高”（即高杠杆、高资产价格、高市场波动以及高风险）的国际金融形势下，国际风险传递明显。习近平总书记在2017年4月关于“做好金融工作，维护金融安全”的讲话中提到，金融危机外溢性凸显，国际金融风险点仍较多，例如：一些国家的货币政策和财政政策调整形成的风险外溢效应，可能对我国金融安全形成外部冲击。

随着美国经济的复苏，美联储2015—2017年分别启动一次加息，并从2017年10月起正式启动缩表计划。同时，欧元区量化宽松政策或面临调整，发达经济体不断推进货币政策正常化，全球货币流动性出现拐点。对我国金融体系稳定造成的影响有二：一是美债收益率提升，驱动资本外流，可能会造成资产价格和金融市场出现动荡，流动性风险加剧；二是被动加息，使得我国利率下行空间受到制约，进一步提高实体经济融资成本。



资料来源：根据Wind数据整理。

图5　中美10年期国债收益率与利差

6. 金融机构混业增强，监管难度持续提高

在金融业不断发展过程中，不同类型的机构相互渗透，混业合作的密切程度远远超出过往。在分业监管的监管模式下，各机构为了获取利益最大化，“违法、违规、违章”等事件屡有发生，通过监管套利、空转套利、关联套利的现象层出不穷，监管难度持续加大。

监管套利是金融机构通过违反监管制度或监管指标要求来获取收益的套利行为。如商业银行通过各类资管计划（包括券商、基金、信托、保险、期货等）违规转让等方式实现不良资产非洁净出表或虚假出表，人为调节信用风险监管指标；或通过卖出回购或以表内资产设立附回购协议的财产权信托等模式，将金融资产违规出表或转换资产形态以达到调节资本充足率监管指标。空转套利是指金融机构通过多种业务使资金在金融体系内流转而未流向实体经济或通过拉长融资链条后再流向实体经济来获取收益的套利行为。如通过同业投资充当“通道”赚取费用，拉长融资链条、造成资金低效空转、企业负担加大。关联套利是指金融机构通过利用所掌握的关联方或附属机构资源，通过设计交易结构、模糊关联关系和交易背景等形式，规避监管获取利益的套利行为。

由于监管套利，在金融机构联动增强、合作深入的情况下，监管部门在对风险进行把控和摸底时，并不一定能掌握实际风险的全貌，更无法据此作出应对措施和抉择。在监管部门分离和缺乏交流的前提下，很多风险只有积累到一定程度才能被重视，而当这些风险暴露后，单靠一个监管部门又难以全局性、系统性地将其解决。如何构建全局性的思维和机制，是当前监管协调的困境。

（二）影响中国金融安全的深层次因素

1. 经济增长结构失衡

我国经济增长过度依赖投资拉动，是造成当前金融风险积聚、资产价格泡沫膨胀的重要因素。2000 年以来，资本形成总额占我国 GDP 的比重逐步上升，投资对我国 GDP 增长的贡献率接近一半，如此高的投资率是世界上少有的。尤其是近年来，出现了两次以投资拉动经济增长的高潮，第一次是为应对 2008 年金融危机，中央“四万亿”投资在相当程度上替代了出口的下降，在短期拉动了经济增长，2009 年投资对 GDP 增长的贡献率达到 86. 5% 。第二次是 2013 年地方版“四万亿”政府投资建设高潮，投资对 GDP 增长的贡献率达到 55. 3% 。

过高的投资带来结构性问题，尤其是最近几年大规模投资刺激政策在逐渐退出时，投资过度与内需不足的问题变得格外突出。首先是产能的扩张快于消费的增长，出现产能过剩。第二是一些基础设施建设明显过剩。这些造成部分行业、部分地区企业普遍性经营困难，信用风险集中突出。第三，大量的投资还流向房地产领域，一方面大量房地产建设导致房地产出现了大量过剩，很多地方大量空房库存积压，另一方面大量资本进行投机套利活动，给房地产加上金融属性，形成房地产泡沫，加剧了经

济增长与金融市场的不稳定性。

表 1　　消费、投资以及净出口对 GDP 增长的贡献率　　单位：%

年份	消费	投资	净出口
2001	49.00	64.00	-13.00
2002	55.60	39.80	4.60
2003	35.40	70.00	-5.40
2004	42.60	61.60	-4.20
2005	54.40	33.10	12.50
2006	42.00	42.90	15.10
2007	45.30	44.10	10.60
2008	44.20	53.20	2.60
2009	56.10	86.50	-42.60
2010	44.90	66.30	-11.20
2011	61.90	46.20	-8.10
2012	54.90	43.40	1.70
2013	47.00	55.30	-2.30
2014	48.80	46.90	4.30
2015	59.90	42.60	-2.50
2016	64.60	42.20	-6.80

资料来源：根据 Wind 数据整理。

2. 储蓄投资结构失衡

我国的高额储蓄并未有效转化为实际投资，是导致资金流动脱实向虚、资本市场波动加剧的重要原因。随着国民收入的大幅增长，我国国民储蓄上升了近 9 倍，年均增长率近 17%，远超过我国 GDP 的增长率。另外，国民储蓄率持续上升，接近 50% 的水平，远远高于其他主要发达经济体 20% 的平均储蓄率。其中政府储蓄和企业储蓄增长迅速，占比分别翻了一番。

我国作为发展中国家，经济增长离不开高储蓄率的推动。但是随着中国经济增速下行，储蓄向投资转化的有效性问题也日益突出。投资过剩，优质资产供给不足的市场环境持续，同时民间投资渠道有限，导致大量储蓄并未转化成有效投资，并未有效转化为企业生产资金支持实体经济发展，而是流向证券市场、房地产与大宗商品市场进行套利交易，造成资金流动脱实向虚的局面。资金脱实向虚逐步加剧的直接结果便是房地产市场资产泡沫。在证券市场上，通过高杠杆的套利交易叠加市场一致预期因素，进一步造成股市“疯涨 + 急跌”的资本市场异常波动风险。

表 2　　2000—2015 年我国国民储蓄及储蓄增长率

年份	国民总收入（亿元）	国民储蓄（亿元）	国民储蓄率（%）	储蓄增长率（%）
2000	98562. 2	34833	35. 3	7. 8
2001	108683. 4	40066. 2	36. 9	15. 0
2002	119765	45593. 3	38. 1	13. 8
2003	135718. 9	56077. 4	41. 3	23. 0
2004	160289. 7	71064. 9	44. 3	26. 7
2005	184575. 8	82971. 6	45. 0	16. 8
2006	217246. 6	102351. 7	47. 1	23. 4
2007	268631	132192. 3	49. 2	29. 2
2008	318736. 7	160990. 4	50. 5	21. 8
2009	345046. 4	171953. 4	49. 8	6. 8
2010	407137. 8	207629. 4	51. 0	20. 7
2011	479576. 1	237997	49. 6	14. 6
2012	532872. 1	261153. 5	49. 0	9. 7
2013	583196. 7	282188. 3	48. 4	8. 1
2014	634043. 4	304592. 6	48. 0	7. 9
2015	686449. 60	333647. 85	48. 0	8. 6

资料来源：《中国统计年鉴》。

3. 金融市场结构失衡

金融市场结构失衡，也是我国金融风险积聚的重要原因。首先是金融业内部结构失衡，高度依赖间接融资体系，直接融资比重过低。我国社会融资总规模中银行贷款占比接近七成，只有 20% 来自股票和债券融资。从社会融资存量看，截至 2017 年上半年，银行业金融机构资产总额 243. 2 万亿元，超过 2016 年我国 GDP 的 3 倍；企业股票市值和债券余额仅占社会融资存量的三分之一，这一比例不仅远低于直接融资为主导的美国和英国，也低于间接融资占主导的德国和日本。过度依赖间接融资，不仅导致信用风险过度积聚在银行系统，加剧金融体系的脆弱性，为金融安全带来巨大隐患，同时也提升了融资成本，为融资企业带来巨额负债，进一步导致信用恶化风险积聚的恶性循环。

在资本市场内部，也存在着结构失衡。一方面是债券市场发展严重滞后，非金融企业债券余额仅为股票市值的三分之一，而大部分成熟市场中，企业债券的规模往往大于股票市场。与股票融资相比，债券融资是更加灵活的直接融资工具，债券市场不发达，加剧了企业对通过银行体系融资的依赖度。另一方面是投资者结构很不合理，超过 80% 的交易由散户完成。趋于散户化的投资者结构，进一步加剧了市场化考核

机制偏短的一些机构投资者的投资理念更加短视，机构散户化问题也比较严重，共同导致资本市场更易倾向于呈现追涨杀跌的集体不理性，导致资本市场异常波动的系统性风险发生。

表 3　　我国社会融资规模构成占比

年份	银行贷款（%）	股票与债券（%）	其他（%）
2002	95.50	4.90	-0.4
2003	87.90	3.10	9.0
2004	84.30	4.00	11.7
2005	83.20	7.80	9.0
2006	77.20	9.00	13.8
2007	67.40	11.10	21.5
2008	73.10	12.70	14.2
2009	75.70	11.30	13.0
2010	60.20	12.00	27.8
2011	62.70	14.00	23.3
2012	57.90	15.90	26.2
2013	54.73	11.74	33.5
2014	61.60	17.38	21.0
2015	68.90	24.00	7.1
2016	66.69	23.82	9.5

资料来源：根据 Wind 数据整理。

4. 监管体系结构失衡

我国施行分业监管、相互合作的金融监管体制，银监会、证监会以及保监会分别承担对银行及非银行金融机构、证券公司以及保险公司的监管职责。分业监管体制与金融多元化发展趋势的矛盾日渐突出。

一是资产管理行业法规不统一，存在监管套利。各类金融机构在资产管理的框架下已经从事着同样的业务。2017 年第二季度末，信托公司受托管理的信托资产规模超过 23 万亿元，证券公司受托管理资金本金余额超过 18 万亿元，契约型私募基金管理规模接近 10 万亿元。但不同资产管理机构各自所适用的法律关系、监管标准、投资范围和投资约束却各不相同。如集合资金信托计划的自然人不得超过 50 位，而证券公司小集合业务、基金公司特定专户“一对多”业务及保险公司资管计划的自然人数量可达 200 人。其结果是造成不公平竞争，进而助长监管套利，加剧了资金在金融体系内的空转套利，变相抬高实体经济融资成本。

二是金融机构业务范围扩大，风险水平跨越其原有监管范围。伴随着金融创新，金融业务逐渐向多元化发展，金融机构间的业务合作与交叉经营越来越多，风险敞口可能已经跨越了原有的业务范围。金融控股公司的出现对上述分业监管的模式更是提出了挑战。相比之下，我国金融监管部门协调机制还并不完善。一方面，“三会”之间协调不够，对金融控股公司和交叉性金融业务的有效监管不足。另一方面，“三会”和人民银行之间协调沟通不够，在监测金融风险和实施救助方面，人民银行不能及时获得有效信息。第五次全国金融工作会议宣布设立了国务院金融稳定发展委员会，是对消除机构间“交叉区域”“真空区域”的套利机会，最大限度减小对经济、金融领域的冲击，在金融监管与经济增长之间寻求平衡，维护金融安全的重要举措。

三、信托在维护金融安全中发挥的重要作用

作为金融体系的重要构成部分，信托行业在提供投融资手段、资源配置、风险管理、处理不对称信息等方面均发挥重要作用，对我国金融安全问题及其结构失衡的深层次因素均起到了一定的优化或解决作用。而信托制度对金融要素的资源配置功能，将借助市场化的力量得以发挥，通过给投资方提供丰富的金融产品、给融资方提供多样的融资方式、给市场提供有效流动性的同时，促进社会资源的有效配置，更加有效管控风险，在维护我国金融安全方面发挥了重要的积极作用。

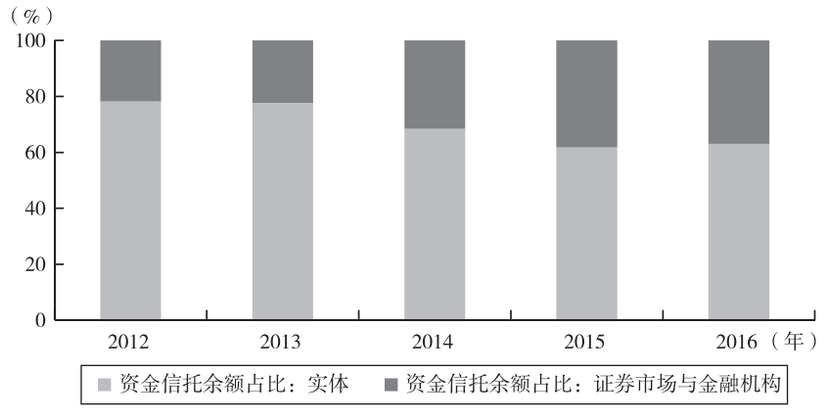
（一）服务实体经济，夯实金融安全基础

近年来，信托业实现信托资产规模持续攀高的同时，将“服务实体经济”作为出发点，不断深化落实供给侧结构性改革，促进产业升级，为实体经济提供针对性强、附加值高的金融服务，提升实体经济发展质效。坚决避免行业发展“脱实向虚”，着力去通道、去链条、降杠杆，防范金融风险，保障金融安全。

1. 服务实体经济，引导资金脱虚向实

信托业一直致力于支持实体经济发展，为实体经济提供发展所需的资金支持。截至 2016 年 12 月末，68 家信托公司的信托资产管理规模达到 20.22 万亿元，信托资产管理规模不断扩大。其中，信托资金按用途划分，63.09% 的比例直接投向实体经济，其余 36.91% 投向证券市场和金融机构。由图 6 可以看出，2012—2016 年以来直接投向实体经济领域的信托资产占比一直保持在 60% 以上。

在服务实体经济过程中，信托业发挥制度优势，不断拓展服务实体经济的广度和深度。根据中国信托业协会披露数据，信托业支持实体经济行业投向资金余额分布广



资料来源：中国信托业协会网站。

图 6　2012—2016 年资金信托余额占比情况

泛，服务领域基本覆盖了实体经济的各个行业。信托投向以服务于实体经济为主，避免了资金在金融机构间空转导致融资链条拉长，实体经济融资成本提升，有效地防范了信用风险，在一定程度上维护了金融安全。

表 4　　2012—2016 年信托业支持实体经济行业投向资产余额分布情况　　单位：亿元

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
农、林、牧、渔业	1031. 42	977. 02	1193. 34
采矿业	2599. 48	2095. 37	1878. 03
制造业	5000. 44	4097. 74	5126. 11
建筑业	10262. 16	9855. 68	9993. 06
电力、燃气及水的生产和供应业	3443. 22	2714. 04	2338. 52
交通运输、仓储和邮政业	5758. 59	5003. 17	4666. 50
信息传输、计算机服务和软件业	1026. 46	1044. 76	2158. 34
批发和零售业	4573. 00	5072. 08	7695. 65
金融业	40485. 88	53120. 72	73569. 56
房地产业	13890. 53	13882. 19	15297. 12
住宿和餐饮业	665. 83	694. 67	598. 24
租赁和商务服务业	13010. 13	14177. 26	17676. 22
水利、环境和公共设施管理业	11731. 95	14107. 02	16943. 93
居民服务和其他服务业	1053. 03	951. 65	1270. 05
文化、体育和娱乐业	798. 11	854. 95	945. 65
公共管理和社会组织	990. 74	751. 23	496. 49

资料来源：中国信托业协会．中国信托业社会责任报告．

2. 服务供给侧改革，降低企业经营风险

供给侧改革是国家经济结构改革的重点。随着中国经济进入“新常态”，投资回报递减，杠杆率不断提高，已经超过警戒线。经济减弱的原因出现于供给侧：人口红利消失，投资效益递减，全要素生产率降低。中国长期经济发展不应在于需求侧，而在供给侧。供给侧结构性改革在“十三五”时期甚至更长的时间将处在一个突出位置上，将为中国经济未来的行稳致远、健康活力发挥重要作用。

供给侧改革与金融安全息息相关：一方面推进供给侧改革是维护金融安全的重要举措。产能过剩、经营亏损的状况持续下去，不仅企业经营困难加大，金融与财政风险也将凸显。另一方面，金融安全为推进供给侧改革、发展实体经济创造稳定、良好的金融环境。只有守住维护金融安全和稳定，才能疏通金融进入实体经济的渠道，鼓励金融机构加大实体资金支持力度，促进供给侧结构性改革推进。

信托业是唯一能够横跨信贷市场、资本市场及实体经济的金融行业，具备“全能性”的天然牌照优势。在供给侧改革推进下，信托业积极贯彻落实国家宏观经济政策，发挥自身综合性、灵活性和敏锐性的特点，支持实体经济去产能、去杠杆，具体表现在以下两个方面。一是信托公司积极开展投贷联动、债转股、并购基金等业务，参与政府合作与企业重组等大型项目中，为企业化解过剩产能提供资金支持，防范大型企业因化解过剩产能而产生的流动性风险和信用风险，从而避免对市场和社会带来剧烈冲击。如建信信托设立规模 100 亿元的转型发展基金，承接债转股股权，支持武钢集团以债转股的方式化解过剩产能，改善盈利能力，降低经营风险。

二是在供给侧改革的大背景下，信托公司纷纷加快战略转型步伐，不断拓宽服务领域，大力响应“三去一补一降”，持续优化信托资金投向，响应“一带一路”建设，助力“京津冀”一体化发展，推动“长江经济带”建设，通过多种方式帮助企业去产能、不断提高服务实体经济质效。近年来，信托支持实体经济的融资成本明显降低，有利于促进资金要素的流动，实现资源的合理化配置，为企业经营创业活动“松绑”、“减负”，激发微观经济活力，从而降低企业贷款的信用风险，增进金融机构安全。

表 5　　部分信托公司参与供给侧改革的典型案例

信托公司	参与项目	发挥作用
国联信托	与和晶科技及精华制药两家上市公司分别组建了“国联和晶并购基金”以及“国联精华健康产业基金”。	通过并购整合的手段，优化企业产业结构，盘活低效产业，化解过剩产能。

续表

信托公司	参与项目	发挥作用
陕国投	设立陕西金属产业发展整合基金，向省内镁铝合金行业融资 1.72 亿元。	信托资金将用于行业内的兼并重组、技术升级等，促进了陕西省镁铝合金产业的升级改造。
交银信托	发行“国寿中铝股份供给侧改革项目信托”，信托规模 50 亿元。	项目投资于中铝股份及其旗下企业，支持供给侧改革电厂类项目、资源类项目及配套类项目。
	设立“国寿陕煤债转股基金信托”，信托募集资金为人民币 100 亿元。	参与了非银行金融机构主导的第一单债转股项目，推进债转股项目的顺利落地。
北京信托	与北京市建工集团合作发起设立 200.01 亿元的京津冀基础设施建设产业基金。	积极响应“京津冀一体化”战略，支持北京、天津及河北地区的基础设施建设。
安信信托	安信信托向岚桥集团提供资金支持 2 亿元，用于进出口贸易业务的流动性补充。	通过加强山东日照岚桥港和澳大利亚达尔文港的联动，打造区域物流集散中心，助力我国海上以及南半球“一带一路”建设。

3. 服务产业升级，助力经济结构调整

除推进供给侧改革外，信托业在服务产业升级方面也做了诸多尝试，支持优质企业升级做强，推进企业加快技术改造，从而促进我国经济结构调整，创造新的经济增长点，实现由低水平供需平衡向高水平供需平衡跃升，使实体经济发展获得源源不断的新动力，巩固金融安全基础。

一是支持传统产业转型升级，激发企业活力，提高盈利水平，改善信用状态，缓释信用风险。信托业围绕产业升级的需求，将资金配置到符合国家产业政策导向的相关企业，为企业转型发展提供金融服务。据中国信托业协会的数据统计，2016 年，信托业向传统产业优化升级提供资金支持 568 亿元。多家信托公司成立产业发展基金，通过支持传统行业的技术革新、产能结构调整、上下游产业整合，促进传统行业实现技术进步和资本运用。

二是促进新兴产业发展，创造优质资产，培育新的经济增长点，夯实金融稳定基石。信托公司顺应我国经济结构调整、产业转型升级的大趋势，按照有利于提高服务实体经济的效率、有利于降低金融风险、有利于保护投资者的合法权益的总原则，发挥“实业投行”资源禀赋优势，主动创新适应市场需求的业务和产品，有效搭建起资金市场和实业市场的桥梁，大力支持战略性新兴行业、科技企业发展，在预期收益、产品门类、交易结构、投资领域、操作流程、业务要素以及风险控制等诸多方面都实现了巨大突破，进行了十分有益的探索和实践，提高了服务实体经济的效率。

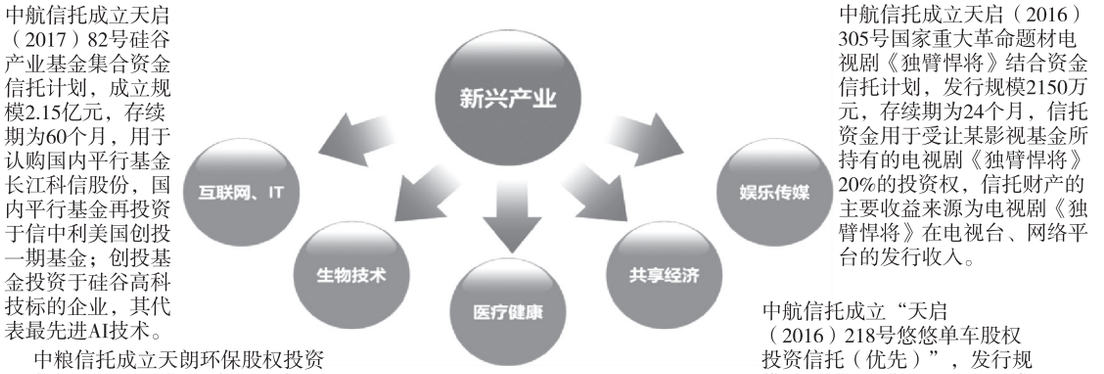


图 7　信托公司投资新兴产业的典型案例

（二）发展直接融资，完善金融市场结构

信托金融市场重要的直接融资工具。信托公司通过创设各类信托产品，发挥强大的资金募集能力，为企业提供直接融资支持，满足企业多元化的融资需求。信托公司参与多层次资本市场建设，推动国家提高直接融资比例、完善金融市场结构的改革，维护了国家金融安全与稳定。

1. 丰富企业融资方式，防止信用风险积聚

信托业与银行积极合作，错位竞争，逐步改善信用风险高度积聚在银行体系的现状。截至 2017 年第二季度，信托业管理的资产规模超过 23 万亿元，约占银行业金融机构资产规模的 10% 。一方面，信托公司与商业银行开展银信合作，为银行融资客户提供信托贷款服务，将原本应由银行承担的信用风险转化为由信托产品持有者承担，起到了分散银行体系的信用风险的作用。另一方面，信托公司发挥“多方式运用、跨市场配置”的制度优势，重点拓展银行服务覆盖率低的融资客户，信托公司通过股债结合等方式，根据需求进行结构化设计，为其提供全方位的综合金融服务，提供了多种融资解决方案，以此丰富企业融资举措，客观上也起到了防范信用风险在银行体系内积聚的作用。

支持中小企业发展是信托公司维护金融安全的重要举措。中小企业是我国国民经济发展的重要力量，对增强区域经济活力，培育新的经济增长点，实现区域经济金融

可持续发展与金融稳定具有重要作用。但是，企业由小变大、由弱变强、成长的过程并非一帆风顺。在企业启动之初，无抵押、无担保，前景不明朗、资金短缺成为最大的难题。中小企业融资困难影响其发展。信托业针对中小微企业实际需求，灵活设计融资方案，通过发放信托贷款、基金化投资、供应链金融等方式助推中小微企业成长。如陕国投信托、江苏信托等，通过设立中小科技企业成长基金，引导社会资金投向信息技术、先进制造、清洁技术、健康医疗和现代服务业等，促进中小微企业科技成果转化，提高金融支持创新的灵活性和便利性。

2. 创新直接融资工具，降低企业融资成本

信托公司运用信托制度优势，积极探索“非金融企业资产支持票据（ABN）”直接融资工具，帮助企业降低融资成本。信托型 ABN 以特定基础资产或资产组合所产生的未来稳定、可预期的现金流为偿付支持，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。信托公司设立特定目的信托受让发起机构持有的基础资产，并作为发行载体发行资产支持票据，实现了基础资产“破产隔离”功能。因此，企业发行信托型 ABN，可以依托企业资产产生的现金流而非企业自身信用进行融资，拓宽了企业融资渠道。ABN 立足于“资产支持”的特征，其融资成本主要取决于基础资产评级，优质的基础资产可以弥补主体评级不足。因此，当企业信用一般而基础资产评级优秀的，通过发行 ABN 可以从总体上降低企业融资成本。此外，一些无法直接在债券市场发行债券的企业，也可以借助资产支持票据产品，打开银行间市场的大门。

从 2016 年 6 月发行首单信托型 ABN 以来，截至 2017 年 6 月 30 日，信托公司作为发行载体管理机构，共发行信托型 ABN14 单，合计规模约 320 亿元。ABN 在银行间市场公开发行，作为标准化凭证，ABN 可以在银行间市场进行质押回购提高流动性，因此银行等机构投资者配置意愿较高，发行成本较低。2017 年上半年发行的 ABS 优先级息票利率大多集中在 3.5% ~5.5%，信托公司开展 ABN 业务帮助企业降低融资成本的优势明显。

3. 积极开展股权投资，拓宽企业融资渠道

开展股权投资是加大直接融资比重、完善多层次资本市场的重要举措。信托公司早在 2008 年根据《私人股权投资信托业务操作指引》（银监发〔2008〕45 号）的指导开展股权投资业务。2014 年 4 月，中国银监会办公厅发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99 号），明确提出要“大力发展真正的股权投

资”，信托公司开始将股权投资业务作为转型重点方向着力推进，目前信托公司股权信托业务取得了长足的发展，拓宽企业融资渠道，有力地支持了国家融资结构调整，维护了金融安全。

领先的信托公司经过近几年的探索和发展，股权投资类信托存续规模已超百亿元，收益利润贡献可观。其股权信托业务采取专业化、基金化策略运作，投资领域涵盖了天使投资、新三板股权投资、Pre－IPO 股权投资、与上市公司合作的并购重组业务等企业不同生命周期。中融信托聚焦发展前景好、有较大市场空间的文化产业、新能源、智能制造、医疗健康等国家战略性新兴产业，精选行业中具有一定的地位、成长性较高的优势企业进行股权投资。安信信托以股权信托形式投资了物流领域，与普洛斯合作，设立安信—创赢普洛斯义乌物流园股权投资集合资金信托计划，在浙江义乌投资建设了 17 万平方米的仓储物流场所，由普洛斯进行经营管理。中航信托 2016 年发行“天启（2016）182 号数据信托”，投向为特定数据使用权，发行“天启 968 号农商宝项目投资集合资金信托计划”参与“农商宝”平台的股权投资，支持农业与电子商务结合的新兴产业。

（三）开展资产管理，优化金融资源配置

1. 开发丰富产品，促进储蓄转化效率

“代人理财”是信托业务的表现形式，其功能优化的表现是在风险可控的前提下，通过开发优质的基础资产，设计灵活的信托产品，积极地将社会储蓄资金，以债权、股权等方式运用到支持实体经济部门中去，提高社会储蓄资源的配置效率。充分发挥信托业在金融资源配置中能够综合运用货币市场、资本市场和实业市场的跨界优势，逐步形成推进信托资金在工商企业、金融机构、基础产业、证券市场和房地产业五大领域的平衡配置机制，提高资金利用有效性。

工商企业是信托资产配置最大的领域，截至 2017 年第二季度末，信托资金流向工商企业有 5. 15 万亿元，其占比为 26. 24%。信托业通过不断分析经济和金融形势，准确判断实体经济部门之间对融资需求的细微变化，积极采取有效行动增加对工商企业的信托资金数量。基础产业是信托资金重要配置领域，截至 2017 年第二季度末，基础产业信托规模为 3. 10 万亿元，占比为 15. 82%。在推进新型城镇化建设的过程中，通过积极探索 PPP 模式和产业基金模式，信托对支持基础产业和地方经济的发展方面依然大有可为。房地产是信托公司传统资产配置领域，房地产信托规模为 1. 77 万亿元，占比为 9. 02%。当前，在“既要抑制房地产泡沫，又要防止出现大起大落”

的政策要求下，信托业始终秉持了“稳”字的资金配置取向，针对不同区域采取了不同的资金政策，在“去库存”和“增库存”城市之间寻找新的平衡，既控制风险，也不助推泡沫，保证信托资金开展投资的安全性和有效性。

信托公司开展资产管理业务，促进储蓄转化，信托资金运用还具有很强的行业渗透性。经济下行“资产荒”的环境下，信托公司开展行业景气度和企业绩效的深入研究，对行业内细分部门，对不同部门的不同绩效的企业进行深入挖掘，把握产业发展方向对业绩提升的作用，成为资金配置决策的真正依据，发挥信托公司在储蓄资源配置中的作用，积极引导储蓄转化为投资，防止资金在非实体部门空转。

2. 发挥专业优势，维护资本市场稳定

证券市场是信托公司开展资产管理业务的重要投资领域。信托公司发挥专业机构优势，增强投资者信心，保障证券投资信托产品平稳运行，切实发挥专业机构投资者稳定资本市场的作用。截至2017年第二季度末，流向证券投资的资金信托为2.81万亿元，其中投向股票市场的资金信托余额约7700亿元，投向债券市场的1.8万亿元，投向基金的2400亿元。

信托公司主动管理的证券投资产品包括FOF、债券投资信托产品、定向增发信托产品等。以FOF业务为例，信托公司可以依托多年的产品创设经验，构建一套产品筛选体系，在对平台上证券投资产品进行全面评估的基础上进行底层私募资产的筛选。信托公司运用“投资顾问绩效评价体系”，对所管理的证券投资信托产品及投资顾问进行综合评价。该体系以投资顾问为中心，对产品的业绩和持仓进行定量研究，对投资顾问的投资风格，管理水平进行定性研究，为FOF管理人组合管理提供依据。除构建一套全面精细的投资顾问分析评价体系之外，信托公司的证券投资团队需要负责信托财产的资产配置、资产组合久期管理及收益管理；负责信托财产的头寸管理、资金管理、交易管理。信托公司建立明确的投资策略，执行专业的投资决策，具有较强的规避风险能力，能够更加理性进行决策，有效提高资本市场交易效率、减少资本市场波动。

3. 开展家族信托，减少资本外流

随着居民财富的积累，中国形成了规模达120万亿元的财富管理市场。个人可投资资产在1000万元以上的高净值人群超过100万人。高净值人群多数具有国际视野，并在全球进行资产配置。因此，受国际市场货币政策调整影响，以及我国出现资产价格剧烈调整风险隐患、人民币汇率持续贬值等不利因素时，高净值人士的资产配置向

境外倾斜，导致资本外流加剧，侵蚀外汇储备，进一步加剧金融风险的自我实现。

家族信托作为财富管理和传承的重要工具，在稳定国民财富，减少资本外流等方面发挥了积极作用。2013 年我国由外贸信托联合招商银行合作落地首单家族信托，2017 年以来家族信托业务发展迅速，规模不断扩大，模式更加丰富多样。信托公司纷纷成立家族信托团队和家族办公室着手开展该业务，根据不完全统计，目前国内已有中信信托、上海信托、外贸信托、平安信托、兴业信托等十多家信托公司成立了家族办公室或家族信托团队开展家族信托业务。

信托公司通过开展家族信托业务，有助于国内家族企业和民营企业实现财富保障和企业家精神的传承，推动国内民营企业长足发展、家族企业百年长青；也有助于社会财富在国内稳定发展，避免高端人才和资本外流，防范境外风险向境内传递，维护金融安全与稳定。

（四）引领尽职标准，推动资管业务监管

信托作为最早的、最成熟的财产管理制度，在银监会及信托部的推动下，在多年的实践中就受托人的义务和责任等形成了全流程的行业规范。其他金融机构及非金融机构开财富管理和受托管理业务，都是基于信誉基础上的受托责任，信托公司在信托本源业务上的法律规范，对整个资产管理行业健康发展具有引领作用，有利于形成统一的监管尺度和尽职管理标准，杜绝监管套利，维护金融安全。

1. 开展资产证券化，引领 SPV 受托管理标准

资产证券化业务要求通过信托载体方式完成资产的风险隔离与资产独立，基于这一特征，信托公司在资产证券化信托中发挥了举足轻重的作用，积累了大量经验。截至 2016 年底，共有 22 家信托公司参与了信贷资产证券化的发行。其中，中信信托以发行 14 只、发行总额 760. 52 亿元位居榜首，上海信托、建信信托、交银国际信托、金谷国际信托、外经贸信托和中粮信托发行规模也都超过了 200 亿元。

表 6　　2016 年信托公司参与信贷资产证券化情况

信托公司	发行规模（亿元）	发行只数
中信信托有限责任公司	760. 52	14
上海国际信托有限公司	565. 78	14
建信信托有限责任公司	553. 22	8
交银国际信托有限公司	287. 02	10
中国金谷国际信托有限责任公司	264. 78	4
中国对外经济贸易信托有限公司	208. 29	8

续表

信托公司	发行规模（亿元）	发行只数
中粮信托有限责任公司	202.94	6
华能贵诚信托有限公司	177.2	7
北京国际信托有限公司	165.31	3
华润深国投信托有限公司	158.9	6
平安信托有限责任公司	117.52	3
广东粤财信托有限公司	76.71	3
中海信托股份有限公司	75.8	3
安徽国元信托有限责任公司	73.14	4
兴业国际信托有限公司	47.14	3
长安国际信托股份有限公司	43.85	3
中融国际信托有限公司	40.44	3
英大国际信托有限责任公司	27.39	1
苏州信托有限公司	21.65	2
方正东亚信托有限责任公司	20.41	1
紫金信托有限责任公司	10.30	1
百瑞信托有限责任公司	10.22	1

资料来源：Wind 资讯、中债资信。

为了提升信托公司在资产证券化业务中的管理能力，中信信托、交银国信、上海信托等几家信托公司专门成立了资产证券化部门，旨在主动管理提高专业能力，不仅发挥受托人通道的作用，还要在产品交易结构的设计、信托制度的运用、模型构建、风险控制中承担更为重要的职能，注入更多的商业属性和受托服务，在资产证券化链条中提供更多内涵丰富的服务。事实证明，经过近年来的蓄力与发展，目前信托公司在资产证券化业务链条中已不仅仅是起到风险隔离职责的通道地位，而是正逐步向资产证券化整体服务商转变。信托公司在资产证券化中所提供的中介选取、产品设计、项目协调等主要金融服务，为其他金融机构从事资产证券化业务、提供受托服务树立了典范。

2. 开展证券投资信托，引领证券服务尽职标准

信托公司证券服务信托以投资范围划分，可以分为主要投资于股票市场的权益类产品、主要投资于债券市场的固定收益类产品和采用对冲策略的对冲类产品。截至2017 年上半年，证券服务信托存续规模近 3 万亿元。信托公司凭借在细分领域的长期展业历史和投顾资源积累、成熟和备受市场信赖的“受托人模式”，具有较强的先发优势和模式优势。根据长期服务经验，信托公司梳理出了支撑覆盖全价值链的证券

投资信托综合服务体系内涵的四大能力要求，包括需求分析、资源整合、运营管理、增值服务四个方面。其中，需求分析能力主要包括了解市场需求、熟悉市场规则、能够较为准确把握各项业务的发展趋势和竞争对手的参与情况；资源整合能力主要包括与投资管理人、渠道、经纪商等市场参与者建立良好的业务关系，能够根据合作伙伴的需求，进行结构设计、渠道对接、交易安排等资源整合工作；运营管理能力主要包括具备提供严谨、高效、全面的交易管理、风险控制、头寸安排、资产核算、财产清算、信息披露等各项运营管理服务的能力。增值服务能力主要包括具备进一步提供绩效分析、归因分析、定制报告、交易撮合等增值服务的基础。信托公司在证券服务信托领域构建了覆盖全价值链的证券投资信托综合服务体系，为私募基金、互联网金融等新兴金融机构开展证券投资资产管理业务提供了尽职管理的参照依据。

3. 加强投资者教育，引领私募机构尽职标准

信托公司定位于私募的财富管理机构，始终坚持合格投资人标准，加强投资者风险教育，做好投资者适当性管理，防范微观的金融风险的发生。信托公司在产品说明书中明确，投资人不得违规汇集他人资金购买信托产品，违规者要承担相应责任和法律后果。信托公司坚持私募标准，不得向不特定客户发送产品信息。信托公司准确划分投资人群，坚持把合适的产品卖给合适的对象，切实承担售卖责任。信托公司应遵循诚实信用原则，切实履行“卖者尽责”义务，在产品营销时向投资人充分揭示风险，不得存在虚假披露、误导性销售等行为。加强投资者风险教育，增强投资者“买者自负”意识。在信托公司履职尽责的前提下，投资者应遵循“买者自负”原则自行承担风险损失。逐步实现信托公司以录音或录像方式保存营销记录。严格执行《信托公司集合资金信托计划管理办法》，防止第三方非金融机构销售风险向信托公司传递。上述信托公司的尽职操作规定，为其他私募机构开展理财服务提供了操作规范。

（五）参与风险处置，化解金融安全隐患

1. 建立行业稳定机制，提升风险应对能力

信托业通过多种途径防范、化解行业内部风险资产，保持了较低的不良率水平，从行业自身发展角度维护了国家金融安全。2017 年第二季度末信托行业风险项目 581 个，规模为 1381. 08 亿元；2017 年第二季度末，信托资产规模达到 23. 14 万亿元，不良率为 0. 60%。在信托资产规模处于稳定增长的背景下，2016 年第三季度以来信托资产的风险率总体呈下降趋势。信托业自身总体风险资产可控，守住了不发生系统性风险的底线，主要得益于：

一是建立了流动性支持和资本补充机制。信托公司股东承诺或在信托公司章程中约定，当信托公司出现流动性风险时，给予必要的流动性支持。信托公司经营损失侵蚀资本的，应在净资本中全额扣减，并相应压缩业务规模，或由股东及时补充资本。信托公司违反审慎经营规则、严重危及公司稳健运行、损害投资人合法权益的，监管机构要区别情况，依法采取责令控股股东转让股权或限制有关股东权利等监管措施。

二是建立恢复与处置机制。信托公司结合自身特点制订恢复与处置计划，包括：激励性薪酬延付制度（建立与风险责任和经营业绩挂钩的科学合理的薪酬延期支付制度）；限制分红或红利回拨制度（信托公司股东应承诺在信托公司章程中约定，在信托公司出现严重风险时，减少分红或不分红，必要时应将以前年度分红用于资本补充或风险化解，以增强信托公司风险抵御能力）；业务分割与恢复机制（通过对部分业务实施分割或托管以保全公司整体实力）；机构处置机制（事先做好机构出现重大风险的应对措施）。

三是建立行业稳定机制。2014 年 12 月，在银监会和财政部支持下，由信托市场参与者共同发起的信托业保障基金公司宣告成立，标志着我国信托业公共安全体系的机制体制正式建立。信托业保障基金作为信托行业稳定基金，发挥行业合力，消化单体业务及单体机构风险，避免单体机构倒闭给信托行业乃至金融业带来较大负面冲击。保障基金为信托公司提供流动性支持作为预防、化解信托业风险的主要工具之一，积极探索通过开展流动性支持业务，防范、化解信托公司流动性风险，特别是强化了化险救急型流动性支持力度，防止了信托公司流动性风险的演变和传导，守住了不发生系统性风险的底线。

2. 运用多种市场手段，助力处置不良资产

一是开展不良资产证券化，重点化解银行体系不良资产。不良资产证券化是银行信贷资产证券化业务的重要类型之一，但不良资产作为基础资产存在资产定价难度高、信息透明度低等问题。2005—2008 年，我国以资产管理公司为主体相继落地了四单不良资产证券化产品试点。2008 年后受美国次贷危机影响，信贷资产证券化乃至不良资产证券化试点工作暂停。直到 2016 年以后不良资产证券化业务重启以来，信托公司共发行不良贷款资产支持证券 23 期，发行总额为 218. 14 亿元。新推出的不良资产证券化产品基础资产类型丰富化，由原先的企业贷款、对公贷款扩展到涉及小微类、房贷类、个人抵押类等零售业务贷款资产，促进了银行体系不良贷款的化解。

二是积极参与市场化债转股，助力企业降低杠杆。2016 年 10 月 10 日，国务院发

布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》以及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，要求多种方式优化企业债务结构，有序开展市场化银行债权转股权。作为投贷联动业务开展的途径之一，债转股为信托公司开展投贷联动业务提供了契机，也顺应当前银监会鼓励支持信托公司开展投贷联动业务的政策导向。信托公司参与市场化债转股主要有两种方式，其一是作为社会资本参与本轮债转股，信托资金主要通过认购债转股股权承接基金的 LP 份额参与债转股。其二是信托公司可以发挥过去在各类型基金中的经验优势，担任基金的管理人。例如云南锡业的债转股方案中，基金的管理人即为建信信托。信托公司担任债转股的基金管理人，可以发挥在基金管理上的经验优势，帮助引入更多的社会资本参与债转股。

三是参股地方资产管理公司，助力区域不良资产处置。2016 年 10 月 24 日，银监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，调整了关于省级资产管理公司的相关政策，除放宽了一省只能设立一家资产管理公司的限制外，还放宽了此前文件中关于地方资产管理公司收购的不良资产不得对外转让，只能进行债务重组的限制。在政策推动下，陕国投信托参与陕西金融资产管理股份有限公司，在化解陕西省内区域金融机构不良资产，开展地方政府融资平台及重点项目债务剥离等领域发挥了积极作用。

3. 开发净值型产品，化解行业风险压力

目前信托公司开发的产品以固定收益类为主，通过设置预期收益率，虽然迎合了投资者关于理财产品的选择习惯，有利于产品销售，但也往往存在类似“刚性兑付”风险，在项目出现风险时信托公司也难以厘清责任。随着信托公司管理资产规模的增加，实体经济中的风险陆续释放，为化解信托业潜在“刚性兑付”带来的风险压力，信托公司积极开展净值型信托产品创新，逐步改变以固定收益类产品为主流的定位，进一步提高投资者买者自负的意识。

一是推出净值型现金管理产品。中信信托推出“信惠现金管理型金融投资集合资金信托计划 1201 期”，不设预期收益率，以每日公布净值为准，信托产品每日计算信托收益，按月结转份额，信托资产投向不仅限于信贷类资产，而是侧重资产配置，组合投资于利率债、AA 级以上信用债、货币市场基金、专项资产管理产品、银行理财产品、优质资产证券化产品等。此外，上海信托的现金丰利系列集合资金信托计划、华宝信托的现金增利集合资金信托计划、中航信托的天启 328 号天玑聚富集合资金信托计划也都是信托公司开发净值型产品的代表。净值型现金管理产品允许净值波动甚

至亏损，是真正意义上的“投资型产品”，能够有效地化解信托公司的刚兑压力。

二是推出净值型证券投资 FOF 产品。作为深耕证券服务信托业务的信托公司，华润信托发行了国内第一只主动管理的 FOF 产品——华润信托托付宝 TOF－1 号集合资金信托计划（以下简称“华润托付宝”），并已形成相关产品线。华润托付宝通过严谨的组合基金投研体系，对私募基金进行组合配置，产品不设预期收益率，而是每季度公布产品净值。此外，外贸信托等其他信托公司也推出了自主管理的量化类、固收类、权益类 FOF 产品。信托公司在净值型投资产品中只收管理费，管理费之外的投资收益全部交给投资者，让投资者在尽享收益的基础上自担风险。

四、运用信托制度、维护金融安全的重点措施建议

（一）创新模式、完善制度，深入支持实体经济

发挥信托制度固有优势，进一步发挥信托制度财产管理、融资支持等应用功能，开展信托制度运用创新，推出国有资本信托、公司债信托等新型产品，提高国有资本运行效率，支持实体经济发展，从根本上维护金融稳定。

一是创新国有资本信托。在国有企业资产清产核资量化的前提下，采取信托方式，委托有管理能力且值得信赖的资产管理公司或信托公司为国家管理和运用一部分国有资产，一方面可将国有资产通过信托方式转移于非行政化的受托人名下，受托人为了国家利益行使管理和处分这部分资产，使国有资产有明确具体的、市场化的产权主体；另一方面，信托制度中委托人、受托人和受益人之间定型化和法律化的权利、义务和责任体系，又能充分保障受托人对于受益人利益的忠实，使国家利益得到维护。如此通过信托安排，提高了国有资本运行的效率和专业性，不断做强做优做大国有企业，在维护金融稳定、化解金融风险方面发挥好“安全网”和“稳定器”的重要作用。

二是创新公司债信托（Corporate Bond Trust）。公司债信托也叫抵押公司债信托，是扩大企业直接融资渠道、发展债券市场的重要债券产品，已被很多国家广为运用。其主要模式是信托公司接受举债公司的委托，代替债券持有人行使抵押权或其他权利，并按照发行债券的要求进行信息披露，是一种没有“刚性兑付”压力的信托产品。在我国创新公司债信托，可为实体经济提供稳定、低成本的中长期融资渠道，同时也为社会资本提供了具备稳定收益、低风险的投资工具，在维护我国金融安全中发挥重要作用。

三是从监管政策上对信托公司支持实体经济进行激励。如参照央行对普惠金融领域贷款达到一定标准的商业银行实施定向降准政策。对于信托公司，当其支持实体经济、支持小微企业、支持“三农”发展符合一定要求时，可以给予降低相关业务风险资本计提比例、降低信保基金缴纳比例等激励政策，在监管政策上进一步响应国家支持实体经济、防范金融风险的举措。

（二）以信托关系为核心，统一资管行业监管要求

我国金融业混业发展迅速，金融交叉、融合已越来越明显，机构、业务、交易结构、资金都在融合。我国资产管理行业受制于“分业经营、分业监管”的现状，造成实质法律属性相同的资产管理业务分属不同机关监管。不同监管机构对资产管理活动的监管标准并不一致，不仅不利于投资者保护，导致市场分割，还引发了监管套利、资金脱实向虚等多重问题，带来金融安全隐患。统一资产管理行业监管要求十分必要。

信托关系普遍存在于资产管理业务中，除信托公司信托计划以外，银行理财业务、证券公司定向资产管理计划、基金子公司特定客户资产管理计划、保险资产管理计划、私募投资基金等其他均是运用了信托原理开展业务，是基于信誉基础上的受托责任体现。信托业在实践中建立了支持信托业发展的“一体三翼”架构全面建成，形成了监管部门为监管主体，行业自律、市场约束、安全保障为补充的多层次、多维度信托业风险防控体系，以风险为本的监管方式和监管工具不断丰富和完善，监管工作的科学化、专业化、精细化水平显著提升。因此，建议以信托关系为核心，以信托监管标准为基础，统一资产管理行业监管标准，建立健全维护国家金融安全的监管体系。

（三）以信托计划为载体，规范开展资产证券化业务

开展资产证券化是盘活银行和企业资产，拓宽融资渠道，降低融资成本，分散金融风险的重要举措。资产证券化业务往往引入特定目的载体实现“破产隔离”的目标，其中信贷资产证券化、非金融企业资产支持票据（ABN）的特定目的载体是信托计划，交易所市场挂牌的企业资产证券化的特定目的载体则为证券公司和基金子公司的专项资产管理计划。

信托是唯一一个通过法律明确规定具有“破产隔离”功能的工具。《信托法》规定，信托财产与委托人的其他财产、与受托人的财产以及与受益人的财产都相互隔离，委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人不是唯一受益人的，信托

财产不作为清算财产。专项资产管理计划则仅依据证监会部门规章《证券公司客户资产管理业务管理办法》《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》的规定认定委托财产不属于清算财产，其风险隔离作用缺乏法律层面的效力支撑。此外，因此，建议以信托计划为载体，规范开展各类资产证券化业务，发挥信托“破产隔离”的制度优势，统一资产证券化业务秩序，有效保护投资者利益，维护金融安全与稳定。

（四）建立信托财产登记体系，体现信托财产独立性

随着中国信托业管理资产规模突破 20 万亿元，信托业发展进入新阶段。利用信托制度功能，开展家族信托、慈善信托等本源业务，拓展股权等新型信托财产来源，是信托公司转型的重要方向。但由于我国信托财产登记制度一直缺失，委托人或受益人是无法证明财产的独立性也不能将信托财产从受托人财产中分离出来，不仅信托财产独立性不能很好地体现，信托财产交易的风险也无法及时被发现和排除，长此以往将可能引发巨大的社会风险。

随着中国信托登记公司成立，建立了全国统一的信托登记平台，信托产品登记和信托受益权登记已先行启动，为后续建立和完善信托财产登记制度提供了良好的基础条件。建议发挥中国信托登记公司的作用，分步走建立全国统一的信托财产登记体系。优先是开展不动产类信托财产登记，对现行法律法规没有要求登记的信托财产（如艺术品等不动产）进行登记，实现信托财产独立性公示功能。随后，将这类登记经验推广，逐步建立信托财产的统一公示平台，所有信托财产在相应登记机关办理信托财产登记前，均需在中信登办理公示登记。未来愿景是，由中信登建立信托财产统一登记平台，统一以转移为目的的信托财产登记和以公示为目的的信托财产登记。

（五）推动信托流通平台建设，建立风险分散和分担机制

金融市场以提供资金融通和风险转移为核心职能，从金融安全的角度来看，金融市场在提供流动性、发现价格、分散风险等方面具有独特优势，依托金融市场建立风险分散和分担机制，有助于更好地减少信息不对称现象，通过市场化的方式化解金融风险。目前信托业正在逐步建立信托产品及其信托受益权登记体系，在此基础上进一步打造信托流通平台，推进信托产品及其信托受益权交易转让业务，有序推进信托产品估值与评级体系建设，有助于提高信托资产流动性，建立信托风险分散和分担机制，并为信托公司以市场化的方式处置、化解风险提供便利。

借助电子化交易平台引入市场评级和估值机制，将非标资产标准化，可以更有效地实现风险识别、分类、分散和市场化定价，提高业务沟通效率，促进金融风险通过

金融市场得到分散和分担，达到有效处置目的；通过规范信托产品和信托受益权信息披露要求以及加强市场纪律监管和投资者准入控制，可以充分厘清交易各方权责，提高业务的透明度，减少信息不对称，促进“卖者尽责，买者自负”市场文化形成，在确保知情权、选择权的基础上，更好地维护分担风险的各类市场参与者的合法权益，促进实现风险市场化处置，维护金融安全和稳定。

参考文献

［1］王元龙．我国对外开放中的金融安全问题研究［J］．国际金融研究，1998（5）：33－39.

［2］梁勇．开放的难题：发展中国家的金融安全［M］．北京：高等教育出版社，1999.

［3］郑通汉．经济全球化中的国家经济安全问题［M］．北京：国防大学出版社，1999.

［4］雷家骕．国家经济安全理论与方法［M］．北京：经济科学出版社，2000.

［5］刘沛，卢文刚．金融安全的概念及金融安全网的建立［J］．国际金融研究，2001（11）：50－56.

［6］王元龙．关于金融安全的若干理论问题［J］．国际金融研究，2004（5）：11－18.

［7］张亦春．金融安全与金融创新相辅相成［J］．现代商业银行，2002（7）：24－25.

［8］刘锡良．中国经济转轨时期金融安全问题研究［M］．北京：中国金融出版社，2004.

［9］谢赤，陈晖，贺凯健．论人民币升值预期对中国金融安全的影响［J］．管理评论，2006，18（6）：28－31.

［10］张岩岩，邹辉文．金融安全理论及其实证研究评述［J］．东华理工大学学报（社会科学版），2006，25（2）：143－149.

［11］陈小亮，陈彦斌．2017年价格走势分析与货币政策定位调整［J］．宏观经济管理，2017（7）：8－14.

［12］Duisenberg W F. Europe’s contribution to the stability of financial markets［J］. 2001.

[13] Padoa – Schioppa T. 8. Central Banks and Financial Stability [J]. Regulating Finance, 2004: 93 – 148.

[14] Houben A, Kakes J, Schinasi G. Towards a framework for financial stability [J]. Dnb Occasional Studies, 2004, 34 (1): 53 – 88.

[15] Oosterloo S, Haan J D. Central banks and financial stability: a survey [J]. Journal of Financial Stability, 2004, 1 (2): 257 – 273.

[16] 周小明. 信托制度: 法理与实务 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2012.

[17] 巴曙松等. 中国资产管理行业发展报告 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2015.

[18] 中国信托业协会. 中国信托业发展报告 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2015.

[19] 中国信托业协会. 中国信托业社会责任报告. http: //www. trustee. org. cn.

[20] 中国银行国际金融研究所、中国经济金融研究课题组. 中国经济金融展望报告, http: //news. hexun. com/2016 – 09 – 30/186270008. html.

[21] 申万宏源、民生证券. 强化资本市场制度建设 提升投资者信心 促进市场健康发展.

[22] 新华社. 维护金融安全就是在守护老百姓的“钱袋子” [N]. 2017. 05. 02.

[23] 新华社. 加强金融监管是为了维护金融市场秩序 [N]. 2017. 05. 03.

[24] 新华社. 金融机构要切实承担起风险管理责任 [N]. 2017. 05. 04.

[25] 新华社. 及时处置风险点 防止风险由“点”成“面” [N]. 2017. 05. 05.

[26] 新华社. 让金融监管为金融发展保驾护航 [N]. 2017. 05. 07.

[27] 新华社. 上下合力共同维护好国家金融安全 [N]. 2017. 05. 08.

[28] 新华社. 引导金融活水更好地浇灌实体经济 [N]. 2017. 05. 09.

[29] 国际货币基金组织. 全球金融稳定报告 [N]. 2016. 09. 26.