

信  
托  
业

报  
告

# 2018 年专题研究

TRUST SECTOR RESEARCH REPORT 2018

中国信托业协会  
编



# 《2018年信托业专题研究报告》评审专家

## 中国信托业协会行业研发领导小组

组 长：姚江涛

副组长：蔡概还 周瑞明 王道远

成 员：张树忠 伊力扎提 张传良 苏小军 刘景峰

战伟宏 陈 赤 叶凌风 顾 攀 何 东

周小明 李宪明 郑 智



# 目录

## Contents

壹、信托参与长租公寓市场的业务模式研究·····	1
课题牵头单位：北京国际信托有限公司	
贰、信托业务风险管理智能化研究·····	63
课题牵头单位：平安信托有限责任公司	
叁、非标信托产品的估值体系研究·····	111
课题牵头单位：中信信托有限责任公司	
肆、绿色信托研究·····	189
课题牵头单位：中航信托股份有限公司	
伍、信托产品净值化管理的研究·····	241
课题牵头单位：长安国际信托股份有限公司	
陆、中国信登信托产品交易平台建设研究·····	305
课题牵头单位：中国信托登记有限责任公司 华融国际信托有限责任公司	
柒、资管新规背景下的信托业转型与发展研究·····	357
课题牵头单位：中铁信托有限责任公司	
捌、受托人责任认定相关问题研究·····	403
课题牵头单位：百瑞信托有限责任公司	
玖、信托业转型背景下的组织架构与激励机制研究·····	451
课题牵头单位：上海国际信托有限公司	
拾、信托公司供应链金融业务研究·····	507
课题牵头单位：华能贵诚信托有限公司	





## 信托参与长租公寓市场的业务模式研究

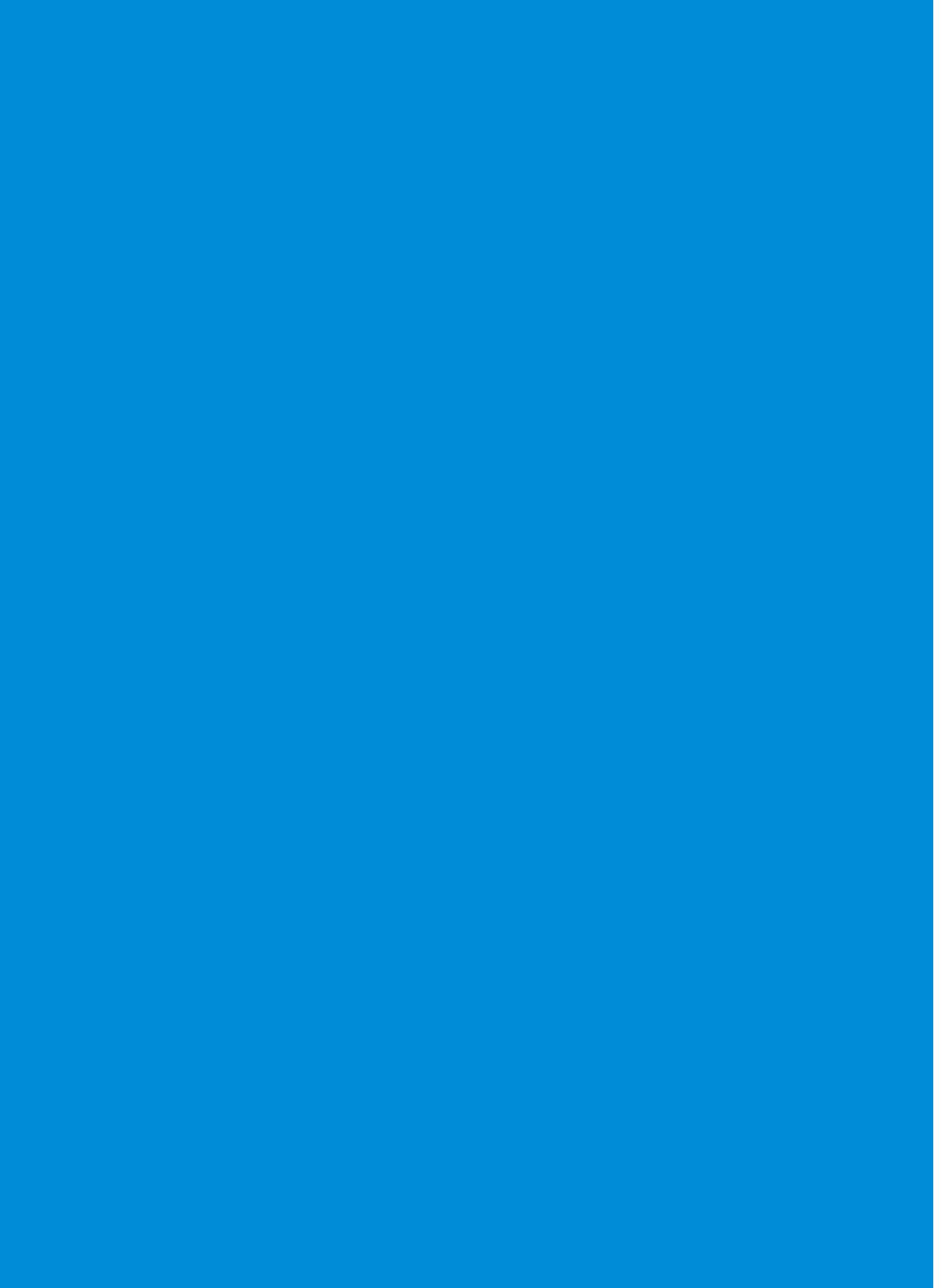
课题牵头单位：北京国际信托有限公司

课题指导专家：李宪明 郑智 王刚

课题负责人：何晓峰

课题组成员：

韩波	杨凯育	佟玲	高雅	任萌	北京国际信托有限公司
林寅					国投泰康信托有限公司
杨辰					上海国际信托有限公司
应汇康					中建投信托股份有限公司
王婷婷					兴业国际信托有限公司
陈星宇					中融国际信托有限公司
刘天启	苏欢				华能贵诚信托有限公司
尹璐					百瑞信托有限责任公司
陶婷婷					中信信托有限责任公司
任力文	金谧				杭州工商信托股份有限公司
王春艳					陕西省国际信托股份有限公司





## 摘要

发展长租公寓市场是我国住房制度改革的重要方向，也是落实“供给侧结构性改革”和“房住不炒”的重要举措。在宏观政策环境利好背景下，伴随我国城镇化水平提高释放的未来需求，长租公寓市场前景广阔，未来可期。充分发挥信托制度优势，积极参与长租公寓市场建设，是信托行业服务国家战略的客观要求，也是在“资管新规”背景下，信托行业转型发展的内在需要。

本课题在信托业协会的支持下，由北京信托牵头，国投泰康信托、上海信托、中建投信托、兴业信托、中融信托、华能贵诚信托、百瑞信托、中信信托、杭工商信托、陕国投信托 10 家信托公司共同参与完成。2018 年 5 月至 8 月，在课题主持人北京信托副总经理何晓峰的带领下，课题组对长租公寓市场进行了广泛而深入的调研，先后在北京召开了 3 次课题研讨会，在北京、上海组织了信托公司业务座谈会各 1 场，20 家信托公司、62 名业务骨干和研发人员参加了研讨；对京、沪、深三地 13 家长租公寓市场建设参与机构进行了实地访谈，调研涵盖了知名房企、专业运营商、研究智库，以及券商、私募、信托公司等金融机构。通过调研，课题组收获了大量一手资料，获取了全方位、多角度的专业意见建议，为提升课题成果实操性奠定了坚实基础。课题组特别邀请了信托业协会专家理事、锦天城律师事务所高级合伙人李宪明，信托业协会专家理事、智信研究院院长郑智，中国 REITs 联盟秘书长王刚担任指导专家，三位专家凭借自身扎实的专业背景、丰富的实践经验对研究工作给予了全方位的指导。

报告全面梳理了目前国内长租公寓市场发展情况，深入剖析了国外长租公寓的实践案例及经验；结合长租公寓市场投融资需求，设计了信贷支持、股权投资、资产证券化、消费金融等业务模式，提出了开展长租公寓公募 REITs 试点设想，并针对供应链信托、集体土地流转、慈善信托领域提出了信托公司在长租公寓市场的展业思路。报告还结合市场调研中收集到的意见，有针对性地提出了一些政策建议。

本课题是以实践应用为目的，旨在广泛调研的基础之上，形成信托参与长租公寓市场的业务模式的思路、方法、建议，期待对信托深入参与长租公寓市场起到借鉴作用。

**关键词：**长租公寓股权投资信托 资产证券化信托 消费金融信托 供应链信托 集体土地流转信托



## 目 录

一、国内长租公寓市场发展概况 .....	6
(一) 长租公寓的定义 .....	6
(二) 市场参与主体与运营 .....	6
(三) 长租公寓市场的投资逻辑 .....	7
(四) 长租公寓市场概况及展望 .....	8
(五) 信托参与长租公寓市场的重要性和优势 .....	10
二、国外住房租赁市场情况、业务实践及经验借鉴 .....	11
(一) 美国住房租赁市场情况、业务实践及经验借鉴 .....	12
(二) 日本住房租赁市场情况、业务实践及经验借鉴 .....	18
三、信托参与长租公寓市场业务模式设计 .....	22
(一) 信贷支持模式 .....	22
(二) 股权投资模式 .....	25
(三) 资产证券化模式 .....	27
(四) 消费金融模式 .....	35
(五) 供应链信托参与长租公寓市场的设想 .....	38
(六) 集体土地流转参与长租公寓市场设想 .....	40
(七) 以长租公寓为试点开展公募 REITs 设想 .....	42
(八) 慈善信托模式设想 .....	44
(九) 各业务模式的政策基础、运用条件、参与方式、应用难点及建议 .....	45
四、信托参与长租公寓市场的金融风险管理 .....	49
(一) 基础风险管理 .....	49
(二) 重资产模式下的风险管理 .....	50
(三) 轻资产模式下的风险管理 .....	51
五、信托参与长租公寓市场发展的政策建议 .....	53
(一) “管服并举” 加强长租公寓行业标准化体系建设 .....	53



（二）完善税收制度，为长租公寓发展注入“新动能” .....	53
（三）增量端增供给降成本，存量端强监管控流程 .....	54
（四）加强信托端产营结合，推动集中管理、职住平衡、平台 + 数据运营 .....	55
（五）综合开拓国内外资金渠道，解决长租公寓融资难题 .....	56
（六）推动长租公寓类信托产品交易流转，创新退出机制 .....	57
参考文献 .....	58
附件一 .....	60
附件二 .....	61



## 一、国内长租公寓市场发展概况

### （一）长租公寓的定义

长租公寓，指向特定人群提供中长期（一般不少于 3 个月）居住空间和居住服务的产业。目前市场中比较常见的有服务式公寓、白领公寓、青年公寓等，顾客以本地工作、生活人口为主。

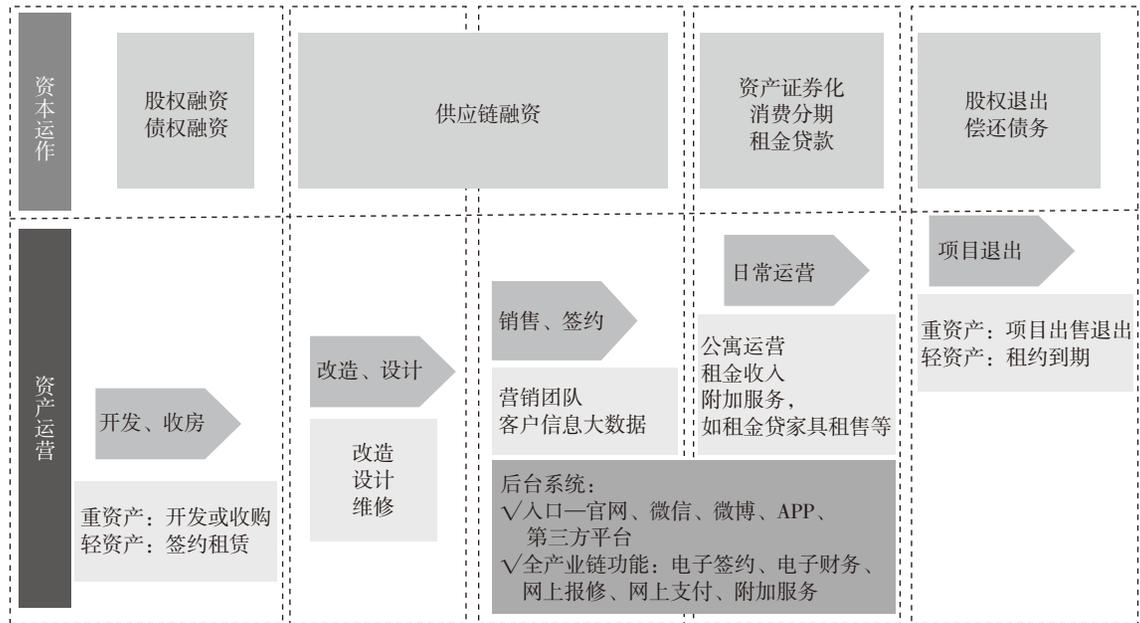
国内长租公寓市场于 2010 年开始初露锋芒。2012—2015 年一些城市陆续出台文件，长租公寓发展政策利好，行业发展序幕逐渐拉开。2015 年 11 月，伴随供给侧结构性改革，即“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”，发展长租公寓成为落实房地产业去库存的重要举措。2016 年以来长租公寓市场迎来规模扩张的发展新阶段，特别是中央提出“房子是用来住的，不是用来炒的”这个定位后，长租公寓新政不断出台，不同市场参与主体纷纷加入，市场步入快速发展轨道。未来顶层设计或将不断完善，推动长租公寓向精细化、品质化、标准化发展。

### （二）市场参与主体与运营

目前国内长租公寓市场参与主体主要包括房地产企业、房地产中介、酒店类企业和创业公司。市场参与主体各具特色、各有优劣。

长租公寓运营模式主要包括重资产和轻资产两种。重资产运营模式一般是参与主体通过收购或建造整栋公寓楼房，集中装修和出租，从而获得租金与资产升值收益。轻资产运营还可分为轻资产集中式和轻资产分散式。轻资产集中式是由参与主体通过与机构签约获得租赁权，进而取得租金收益，其资金占用量一般小于重资产模式，业务规模拓展速度较快。轻资产分散式多为房地产中介作为参与主体，依靠渠道优势，从分散的房东处获取物业，经过标准化装修后对外出租，以期获得“剪刀差”收益。

在长租公寓的运营发展中，金融机构可通过多种方式，为长租公寓参与主体提供资金支持。在项目的开发、收房阶段，金融机构可提供股权债权服务，满足参与主体拓展房源的融资需求；在项目改造设计、销售签约阶段，金融机构可对长租公寓参与主体的上游供应商进行供应链融资；在项目日常管理阶段，金融机构可以通过资产证券化、消费分期、租金贷款等方式帮助长租公寓企业盘活存量资产，通过附加服务增加客户粘性；在项目退出阶段，金融机构可通过股权出售转让或回收贷款本息等方式实现资金回笼。



资料来源：海通证券研究报告。

图 1 长租公寓运营图

### （三）长租公寓市场的投资逻辑

总体来看，发现需求、确定目标地区和目标人群是长租公寓市场投资的核心。因此，长租公寓业务投资应侧重选取人口净流入大的一、二线城市，然后定位租客群体主力，再有针对性地进行产品设计和定价。增加收入是长租公寓市场投资的根本目标。通过提高公寓品质与入住率，拓宽增值服务范围与公寓规模等手段，增加单体项目收益（坪效），保持现金流稳定，最终实现净资产回报率（Cap Rate）的持续上升。控制成本是长租公寓市场投资的盈利保障。长租公寓市场支出主要包括物业获取、改造成本和运营成本，以尽可能低的成本获取物业，以及开源节流降低改造和运营成本，都是项目盈利的基石。

具体而言，不同长租公寓市场参与主体的投资逻辑各有不同。

由房地产企业主导的公寓市场参与主体，借助集团信用优势进行低成本融资，将母公司手中自持资产进行升级改造，以自有品牌进行长租公寓运营，以期获取资产增值与租金收入。

房地产中介类公寓机构大多由租赁中介业务延展而来，凭借自身渠道优势，获取大量房源与租户，主要以分散式公寓切入市场，依靠租金“剪刀差”获得利润。

酒店类背景的公寓商一般是利用其较高的客户粘性和强大的运营能力，将存量



物业进行升级改造，在长租公寓市场中占有一席之地。

创业类公寓运营商通过收购物业或以租赁方式获取房源，进行改造后经营，通过细分客群提供多样化增值服务等方式打造品牌效应，除获取物业增值与租金收入外，未来更期望以资产证券化、并购、转让等方式实现项目退出。

表 1 长租公寓市场不同参与主体的优劣势对比表

	市场典型代表	运营方式	资源获取	资金成本	特点
房地产企业	万科（泊寓）、招商蛇口（壹栈）、金地集团（荣尚荟自在寓）、旭辉（领域国际）、佳兆业（寓享空间）、远洋集团（邦舍 Boonseld）	重资产运营为主	公开招拍挂获取租赁用地	较低	建设开发经验丰富，资金周转率较低，成本要求较高且投资回报周期较长
房地产中介	世联行（红璞、晟曜）、链家（自如寓）、我爱我家（相寓）	轻资产运营为主	依托业务积累获取分散式租赁房源	中等	市场数据丰富；分散式房源难以控制成本
酒店类企业	华住（城家公寓）、铂涛（窝趣轻社区）、住友（漫果公寓）、如家（逗号公寓）	轻、重资产运营模式均有	依托集团优势获取房源或升级改造已有存量物业	中等	住客管理与运营经验丰富、品牌溢价能力强
创业公司	魔方公寓、YOU+、新派公寓、优客逸家、蘑菇公寓	轻、重资产运营模式均有	依靠互联网运营模式	较高	机制灵活、经营方式多样，运营管理经验丰富

长租公寓市场的发展难点。土地成本高是长租公寓目前面临的最大问题。此外，融资困难、资金成本高、回报率低是制约长租公寓业务发展的重要因素。课题调研也显示，土地和物业属性不开放、税费较高、装修及消防验收缺乏行业标准、租赁登记备案制度不完备等方面问题亟待出台相关配套措施。

#### （四）长租公寓市场概况及展望

发展住房租赁市场是我国现阶段完善住房供应体系，实现住房回归居住属性，让全体人民住有所居的重要手段。长租公寓可以满足城市新兴人口的居住需求，可以为租房者提供更高品质的居住环境、完善的配套设施和优质的生活服务，大幅提升了租房者的居住体验。我国目前流动人口超过 2 亿，租房市场规模已经突破万亿。据链家预测，中国租赁住房的人口数量将从 2018 的 1.6 亿增长至 2020 年的 2.0 亿，2025 年的 2.3 亿，2030 年的 2.7 亿，同期年租金收入将分别达到 1.6 万亿元、2.9 万亿元和 4.0 万亿元。另据中国指数研究院预计，2020 年我国租赁市场规模将达到 1.71 万亿元，与 2017 年我国租赁市场总规模 1.38 万亿相比，年复合增长率为 7.41%，租赁市场未



来规模潜力巨大。

2017年市场上长租公寓企业已经多达1100家，绝大多数扎根于北、上、广、深一线城市，并积极在一、二线城市快速跑量扩张。在各类企业致力于提升自身规模的同时，市场凸显出行业集中度较低，发展速度较快但盈利较低的特征。同时，由于长租公寓投资前期资金成本较高，使得“金融+长租公寓”成了发展的必然。数据显示，2012年至今，市场排名前十位的分散式公寓融资25起，累计金额75亿元，仅在2018年上半年融资额已达到64亿元；排名前十位的集中式公寓累计融资约60亿元，有近14亿元发生在2018年。预期未来长租公寓市场投融资需求愈发迅猛，头部效应将逐渐显现，集聚吸引资本和资源。

第一，后城市化时代的内在需求是长租公寓市场发展成为必然。当前我国房地产市场告别了高速开发的增量时代，进入到去库存的存量时代。城镇化与第三产业快速发展导致的消费升级使城市人口流动比例攀升，一线及热点二、三线城市人口吸引力不减，房价处于高位，住房供需矛盾较为严峻，新一代群体购房压力较大，并且传统买房置业的思维惯性正在被改变。“90后”“00后”对于房子的需求正逐渐向便捷性、品质化、社交文化等多样化方向发展。

第二，政策利好叠加助推长租公寓市场发展。政策利好是租赁住房市场快速发展的重要推手。2015年以来，国务院及财政部、人民银行、国土资源部等不断完善住房租赁市场的政策支持体系，鼓励租赁住房市场规范快速发展（见附件一）。此后，广东、江苏、浙江等省份以及20余个城市分别就推动住房租赁市场发展出台了具体意见，长租公寓的政策风口正在逐步打开。中央与地方相关政策进一步规范了租赁市场的发展，推动了住房租赁市场法制化、规范性建设；对租赁市场参与者从金融、税收、土地等方面给予政策支持；探索租购同权，保护承租人权益，引导社会群体通过租赁解决住房需求。

第三，长租公寓市场是金融机构房地产业务转型重要方向。2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）发布，对大资管行业进行统一监管。房地产作为资产管理机构服务的重点行业，受到较大影响。在市场和政策双重压力下，地产开发商传统的“拿地—建房—卖房”模式已进入瓶颈期，房企亟待实现经营模式的多元化转型。

发展长租公寓业务不仅有利于房地产企业盘活存量资产，也是在当前房地产市场结构发生剧烈变化的背景下，地产企业在新市场进行战略性布局的重要机遇。长租



公寓市场的巨大蓝海，必将成为拥有较强资本实力、营销能力和产品开发能力的房地产企业未来业务转型的重要方向。

### （五）信托参与长租公寓市场的重要性和优势

信托参与长租公寓市场的重要意义。一方面，参与长租公寓市场是当前乃至今后一段时间，信托行业落实国家战略，支持实体经济发展的主要载体。以长租公寓为代表的租赁住房在国家五大城市发展群、北京城市副中心、雄安新区等国家战略部署中具有广阔的发展前景，缓解一、二线人口集中区域住房资源不平等分配的现实矛盾，提高人民居住体验，满足居住需求。发挥信托制度优势，对长租公寓全产业链提供投融资服务，支持实体经济发展，是信托行业落实国家“房住不炒”政策的重要举措和使命。另一方面，长租公寓市场未来可期，为信托行业转型发展提供契机。房地产作为信托行业重要业务组成，传统房地产业务模式面临转型压力。随着长租公寓领域迎来政策红利，在“资管新规”引导下，信托公司针对不动产信托业务，可从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，为长租公寓产业提供更全面的金融服务，同时也为信托行业的转型发展提供新动力。

信托参与长租公寓市场的优势。第一，是制度优势。现代信托已由单纯的财产代管演变成集财产管理、资金融通、风险隔离、社会投资等功能为一体的金融制度安排。尤其在风险防控方面，基于信托财产的独立性特征，信托制度具有风险隔离的强大功能，使信托财产从委托人、受托人和受益人固有的财产中分离出来，从而防范一系列风险事件。信托横跨资本市场、资产市场与实业三大领域，可以实现间接融资与直接融资，将实体经济与金融市场有机结合。灵活的制度优势与资产运用方式使其能够围绕长租公寓业务的价值链条，以不同的角色挖掘其中的价值，通过信托贷款、股权投资、资产证券化、REITs 等方式，多维度拓展长租公寓金融业务，为参与主体提供全方位的解决方案。第二，服务地产企业的经验优势。多年来信托行业在房地产投融资领域深耕，对房地产行业政策熟悉，对房地产市场动向敏感，优质地产资产的识别与获取能力较强。信托公司在房地产领域的展业中积累了大量优质的合作伙伴，为未来参与长租公寓市场提供了更多的机遇。此外，相较于其他金融同业，信托公司在房地产项目的建设与管理运营方面拥有绝对优势。第三，“金融+地产”复合型人才优势。伴随着长租公寓市场蓬勃发展，物业开发、产品设计、运营管控等诸多方面问题日益凸显，信托公司可凭借其自身扎实的金融功底，丰富的地产项目经验，专业复合型的



地产人才以及灵活创新的业务模式协助长租公寓参与主体解决投融资难题。

## 二、国外住房租赁市场情况、业务实践及经验借鉴

美国、英国及基地发达国家，租赁住房均在其住房体系中占有重要地位，住房租赁市场发展比较成熟。根据美国人口普查局统计，2017年底，美国住房自有率为69.7%，有超过30%的人口通过租赁市场解决住房问题。根据英国社区和地方发展部的统计，截至2017年底，英国家庭住房自有率为71.2%，有28.8%的家庭靠租房解决住房问题，其中租住公房的占17.0%，租住私房占11.8%。德国的特点是租赁市场比重大于住房销售市场，据统计，目前德国自有住房率42%，租赁住房占58%。研究梳理国外住房租赁市场情况发现，尽管各国住房制度和住房租赁市场建设存在较大差异，但是这些国家都拥有较为完善的住房租赁法律体系以及相关的配套措施。各国住房租赁市场发展都存在不同程度的政府干预，包括租金管制、公共租赁住房建设等直接干预，也包括以税收政策（税收减免和税收抵扣额度）、租金补贴等间接经济调控；有的国家还通过法律、法规将政府的各项补贴、税收优惠、房租标准等以法律形式明确下来，清楚界定住房租赁市场各方的权利和义务，有力促进了住房租赁市场的持续健康发展。

美国作为住房租赁市场最发达的国家，在市场制度规范、企业实务等方面均走在世界前列。同时，美国住房租赁市场的发展与房地产投资信托基金（REITs）密不可分，REITs对美国金融市场和住房租赁市场的作用举足轻重，据Nareit数据显示，截至2018年第一季度末，美国共发行REITs产品222支，市值高达1.13万亿美元，大约有8000万的美国人通过退休金或者其他投资基金持有REITs。在市值方面，1971—2018年，美国REITs的市值总体在不断增加，按投资形式划分的三类REITs中，权益型REITs占绝对的主导地位，且在所有REITs市值中占比越来越大，2017年底其在所有REITs总市值中占比达到了94.02%，而抵押型REITs和混合型REITs市值都非常小。

在亚洲市场中，日本、韩国和新加坡最早出台REITs相关法律，并批准REITs在本国股票市场上交易。通过REITs数据反映市场环境，截至2018年第一季度，亚洲共有149支REITs，总市值达1989亿美元；其中，日本共有58支REITs，总市值达1017.8亿美元，日本的REITs市场在亚洲市场表现最为活跃。



### （一）美国住房租赁市场情况、业务实践及经验借鉴

#### 1. 美国住房租赁市场概况

美国拥有发达的住房租赁市场，无论是住房租赁人口占比还是租赁房屋数量占比，美国都高于中国。具体来看，2017 年，我国租赁人口占总人口的比重仅为 11.64%，而美国这一数据比例高达 35%；在租赁房屋方面，我国 2017 年租赁房屋占总房屋的比重为 18%，而美国这一数据约为 37%。<sup>①</sup>此外，2008 年以来美国的住房自有率和出租空置率这两个指标呈现走低趋势，侧面印证了美国人越来越倾向于租房而非买房。考虑到拥有租房需求的群体规模庞大，美国采取了一系列手段来健全租房的法律法规，保护租户的合法权益以及房租价格平稳增长，以引导人们更加放心选择租房而不是购买自有房产。

为推动住房租赁市场的稳健运行，美国政府部门针对住房租赁市场的供给端与需求端的调控都做了大量工作。在供给端，政府着力发展多样化的房屋供给渠道，从而确保市场供给，包括由私人房地产开发商兴建了大量的市场化租赁住宅，美国住房和城市发展部（HUD）通过给开发商提供贷款和担保、与开发商共同合作兴建出租房，联邦政府兴建的保障性政府资助住宅等。其次是通过有效的税收激励政策调控行业发展，包括收取较高的房产税（一般为 1%~2.5%）、免收增值税、折旧抵税政策和税收抵免计划等。在需求端，制定严格的低收入家庭资格认定标准等相关配套政策，并通过“租房券”来给予低收入家庭适当的补贴，通过政策给予低收入家庭自由选择住房的权利。此外，政府还在金融政策方面予以支持，特别是通过大力发展 REITs 来促进住房租赁市场的繁荣。

#### 2. 美国住房租赁相关法规

租赁制度。美国有较为完善的住房租赁制度与立法建设，为保护租户的权利和稳定房地产市场形成有力支持，规范租赁市场也能使居住成本更加合理、租赁效率更高，促进住房租赁市场的发展。法律要求房东承担适住性担保义务和更多的侵权责任，限制房东终止租赁的权利，给承租人以正当理由驱逐的保护。一些地区还实施了不同程度的租金管制措施，从而保障了承租人拥有健康、安全、稳定且可负担的住所的权利。

<sup>①</sup> 苏宁金融研究院：《中国住房租赁市场怎么发展？》，2018。



表 2 美国住宅租赁法律制度对承租人的权益保障

项目	主要内容
居住环境保障	(1) 房东必须保证租户拥有一个安全、舒适、健康的生活环境(适住性担保义务); (2) 房东对租户未尽相关义务造成的伤害、损失等负有责任(房东的侵权行为责任)
租期保障	(1) 租客非有正当理由不受房东驱逐; (2) 禁止房东报复性驱逐; (3) 禁止房东整租转为多套公寓出租而驱逐租户; (4) 禁止房东基于歧视而终止或更新租约
租金保障	(1) 规定基本租金标准与租金上限; (2) 规定租金的调整期限与幅度; (3) 规定租金上限调整的相关条件与程序

数据来源: 根据广发证券研究资料整理。

REITs 法律制度。美国 REITs 的发展对美国的长租公寓发展起到关键的作用, REITs 的发展离不开美国成熟的 REITs 法律制度。美国《国内税收法》第 856~860 章在组织结构、资产、收入、红利分配与长期负债方面对 REITs 成立的资格条件作出了具体规定, 目的是使 REITs 成为美国房地产市场长期的、标准化的投资工具。美国 REITs 可以为公司制或信托制, 且目前大部分为公司制 REITs。1976 年《REITs 简化修正法》出台之后, 允许 REITs 在原有商业信托的基础上以公司的形式成立。美国 REITs 不强制要求上市, 公募私募形式都存在。至少要有 100 位投资者, 且前 5 大投资者持股比例不得超过 50%, 保证了投资者的分散化。对于资产和收入要求, 需将总资产的 75% 投资于不动产, 至少 90% 的收入进行分红, 满足条件方能节税。

表 3 美国 REITs 设立条件

核心关注点	主要内容
组织结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 公司制或信托制</li> <li>· REITs 的投资者至少 100 人, 其中前 5 大投资者合计持股比例不能超过 50%</li> <li>· REITs 可构建并拥有一个应税主体从事物业租赁服务、物业开发及其他非不动产业务, 允许二者之间存在借贷和租赁交易, 但对该类关联交易施加了较重的税负, 要求其总资产占 REITs 总资产的比例不得超过 25%</li> </ul>
资产要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 需将其总资产的 75% 投资于不动产、抵押贷款、其他 REITs 份额、现金或政府债券等</li> <li>· 对具有纳税主体资格的子公司的股权投资不超过总资产的 20%</li> <li>· 持有除政府和子公司外某一发行人的证券不得超过总资产的 5%</li> </ul>
收入要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 总收入中至少应有 75% 来源于不动产出租或出售利得、抵押贷款利息</li> <li>· 总收入中至少应有 95% 来源于上述资源、股息、利息及证券出售利得(如果 REITs 没能满足 75% 或 95% 的收入测试, 则将承担 100% 的惩罚性税收)</li> </ul>
红利分配要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>· REITs 的应税收入除资本利得与确定的非现金应税收益外, 可免税进行股利分配, 但至少 90% 必须以股利形式派发给投资者</li> </ul>
长期负债要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 无限制</li> </ul>

数据来源: 根据《REITs 简化修正法》等资料整理。



REITs 税收制度。REITs 的发展离不开相关税收制度的支持。美国注重分红所得在投资者层面、REITs 层面及项目公司层面税收上的平衡，以最大限度地避免双重征税。美国 REITs 所享受的穿透性税收优惠，企业的收益与损失可以冲抵企业持有人的个人所得税应税收入，从而避免了双重征税。伞型 REITs 是权益型 REITs 的主流形式，目前美国约有 2/3 新设立的 REITs 采用了伞形 REITs 结构。原因在于根据美国国内税法，REITs 为投资公司，房地产资产在向 REITs 转移的过程中，因资产的所有权发生转移需缴纳资本利得税。而伞型 REITs 通过成立有限合伙企业，将房地产资产转移给合伙企业成为有限合伙人，REITs 再通过发行或募集的资金换取合伙单位（OP）成为普通合伙人，暂时推迟了资产转移产生的资本利得税。只有当 REITs 参与人将合伙单位（OP）出售以换取 REITs 股份或现金时，有关财产的转让才实际发生，因此伞型 REITs 给投资者提供了很好的延迟纳税优惠，投资者通常到愿意承担税务后果时才出售 OP 合伙单位。

表 4 美国 REITs 税收相关法律

投资者层面	REITs 层面	项目公司层面
国内投资者： 股息——企业按 39.6% 预提所得税；个人按 20% 预提所得税 外国投资者： 股息——企业按 30% 预提所得税，转让收益 35% 预提所得税； 个人按 30% 预提所得税（协定税率 10%~25%）；持有 5% 以下 满 5 年转让 REITs 的所得免税	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 用于分红的部分可税前扣除</li> <li>· 未分配部分征收公司所得税</li> <li>· 85% 普通所得和 95% 的净资本利得未分配的征收 4% 的消费税</li> </ul>	租金收入用于分红的部分可税前扣除 其他所得应缴纳公司所得税

数据来源：根据美国国内税法等资料整理。

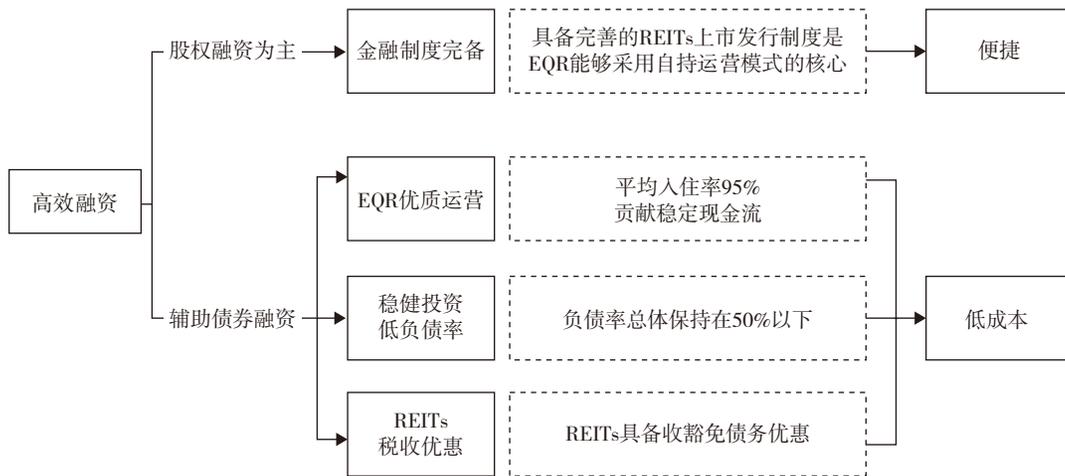
### 3. 美国住房租赁市场典型代表——EQR 实践分析

公平租屋（EQR）是在纽交所上市的美国家第一家上市出租公寓公司，是美国住房租赁企业的典型代表，主要业务是经营和管理公寓。截至 2016 年 12 月，EQR 在全美拥有约 302 处物业，76 513 套公寓，市场价值已超过 200 亿美元。2016 年全年实现租金收入 24 223 万美元，净利润达到 8.6 亿美元。自 1993 年正式上市以来，EQR 坚持围绕美国宏观经济与长租公寓整体市场环境，不断调整公司战略策略，凭借融资、投资、运营三方面优势，始终保持了市场领先地位。

融资优势：依托 REITs 制度优势，多元化的融资渠道。依托美国市场较为便利的融资渠道与 REITs 的成功流通，EQR 将股权融资作为其主要融资渠道，融资方式涵盖普通股、存托凭证、优先股、员工持股计划等。以股权融资为主的融资结构使得公司财务表现较为稳健，近年来资产负债率一直处于持续下跌的状态，并于 2017 年



跌破 50%。除股权融资外，EQR 还以债权融资作为补充。稳健的财务杠杆、优质的运营水平与 REITs 税收豁免债务优惠带来的长期、稳定的现金流使得 EQR 维持较高的信用评级等级与较低的发债成本。同时，EQR 通过借助上市平台优势，积极通过股权融资与债权融资相结合的方式，实现多渠道、低成本快速募集资金，为其规模扩张与业务发展奠定基础。



资料来源：EQR 年报，睿信地产研究院。

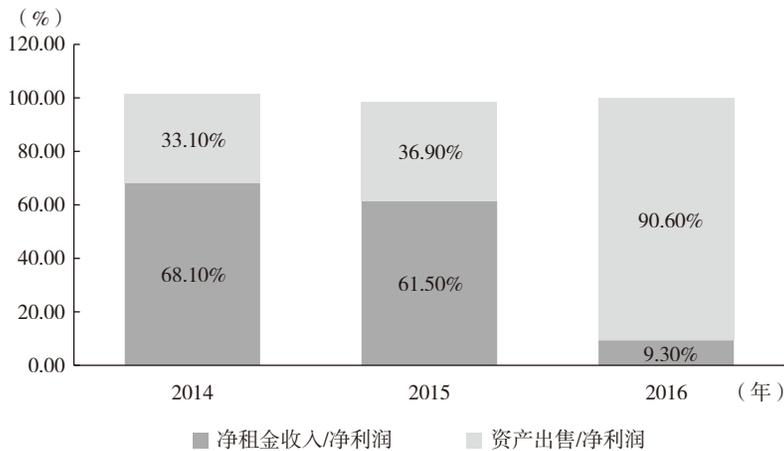
图 2 EQR 融资结构图

**投资优势：**紧跟经济市场脉搏，投资更精准。踏准市场节奏，精准投资，审时度势及时变换市场进攻的节奏，是 EQR 多年一直占据市场龙头地位关键因素之一。2000 年前，在美国整体租赁公寓市场资产回报率较高的情况下，EQR 主要采取借助高效多元的融资渠道进行大规模收购扩张的商业模式。2000 年后，EQR 放慢了扩张节奏，将发展目光集中于租房需求大、成长快、利润更高的市场，采取收购与出售并举的措施战略。

2006 年以来，EQR 加大物业出售力度，通过十余年的深耕布局，实现业务完全剥离非核心市场，仅聚焦于波士顿、纽约、华盛顿、南加利福尼亚、旧金山湾区和西雅图等经济繁荣、人口稠密的地区。随着 EQR 业务的不断调整，“资产增值 + 租金收益”相结合的盈利模式内部构成随之变化，资产出售占净利润的比重逐年上升，并在 2017 年超过租金收益，达到 90.6% 的绝对占比。与此同时，EQR 放慢物业拓储速度，在不断优化资产组合的同时，将业务重心转移至中高端租赁型公寓市场中，通过花园型洋房与中高层住宅租赁两条产品线锁定核心客户群体。EQR 的战略布局使其建立

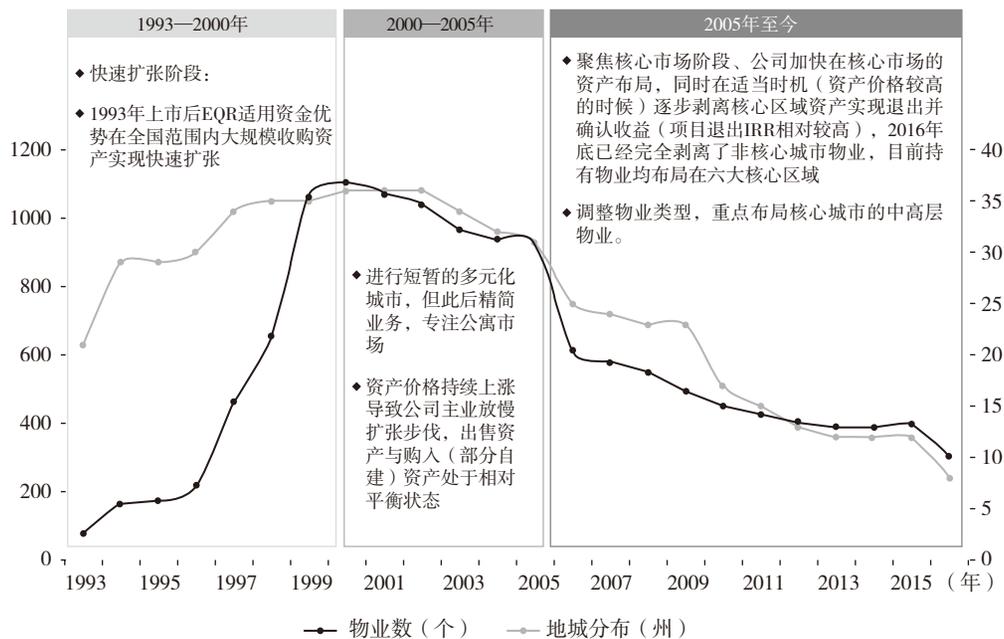


了核心区域公寓的“护城河”，并充分享受区域经济发展、居民消费能力增强所带来的租金增长红利。



资料来源：EQR 年报，睿信地产研究院。

图 3 EQR 净利润来源



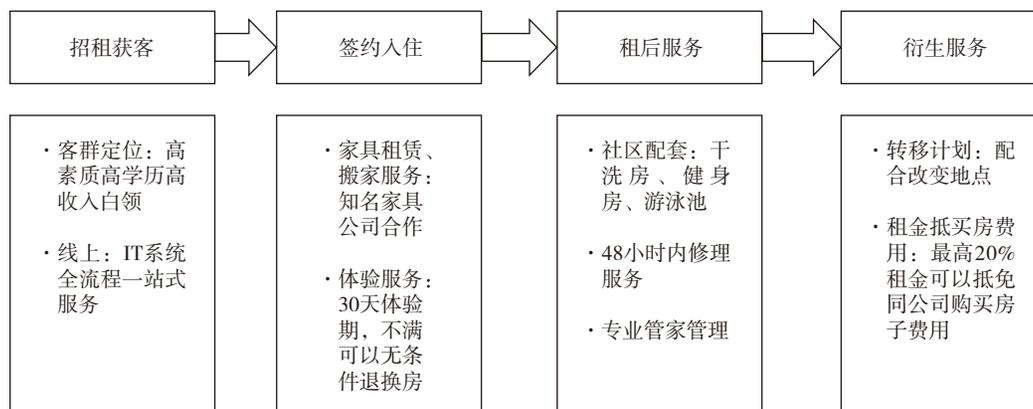
资料来源：EQR 年报，睿信地产研究院。

图 4 ERQ 发展战略

运营优势：高效的运营成本管控和专业化增值服务。规模化发展战略的实施以及日益完善的信息化平台，使得 EQR 运营成本管控能力突出。利用网站完成租客日常租金的支付等业务，极大提高了办事效率，降低了人工成本以及宣传费用。日益健全的 IT 系统，有效提升了人工成本管控能力，同时通过引入第三方，也有效降



低了现金支付相关的操作风险。在增值服务方面，EQR 提供了便利的租住服务以及多种适应性服务、居住辅助服务，极大增加了用户粘性。适应性服务主要体现在，若租户在工作地点、家庭计划等生活改变的情况下，EQR 都会提供配合改变支持，允许租户更换房间和改动租期。在居住之外，EQR 提出租赁转移计划、租金抵扣买房等衍生服务，在为租客提供福利的同时，也实现了租房与买房双向联动。此外，全网络覆盖的房源查询、交流评分、支付租金等功能在消除租客信息不对称痛点的同时，帮助 EQR 进行线上客户导流，实现资源快速优化配置。高效多元的融资、适时调整且精准的投资策略、出色的招租运营以及较强的成本管控为空置率的降低以及实现租金溢价的提升创造了必要的基础，也是 EQR 能够保持市场领先的优秀基因。



资料来源：EQR 年报，睿信地产研究院。

图 5 EQR 全流程的便利服务

作为美国典型的租赁运营商，EQR 在投融资及运营管理方面的经验值得借鉴。除了运营参与主体，美国住房租赁市场还形成了以私募基金、对冲基金、保险为核心，征信为补充，租赁期权为特色的租赁金融体系。其中，私募基金、对冲基金通常以股权投资形式参与租赁项目，通过 REITs、ABS 或 CMBS 等资产证券化形式为租赁运营商盘活存量资产，最终以项目转让、并购、出售等方式实现退出，或项目改造出租获取收益，亦或为租赁运营商提供信贷支持；保险机构主要提供租户保险及租赁保证保险。租户保险为租户个人财产分担风险，租赁保证保险为房东租户补偿违约产生的租金损失、诉讼费用；租赁征信有助于租客建立或恢复信用记录，租赁期权平滑租赁与房屋交易行为，帮助租户提前锁定理想的房屋。各类金融机构共同参与租赁市场，构建了较为完整的租赁金融生态圈。



#### 4. 美国住房租赁经验借鉴

租赁法律法规健全，供需调控有效。美国政府采取了一系列手段健全租赁法律法规，使得市场各参与主体有法可依；同时，加强供需端调控，保持供需平衡，稳定市场价格。一方面发展多样化的房屋供给渠道，确保市场供给。另一方面，通过给予低收入家庭自由选择住房的权利及货币化补贴等举措，增加保障性需求。

构建租赁金融生态圈，推动融资渠道便利化。美国形成了以私募基金、对冲基金、保险为核心，征信为补充，租赁期权为特色的租赁金融体系，鼓励 REITs 发展，盘活了存量住房，为住房租赁企业提供了畅通的融资渠道，引入了专业化的住房租赁运营管理模式，保障了租赁各方的合法权益，促进了住房租赁市场的稳定与繁荣。

业务聚焦与资产获取经验。我国长租公寓参与者，应精准把握资产价格周期，在发展早期通过扩展业务规模来提升市场占有率，扩大自身市场影响，建立品牌效应。在发展中后期，可进行市场细分，有针对性的满足客户需求，在提高资产质量与运营能力的同时聚焦核心区域，缩减出售资产以期连续获得超额收益。可借鉴 EQR 的业务聚焦战略，选取进入门槛高、土地稀缺且较难获取增量资产的经济发展较好城市的核心区域，通过面向中高收入群体的租户战略定位，实现超越同业竞争企业租金收入的涨幅与市场占有率。

REITs 运营与成本管控经验。当前我国公募 REITs 正处于加速推进阶段，可以预期，一旦公募 REITs 正式落地，通过 REITs 自持公寓将成为市场主流运营模式之一。现阶段而言，EQR 在投资以及运营阶段的优势更值得我们借鉴：布局核心城市实现有质量的规模化扩张是 EQR 实现市场领先的前提，全流程的便利服务提高出租率并产生一定的租金溢价是 EQR 创造营收的关键，其中，较高的人员管控效率与强大的 IT 服务系统是收入增长转化为最终盈利增长的保障。我国长租公寓市场参与者，应与长租公寓产业链中相关企业进行积极合作，完善基础服务、夯实保障服务、拓宽增值服务，在减少期间费用支持的同时提高营业收入，维持现金流稳定。

#### （二）日本住房租赁市场情况、业务实践及经验借鉴

##### 1. 日本住房租赁市场情况

日本的租赁规模大且规范。在日本用于租赁的住宅占有所有房屋的 40%，同时有超过八成的房屋是委托给专业公司来打理的。20 世纪 90 年代日本房地产泡沫之后，日本就开始推行不动产证券化，J-REITs 应运而生并得到了充分的发展。日本的租赁



住宅大体分成以下几个类型：国营租赁住宅、都市再生机构的租赁住宅、民营租赁住宅（非木质）、民营租赁住宅（木质）和工资租赁住宅。长租公寓市场特点集中表现在租赁住宅集中于大都市圈、租金水准相对稳定、小面积占比较高、85%的租赁住宅由个人持有等。同时，日本长租公寓市场租赁管理是该市场快速发展的基础，运用专门招租、综合管理和包租等方式进行轻资产方式运营，从而扩大市场规模。

日本租赁市场发展持续稳健，一是得益于其法律相对完善，在日本即便是有正当理由也要提前半年向租户提出退房请求，且不可在租赁中途调整租金，一般是在两年期满后才可以调整租金。二是服务的规范化。日本交通省一般根据租赁住宅市场上比较频繁发生的纠纷案例进行调查研究后，出台比较有针对性和实用性较强的范本，规范服务水准，避免纠纷案件的再发等。三是日本 REITs 的租赁住宅是非常好的投资商品，日本导入 REITs 后，大的房地产企业进入租赁住宅市场，提高了整个市场的服务质量。

## 2. 日本住房租赁相关法规

租赁制度。日本拥有规范的租赁制度，在法律上强化了对承租人的保障。相关法律明确限制了租赁权转让、终止、续约、解约等权利，并规定租金不可随意调整或增长。

表 5 日本法律对承租人的权益保障

法律	主要内容
《日本民法典》	(1) 将租赁期限分为定期和不定期两类；(2) 禁止租赁权的擅自转让与转租；(3) 出租人可以自由转让设有租赁权的房屋；(4) 租金不得随意增减
《建筑物保护法》	以建筑物所有为目的设立的地上权或土地承租权，如果建筑物所有权已经登记，即使地上权或土地承租权没有登记，仍然可对抗第三人
《房屋租赁法》	明确限制了房屋出租人对合同的终止权和续约权
《借地法》	规定了以建筑为目的的土地租赁的法定最短期限，在约定期限的定期租赁中，最短租赁期限视所建房屋性质坚固与否分别为 30 年和 20 年
《借家法》	规定出租人“非有自用之必要或其他正当理由，不得拒绝契约之更新或终止契约”
《物价统制令》	严格控制租金的增长
《借地借家法》	出租人的解约权被大大限制，租金的增减受到法院有效地控制

资料来源：广发证券发展研究中心。

REITs 法律制度的规范。日本 REITs 在组织结构上与美国类似，通常是公司制，且在交易所上市。需要满足至少 50 名投资者，且任何投资者不可单独拥有超过 50% 的份额。对于投资要求，总资产 50% 以上需要投资于合格资产，相较于美国标准较低，收入的 90% 和出售利得的 90% 都要分配给投资者。



表 6 日本 REITs 设立条件

核心关注点	主要内容
组织结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>· J-REITs 通常是公司制，并在交易所上市</li> <li>· 至少满足以下条件之一： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公开发行业且最低发行金额为 1 亿日元；</li> <li>- 财年末，至少有 50 名投资者；</li> <li>- 财年末，由合格机构投资者 100% 持有</li> </ul> </li> <li>· 资产管理必须外包给资产管理人，资产托管功能必须外包给托管公司</li> <li>· 任何投资者不得拥有超过 50% 的发行份额</li> </ul>
资产要求	· 资产总值 50% 以上投资于合格资产（证券、地产、出租权、债务、期票等）
收入要求	· 无限制
红利分配要求	· 若想免除企业所得税，需将每年 90% 以上的净收入进行分配；出售利得的 90% 也应进行分配；出售利得的 90% 也应进行分配
长期负债要求	· 只可以向合格机构投资者借款

数据来源：根据日本相关法律法规整理。

REITs 税收制度。在税收制度方面，J-REITs 也借鉴了美国的方式，虽然应税收入需要交纳 37% 的公司所得税，但是收入可以扣除股利分红后再算为应税收入，也是对分红的收益实行了免税政策。

表 7 日本 REITs 的税收政策

投资者层面	REITs 层面	项目公司层面
1. 居民投资者 个人：持有份额小于等于 3% 所得税率 10.147%，持有份额超过 3% 则按 20.42% 预提所得税 法人：股息 7.147% 预提所得税，且按 37% 征收公司所得税，但预提所得税部分可扣除，出售所得 37% 公司所得税 2. 非居民投资者：20.42% 预提所得税 股息征 15.315%（中央税），5% 的（地方税）； 若投资者在出售前一个财年，持有超过公开发行的 5%，超过非公开发行的 2%，不征日本利得税，否则征 28.05% 的资本利得税	1. 用于分红的所得税可税前扣除； 2. 购买不动产税率：非居民的建筑物 1.6%，居民的建筑物 1.2%（一般为 5%），购买土地 0.6%。 注册税：房屋建筑物（仓库除外）1.3%（一般为 4%）	用于分红的所得可税前扣除

数据来源：根据日本相关法律法规整理。

### 3. 日本住房租赁市场典型代表——Leopalace21 实践分析

Leopalace21 是典型的包租模式公寓运营商，采取“建造 + 租赁”协同发展的商业模式，其“建筑 + 租赁”两大业务线，分别从房源（房东）以及客源（租客）两端出发，通过为出租和承租双方提供全方位的服务，使得房屋全生命周期的业务闭环得以形成。2016 年，公司的总资产为 3 378.28 亿日元，净资产为 1 588.7 亿日元，营业收入为 5 204.88 亿日元，其中租赁业务占比 81%，建造业务占比 14%。Leopalace21 的最初发展以新房建造销售为主、租赁业务刚刚起步。1993—2008 年，其业务战略



向“建造+租赁”协同发展、“以租引建”、侧重建造以包租合约吸引建造订单方向转变。2009年以来，Leopalace21收缩建造业务，聚焦租赁业务，转型为“以建引租”，成为一家专业的租赁公寓运营商。其展业方式特点如下：

**房源获取：**“以建引租”，新进入者壁垒较高。由于其原始资本积累源自于建造业务，相较于普通包租方，其在承租项目时有更多优势。公司可通过更多的渠道获得优质项目，在建造时便开始进行产品的定位决策，使得产品定位和市场需求更加契合。在保障包租房源品质的同时，凭借自身的建造优势充分保障房源端的建筑质量，不仅促进了出租率的提升，且有效降低了运营维护成本。

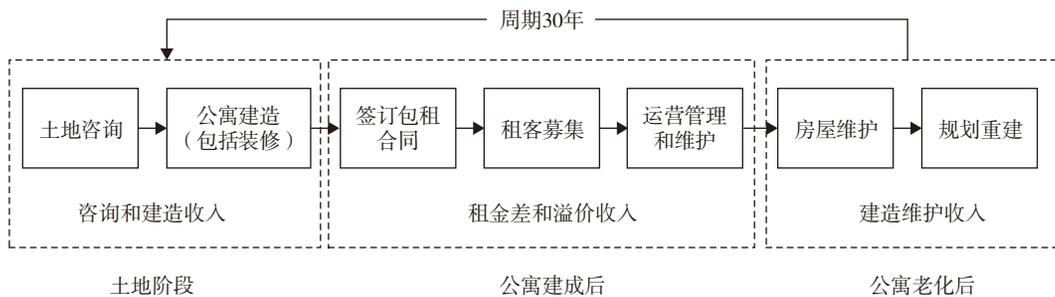


图6 Leopalace21 业务模式：以房屋为核心形成闭环

**产品定位：**“小户型，高坪效”。日本住宅市场的特点是以小户型为主。Leopalace21的小户型住房租赁业务已占据日本租赁市场的近50%。其客户锁定为未婚人群，产品线主要以30平方米以下的小户型为主。小户型拥有更高的单位坪效，易出租，因此极大降低了租房空置率。

**出租模式：**开拓短租市场，优化资源配置。Leopalace21针对商务客户和短期旅游人士推出短租服务，短租的日租金收入更为可观，由于设置完善，价格合理，相较于酒店也有性价比的优势，短租业务作为长租业务的补充，优化了资源配置。

**招租获客：**“线上线下”全渠道营销，聚焦团体客户。Leopalace21在招租获客的渠道多样，客户群体从企业团体到个人客户，从线上网站到线下直营店，布局全面。同时，不断优化设施配备，提供个性化定制加全流程服务。

#### 4. 日本住房租赁经验借鉴

租赁市场法律完备，保护承租人权益。日本政府出台了有关租赁制度、REITs设立、税收制度等一系列法规，并根据租赁市场的法律判例有针对性地制定服务标准，促进了租赁市场规范化发展。另外，法律层面出台了关于出租人的租金增长限制与解



约权限制等法规，有效地保障了承租人的居住权益。

精准的战略定位，提供全流程服务。城市选择布局、目标客户群定位、围绕客户群体进行产品设计和渠道搭建，以及完善的前端和后台运营管理，是国内长租公寓企业目前需要关注的重要方面，在此基础上，为客户群体提供一站式全流程服务，打造品牌，掌握更多租客和房源资源，以期获得稳定的市场占有率。

企业平台化发展，整合资源协同发力。以分散托管模式为主的企业，可以依靠现金流管理、扩大租金规模、组织产业协同来发展。在房源选择方面，应注重目标客户分布，选择合适的地理位置，精准进入供小于求的市场。另外，租赁企业要走出一条特色道路，在市场需求判断、房源获取、运营能力提高等方面下功夫。

### 三、信托参与长租公寓市场业务模式设计

#### (一) 信贷支持模式

##### 1. 同业参与信贷业务模式实践

当前市场参与者面临的最大挑战之一就是融资难。金融机构通过信贷方式解决长租公寓参与方融资需求，是金融机构参与长租市场较为常见的业务模式。近年来，商业银行在参与长租公寓市场中发挥了关键作用，针对供应端和需求端助力市场发展，一些商业银行为租赁企业尤其是开发商提供各类贷款，对承租者提供住房租赁贷款。此外，商业银行还通过自有资金收储房源或建设住房租赁平台等方式参与市场。

表 8 国内商业银行参与长租公寓市场若干案例

银行	合作方	合作形式	时间	计划规模
中信银行	碧桂园集团	签署长租住宅保障性基金战略合作协议，提供保障性基金以及综合金融服务	2017 年 10 月	300 亿元
建设银行	33 家知名房地产企业	建设银行广东省分行将对房地产企业及租赁客户投放住房租赁经营发展资金和个人租房贷款	2017 年 11 月	2 000 亿元
	招商局集团	发布国内首单长租公寓 ABN 产品“飞驰—建融招商长租公寓系列资产支持票据”	2017 年 12 月	注册 200 亿元，首期计划 40 亿元
工商银行广东省分行	广州市住房和城乡建设委员会	为广州市住房租赁市场参与主体提供授信资金支持；与广州越秀集团有限公司、广州珠江实业集团有限公司签署《战略合作协议》，支持住房租赁消费需求	2017 年 11 月	5 000 亿元
中国银行	厦门市国土资源与房产管理局	双方将在住房租赁市场相关的土地供应、试点租赁住房建设、租赁管理平台建设、住房租赁金融创新等领域开展合作，为住房租赁市场各参与主体提供全链条的金融产品与服务	2017 年 11 月	/

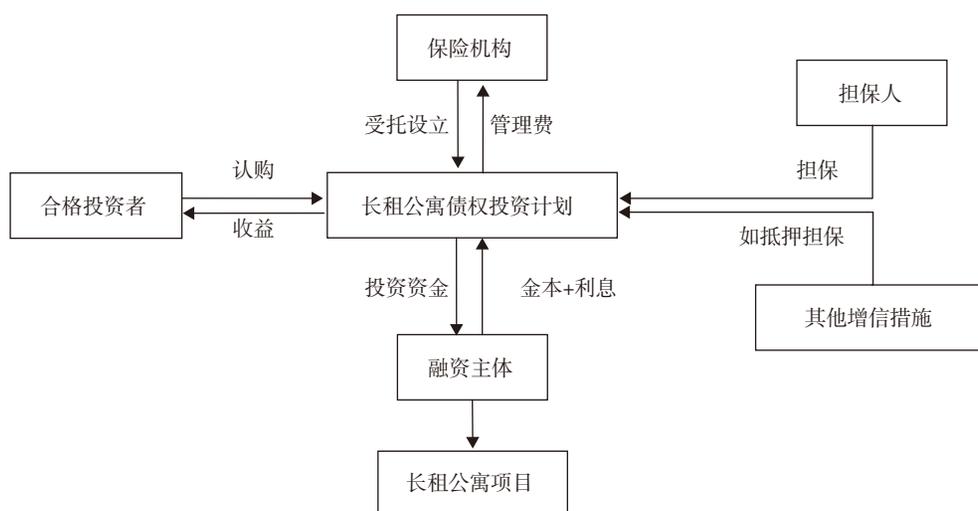


续表

银行	合作方	合作形式	时间	计划规模
交通银行 广东省分行	万科、保利 和佛山建鑫 等企业	给予企业意向性授信额度，专项用于住房租赁业务发展	2017年12月	超1500亿元
中国银行	万科、中海 地产、华润 置地等	签署战略合作协议，计划提供住房租赁领域的融资	2018年2月	超2000亿元

资料来源：睿信地产研究院，课题租整理。

保险机构作为金融市场另一参与主体，2017年底开始介入住房租赁类项目。2018年6月，中国银保监会正式发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》，明确了保险资金可以通过保险资产管理机构设立债权投资计划参与长租市场，为市场发展带来利好。保险机构通过设立债权投资计划，向长租公寓融资主体提供资金支持，常见的交易模式如下：



资料来源：根据公开资料收集，课题租整理。

图7 保险机构债权投资计划交易结构图

## 2. 信托参与长租公寓信贷支持业务的实践案例——北京信托

长租公寓不仅能够满足消费者对于长期、固定且有品质居住空间的需求，而且可以成为政府区域发展、人才引进和安居计划的重要承接方。

以镇江新区为例，围绕镇江新区的功能定位，北京信托设立稳健资本168号集合资金信托计划，发放贷款给镇江新区下设的保障住房建设公司，用于开发建设镇江新区港南长租公寓项目，建成后的长租公寓按照园区企业需求配比，租赁给企业员工。



为了进一步提高长租公寓的服务质量，保障住房建设公司引入魔方公寓运营经验，进行专业化精细化集中管理。考虑到委托方资金成本问题，合作双方约定未来将设立 ABS 或 ABN 承接原有资金信托，有效降低融资成本，实现项目退出。

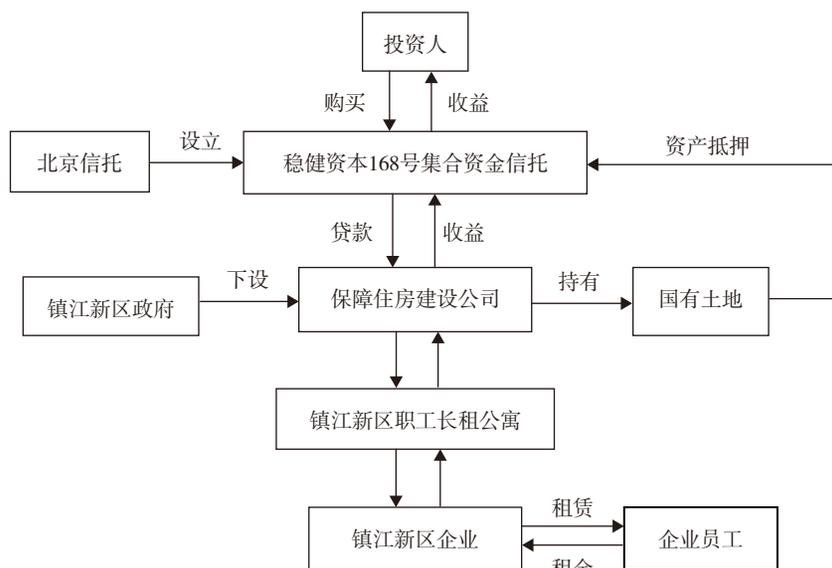


图 8 北京信托参与长租公寓交易结构图

北京信托通过信贷支持方式积极服务地方经济发展，为镇江新区的人才引进及安居配套提供金融支持，产生了良好的社会效应。一是推动“职住平衡”，为园区入住的企业员工提供便利的工作和生活条件；二是有利于打破城市管理中的“微循环”难题，有效缩短企业员工通勤距离和上下班时间，缓解城市交通压力；三是实现在新区内集中供应匹配房源，价格相对可控；四是集中统一管理长租公寓，能够有效降低运营成本，规模效应更加明显；五是引入品牌化的长租公寓，有效解决租房过程中的诸多痛点，为企业员工提供相对舒适的“社区型环境”。

### 3. 信托参与信贷模式设计

信托公司可为长租公寓市场参与主体在物业获取、升级改造、运营等多个环节提供信贷服务。例如，信托公司通过债权融资向长租公寓运营商发放信托贷款，或参照建设银行的“安居贷”，以租约质押向租户发放信托贷款。

与银行和保险机构相比，信托以信贷方式参与长租市场业务实践较少。主要原因是信托缺乏资金端成本优势。未来可考虑与银行和保险机构进行合作，设计结构化集合资金信托计划，信托提供劣后级资金，银行与保险提供优先级资金，实现组合融资。



(二) 股权投资模式

1. 风投机构和私募基金股权投资业务模式实践

风投机构、私募基金与保险机构以股权投资方式介入长租公寓市场。其中，由于长租公寓的前期投入较大，投资周期较长，风险相对较大，在长租公寓行业发展初期，多以风投机构为主。

表 9 国内长租公寓风投机构投资情况一览表

长租运营商	融资时间	融资规模	投资方
魔方公寓	2013年3月A轮	6000万美元	德同资本、华平投资
	2015年5月B轮	2亿美元	华平投资
	2016年4月C轮	3亿美元	华平投资、中航信托
优客逸家	2013年9月A轮	400万美元	君联资本
	2014年11月B轮	2200万美元	经纬中国、海纳亚洲、君联资本
YOU+	2014年9月A轮	1亿元人民币	顺为基金、联创策源
	2015年5月B轮	3000万美元	顺为资本、策源创投、歌斐资产、DST、时代地产、联创永宣
安歆公寓	2014年6月A轮	数千万人民币	中城投资
	2015年12月A+轮	7000万人民币	嘉御基金、中城投资
未来城	2014年Pre-A轮	2500万元人民币	深圳中君泰
蘑菇公寓	2014年2月A轮	数千万人民币	中国平安与IDG资本
	2014年12月B轮	2500万美元	海通开元、IDG资本、中国平安
	2015年11月C轮	3000万美元	KTB投资集团、IDG资本、中国平安、海通开元
青客公寓	2014年9月A轮	数千万美元	达成创投
	2015年6月B轮	1.8亿人民币	赛富基金、纽信创投
美丽屋	2016年1月B轮	3000万美金	创新工场
爱上租	2016年4月A轮	1.01亿元人民币	巨鲸资本
	2017年9月B轮	3亿人民币	顾家家居、远致富海、理想集团、销冠网络
城家公寓	2017年7月Pre-A轮	5000万美元	华住集团酒店、IDG资本

资料来源：课题组整理。

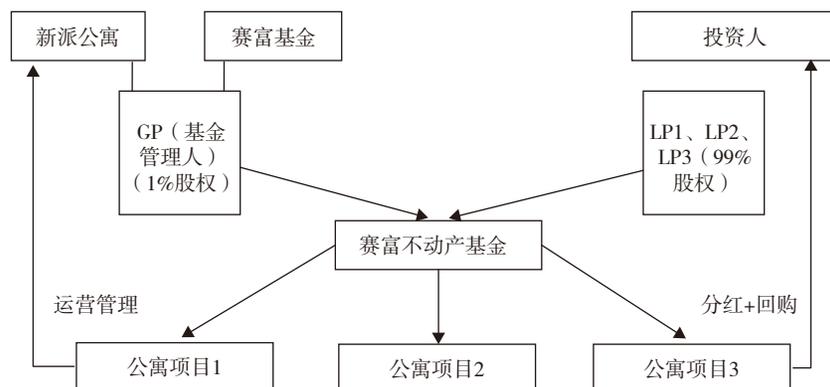


图 9 私募机构设立产业基金股权投资长租公寓项目结构图

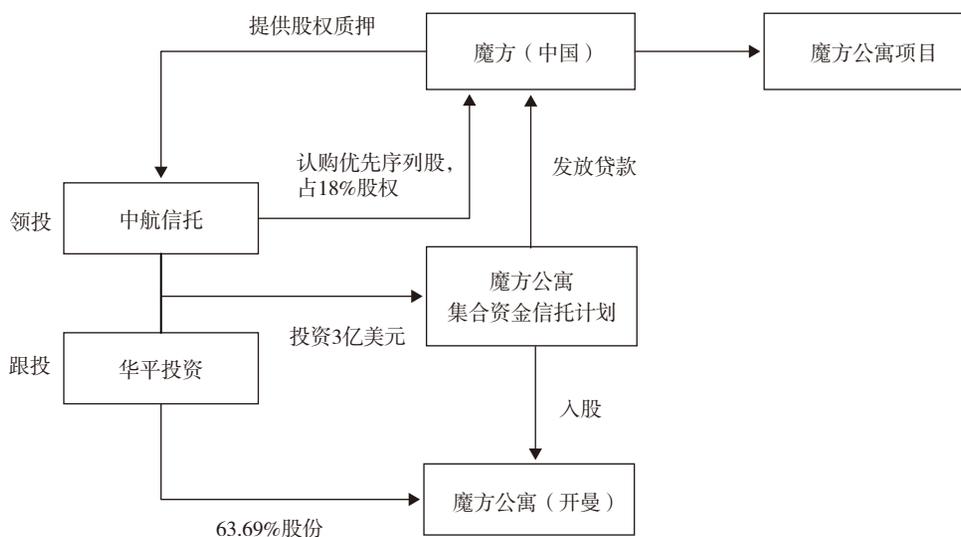


私募机构通过设立产业基金，收购存量物业，交由专业公寓运营商负责运营，后期通过资产证券化方式实现退出。

## 2. 信托参与长租公寓股权业务的实践案例——中航信托

信托公司通过股权或者“股+债”的形式投资于长租公寓运营方，参与长租公寓市场。对于扩张阶段的长租公寓而言，资金需求量大，单轮股权融资无法解决长期资金需求问题，同时单纯的股权融资使得股权过度稀释。由于债权融资不会过多稀释原股东股权，可通过“股+债”的形式来进行融资。

魔方公寓的融资是信托公司参与长租公寓的典型代表案例。2016年4月魔方公寓的C轮融资由中航信托领投，认购魔方公寓优先股，持有魔方中国18%的股份，华平投资跟投。同时由中航信托发行“中航信托—天启912号魔方公寓集合资金信托计划”提供信贷支持。



资料来源：课题组整理。

图 10 中航信托参与魔方公寓融资结构

## 3. 信托参与长租公寓股权投资业务模式设计

一是通过股权的方式与长租公寓运营商建立项目公司，持有一、二线城市的物业资产，对优质资产进行重组。信托公司和长租公寓运营商共同成立项目，项目公司作为基金管理人（GP），同时成立信托计划作为有限合伙人（LP），组建地产基金，用于收购物业资产的主体，负责旗下物业的日常管理与经营，后续可通过开发商回购的方式实现退出。



二是与长租公寓运营商共同建立有限合伙企业。设置双 GP 模式，信托公司与长租公寓运营商共同作为有限合伙企业 GP，对长租公寓项目进行运营管理。按照《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》中提出保险公司可通过直接投资，保险资产管理机构可通过股权投资计划、保险私募基金等综合方式参与长租公寓市场。所以，信托公司设置结构化模式，引入保险资金作为优先级 LP，信托公司设立信托计划作为中间级，并以自有资金参与劣后级，最终通过项目转让或出售，实现退出。

三是与优质的房地产开发商合作，以较为合适的成本获得租赁用地，信托公司获得长租公寓项目股权，共同完成开发、装修与配套服务配置，并以社区的形式整体对外出租。也可以委托专业的长租公寓运营商协助运营，最终通过溢价转让或退出获得收益。

股权投资业务风险相对较大，目前长租公寓行业在快速扩张期，盈利存在诸多不确定性。信托公司如果希望在股权投资业务上有所建树，需要加强对长租公寓市场的研判，提高对交易对手、项目识别和管控能力，选择成长性强的合作伙伴，并与合作伙伴建立良好的信任关系，加速复合型人才的培养。

### （三）资产证券化模式

#### 1. 资产证券化类业务模式实践

在中央明确提出“鼓励金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，向住房租赁企业提供金融支持”“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”和“稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点”等相关政策支持下，以租金收益权为基础的资产支持证券（以下简称“ABS”）及资产支持票据（以下简称“ABN”）、类 REITs 与商业房地产抵押贷款支持证券（以下简称“CMBS”）为代表的长租公寓资产证券化产品相继应运而生。根据 Wind 等相关数据整理，截至 2018 上半年，我国长租公寓资产证券化市场相继推出 18 单产品，包括魔方公寓、自如、新派公寓、保利地产等推出的类 REITs，招商蛇口推出的 CMBS 及 ABN，景瑞三全公寓推出的 CMBS，融资规模超过 900 亿元。

目前我国长租公寓证券化主要有三种模式：租金收益权 ABS、类 REITs 与 CMBS。长租公寓租金收益权 ABS 主要是轻资产模式下的资产证券化方式，类 REITs、CMBS 属于重资产运营模式下的资产证券化方式。



租金收益权 ABS 模式实践：2017 年 2 月，中国首单公寓行业资产证券化产品——“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”在上海证券交易所正式挂牌转让，成为市场上首支长租公寓租金受益权 ABS 产品。

表 10 魔方公寓信托受益权资产支持专项计划产品要素表

产品关键要素表				
专项计划名称	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划			
原始权益人/信托委托人	魔方（南京）企业管理咨询有限公司（以下简称“魔方南京”）			
信托借款人/出质人	魔方（中国）投资有限公司、魔方（广州）公寓管理有限公司、魔方（上海）公寓管理有限公司、城市魔方（北京）公寓投资咨询有限公司（以下分别简称“魔方中国”“魔方广州”“魔方上海”“魔方北京”）			
差额支付承诺人/资产服务机构	魔方（中国）投资有限公司（以下简称“魔方中国”）			
担保人	中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）			
基础资产	系指由原始权益人在专项计划设立日转让给管理人的，原始权益人享有的自 2016 年 6 月 20 日起至 2019 年 6 月 20 日止的魔方公寓资金信托的信托受益权			
现金流归集频率	按月归集			
还款来源	以特定门牌号的公寓所产生租金作为入池资产，包括目前签署租约租户的租金以及未来租户缴纳的租金（魔方公寓的平均租期为 0.5~1 年）			
证券分层	优先 1	优先 2	优先 3	次级
规模（万元）	11 000	11 000	13 000	3 500
规模占比	28.57%	28.57%	33.77%	9.09%
信用等级	AAA	AAA	AAA	不评级
预计到期日	2017-07-01	2018-07-01	2019-07-01	2019-10-01
利率类型	固定利率	固定利率	固定利率	不适用
还本付息方式	每季度付息	每季度付息	每季度付息	分配剩余收益，到期一次还本

资料来源：课题组整理。

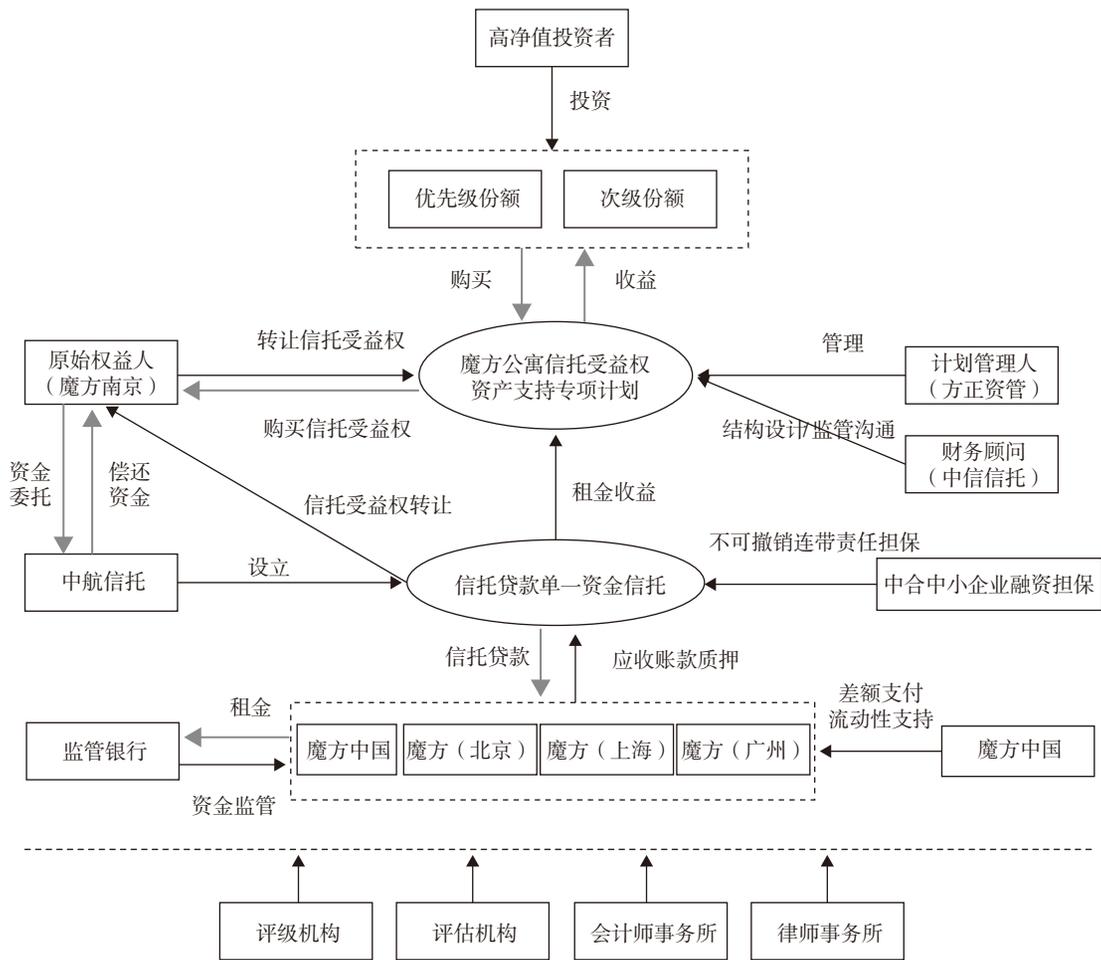


图 11 魔方公寓信托受益权资产支持专项计划交易结构图

长租公寓租金收益权 ABS 交易结构采用双 SPV 模式。长租公寓的运营方或关联方作为原始权益人，将资金委托给信托公司设立信托并取得信托受益权。信托资金用于向融资方发放信托贷款，而原始权益人获得的信托受益权作为基础资产转让给专项计划。

在双 SPV 交易结构中，信托计划作为底层 SPV，主要用以实现基础资产的转让与破产隔离；资产支持证券作为上层 SPV，主要用于资本市场融资。设立双 SPV 交易架构可以解决风险隔离难题，创设“可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或者财产”，解决租金收入无法直接作为基础资产的问题。

长租公寓类 REITs 模式实践：2017 年 10 月，国内首单长租公寓权益型类 REITs 产品——“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”正式“破冰”，成为市场上第一支长租公寓类 REITs。



表 11 新派公寓权益型房托资产支持专项计划产品要素表

产品关键要素表		
专项计划名称	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	
原始权益人	洋部落（北京）企业管理咨询有限公司	
借款人 / 抵押人	北京通达富资产管理有限公司	
计划管理人	渤海汇金证券资产管理有限公司	
基金管理人	天津赛富盛元投资管理中心（有限合伙）	
物业运营方	青年乐（北京）企业管理有限公司	
基础资产	由原始权益人（作为初始的基金份额持有人）转让给计划管理人的、原始权益人根据《基金合同》在契约型私募基金项下持有的全部基金份额	
抵押物	新派公寓 CBD 店	
证券分层	优先级	权益级
规模（万元）	13 000	14 000
规模占比	48.15%	51.85%
信用等级	AAA	NR
融资期限（年）	3+2	3+2
利率类型	固定利率	不适用
还本付息方式	按年付息，到期一次还本	不分配利息，到期一次还本

资料来源：课题组整理。

长租公寓类 REITs 交易结构采用资产支持专项计划募集合格投资者的资金，借助契约型基金作为载体，收购标的物业资产所对应项目公司股权，实现股权过户，从而控制标的物业资产，以物业资产的租金或其他经营收益偿还投资者利息。融资方通常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。

反向吸收合并是实现税收筹划的最重要的步骤。通过项目公司反向吸收合并 SPV，私募基金对 SPV 持有的债权与股权转化为私募基金对项目公司的债权与股权，达到税收筹划、避免更名及重新签署或变更底层相关租赁合同的效果。

长租公寓 CMBS 模式实践：2017 年 12 月，招商蛇口发行全国首单长租公寓 CMBS——“招商创融—招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划资产支持证券”，是全国首单储架式长租公寓 CMBS，储架融资规模为 60 亿元，分多期发行。

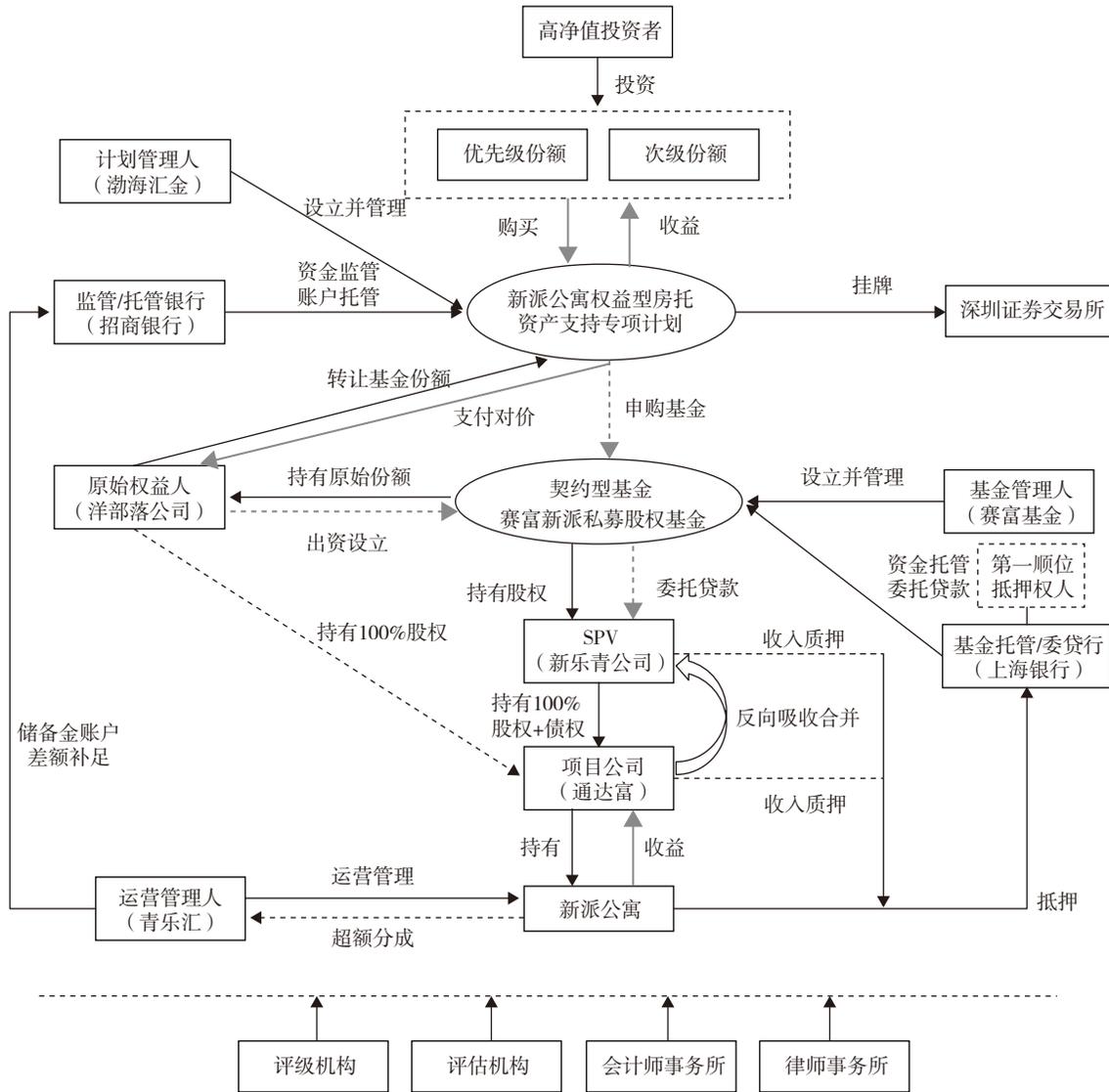


图 12 新派公寓权益型房托资产支持专项计划交易结构

表 12 招商蛇口长租公寓资产支持计划产品要素

产品关键要素表	
专项计划名称	招商创融—招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划资产支持证券
原始权益人	深圳市招商置地投资有限公司
借款人 1/ 抵押人 / 出质人 / 还款补足义务人	深圳市招商公寓发展有限公司
借款人 2/ 收回承诺人 / 差额补足义务人	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
计划管理人	招商证券资产管理有限公司
物业运营方	深圳市招商公寓发展有限公司
基础资产	由原始权益人（作为初始的基金份额持有人）转让给计划管理人的、原始权益人根据《基金合同》在契约型私募基金项下持有的全部基金份额



续表

产品关键要素表		
抵押物	四海小区 1826 套物业	
证券分层	优先级	权益级
规模 (万元)	199 000	1 000
规模占比	99.5%	0.5%
信用等级	AAA	NR
融资期限 (年)	3×6 (可提前退出)	3×6 (可提前退出)
利率类型	固定利率	不适用
还本付息方式	按年付息, 到期一次还本	不分配利息, 到期一次还本

资料来源: 课题组整理。

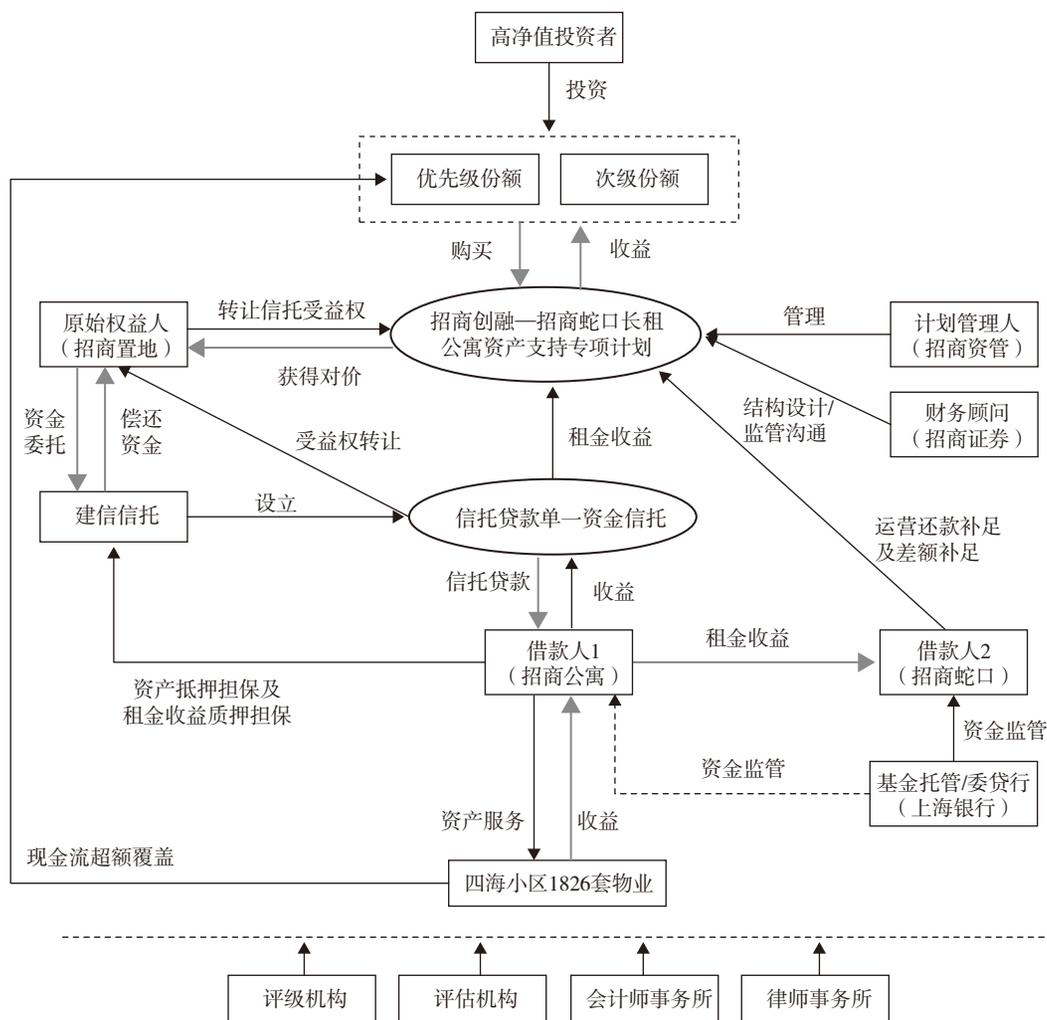


图 13 招商创融—招商蛇口长租公寓资产支持计划交易结构



长租公寓 CMBS 的交易结构采用资产支持专项计划募集合格投资者的资金，用于获得原始权益人的信托受益权。通常由原始权益人以长租公寓资产为底层标的，通过抵押获得融资，在到期日偿还贷款并解除抵押。原始权益人保留物业资产的所有权，可充分享受抵押期间地产增值的红利。

此交易结构也采用双 SPV 结构，将基础资产由收费权转换为债权，保障了现金流的特定化和可预测性。

总的来说，以上三种资产证券化模式的基础是现金流回款稳定且能够实现超额覆盖，另外需要有强主体增信或运营管理能力较强。

## 2. 税收筹划及现金流测算

(1) 税收策划。在 REITs 交易结构中税收筹划有明显的效果。原始权益人设立私募基金持有基金份额，并通过 SPV 以股权 + 债权的形式实际控制项目公司，项目公司反向吸收 SPV 最终实现资产重组，实际上对于整个 REITs 起到了税务筹划的作用。

表 13 REITs 税务筹划一览表

发生环节	税种	税基	参考税率	收取频率	是否可免	承担方
重组环节	增值税及附加	出资取得全部价款和价外费用减去购置原价或者取得不动产时的作价后的余额	5%~6%	重组时 一次性	可免	原始 权益人
	土地增值税	转让房地产的增值额	增值部分的 30%~60%		可免	
	契税	出资支付的全部价款	3%~5%		可免	
	印花税	新设公司出资额及房产过户书据金额	0.05%		-	
		委托贷款金额	0.005%		-	
所得税	以公允价值销售物业所确认的资产转让所得 / 损失	25%	-			
持有环节	房产税	租金收入 / 房产账面价值	12% (从租) 或 1.2% (从价)	计划设立 后每年	可筹划	项目 公司
	增值税及附加	租金收入 / 利息收入	11%~13%		可抵扣	
	租金印花税	租金收入	0.1%		-	
	土地使用税	土地面积	各地征税标准 不同		-	
	所得税	项目及公司税前利润	25%		可免	

数据来源：课题组整理。



(2) 现金流测算。现金流测算。通常需要根据标的项目的经营收入进行现金流测算。标的物业的经营收入主要受长租公寓的租金收入、租金增长率、出租率和租金收缴率的影响（假设长租公寓 ABS 项目存续期是  $3 \times 6$  年）。

在租金水平方面，基于最低月的租金、次低月租金、最高月租金三个维度掌握预测时点目标项目已出租单位建筑面积的平均租金，同时分析目标项目周边房地产市场情况、配套完善程度、交通通达情况、商业繁华程度及目标项目自身状况，综合预测期间目标项目的平均市场租金数值。

在租金增长率方面，需要根据目标项目过往三年的租金增长率情况，分析项目所在地区近十年的住宅租金平均增长率及物价水平变化情况，从而预测未来租金水平保持在一个上限值、中间值、下限值的增长率。

出租率方面，根据目标项目过往三年的不同的出租率情况，预测未来前五年目标项目的出租空置率取中间值，后十三年的出租空置率取低值。

运营支出方面，主要需要考虑租赁管理费和维修费，此外还有房产税、增值税、城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加、印花税、保险费、城镇土地使用税等经营税金。

根据以上各个数值，可以预测项目存续期的现金流。

正常情况下，假定目标项目的现金流收入符合测算的现金流。根据专项计划的分配方案，能够测算出各期必备金额对于信托贷款本息及信托费用的覆盖倍数；并获得各期必备金额在扣除信托费用后，对优先级资产支持证券本息及专项计划费用之和的覆盖倍数。如果覆盖倍数超过 1.1，通常可以认为能够实现超额覆盖。

压力测试。如将优先级资产支持证券的预期收益率均上调一定基点，在此压力景况下，各期必备金额对信托贷款本息及信托费用覆盖倍数不低于 1 倍；必备金额在扣除信托费用后，对优先级资产支持证券本息及专项计划费用之和的覆盖倍数不低于 1 倍；专项计划存续期间必备金额总和在扣除信托费用总和之后，对优先级资产支持证券本息及专项计划费用之和的覆盖倍数不低于 1 倍，即通过压力测试。

### 3. 信托公司参与长租公寓资产证券化模式设计

信托公司可以介入长租公寓全链条服务，参与长租公寓资产证券化 Pre-ABS、受托人 SPV、普通合伙人 GP、财务顾问、ABN 承销等传统及衍生的主动管理业务。

(1) Pre-ABS。信托公司参与长租公寓运营商的 Pre-ABS 前期融资通常基于 ABS 全流程，通过发行集合资金信托计划的方式，为长租公寓运营商提供资金支持。



后期，信托公司主动选择成熟的地产基金，以 ABS 或 ABN 的方式将具有稳定租金合约和现金流的租金收入证券化。运营商获得相对较低成本资金后偿还信托公司，信托公司实现项目退出。

(2) SPV。据课题组不完全统计，中航信托、建信信托、外贸信托、爱建信托、陆家嘴信托、华能贵诚信托等多家信托机构通过 SPV 方式参与长租公寓业务。该模式下，一方面，信托公司作为受托人角色，实现 SPV 风险隔离。另一方面，信托公司从 SPV 搭建做起，做租金受益权 ABS、ABN、CMBS、类 REITs 的受托人，为未来公募 REITs 以及承担更多职能做准备。

(3) 普通合伙人 GP。信托公司可在权益类 REITs 产品中作为普通合伙人 GP，购买劣后级资产支持证券，与运营商共同分享权益类资产升值的机会。如新派公寓权益型房托资产支持专项计划中，杭工商信托不仅通过自有资金购买优先级份额，还作为 GP 参与到这个类 REITs 项目的管理中，随着项目成功上市退出，获得丰厚的信托收益。

(4) 财务顾问。信托公司可以财务顾问角色介入长租公寓 ABS 业务，在交易结构设计、业务系统搭建、监管沟通、并购管理等方面深度参与长租公寓市场，进行主动管理。如中信信托在魔方公寓信托受益权资产支持专项计划中担任财务顾问角色。

(5) ABN 承销人。银行间交易商协会已批准中信信托等 6 家信托公司为非金融企业债务融资工具承销商，承销包括 ABN 等多种非金融企业债务融资工具。未来信托公司可作为发行载体承销 ABN 业务，在长租公寓市场中开拓更多业务可能。

随着资管新规的发布，信托公司应积极探索资产证券化业务权益类产品，比如公募 REITs、自有资金投资劣后级、股权投资，作为战略投资者参与长租公寓项目运营，更多的发挥主动管理能力，如判断行业趋势、提供投资策略、搭建 ABS 交易结构与评估体系、提供 ABN 承销责任、设计退出机制等。

#### (四) 消费金融模式

##### 1. 信托参与长租公寓消费金融的实践案例

外贸信托、中信证券与自如合作的“中信证券·自如 1 号房租分期信托受益权资产支持专项计划”，是市场上第一支长租公寓消费金融业务。



表 14 “中信证券·自如 1 号”产品要素表

产品关键要素表	
项目名称	中信证券·自如 1 号房租分期信托受益权资产支持专项计划
基础资产	基础资产为信托受益权，而信托受益权对应的底层资产为信托计划向北京自如资管的长租公寓租客发放的房租分期小额贷款债权
发行规模	5 亿元 其中优先档 4.5 亿元，占比 90%；次级档 0.5 亿元，占比 10%
债券评级	优先档 AAA，次级无评级
预期到期日	2019 年 1 月 19 日
预期收益率	优先档 5.39%，次级不适用
付息频率	优先级：循环期按季付息，分配期按月付息 次级：期间不参与分配
还本方式	优先级：循环期不偿还本金，分配期过手摊还本金 次级：优先级证券本息偿付完毕且向差额补足承诺人偿还相当于其已实际履行的差额支付金额后获得剩余资金
增信措施	结构分层：优先级 / 次级 = 9 : 1 差额支付承诺：合作机构对专项计划提供差额支付 外部信用增进：中证信用对差额补足提供不可撤销的连带责任保证担保 外部信用触发机制：设置与合作机构履约能力相关的加速清偿事件
原始权益人	北京自如众诚友融信息科技有限公司
差额支付承诺人	北京自如资产管理有限公司
资产服务机构	北京自如资产管理有限公司
担保人	中证信用增进股份有限公司
计划管理人	中信证券股份有限公司
信托计划受托人	中国对外经济贸易信托有限公司
评级机构	中诚信证券评估有限公司
法律顾问	北京大成律师事务所
会计事务所	立信会计师事务所
托管银行	中信银行股份有限公司总行营业部

资料来源：课题组整理。

以消费金融的角度切入长租公寓市场形成公寓行业 ABS 产品，是由原始权益人提供资金，受让信托公司设立的信托计划受益权，向长租公寓承租者发放房租分期小额贷款，形成基础资产；原始权益人将信托受益权转让给资产支持专项计划，由专项计划管理人根据底层资产的现金流，设计结构化 ABS；投资者认购专项计划，募集资金交由原始权益人，专项计划成立。

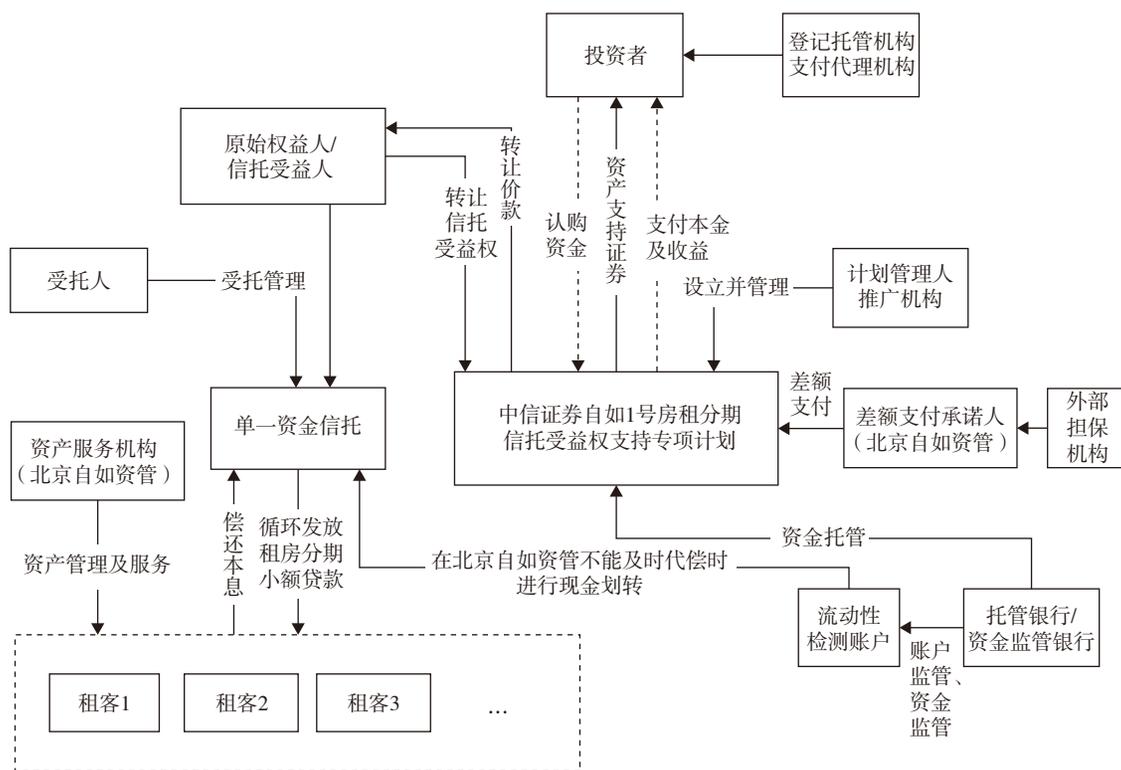


图 14 “中信证券·自如1号”交易结构

租金贷 ABS 的本质是用租金折扣来换取租金趸缴，用消费者集体信用替代二房东自身的弱信用。此模式的基础条件是，运营商需具备强大的业主资源和租客资源，现金流稳定，消费贷款合同合法有效。在该案例中，自如作为长租公寓运营商，通过押一付三获得业主方住房租赁权，外贸信托作为消费贷款的提供方，协助承租人向自如一次性付款，并享受折扣优惠。房屋承租人承担了分期贷款的利息，并获得了一次性付款的折扣。

在风险控制方面，该产品通过设置流动性监测账户，保证资产池现金流回款稳定；通过设置循环购买的安排和提前结束循环期进入分配期的方式，防止资金沉淀的同时，保证了资产池回款在循环期内始终处于贷款状态。

## 2. 信托参与长租公寓消费金融展业思路

(1) 助贷服务。信托公司可通过消费金融嫁接长租公寓，一方面，借助自身消费金融信息化系统，与运营商资源对接，以平台+数据服务模式，对底层资产进行初级审核、筛查，并通过外采数据、联合建模等形式确保底层资产安全性与准确性；另一方面，通过结构化安排，帮助运营商寻找优先级资金，自身通过购买中间级，获得权益型收益，同时通过对项目主动管理，实现贷前、贷后全程监管、汇款代扣等全



流程风控。

(2) 消费信托业务。针对长租公寓承租人设立消费信托产品，为客户提供消费权益选择权，如可以低价或免费租房的权益、养老信托入住权等。

对于长租公寓市场的消费金融信托，一方面，应从租赁端加强消费金融监管。对趸缴租金的使用制定规范，引入账户托管或第三方监管服务机构；关注租赁市场的结构，防范垄断现象；建立租赁运营企业的监测系统，制定租赁运营企业破产预案，对经营不善，有破产可能的运营企业进行强制托管；关注二房东与租户签署的租赁合同，以及二房东与房东签署的资产管理合同中的消费者保护条款等。

另一方面，应从金融端加强消费金融监管。监管部门应坚持让市场机制发挥作用，统筹平衡金融监管与长租公寓市场投融资需求之间关系。鉴于破产隔离对于消费贷 ABS 的重要性，在贷款合同、租赁合同和资产管理合同中，就各种破产情形下各方的权利义务进行较为明确的约定。从基础资产角度来讲，逐步形成基础资产的入池标准。对发行 ABS 企业设置准入制度。加强信息披露，将趸缴租金的选择权交给消费者，向消费者揭示其可能面临的风险，保护消费者权益。

#### (五) 供应链信托参与长租公寓市场的设想

##### 1. 供应链信托业务模式设计——以运营商为核心企业为例

准确找出核心企业、确定核心企业交易意愿、锁定核心企业信用，是供应链金融业务的关键。在长租公寓物业升级改造的产业链中，针对运营商，上游企业为以建材、家具类企业及装修公司为主的供应商（以下简称“供应商”），下游为租户。

信托公司可以围绕长租公寓物业升级改造，以运营商为核心企业开展供应链信托业务。通常运营商需具备良好的信用资质，供应商有较大规模的应收帐款债权。在物业升级改造中，信托公司利用产品设计灵活、与中小企业有良好的合作经验的优势，引入保理商，以解决债权人与基础资产过于分散，无法通过某一企业进行基础资产的内部归集问题。基于运营商良好的主体信用，供应商作为原始权益人，与保理商签订保理合同，委托保理公司出售供应商对长租公寓运营商的应收账款债权，实现反向保理。信托公司以运营商为核心企业成立资产支持票据募集资金，支付对价给保理商。保理公司获得资金后，支付对价给供应商，运营商向合格投资人还本付息。

反向保理依托于供应链核心企业的信用，沿着交易链条反方向，向与核心企业有长期稳定业务往来的供应商提供保理融资服务，通常采取“1+N”模式，“1”即信用等级较高、偿付能力较强的核心企业，“N”即与核心企业存在供应关系的供应商，



其本质是供应商基于真实的商业交易，将核心企业的信用转化为自身的信用从而实现较低成本融资。

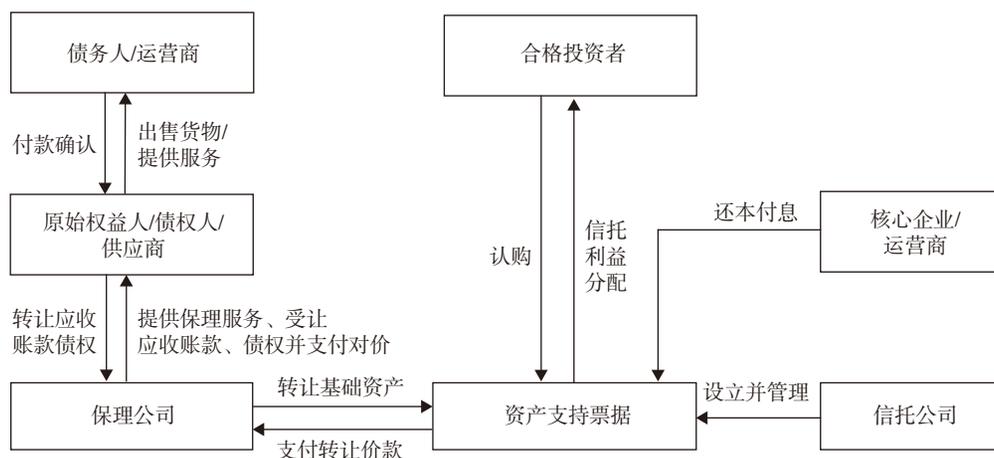


图 15 核心企业为长租公寓运营商的供应链融资模式交易结构图

以上业务模式中风险控制要点，一是储架发行（即“一次备案，多次发行”）和“黑红池”机制，解决资金沉淀和资产池内资产期限短但审批备案时间不确定问题。二是核心资产的确权，信托公司应取得对核心资产的书面确权文件，确认标的应收账款真实、合法、有效及完整，规避应收账款回款不确定性风险。三是资产池应对于信托计划形成超额覆盖抵押。

## 2. 供应链信托业务模式展业思路

聚焦租赁行业，深入产业链各环节。一是要聚焦租赁行业，加深对行业的理解，提升相关风险的把控能力；二是要拓展上下游产业链，使供应链信托业务在长租公寓的各个环节发挥积极作用；三是要选择产业链中的重点节点，从“商流、物流、信息流”出发，直接与在供应链中发挥主导作用的核心企业合作，或者通过与具有特色的保理公司、供应链上下游公司深度合作，使信托成为长租公寓产业链发展中不可或缺的一环。

发挥业务协同作用，深度参与长租公寓市场。信托公司在供应链信托业务中，可以凭借风险隔离制度、交易结构设计灵活等优势，参与供应链融资 Pre-ABS、SPV、ABS 承销等业务，提供融资支持及资产归集等服务。例如信托贷款、应收账款转让或质押融资、资产证券化融资、股权及存货质押融资等，最大程度的满足客户的各类融资需求，并能够优化资产负债结构、缩短账期、盘活资产、改善现金流等等。同时，可以通过对相关企业进行股权投资，与核心企业共同分享产业链的成长收益。此外，



要深挖中小企业需求，信托可以结合核心企业降低采购 / 营销成本、提高供应链稳定性、提升资本市场表现等需求为切入口，协助核心企业进行供应链财务管理设计。

明确长期战略规划，增强整体运营效率。信托公司布局长租公寓供应链金融业务，需要明确战略发展方向、保持定力，同时提升综合管理效率。强大的信息系统是提升供应链信托业务运营效率的关键。作为转型创新业务，供应链金融具有独特的业务流程和操作特点，需要信托公司在风险控制、项目管理、信息系统支持、资金募集、激励机制等方面支持配合。

### （六）集体土地流转参与长租公寓市场设想

#### 1. 世联行实践案例

世联行作为较早布局长租公寓的地产商，旗下的红璞公寓以集中式长租公寓为主，其房源主要来自国企和村集体 / 街道。世联行官网显示，2017 年世联行在全国累计签约收房数量达 10 万间，完成装修并投入运营房间数达 3.5 万间，平均出租率达 81%。世联行先后已与 90 个村集体合作了 140 余个项目，占其房源的 40% 左右。世联行通过与村镇集体合作，充分从旧改项目获取房源，其合作模式为主要有四种：

一是直接租用村级留用地：村级留用地的租期大部分为 10 年、15 年、20 年，取得村级留用地之后进行装修改造、规划报批之后获得经营许可证，可进入经营环节，村集体对承租方的主要要求是履约能力强、运营能力正规。世联行作为上市企业，履约能力相对有保障，已在杭州落地此类项目约 16 个，运营能力受到认可。

二是早期介入土地开发：世联行从建设期前锁定产品定位设计、物业交付要求及物业用途。

三是股权合作：以股权投入到村级留用地的开发，共同持有物业，实现整个项目的长期持有运营。

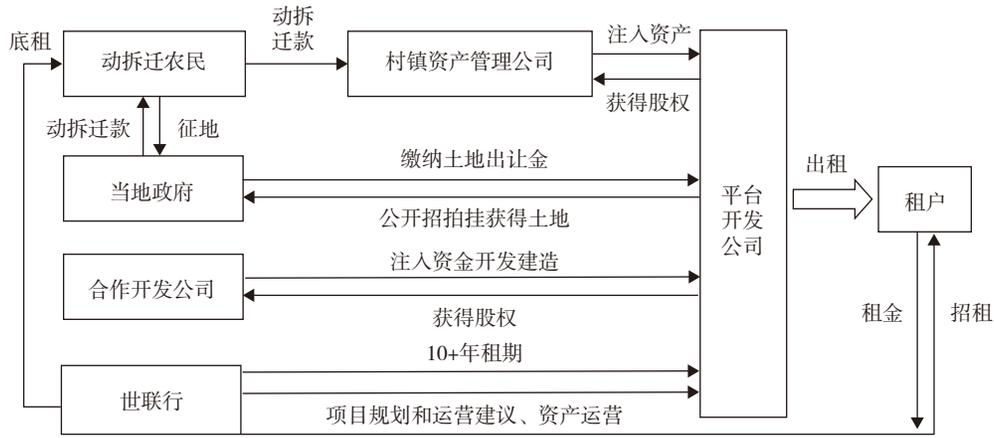
四是合作运营或委托运营：开发之后运营商作为服务方进入，以合作设立公司或者委托运营的方式实现租赁用地的运营。

#### 2. 信托参与长租公寓集体土地流转业务模式设计

信托参与长租公寓集体土地流转业务，可以有效地实现土地经营权和使用权的分离。根据自然资源部、住房城乡建设部发布的《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，北京、上海、南京等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。试点城市的村镇集体经济组织可以自行开发运营，也可以通过联营、入股等方式建设



运营集体租赁住房，并可在建设用地使用权登记、房屋所有权登记、租赁备案、税务、工商等方面获得政策支持。



资料来源：海通证券。

图 16 世联行与村集体的合作模式结构

通过借鉴中信信托、北京信托等开展土地流转信托的良好实践经验，设计长租公寓集体土地流转业务模式。信托公司从集体建设用地的试点城市切入，与其村镇集体经济组织合作设立集体土地流转信托，引入长租公寓运营商，信托公司接受村镇集体经济组织的委托，以土地财产权入股，长租公寓运营商以资金入股共同成立长租公寓开发公司，同时信托公司监督长租公寓项目的管理运营以及租金回款，确保租户的租金按时偿还至土地信托。

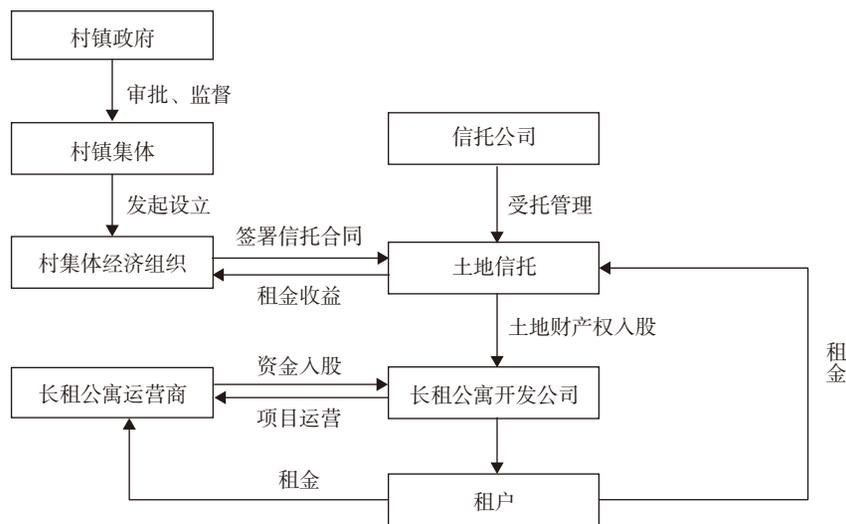


图 17 信托参与长租公寓集体土地流转业务结构模式



这种模式的主要困难在于两个方面：一是集体土地建设租赁住房仍处于探索阶段，土地确权相关法律还未健全、集体用地拿地成本较高、招拍挂程序复杂等问题影响此业务开展；二是信托公司对长租公寓集体土地项目预期现金流不乐观。集体土地使用权难以抵押，该业务多开发在偏远地区，收益回报存在较大不确定性。

### 3. 信托参与长租公寓集体土地流转业务展业思路

开发建设阶段。信托公司可以从与村镇集体经济组织开展合作切入，一是与集体土地存量规模较大的村镇集体合作，为取得集体土地使用权证和房屋所有权证的租赁住房项目公司提供债权融资支持，或以股权投资模式共同参与项目开发，提前锁定优质项目。二是直接为村镇集体经济组织提供土地信托服务，创新业务形式，由村镇集体将集体土地的使用权委托给信托，由信托公司引入长租公寓运营商，对项目进行开发与运营管理，未来信托公司通过集体土地权益流转，实现退出。

运营管理阶段。信托公司联合优质运营商，在资金供应链前端，可拓展 Pre-ABS 业务，向运营商提供股权或债权融资，满足其快速获取房源的需求；中端充分利用租房消费场景布局消费金融业务；后端再将具有稳定租金收入的现金流进行证券化，构建完整的业务闭环。同时，应发挥信托 SPV 的制度优势，充分挖掘其中的服务空间，开展事务管理型业务。

紧紧围绕租赁住房政策，拓展长租公寓业务。目前国家大力引导房地产开发企业与住房租赁企业合作，发展租赁地产；鼓励各地通过新增用地建设租赁住房，在新建商品住房项目中配建租赁住房等方式，增加新建租赁住房供应；允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。因此，信托公司业务拓展中，一是根据集体土地特殊属性，信托公司可以联合村镇集体通过一些制度性安排，以降低土地成本，在集体建设用地上建设蓝领或者企业职工长租公寓。二是通过参与租赁用地、商改租用地、工改租用地以及酒店物业、国有建设住宅用地的建设开发，参与长租公寓市场。

#### （七）以长租公寓为试点开展公募 REITs 设想

##### 1. 国家政策支持发行住房租赁房地产 REITs

2018 年 4 月，证监会与住房和城乡建设部联合发布的《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确提出试点发行住房租赁房地产 REITs，为长租公寓试点开展公募 REITs 提供了制度支持。

根据人民银行发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，目前公募产品的主要投资方向为标准化债券类资产以及上市公司股票，除此之外也可以投资



符合法律法规和金融管理部门相关规定的商品及金融衍生品，所以未来信托将是实现公募 REITs 的途径之一。

## 2. 国内现有类 REITs 产品与国外主流 REITs 比较

由于国内尚无 REITs 的相关法律法规，目前市场上发行的产品，仅是部分符合国外成熟市场 REITs 的标准，一般称其为类 REITs 产品。这些产品在交易结构、税负水平、收入来源、收益分配方式、募集范围等方面，与国外成熟市场 REITs 产品具有一定差异。

美国 REITs 属于国外主流 REITs，主要有以下特点：一是税收优惠。美国 REITs 成立缘于避税需求，税法赋予 REITs 在企业层面不需交税或者少交税，同时也对 REITs 的房地产转让环节给予税收优惠，投资者仅需在个人收益层面缴纳个人所得税，这样便避免了重复征税；二是投资门槛较低且流动性较好。REITs 多数公募，发行后可在公开市场自由交易；三是收益率较高且相对稳定。REITs 的投资风险和收益介于债券和股票之间，股利收益占比较高，收益率较为稳定；四是 REITs 投资于不同物业资产，有效分散了风险。

相比于国外主流 REITs，我国市场上发行的多是类 REITs 产品。在税收方面，要求资产转移过程中缴纳 25% 企业所得税，若原始权益人为房地产开发公司还需按累进税率缴纳 30%~60% 土地增值税，若在《公司法》允许的条件下通过公司制成立 REITs 公司，在 REITs 公司运营层面需缴纳公司所得税；收入大部分来源于项目成立时的基础物业公司运营收入、处置收入等；在收益分配方面没有法律法规相关要求；在募集形式上属于私募，投资门槛多以 100 万元起。

对比而言，国内开展公募 REITs 面临税负过高、收入来源不稳定、缺乏收益分配机制、投资门槛较高等问题，公募 REITs 的推出，首要的是从制度层面给予突破。

## 3. 以长租公寓为试点，开展公募 REITs 建议

信托制度优势为信托型公募 REITs 发行提供了基础保障，但是公募 REITs 上市对标的物业要求标准较高，目前国家有关的政策法规还未健全，长租企业租金回报率较低，难以覆盖公募 REITs 融资成本，直接发行信托型 REITs 产品存在一定困难。参考国外 REITs 模式，鉴于国内资本市场发展的实际情况，可由信托公司针对长租公寓市场，以“公募基金+类 REITs”结构，发行公募 REITs 产品。

未来，当税收制度、收益分配机制、募集门槛等法律规范进一步完备、信托法规明确支持公募 REITs 时，再采用信托型/基金型（契约型）的 REITs 结构，设计为



无期限、可上市交易的开放式基金，持有人持有信托凭证或基金份额，REITs 本身即为信托 / 基金实体，减少 REITs 设立的相关法律程序。

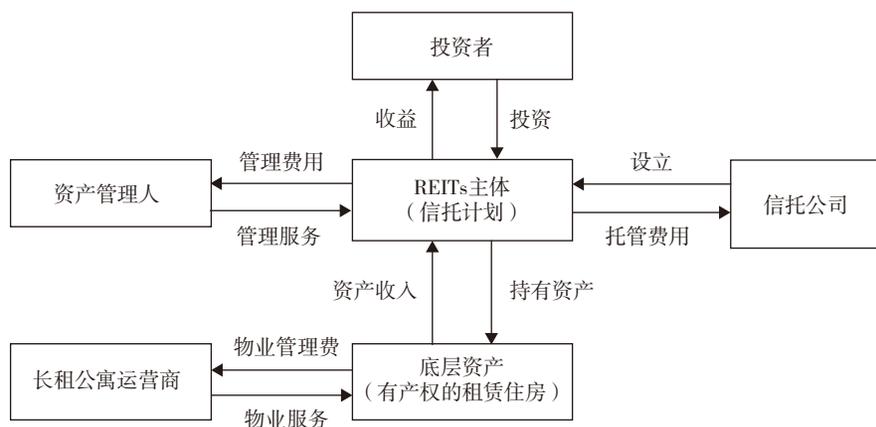


图 18 信托制 / 基金制（契约型）REITs 组织结构

试点模式下信托参与公募 REITs 业务展望：

Pre-REITs 业务。信托可在 REITs 上市发行之之前介入，投资区位良好的项目以及与有实力的运营方合作，帮助企业拓宽 REITs 上市之前的融资渠道，共同使标的物达到可上市发行的状态，再以 REITs 的方式退出。信托公司可享受租金收入、资产升值收入和流动性溢价。

作为机构投资者。信托公司以信托资金或自有资金在交易所或银行间市场认购相应 REITs 产品的份额，获得投资收益。

作为原始权益人。信托公司可将持有的部分运营成熟甚至在建项目打包为 REITs 发行或出售给 REITs，以实现退出。

作为 REITs 的管理人，主导设计与发行。信托公司承担长租公寓 REITs 产品的结构设计、税务筹划、监管报批与备案，向合格投资人推介等任务。此外，可积极争取政策支持，获取 REITs 主承销商资格。

#### （八）慈善信托模式设想

2010 年 6 月七大部委联合发布的《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》中提出探索运用信托资金拓展公共租赁住房融资渠道。2016 年 8 年《慈善法》中明确了慈善信托是参与公益事业重要方式。长租公寓慈善信托的目的主要是信托公司接受委托人资金或者信托财产，以低租金或免租金方式，向低收入和无住房困难群体提供租赁住房。



长租项目周期长、资金投入大，且长租公寓项目中后期的运营管理成本较高，对委托人自身财务要求较高，目前市场上持有强烈委托意愿建立慈善信托的慈善组织或个人仍较少，但是随着长租公寓市场逐渐规范，信托凭借较强的资产管理能力与风险隔离的制度优势，可以设计慈善信托业务模式，匹配投资人的公益性需求。

### 1. 委托人 + 信托公司 + 长租公寓项目公司”模式

信托公司接受委托人资产或资金，设立长租公寓慈善信托，用于长租公寓项目运营，服务于低收入和无住房困难群体。信托公司，慈善组织、企业或个人，长租公寓项目公司以及信托监察人，分别在受托管理、慈善财产募集、项目运营方面发挥专业优势，保证公益性长租公寓项目运行更加透明、高效、专业。

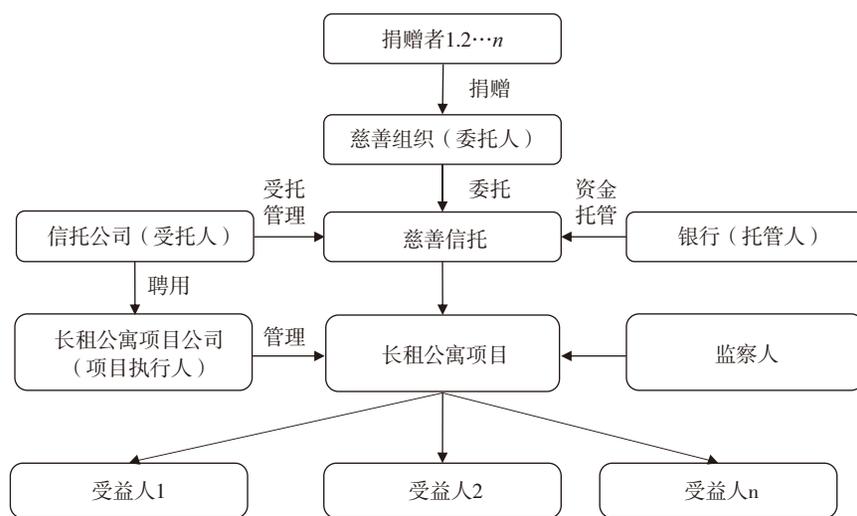


图 19 “委托人 + 信托公司 + 长租公寓项目公司”慈善信托模式结构

### 2. “家族信托 + 慈善信托”模式

委托人首先设立家族信托，约定部分本金及收益用于单独设立一个慈善子信托。慈善子信托目的是向低收入和无住房困难群体提供租赁住房。

长租公寓慈善信托需要关注以下两个方面具体问题，一是要在政策层面推动解决信托公司为捐赠人提供税收抵扣服务方面；二是要审慎确定受益人资质，可以参考政府保障性住房申请标准，在此标准上进一步缩小受益人范围，将公益性长租公寓提供给住房及其困难且迫切需要的人群，做到有的放矢。

#### (九) 各业务模式的政策基础、运用条件、参与方式、应用难点及建议

以上信托参与长租公寓各类业务模式的政策基础、运用条件、参与方式、优势、操作难点及完善建议如下：



表 15 信托参与长租公寓模式政策基础、运用条件、参与方式、优势、难点、建议

模式	政策基础	运用条件	参与方式	优势	参与难点及建议
信贷支持模式	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2010年6月）	长租公寓运营商愿意承担相对高的资金成本	1. 提供债权融资并以租约为质押向租户发放信托贷款； 2. 与银行和保险机构合作，通过结构化设计，提供劣后级资金	通过结构化设计，提供劣后级资金支持	难点：1. 融资成本相对较高； 2. 符合信托公司要求的合作对象遴选较难； 建议加强与银行和保险机构合作，降低融资成本
	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（2017年7月）				
	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》（2018年5月）				
股权投资模式	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2010年6月）	长租公寓市场宏观发展趋势良好；合作伙伴的成长性强；与合作伙伴建立了良好的信任与合作关系	1. 与运营商合作，通过股权方式共同建立项目公司（GP），再与信托计划（LP）共同成立地产基金收购持有物业资产，实现退出；或与运营商共同设立双GP模式有限合伙企业，信托计划作中间级，信托自有资金参与劣后级，通过项目转让或出售，实现退出； 2. 与房地产开发商合作，获得长租公寓项目股权，出租或转让获得收益	参与方式灵活	难点：1. 投资周期长，风险较大，项目退出的不确定性大； 2. 长租运营商前期所需资金量大，单纯的股权投资模式难以满足未来融资需求； 建议加强对长租公寓市场研判，提高项目识别与管控能力
	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2010年6月）				
	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2010年6月）				
资产证券化模式	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2010年6月）	1. 底层资产足够优质，或有强主体增信； 2. 具有稳定的现金流且能够实现超额覆盖	1.Pre-ABS：通过发行集合资金信托计划给予长租运营商前期资金支持，后期协助运营商发行ABS或ABN，归还前期较高融资成本，实现退出； 2.SPV：通过搭建SPV实现风险隔离，做租金受益权ABS、ABN、CMBS、类REITs的受托人； 3. 以财务顾问角色介入长租公寓ABS业务； 4. 普通合伙人GP：购买权益类产品中劣后级资产支持证券，享受权益类资产升值的机会	1.SPV 风险隔离； 2. 受托人角色定位	难点：1. 缺乏对应的税收支持； 2. 信托在资产证券化中的角色多为受托角色，主动管理经验不足； 3. 相较于私募基金，信托在类REITs业务中需要全额实缴构建SPV结构，资金压力较大； 建议完善税收制度；信托应积极探索开展ABN承销业务；主动参与管理的税收筹划（REITs）及现金流测算，提升主动管理能力
	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（2014年9月）				
	《关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知》（2015年5月）				
	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（2016年6月）				
	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（2017年7月）				
	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》（2018年4月）				



续表

模式	政策基础	运用条件	参与方式	优势	参与难点及建议
消费金融信托模式	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2016年6月）	1. 运营商具备强大的业主资源和租金资源； 2. 具有稳定的现金流； 3. 消费贷款合同合法有效	1. 借助自身消费金融信息化系统为运营商提供助贷服务，进行全流程风控； 2. 针对长租公寓承租人设立消费信托产品，为客户提供消费权益选择权	1. SPV 风险隔离； 2. 受托人角色定位	难点：相较而言，信托公司消费金融信息处理能力不足； 建议提升消费金融信息处理能力
	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（2017年7月）				
	《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》（2017年12月）				
	深圳市《关于防范“长租公寓”业态涉互联网金融的风险提示》（2018年8月）				
	上海市《关于进一步规范本市代理经租企业及个人“租金贷”相关业务的通知》（2018年9月）				
	浙江省《关于促进长租公寓市场平稳健康发展发展的指导意见》（2018年10月）				
《国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》（2018年9月）	1. 运营商具有较高信用评级； 2. 运营商上游供应商有大规模的应用收帐款债权	1. 以运营商为核心企业，开展反向保理供应链信托业务； 2. 参与供应链融资 Pre-ABS、SPV、ABS 承销等业务，提供融资支持及资产归集等服务	1. 信托产品设计灵活； 2. 信托公司服务中小企业的经验优势	难点：符合信托公司要求的合作对象遴选较难； 建议深入产业链各环节，围绕产业链核心企业展业	
《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2010年6月）					
《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（2017年7月）					
《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（2010年6月）					
《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（2017年7月）					
《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（2017年7月）					



续表

模式	政策基础	运用条件	参与方式	优势	参与难点及建议
集体 土地 流转 业务 模式	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》 (2010年6月)	集体土地需要确权	1. 与村镇集体经济组织合作, 提供债权或股权融资服务; 2. 在集体土地租赁住房建设中提供土地信托服务	1. 信托可以以有效地实现土地经营权和使用权的分离; 2. 开展土地流转信托业务有经验优势	难点: 1. 集体土地确权相关法规尚未完善; 2. 与项目融资期望目标相比, 集体用地拿地成本仍然较高; 3. 现金流存在较大不确定性; 建议总结试点地区经验, 完善土地确权相关法律法规
	《关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作的意见》(2015年1月)				
	《农村集体经营性建设用地使用权抵押贷款管理暂行办法》(2016年5月)				
	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》(2017年4月)				
	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》 (2017年8月)				
公募 REITs 模式	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》 (2010年6月)	1. 运营商具备上市发行REITs的条件; 2. 税收制度、收益分配机制、募集门槛等政策支持; 3. 信托公司可开展公募REITs	1. 作为机构投资者直接在银行间市场或交易所认购公募REITs份额; 2. 将所持有的运营成熟的项目打包为REITs发行或出售给REITs来实现退出; 3. 积极探索Pre-REITs业务; 4. 主导REITs的设计与发行, 争取银行间市场主承销商的资格	难点: 1. 相关法律法规不健全; 2. 租金回报率过低, 难以覆盖公募REITs的融资成本; 3. 交易所REITs的发行和承销资质未对信托公司开放; 建议完善相关法律法规	
	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》(2017年7月)				
	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》(2018年4月)				
	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 (2018年4月)				
慈善 信托 模式	《慈善法》(2016年8月)	委托人资金、资产捐赠	以受托人方式参与	制度优势	难点: 寻找有捐赠意愿的委托人
	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》(2017年7月)				



## 四、信托参与长租公寓市场的金融风险管理

信托公司参与长租公寓领域的投融资业务面临的风险点与传统房地产投融资相比既有共性又有差异，在轻重资产两种模式下对项目风险关注也有不同侧重点。

### （一）基础风险管理

#### 1. 风险情况分析

一是信用风险。长租公寓运营主体可能存在信用风险，包括但不限于主体经营不善、现金流不足、再融资能力匮乏、外部债务危机、主观欺诈行为等导致项目各类金融业务出现违约。

二是市场风险。长租公寓行业与竞争格局变动、地域经济背景与人口流动调整会对项目长期经营的盈利性带来一定的影响，利率水平、市场出租情况的波动可能对交易对手的资产负债情况和再融资能力产生影响，从而带来市场风险。

三是经营风险。包括但不限于前端成本变动和后端租金变动对经营现金流产生影响、项目公司管理不善出现风险事件、成本控制严重超出预算、主要承包商或供应商发生调整、房源出租率下滑、出现较大比例退租等。

四是政策法律风险。由于大部分政策处于试点期，并没有成熟的配套支持体系，如果后续土地政策与税收优惠等政策发生变动，对于长周期的长租公寓项目而言可能带来较大影响。

五是操作风险。长租公寓项目的操作风险主要发生在尽调、投后管理等环节。其中尽调环节风险包括项目信息获取失真、财务顾问信息偏差等；投后管理风险包括缺乏持续督导与跟踪，对项目运作情况与资金管理松懈，过度依赖于项目方给出的经营分析报告，对资金监管采取形式监管，未核实资料的真实性一致性等。

#### 2. 风险预防及风险控制措施

一是信用风险管理。对长租公寓项目信用风险的管理重点主要在于项目前期尽调和主体财务状况分析、项目运营过程中的资金监督等；对于项目信用风险的防控主要在于补充增信手段，包括但不限于主体担保、第三方担保、补充抵质押物等；项目实际投放后应定期获取交易对手经营信息，综合评估交易对手还款能力。

二是市场风险管理。对长租公寓项目市场风险管理主要关注点，首先在于加强市场数据收集，尤其是第一手数据；其次是对项目的财务假设以及各类费用，如果是基于交易对手提供的数据开展，需要重新分析原始数据可靠性，并考虑市场极端条



件情况下的项目情况。

三是经营风险。在长租公寓项目运行过程中，需持续跟踪项目经营情况，前期装修环节应主动获取项目装修施工建设报告，项目达到可出租条件时应定期走访租赁项目现场，了解项目实际运营情况。项目实际运行时应定期对项目开展实质性运营跟踪，将租赁合同签署情况与租金回款情况、银行流水进行核对，及时掌握项目出租进度和租金回款情况，关注治安风险、物业风险、灾害风险等偶发事件可能带来的影响，并提前准备一定的风险防控措施，做好处置预案。

四是政策法律风险管理。需要加强对各地政策的跟踪，包括但不限于土地政策、租赁政策、户籍管理政策、人才政策、社会保障政策；重点关注短期政策性利好变动对项目运营的影响，尤其是在补贴、税收等方面的调整可能对盈利以及项目现金流带来的冲击；对于长租公寓各个环节的合同，需要在权利义务、违约责任等地方进行相应的审查，尤其是针对客户的合同，在运营方缺乏对个别风险条款设计的情况下，应该建议运营方修改合同。

五是操作风险管理。对操作风险的管控主要依赖于信托公司自身内部制度设计的严谨细致以及流程管理的优化，对于尽调风险，要建立长租公寓业务尽职调查指引，加强对长租公寓领域的研究支持，配置专门针对长租公寓业务的风控人员，并合理设计长租公寓领域投资顾问审查制度。对于投后管理风险，项目人员需要翔实、完整地揭露长租公寓项目运营情况、主要风险和风控措施落实情况；并可以考虑引入第三方管理支持，就长租公寓项目运营过程中的财务数据、审计监督、法律顾问等事宜分别引入专门的会计师事务所、律师事务所以及监管银行等中介机构作为管理支持方。

## （二）重资产模式下的风险管理

### 1. 风险情况分析

重资产经营模式主要面临估值风险、处置风险和退出风险。

一是估值风险。目前国内租金形成机制与住宅售价存在一定的脱节，这就意味着重资产购置的物业本身估值存在较大的不确定性。对于收购物业进行改造再出租的机构而言，估值高低影响收购成本，从而直接影响到后续的盈利空间大小；对于自建长租公寓的机构而言，则需要在周边住宅项目销售价格与自持项目租金流折现中寻找整体项目估值的平衡点。

二是处置风险。重资产运营商可将其持有的长租公寓资产处置抵押以获取融资，但由于重资产模式与传统住宅可分散出售不同，一般需要采取整体出售，同时部分商



住改长租公寓的物业对后续资产处置的交易对手选择也有一定限制，这将影响信托公司对抵押的长租公寓资产进行处置。

三是退出风险。重资产模式中项目退出可能相比于传统地产有更多的不确定性，首先由于分割退出存在障碍，一般需要项目整体退出，单个项目如果体量太大退出难度也相应加大；其次政策变动可能影响退出路径，当前部分城市限制企事业单位购买普通住宅，可能间接带来一定的长租公寓购置需求，但如果住宅政策或者住房租赁政策发生变化，项目退出空间可能不及预期。总体来看，经营失败、政策变动、择时失误、上市障碍、项目逾期、法律纠纷等都可能影响参与重资产模式的资金退出。

## 2. 风险预防及风险控制措施

一是估值风险管理，要建立完善公司自身的项目估值体系，加强与第三方专业评估机构联系，必要时聘请其提供专业评估服务；着重分析可能影响溢价的不确定因素，参考相似案例的估值水平，从而确定项目估值的安全边际。同时，跟踪市场对项目估值的影响，建立运营和风控监测机制，对潜在风险进行识别、评估和处置，采取积极的应对策略。

二是处置风险管理。首先要关注项目本身是否存在抵质押障碍，关注项目所在地城市对于长租公寓类资产的抵押政策以及公证政策，并且关注政府对于长租公寓类资产的交易与拍卖有无额外要求；其次要增设应急处置预案，针对企业可能出现的内部欺诈、财务造假、或有债务等严重影响项目投资退出或转让的问题事先做好安排，掌控运营方的其他可变现资产，一旦因法律纠纷造成处置受阻，则执行应急变现处置措施。

三是退出风险管理。首先要加强政策跟踪与市场研判，密切关注、跟踪国家法律、政策以及宏观经济状况；其次要选择恰当退出时机，设计切实可行的退出方案，合理选择上市退出、协议转让退出、公开拍卖退出；回购条款退出、清算或破产退出等渠道。同时，要明确受托人责任边界，记录关键节点与关键操作，留足资料档案，对未来可能发生的各种不确定性在信托文件中向投资者充分披露，防止因为项目退出的问题产生纠纷。

### （三）轻资产模式下的风险管理

#### 1. 风险情况分析

一是经营策略带来现金流风险。长租公寓的经营特性决定了租金回流需要较长时间才可覆盖成本，这就意味着如果前期运营方扩张太快，一旦外部环境变化，各项



费用上升，可能面临现金流断裂的风险。

二是租金变动带来的现金流风险。当前大量新晋市场企业采取快速扩张策略，导致市场竞争激烈，提高了房源获取成本，进而缩减租金盈利空间。另外，很多项目基于“未来租金上涨”以及“入住率满足要求”作为基本假设，由于长租公寓与住宅在一定的市场购买力边缘形成互为竞争的关系，在房价与租金差距相对较小的城市，租金上涨的空间可能不及预期。

三是费用变动带来的现金流风险。轻资产模式长租公寓在整租房源时一般会进行一定程度的装修，并在房源租赁期内还需承担一定的物业管理责任，包括设备维护更新等。由于最近一两年大量机构参与长租公寓领域，很多项目均为新装修项目，暂未有后续维护问题，但由于大量租约为 5~10 年，较长的运营周期意味着对后续运营成本控制的要求较高，如果租客对租赁设施的消耗以及设备本身折旧程度超过预期，后期运营投入费用可能超过预期。

### 2. 风险预防及风险控制措施

一是经营策略现金流风险管理，要关注交易对手股东背景，选择资本实力相对雄厚、经营计划相对稳健的交易对手进行合作，并深入参与企业经营关注运营方经营，设立专门的投后管理岗位，加强用章审核和资金监管；要掌握运营方的融资需求与融资计划，防止过度负债和超能力经营；同时完善交易结构设计，在提供投融资支持的基础上，加入用款方 / 关联方次级投入并限制收回条件、要求提供意外事件额外担保条款、加入业绩对赌协议等，防范项目运营过程中的现金流风险。

二是租金变动带来的现金流风险管理，需要对地域整体租金状况的变化与预期进行更深入的调查，对租金上涨的假设需要结合当前的竞争状况与市场容量进行推敲；同时关注本地住宅市场变动情况，尤其是限购政策、限售政策对购房需求的影响以及这部分客户的租赁需求变动。

三是费用变动带来的现金流风险管理，要关注运营方对装修的投入情况，包括项目装修在费用中的占比、家居设施的选择、后续维护费用预期等，同时关注运营方的房源年限与租赁年限，要求运营方对于可能出现的折旧风险相关费用进行预评估，分析对项目盈利可能的影响等。

以上主要体现的是信托参与长租公寓的金融风险防范举措。除此之外，长租公寓运营中的政策风险、治安风险、物业风险、灾害风险、处置风险、折旧风险等，不再一一赘述。



## 五、信托参与长租公寓市场发展的政策建议

本课题研究中，课题组对长租公寓市场进行了广泛深入的调研，先后在北京、上海组织了3场长租公寓业务座谈会，20家信托公司、42名业务骨干和研发人员参加了研讨；对京、沪、深三地13家长租公寓市场建设参与机构进行了实地访谈。调研中，从不同视角收集了房企、专业运营商、研究智库以及券商、私募、信托公司等金融机构对长租公寓市场发展的意见建议，其中既包括了制度建设、税收、土地成本等国家层面需要解决的问题，也包括资金获取、运营管理、交易流转等行业层面的问题（见附件二）。

### （一）“管服并举”加强长租公寓行业标准化体系建设

目前尚且缺乏规范长租公寓行业发展的系统性政策法规。建议从国家层面出台一部关于长租公寓经营、建设、管理的纲领性文件。具体而言，一是要加快推进我国首部住房租赁和销售的法规——《住房租赁和销售管理条例》的实施。二是建议尽快出台租赁行业配套政策，对消防标准、建筑设计标准、装修标准、土地性质、产权确认、市场准入、业务范围、信息披露等进行明确要求。三是国家应鼓励地方积极落实住房租赁业务政策指引，可参照北京市发布的《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知》，鼓励更多国有大中型房企及民间资本开展住房租赁业务，积极落实租售同权政策，引导住房回归居住属性。四是对于金融市场，建议监管层兼顾金融监管与长租公寓市场发展需要，加强对金融参与长租公寓市场业务模式的指导。

针对当前长租公寓市场，一是要规范行业管理，加强长租公寓房屋登记备案、征信系统、租赁房屋统计平台、产品定价估值体系、风控管理体系的同步建设。二是要在税费、水电煤气费、REITs试点、税收等方向，与国家鼓励的行业保持一致性，为租赁市场健康发展提供综合的监管配套支持。三是要下大力气加强租赁市场监管与服务。

### （二）完善税收制度，为长租公寓发展注入“新动能”

目前我国长租公寓的资产回报率相较国外发达国家的平均水平明显偏低，其中在产业链各个环节被覆盖的较高的税率与课税机制是资产低回报率的重要原因。以出租型商业住宅为例，12%的房地产税与11%的增值税已让企业举步维艰，再叠加盈利后的企业所得税，企业的盈利水平已无法覆盖传统的资金运用成本，净租金收益率



往往低于 2.5%。扩大规模与盈利之间形成一种对抗，压缩了中小企业生存发展的空间。

从美国及日本住房租赁市场发展经验来看，税收制度是推动和规范长租公寓市场健康发展的基本制度，在长租公寓市场降低融资成本、吸引金融支持、拓宽退出渠道等方面发挥了积极作用，因此应充分借鉴国外经验，建立与国内长租公寓市场发展相适应的税收体系，健全完善针对产业链中各个赋税环节税收制度。具体而言：

一是为降低长租公寓领域土地成本，建议借鉴美国的做法，将企业一次性的土地出让金收缴思路转变为长期的租金税收收缴思路。

二是对于长租公寓运营主体，建立商品租赁住房运营企业资质认证体系，对通过认证的企业，提供税收减免优惠；政府建立租房价格指导标准，对租金定价符合要求的运营企业进行增值税减免；对依法登记备案的住房租赁企业、机构和个人，给予税收优惠支持。同时，给予长租公寓相关房地产税的更多优惠，如个人 1.5% 的税收优惠能在企业中使用。

三是建议针对长租公寓运营，降低企业税负。将物业改造成本、装修成本、代收代缴的水电费以及利息支出扣除或将投资采取一定期限扣除折旧，对托管企业采取出租租金扣除房东租金的差额作为企业缴纳增值税、房产税的税基，同时比照高新技术企业减按 10% 征收企业所得税。

四是在融资层面，应优化信托型 REITs 发展的制度环境。尽快研究出台 REITs 相关法律法规，解决长租公寓市场中间环节重复课税问题，诸如当 REITs 收益分配达到一定比例（90%）后，可将分配给投资者部分所得免征公司层面所得税，以提高其投资回报率，鼓励各方参与。

五是在客户层面，建议住房贷款及租金在个人所得税税前扣除，引导住房需求向租房方式释放。根据《个人所得税法修正案草案》，个税起征点由每月 3 500 元提高至每月 5 000 元（每年 6 万元），增加住房贷款利息和住房租金等专项附加扣除，为个人租房费用税前抵扣提供了政策依据。

### （三）增量端增供给降成本，存量端强监管控流程

经过多年的积累，加之政策红利不断释放，我国长租公寓行业逐渐进入快速发展期，供应端形成了以存量盘活为主体，增量开发并行的市场格局。长租公寓市场竞争在加剧，行业集中度增加，更加考验长租公寓机构的拿地拿房能力、运营效率和资金运作能力等。对此，从增量端与存量端提出以下建议：



增量层面，注重结合国家政策导向，综合运用租赁用地、集体经营性建设用地、商改住、工改住、城中村改造等土地资源，真正从供给端降低长租公寓的用地成本。首先，应鼓励信托机构参与直接入市或土地置换的集体土地租赁用房建设、参与集体自留地建设，发展长租公寓。其次，鼓励信托机构通过留用地指标落地在规划区范围内的国有建设用地等方式，参与建设集体所有的长租公寓物业管理。另外，积极推动政策实施，引导租赁用地、商改租用地、工改租等土地资源对接长租公寓市场。

存量层面，注重有序扩张，严格掌握租金收取的全过程，加强租赁市场监管。对于租赁市场，一是引入账户托管或第三方监管服务机构，规范对趸缴租金的使用；二是关注租赁市场的结构，防范垄断现象；三是建立租赁运营企业的监测系统，制定租赁运营企业破产预案，对经营不善，有破产可能的运营企业进行强制托管。对于金融市场，首先，建议监管层保持定力，支持长租公寓市场多种可行性的业务模式，让市场机制发挥作用；其次，鉴于信托发挥破产隔离作用对于 ABS 的重要性，在贷款合同、租赁合同和资产管理合同中，需就各种破产情形下各方的权利义务进行较为明确的约定。再次，逐步形成基础资产的入池标准及对发行 ABS 企业设置准入制度；最后，从金融消费者保护的角度来讲，应该要求提供消费贷的机构加强信息披露，如应当将趸缴租金的选择权交给到消费者，向消费者揭示其可能面临的风险，使其自发进行选择。

#### （四）加强信托端产营结合，推动集中管理、职住平衡、平台 + 数据运营

随着长租公寓市场的快速发展，市场参与者的融资需求也愈发强烈，无论是采用集中式经营或是分散式经营，均面临着前期资本投入的巨大沉淀、期中运营的现金流承压与资金较长的回报周期等现实问题，迫切需要金融机构介入提供切实可行的资金解决方案。在市场参与方中，国有企业与专业运营商之间也存在较大价格议价与运营能力的“资源错配”现象。此外，运营管理人才缺失、激励机制待完善与亟待加强的软硬件一体化智能管理系统等问题均值得关注。

房地产市场是信托公司的传统业务战场，信托自身的优势在于资源配置而不是运营，在传统“增量 + 债权”的业务模式之外，信托公司可发挥自身灵活的资源配置能力与较高的客户黏性等优势，加强产营结合，组建运营联合体，与国有企业、长租公寓运营商、地产商、地产基金等各方合作，推动长租公寓运营及盈利能力的提升，在长租公寓市场中有所作为。



第一，信托可以凭借资源优势引入国有企业资源，将来自国企、集体建设用地、部分城市更新改造遗留下的资产项目或具有价格洼地的资产进行“批发式”改造与出租，以集中管理运营的方式提高企业运营效果。资源优势带来的集中式的管理模式不仅方便政府或企业进行统一的社区管理与规划，在降低改造与运营成本的同时，可给予入住人群相对舒适的“社区型环境”。

第二，信托可以财务投资者的角色提供金融支持，协助长租公寓企业提升运营能力。一是长租公寓企业应从租前到租后贯穿“租赁生命周期”的全流程，提供高品质、全流程的便利服务，即提供“公寓+”衍生服务，这将有助于降低空置率、获得更高的长租公寓品牌溢价，是长租公寓企业的重要盈利来源。二是应提升长租公寓运营方的运营成本管控能力。规模化经营、信息化平台建设以及精简的人员配置都能加强企业的成本管控能力，其中信息平台的建设是关键。三是组建专业化的管理团队。运营管理团队应由具备房地产专业知识，精通投资银行业务、财务管理和相关法律法规，具备金融和资本运作能力的复合型人才，这是长租公寓企业实现稳定可持续盈利的关键要素。

第三，随着互联网金融的发展，以大数据、云计算为核心的金融科技成为长租公寓运营商节约成本、提升运营服务效率的利器。同时通过 IT 深度参与，做适合长租公寓产品的匹配，实现“客户画像”，从个性化、差异化、智能化、精细化等方面满足不同客户群体的消费需求。而作为市场参与者的信托公司，应顺应中央号召，积极参与长租公寓业务，培育和引进复合型房地产金融信息化人才，加强 IT 系统建设及信息化应用，加强对于公司内部业务考核与激励机制，通过设置不同的管理费收入权重鼓励长租公寓项目创新，尝试建立长租公寓运营商对接端口，以平台+数据服务模式，协助提升业务效率，更好地服务长租公寓市场。

### （五）综合开拓国内外资金渠道，解决长租公寓融资难题

根据调研和研究成果，长租公寓未来市场潜力巨大，我国目前品牌公寓的数量不到 200 万间，占整体租赁市场的比重约为 2%。在政策利好背景下，参与机构的融资需求伴随着其抢占市场份额和追求规模快速增长的过程与日俱增，资本流入与需求不匹配问题亟待解决，开拓多元化融资渠道是解决长租公寓市场资金供给的重要手段。

从国内资本市场看，长租公寓租金具有现金流稳定、小额分散的特点，可以通过证券化手段实现融资，尤其是信托机构可以充分发挥产品灵活机制，运用 ABS、



REITs、CMBS 以及股权融资等创新模式，帮助长租公寓市场获得低成本资金，打破过去房企融资渠道有限的壁垒。同时信托可借助底层资产为长租公寓的产品收益率稳定的特点，引入养老基金、民间私人资本、大型企业、银行和保险资金多元化的资金供给渠道，建立长租公寓投融资业务的市场基础。也可以在国家层面设立一个国家级政策性引导母基金，吸引信托公司、银行、保险公司、地产基金等金融资本，以及长租公寓运营方、房地产企业等产业资本进入，母基金下设慈善基金、股权投资基金、夹层基金、并购基金、公募 REITs 等主要分支的子基金，为长租公寓提供政策性金融资金扶持。

从国际资本市场看，加强国际合作，拓宽国际资金的合作渠道，积极有效地引入如慈善资金、政府基金、大学基金、全球私募基金等具有久期长、规模大、稳定特质的外部资金，支持长租公寓市场建设。长租公寓项目本身也可以与城市更新、特色小镇、共享空间和医疗健康等概念挂钩，增强项目特色，获得更多国际资本市场支持。

#### （六）推动长租公寓类信托产品交易流转，创新退出机制

长租公寓底层资产分散、管理运营质量要求较高、参与主体众多、投资者直接参与管理难度较大（多以认购信托份额或 REITs 份额等金融产品形式参与），导致长租公寓投融资的交易流转及退出渠道不畅。从资管新规的政策导向来看，产品标准化、信息披露充分、可流动、可交易等是监管鼓励的发展方向。发行长租公寓标化或者“类标化”产品有助于不动产持有企业或运营企业盘活资产，扩宽融资渠道，提高融资效率。

第一，加强长租公寓信托的制度建设，完善信托财产登记及信息披露，规范信托投资运作管理及风险管理，引导投资者积极通过标准化的信托产品及财产登记进行流转交易，提升信托产品及财产登记、信托受益权交易流转、信托份额质押流转的效率，有效服务长租公寓市场参与主体。

第二，推动中国信托登记有限公司（简称“中信登”）获得“非标转标”的行政许可，将长租公寓的租赁贷款、抵押贷款、应收账款债权、股权债权等作为基础资产，在此平台上进行信托受益权质押流转，增强产品流动性。

第三，长租公寓运营商可以积极探索在银行间债券市场、北京金融资产交易所、深圳证券交易所和上海证券交易所，以公募或者私募形式所发行企业债券和公司债券，进行流转。信托公司可以以承销方式，帮助符合条件的住房租赁企业发行债券



产品。

第四，依据长租公寓参与主体需求，以租金受益权 ABS/ABN、类 REITs、CMBS/CMBN、消费金融 ABS 及公募 REITs 等方式，为长租公寓项目提供标准化的退出渠道。

第五，探索推出长租公寓价格指数基金挂钩产品。参照房地产价格指数，以价格指数理论为基础将全国长租公寓租金价格汇编为指数，根据全国长租公寓市场的价格变动及其总体价格变动平均趋势和变动程度的相对数，动态反映长租公寓市场的走势及景气程度。通过指数的方式，将非标资产标准化，指数基金化后可以将其设计为挂钩产品，在场内或者场外进行交易。创新此产品，能够更加公平、公正、公允的反应长租公寓市场的价格变动情况，为长租公寓市场提供另一个退出机制，对冲因为房租价格波动导致的价格风险。

## 参考文献

- [1] 《2017 中国长租公寓发展报告》，载《中国房地产》，2017（29）。
- [2] 广发证券：《广发证券房地产行业长租公寓系列深度报告之二：从公平住屋透视美国长租公寓运营模式》，2017。
- [3] 国泰君安：《国泰君安长租公寓专题研究之二：抢滩长租时代，谁与争锋？》，2017。
- [4] 海通证券：《中国长租公寓行业蓝皮书，产业格局与运营模式探讨》，2017。
- [5] 链家研究院：《集中式长租公寓白皮书》，2017。
- [6] 靳欣：《长租公寓挺进万亿“蓝海”市场》，载《科技智囊》，2017（11）。
- [7] 平安证券：《平安证券地产行业专题报告：长租公寓，万亿市场待启航》，2017。
- [8] 睿信地产研究院：《2017 年长租公寓专项研究白皮书》，2017。
- [9] 孙丹：《发展住房租赁市场的国际比较与政策建议》，载《金融与经济》，2011（8）。
- [10] 申万宏源：《金融地产全面上扬，关注租赁蓝海市场》，2018。
- [11] 苏宁金融研究院：《中国住房租赁市场怎么发展？》，2018。
- [12] 王建红：《长租公寓行业发展现状、问题及对策研究》，载《住宅与房



地产》，2016（33）。

[13] 西南证券：《证券房地产行业经营性地产系列之四：长租公寓，租赁市场的新兴力量》，2017。

[14] 信达证券：《长租公寓：政策风起，未来可期》，2018。

[15] 智信资产管理研究院：《长租公寓大时代：政策、模式和投资机会》，载《决策参考》，2017（29）。

[16] 智信资产管理研究院：《政策红利下，切入长租公寓产业链条的正确姿势》，载《决策参考》，2018（38）。

[17] 智信资产管理研究院：《政策红利下的长租公寓投资机遇》，载《决策参考》，2017（34）。

[18] 中航信托：《不动产信托转型研究——以 REITs 模式为例》，载《2017 年信托业专题研究报告》，2017。

[19] 中建投证券：《租赁风起，驶向万亿蓝海——住房租赁市场研究》，2016。

[20] 中信证券：《中信证券房地产行业重大事项点评：长租公寓的市场容量和盈利前景初探》，2017。

[21] 钟庭军：《集中式长租公寓的现状以及前景》，载《上海房地》，2017（10）。

[22] 周以升、张志军、万华伟：《CMBS 国际经验和中国实践》，北京，中信出版社，2017。

[23] 《长租公寓 ABS 及 REITs 运作和实操模式全解析》，[http://www.sohu.com/a/230192556\\_100040101](http://www.sohu.com/a/230192556_100040101)，2018-05-02。

[24] 《2017 年中国长租公寓运营模式及产业链分析》，<http://www.askci.com/news/chanye/20170829/160616106501.shtml>，2017-08-29。



## 附件一

2015 年以来国家出台的扶持租赁市场发展的政策

项目	发布(召开)时间	部门	主要内容和作用
《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	2015-01-06	住房和城乡建设部	发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用,积极推进租赁服务平台建设,大力发展住房租赁经营机构,完善公共租赁住房制度,拓展融资渠道,推动房地产开发企业转型升级
《关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知》	2015-01-20	住房和城乡建设部、财政部、人民银行	明确提取公积金租房的条件、范围、额度
《2015 年中央经济工作会议公报》	2015-12-21	中央经济工作会议	要求开展住房租赁市场,鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房,成为租赁市场的房源提供者,鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业
《深入推进新型城镇化建设意见》	2016-02-02	国务院	住房保障采取实物与租赁补贴相结合,并逐步转向租赁补贴为主
2016 年政府工作报告	2016-03-05	国务院	建立租购并举的住房制度,把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围
《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	2016-06-03	国务院办公厅	扩大供应端:允许改建商业用房为租赁用房,鼓励新建租赁住房,出租房屋的企业享有政策支持,个人税收优惠;鼓励需求端:落实公积金支付房租政策,扩大公租房保障范围
中央经济工作会议	2016-12-16	国务院	再次就发展住房租赁市场提出要求:加快住房租赁市场立法,加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿,规范开发、销售、中介等行为
《住房租赁和销售管理条例(征求意见稿)》	2017-05-09	住房和城乡建设部	鼓励发展规模化、专业化的住房租赁企业,支持其通过租赁、购买等多渠道筹集房源,支持个人和单位将住房委托给住房租赁企业长期经营;住房租赁企业依法享有相关金融、税收、土地等优惠政策
《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	2017-07-18	住房和城乡建设部联合八部委	截至 9 月初,广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个试点城市已全部出台试点方案
《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	2017-08-21	国土资源部、住房和城乡建设部	根据地方自愿,确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点
党的十九大报告	2017-10-18	十八届中央委员会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,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
房地产工作座谈会	2017-11-21	住房和城乡建设部、国土资源部、人民银行	大力发展住房租赁市场;因地制宜发展共有产权房;提高住宅和共有产权房供地比例
2018 年政府工作报告	2018-03-22	第十三届全国人民代表大会	加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,让广大人民群众早日实现安居宜居



附件二

长租公寓市场发展难点

政策	监管与规范：诸如 REITs 业务，缺乏主管部门相关法规的统一认定与规范
	税收：重资产的综合税收过高（房产税 12%，营业税 11%，所得税等，合计超过 20%）；REITs 业务“双重”课税；居民个人的房屋出租活动极少纳税
成本与融资	资金成本：国内低 cap rate 与高无风险利率的倒挂使得市场发展的客观条件不优良；相对较高的土地成本与较低的 cap rate 决定国内投资机构资金期限大多在 3 年左右，缺乏长线资金支持；企业在规模扩张中，运营资产现金盈利无法覆盖在建或在装资产
	资金匹配：目前只能依靠强主体贴权利维持费、交易所沟通支持（允许使用项目毛租金进行计算规模）等手段解决资金匹配问题
	土地来源：一线城市房产权分散，不利于集中性的租赁市场形成；当前国内办公楼项目最高回报率仅 4%~5%，公寓仅 1% 左右，急需配套土地性质的住宅提高回报率；一、二线市场供应有限，供给少于需求；旧城改造、工改商、工改租等过程中存在合规性问题，诸如工改租是采取较低租赁用地市场价格标准或是采用较高商业用地标准
运营管理	运营中水电费用过高；轻资产模式中，低租持续上涨带来成本增加，收益风险较大（低租站成本 50%~60%，装修成本 10%~15%，运营成本 10%~15%，税收 5%），租金利差空间有限；规模化扩张可以增加收益但目标客户群体资源有限
退出	类 REITs 产品政策收紧；公募 REITs 尚未问世
市场发展	虚报运营规模（房间数量），如无关联企业合并财务报表统计、二手房多家委托、虚假委托合同、超短期承租合约等，影响市场价值估值与行业融资
	市场中前 20 企业的全国份额占比仅为 1% 左右，市场集中度不足；轻资产模式企业恶性竞争，人员管理费用持续走高
信托介入	战略：缺乏自身定位（轻、重资产介入战略模糊）
	土地来源：探索工业用地与集体建设用地为切入点时，相关标的对消防、人防等方面标准高，后期 ABS 资质审核存在障碍
	资金匹配：股权类产品投资期限较长（10~20 年），与偏向流动性较强的个人投资者需求不匹配，资金募集困难；轻资产模式中担保措施不清晰，股权收益率 7%~8% 缺少吸引力，资金募集困难
	运营管理：与运营商合作中，租金现金流管控有难度（结算账户多，设置监管户困难）
	退出：资金退出以 ABS、类 REITs 等模式为主，但金融机构不可贴增信，渠道被切断；重资产模式股权资产变现存在困难

资料来源：根据课题组调研整理。





## 信托业务风险管理智能化研究

课题牵头单位：平安信托有限责任公司

课题指导专家：姚江涛

课题组成员：

曹宁莉 袁邦贵 陈荣冠 陈 凌 赵逸湘 平安信托有限责任公司

王小涛 史 剑 裴 骏 蒋 峥 袁 博

姜 伟 郑必成 王钧宇

方 丁

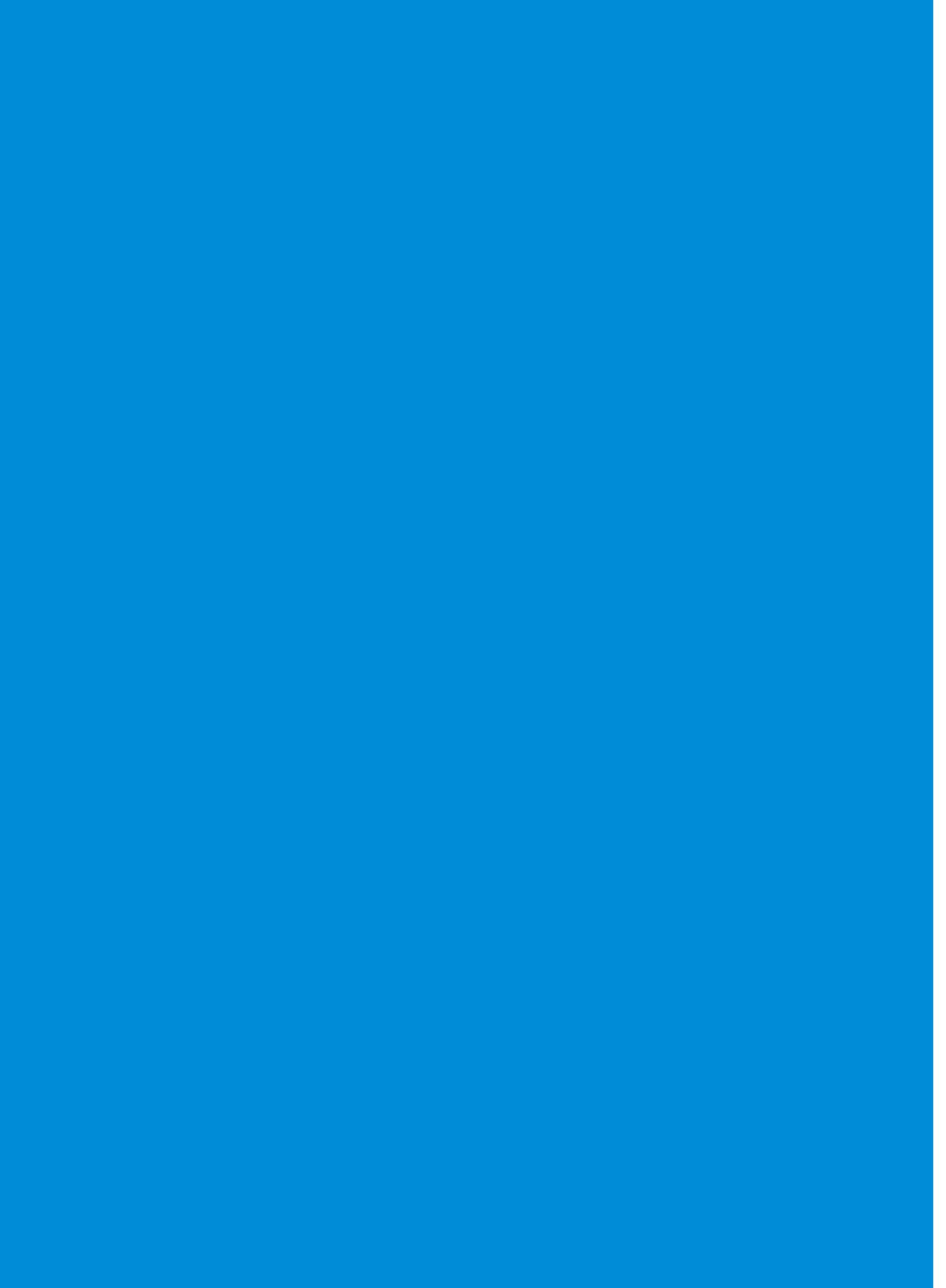
辛浩铭

任 虹 李 乐

百瑞信托有限责任公司

中国信托业保障基金有限责任公司

德勤华永会计事务所





## 摘要

以云计算、大数据、人工智能、区块链等为代表的新一代信息技术如火如荼地发展，加速了信息技术与金融行业融合创新，金融科技（FinTech）浪潮正席卷全球，同时各国政府均积极发展金融科技，而在我国，发展人工智能也被写入“十三五”规划。信托行业从1979年第一家信托公司成立至今已发展近40年，虽然近些年信托公司纷纷加大信息技术建设和业务管理系统投入，但仍然以提高业务流程效率的系统化为主，智能化程度不高，鉴于人工智能能解决传统风险管理模式中的痛点，提升风险管理的质量与效率，因此通过智能化来提升风险管理能力是信托业发展的必然。

没有大数据，人工智能就是空中楼阁，因此信托风险管理的智能化也必须建立在信托拥有大数据的基础之上，然而信托现阶段数据基础比较薄弱，因此构建信托特色的数据仓库成为当务之急，需要从四个层次开展数据库的建设，每家信托机构应推动自身建立公司级数据库，行业应该推动构建行业数据库，配合监管构建统一的金融业资管产品数据库，最后引入各行业的行业数据。

机器学习、深度学习对于风险数据的深度挖掘，NLP、OCR等技术对于文本合同的智能解读，人脸识别、声纹识别对于身份的准确认知，知识图谱、数据爬虫等对于全网信息的智慧收集，种种人工智能技术的引入，均可给信托业风险管理智能化带来无限可能与巨大想象空间。随着人工智能技术的不断发展、成熟，创新性地应用到投前、投中、投后的风险管理全流程中，将会使信托变得更加智能、实时和一体化，使得信托资产管理的内涵更加丰富，更有主动管理能力。

信托利用人工智能的探索还处于初级阶段，不仅需要面对人工智能技术现有技术的不成熟，还要克服信托业自身数据化与智能化薄弱的困难。因此信托更要坚定方向，加强人工智能技术人才队伍建设，以数据为源头，加强内外部数据积累及数据清洗，加强对关键技术的引入，以实际业务为支撑，不断提升智能技术的准确度和有效性。

**关键词：**智能技术 信托 风险管理



## 目 录

一、信托业风险管理智能化的研究基础 .....	67
(一) 信托业务风险管理智能化的研究背景与思路 .....	67
(二) 金融科技与人工智能技术的发展现状 .....	67
(三) 中国信托业传统风险管理模式的现状与痛点 .....	72
(四) 信托风险管理智能化的大数据基础现状与构建路径 .....	77
二、信托风险管理全流程中的智能化应用场景与落地路线 .....	81
(一) 投前流程的智能化应用与落地 .....	81
(二) 投中流程的智能化应用与落地 .....	89
(三) 投后流程的智能化应用与落地 .....	97
三、智能化应用的挑战与展望 .....	102
(一) 面临的挑战 .....	102
(二) 应对措施 .....	105
(三) 未来智能化应用的展望 .....	106
参考文献 .....	108



## 一、信托业风险管理智能化的研究基础

### （一）信托业务风险管理智能化的研究背景与思路

#### 1. 信托业务风险管理智能化的研究背景

人工智能技术大势所趋。金融市场主体都面临着收益和风险的不确定性，风险管理因而成为重要环节。以云计算、大数据、人工智能、区块链等为代表的新一代信息技术如火如荼地发展，以数字化、网络化、智能化为特征的信息化浪潮蓬勃兴起，加速了信息技术与金融行业融合创新，进入一个新纪元，金融科技（FinTech）浪潮正席卷全球。随着这股浪潮的到来，金融市场交易频率的提高，数据来源的多样化以及大数据的开发运用，给基于大量数据的金融风险管理带来新契机，人工智能开始逐步应用于金融风险管理领域。

信托业务风险管理自身需要。信托行业从 1979 年第一家信托公司成立至今已发展近 40 年，逐步形成了一套富有信托特色的风险管理方式，同时也存在许多不容忽视的问题，而在当前复杂的经济形式及监管环境下，信托行业面临业务调整及转型的压力，因此通过智能化来提升风险管理能力是必然。

#### 2. 信托业务风险管理智能化的研究思路

报告首先对信托业务风险管理模式、人工智能技术现阶段水平及信托业数据构建基础进行总结和回顾，分析得出信托业务风险管理现阶段的痛点，而后根据风险管理投前、投中、投后不同场景不同痛点来引入对应的人工智能技术，最终形成风险管理智能化解决方案供全行业参考。最后根据这些智能化解决方案所带来的调整及所需要的能力，阐述信托公司应该如何应对挑战展望未来。

### （二）金融科技与人工智能技术的发展现状

#### 1. 人工智能技术的发展情况

“人工智能”一词最初是在 1956 年 Dartmouth 学会上提出的。从那以后，研究者们发展了众多理论和原理，人工智能的概念也随之扩展。人工智能（Artificial Intelligence, AI）是研究、开发用于模拟、延伸和扩展人的智能的理论、方法、技术及应用系统的一门新的技术科学。“无学习，不智能”，这几乎成了人工智能研究在今天的核心指导思想。许多研究者更愿意将自己称为机器学习专家，而非泛泛的人工



智能专家。谷歌的 AlphaGo 因为学习了大量专业棋手棋谱，然后又从自我对弈中持续学习和提高，因此才有了战胜人类世界冠军的“本钱”。微软的“小冰”因为学习了大量网上的流行语料，才能用既时尚，又活泼的聊天方式与用户交流。被宣传为人工智能的典型应用大多都拥有深度学习的技术基础，是计算机从大量数据资料中通过自我学习掌握经验模型的结果，而且应用的领域也很多，包括模式识别、计算机视觉、自然语言处理、数据挖掘、商业智能、自动驾驶等。

人工智能虽然是从谷歌 AlphaGo 打败李世石后成为热门词汇的，但是它的技术发展确实历史悠久，从最初的神经网络、模糊逻辑，到现在的深度学习、图像搜索，经历了一系列的起伏，从爆发、低谷、重新突破，直至 2014 年 Gartner 发布的技术成熟曲线表明人工智能技术已经进入发展高峰期，尤其随着互联网的发展，人工智能技术已广泛运用到了智能搜索、语音识别、图像识别、生活预测、人机交互等，影响到生活的多个方面。与互联网一样，人工智能技术会向几乎所有旧产业渗透：生活服务 O2O、医疗、零售业、金融业、数字营销业、农业、工业、商业和在线教育。实际上，将获得新生的旧产业还有许多，如军事、传媒、家居、医疗健康业、生命科学、能源、公共部门……甚至包括受 VR/AR（虚拟现实与增强现实）技术发展影响而产生的虚拟产业。

传统金融行业依靠大量的人力，而结合人工智能的金融科技必然是解决服务低效痛点的重要途径，从计算机时代的业务电子化到互联网时代的金融网络化，金融领域实现跨越式发展。在人工智能时代，科技定将与金融深度结合，定将引领金融再创新高。

### 2. 现阶段中国金融科技的主要应用

人工智能在渗透各行各业的同时，自然也应用到金融领域，现阶段，金融业内应用于金融领域的人工智能，主要集中在八个场景。

(1) 征信。国内的个人小额信贷普及率远远低于发达国家，大量没有信用卡的蓝领人群的需求没有得到满足。基于大数据和人工智能技术，完全可以实现智能征信和审批，通过多渠道获取多维度的数据，包括通话记录、短信信息、购买历史、电商数据，以及社交网络上的留存信息等，提取出上百种变量，进入到大数据模型，对个人信用进行评估。

(2) 个贷风控。个人贷款业务中最重要的一环都是风险控制。贷前有两个步骤非常关键，第一识别贷款人信息的真实性，第二识别贷款人的还款意愿和还款能力，



贷中通过监控贷款人的行为数据及时发现异常，贷后通过反馈数据补充信用评分。无论是消费贷还是现金贷，利用数据积累和大数据技术建立有效的智能化风控体系，是一个平台的核心能力，直接决定着贷款平台能否持续地运营下去。

(3) 反欺诈。金融安全是维护金融秩序稳固的基石，任何一个金融平台都会投入大力气在这上面。有别于虚拟的社交网络，对于注册的金融用户，首先要验证身份的真实性，这里用到的技术包括人脸识别、声纹识别、指纹识别、虹膜识别、光学识别（OCR）等。在这些方面，人工智能确实比人更加优秀，不仅识别时间缩短到了1秒，而且识别错误率大幅降低。除了身份验证以外，人工智能在网络反欺诈方面也发挥着巨大的威力，比如防止垃圾注册、盗卡盗刷、虚假交易、恶意刷单、恶意套现、营销作弊薅羊毛等等，这里面用到了大量的智能数据分析和机器学习技术。

(4) 定价。过去的金融体系是统一定价，有了大数据和人工智能以后，可以根据每个用户的情况差异化定价。比如很多做车联网产品的创业公司，收集了车主的驾驶行为数据以后，和保险公司合作推出差异化车险，对驾驶习惯良好的车主给予保费优惠。如今个性化保费的时代已经到来，天猫的运费险就是一个典型的案例。再有就是贷款利率和授信额度的个性化。用户在信贷平台每正常完成一次借还款的闭环，贷款利率都会相应地调低。当每个人的征信画像越来越全面和完善以后，可以实现个性化的贷款利率和授信额度。

(5) 营销 & 客服。金融平台和互联网平台最大的不同之处在于互联网平台有网络效应，用户规模越大，获客成本越低，但是金融有效客户的甄别和获取成本不会降低。技术可以帮助解决这个问题，通过用户画像和大数据模型可以找到精准用户，实现精准营销。再有就是金融客服。金融咨询中有80%的常见问题都是重复性的，而且在一个限定领域内，还能得到快速反馈，成为自然语言理解和对话机器人最快落地的场景。通过对话可以发掘用户的需求，解释和推荐产品，还能带来销售转化。蚂蚁金服的智能客服可以解决用户的大部分问题，当它非常确定答案的时候它会直接作答，当它不确定时它会把可能的选项给人工客服，人工客服只需要快速判断，点击选择后就可以发过去了。这样极大地提升了客服效率和问题解决率，降低了人力成本。

(6) 投资决策辅助 & 投资机会识别。人工智能在证券和投资研究上可以给予我们很多帮助，第一收集和处理数据，第二分析和预测结果。面对信息爆炸和过载，人要想从海量数据中找出相关性是很困难的，机器可以让这件事情变得更容易。机器学习算法可以通过自主学习寻找信息和资产价格的相关性，自然语言处理技术可以理解



新闻、政策文件、社交媒体中的文本信息，寻找市场变化的内在规律。同时通过知识图谱的建模方式，人们可以把行业规则、投资关系等常识赋予计算机，帮助机器排除干扰，更好地结构化信息。

(7) 量化投资。在量化投资世界，人工智能已经取代人类完成了部分工作，通过数量化方式及计算机程序化发出买卖指令，以获取稳定收益为目的的交易方式；通过建立模型——黑匣子，进行估值、择时及选股。这样的投资交易模式会在选股时，把公司基本面的一些数据作为模型指标，并在模型里加上市场的趋势指标，最终的交易决策则是模型综合所有指标运行的结果。

(8) 智能投顾。如果说量化投资以博取短期超额收益为目的，那么智能投顾则是在各市场和各大资产类别之间构建投资组合，分散风险，追求长期收益。富人阶层有私人银行来服务他们，由专业的理财顾问根据他们的需求提供个性化的资产配置，门槛高、费率高。智能投顾实际上就是把私人银行的服务在线化、智能化了，以很低的费率服务更广泛的受众，惠及普通百姓。

综上所述，人工智能技术已然快速结合到金融领域的众多场景，然而这些场景以零售金融业务与高频的证券投资业务为主，对于以另类资产投资为主的信托行业，人工智能技术的应用仍然较少，仍需要探索。而埃森哲的研究也论证了这点。埃森哲将中国科技与金融的融合历程分为三个阶段，第一阶段为电子金融阶段，从 20 世纪 90 年代中后期开始，基于会计账务的电子化、票据等金融业务可以以电子形式实现。第二阶段为线上金融阶段，开始于 21 世纪最初几年，基于软件技术、互联网和移动互联网等技术，通过其于场景的结合改变用户行为，创新服务渠道，使金融的覆盖面得以拓展。第三阶段开始于 2016 年，基于大数据、云计算、物联网、区块链、人工智能等技术，中国的金融科技踏入了智能金融阶段。虽然近些年信托公司纷纷加大信息技术建设和业务管理系统投入，提升业务管理效率，提高客户服务质量，增强转型业务的市场竞争力，但信托公司信息系统建设总体上同质化程度高，功能层级低，主要还是作为信托公司提高业务流程效率的工具，因此信托业整体的金融科技应用水平仍然处于第二阶段的中下层，鉴于信托业务主要以另类资产投资为主，信托风险管理智能化系统应用更是基本属于空白。

### 3. 我国对于人工智能技术的态度和相关政策

自 2015 年以来，我国出台了多个人工智能相关的政策。2015 年 7 月，国务院印发了《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，将互联网+人工智能列为 11



项重点行动之一。《中国制造 2025》重点领域技术路线图中也构建了中国机器人产业发展蓝图。2016 年 3 月，全国两会授权发布了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，提出重点突破大数据和云计算关键技术，自主可控操作系统、高端工业和大型管理软件、新兴领域人工智能技术。2016 年 5 月，国家发展改革委在《“互联网+”人工智能三年行动实施方案》中明确提出，到 2018 年国内要形成千亿元级的人工智能市场应用规模。2016 年 12 月国务院印发的《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》要求，加快基于人工智能的计算机视觉、生物特征识别、新型人机交互、智能决策控制等应用技术研发和产业化，支持人工智能领域的基础软硬件开发。

2017 年“人工智能”首次写入两会政府工作报告之后，国务院发布《新一代人工智能发展规划》提出三步走规划；2018 年 1 月国家标准化委员会宣布成立国家人工智能标准化总体组、专家咨询组，并发布了《人工智能标准化白皮书 2018》。截至 2018 年 2 月底，全国范围内先后已有包括北京、上海、浙江、南京、天津、苏州、黑龙江吉林、辽宁等在内至少 15 个以上的地方政府印发人工智能产业发展规划文件，积极配合国务院相关文件要求，从资金保障、政策引导等多方面给出明确的政策扶持措施。

根据国务院公布的政策发文，2015 年至今国务院关于人工智能领域的政策主要如表 1 所示。

表 1 2015 年至今关于人工智能的部分政策

时间	政策	主要内容
2015 年 7 月 4 日	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	依托互联网平台提供人工智能公共创新服务，加快人工智能核心技术突破，促进人工智能在智能家居、智能终端、智能汽车、机器人等领域的推广应用
2015 年 9 月 5 日	《国务院关于印发促进大数据发展行动纲要的通知》	支持自然语言理解、机器学习、深度学习等人工智能技术创新，提升数据分析处理能力、知识发现能力和辅助决策能力
2016 年 4 月 21 日	《国务院办公厅关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见》	拓展智能消费领域，积极开发虚拟现实、现实增强等人工智能新技术新服务，大力推广可穿戴、生活服务机器人等智能化产品，提高智能化产品和服务的供给能力与水平
2016 年 5 月 9 日	《国务院办公厅关于印发促进科技成果转化行动方案的通知》	实施“互联网+”融合重点领域专利导航项目，引导“互联网+”协同制造、现代农业、智慧能源、绿色生态、人工智能等融合领域的知识产权战略布局，提升产业创新发展能力
2016 年 8 月 8 日	《国务院关于印发“十三五”国家科技创新规划的通知》	重点开发移动互联、量子信息、人工智能等技术，推动增材制造、智能机器人、无人驾驶汽车等技术的发展
2016 年 12 月 19 日	《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》	实施网络强国战略，加快建设“数字中国”，推动物联网、云计算和人工智能等技术向各行业全面融合渗透，构建万物互联、融合创新、智能协同、安全可控的新一代信息技术产业体系



续表

时间	政策	主要内容
2017 年 3 月 28 日	《国务院关于落实〈政府工作报告〉重点工作部门分工的意见》	全面实施战略性新兴产业发展规划，加快新材料、新能源、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群
2017 年 7 月 20 日	《国务院关于印发新一代人工智能发展规划的通知》	确定新一代人工智能发展三步走战略目标，人工智能上升为国家战略层面；到 2020 年，人工智能技术和应用与世界先进水平同步，人工智能核心产业规模超过 1 500 亿元，带动相关产业规模超过一万亿元；2025 年，人工智能基础理论实现重大突破，部分技术与应用达到世界领先水平，核心产业规模超过 4 000 亿元，带动相关产业规模达到 5 万亿元；2030 年，人工智能理论、技术与应用总体达到世界领先水平，核心产业规模超过 1 万亿元，带动相关产业规模超过 10 万亿元
2017 年 10 月	党的十九大报告	人工智能写入十九大报告，将推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合
2018 年 3 月	2018 年政府工作报告	人工智能再次被列入政府工作报告，加强新一代人工智能研发应用，在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”

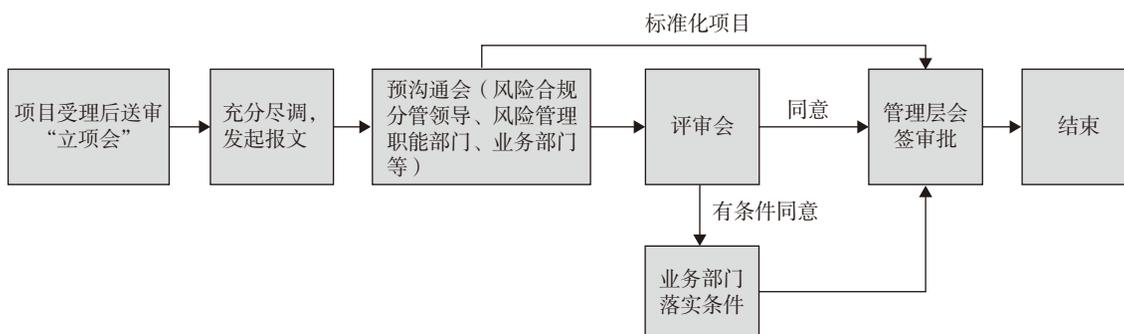
资料来源：国务院网站。

### （三）中国信托业传统风险管理模式的现状与痛点

#### 1. 信托传统的全面风险管理体系的现状

信托行业经过多年发展、探索、转型，已逐步形成较为成熟的风险管控模式。除了以中信信托为代表的主流风险管理模式外，平安信托的“工厂模式”以及中融信托的“独立审批人模式”在信托业风险管理实践中也独树一帜。

中信信托的“嵌入式”风险管理模式，使得风险管控涵盖了整个业务全流程，从风险识别、评估、决策、执行、监控、处置等环节对项目风险进行全面把控，得到行业多数公司的认可，因此行业内大多公司采用该模式进行管控，尽管部分措施存在差异，但整理了思路并无本质区别。中信信托为代表的主流风险管理模式业务评审流程如下：



资料来源：中国信托业协会。

图 1 “嵌入式”风险管理模式



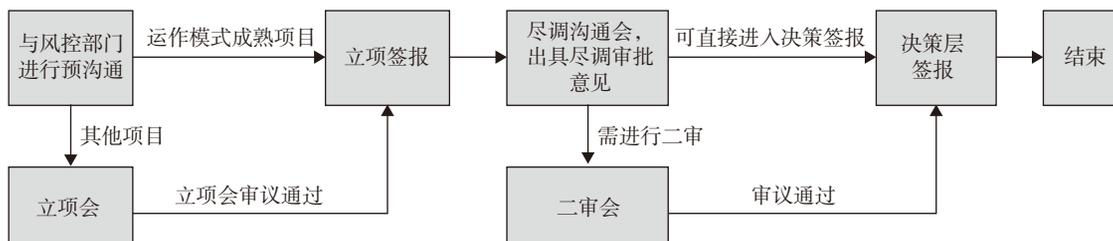
2013年中融信托对原有风险管理模式进行了改革，设定了一套被称为“独立审批人”的风险控制体系，在此基础上对风险管理流程进行了重塑。该模式的关键在于根据不用业务类型，将风险管控工作划分至相应的风险管理团队负责，并将其审查意见作为最终决策委员会审议的参考依据，提高业务决策审批的专业度及有效性。“独立审批人”模式的业务评审流程如下：



资料来源：中国信托业协会。

图2 “独立审批人”风险管理模式

平安信托打造的“工厂式”风险管理模式，核心在于采用定量与定性相结合的方式，建立一套标准化的风险管控体系，在此基础上，大部分业务都能够模式化地执行匹配的交易结构、定价方案、审批流程等，提高了风险管理的专业性及有效性，特别是运作成熟、长期合作等业务。平安信托目前已完成了覆盖13个行业的交易对手评级模型建设，并且搭建了一套以巴塞尔协议为基础的风险计量体系，为实现风险管理标准化流程奠定了基础。“工厂式”风险管理模式下的业务评审流程如下：



资料来源：中国信托业协会。

图3 “工厂式”风险管理模式

无论上述哪种模式，信托业风险管控均已嵌入至业务的投前、投中、投后阶段，并建立了以四道防线为基础的风险管理体系，其中第一道防线为业务部门的前端控制，第二道防线为风险管理职能部门的风险把控，第三道防线为稽核部门的事后检查，第四道防线为董、监事会的持续监控。以下从业务的投前风险评估、投中的风险管控以及投后的风险监测三个方面对信托公司业务风险管理手段及方法的现状进行总结。

(1) 投前的风险评估。在业务投前阶段，信托公司主要通过尽职调查、设定准



人要求和科学的评审，来对业务风险进行有效把控。

对业务进行有效的尽职调查是把控业务风险的首要环节但不同信托机构对尽职调查工作的要求高低不同，因此尽职调查质量也参差不齐。为充分揭示、防范业务风险，完善的尽职调查制度及工作指引不可或缺，首先应全面了解交易对手行业情况、财务状况、经营情况以及面临的法律风险等；其次应加强交易对手的资金用途核查，同时需重点关注项目还款资金来源。另外，可要求业务团队尽量本地展业，以更好的把握交易对手及所处市场整体情况。对于复杂项目，可借助中介机构参与尽职调查。目前部分信托公司已建立中介机构选聘相关制度，进一步加强中介机构准入管理，提高项目尽调工作效率及质量。

对于业务准入门槛，不同的信托公司建立了不同标准，但基本上包括了资产质量及交易对手两方面。以平安信托为例，公司根据资产投向，制定相应的风险策略体系，从交易对手、标的质量、收益标准等多维度加强业务准入管理，强化风险策略对业务发展及风险管理的引领作用；同时建立了禁止介入项目标准，对于涉及民间借贷、项目收益不明确、经过多轮金融机构接盘的项目禁止介入。交易对手评级方面，依托庞大的交易对手数据库，平安信托建立了覆盖各行业的交易对手信用评级模型，充分考虑宏观环境、行业景气、公司情况等多方面因素，根据风险衡量标准采用定性与定量相结合的方法，从风险发生的可能性和影响程度两方面对识别出的风险因素进行分析和排序，合理设置风险因子的权重，对交易对手进行合理的风险评级。

业务评审及决策方面，从三种主流风控模式来看，基本上各信托公司均已建立了科学的评审流程及决策机制，通过规范决策机构运作，严格遵守内部投资决策程序及分级授权体系，推进公司业务评审决策的科学化、制度化。

(2) 投中的风险管控。在业务投中阶段，信托公司主要通过风险管控措施、产品结构等方式，对业务风险进行有效把控。

首先是担保条款的设置。部分信托业务要求融资人对融入资金进行担保，包括提供保证及抵质押资产等，并对担保的有效性进行严格审查，如担保人的担保能力、抵质押物的变现价值及流动性等方面。相对来说，物保比人保的担保性更强，通过设置抵质押物，能够有效降低信托公司的风险敞口，当融资人出现违约情形时，通过处置抵质押物回收本金及利息等。其次，项目放款过程中，逐笔进行严格审查，并落实与融资人合同文本的面签，向资金方充分披露或有风险、明确管理责任。另外，产品结构方面，信托公司主要根据不同的交易结构、产品性质等，与投资者风险偏好、



承受能力及意愿有效匹配，降低产品运作风险。

(3) 投后的风险监测。在投后风险管控方面，主要通过动态跟踪监控，了解信托项目计划的实际执行情况，及早发现风险，及时预警并采取科学的应对措施，对风险事项及时报告披露，进而有效把控信托项目投后风险。

首先，持续关注交易对手。交易对手情况受宏观环境、行业发展趋势、自身经营能力等方面影响，履约能力及意愿也会发生一定变化。持续跟踪交易对手情况，对潜在的风险事项提前预警，是投后管理的重要环节。大部分信托公司已建立了有效的项目投后监控机制，对交易对手的经营情况、财务状况等方面进行动态跟踪及监控，并监测市场相关舆情信息，同时重点关注项目的运行情况，提前识别风险事项并做好应对措施。

其次，做好资金用途跟踪。项目资金用途跟踪是投后管理的另一个重要的方面，确保融出资金使用符合合同约定，防止资金被非法挪用。行业内常见的做法包括开设监管账户、资金回款专户监管、设置项目资金监控专员等，通过专户监控资金的使用、归集等信息，动态跟踪项目运作情况。

最后，当出现不良时候，强化风险处置手段。大部分信托公司经过多年业务发展及探索，已建立了针对不良项目的各类风险处置措施。综合来看，主要包括设立风险专项处置小组，综合采取直接催收、诉讼清收、债权转让、引入第三方接盘、公证强制执行、债务和解、债务重组、处置担保物及查封物等综合措施化解项目风险；同时目前行业已开始尝试通过收购标的资产、委托中介机构清收、设立不良资产投资基金等创新手段处置不良资产。

## 2. 信托传统风险管理体系的痛点

多年探索虽然使得信托行业风险管控体系趋于成熟、完善，但传统风控模式在实践过程中仍然存在诸多问题，约束着风险管理整体工作的稳步推行及风险管理水平的提高。

(1) 风险策略时效性及准确度有待提高。在风险策略制定方面，由于市场环境处于不断变化的过程中，政策动向、行业特征等均会对业务风险策略的适用性及准确性产生影响，信托公司需根据市场状况动态调整风险策略，但传统风控对于风险策略的调整大多滞后于业务的发展，属于被动型调整，当业务模式随市场环境变化进行相应调整时，为适配新的业务模式，风险策略才需进行相应更新，因此策略本身的前瞻性及对业务的指导意义无法得到有效发挥。同时因为缺乏时效性，风险策略本身的准



确性难以保障。实现风险策略的主动调整，提前预测市场环境变化趋势并做好策略的动态更新，对业务发展提供科学、合理的指导，强化风险策略的引领作用，提升投前的风控水平，是目前行业风险策略亟需改进的方向。

(2) 项目评审时效及评审质量有待提高。在项目评审方面，传统风控流程一般需经过业务团队初审及评审团队复审两轮，对项目的双重审核虽然提高了风险把控的有效性，但部分工作内容存在重复，评审流程过于冗长、繁琐，同时由于大部分信托公司项目评审人员的配置人数远小于前台业务人员，人均工作量大，拉长了评审的时间，因此项目评审整体的时效性较低。此外，受制于所获取信息的完整性、准确性、及时性等，也依赖于评审人员自身的专业素质及工作的独立性，项目评审的质量也有待提高。

(3) 财务尽调时效性及分析质量有待提高。在财务尽职调查方面，要求尽调人员具备扎实的财务基础，充分了解财务报表之间的勾稽关系，且对交易对手所属的行业有深入了解及判断，具备有效识别潜在风险因子的职业能力及敏感性。完善的尽调流程需要耗费大量时间及精力，复杂的审核程序及资料收集要求，使得财务尽调的时效性无法得到有效提高。同时因人工依赖程度较高，尽调人员自身的专业能力及职业素养对分析报告的质量影响较大，分析报告质量难以得到有效保障。

(4) 押品评估质量有待提高。对押品估值要求评估人员具备专业的能力，对行业有深入研究。以房地产行业为例，评估人员需熟悉使用各类估值模型，且对不同区域的政策及市场情况有充分了解，才能对押品的可变现价值进行准确、有效评估。此外押品评估还需重点关注流动性，对于特殊的抵押标的，应该分析其变现的可能性。目前行业尚未形成对押品评估的标准化流程，基本上依赖于评估人员个人职业判断及专业能力，且无法精准计量交易对手预期损失，前瞻性判断押品价值变化，因此整体上押品评估的质量及时效性不高。

(5) 法审时效性及偏差率有待改善。在合同审核方面，流程非标准化及人工干预程度较高，约束法审效率的进一步提高。且受监管环境变化影响，对合同条款的合规性审查要求审核人员动态跟踪政策变动情况，熟悉并深入了解相关监管法规，审核的偏差率依赖于法审人员的主观判断，难以有效降低。

(6) 放款时效及预警效率有待提高。在放款审核方面，需对放款条件的符合性进行逐条核对，确保交易对手各方面均符合放款要求，该项工作繁琐、耗时，而目前行业主要采用人工审核方式完成，因此项目整体放款效率无法得到有效提高。投后监



测方面，目前尚未形成对风险信息的有效收集、整合及分析机制，因此风险识别及预警效率有待进一步提高。

#### （四）信托风险管理智能化的大数据基础现状与构建路径

21 世纪以来，一方面由于人工智能算法的改进，另一方面由于计算条件和计算能力的提升，人工智能技术进入了飞速发展期。基于神经网络的深度学习算法、基于生物进化的遗传算法以及辅助学习的模糊逻辑和群体算法等开始进行大规模的实践。尤其随着互联网的发展，人工智能技术已广泛运用到了智能搜索、语音识别、图像识别、生活预测、人机交互等，影响到生活的多个方面。之所以深度学习等人工智能技术能够在近几年快速发展，成为最热门的话题，是因为随着移动互联网的爆发，数据量呈现出指数级的增长，大数据的积累为人工智能提供了基础支撑，同时受益于计算机技术在数据采集、存储、计算等环节的突破，人工智能才能从简单的算法 + 数据库发展演化到了机器学习 + 深度理解的状态。因此信托风险管理的智能化也必须建立在信托拥有大数据的基础之上，否则没有大数据，人工智能就是空中楼阁。

然而信托现阶段数据基础比较薄弱，由于信托大部分投资于非标业务，因此数据的非标准化给数据仓库的构建带来了挑战。智能化的发展的最重要基础就是更多的数据。更多的数据不仅包括更多的数量，还包括更多的维度，而获取更多数据的方式主要为两种方法，一是内部产生，通过不断开拓与累积数据，二是外部输入，通过接入信托行业、金融行业、各行业相关数据。所以信托构建数据仓库就需要从四个层次进行，每家信托机构应推动自身建立公司级数据库，行业应该推动构建行业数据库，配合监管构建统一的金融业资管产品数据库，最后引入各行业的行业数据。

##### 1. 信托公司的数据仓库构建

根据信托公司的业务基础和实际需求，信托公司的大数据体系应按照“结合实际、分步进行、问题导向、重点突破”的原则，采用“轻”存“快”建、“适度”管、“试”用的策略进行构建。

（1）“轻”存“快”建，搭建符合信托公司特点的数据仓库。信托公司的数据规模不大且比较分散，对数据仓库的认识也有一个循序渐进的过程，应尽量采用“轻量化”的思路，采集并整理公司发展所需要的数据，先快速建立数据库，后逐步完善数据。信托公司的数据仓库应包含四类数据：第一类数据是公司自身的业务及管理数据，也就是内部数据，这些数据是信托公司大数据体系的核心和关键；第二类是信



托行业的数据，包括公司数据、产品数据、风险数据、客户数据等，这些数据可以描述信托行业发展的全面特征，为公司在行业中的竞争提供直接参考；第三类是金融市场数据，不仅包括货币发行量、利率、汇率等宏观金融数据，还包括股票市场、债券市场以及其他金融产品的数据，这些数据可以为信托公司的经营和决策提供重要依据；第四类是涉及宏观经济的非金融数据，包括与信托业务发展相关的宏观经济数据、区域经济数据、特定行业数据、交易对手数据等，这一层数据量大、覆盖面广。四类数据彼此联系，层层支撑，可以构成信托公司大数据体系中的金字塔型数据仓库。

(2) “适度”管。要对现有的内部数据进行完善和梳理。不仅提高内部数据产生的质量，而且要充分发挥系统治理功能，使数据归集整理通过信息系统自动实现，提高数据管理的效率。尤其是信托公司业务多元化，所需数据来源渠道复杂，技术处理要更加规范，适度控制数据质量。特别需要注意的是，信托公司应该明确数据管理的阶段和重点，不能急于求成。信托公司在自身数据价值挖掘方面还处于初级阶段，因此对数据的管理应该由内而外，循序渐进。

(3) “试”用。尽管大数据对金融机构具有战略价值，但在信托行业普遍缺乏实践的情况下，构建大数据体系需要信托公司“摸着石头过河”。信托公司首先应该审视自身经营管理中存在的突出问题，以问题为导向，引入大数据技术，设计解决方案。例如信托产品的内部评级问题，对于非标准化的信托产品，大数据可以在风险计量和产品收益等方面发挥重要作用，产品本身所涉及的项目数据、交易对手数据、抵质押物数据等也可以通过外部渠道获取。信托公司可以通过类似产品内部评级等重要课题，摸索大数据与公司经营决策之间恰当的结合方式，尝试发挥大数据的积极作用。

### 2. 行业构建信托业数据库

大数据的构建不仅是每家信托机构推动自身建立公司级数据库，更是需要行业的共同努力，共同参与，推动信托业构建行业级数据库。

2017年9月1日8:30分，信托登记系统终于正式上线运行，各信托公司正式开始通过信托登记系统办理信托登记，并在规定的时限内做好存量信托产品登记补办工作。2018年8月7日，在征求行业机构等方面意见基础上，经中国银保监会批准，《中国信托登记有限责任公司信托登记管理细则》（简称《细则》）发布并正式生效。此次细则是根据原先颁发的《信托登记管理办法》（简称《办法》）要求制定的。《细



则》总计 11 章，共 34 条，包括总则、信托登记办理、信托预登记、信托初始登记、信托变更登记、信托终止登记、信托更正登记、定期报送、信托登记信息保管、信托登记自律管理和附则，其框架结构与《办法》登记相关条例相衔接。《细则》出台生效对于进一步规范信托登记活动，提升信托登记的科学性和执行效果，促进信托业持续健康发展具有积极意义。

一是进一步明确信托登记具体规则，全方位规范登记工作，有助于扎实开展信托产品及其受益权的集中登记，在登记实际操作方面具有指导意义。

二是完善了信托登记信息收集的全面性、及时性和准确性，有利于进一步加强对信托产品全生命周期的监管监测，有助于监管部门及时把握信托业单体和行业整体的风险状况。

三是明确了特殊信托产品和登记事项的登记要求，提升了具体工作的可操作性，为信托登记工作全面深入推进并充分发挥信托登记功能奠定扎实的基础。

信托行业近年来发展速度很快，但内部管理水平总体落后于业务发展速度，造成了信托业粗放型的发展模式，需要转型调整。与银行业、证券业等其他金融同业相比，信托业统一登记在 2017 年才正式建立，信托业对大数据的重视程度需要进一步提高，全行业应该在战略上重视大数据、重视信息系统水平的提升。同时，监管部门应该为信托大数据的发展提供更好的基础条件，比如建立更加规范的信托业务分类体系，便于行业数据的整理；建立行业基础数据库，便于信托公司及时获取行业信息，等等。随着信托登记体系的建立，信托的登记和受益权转让将会产生更多更有价值的行业数据，可以为信托业的发展提供更好的支持。

### 3. 配合监管构建统一的金融业资管产品数据库

数据孤岛问题长期存在与中国金融业，目前，我国各类资产管理机构的数据信息分散于中央国债登记结算公司、中国信托登记结算公司、中国证券登记结算公司、银行间市场清算所、上海票据交易所、上海黄金交易所、上海保险交易所、中国保险资产登记交易系统公司的十多个不同平台上，因此打破金融行业数据壁垒，引入同业数据来丰富信托数据库势在必行。

统一金融行业数据就必须先统一规则，规则的统一有一个关键的基础工作就是要建立在资产管理产品统一报告制度基础上的产品信息数据库的整体统一。故现阶段信托行业应该积极参与中国人民银行牵头的资管产品统一工作。

我国资产管理市场在长期发展过程中的基础痛点体现在三个方面：一是缺乏统



一规则，而是缺乏有效需求，三是缺乏持续供给。而金融科技在解决上述每个基础痛点方面都有广阔的发挥作用的空间。未来，中国人民银行将负责统筹资产管理产品的数据编码和综合统计工作，会同金融监管部门拟定资产管理产品统计制度，建立资产管理产品信息系统，规范和统一产品标准、信息分类、代码、数据格式，逐只产品统计基本信息、募集信息、资产负责信息和中止信息。在统一产品数据库建设的基础上，中国人民银行和各金融监管部门将会加强产品的统计信息共享，并及时沟通跨行业、跨市场的重大风险信息事项。这将极大丰富包括信托公司在内的众多资产管理机构的数据库建设、运算和挖掘技术提供广阔的运用空间。

#### 4. 引入各行业的行业数据

要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力。信托由于具有自身独特的制度优势，实现了货币市场、资本市场、实业市场领域等多个市场的跨越，并且可以实现股权、债券以及夹层融资等多种运用方式，这种独特的制度优势和灵活多样的运用方式，造就了信托与实体企业关系最为紧密，能为各类实体行业提供丰富的金融服务。目前，实体经济成本高、利润薄，中小微企业融资难、融资贵、融资慢等现象仍然存在，金融对实体经济支持仍显不足。造成这种现象的一个重要原因，是金融机构和实体企业之间存在较为严重的信息不对称，实体经济能够提供的信息，不足以支撑金融的投资决策。金融机构准确获取实体企业真实经营信息的难度较大，金融机构和实体企业建立信任的过程较为曲折，对中小微企业授信管理成本和风险溢价较高。只有建立起实体产业经营信息向金融机构准确传递的机制，才能推动金融更好地为实体经济服务。因此信托在建立金融数据的同时，需要不断引入各类实体行业的相关数据，丰富数据库的维度与深度，才能更好地服务实体企业。

在智能化决策越来越被重视的今天，无论行业或企业规模如何，我们看到越来越多的企业开始依赖数据分析和可视化来建立自己的竞争优势，各行各业的企业都在收集、存储和分析来自不同格式的数据。在商业智能化竞争下，要想获得成功，利用数据进行商业决策则变成了比业务本身更重要的事情。数据分析和可视化技术的快速发展意味着企业非常希望通过正确的技术选择尽快地获得业务上的成功。信托公司应该充分利用现阶段各实体行业进行数据化、智能化转型的契机，与各行业企业对接数据，引入实体企业数据库，使得信托和实体部门的关系将变得更加紧密，资金和实体的“触点”将大大增加，实物流、资金流、信息流实现高度连通，最终使得实体企业信息数据融入信托数据库，实现金融与实体的高效合作。



## 二、信托风险管理全流程中的智能化应用场景与落地路线

### （一）投前流程的智能化应用与落地

#### 1. 投前智能化应用的场景模式

截至 2017 年末，行业信托资产规模为 26.24 万亿元，其中 10% 的业务为房地产信托业务，因此房地产业务无论从规模还是成熟程度来说均是比较高的，故信托应先针对较成熟的房地产业务特点开发智能化应用，通过房地产试点而后逐步推广至其他行业。

作为资金密集型行业，房地产具有投资周期长、投资规模大、区域性及政策性强等特性，由此决定了房地产类项目的风险影响因素比其他类投资项目更多，从项目自身、政策环境、市场环境、整体经济环境，到开发商自身经营能力、客户购买偏好等均会影响房地产类项目的投资收益。

一是行业与宏观经济联系紧密，受宏观经济形势及宏观调控影响较明显。由于房地产兼具消费品和资本品属性，行业发展与经济、金融和社会民生有密切关系。一方面，经济增长形势、收入水平以及就业状况都会对行业需求产生重要影响。另一方面，行业自身发展状况也在很大程度上影响着宏观经济。房地产作为政府重点管控行业，受到土地、法律、产业、财政和货币等诸多方面的调控政策影响。

二是区域分化明显，各地房地产市场存在较大差异性。我国地域辽阔，东中西各版块资源禀赋和经济发展状况差异巨大，各地房地产行业受到区位差异、经济发展水平、人口流动、土地供应以及“一城一策”等多方面因素的影响，市场分化明显，热点一二线和偏远三四线城市行业发展状况迥异。

三是资金投入量大，属典型的资本密集型和高负债行业。房地产是资金密集型行业，从房地产开发供给到产品销售，都严重依赖外部金融杠杆。在表内融资的同时，许多房企还涉及表外融资和民间融资，隐形负债进一步推高了金融杠杆，增加了行业的偿债风险。当行业或金融政策收紧时，容易遭遇资金链断裂的流动性风险。充分了解企业控股股东和实际控制人特点，尽量摸清企业实际负债情况，是房地产风险管理投前阶段的一个重点和难点。

四是业务周期和结算周期长，财务报表波动性大且存在滞后性。房地产的业务周期和结算周期较长，但财务报表按照会计准则要求仍以年度为周期编制，很难反映企业完整的业务周期和财务周期，因此报表的波动性比较大。房地产企业静态报表存在滞后性，基于企业损益表和现金流量表来分析房企的长期信用风险往往并不可靠。



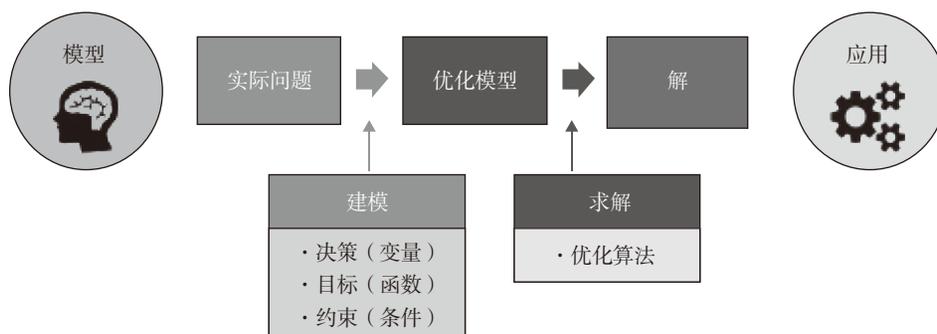
五是资产具有各异性，价值评估较为复杂。各异性是指房地产市场中不可能有两宗完全相同的房地产，每一宗物业在房地产市场中的地位和价值不可能与其他物业完全一样。由于投资方式的不同，采用假设开发、收益还原、现金流量折现、市场法等估值方法不同，对同一资产的估值结果也不尽相同，最终估值往往需要进行综合比较确定。

因此鉴于房地产业务涉及信托投资的各方面，先开发房地产业务的智能化应用，通过房地产试点而后逐步推广至其他行业是比较好的一个路径。比如在机器感知应用方面，可利用人工智能技术获取多维数据，助力房地产业务的投前尽调、企业画像形成和反欺诈鉴别。在机器认知应用方面，可利用深度学习、强化学习、知识图谱等人工智能技术分析预测宏观经济、区域房地产市场走势和企业财务数据等信息，为交易对手信用评级和房地产投资决策提供参考。

## 2. 智能化应用的落地路线

(1) 可应用的智能化技术阐述。在业务投前阶段，信托公司最核心的工作就是通过尽职调查、设定准入要求和科学的评审，来对业务风险进行有效把控。因此该阶段最能被利用的技术就是机器学习技术，利用算法和数据，使计算机在某些场景下具有认知和判断能力，替代人脑的部分作用，可以和人一起工作，协同完成某项任务。

① 机器学习的定义。机器学习 (Machine Learning, ML) 是一门多领域交叉学科，涉及概率论、统计学、逼近论、凸分析、算法复杂度理论等多门学科，是当经验以数据形式存储，研究算法使得计算机可以从经验数据中学习，学习到的结果 (模型) 是可以对新情况 (更好地) 完成某个任务。根据该定义，机器学习的核心就是模型加算法，通过建设模型，利用算法来解决实际问题。



资料来源：平安信托内部资料。

图 4 机器学习落地原理



②机器学习的主流学习形式。机器学习的主流学习方式分为两种，一是监督学习（supervised learning），二是非监督学习（unsupervised learning）。

监督学习，即在机械学习过程中提供对错指示。一般实在是数据组中包含最终结果（0，1）。通过算法让机器自我减少误差。这一类学习主要应用于分类和预测（regression & classify）。监督学习从给定的训练数据集中学习出一个函数，当新的数据到来时，可以根据这个函数预测结果。监督学习的训练集要求是包括输入和输出，也可以说是特征和目标。训练集中的目标是由人标注的。常见的监督学习算法包括回归分析和统计分类。

非监督学习又称归纳性学习（clustering）利用K方式（Kmeans），建立中心（centriole），通过循环和递减运算（iteration&descent）来减小误差，达到分类的目的。

③机器学习的主流算法。

A. 逻辑回归（Logistic Regression, LR）。回归分析是被用来研究一个被解释变量（Explained Variable）与一个或多个解释变量（Explanatory Variable）之间关系的统计技术。被解释变量有时也被称为因变量（Dependent Variable），与之相对应地，解释变量也被称为自变量（Independent Variable）。回归分析的意义在于通过重复抽样获得的解释变量的已知或设定值来估计或者预测被解释变量的总体均值。

Logistic 模型是一种广义的线性回归分析模型，其因变量可以是二分类，也可以是多分类的。面对一个回归或者分类问题，建立代价函数，然后通过优化方法迭代求解出最优的模型参数。由于逻辑回归主要是针对被解释变量即相应变量为分类变量的情况，其应用范围是当被解释变量为离散或者多分类情况。在金融领域内，常被使用于信用评估、资产评估、风险预警等。

B. 随机森林（Random Forest, RF）。随机森林是由美国科学家 Leo Breiman 将其在 1996 年提出的 Bagging 集成学习理论与 Ho 在 1998 年提出的随机子空间方法相结合，于 2001 年发表的一种机器学习算法。随机森林是一个集成学习模型，是 K 个子决策树为基础的基本分类器，通过集成学习后得到的组合分类器，本质上它属于机器学习的分支——集成学习方法。当测试样本待分类时，随机森林最终的分类结构由每个子决策树分类结果进行简单投票决定，简单示意图见图 5，这是简单的 Bagging 思想。它包含多个由 Bagging 集成学习技术训练得到的决策树，当输入待分类的样本时，最终的分类结果由单个决策树的输出结果投票决定。随机森林克服了决策树过拟合问题，对噪声和异常值有较好的容忍性，对高维数据分类问题具有良好的可扩展性和并行性。

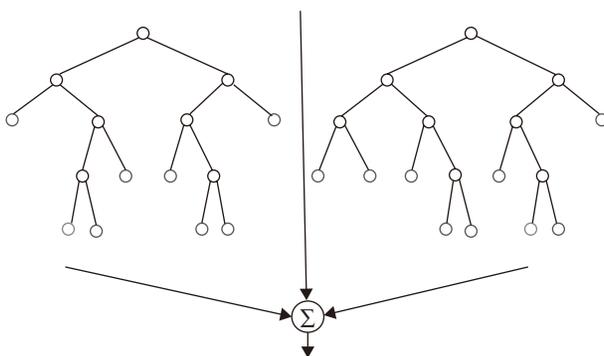


图 5 简单示意图

其在经济金融中的应用十分广泛，随机森林算法可被用于很多不同的领域。在银行领域，它通常被用来检测那些比普通人更高频率使用银行服务的客户，及时偿还他们的债务，同时被用来检测那些想诈骗银行的客户。具体举例说，企业债券是我国资本市场的重要组成部分，而信用评级是企业债券市场快速发展的基石，有效的企业信用评级可以提高投资资金的回笼，规避投资风险。由于企业债券信用评级具有小样本、非线性、高维数等问题，传统的评级方法并不能很好地适用。

C. 支持向量机（Support Vector Machine, SVM）。SVM 是建立在统计学习理论的 VC 维理论和结构风险最小原理基础上的一种机器学习方法，是一种经典的判别式模型，统计学习领域的研究中应用最为广泛的机器学习模型，常用于分类事件所属类别。公司财务评估，风险评估，资产预估、金融风险欺诈等领域<sup>①②</sup>，也可以用于企业财务状况分析，舆情分析。

通俗来讲，它是一种二类分类模型，其基本模型定义为特征空间上的间隔最大的线性分类器，其学习策略便是间隔最大化，最终可转化为一个凸二次规划问题的求解。

D. 神经网络（Neural Network, NN）。深度学习是多层神经网络系统，已经成为从机器学习中独立出来的重要研究领域，有许多已经落地的成熟应用，如计算机视觉，语音识别，自然语言处理智能文本分析等，并且正在开启其在智能金融，智能医疗，智慧城市等领域的应用。在金融领域内，智能客服，用于代替人工客服，优化用户体验并提高客服效率。

<sup>①</sup> Esteves D, Duarte J C. : Prediction of assets behavior in financial series using machine learning algorithms, International Journal of Advanced Research in Artificial Intelligence, 2013, 2 ( 11 ) .

<sup>②</sup> Geng R, Bose I, Chen X. : Prediction of financial distress: An empirical study of listed Chinese companies using data mining, European Journal of Operational Research, 2015, 241 ( 1 ) .



神经网络学习过程是通过训练数据调整神经元之间的权值（神经细胞的突触）与每个神经元的阈值，通过最后优化训练得到的值来反映原始数据与输出数据之间的关系映射结构。由于学到的“东西”和结果解释都是蕴藏在连接值和阈值中，因此神经网络的弱解释性使其常被成“黑箱模型”。

神经网络理论知识较为晦涩难懂，但是其具有许多传统机器学习不具备的优势，例如对高维数据和海量数据的处理能力，无需人工干预地自动提取数据特征，非线性拟合能力强，更强的模拟现实场景，并模拟复杂的人工思维方式。因此深度学习在图像处理、语音识别、预测分析方面取得傲人成绩，预测证券和有效挂单报价、金融资产价格变动预测、市场指标数值波动性、优化投资组合等。具体举例来说，金融风险的预测和预警需要定量分析和定性分析相结合，它依赖于专业的金融知识，有效的金融因子选择，即依赖于金融理论和计量技术对历史数据进行分析，又依赖于及时获取并量化动态变化的金融形势和挖掘金融多方面量化后数据之间的潜在数据结构关系对未来进行判断和预测，神经网络作为实时预测的参考方法之一，其若干层网络隐含层可以有效挖掘数据潜在结构，并具有较好的前后时序关联分析能力，因此受到金融市场的热捧和研究。

(2) 技术的解决方案阐述。对于金融业务来说，风险管理、风险定价是不变的核心。而建立强大的风险管理体系，绝不仅仅是做数据的搬运工，而是要将技术应用落地，进而提升金融服务效率。以平安信托为例，人工智能技术已逐渐开始在房地产投前阶段有所应用，充分构建多样化的风险因子，利用平安集团独有的广泛的数据来源，通过机器学习模型与业务规则经验的结合，实现智能行研、挖掘实际控制人相关信息、进行财务报表再造、完善风险画像和评估抵押物价值等方面的智能化。

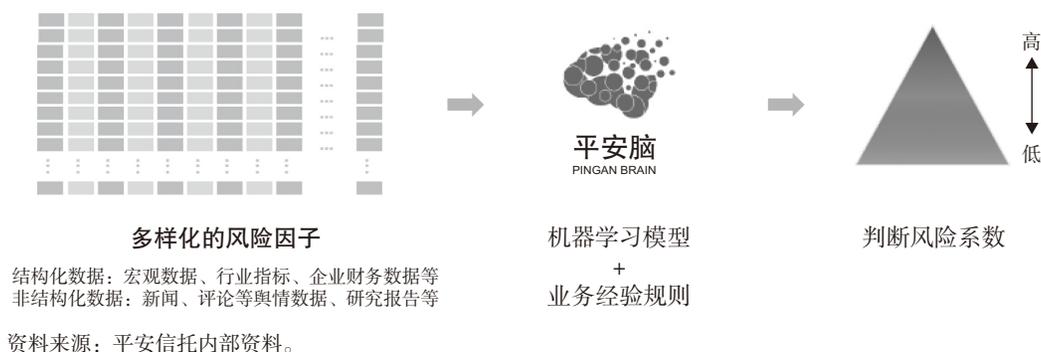


图6 平安信托机器模型应用落地方法论

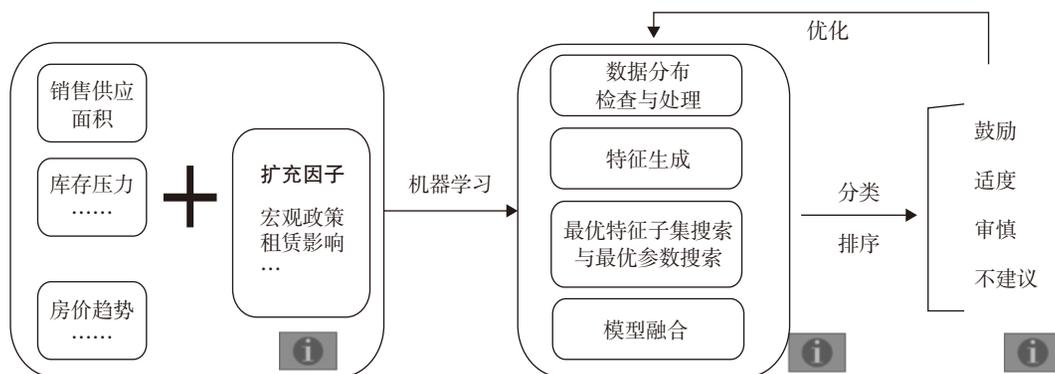
①开展智能行研。利用大数据、人工智能和 AI 模型，可广泛应用与宏观经济、



房地产区域准入研究等领域，以增加研究的广度并提高研究的效率。

宏观经济研究方面，可选取经济基本面、货币与流动性、财政等经济指标，并结合中央重要会议精神、货币和财政政策方向以及监管政策走向等其他影响因子进行综合分析，通过构建 AI 智能分析模型并进行不断迭代和机器学习，自动生成宏观经济总体运行趋势、关键指标预测和政策影响等研究分析报告，最终应用于辅助公司投资策略修订等。

在房地产区域准入选择上，以目前区域可得数据为基础，依据专家经验、AI 模型等判定某年行业的 4 个类别归属（优先开展，适度支持，审慎合作与全力退出）。随着样本数量的增加，行业数据分布趋于稳定，样本能提供更多的信息供 AI 模型学习，模型性能会进一步提升。



资料来源：平安信托内部资料。

图 7 房地产区域准入模型构建原理

在具体房地产行业研究方面，AI 模型中可选取各城市的人口、经济总量、产业结构、收入水平等城市发展类指标和拿地、库存、投资、市场供需状况等房地产行业数据，并结合调控政策严厉程度、城市能级及区位等其他重要影响因素，最终输出各城市的市场特征、风险状况和可能的展业方式，最终应用于辅助判断该城市是否投资准入和具体项目投前决策分析之中。

②挖掘房地产企业隐形负债、实际控制人相关情况等信息数据。房地产行业属典型的资本密集型和高负债行业，企业财务杠杆相对较高，充分了解企业隐形债务情况、实际控制人品行和风格对于房地产投资决策具有重要意义。传统风控做法往往是通过长期沟通和接触客户逐步建立主观意识和判断，一定程度上缺乏客观数据的支撑，评估结果受到少数业务人员的影响较大。以大数据和 AI 技术为基础的智能信贷技术，可以全方位捕捉到网上交易信息、运营商数据、社交信息等弱金融数据，通过大数据

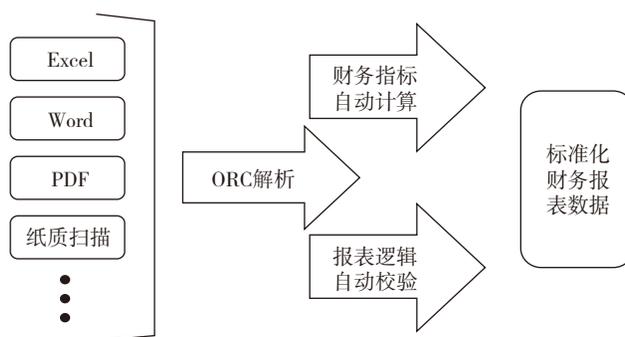


交叉验证，让客户画像更精准立体，从而助力房地产业务的投前尽调、企业画像形成和反欺诈鉴别。

例如，Facebook 的一项统计表明，一个人在互联网上点赞的数量超过 60 次，人工智能系统对这个人品性的评判准确度就可以高达 86%。引入 AI 技术后，可以通过大数据引擎、数据清洗等方法，查询借款人（实际控制人）人民银行征信、全国工商信息网、全国法院被执行网、土地资源局网站、交通出行记录、网上消费记录、电信记录、社交记录等多维信息（可以通过网签授权解决合法性问题），并对大量历史行为形成的信息进行量化比对评判，从而对实际控制人的财务状况和品行等作出相对较为客观的评估。另外，通过文本挖掘、语音和图像识别等技术，还可以从房地产企业历史信息快照、外部数据中深入挖掘相关企业信息，为后续全面深入的信用分析提供充实且关键的数据。

③利用人工智能技术进行财务报表再造。财务报表反映了企业财务状况和经营成果，是投资者作出合理投资决策的重要前提。但企业会计人员进行账务处理时，往往会基于各种原因对一些会计数据进行人为判断、调整及选择性披露，一旦处理不当就会在很大程度上导致财务信息失真。另外，会计处理需要根据国家会计政策、法规制度进行，但由于某些业务的特殊性，会计估计、判断与计量也会变得不是很可靠。利用决策树，神经网络和随机森林机器学习算法对企业财务报告进行再造，可以通过报表项目的勾稽关系发现可能存在虚假或错误的财务数据，也可以按照模型的设置条件将财务报表进行适当的调整和处理，为投资决策提供有效依据。

例如，可以结合现有 EXCEL 报表解析、PDF 或纸质报表 OCR 技术解析，完成报表模板间转换和入库，在入库的同时针对报表逻辑关系进行自动校验，各因子指标自动计算，并给出修改建议，以实现数据结构标准化，提升财务数据质量。

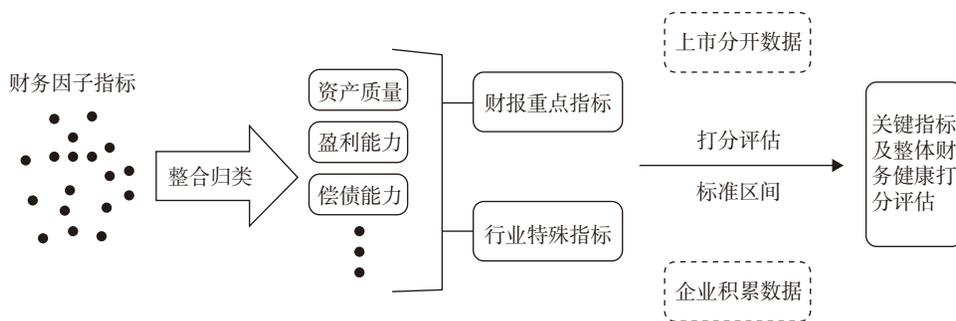


资料来源：平安信托内部资料。

图 8 标准化财报数据生成原理



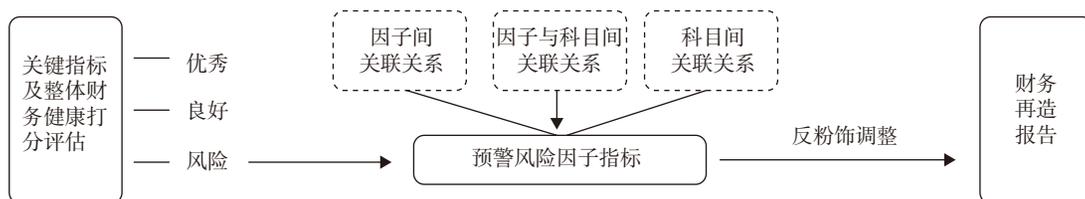
对报表自动计算出的因子，按资产质量、盈利能力、偿债能力等规则进行分别归类。针对财务报表中的重点指标及行业特殊性指标，可基于上市公司公开财务数据及企业自身积累数据，结合智能模型分析功能，建立风险权重评估体系，对相关指标及财报整体健康度进行打分评估。



资料来源：平安信托内部资料。

图9 “关键指标打分评估”原理

对于关键指标及整体财务健康出现风险预警的，可基于行业标准数据区间，结合预警风险的因子与其他因子及科目间的关联关系，对科目数据进行再造调整，提供给使用者具有可对比参考的反粉饰报表。



资料来源：平安信托内部资料。

图10 “财务数据再造”原理

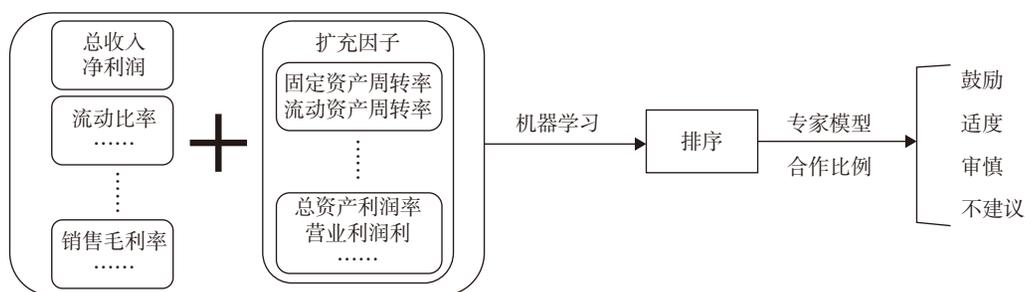
此外，还可以采用企业间对标方式，自动对标所在细分行业的龙头企业，并实现对对标结果的可视化和数据化。

④构建企业层和项目层 AI 评估模型，完善风险画像。对企业及项目进行全面风险评估是房地产项目投前的重点和核心，该环节涉及诸多评估因素和影响因子。传统金融风控的做法，需要前中后台密切配合提供大量风险评估素材，也需要评审人员的大量经验积累，但在客观上也存在各评审人员审批标准不统一的问题。如今，可通过构架 AI 评估模型评判企业层和项目层存在的风险，从而进一步完善风险画像。

在企业层面，可选择资产规模、总收入、净利润、流动比率、毛利率等主要财务指标，通过机器学习等算法构建 AI 模型，对金融企业主要交易对手进行风险画像



并实行排序。



资料来源：平安信托内部资料。

图 11 “企业风险画像”编制原理

在项目层面，利用 Logistic 回归、随机森林、人工神经网络、遗传算法等智能技术构建企业及项目评估模型，并通过不断迭代对模型进行优化，最终描绘出投资项目的风险画像。当企业提出融资需求申请时，系统将自动与该客户的行为画像进行特征比对，得出项目综合风险、项目自偿性、项目预评估结论和项目的退出预警情况，从而大大提升投前决策的效率和精准风控的水平。

⑤科学高效评估抵押物价值。对于房地产投资而言，抵押物价值评估既是投前的重要决策依据，也是投后监测的重要内容。采用市场比较法、成本分析法等科学的评估方法对抵押土地及在建工程进行及时、动态、合理、客观、公允地评估，成为金融机构加强风险管理的重要环节。

人工智能应用方面，可利用朴素贝叶斯等多种机器学习算法建立并持续优化抵押物价值评估模型，并结合估价师经验映射表，形成抵押物价值、流动性和瑕疵等全方位评估报告，从而实现对抵押物价值的科学高效估值。

(3) 技术服务提供商的介绍。投前的风险评估使用的智能技术是公开的模型技术，核心是数据的质量，因此提供数据提供商供参考。

表 2 数据提供商

数据服务	提供商
房地产	CEIC、中指、易居、链家、平安好房等

## (二) 投中流程的智能化应用与落地

### 1. 投中智能化应用的场景模式

(1) 法律文本制定与审核。信托因具备横跨货币市场、资本市场、实业市场领域的行业特征，拥有股权、债权以及多种形式灵活的运用方式和多品类的产品结构，



造成信托法律文本具有复杂性，同时鉴于频频发布的各类监管政策，信托法律文本又需要具有灵活性。因此在法律意见和文本部分，可以借助 AI 工具，通过逻辑运算完成交易结构建议和交易文本推送，通过系统辅助工具完成法律文本智能比对与审核，提升交易结构和文本审核速度，避免要素遗漏并减少人工操作误差。

(2) 合同签订环节。除了制定法律文本，投中环节还包括合同签订、如涉及抵质押的还包括手续的落实和权证的取得，以及结合项目自身情况需要核验的其他资料等环节，而其中投中环节合同签订的真实有效至关重要，因此在合同签订环节尽可能的采取目前最先进的科技技术支持，通过身份识别、远程视频等方式来保证合同签订的真实性、有效性。

### 2. 智能化应用的落地路线

(1) 可应用的智能化技术阐述。信托公司的一些在投中合同签订环节需要对签订合同的交易对手进行身份识别、需要对现场拍摄的一些留存视频及照片进行佐证等，这些手段目的就是为了防范项目的欺诈风险。而在这些场景下，人工智能可提供的对签章自然人验证技术主要有：人脸识别、声纹识别、反 PS 技术等，对企业办公地点验证的 GPS 定位技术等。我们开发了见证 APP，可实现一人实地一人视频的方式双人见证并录制合同签订的过程，并可截取细节图片，显示时间及地点，以及签订人员。其中用到了身份证别技术中的人脸识别、视频通讯技术即通话双方可同时入镜、GPS 定位技术、以及反 PS 技术，并对声纹应用留有接口，待有成熟业务场景时可直接启用。

鉴于信托法审工作主要集中在交易结构的法律分析、交易文本的起草及内外部谈判及沟通上，其核心需求是大量的文字处理及分析应用，因此能够发挥作用的人工智能技术主要集中在光学字符识别技术(Optical Character Recognition, 简称 OCR 技术)、自然语言处理技术(Natural Language Process, NLP)和人工神经网络这三大技术上。

①身份识别技术(人脸识别、声纹识别等)。身份鉴定一般可分为三类：基于特定物品；基于特定知识；基于生物特征。目前，个人身份识别主要使用 ID 卡(基于特定物品)和密码(基于特定知识)等手段，随着生物特征识别技术发展，有了更加方便可靠的办法来进行身份鉴定。生物特征是人体天然携带的信息，与传统的密码、身份信息相比，具有唯一性、稳定性、防伪性、不可抵赖性。生物特征可细分为生理特征和行为特征两种。一些常用的生理特征包括 DNA、指纹、虹膜、人脸、视网膜、指静脉、耳型、声纹、掌形等，常用的行为特征有步态、签名等。生物特征识别技术



可以通过光学、声学、传感器、计算机技术等进行采集，并通过一系列算法形成唯一性的特征值，系统对特征值进行判断，实现以高准确率完成安全认证核心的身份鉴别。相比于传统的安全技术和产品，生物识别技术具有精度高、速度快、防伪性好等特点，在金库管理、柜台身份认证、网上金融与电子商务等领域都已经有很好的应用。比如远程开户、无卡取款、刷脸支付、在线信贷等在金融领域的应用也日益增多。同其它生物识别技术相比，人脸识别技术具以下优越性：

一是使用方便，用户接受度高。人脸识别技术使用通用的摄像机作为识别信息获取装置，以非接触的方式在识别对象未察觉的情况下完成识别过程。

二是识别精确度高，速度快。与其它生物识别技术相比，人脸识别技术的识别精度处于较高的水平，误识率、拒认率较低。

三是不易仿冒，人脸识别技术要求识别对象必须亲临识别现场，他人难以仿冒。举例来说，用合法用户的断指即可仿冒合法用户的身份而使识别系统无从觉察。

人脸识别技术作为生物特征识别领域中一种基于生物特征的识别，是通过计算机提取人脸特征，并根据这些特征进行身份验证的一种技术。概括地说，人脸识别技术是一种高精度、易于使用、稳定性高、难仿冒、性价比高，目前广泛运用在考勤打卡；安全验证系统信用卡验证；刑事案件侦破；出入口控制，如北京奥运会和杭州 G20 峰会应用人脸识别技术进行安保；人机交互领域；金融行业，如支付宝推出了刷脸功能等。投中最重要的环节之一就是确认合同签订者的身份。结合众多生物识别技术，人脸识别加 OCR 身份验证可以方便准确的确定签订者的身份。

声纹识别，生物识别技术的一种，也称为说话人识别，是一种通过声音判别说话人身份的技术。声纹识别技术有两类，即说话人辨认和说话人确认。不同的任务和应用会使用不同的声纹识别技术，如缩小刑侦范围时可能需要辨认技术，而银行交易时则需要确认技术。

声纹识别（Voiceprint Recognition, VR）即说话人识别（Speaker Recognition, SR），是利用说话人的语音判断说话人身份的生物特征识别技术。其应用场景主要有两类，即说话人辨认（Speaker Identification）和说话人确认（Speaker Verification）。前者用以判断某段语音是若干人（或海量语音）中的哪一个所说的，是“多选一”问题；而后者用以确认某段语音是否指定的某个人所说的，是“一对一判别”问题，银行系统多属于后者应用，即用于识别服务对象的身份是否正确。

②视频通信技术。视频通信，又称视频电话，通常指基于互联网和移动互联网端，



通过手机之间实时传送人的语音和图像的一种通信方式。随着 4G 网络的正式商用，无线网络覆盖越来越完善，网络带宽不断增大，数据传输速率不断提高，移动无线网络带来的便捷，使通过无线网络进行实时视频传输成为可能。以智能手机为代表的移动便携设备已经非常普及。为构建面向移动环境的实时视频传输系统提供了新的机遇。

③定位技术。全球卫星定位系统（Globe Positioning System, GPS）是美国国防部从 1973 年开始，历经 20 年的开发而完成的新一代卫星导航系统，其最初的目的就是利用 GPS 伪距离测量进行实时定位，为其潜艇、水面舰只、飞机、火箭、导弹、地面车辆及部队提供实时导航，但随着 GPS 定位技术的发展，它在全球的应用范围也在逐渐扩大。目前，在民用领域，如航天、航空、航海、测量、勘探等，GPS 技术已被大量地采用。近年来，随着形势的需要，金融行业也逐步开始应用该技术建立运钞车安全防范体系。

一段时间以来，社会上一些犯罪分子把目标对准金融系统，大肆进行犯罪活动，尤其是银行的“流动金库”——运钞车由于存在载钞量大、在进行跨地区调拨时联络困难等因素，其安全保卫工作一直是各级银行的难点。为了改善运钞车在调拨途中的通讯保障能力，银行科技部门采取了多种技术手段，如用短波、超短波车载通讯设备等，但由于存在着地形复杂而产生的通讯盲点多、在地区交界处频率协调难、跨区范围大以至通讯质量差等不利状况，安全的隐患依然存在。如今，利用 GPS 建立银行运钞车监控管理系统，可以很好地解决这一困扰金融部门多年的难题。

对于信托公司而言，信托公司在投融资面签阶段，需要人工前往面签地或项目现场进行检查，部分人员会存在不前往目的地，或者签订人不承认合同签署在办公地点等欺诈风险。将 GPS 定位技术融入面签见证系统能防范此类欺诈风险。

④反 PS 技术。对于网络情况差，视频画质不清楚的场景，以便对项目进行后续的跟踪管理。但是这个过程会存在照片造假的风险，而大多数照片造假是工作人员提供经 PS 处理过的照片而非真实照片。为防范这一风险，研究和推广反 PS 技术在信托项目尽调、面签、投后现场检查等环节的使用成为一个需求点。

Adobe 最近宣布已经开发出一项新技术，使用 AI 和深度学习来帮助检测图像是否被 PS。根据公开的技术细节是通过检查噪点分布，路径，光线和像素值等指标，来判断是否 P 图。常见的 PS 方法主要有三种。

一是拼接，组合两个单独图像的合成一张成品图；二是去除，图像中的部分或



物体被完全去除，使它看起来像是从来没有过。三是复制移动，将图像中的某个对象从一个位置复制或新增到另一个位置。

从 Adobe 实验室中走出来的反 PS 技术的工作原理如下：

RGB 通道 + 噪点——在 CVPR 2018 上公布的通道技术图。可以看出，根据通道反向追溯技术。让卷积层来快速辨别图像是否经过处理。平常使用智能手机的人可能会有疑惑：截屏是不是就没有通道轨迹了？但我们仔细看，是通过通道技术中的噪点来追溯的。

噪点 + 光线——通道和噪点只能辨别一部分粗糙的 P 图。精致的 P 图还是很难被认出的。在精致 P 图面前只有通深度学习的大量训练，通过噪点加光线会更加容易发现一些细节。有些细节会违背光学常理，显的很突兀。

当然还有些辅助手段，比如像素的平均分布比例、路径的连贯性等，最终来衡量图片是否有造假嫌疑。

⑤光学字符识别技术（OCR）。OCR 技术的工作原理是通过电子设备扫描纸质资料上打印或书写的字符，采用光电转换装置将字符转换成电信号，并由计算机进行检测暗、亮模式确定其形状，然后用字符识别算法将形状翻译成计算机文字的过程。

随着这项技术的日趋成熟，相关软件已经进入了人工智能阶段，其对于印刷体汉字识别正确率能达到 99% 以上，对于手写汉字识别率也已达到 70% 以上，在神经网络技术的加持下，OCR 技术对手写字符的识别率可以达到 90% 以上，甚至可以做到对数据库中没有的语言的识别。该等技术可以用于信托法审工作中录入及识别相关尽职调查信息、证照信息以及纸质版本的交易文件，可极大地提高录入效率及准确度。

⑥自然语言处理技术（NLP）。NLP 技术作为研究如何实现人与计算机之间用自然语言进行有效沟通的技术，主要功能是通过计算机可识别算法对自然语言的各级语言单位（字、词、语句、篇章等）进行转换、传输、存储、分析等处理。NLP 技术的主要研究目标是建立能够用于表示人类使用的自然语言的数学模型，以及通过建立合适的计算框架来实现这样的模型及其应用。NLP 技术的应用及优势大体可以分为以下两个方面：

一是对单个文档进行充分挖掘，通过对单个文档的结构分析、文本摘要、关键信息抽取等操作，旨在挖掘单个文档中有价值的信息，应用场景包括文本检索领域、搜索引擎和智能问答等。其优势在于对于单个文本进行解构及文义识别，既能够辅助提取核心信息，也能为下一步文档的分类、识别奠定数据基础。



二是对多个文档的处理，旨在对多个文档进行分类、聚类，通过提取文本的某些特征形成对多个文档分类的逻辑规则，应用场景包括文件自动管理，文本审核，观点分析等，其优势在于通过大量的样本分析，在人工神经网络的配合下，可以在一定程度上替代专家型法审人员创建的人工逻辑规则，逐步实现智能化的分析及文字输出。

⑦人工神经网络（深度学习）。人工神经网络技术是通过模仿生物大脑神经系统结构，使用分层级的大量算法及函数和模拟神经元来使软件拥有学习能力。相比传统的逻辑学推理演算建立的专家系统，人工神经网络是基于统计学的生物神经网络模拟，拥有类似生物的判断和感知能力，大大提高了精确度和效率并且做到真实的自我学习，在自我学习的过程中以人类无法比拟的速度不间断地增强自己的能力深度和广度，可以成为真正的强人工智能系统。

人工神经网络的学习方式主要有以下五种：监督式学习，无监督式学习，混合式学习，联想式学习及最适化学习。由于系统可以自行从未经处理的资料库中分析规律提取信息，不需要对历史资料的内容进行人工的转换或是标准化，无论哪种学习方式都比传统的专家系统对软件技术人员的需求小很多。对信托法审工作的智能系统建立来说，法审律师与科技开发人员的互相沟通和理解是一大重点也是比较耗时耗力的工作，若以人工神经网络技术作为智能系统的基础，这方面的效率会大大增加。

人工神经网络已被广泛运用在决策生成、金融产品自动交易系统、数据挖掘、神经机器翻译等领域且已趋近成熟。要做到法审工作的智能化分析以及交易文件及法审意见的输出，人工神经网络系统与 NLP 技术的配合是目前最实际可行的路径。国外多家著名律所已开始从不同方向，与不同的人工神经网络技术提供商合作，尝试开发内部使用或是面对客户的人工智能法律处理系统。拥有人工神经网络的人工智能系统可将科技开发人员需求最小化、易用度和智能度最大化。因各基础技术已趋近成熟，目前的挑战主要是整合不同技术达到新的、更高级的功能，不论对任何领域来说，人工神经网络技术都是整合的这些技术并生成一个完整系统的领导技术。

### （2）技术的解决方案阐述。

①法律文本审核的解决方案。信托法务进行合同审核，一般可分为如下审查维度。首先，合同是由一定结构体系的条款组成的，合同审核要遵循合同的结构体系。结构体系是指组成合同的条款的排列逻辑。合同条款可以按合同履行的时间顺序进行排列，也可以按合同履行的工作进行排列。如一份信托股权投资合同，条款可能多达数百条，必须按一定内在逻辑分类排序，否则肯定杂乱无章，不易理解，更不易



发现风险。合同审核工作，做的第一步，便是把合同的结构和逻辑理清。其次，法务合同审核时，也是有标准的注意事项的。根据前人经验总结，合同审核一要审查主体资格是否合格，二要看约定内容是否合法，三要注意合同条款是否实用，四要审查权利义务是否明确，五要看交易需求能否满足。这是审核合同的内容要注意的事项。另外，从合同内在逻辑以及合同标准化角度来看，条款内容是否存在冲突，标准模块和必备条款是否缺乏，也是合同审查中必须注意的方面。针对上述信托业务中的合同审查流程与逻辑，基于当前的人工智能技术，可以通过如下路径实现合同法律审查的各个维度：

A. 关键字/词。无论合同条款是基于合同履行的时间顺序还是工作内容分类，“关键字/词”是重要的标志和训练人工智能的抓手。无论是人工浏览合同还是人工智能系统审查合同，因为法律用语具有规范性和法定刑，因此即使字、词、句、段的排列、取舍千变万化，核心字/词基本趋同，如《信托贷款合同》避不开“本金”“利息”“放款前提”“担保措施”“违约责任”等基本合同要素。因此，按照关键字/词甚至条款标题对文本内容进行识别、分类、排序具有可行性。如某些合同未采用标准化法律用语而是使用通俗表述，我们也可以通过NLP实现通俗表述到法律语言的联想和关联。

B. 要素抓取。基于关键字/词，对合同中各关键要素进行抓取即成为可能。从抓取方式而言，包括：从标准化文本的特定位置抓取特定信息的方式，以及运用爬虫技术设定规则从非标准化文本中抓取信息的方式。而从抓取对象而言，往往是《合同法》所规定的合同成立的各必备要素以及在特定交易类型中对交易各方权利义务具有重要影响的特定要素。同时，在信托工作中，文本审查不仅包含对文本本身内容的审查，更包含对文本是否符合公司商业决策（表现形式一般为项目批复、风控意见书，等）的审查，因此文本审查的参考文件如项目批复甚至尽调报告也是人工智能合同审查中要素抓取的重要数据来源。

C. 文本/要素对比。在人工法审或人工智能辅助法审工作中，对比工作是重要的环节，包括同一文本不同版本的对比、不同文本同一要素的对比等。对于不同文本间的要素对比，可以通过前文要素抓取的方式加以解决；而对于同一文本的对比，目前大多依赖于Word自带的基本对比功能或者Beyond Compare、UltraCompare、Textdiff等专注于文本对比的专业软件。Word对比功能对字体、段落甚至标点符号的调整均极为敏感，且对比结果显示较为简陋，不能较好地支持信托法审在大量非标准化文本工作环境中的技术需要。而前述专业软件虽然可以解决前述问题，但对扫描版、水印

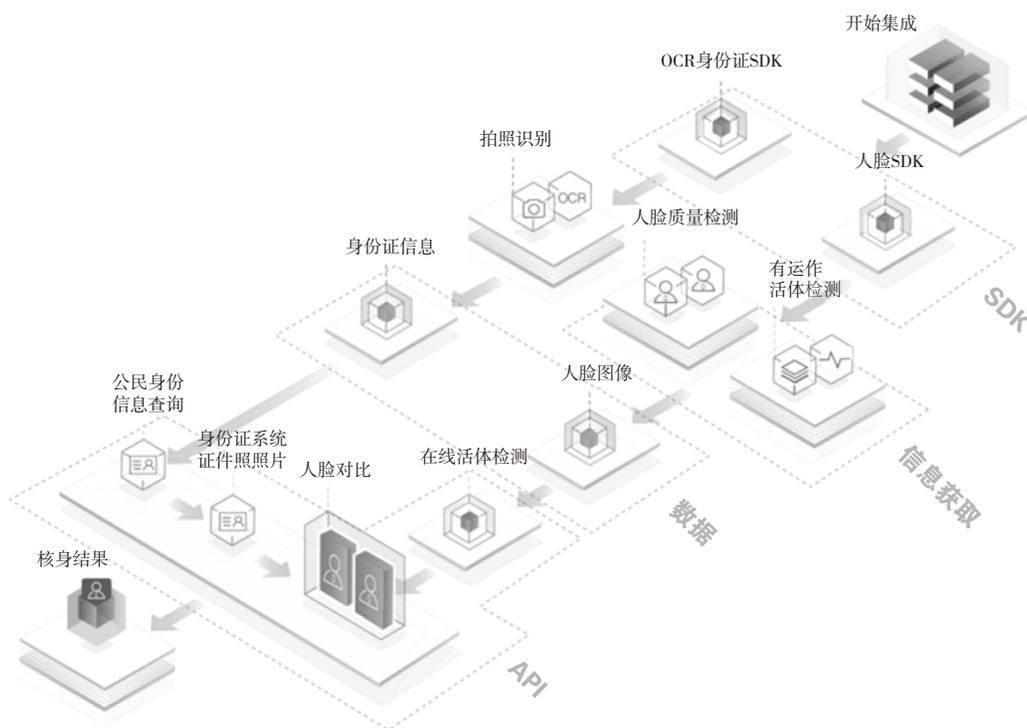


版、编辑锁定版的文本往往并不支持。

鉴于此，基于 OCR+ 专业对比功能的综合技术运用能够较好地解决目前信托合同审查中的痛点，OCR 技术能够将所有显示为图像或可以转化为图像（如将编辑锁定文本通过打印扫描的方式进行采集）的合同素材高精度地转化为可编辑、易审查、能对比的文本形式，继而通过专业对比软件功能直观、简洁地将合同的重大修改或不符点展示给法审人员或者法审系统。而对于法审系统而言，运用 NLP 技术即可识别当次修改或者不符点是实质性修改还是语义上的措辞细节修正。

②反欺诈面签的解决方案。以平安信托的反欺诈面签 APP 为例，利用人脸识别、OCR、视频技术等实现可防控操作风险与道德风险的移动视频面签。

A. 实现自然人身份验证。身份认证方案能够帮助识别在信托项目投中阶段线下面签环节，签字人是否为【真人】且为【本人】，从而更加快捷地完成身份核实工作，大大降低项目面签的欺诈风险。身份认证的方案流程主要是：通过 OCR 身份证识别获取身份证 ID 信息，经过活体检测判断，将捕获的人脸图片与通过身份证 ID 查询到的公民证件照，进行人脸对比，判断用户为【真人】且为【本人】，而对于公安系统留存照片与自然人目前面貌差异较大的，系统设有人工核验功能。



资料来源：平安信托内部资料。

图 12 身份认证技术解决方案流程图



B. 实现合同面签订过程记录。操作人员通过公司 UM 账号及密码登录进行，同时见证人号 UM 账号及人像会呈现在视频画面，即实现对见证人双方的记录。通过系统定位，照片及视频画面会呈现合同签署地点及时间。通过视频对合同盖章的过程进行录制。为了方便后续查询，除对所有过程进行视频进行录制外，对于重点见证环节支持拍照上传功能，比如在合同签署地址的门牌号和公司 LOGO 前，以及“公章用印过程”照片，要求至少 2 张照片留存，且照片清晰中印章要求清晰可见，包括但不限于，盖章人出境照、手部动作特写照。对于合同签署页拍摄可以达到文字、印章名称能够清晰辨认。通过上述的流程实现合同签字全流程的真实记录，避免了道德风险。

(3) 技术服务提供商的介绍。平安信托在投中阶段风险管理领域运用了人脸识别、OCR 识别身份证件、反 PS 等多种技术加强风险管理能力。技术实现的过程中，在自身技术积累储备的基础上，与多家技术服务提供商进行相关技术的探讨合作。现列出各种技术服务较具代表性的提供商，供行业参考。

表 3 技术服务提供商

技术服务	提供商
OCR 识别身份证件	平安科技、腾讯云、科大讯飞等
人脸识别	旷视科技、腾讯优图、蚂蚁金服、平安科技等
声纹识别	科大讯飞、微软、Nuance、搜狗、百度、云知声等
照片反 PS	平安科技、Adobe

### (三) 投后流程的智能化应用与落地

#### 1. 投后智能化应用的场景模式

(1) 现场检查。投后管理中，项目现场检查为日常监控的常规手段。外派检查的人员是否现场到位、现场检查是否真实有效、检查的质量效果均对投后监控造成实质影响。通过引入智能化技术，可以将外派人员在现场检查的状态记录在智能风控平台上，包括定位项目现场是否与投前一致、客户办公场所是否发生变化，传送更新投前尽调时周边信息数据匹配前后一致性、逻辑性，分析现场照片、视频的真实性，通过现场照片、视频技术对比分析与上次现场检查时项目状态的变化等。通过智能化手段，可强化现场检查的真实性、有效性、完整性。

(2) 政策、舆情等各类信息大数据收集及分析。传统的投后管理，需要大量人



工在网络上进行各类信息的收集、筛选、分析，由于人手是有限的，致使信息收集覆盖的广度、深度有限。通过引入智能化技术，可以大范围对各类主流媒体网站、报刊、论坛等进行全面信息收集；通过定制化的监测技术手段，如关键字搜索、专业网站的数据抓取（如被执行网、巨潮资讯网、债券信息网）等，形成对投融资交易对手的负面信息筛选监控，对收集、筛选的信息并入数据库，从而帮助投后管理增强信息收集的全面性、数据分析的有效性。

（3）投后数据的再造分析。日常投后管理中，会定期收集投融资对手的财务数据、项目数据甚至外部数据进行分析，判断交易对手的经营情况、项目进展情况，由于财务数据、项目数据基本都是交易对手提供的，数据存在被粉饰的风险。通过智能化技术，通过对财务数据、项目数据的横向同业对比、纵向延续性对比以及通过智能再造技术，对财务数据、项目数据进行再造、分析，判断数据的合理性、准确性，有助于投后及时发现交易对手的经营风险、项目潜在风险。

### 2. 智能化应用的落地路线

#### （1）可应用的智能化技术阐述。

①定位技术。全球卫星定位系统（Globe Positioning System, GPS）是美国国防部从 1973 年开始，历经 20 年的开发而完成的新一代卫星导航系统，其最初的目的就是利用 GPS 伪距离测量进行实时定位，为其潜艇、水面舰只、飞机、火箭、导弹、地面车辆及部队提供实时导航，但随着 GPS 定位技术的发展，它在全球的应用范围也在逐渐扩大。目前，在民用领域，如航天、航空、航海、测量、勘探等，GPS 技术已被大量地采用。近年来，随着形势的需要，金融行业也逐步开始应用该技术建立运钞车安全防范体系。

一段时间以来，社会上一些犯罪分子把目标对准金融系统，大肆进行犯罪活动，尤其是银行的“流行金库”——运钞车由于存在载钞量大、在进行跨地区调拨时联络困难等因素，其安全保卫工作一直是各级银行的难点。为了改善运钞车在调拨途中的通讯保障能力，银行科技部门采取了多种技术手段，如用短波、超短波车载通讯设备等，但由于存在着地形复杂而产生的通讯盲点多、在地区交界处频率协调难、跨区范围大以至通讯质量差等不利状况，安全的隐患依然存在。如今，利用 GPS 建立银行运钞车监控管理系统，可以很好地解决这一困扰金融部门多年的难题。

对于信托公司而言，信托公司在投融资面签阶段，需要人工前往面签地或项目现场进行检查，部分人员会存在不前往目的地，或者签订人不承认合同签署在办公地



点等欺诈风险。将 GPS 定位技术融入面签见证系统能防范此类欺诈风险。

②反 PS 技术。对于网络情况差，视频画质不清楚的场景，以便对项目进行后续的跟踪管理。但是这个过程会存在照片造假的风险，而大多数照片造假是工作人员提供经 PS 处理过的照片而非真实照片。为防范这一风险，研究和推广反 PS 技术在信托项目尽调、面签、投后现场检查等环节的使用成为一个需求点。

Adobe 最近宣布已经开发出一项新技术，使用 AI 和深度学习来帮助检测图像是否被 PS。根据公开的技术细节是通过检查噪点分布，路径，光线和像素值等指标，来判断是否 P 图。常见的 PS 方法主要有以下三种。

拼接：组合两个单独图像的合成一张成品图。

去除：图像中的部分或物体被完全去除，使它看起来像是从来没有过。

复制移动：将图像中的某个对象从一个位置复制或新增到另一个位置。

从 Adobe 实验室中走出来的反 PS 技术的工作原理如下：

RGB 通道 + 噪点——在 CVPR 2018 上公布的通道技术图。可以看出，根据通道反向追溯技术。让卷积层来快速辨别图像是否经过处理。平常使用智能手机的人可能会有疑惑：截屏是不是就没有通道轨迹了？但我们仔细看，是通过通道技术中的噪点来追溯的。

噪点 + 光线——通道和噪点只能辨别一部分粗糙的 P 图。精致的 P 图还是很难被认出的。在精致 P 图面前只有通深度学习的大量训练，通过噪点加光线会更加容易发现一些细节。有些细节会违背光学常理，显的很突兀。

当然还有些辅助手段，比如，像素的平均分布比例、路径的连贯性等，最终来衡量图片是否有造假嫌疑。

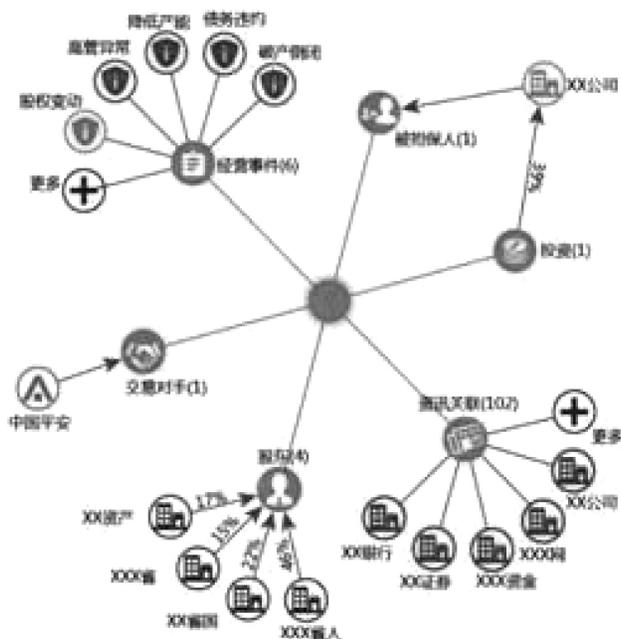
③欧拉图谱。欧拉图谱是一款以企业智能分析为目标的知识图谱产品。以供应链、产业链为内在业务逻辑，以反映企业经营实况为数据组织依据，围绕企业、行业、人物、事件全面展现企业经营过程，为企业风控、投资、营销，及政府公共服务提供智能化的综合解决方案。

该技术是基于六度空间理论的原理，人和人之间所间隔的人不会超过六个，也就是通过复杂的关系网络可以发现，任何人之间都是有关联的，企业与企业、人、事件、行业之间也是如此。对此，深耕金融领域多年的平安科技，借助最先进的人工智能、大数据技术手段，孵化出一套创新解决方案——欧拉图谱，将企业经营关系网络整体设为分析目标，应用到企业经营分析中，全方位支持企业相关的风险、投资和营



销分析。

二级市场投研和投后作企业分析的时候，就需要花大量的时间研究企业上下游供应链、股东、投资、高管、抵押担保，以及行业内的竞争关系，以判断企业经营的好坏。欧拉图谱将企业与企业之间这张无形的网络用图谱编织起来，任何人可以在几秒时间内将公开的企业关系抽取出来，大大降低研究人员的时间成本，未来还将推出在 1 分钟内作出完整产业链分析报告的产品。



资料来源：平安信托内部资料。

图 13 欧拉图谱模型

随着企业债券市场的火热，加之 2016 年以来，一些列债券违约案例持续爆发，银行风控部门顶着巨大的压力进行人工“扫雷”，但由于人力有天生的极限，很多情况甚至到了非人力所及。通常的银行信贷投后管理，每位业务人员都下辖 20~30 家贷后企业，每月都要跟踪这些企业的变化；业务人员除了要每天上网搜索相关企业的公开资讯外，还要去实地客户现场走访。这样下来，简单计算就知道，即便是最勤奋的业务员，每家企业每月也只能实地调研 1 次。因此迫切需要一套欧拉图谱这样的系统工具来解放这部分的工作，研究员可以将更多精力放在业务研究上。

## (2) 技术的解决方案阐述。

①基于现场检查的个性化风险预警。通过 GPS 精准定位、照片防翻拍等模板技术，防止现场检查的弄虚作假，通过信息的实时传输，实现对项目现场的远程监控，加强



了对项目管控的有效性。同时，通过现场收集的数据导入数据库，进行投前投后对比的 AI 分析，形成检查报告，供投后管控人员作进一步的项目分析使用，提升管控效率。

在传统的现场检查工作中，检查工作的真实性、有效性主要依赖外派检查人员的现场检查反馈，对检查人员的行为无法形成监控，存在现场检查照片等资料是客户提供给检查人员、非检查人员现场查看拍摄的情况，通过 GPS 精准定位、照片防翻拍等模板技术，检查人员是通过公司 UM 账号及密码登录现场检查系统进行认证，系统自动识别检查人员的所处位置，拍摄的照片、视频均需在现场检查系统内完成，不得上传其他来源的资料，可有效实现防止现场检查的弄虚作假。

②基于客户特点的全面监测。通过引入欧拉图谱技术，可以大范围对各类主流媒体网站、报刊、论坛等进行全面信息抓取收集；通过定制化的监测技术手段，如关键字搜索、专业网站的数据抓取（如被执行网、巨潮资讯网、债券信息网）等，形成对投融资交易对手的负面信息筛选监控，对收集、筛选的信息并入数据库，从而帮助投后管理增强信息收集的全面性、数据分析的有效性。区别于传统监控模式，除了在信息源的全面之外，比如从传统的权威财经媒体，到新生的自媒体、社交媒体、各类论坛都有囊括；同时，根据信托客户的特点，基于投融资客户的所属行业要素出发，将个体局部监测变成整体系统监测；从而实现从宏观行业、政策跟踪，到微观企业具体分析目的。

在实际操作中，如对房地产的客户，可以通过关键字的信息排查，对目标地产客户的日常经营变化信息进行关键信息抓取收集（如重组、诉讼、停牌、亏损等），更可细化至具体楼盘的监测，包括如监测业主论坛的言论、政府网站对该楼盘日常的处罚信息，通过第三方信息的监测及时发现信托所投资的地产楼盘项目的变化，基于信息的监测，在业主论坛言论中，曾捕获北京某楼盘项目在未取得预售许可证前，私下进行楼盘销售，就此信息，信托对该楼盘私下销售的款项实现了追回，避免造成投资损失。

③基于敏感信息的精准捕捉。通过管控人员制定的个性化信息采集字段，通过关键字、事件标签的精准识别搜索模型，建立投后平台上的监控有完备的层次化事件数据库。利用高精度的大数据库，搭建投后信息监测平台。从而避免消耗大量的人力成本进行排查，节省了投后管控的管理成本。以平安信托为例，现已建立舆情监控中心，每日两次对交易对手进行全网信息收集与提示。



本时间段 (2018-11-09至2018-11-09) 共监测到73条资讯, 请点击标题查看原文。

There are 73 articles monitored this time 2018-11-09 to 2018-11-09, please click the title to view full information. The original article is in Chinese only.

Tip: If your mail client doesn't render perfect, please save and open the attached "View Report.htm". The attachment content is the same with the mail body.

RAASCHINALIMITED (1)

1. 上海莱士血液制品股份有限公司 关于筹划重大资产重组停牌的进展公告 证券时报网(STCN.COM) 2018-11-09

北京实地房地产开发有限责任公司 (2)

1. 【裁判文书】刘国俊与北京实地房地产开发有限责任公司商品房预售合同纠纷一审民事判决书 企查查(QICHACHA.COM) 2018-11-07

2. 【裁判文书】韩成玉与北京实地房地产开发有限责任公司商品房预售合同纠纷一审民事判决书 企查查(QICHACHA.COM) 2018-11-07

资料来源: 平安信托内部资料。

图 14 企业预警信息样例

④基于投后管理的推理分析。数据监测收集、捕捉只是第一步, 接下来的推理环节是难点。传统的事件探测过程主要是以识别为主, 识别出来异常事件之后, 还需要综合更多的信息进行人工排查和推理。通过欧拉图谱技术, 将这一过程进行了智能化、系统化整合。在事件识别之后, 系统还会自动分析该事件的直接主体还是关联影响方, 比如识别当事企业是哪一类型的违约或负面舆情信息。基于除此之外还有很多的工作内容是对后台多方数据进行校验、比对, 比如自动抽取财务数据、客户数据, 抵质押、担保方披露数据进行冲突检验, 这样的多方稽核才容易发现疑点和问题。从为投后管控提供了一套完整的数据采集、分析系统。

(3) 技术服务提供商的介绍。

表 4 技术服务提供商

技术服务	提供商
照片反 PS	平安科技、Adobe
欧拉图谱	平安科技

### 三、智能化应用的挑战与展望

#### (一) 面临的挑战

##### 1. 技术方面的挑战

(1) 部分技术尚不成熟。人脸识别技术, 随着人脸识别在各个领域的应用推广,



越来越多的问题显现出来，人脸识别技术虽然已有多年的发展历史，但其依然受到光照、姿态、遮挡和年龄等多方面的因素影响。目前的人脸识别技术对于整容、双胞胎、变老等因素等还不能达到完全的正确检测。目前不存在一种通用的能检测各种攻击形式的防欺骗（活体检测）技术，每一种解决方案都有其自身的弱点可以被攻击者利用。因此，系统设计是一个非常重要的研究课题。

声纹识别技术，平安信托在投中阶段引入视频面签、声纹识别，实时视频见证面签过程，声纹识别则为了识别实时视频中的人员身份。在落地推行声纹识别时，如何建立声纹库是一大挑战。由于当前声纹识别技术多是建立在声纹库已经建立的前提下，将用户现场的声音与声纹库中的记录进行匹配，从而输出声纹识别的结果——用户身份。建立声纹库往往需要提前采集记录用户的声纹，需要对一段特定的文字进行录音，短则十几秒、长则需要近一分钟。信托非标项目面签时，签字人多为对方法人代表或法人代表授权人员。若是面对法人代表，对方从安全角度考虑未必会如愿提供录音；若是法人代表授权人员，则具有人员不确定性的挑战。

照片反 PS 技术：一些技术粗糙的处理图像，我们用肉眼还可以甄别真假，但很多经过最新技术加工的画面，就真的很难“看”出来了。照片反 PS 技术是通过机器学习，在通过大量图片训练的基础上，不断优化模型算法，使得机器能识别出一张照片是否是经过技术处理的照片。当前照片反 PS 的技术尚不完全成熟，业内也没有太多可供选择的服务商。Adobe 公司公开了一项研究“图像处理反侦查”，能够判断图片是否经过了技术处理。可以识别图像中的被拼接的部分、复制粘贴以及被删除的部分。其实每张相机拍出来的图片，都会留下相机因为光圈、镜头等机械因素而产生的痕迹，这些痕迹可以被用来判断图片的来源，包括检测图像是否被数字化改动过。这项技术让机器通过学习大量未经处理的图像，判断图像中是否存在数字化的多层画面。不过这个技术目前还在研发阶段，Adobe 只是发布了最新的研究论文，这离大规模的商业化仍有一定距离。

（2）部分技术需要持续性的大量投入。

NLP 技术。虽然 NLP 技术能够进行文档核心信息的提取及文义的分类，但其受限于自然语言复杂的语法规则及语义的模糊性。举例而言，在文字处理过程中，同一词语在不同语境下的区分定义、连贯词语之间的切分规则、遣词造句时的语法顺序以及个别语义表达的不规范性，均可能对 NLP 技术构建的机器逻辑及输出成果造成较大的干扰。因此，NLP 技术在信托法审工作中虽然可以通过样本学习实现交易结构



法律分析意见及交易文本的智能输出，但是其实践运用无法一蹴而就，需要较长时间且较大样本量的反复监督学习及矫正，方可逐步提升其智能输出结果的准确性及科学性。

深度学习、机器学习等。这两项技术均需要持续性的样本进行反复监督学习与矫正，需要强大的 GPU 和 TPU。GPU 将计算时间从几星期缩短到几小时。TPU 的速度更快。要是没有这些 GPU，不可能足够快地训练这些模型、获得显著成效。深度学习方法需要大量数据才能发现不太明显的模式。如果没有足够的的数据，这些系统注定会失败，或者给人以一种性能良好的假象（即过度拟合）。

### 2. 数据方面的挑战

（1）数据来源方面的挑战。智能化项目的数据来源可以分为内部数据和外部数据。内部数据是 IT 系统自身已有的数据，这部分数据比较标准化而且易于获取和使用。外部数据以多种多样的形式涌现，如来自于传感器的各种类型数据、移动电话的 GPS 定位数据、社交网络中的语音、图像、视频、日志文件等。随着大数据时代的发展，新的数据来源与数据形式也会不断出现。在如此多样化的数据结构中，可获得的数据常常是非结构化的。因此，传统的结构化数据库已经很难存储并处理多样性的大数据。但是在如此大量、繁杂的信息中却存在着值得人们去挖掘的潜在有用信息，这也正是大数据多样性价值的重要体现。

（2）数据质量方面的挑战。在智能化和大数据时代下，企业要想保证数据的高质量却并非易事。很小的、容易被忽视的数据质量问题在大数据环境下会被不断放大，甚至引发不可恢复的数据质量灾难。因此，如何保证大数据的数据质量，以及如何有效地挖掘隐藏在大数据中的信息，成为企业日益关心的问题。以销售金融产品的企业为例，企业可以从大量的客户、产品和销售信息中获得更多有价值的信息，进而制定满足消费者需求的销售策略。然而这些信息的获取和提炼都必须以高质量的数据为前提，如果数据质量低下，必然会影响提取出的信息的质量，甚至是错误的、无效的信息。因此在大数据环境下，对数据质量的要求更加苛刻。

（3）数据价值方面的挑战。在大数据时代下，数据种类极多，因此找寻模型最核心的数据，发现最有价值的信息才是模型最终准确性的核心。然而现阶段没有特别好的方式来直接获取最价值的信息，只能通过专家经验或者不断通过模型验证进行。当今社会数据就是财富，拥有一个独一无二的高价值数据的企业可以在所在行业中拥有绝对优势。拥有这些高价值数据的公司往往为了自身利益或者为了保持行业优势不



愿意共享或出售这些数据。在智能化应用系统中，常常会遇到高数据价值数据无法获取或需花费高昂价格才能获取的问题。

## （二）应对措施

### 1. 加强对关键技术的引入

技术是 AI 智能化应用的基础和前提。技术是 AI 智能化应用的基础和前提。20 世纪八九十年代，由于硬件体系能力的不足以及算法的缺陷，使得人工智能技术的发展曾一度低迷。近年来，由于成本低廉的大规模并行计算、大数据、深度学习算法、人脑芯片等技术的快速发展，使得人工智能的发展又出现了向上发展的拐点。但目前在数据噪声处理、人机交互等一些领域技术仍有待进一步突破，需要增强关键和基础技术的研发并注重产学研的结合。

### 2. 以实际业务为支撑，不断提升 AI 模型准确度和有效性

实际业务受到诸多因素的影响和干扰，具有较大复杂性，一些风险因素具有隐蔽性，投前并不容易发现。基于 AI 技术开发的模型不可避免存在一些缺陷和瑕疵，需要以实际业务为支撑，不断学习反馈，进而提升 AI 模型的准确度和有效性。

### 3. 以数据为源头，内外部解决数据积累及数据清洗问题

从公司内部来讲，高层要充分重视数据对机构风险管理的重要性，制定有效政策和可行制度以控制金融数据治理的全过程，建立相对完善的数据记录、积累系统和统一标准的数据构建框架模板等。从外部环境来讲，要强化数据资源的整合和运用，适时建立安全可控及广泛共享的数据生态圈。

### 4. 加强人工智能技术人才队伍建设

人工智能时代已经来临，人机合作已然成为新的生产模式：机器擅长理性记录、分析，人类擅长社交互动、创新，两者的相互补充将会创造更多价值，为此，要加大对人工智能技术研究人才队伍建设，循序渐进培养人工智能相关领域专业、高技能人才，建立健全激励机制，将人工智能技术人才与金融风控业务人才结合，为人工智能技术在风险管理投前阶段的应用、创新和发展提供智力支持。

第一，重新定义员工和员工能力要求。人工智能拓展了员工的内涵和外延，人类和机器都将成为企业的员工，人机的分工配合也将成为一项重要的人力资源管理工作。人工智能将员工从事务性工作中解放出来，但也对员工的协作能力（包括人机合作）、共情能力、决策能力、创造能力提出更高要求。

第二，制订新的人力资源计划。未来企业在制定人力资源计划时，需要基于新



的员工能力与价值，重新梳理员工的结构变化和能​​力模型。要在人机协同的前提下，依据全新的工作模式和流程来进行人员招聘，推动企业人力资源管理的变革。

第三，尽量化解员工的“卢德意识”。“卢德意识”来自于 19 世纪英国工人反对纺织工业化的社会运动，意指对工业化、自动化、数字化或一切颠覆科技的反对意识。如今，已经有很多人谈人工智能色变，担心人工智能是否会如斯蒂芬·霍金所言成为“人类最大的威胁”，从而对人工智能采取反对甚至敌视的态度。公司应该主动作为，追踪、研究人工智能发展动态，通过人机接触、人机互动来化解现存员工的敌意，同时应该增加人工智能相关培训，不断让现存员工接受、理解、适应新技术环境，与时俱进。

### （三）未来智能化应用的展望

人工智能技术的高速发展在影响各个传统行业同时，也给金融行业带来了新变革，将极大扩展金融服务的广度和深度。从广度上看，由于运营模式的变革以及由此带来的运营成本的下降，使得金融服务更加普惠。以往受到自身资源和成本限制，仅为高端客群提供的金融服务，将有可能通过人工智能技术向更多普通客户提供更多人性化、个性化的服务；从深度上看，通过人工智能技术发现和匹配客户的金融需求，降低客户需求成本，将使机构获得更多价值创造机会。另外，金融行业获利模式也将产生巨大变化。利用大数据、深度学习等人工智能技术发展的大盘趋势预测、高频交易、经营分析模拟等，正在成为技术驱动的金融业获得利益的来源。特别是在人工智能技术尚未成熟，并未实现广泛应用的当下，具备这种技术优势将给金融企业带来超额的机会收益。

#### 1. 金融服务更加主动与智慧

人工智能的飞速发展，使得机器能够在很大程度上模拟人的功能，实现批量人性化和个性化的服务客户。人工智能将成为决定银行沟通客户、发现客户金融需求的重要因素。它将对金融产品、服务渠道、服务方式、风险管理、授信融资、投资决策等带来新一轮的变革。人工智能技术在前端可以用于服务客户，在中台支持授信、各类金融交易和金融分析中的决策，在后台用于风险防控和监督。它将大幅改变金融现有格局，使金融服务更加个性化与智能化。随着生物识别技术的成熟，未来风险管理中将会全面应用相关技术，通过人脸图像、声音、指纹等多渠道来识别身份，未来可能真正能实现零身份欺诈；随着 NLP 等技术的发展，计算机将不断趋近于人类的



文字处理能力，未来法律合同直接由计算机给出，大大减少基础法审人员；随着人工智能与大数据技术的发展，原先以非结构化的形式存在的大量有用或者无用数据（包括各类金融交易、客户信息、市场分析、风险控制、投资顾问等）将会转化为结构化的信息，并可进行定量及定性分析，使得金融信息愈发透明；随着大数据爬取技术、信息识别技术的不断优化，未来交易对手的任何一个微小的风险信号都将被第一时间发现。

## 2. 大数据处理能力提升

大量有用或者无用数据，包括各类金融交易、客户信息、市场分析、风险控制、投资顾问等。数据级别都是海量单位，同时大量数据又是以非结构化的形式存在，如客户的身份证扫描件信息，既占据宝贵的储存资源、存在重复存储浪费，又无法转成可分析数据以供分析。通过运用人工智能的深度学习系统，金融体系能够实现数据建模，转换非结构化的图片、视频数据为结构化的信息，并可进行定量及定性分析，既可避免直接储存造成的浪费，又能提升金融大数据的质量。

## 3. 增强风险控制能力

金融科技本身的金融属性决定了其具有很强的风险特征，主要是增加了金融系统性风险。此外，还存在金融脱媒风险、技术风险、数据安全风险以及监管套利等风险。人工智能技术布局在金融业务中，在风险把控上做到事前防范，做好反欺诈措施，同时做到全方位、多角度进行风险把控，有效减少资源浪费，极大的提高互联网金融的运作效率和用户体验。金融风险控制能力与手段也将不断加强，通过金融预测与反欺诈、融资授信决策、智能投顾等智能平台增加决策性与预警性。

## 4. 促进行业智能化和标准化发展

科学技术的日渐完善，信息技术和大数据技术的产生和人工智能技术的不断发展，代替了传统的人力运作模式，增加了金融业务的灵活性和便利性，也增加了金融体系运作的准确性。随着人工智能技术的不断成熟和发展，金融行业在人工智能的影响和带动下，将会朝着更加智能化和标准化的方向发展。

人工智能技术的高速发展在影响各个传统行业，也给金融行业带来了巨大变革，直接影响了金融服务的广度和深度，在人工智能技术尚未成熟，并未实现广泛应用的当下，具备这种技术优势将给金融企业带来超额的机会收益，因此信托行业应该顺应趋势，建立起智能化的优势壁垒。



## 参考文献

- [1] 甘鹭:《基于机器学习算法的信用风险预测模型研究》,北京交通大学学位论文,2017。
- [2] 周志华:《机器学习 :=Machine learning》,北京,清华大学出版社,2016。
- [3] 刘涛:《AI 技术在我国保险业中的应用研究》,载《信息系统工程》,2018(1)。
- [4] 孙长勇:《机器学习在量化交易中的应用现状》,载《数字化用户》,2017(46)。
- [5] 倪晨旭:《浅谈人工智能未来发展趋势》,载《科技创新与应用》,2016(23)。
- [6] 余成峰:《法律的“死亡”:人工智能时代的法律功能危机》,载《华东政法大学学报》,2018(2)。
- [7] 左卫民:《关于法律人工智能在中国运用前景的若干思考》,载《清华法学》2018(2)。
- [8] 徐永芳:《OCR 技术在档案数字化过程中的应用》,载《艺术科技》,2011(2)。
- [9] 袁军鹏、朱东华、李毅:《文本挖掘技术研究进展》,载《计算机应用研究》,2006(2)。
- [10] 彭兵兵:《房地产信托风险控制》,中国社会科学院学位论文,2014。
- [11] 山岩:《房地产信托项目风险评估物元模型的建立及应用》,载《河南科技》,2014(9)。
- [12] 杨冰伦:《论金融机构金融风险管理中的数据治理》,载《辽宁公安司法管理干部学院学报》,2012(3)。
- [13] 于孝建、彭永喻:《人工智能在金融风险管理领域的应用及挑战》,载《南方金融》,2017(9)。
- [14] 杨涛:《对人工智能在金融领域应用的思考》,载《国际金融》,2016(12)。
- [15] Esteves D, Duarte J C.: Prediction of assets behavior in financial series using machine learning algorithms, International Journal of Advanced Research in Artificial Intelligence, 2013, 2(11).



[ 16 ] Geng R, Bose I, Chen X.: Prediction of financial distress: An empirical study of listed Chinese companies using data mining, *European Journal of Operational Research*, 2015, 241(1).

[ 17 ] Jurafsky D, Martin J H, Kehler A, et al.: *Speech and language processing: An introduction to natural language processing, computational linguistics, and speech recognition*, 2006.

[ 18 ] Cohen L.: Loyalty-based portfolio choice, *Review of Financial Studies*, 2009, 22(3).





## 非标信托产品的估值体系研究

课题牵头单位：中信信托有限责任公司

课题指导专家：苏小军

课题负责人：王道远

课题组成员：

周 萍 张明玺 胡可嘉

焦彬彬 伍 琴 王 莎

沈苗妙

白 洁 吴 朔 宋金玲

吴 弋 刘茂玲 朱思涵

李 佳 江之光 白晓燕

中信信托有限责任公司

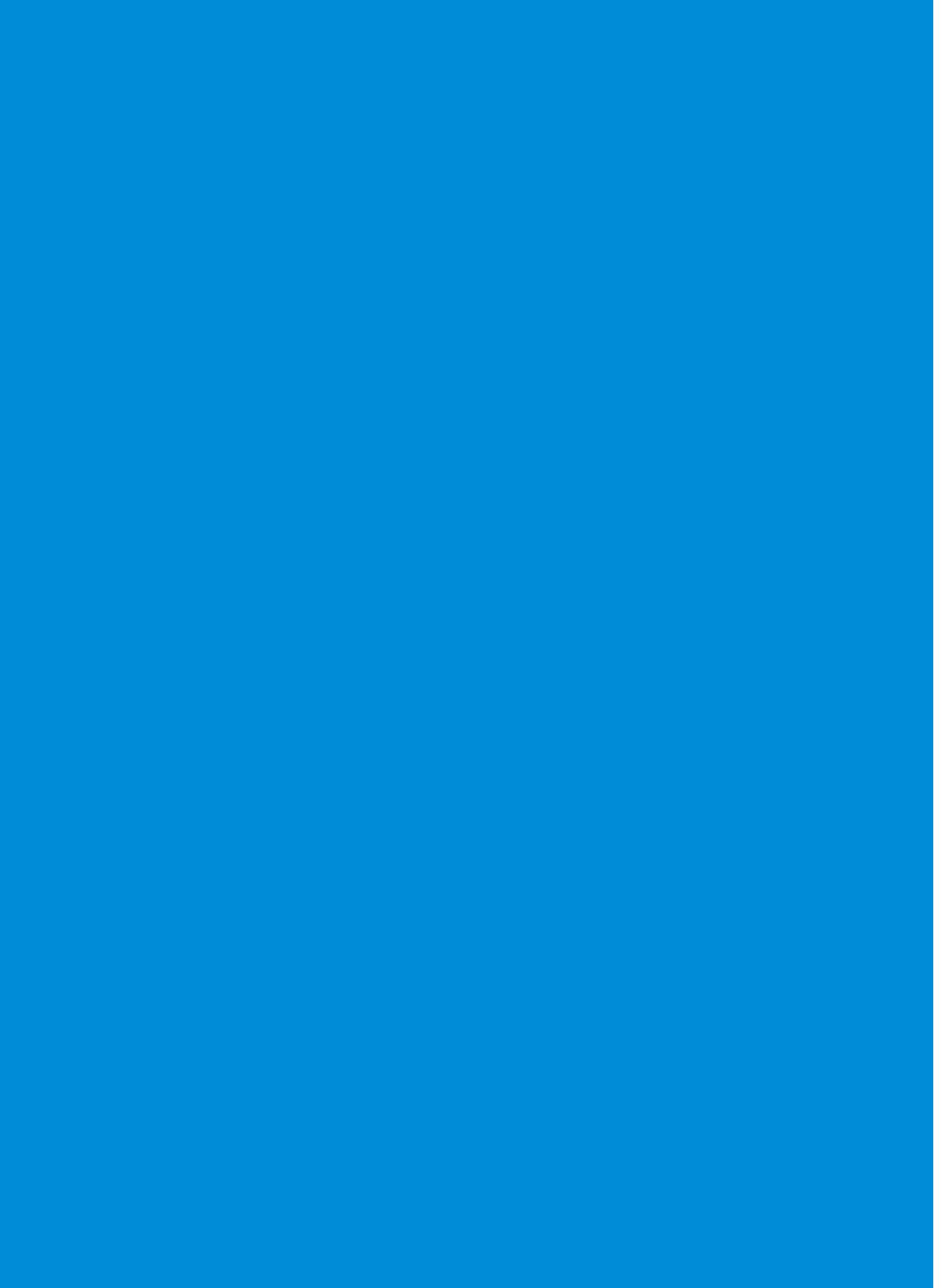
中诚信国际信用评级有限责任公司

国投泰康信托有限责任公司

天津信托有限责任公司

西藏信托有限责任公司

中盛律师事务所





## 摘要

作为金融产品图谱的重要组成部分，非标信托产品丰富了实体企业的融资需求。在经历十多年的发展之后，“资管新规”的出台使得非标信托产品正面临合理估值和净值化管理的新要求，建立非标信托产品估值体系将为促进信托产品交易流转、实现“非标转标”、打破刚性兑付、降低信托融资成本等提供基础性技术支持。

报告主要着眼于建立非标债权信托产品的估值体系，并借鉴中国证券投资基金业协会出台的股权投资基金的估值指引，对非标股权信托产品的估值进行了一定的参考说明。

非标信托产品的估值原则是基于《企业会计准则——基本准则》与“资管新规”的要求。根据新准则要求，初步得到金融工具的分类原则，对持有以收取合同现金流为目的的非标信托产品按照摊余成本法计量；对以交易为目的的非标信托产品按照公允价值法计量，公允价值法首先需要确定该行业、该类型产品的收益率基准，再参考中债估值收益率曲线编制方式，构建信托产品的收益率曲线，为信托产品的估值提供估值基础。

对于摊余成本法，报告重点指出其适用条件、适用的非标信托产品、估值的优缺点。对于公允价值法，报告充分比较非标债权信托与债券之间的相似性与差异性，借鉴债券估值的基本原理，构建综合考虑融资主体、项目资产与受托人三大要素的非标债权信托估值模型。关于融资主体的评估，建立覆盖宏观、中观与微观的评级框架，并针对房地产开发企业与城投企业设计差异化评价体系；关于项目资产的评估，分别考虑不含权与含权的两种交易结构安排；关于受托人的评估，综合考虑股东实力、资本实力、业务能力、盈利能力与风险管理能力五个维度。

在估值基础上，本研究探讨了有关非标信托产品的会计计量问题，对计提减值准备的要求、优点、流程与难点进行归纳总结。

非标信托产品的估值是一个系统性工程，需要监管部门在基础设施建设方面给予支持，基于此，本研究对完善信托会计核算、非标资产估值标准、信托产品交易流转、信息披露、信托公司内部建设等方面提出政策建议。

**关键词：**非标信托产品 估值体系 摊余成本法 公允价值法



## 目 录

一、导论 .....	116
(一) 非标信托产品的概述 .....	116
(二) 非标信托产品估值的背景与意义 .....	118
二、非标信托产品估值的研究与借鉴 .....	119
(一) 中债登对债权类产品的估值 .....	120
(二) 中证指数公司对债券的估值 .....	122
(三) 保险资管协会对非标产品的估值研究 .....	123
(四) 基金业协会对非标股权类产品的估值研究 .....	124
(五) 毕马威对非标信托产品的估值研究 .....	124
(六) 对非标信托产品估值的经验借鉴 .....	125
三、非标债权信托产品的估值体系 .....	126
(一) 确定估值原则 .....	126
(二) 收集数据 .....	128
(三) 产品分类 .....	129
(四) 选择估值方法 .....	129
(五) 构建收益率曲线 .....	129
(六) 估值模型设计 .....	130
(七) 估值结果 .....	131
(八) 事后检测与调整 .....	132
(九) 相关会计计量 .....	133
(十) 研究基础 .....	133
四、非标债权信托产品的分类与估值方法选择 .....	135
(一) 产品分类 .....	135
(二) 估值方法选择 .....	139
五、非标债权信托产品的估值方法：摊余成本法 .....	140
(一) 摊余成本法适用条件 .....	140



(二) 适用摊余成本法估值的非标信托产品 .....	141
(三) 摊余成本法估值方法 .....	143
(四) 摊余成本法优缺点 .....	144
<b>六、非标债权信托产品的收益率曲线 .....</b>	<b>145</b>
(一) 收益率曲线构建模型 .....	145
(二) 确定输入值的层级 .....	145
(三) 剔除异常价格方法 .....	146
(四) 曲线样本产品选择 .....	146
(五) 其他问题说明 .....	147
<b>七、非标债权信托产品的估值方法：公允价值法 .....</b>	<b>148</b>
(一) 估值原理 .....	149
(二) 融资主体评估 .....	150
(三) 项目资产评估 .....	156
(四) 受托人评估 .....	167
<b>八、非标股权信托产品的估值参考 .....</b>	<b>170</b>
(一) 估值原则 .....	170
(二) 估值方法 .....	171
(三) 估值结果修正 .....	178
<b>九、非标信托产品的会计计量 .....</b>	<b>179</b>
(一) 新准则对会计计量的影响 .....	179
(二) 非标信托产品的计提减值准备 .....	180
<b>十、实现非标信托产品估值的建议 .....</b>	<b>184</b>
(一) 完善信托会计核算业务指引 .....	184
(二) 建立非标资产估值标准体系 .....	184
(三) 建立统一的信托产品交易流转市场 .....	185
(四) 制定统一、规范、完整的信托产品信息披露指引 .....	185
(五) 加强信托公司内部建设 .....	186
<b>参考文献 .....</b>	<b>186</b>



## 一、导论

作为金融产品图谱的重要组成部分，非标信托产品有效地弥补了银行融资体系中存在的不足，在《资管新规》出台的背景下，非标信托产品正面临着合理估值和净值化管理的新要求。本章通过介绍非标市场的发展、非标信托产品估值的背景、意义与障碍的角度，为建立非标信托产品估值体系做一些铺垫性介绍。

### （一）非标信托产品的概述

#### 1. 非标市场的形成与发展

（1）初步兴起阶段（2010—2011年）。2011年，通胀和房价持续上涨，人民银行开始实行紧缩型信贷政策，监管层对信贷规模做出限制，融资需求开始由表内转向表外，非信贷融资开始繁荣，非标市场逐渐兴起。这一阶段，银行为突破监管限制，通过以理财产品、信托计划、资管计划为核心债权的重新组合或引入过桥机构，采用银信合作、票据双买断、同业代付、信托受益权转让、买入返售银行承兑汇票等业务模式，满足融资需求，非标业务快速扩展。

（2）高速发展阶段（2012—2014年）。2012年，证监会、保监会先后出台一系列措施，放松对资管业务的管道。例如，在证监会方面，出台证券公司资产管理业务新规等相关政策，允许券商资管、基金子公司、期货公司资管成为通道，为银信合作通道受到限制之后提供新的通道。

（3）增速放缓阶段（2015年至今）。由于“影子银行”的快速扩张，其风险不断加剧，监管开始着手规范“非标”业务。在这期间，监管部门对非标业务的投向、投资比例、计提比例做出规定；2017年至今，“三三四”专项治理工作的开展、“资管新规”的落地，标志着非标业务从过去近10年的高速增长向内部结构调整和高质量方向转变，而非标信托产品估值体系搭建对满足“资管新规”要求，加强行业基础设施建设具有重要意义。

#### 2. 非标信托产品的界定

非标信托产品并没有明文规定，通常将银行为绕开存贷比和贷款规模的控制，通过对反映在银行资产方的三个同业资产会计科目买入返售金融资产、应收款项类投资和可供出售金融资产的腾挪运用来实现用存款之外的同业资金投资于信贷规模之外的金融资产，称为“非标资产”。

“资管新规”规定，除满足“等分化，可交易；信息披露充分；集中登记，独



立托管；公允定价，流动性机制完善；在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易”条件的标准化债权类资产外的债权类资产均为非标准化债权类资产。

报告对于非标债权信托产品的界定借鉴“资管新规”的规定，认为“非标信托产品”是指信托公司发行的，投资于非标准化债权类资产的信托产品。由于“资管新规”对于非标股权产品并没有明确定义，报告界定的非标股权信托产品借鉴中国证券投资基金业协会《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》<sup>①</sup>中的定义，主要是投资于非上市公司股权的信托产品。

### 3. 非标信托产品的市场功能

除传统的信贷、标准化融资渠道之外，非标融资也是重要的融资手段。非标信托产品作为非标准化债权产品的主要组成部分，是企业不可替代的融资渠道之一，为实体经济提供“贷款”，促进实体经济发展，对市场经济及企业融资的重要作用不容忽视。

（1）促进资金融通。在商业银行信贷规模受存贷比限制、企业融资需求旺盛但通过传统银行贷款方式融资困难的背景下，非标信托产品的产生及创新部分缓解了企业的融资困难，通过创设不同的交易模式投资非标资产，如股权投资附回购、债权融资、应收账款收益权转让及回购、收益权/受益权融资等方式，使得一些难以通过银行融资的企业通过非标信托满足融资需求，有效地促进资金的融通。

（2）服务实体经济。信托业一直致力于服务实体经济，是实体经济的有利支持者。非标信托产品更是信托业服务实体经济的重要抓手。非标信托产品主要用于投资房地产开发、基础设施建设、工商企业等实体经济领域。不同于银行、保险、券商及基金公司，信托资金的运用方式涵盖股权、债权、“夹层”以及各种收益权投资。信托公司擅于整合运用多种金融工具，灵活设计交易结构，为实体企业提供全方位的金融服务，以满足中国特色社会主义新时代下实体经济多样化、多层次的深度需求。

（3）提供中等收益债权产品。相比较于银行理财以及公募基金等资管产品，非标债权产品的收益率相对较高，满足可承担一定风险的机构投资者以及个人投资者的收益要求。非标信托产品为实体经济提供“贷款”业务的收益率相对较高，能够创造更高的效益。从商业银行的角度来看，利用理财资金投资非标信托产品属于表外业务，不在银行的会计科目中体现，无需考虑存贷比限制。

<sup>①</sup> <http://www.amac.org.cn/cms/article?ID=392885>。



## （二）非标信托产品估值的背景与意义

### 1. 非标信托产品估值的背景

（1）非标信托产品交易不活跃，需要有外部估值参考。非标信托产品与债券非常类似，市场价格稀少且交易不活跃，市场价格无法完全满足逐日盯市要求，需要以独立第三方机构的估值作为参考，为投资人有交易需求时提供参考价格，辅助投资决策。

（2）“资管新规”要求实行净值化管理。对于标准化债权类资产，因其“具有合理公允价值和较高流动性”，可参照公募基金固定收益估值方法中前两类，即采用报价或调整后报价进行估值；而对于非标债权类资产，由于非标债权类资产透明度低、缺乏公开市场信息，其估值需要借助估值技术。“资管新规”要求金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量，但允许一些资管产品采用摊余成本法进行计量。

（3）新金融工具准则的实施。2017年4月6日，财政部发布财会〔2017〕7号《关于印发修订〈企业会计准则第22号——金融工具确认和计量〉的通知》<sup>①</sup>等三项准则修订，标志中国企业会计准则对金融工具相关的规定与IFRS9趋同。根据财政部要求，2018—2021年，企业将陆续使用新金融工具准则。新的准则对金融产品的估值与会计处理提出了新要求：①需要新的工具、流程、文档记录和会计处理；②需要对信用损失估算过程、数据管理、工具、模型、报告和系统进行重大改进；③提升了套期会计的适用性。在新的要求下，风险管理的思想更深刻地体现在金融产品计量上，如何对金融产品合理估值，建立适应企业产品特征的估值体系，将影响金融机构的财务报表以及未来的抗风险能力。

（4）在资管产品估值体系中，非标产品估值缺失。在整个资管产品估值标准体系中，二级市场证券投资、私募股权投资已建立相应的行业估值标准。其中，在证券投资方面，证监会2017年发布了《中国证监会关于证券投资基金估值业务的指导意见》，证券投资基金业协会的估值小组对限售股、FOF、特殊固定收益品种，衍生金融产品制定了估值级会计核算细则，形成较为完善的估值标准体系。私募股权方面，证券投资基金业协会于2018年发布《私募股权基金非上市股权投资估值指引（试行）》，提出五种具体估值方法、适用场景及应用指南，初步建立了非上市股权投资的估值标准。在以非标投资为主的险资领域，保险资管业协会已经就债权、股权、

<sup>①</sup> [http://kjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201704/t20170406\\_2575699.html](http://kjs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201704/t20170406_2575699.html)。



资产支持计划的产品进行了估值方面的理论探索。而信托行业在这一方面的实践还未开始。

## 2. 非标信托产品估值的意义

(1) 实现净值化管理，加强产品信息披露。非标信托产品实现合理估值，将真正实现这一类产品的净值化管理，增加信息披露的完备性，这样有利于提高该部分金融资产与货币政策工具以及流动性调控的关联性，进而扩展可交易债权金融资产的规模和种类，最大限度地满足市场的融资需求，有利于金融机构合理定价风险，实现对风险的管理，满足融资主体的多层次融资需求。

(2) 提高风险管理能力，促进信托行业健康发展。非标资产的交易量和活跃程度低，导致持有人面临无法转让的流动性风险。估值定价困难，可能存在做市商操纵价格、利益输送等风险。非标资产的拆分转让、合格投资者门槛和数量都有明确的监管限制，不同平台运作尺度不一，面临规避监管，造成风险的隐藏和传染。建立非标信托产品的合理估值，有助于实现净值化管理，打破刚性兑付，提高信托公司的风险管理能力，促进信托行业健康发展。

(3) 提高非标信托产品流动性，完善多层次金融市场。相比较债券、股票与基金拥有较为统一的交易平台，信托产品目前缺乏统一的交易流转市场，信托受益权的转让沟通成本高，基本以线下协议转让为主。虽然市场上存在数个非标资产交易平台，但不同交易平台的交易规则、产品设计规则、定价机制、清算机制等差别较大，加剧了市场的分割和无序发展，非标信托产品交易市场基础设施建设依然薄弱。建立非标信托产品的合理估值，有利于增强其交易属性，将具备交易属性的信托产品从非标分类中“分离”出来，配置到与其对应的资金端，这有助于不同层次金融市场之间的流动性转换，促进多层次金融市场的发展。

## 二、非标信托产品估值的研究与借鉴

通过前期的市场调研，我们发现目前许多金融同业均开始探索非标估值问题，其中，中债登拥有相对完整的估值体系，中证指数公司、保险资管协会、基金业协会、会计师事务所在非标产品估值上都有一定的研究与项目经验，对信托产品的估值有重要的借鉴价值。



(一) 中债登对债权类产品的估值

1. 中债登估值中心简介

中债登估值中心（以下简称“中债估值”）于 1999 年发布中国第一条国债收益率曲线，于 2006 年系统性发布中债价格指标产品，于 2010 年将价格指标产品实现有偿化使用。截至 2018 年 7 月，中债估值已构建包括中债收益率曲线、中债估值、中债指数、中债 VaR 和中债隐含评级五大产品系列。其中，中债估值已经覆盖全部国内人民币债券，包含近 1 000 条曲线，每日债券估值条数超过 10 万。

2015 年，中债估值扩大至商业银行理财产品持有的非标资产估值。截至 2017 年末，已对符合基本估值条件的理财产品非标债权资产提供 37 143 条估值，最新大致 4 万条，总计近 16 万亿元。目前，中债估值已与银登中心签署《信贷资产价格指标与服务合作备忘录》，银登中心产品的流转信息都会及时反映给中债估值。中债估值主要估值的非标资产是 ABS 产品，其他非标债权资产共 10 类，即票据类、信用证、信托贷款、委托贷款、信贷资产转让、收 / 受益权、交易所委托债权、应收账款、带回购条款的股权性融资、私募债权。目前已提供理财直接融资工具、银行非标资产以及部分权益类资产估值约 2 万条。

2. 中债估值指标

根据中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）发布的《中债价格指标系编制方法汇编》（初稿），中债估值是指中央结算公司采用中债收益率曲线对债券未来现金流进行贴现生成并每日日终向市场发布的，所有境内人民币债券的估值及一系列相关指标。每个债券估值均附带日间 / 日终估价全价、日间 / 日终应计利息、估价净价、估价收益率、修正久期、加权结算价、凸性、可信度等指标。

表 1 中债估值指标体系（部分）

中债估值	中债收益率曲线	中债隐含评级	中债指数	中债 VAR
估价收益率	国债曲线	估价收益率	中债—综合全价指数	VAR 值（历史）
估价净价 / 全价	商业银行债曲线	估价净价	中债—新综合全价指数	VAR 值（最新）
估价凸性	中短期票据曲线	应计利息	中债—新综合财富指数	CVAR 值（历史）
利率 / 利差久期	政策性金融债曲线	可信度	中债—固定利率债券财富指数	CVAR 值（最新）
.....	.....	.....	.....	

数据来源：Wind，中国债券信息网。



### 3. 中债估值原理

中央结算公司对于中债收益率曲线的编制和中债估值的编制方法分别如下：中债估值采用现金流贴现模型，将债券未来预期现金流贴现求和，贴现利率取自中债收益率曲线对应的收益率。

$$PV = \frac{C/f}{(1+y/f)^w} + \frac{C/f}{(1+y/f)^{w+1}} + \dots + \frac{C/f}{(1+y/f)^{w+n-1}} + \frac{M}{(1+y/f)^{w+n-1}}$$

其中， $PV$  为债券全价， $y$  为估值收益率， $C$  为按票面利率确定的现金流， $f$  为债券每年的利息支付频率， $n$  为剩余的付息次数， $n-1$  即为剩余的付息周期数， $D$  为估值日距最近一次付息日的天数（算头不算尾）， $w$  等于  $D/$  当前付息周期的实际天数， $M$  为债券面值。

中债收益率曲线的编制则采用 Hermit 插值模型进行连线。Hermit 插值模型公式如下。

设  $0 \leq X_1 < \dots < X_n \leq T$ ，并已知这些期限的对应收益率  $(X_i, Y_i)$ ， $i \in [1, n]$ ，则用 Hermit 多项式插值模型，求任意  $X_i \leq X \leq X_{i+1}$ ，对应的收益率  $y(x)$ ，公式为

$$y(x) = y_i H_1 + y_{i+1} H_2 + d H_3 + d_{i+1} H_4$$

其中：

$$H_1 = 3 \left( \frac{X_{i+1} - X}{X_{i+1} - X_i} \right)^2 - 2 \left( \frac{X_{i+1} - X}{X_{i+1} - X_i} \right)^3$$

$$H_2 = 3 \left( \frac{X - X_i}{X_{i+1} - X_i} \right)^2 - 2 \left( \frac{X - X_i}{X_{i+1} - X_i} \right)^3$$

$$H_3 = \frac{(X_{i+1} - X)^2}{X_{i+1} - X_i} - \frac{(X_{i+1} - X)^3}{(X_{i+1} - X_i)^2}$$

$$H_4 = \frac{(X - X_i)^3}{(X_{i+1} - X_i)^2} - \frac{(X - X_i)^2}{X_{i+1} - X_i}$$

$X_i$ : 期限； $y_i$ : 收益率

### 4. 中债估值的应用

中债估值产品已实现深度应用。中债估值成为监测银行间债券市场异常交易的参考指标和基金债券投资交易行为监控系统的重要基准；基金业协会向证券公司推荐对其持有债券的净值计算可采用中债估值；上市商业银行在定期披露的财务报告中采用中债估值作为投资银行间市场债券公允价值计量的依据；会计师事务所采用中债估值作为审计标准。中债估值已覆盖全部国内人民币债券，包括国债、地方政府债、央行票据、政策性银行债；银行间不同信用等级的商业银行债、中期票据、短期融资券、



企业债以及交易所市场的公司债、上海清算所托管的短期融资券、集优票据及 CRM；非公开定向债券融资工具（PPN）以及中小企业私募债、资产支持证券、美元债券等。

## （二）中证指数公司对债券的估值

### 1. 中证指数公司债券估值情况简介

中证指数有限公司创立于 2005 年，2006 年起开始研究债券收益率曲线和债券估值，2007 年底发布债券估值。截至 2018 年 5 月，中证指数公司形成债券估值、收益率曲线两大产品的估值体系。每日提供估值的债券数量约 3.4 万余只，基本实现全市场覆盖。

### 2. 中证估值指标

根据中证指数有限公司发布的《中证债券估值手册 2018》，中证债券估值指标包括全价、净价、行权收益率、持有到期收益率、麦氏久期、修正久期、凸性、应计利息等，中证指数公司对于不同指标具有相应的确定方法。估值品种涵盖国债、政策性金融债、商业银行债（含次级）、同业存单、短期融资券、超短期融资券、中期票据、定向工具、企业债、公司债、中小企业私募债、资产支持证券、交易所国开债、优先股、可交换债、证券公司短期债、证券公司次级债、永续债等品种。

收益率曲线：中证指数公司构建了完善的收益率曲线族，每日发布的到期收益率曲线 33 条。曲线包括利率品种类 4 条，信用品种类 19 条，同业存单 3 条，特定信用品种类 7 条。中证债券收益率曲线族基本覆盖债券市场上主要的债券品种和信用等级，提供即期 / 到期 / 远期收益率曲线等衍生收益率曲线共 99 条。

### 3. 中证债券估值原理

中证指数有限公司采取现金流贴现模型对债券进行估值，计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{\left(1 + \frac{y}{f}\right)^{\frac{d}{TS} + i - 1}}$$

其中： $P$  为债券价格； $CF_i$  为第  $i$  期现金流； $y$  为到期收益率，其等于债券分组收益率曲线值 + 债券利差； $f$  为年付息次数； $d$  为当期付息周期剩余付息天数； $TS$  为当期付息周期实际天数。债券现金流是由基本条款确定，根据现金流的确定方法可分为一般无特殊条款债券、含提前偿还条款债券、浮息债、调整票面利率债券和不规则现金流债券。其中不规则现金流主要在资产支持证券中出现，可以根据债券条款进行或市场公告确定。中证指数公司在估值过程中主要为上述公式中的各参数进行取值，



根据不同性质的债券采用不同的计算公式。

#### 4. 中证债券估值编制方法的应用

基于中证债券估值编制方法，中证指数有限公司对包括债券隐含评级、债券收益率曲线、债券估值及债券指数提供估值服务。目前，中证债券估值应用于指数计算、国债预发行计算、交易所报价式回购、监管机构参考、公募基金及等机构的债券产品净值计算、交易所质押式回购、交易所三方回购等多项业务中，同时亦被广泛应用于政府部门或者市场参与机构作为风险管理、市场定价及市场比较基准指标。

### （三）保险资管协会对非标产品的估值研究

#### 1. 非标产品估值研究项目简介

保险资管协会自成立起，便积极探索保险资管产品如何“非标转标”。2015年4月，决定开展保险资管产品的估值项目，估值项目专家组成员来自：中债登、中证登、保险资管公司〔国内、海外（AIA等）〕、会计师事务所（毕马威、普华永道）、大型银行托管部（建设银行、工商银行、交通银行）。2015年8月，开始进行项目建设，专家以借调形式进组，在保险资管协会共同工作近1年。2016年3月完成债券类产品估值项目，5月完成资产支持计划估值项目，12月完成股权投资计划估值项目。2017年主要开展体系的后期检测与评估，整个项目历时1年半，估值组基本保持在20人左右，目前理论研究阶段完成，具体落地还在等待指示。

#### 2. 非标产品的估值原理研究

保险资管协会将非标金融产品大致划分为3类：

（1）债权投资计划，包含固定利率与浮动利率产品。其中，固定利率产品使用浮动利率静态模型，含权类产品使用的是动态利率模型。债券估值的核心是贴现问题，仍以现金流贴现模型为核心，建立收益率利率曲线，对行业进行切割，针对不同行业构造曲线，再把交易价格引入曲线，最终对应到估值上。

（2）资产支持计划，主要指资产证券化产品。估值时以单因子模型假设为前提，然后做一个 Synthetic CDOs，利用资产池的收益率溢价计算违约率平均值，再遵循无套利原则对产品各层的溢价进行估值。

（3）股权投资计划，主要指非上市股权产品。估值方法采用可比公司法模型，“明股实债”类产品根据基准收益率确定风险折溢价的估值。

#### 3. 非标产品的估值细节情况

数据来源：保险资管计划的发行需要首先在协会网站上注册，在保险资管的网



页上有一个注册端口，有意向的公司登陆端口注册产品信息，注册材料包含估值需要的所有要素。数据源整体跨度共 5 年，核心字段在每一个文档有 60 多个，通过对字段的统计回归，可以得出注册收益率等信息，在此技术上进行数据拟合，将数据值添加至动态模型中，或者一般的现金流贴现模型中，做出对应的曲线，然后对具体产品进行估值。

**行业划分：**根据保险资管计划的产品特性，将涉及的行业主要分为基础设施与商业不动产两大类。其中，基础设施包括交通、能源、市政、养老设施等（如轨道交通、高速路、厂房等）。由于不同行业拥有不同的贴现率，首先考虑行业利差，再考虑信用等级利差，根据样本点所处行业的特点考虑利率的浮动，最后根据调整过的散点做处理，让曲线平滑。通过此方法拟合出曲线，然后进行估值。

**含权处理：**非标产品的一个特点是附带含权条款，需要对最终的含权结果进行确定，并对应到现金流测算上。保险资管协会在处理时将含权条款定义为一个随机游走的过程，用动态模型来做估值，将含权条款视作一个可赎回债券，即债券+期权的组合，利用期权定价手段去处理。通过做概率散点图确定现金流分布状态，对含权条款进行估值，最终得出非标产品的估值。

#### （四）基金业协会对非标股权类产品的估值研究

2018 年 4 月，基金业协会参照国内外相关会计准则起草《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》（以下简称《指引》），明确未上市公司股权与已在全国中小企业股份转让系统挂牌但交易不活跃的企业股权的估值可参照适用该项指引。《指引》提出私募基金对非上市股权的估值通常采用五种方法：（1）市场法：参考最近融资价格法、市场乘法法、行业指标法；（2）收益法：现金流折现法；（3）成本法：净资产法。后文《非标股权信托产品的估值参考》中对其进行详细介绍。

#### （五）毕马威对非标信托产品的估值研究

会计师事务所对非标信托产品估值的研究主要在《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》修订之后，其关注的问题包括资产分类、计量、如何入表、资产减值/拨备等会计计量规则。

##### 1. 关于新会计准则修订后的资产分类与计量问题

在新准则生效后，对于无法通过合同现金流量测试（SPPI），可以按照管理人持有意图和目的，划分为以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）、以公允价



值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）两类，因此不同于非标债权类信托产品，非标股权信托产品必须生成公允价值，对于无活跃市场报价的，则需要考虑依赖模型生成的公允价值。

## 2. 新会计准则修订后对金融机构资产估值与减值的影响

由于新会计准则的推行，金融机构持有的资产估值和年终财报的资产减值计提都会受到影响：（1）会计判断难度增加：不再以管理层意图为主要依据，大大增强与业务经营模式的关联。金融机构产品规模大、交易模式复杂，为经营模式的判断增加难度。（2）核算规则改变：科目体系及核算规则会有较大变动，需重新设计金融工具相关科目及对应的会计科目表。（3）减值模型建设：如何确定不同损失阶段的划分规则，并在现有减值模型建设情况的基础上，完成满足新金融工具准则的模型建设需求。（4）财务估值变革：计量和减值等财会变化对管理工作带来一系列新的要求，如进一步精细化管理（穿透测试）、预算管理、资债管理、合同标准化和财务报告等。（5）绩效考核方式转变：新准则下产品核算模式的转换，导致较大的损益波动，带来对现有业务战略和业绩考核的影响。

### （六）对非标信托产品估值的经验借鉴

#### 1. 参考含权债券的估值方法对非标债权信托产品进行估值

非标债权信托产品本质是一个含权债券，在主体评级基础上，考虑资产以及合同条款对最终估值的影响，运用期权定价手段将含权条款数量化，并引入对产品的估值中。非标信托产品相较于债券估值更加复杂，需对各非标产品进行个性化研究。中债估值在理财估值过程中，依托于多年估值经验，由金融工程团队开发公式库，针对个性化非标类产品，基于不同特征匹配不同公式，完成复杂产品的估值。因此，在非标信托产品的估值中应当在主体财务分析与行业分析基础上，将含权条款的设计公式化，融入现金流预测及产品估值中。

#### 2. 需要对信托合同信息披露要素、字段进行明确规定，支持数据采集

估值的前提是拥有完备的数据量，数据需求量大，需要建立相对稳定的数据源，从各个信托合同出发，需要对信息披露的要素做出明确规定，这样估值时可以抓取足够多的数据，保证估值结果更具权威性。根据中债对理财估值的经验，银行理财的信息披露相对较为充分，企业所有信息基本都对外公布，最后的估值流程与债券非常类似。如果数据披露不充分，只披露到表层，很难有更深度的分析，容易造成断崖式状态。



### 3. 后台需要进行服务系统的数据中心建设

从各类金融机构情况来看，都拥有一定规模的金融工程团队，中债登估值中心作为市场上最大的债券估值服务商，在债券估值方面有 5 个系统，有强大的系统支持，能支撑进行大规模估值数据的计算。中债登、中证登、保险资管协会作为托管机构，拥有主体交易信息，可获取大部分估值要素信息，这些机构能依托数据优势剔除异常交易。

## 三、非标债权信托产品的估值体系

### （一）确定估值原则

非标信托产品的估值原则基本按照《企业会计准则——基本准则》进行会计确认。非标信托产品管理人在确定相关金融资产和金融负债估值时，应根据新出台的 IFRS9 的规定进行估值，同时采用在当前情况下适用且有足够可利用数据和其他信息技术支持的估值技术。

同时结合《资管新规细则》的要求，对资产管理产品实行净值化管理，金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。考虑到部分资产尚不具备以市值计量的条件，过渡期内封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品、银行现金管理类理财产品适用摊余成本计量。

#### 1. 企业会计准则要求

（1）非标信托产品管理人应当在估值日估计各单项投资的公允价值。具有相同资产特征的投资每个估值日采用的估值技术应当保持一致。只有在变更估值技术或其应用能使计量结果在当前情况下同样或者更能代表公允价值的情况下，非标信托产品管理人方可采用不同的估值技术，并依据相关法律法规、会计准则及自律规则履行相应的信息披露义务。

（2）如果非标信托产品投资采用的货币与私募基金的记账货币不同，基金管理人应当使用估值日的即期汇率将投资货币转换为记账货币。

（3）在确定非上市股权的公允价值时，基金管理人应遵循实质重于形式的原则，对可能影响公允价值的具体投资条款做出相应的判断。

（4）由于通常不存在为非标信托产品提供活跃报价的交易市场，因此在估计非上市股权公允价值时，无论产品是否准备于近期出售，非标信托产品管理人都应假定



估值日发生了出售该产品的交易，并以此假定交易的价格为基础，计量该产品的公允价值。

(5) 信托资金投资于同一被投资企业发行的不同底层资产（轮次）的债（股）权，若各资产（轮次）债（股）权之间的权利与义务存在差异，信托产品管理人需考虑不同底层资产（轮次）债（股）权不同的权利和义务对公允价值的影响并对其进行估值。

(6) 在估计某项非标信托产品的公允价值时，非标信托产品管理人应从该产品的自身情况和市场环境出发，谨慎选择使用多种分属不同估值技术的方法，在可合理取得市场参与者假设的前提下采用合理的市场数据。非标信托产品管理人应当对各种估值方法形成的估值结果之间的差异进行分析，结合各种估值方法的适用条件、重要参数的选取依据、估值方法的运用过程等相关因素，综合判断后确定最合理的估值结果。

(7) 非标信托产品管理人可采用情景分析方式综合运用多种估值方法，从非标信托产品的条款要求、产品结构出发，在不同退出方式下采用不同的估值方法，并结合各退出方式的可实现概率对非标信托产品的公允价值进行综合评估。

## 2. “资管新规”要求

(1) 交易活跃、可实现公允价值的产品。对存在活跃市场且能够获取相同资产或负债报价的投资品种，在估值日有报价的，除会计准则规定的例外情况，应将该报价不加调整地应用于该资产或负债的公允价值计量。估值日无报价且最近交易日后未发生影响公允价值计量的重大事件的，应采用最近交易日的报价确定公允价值。有充足证据表明估值日或最近交易日的报价不能真实反映公允价值的，应对报价进行调整，确定公允价值。

与上述投资品种相同，但具有不同特征的，应以相同资产或负债的公允价值为基础，并在估值技术中考虑不同特征因素的影响。特征是指对资产出售或使用的限制等，比如非标信托产品中的交易结构、含权设计等合同条款。此外，信托产品管理人应考虑在相关资产或负债持有期内产生的溢价或折价对产品估值的影响。

(2) 交易不活跃，需借助技术实现估值的产品。应采用在当前情况下适用且有足够可利用数据和其他信息支持的估值技术确定公允价值。采用估值技术确定公允价值时，应优先采用可观察输入值，只有在无法取得相关资产或负债可观察输入值或取得的观察输入值不切实可行的情况下，才可使用不可观察输入值。对于可利用数据不



够，估值技术暂时无法满足公允价值估值的产品，可使用摊余成本法进行估值。

(3) 重大事项调整。比如经济环境发生重大变化或发生委托人行为影响产品价格的重大事件，使产品隐含价格出现巨大波动，应对估值进行及时调整并作出相关说明。

### (二) 收集数据

估值业务最重要的是数据收集，除宏观经济数据与行业数据之外，还需要对信托产品发行材料中关于交易对手和底层资产的相关情况、财务数据等设计字段进行数据采集。由于目前信托产品缺少交易市场，在估值初期可参考相同主体或相应评级债券产品的二级市场交易情况，根据信托项目的真实估值、含权条款的量化分析来进行流动性点差弥补。

#### 1. 数据来源

建模数据的基本来源包括：(1) 宏观经济数据。专业数据库、行业协会和国家统计局发布的行业及宏观经济统计数据等。(2) 公司财务报告。主要包括标的公司的属地公告、内部实地调研、个人平时积累等。(3) 产品数据。主要包括信托产品发行时的产品信息、发行计划书、合同文本等。

#### 2. 数据整理

(1) 产品数据整理。对信托产品相关文件进行数据整理，提取出对估值结果有用的字段，如发行利率、产品期限、条款、产品结构比例等；提取后进行数据整理，未加整理的历史数据是无序的、难以应用，只有对历史数据加以整理之后才能保证准确、有效地建立模型。

(2) 财务数据整理。在得到公司的原始数据之后，需要对其进行整理，尤其是财务报表中的数据，应根据建模需要进行重构。重构后的财务报表反映了模型对目标公司财务情况的预测以及估值模型的构建思路，与企业会计准则规定的标准形式并不一定相同。常用的重构方式为：

科目合并。将数额较小的、驱动因素相同点科目合并。

科目拆分。对重要的科目进行详细拆分，细分数据通常需要查看财务报表附注。

顺序调换与重新归类。实际操作来看，需要利用现金流量表，对企业原始的资产负债表和利润表进行调整，针对调整后的财务报表进行数据分析。

① 资产负债表中增加“融资缺口”科目。融资缺口又称为循环贷款，反映公司现金相对于所需现金不足的部分，是财务预测模型中的配平项。除此之外，在资产方也



有一个配平项，为货币资金。配平项是通过现金流量表来完成，用来配平资产负债表。

②简化资产负债表的某些科目。省略一些某年数据为0的科目。如商誉、其他非流动资产等科目；合并了一些性质相近的科目。比如把应收账款和应收票据合并为应收款项，将应付账款和应付票据合并为应付款项，将股本和资本公积金合并为股本及资本公积，将盈余工具和未分配利润合并为留存收益等。

③将利润表中折旧、摊销从营业成本、管理费用和销售费用中剥离出来。这样一方面将属于成本费用的折旧、摊销剥离，另一方面是因为折旧、摊销的预测方式与其他现金成本费用不同。

④利润表中计算 EBITDA 和 EBIT 等指标，调整非经常性和非经营性损益。计算出的 EBITDA 和 EBIT 是针对公司的核心业务，对与核心业务无关的损益进行调整，合并成一个“非经常性或经营性损益”项目列在 EBIT 之后。所有非经常性损益和非经营性损益都在该项目中体现，包括标准利润表中的资产减值损失、公允价值变动收益、投资收益、营业收入和营业外支出等科目。由于这些项目与主体的核心业务无关，只需要简单预测即可。

### （三）产品分类

按照新会计准则要求，应当对信托产品类型进行梳理，包括现有金融资产分类、业务合同条款及金融工具业务模式。根据新准则要求，初步得到金融工具的分类原则，提供 SPPI 测算模型、划分标准、判断流程以及调整方案，包括现有产品下的 SPPI 测试结果与调整方案，以及未来新增产品 SPPI 测算模型、划分标准与判断流程等。

### （四）选择估值方法

参照会计准则对金融工具投资的分类，金融资产根据持有目的不同，可分为交易、可售和持有到期三类，并采用不同的计量与损益确认方法。对交易类和可售类资产，采用公允价值法计量；对非交易类资产，采用以收取合同现金流摊余成本法计量；对以交易为目的的非标信托产品，按照公允价值法计量。

### （五）构建收益率曲线

对不同产品的估值，首先需要确定该行业、该类型产品的收益率基准。建议在参考中债估值收益率曲线编制的基础上，构建信托产品的收益率曲线，为后续信托产品的估值提供估值基础。

收益率曲线是反映一组货币和信用风险均相同，但期限不同的债券收益率值的连



线。非标债权信托产品的估值曲线是在原有信托产品的市场发行价基础上进行绘制，通过对市场固定时间内发行产品的信托收益率的回归与统计分析，得到该产品的期望值，由此绘制出产品的收益率曲线。按照目前的调研结果，对收益率曲线的绘制有如下两种划分方式：

### 1. 按收益率类型划分

(1) 到期收益率。指投资人按当前市价买进非标债权信托产品，如期收到全部利息和赎回本金，并持有至到期可获得的回报率。将债权类非标信托产品的现金流以到期收益率折算为现值，形成产品的市价。

(2) 即期收益率。零息非标债权信托产品的到期收益率，这类产品在市场上较少，数据源也相应较少。

(3) 远期收益率。指隐含在给定的即期收益率中，从未来某一时点到另一时点的收益率，又分为远期到期收益率和远期即期收益率。该曲线主要是基于市场变动，非标债权信托产品的实际价值有所变化，给予有交易意向投资者的参考收益率。

(4) 点差收益率。指浮动利率型的非标债权信托产品减去即期基准利率的结果。该类产品依然不多，除非信托产品持有浮动利率型固收产品或信托条款中有浮动利率条款，否则指导意义不大。

### 2. 按资产所处行业划分

(1) 房地产行业信托产品收益率曲线。主要针对以房地产行业为底层资产的信托产品进行收益率曲线的计算，由于房地产信托产品底层资产复杂，需要根据信托产品基本信息，对底层资产所处行业进行归纳和细分。例如商业地产、住宅、酒店类资产应当有不同的收益率曲线。

(2) 政信合作信托产品收益率曲线。主要针对政府融资、城投公司类融资主体的信托产品进行收益率曲线的计算。

(3) 工商企业类信托产品收益率曲线。主要针对能源、建筑、物流等城市建设相关的实体企业为融资主体的信托产品收益率曲线的计算。

### (六) 估值模型设计

结合利率、流动性等综合因素评估信托产品的公允价值。对信托受益权估值可为信托产品转让提供价格参考。采用市值法计量，通过对持有资产的估值充分考虑市场风险、信用风险、流动性风险，对信托贷款、应收账款投资、收（受）益权投资等



资产进行估值。

由于非标信托产品中有许多含权条款的设置，需要将这些条款转换成现金流，按照期权定价的方法对抵押条款、担保条款、可赎回条款进行估价，最终得出含权非标债权信托产品的估值。

### （七）估值结果

最终估值结果呈现的是一套指标，其中包括价格指标（全价、净价和应计利息）、风险指标（久期、凸性）、流动性指标和推荐指标（可信度）。具体如表 2 所示：

表 2 非标债权信托产品估值指标体系（部分）

价格指标	风险指标	流动性指标	推荐指标
市场收益率	利差久期	相对流动性系数	可信度
市场全价	利率久期	相对流动性取值	
市场净价	利差凸性	绝对流动性系数	
应计利息	利率凸性	位置百分比	
……	……	……	

#### 1. 价格指标

市场收益率。对于流通的非标债权信托产品资产中，显示的是加权的结算收益率；如果没有交易发生，则为报价的到期收益率，若无报价，则为空白。

市场全价。全价是指目前的银行间债权产品市场和交易所债权产品市场在结算时，再采用全价价格，也就是买方除按净价支付成交价款外，还要另向卖方支付应计利息的价格。

市场净价。全价提出应计利息后的价格，是投资人实际拿到的金融资产价格。

应计利息。应计利息是债权产品自上一次付息后累计未付的利息。在债权产品买卖时，债权产品卖出的结算价格应是债权产品的市场价格加上应计利息，即买主应向卖主支付债权产品市场价格加应计利息。

#### 2. 风险指标

久期。麦考利久期，是使用加权平均数的形式计算非标债权信托产品资产的平均到期时间。是债权类资产在未来产生现金流的时间的加权平均，其权重是各期现金值在债权类资产价格中所占的比重。

利率久期。当利差不变时，基准利率变动所引起的非标债权信托产品资产价格的线性变动。数学上是非标债权信托产品价格对基准利率的一阶偏导数。



利差久期。当基准利率不变时，利差变动所引起的非标债权信托产品资产价格的线性变动。数学上是非标债权信托产品资产价格对利差的一阶偏导数。

利率凸性。当利差不变时，基准利率变动所引起的非标债权信托产品资产利率久期的线性变动。数学上是非标债权信托产品资产价格对基准利率的二阶偏导数。

利差凸性。当基准利率不变时，利差变动所引起的非标债权信托产品资产利差久期的线性变动。数学上是非标债权信托产品资产价格对利差的二阶偏导数。

### 3. 流动性指标

相对流动性系数。首先分别计算考察期内单只债券与全市场债券平均的现券结算量、结算总笔数和结算天数三个指标，再计算单只债券指标与全市场平均指标的比值，最后将三个比值按一定权重加总，得到该只债券的相对流动性系数。

绝对流动性系数。为计算相对流动性系数而取得现券结算量、结算总笔数和结算天数三个指标。三个比值按一定权重加总得到该只债券的绝对流动性系数。

位置百分比。所评债券流动性所处位置，衡量在当天市场的相对活跃度。

### 4. 推荐指标

可信度。在成熟的流通市场上，同一个信托产品可能由于份额的拆分拥有多个估值，所有估值均发布，用“可信度”来标识比较倾向于哪个估值。

## （八）事后检测与调整

### 1. 模型检查

平衡性检查。估值体系的基本要求是财务模型的资产负债表是平衡的。如果不平衡，在资产负债表的平衡测试项中就可以显示出来，此时需要进行平衡性检查，看现金流量表的科目、符号、计算公式是否正确。当资产负债表所有预测都平衡时，需要进行模型测试，对模型假设进行修改，观察资产负债表是否依然保持平衡，通过一些压力测试，看模型是否依然保持平衡。

合理性检查。在财务预测和估值模型完成后，还需要对模型的合理性进行检查。需要找出模型中一些不太合理的结果或计算过程，找到不合理的原因，并进行修改。注意在建模过程中公式错误、预测期长度、假设的不合理性等错误对最终建模结果的影响。

### 2. 模型更新与调整

数据更新。随着时间推移，过去的预测期成为了历史期。最新的财务数据只更新到某一季度而非全年，则还需要进行季度上的处理与修正。



假设更新。若国家政策、宏观经济、市场和行业环境、公司经营计划等因素发生变化，还需要根据这些变化对模型的假设进行修正，以反映公司最新状况。例如公司业务结构发生变化，新增了一项业务，需要在模型中增加对该业务的分析；若公司宣布新的重大固定资产投资计划或债权与股权融资计划等，应当就该计划可能影响的科目进行详细分析。

### （九）相关会计计量

在产品估值的基础上，根据新会计准则的要求进行会计项目的记录，对信托产品的应付受托报酬、应付托管费用、应缴税费等负债进行计量，形成信托产品净值。信托产品估值形成的产品净值，按照“资管新规”要求定期向投资者进行披露，可作为投资者对不同信托产品进行业绩比较和评价的依据，得出最终的产品净值。

### （十）研究基础

非标信托产品的估值体系是一个复杂的系统性工程，需要在宏观、行业、公司领域有一定的研究能力，做好估值的决策基础；同时，现金流测算、产品估值、含权条款的确权都需要金融工程领域的相关知识和计算能力储备；最后，在具体计算过程中，需要对数据进行维护和计算，需要相应的人工智能、数据仓库技术的支持。

#### 1. 宏观研究

估值体系中的宏观经济分析主要包括两个方面，即宏观经济运行和宏观经济政策对金融市场的影响分析。（1）宏观经济运行研究。宏观经济环境是影响企业生存、发展的最基本因素；需要考察宏观经济周期、政策、利率、物价水平等宏观经济因素变动对企业收入的影响。同时，当国家经济政策发生变化，比如采取调整利率水平、实施消费信贷、征收利息税等政策时，居民与单位的资金持有成本将随之变化，从而影响金融市场走向。（2）宏观经济政策研究。主要包括财政政策、货币政策与汇率政策。经济政策在企业支持、货币供给等方面影响整个经济的景气度，更重要的是对不同行业与企业带来不同影响，相关融资主体相应的股票、债券、非标融资等金融资产价格会随之波动。

#### 2. 行业研究

从金融资产分析的角度来看，行业分析是对企业进行分析的前提，也是连接宏观经济分析和公司分析的桥梁。不同的行业有特定的生命周期，处在不同生命周期不同发展阶段的行业，其投资价值、产品估值也不一样。在国民经济中地位不同的行业，



这两项的表现也不一样。公司的投资价值可能会因所处行业不同而有明显差异。一方面，企业的投资价值可能会因为所处行业的不同而产生差异；另一方面，同一行业内的公司也会千差万别。各行业变动时，往往呈现出明显的、可预测的增长或衰退格局。这些变动与国民经济总体的周期变动相关联，处于增长型、周期型、防守型的不同行业，在不同的经济周期中利润增长不一样，同时企业的融资需求、融资成本也会在不同的周期呈现不同的状态。

### 3. 公司研究

主要包括：（1）行业地位分析。企业盈利能力是高于还是低于行业平均水平，决定企业在行业内的竞争地位，衡量公司行业竞争地位的主要指标是产品市场占有率。（2）经济区位分析。将公司的价值分析与区位经济的发展联系起来。主要考虑区位内的自然条件和基础条件，区位内政府的产业政策和当地政府的财政实力等。（3）财务分析。包括公司法人治理结构、盈利预测、扩张能力预测、偿债能力分析等，主要以财务报表为基础，直接关系到企业的估值。

### 4. 金融工程研究

估值体系涉及公司分析、金融工具交易、投资管理和风险管理各个环节，金融产品的最终定价是各环节综合的结果，因此需要纳入金融工程技术的运用。随着传统金融工具越来越难以满足公司特定的融资需求，越来越多的新型金融工具出现，以满足公司特定的融资需求。债权衍生品、股权衍生品、利率衍生品的不断丰富、含权非标产品、结构化产品的丰富，都需要金融工程技术对现金流进行分解和估值。许多含权产品的本质是发行人对自身产品的风险管理，运用风险管理工具进行风险控制。

### 5. 信息技术研究

估值体系建设需要向大数据、数据技术的处理转变。随着数据量的不断增加与数据的广泛使用，金融产品的估值迫切需要将数据转换成有用的信息和知识，主要涉及人工智能、数据挖掘、数据仓库等 IT 技术。（1）人工智能技术。机器学习是人工智能的核心，主要采用归纳、综合，而不是演绎。自动推理是按照策略由已知判断进行推动，通过推理机实现问题的求解和新的判断。由于非标产品的个性化极强，需要建立专家系统，应用人工智能技术和计算机技术，根据专业的知识和经验进行推理和判断，模拟人类专家的决策过程。（2）数据挖掘技术。主要方法有神经网络、决策树、联机分析处理、数据可视化等，主要模型有分类模型、关联模型、顺序模型、



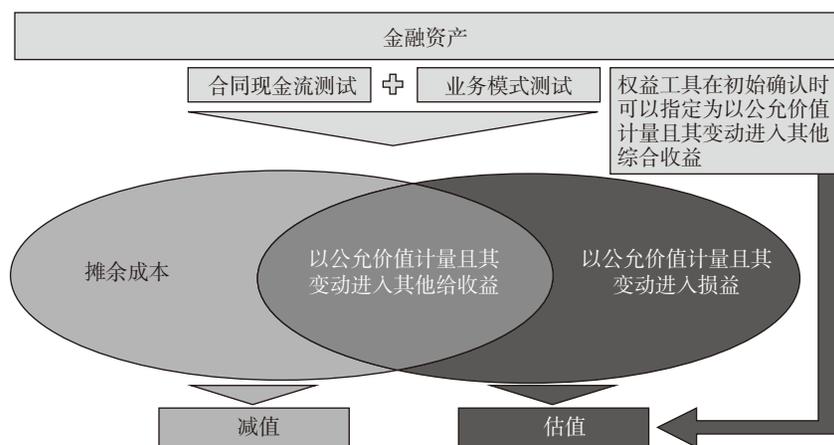
聚类模型等。在非标数据的整理过程中，系统通过分类模型，根据金融数据的属性将数据划分至不同的组中，找出数据的属性模型，利用模型分析已有数据，预测新数据属于哪一个组，再对应到估值曲线与估值区间。（3）数据仓库技术。随着数据库技术的应用和发展，通过对原有数据库中的数据进行再加工，形成一个综合的、面向分析的环境，以更好地支持决策分析。作为决策支持系统，数据仓库技术通过有逻辑地存放数据，在数据库基础上进行梳理和归纳，运用联机分析处理和数据挖掘，用于支持高层决策分析。

## 四、非标债权信托产品的分类与估值方法选择

### （一）产品分类

参照会计准则对金融工具投资的分类，金融资产根据持有目的不同，可分为交易、可售和持有到期三类，并采用不同的计量与损益确认方法。交易类和可售类资产均采用公允价值法计量，对持有到期类资产按摊余成本法计量。非标债权信托产品的估值方法应按照产品的业务性质来确定。

判断金融资产是否能被分类为以摊余成本计量，主要依据合同现金流量测试（SPPI）结果及业务模式测试结果。其中 SPPI 测试是从金融资产的合同条款判断，业务模式测试是从管理人收取现金流方式的角度判断。对于通过测试的金融资产，则使用摊余成本法，而没有通过的则使用公允价值法估值。



资料来源：毕马威企业咨询（中国）有限公司（中信信托已获同意，如无授权，请勿转载）。

图 1 新会计准则下，金融资产分类过程



### 1. 业务模式测试

业务模式测试主要用于判断资管产品管理人获取的现金流量是源自合同现金流量、出售金融资产还是两者兼有。业务模式的确定需要依据大量的事实证据和预测判断，包括但不限于以下几方面：历史处理方式，持有目的，可能出售的频率、价值，管理人绩效确定方式等。

具体流程：首先对金融资产做出业务模式的分类，在业务模式中，以收取合同现金流为目标而持有的金融资产，仅为本金及利息的支付，则按照摊余成本法计量即可。对于有双重目的的业务，既收取合同现金流又出售金融资产的，则需要按照公允价值法进行计量。对于其他业务模式，例如服务信托类产品，收取合同现金流仅是附带性质的业务模式则按照合同约定模式估值即可。同时，由于在产品存续期内，业务模式有发生变化的可能，因此需要在业务模式发生变化时进行重新分类，确定估值方法。

业务模式	主要特征
持有以收取合同现金流 	<ul style="list-style-type: none"> <li>主体业务模式的目标是持有金融资产以收取合同现金流</li> <li>对该模式的目标而言，出售金融资产是附带性质的活动</li> <li>通常出售发生的极少（在频率和数量方面）</li> </ul>
既持有以收取合同现金流量又出售（双重模式） 	<ul style="list-style-type: none"> <li>对于实现主体业务模式目标而言，收取合同现金流和出售金融资产两者都不可或缺</li> <li>与持有以收取合同现金流的业务模式相比，通常更多的出售发生（在频率和数量方面）</li> </ul>
其他业务模式 	<ul style="list-style-type: none"> <li>主体业务模式的目标既不是持有以收取合同现金流，也不是既持有以收取合同现金流又出售</li> <li>对该模式的目标而言，收取合同现金流是附带性质的活动</li> </ul>

资料来源：毕马威企业咨询（中国）有限公司（中信信托已获同意，如无授权，请勿转载）。

图2 新会计准则下，业务模式测试过程

### 2. 合同现金流（SPPI）测试

SPPI 测试是判断一项金融资产是否满足基本借贷安排，即需要明确合同现金流量是否仅包含本金及产生的利息。如果合同特征导致合同现金流面临的风险或波动敞口与基本的借贷安排无关（比如，权益变动或商品价格敞口），则其产生的现金流量不符合 SPPI 特征。例如，杠杆是某些金融资产的合同现金流量特征，增加了合同现金流量与基本借贷安排无关的可变性，使其不具有利息的经济特征。单独的期权、远期合同和掉期合同是包含此类杠杆特征的金融资产的例子。



资料来源：毕马威企业咨询（中国）有限公司（中信信托已获同意，如无授权，请勿转载）。

图3 新会计准则下，SPPI 测试过程

（1）货币的时间价值。在 SPPI 测试中，货币的时间价值被定义为利息要素中仅因为时间流逝而提供对价的部分，不包括为所持有金融资产的其他风险或成本提供的对价。例如，若非标债权信托产品的利率是每月重设为一年期利率的可变利率，利率重设的频率与利率期限不匹配。如果基于合理可能发生的情形，每月重设为一年期利率的合同（未折现的）现金流量与每月重设为一月期利率现金流量之间存在显著差异，则不能通过合同现金流量特征测试，该债务工具必须以公允价值计量且其变动计入当期损益。

（2）提前还款权和展期权。当非标债权信托产品中的金融资产包含可能导致其合同现金流量的时间分布或金额发生变更的合同条款的，企业应当对相关条款进行评估，以确定其是否满足上述合同现金流量特征的要求。如果金融资产可在到期前偿付或者可予展期，企业需确定在工具整个存续期内因合同条款可能产生的合同现金流量是否符合 SPPI 特征。

（3）评估基础资产现金流量特征的情形无追索权的债务工具。在某些情况下，非标债权信托产品持有的金融资产可能具有被描述为本金和利息的合同现金流量，但该等现金流量并不具有 SPPI 特征。如果非标债权信托产品代表对特定资产或现金流量的投资，从而合同现金流量并不符合 SPPI 特征，则可能属于这种情况。例如，合同条款规定，金融资产的现金流量随着使用特定收费公路的车辆数目增多而增加，则该等合同现金流量与基本借贷安排不一致。例如，如果贷款的合同回报取决于一项不动产的业绩，从而“本金”偿还与处置该不动产实现的收入挂钩，相关补偿就不是对货币的时间价值和借款人的信用风险而作出的，因为该贷款代表了在不动产中的合成利益。

（4）合同挂钩工具。在某些类型的交易中，非标债权信托产品发行人可能利用



产生信用风险集中的多个合同挂钩工具（一般称为“分级”）来安排向金融资产持有人付款的优先次序。对于某一分级的持有人，仅当发行人产生足够的现金流量以满足更高等级分级时，才具有收取本金和以未偿付本金金额为基础的利息的权利。虽然此类安排可能将信用风险集中于特定的分级，但其并未直接导致该等投资不能通过合同现金流量特征测试。

对于合同挂钩工具持有人而言，对其持有的金融资产进行分类时，既需要评估合同挂钩工具本身，又要穿透基础金融工具组合，根据初始确认该投资时的情况进行评估。企业必须穿透基础金融工具组合，直至其能够识别产生（而非转移）现金流量的基础金融工具组合。

仅当符合下列所有条件时，某一分级才符合 SPPI 特征：①分级的合同条款（在未看穿基础金融工具组合的情况下）产生符合 SPPI 特征的现金流量（例如，该分级的利率未与商品指数挂钩）；②基础金融工具组合必须包含产生符合 SPPI 特征的现金流量的一项或多项工具（基础工具）；③该分级的信用风险，等于或小于全部基础金融工具组合本身的信用风险。

从优先级投资人的角度看，其分级产品可符合 SPPI 特征。因为优先级产品本身及其基础资产均符合 SPPI 特征，且优先级产品的信用风险不会高于全部基础贷款组合本身的信用风险。从次级投资人的角度看，其分级产品不符合 SPPI 特征，因为次级产品承担了高于基础贷款组合本身的信用风险。

序号	详细描述	是否“仅含本息”
工具一	该工具是一项具有固定到期日的债券。本金及未偿付本金金额所对应利息的支付与发行该工具所用货币的通货膨胀指数挂钩，与通货膨胀挂钩未利用杠杆，并且对本金进行保护。	是
工具二	该工具是一项具有固定到期日的浮动利率工具，其允许借款人在持续基础上选择市场利率。例如，在每一个利率重设日，借款人可以选择为3个月期间支付3个月Libor，或为1个月期间支付1个月Libor。	是
工具三	该工具是一项具有固定到期日且支付浮动市场利率的债券。该浮动利率有上限规定。	是
工具四	该工具是一项具有完全追索权的贷款，并有抵押品作为担保。	是
工具五	该工具是一项可转换成固定数量的发行人权益工具的债券。	否
工具六	该工具是一项支付逆向浮动利率的贷款（即，利率与市场利率呈负相关关系）。	否
工具七	该工具是一项无限期金融工具，但发行人可在任何时候回购该工具，并向持有人支付票面金额加累计应付利息。该工具按市场利率支付利息，但除非发行人能够保持后续即付能力，否则利息无法支付。递延未付利息不产生额外的利息。	否

资料来源：毕马威企业咨询（中国）有限公司（中信信托已获同意，如无授权，请勿转载）。

图 4 新会计准则下，SPPI 测试工具（示例）



### 3. 分类与计量的难点

总体来说，分类与计量要求的变更对于大部分金融机构的影响主要集中在一些特殊金融工具，其现金流不满足 SPPI 测试。

新金融工具准则下对金融资产的计量以及资产负债表的结构保持大体不变，因此摊余成本仍将为最主要的分类。部分金融资产会从旧准则下的摊余成本或以公允价值计入其他综合收益类别被重分类至新准则下的以公允价值计入损益类别。分类计量部分主要挑战集中在几个方面。

(1) SPPI 测试。主要表现在：①需要对含有非标条款的合同进行个别评估，工作量较大且耗费时间；②基准现金流量测试可能存在利息重定价频率与收息频率不一致的情况，或使用平均/滞后利率值；③对特殊产品现金流的评估，如含有提前偿还条款，或合同链接工具，是否满足 SPPI 测试并不清晰。

(2) 业务模式评估。主要表现在新准则下对于“非频繁及非重大出售”的定义，需要通过人工判断来对资产进行适当的分类与计量。

(3) 估值问题。由于新准则推行，对各类非标债权信托产品需要重新估值，工作量较大，而且需要较强的金融工程与计算机技术，对合同进行分类，字段进行梳理，设置估值模型来实现估值。

## (二) 估值方法选择

### 1. 摊余成本法

摊余成本法是指估值对象买入成本列示，按照票面利率或商定利率并考虑其买入时的溢价与折价，在其期限内平均摊销，每日计提收益，一般用于不具备交易活跃交易市场的资产评估。

根据“资管新规”和企业会计准则规定，在非标信托产品中，封闭式的融资类信托产品一般可适用摊余成本法估值。这些产品信托资产运用方式无论是信托贷款、应收账款投资、收（受）益权投资，还是带回购条款的股权投资，一般符合企业会计准则的收取合同现金流量并持有至到期的特征，也符合“资管新规”要求的不具备活跃交易市场、无法可靠估值等特征。

按照摊余成本法，虽然能够从形式上解决非标资产估值难题，但这种计算方法无法实时动态化反映底层资产的风险情况，而按照市值法，非标资产几乎没有交易，非标信托产品没有该资产的交易价格，也不利于非标信托产品的净值化管理。因此在



未来非标信托产品的估值中，应兼顾公允价值法和摊余成本法。

## 2. 公允价值法

公允价值，是指市场参与者在计量日发生的有序交易中，出售一项资产所能收到或者转移一项负债所需支付的价格，按照公允价值计量相关资产或负债，应当假定计量日出售资产或转移负债的有序交易发生在主要市场（或者在不存在主要市场情况下的最有利市场）中，并且使用在当前情况下适用并且有足够可利用数据和其他信息支持的估值技术。

按照《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》的要求，采用公允价值计量相关资产，应当考虑到如下因素：①能以公允价值计量的相关资产或负债，即需要考虑该资产或负债的特征以及该资产或负债是以单项还是以组合的方式进行计量等因素。②应当假定市场参与者在计量日出售资产或者转移负债的交易，是当前市场情况下的有序交易。③有序交易发生在主要市场或最有利市场。④应当充分考虑市场参与者之间的交易，采用市场参与者在对该资产或负债定价时为实现其经济利益最大化所使用的假设。

现阶段来看，非标债权信托产品不在银行间市场、证券交易所市场等国务院和金融监督管理部门批准的交易市场交易、不属于具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产，没有交易，也就没有交易价格，非标资产难以参照市场进行估值（至少缺乏可信的市价参考）。在非标债权信托产品交易市场活跃起来之前，用公允价值计量操作性不强。

## 五、非标债权信托产品的估值方法：摊余成本法

“资管新规”对资管产品估值提出原则要求，即资管产品净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险。金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量；符合一定条件的，可以按照企业会计准则以摊余成本进行计量。

### （一）摊余成本法适用条件

“资管新规”和企业会计准则对运用摊余成本法计量金融资产作出了相关规定。非标信托产品是否可以采用摊余成本法进行估值，需要从产品结构和所投资资产特征两个方面进行分析。



### 1. 信托产品结构要求

“资管新规”第十八条规定，可按照企业会计准则以摊余成本计量的资产管理产品应当为封闭式产品。《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称“资管新规实施细则”）进一步指出，在“资管新规”实施过渡期内，封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，在所投资资产符合条件的前提下，也可以使用摊余成本计量。

### 2. 持有金融资产特征

在符合封闭式产品特征的基础上，企业会计准则和“资管新规”对金融资产以摊余成本计量各自做出了相关规定。《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（2017年修订，与IFRS9趋同）将金融资产根据管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流量特征分为三类，包括以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。从资产价值计量角度其实就是两类，摊余成本计量和公允价值计量。其中，以摊余成本计量的资产应当同时通过业务模式测试和合同现金流测试（SPPI测试），即资产管理人持有金融资产的目标是收取合同现金流量，且该现金流量仅包括本金和以未偿付本金金额为基础的利息。

与企业会计准则相比，“资管新规”对以摊余成本计量采用更加宽松的标准。第十八条规定，可采用摊余成本计量的，除所投金融资产符合“以收取合同现金流量为目的并持有到期”特征以外，也可以是“所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值的资产”。

## （二）适用摊余成本法估值的非标信托产品

根据“资管新规”和企业会计准则规定，适用摊余成本法估值的资管产品，应当为封闭式信托产品，且所投资资产主要目标是收取合同现金流量并持有至到期。实践中主要包括：

### 1. 大部分封闭式融资类信托产品

非标信托产品中，封闭式的融资类信托产品一般符合摊余成本法估值标准。融资类信托产品的资金运用方式包括信托贷款、应收账款转让附回购、收（受）益权转让回购、带回购条款的股权投资等。一般符合企业会计准则的收取合同现金流量并持有至到期的特征，同时也符合“资管新规”要求的不具备活跃交易市场、无法可靠估值等特征。



其中，信托产品募集资金用于发放信托贷款的，常见的资金运用方式为：信托贷款期限 2 年，用于补充企业流动资金，执行浮动利率，利率值为人民银行公布的同期贷款利率上浮一定百分比。这是最为典型的符合摊余成本计量的资产特征，即资产运用以收取合同现金流量为目的，且该现金流量仅包括本金和以未偿付本金金额为基础的利息。

信托产品募集资金用于受让应收账款的，常见的资金运用方式为：受托人以 5 亿元受让融资人持有的对第三方的应收账款，信托计划到期，由融资方以约定的溢价率回购该笔应收账款。信托产品募集资金用于受让信托收（受）益权并附回购的，资金运用条款也相似，信托计划到期，一般由融资方以约定溢价回购该笔收（受）益权。在这些情况下，融资人在信托计划到期以事先约定的可确定的溢价率回购标的应收账款或收益权，对于资管产品来说，实质也是收取合同现金流量并持有至到期，符合摊余成本法计量要求。

### 2. 开放式现金管理产品

为满足投资者流动性管理需求，越来越多信托公司开发了开放式的现金管理产品，开放期限往往低于 1 年，所投资资产以流动性高的标准化资产为主，在符合“资管新规”关于流动性要求的基础上，也投资少量非标债权类资产。根据企业会计准则要求，资管产品所投资的非标债权类资产，如能通过业务模式测试和合同现金流测试，即持有金融资产的目标是收取合同现金流量，且该现金流量仅包括本金和以未偿付本金金额为基础的利息，也应当可以采用摊余成本法估值。

### 3. 结构化产品优先级

结构化产品投资是否可以采用摊余成本法估值，这个问题往往比较复杂，需要结合结构化产品所投资的基础资产特征以及所投资层级的现金流特征综合考虑。

一般来说，结构化产品中的基础资产为组合债权的，如基础资产为多笔小微贷款的，持有基础资产的目的是回收贷款本金和利息，那么结构化产品的优先级投资的业务模式特征也往往是获得固定投资回报，符合摊余成本计量要求的收取合同现金流（本金 + 利息）的要求。

中间级和劣后级投资是否能够通过 SPPI 测试从而可以采用摊余成本法计量，还需要根据合同条款和业务实质做出专业判断。如果中间级和劣后级投资可以根据基础资产表现获得超额报酬，比如可获得一定的投资收益，则不符合收取合同现金流量（本金 + 利息）的特征，不能采用摊余成本法计量。



### （三）摊余成本法估值方法

#### 1. 企业会计准则的相关规定

《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》的第三十八条规定，金融资产或金融负债的摊余成本，应当以该金融资产或金融负债的初始确认金额经下列调整后的结果确定：（1）扣除已偿还的本金；（2）加上或减去采用实际利率法将该初始确认金额与到期日金额之间的差额进行摊销形成的累计摊销额；（3）扣除累计计提的损失准备。

其中，实际利率法是指计算金融资产或金融负债的摊余成本以及将利息收入或利息费用分摊计入各会计期间的方法。在金融资产或金融负债预计存续期内，通过估计未来现金流量，折现为该金融资产账面余额或该金融负债摊余成本所使用的利率。在确定实际利率时，应当考虑金融资产或金融负债所有合同条款的基础上估计预期现金流量，但不应当考虑预期信用损失。

#### 2. 摊余成本法估值的运用

摊余成本法估值广泛运用于货币市场基金。货币市场基金尽管为开放式产品，但其投资的品种流动性很高，可视同现金，其成本价格与公允价值之间也不会有太大的偏离，采用摊余成本法并辅以影子定价能够公允反映产品净值。货币基金持有资产的估值方法常见如下：

（1）基金持有的债券（包括票据）购买时采用实际支付价款（包含交易费用）确定初始成本，按实际利率计算其摊余成本及各期利息收入，每日计提收益。

（2）基金持有的回购以成本列示，按实际利率在实际持有期间内逐日计提利息；合同利率与实际利率差异较小的，也可采用合同利率计算确定利息收入。

（3）基金持有的银行存款以本金列示，按实际协议利率逐日计提利息。每一估值日，基金管理人应对估值对象进行影子定价评估。当影子定价确定的基金资产净值与摊余成本法计算的基金资产净值的负偏离度绝对值达到或超过 0.25% 时，基金管理人应当在 5 个交易日内将负偏离度绝对值调整到 0.25% 以内；当正偏离度绝对值达到 0.5% 时，基金管理人应当暂停接受申购并在 5 个交易日内将正偏离度绝对值调整到 0.5% 以内；当负偏离度绝对值达到 0.5% 时，基金管理人应当使用风险准备金或者固有资金弥补潜在资产损失，将负偏离度绝对值控制在 0.5% 以内；当负偏离度绝对值连续两个交易日超过 0.5% 时，基金管理人应当采用公允价值估值方法对持有投资组合的账面价值进行调整，或者采取暂停接受所有赎回申请并终止基金合同进行财



产清算等措施。

#### （四）摊余成本法优缺点

##### 1. 摊余成本法的优点

（1）减少资管产品净值波动。相对于以公允价值计量，摊余成本法在投资资产和应计利息的基础上又考虑了每日摊销的溢折价，可以保持投资账面净值和收益的稳定，从技术手段上让资产收益变得很平滑。尤其在市场剧烈波动时，以摊余成本计量可让产品净值非常稳定，以满足投资人对于到期获得固定回报的要求。

（2）真实反映基础资产收益和风险。对于持有目的为到期回收本金和利息为目的的投资，投资者面临的主要是信用风险。利率波动、市场流动性变化对持有至到期投资未来现金流的影响不大。而采用摊余成本计量，正好可将利率风险、流动性风险等市场波动对资管产品净值的影响剔除，从而可以更加真实反映基础资产的收益和风险。

（3）与影子价格配合使用更显优势。“资管新规”要求摊余成本法估值与实际兑付时金融资产价值（影子价格）的偏离度不高于 5%，以保障摊余成本法估值可真实公允反映产品净值。摊余成本法估值与影子价格配合，一方面对持有至到期的金融资产重点考虑资产信用风险和现金流的时间价值，另一方面通过偏离度控制让资管产品估值紧跟市场价格的主要趋势，平衡各种因素对资管产品估值的影响，一定程度上保证了资管产品按照净值变现的能力。

##### 2. 摊余成本法的缺点

（1）不适用交易性资产的估值。根据企业会计准则，摊余成本法估值仅适用于持有到期投资。近年来，随着非标资产规模的迅速发展，非标资产交易需求也显著提升。非标资产可以在银登中心、中证报价系统等为代表的交易平台上交易，非标资产的流动性逐步得到提升。随着资产交易频繁发生，非标信托产品持有资产的目的可能随之发生改变，从原先的持有至到期调整为可择机通过交易退出。在这种情况下，资产久期较长的，其摊余成本价格与实际交易价格（公允价值）之间的差距会比较大，采用摊余成本法估值显然不合适。

（2）容易忽略资产减值损失。以摊余成本计量的风险，除与影子价格发生较大偏离以外，也容易忽略持有资产的减值风险。如果以摊余成本方法计量但未及时计提减值准备，当资产发生实际损失，在此之前赎回产品份额的投资者拿走了全部收益，



而持有份额的投资者将承担产品估值下跌的全部损失。对采用摊余成本法计量的资产定期开展资产质量审阅，及时计提资产减值准备，加强信息披露，可在一定程度上解决摊余成本法下存在的信息不透明的弊端，较好解决信用风险延后确认带来的投资者不公平问题。

## 六、非标债权信托产品的收益率曲线

公允价值法估值的基础是产品的收益率曲线，本部分主要借鉴了中债收益率曲线的构建方法，从估值模型、输入值选择、样本产品选择三个维度对非标债权信托产品收益率曲线的构建提出设想。

### （一）收益率曲线构建模型

非标债权信托产品收益率曲线的编制应当借鉴中债收益率曲线的编制方法，中债收益率曲线的编制需要产品数据、交易数据、货币经纪报价数据作为数据源，由于初期暂无数据，因此在初期以同评级的中债收益率曲线为基准来进行产品估值。

中债收益率曲线采用的构建模型为 Hermit 插值模型，具体的公式与前文一致。设  $0 \leq X_1 < \dots < X_n \leq T$ ，并已知这些期限的对应收益率  $(X_i, Y_i)$ ， $i \in [1, n]$ ，则用 Hermit 多项式插值模型，求任意  $X_i \leq X \leq X_{i+1}$ ，对应的收益率  $y(x)$ ，公式为

$$y(x) = y_i H_1 + y_{i+1} H_2 + d H_3 + d_{i+1} H_4$$

其中：

$$H_1 = 3 \left( \frac{X_{i+1} - X}{X_{i+1} - X_i} \right)^2 - 2 \left( \frac{X_{i+1} - X}{X_{i+1} - X_i} \right)^3$$

$$H_2 = 3 \left( \frac{X - X_i}{X_{i+1} - X_i} \right)^2 - 2 \left( \frac{X - X_i}{X_{i+1} - X_i} \right)^3$$

$$H_3 = \frac{(X_{i+1} - X)^2}{X_{i+1} - X_i} - \frac{(X_{i+1} - X)^3}{(X_{i+1} - X_i)^2}$$

$$H_4 = \frac{(X - X_i)^3}{(X_{i+1} - X_i)^2} - \frac{(X - X_i)^2}{X_{i+1} - X_i}$$

$X_i$ : 期限;  $y_i$ : 收益率

### （二）确定输入值的层级

建立清晰的输入值层级。在市场数据充分且可靠的前提下，有相对可靠的双边报价与成交数据时，可选择市场价格；针对只有相对可靠的成交数据，仍可选择市场



价格；针对只有相对可靠的双边报价，则需要由专家系统进行打分判断。优先选择市场价格作为输入值，且成交价优先于报价；在市场不活跃或价格异常时，依据曲线编制原则使用专家判断。

### （三）剔除异常价格方法

由于非标债权信托产品个性化较强，在曲线编制过程中，为保证非标债权信托产品收益率曲线与估值的编制质量和准确度，需要剔除市场数据源中的异常价格（此节针对有交易时的情况）。

#### 1. 交易结算价中的异常价格判断方法

为剔除交易结算价中的异常价格，需要将每日各类非标债权信托产品的交易结算价格与上一工作日对应的债券收益率曲线进行比较。对于相差过大的交易结算价，如无法用当天的倾向政策和相关金融的变动等因素来解释，则该价格有可能是异常价格。进一步了解结算交易情况，剔除其他原因而形成的异常价格。

#### 2. 双边报价中的异常价格判断方法

一般情况下，双边报价的可信度比较高，但有时也会出现防御性报价，需要具体分析：①看双边报价是否连续，如果某笔双边报价是在某天第一次出现，而且其临近期限附近报价点很少，则其可信度需要打个折扣。②看双边报价的买卖价差和收益率差，如果其收益率差过大（比如，出现买卖收益率差在 50 个 BP 以上），则其可信度较低。

### （四）曲线样本产品选择

非标债权信托产品选线主要根据非标债权信托产品性质、市场价格、隐含评级，并结合发行人行业表现、企业性质、财务资质、地方经济、财政实力（针对城投债）等因素，将各产品分配至相应品种和信用等级的收益率曲线上，并作为该曲线的样本券和估值对象。

非标债权信托产品曲线样本产品是为债券估值做技术性分类，曲线样本产品分为基本样本产品和一般样本产品。由于不同信用等级的非标债权信托产品收益率存在显著差异，同一信用等级、同期限产品的收益率因产品发行主体和担保等信用因素也存在一定的差异，是一个值域，而非一个收益率值。

本信用等级收益率曲线值与低一信用等级收益率曲线构成了本等级各样本产品收益率值域的基本下限（闭区间）和基本上限（开区间）。



表 3 中债收益率曲线样本规则

曲线名称	债券性质	债券发行人	债券流通场所	币种	债券计息方式	基准利率种类	是否含权	待偿期	是否担保
中国固定利率国债收益率曲线	记账式国债	财政部	银行间、柜台、交易所	人民币	贴现式、零息式、利随本清、付息式固定利率	无	全部	[0,30]	
银行间固定利率国债收益率曲线	记账式国债	财政部	银行间、柜台	人民币	贴现式、零息式、利随本清、付息式固定利率	无	全部	[0,30]	
交易所固定利率国债收益率曲线	记账式国债	财政部	交易所	人民币	贴现式、零息式、利随本清、付息式固定利率	无	全部	[0,30]	
银行间浮动利率国债点差(1y)收益率曲线	记账式国债	财政部	交易所	人民币	付息式浮动利率	无	全部	[0,6]	
央行票据收益率曲线	央行票据	人民银行	银行间	人民币	贴现式、零息式、利随本清、付息式固定利率	无	全部	[0,3]	
银行间固定利率政策性金融债收益率曲线	政策性银行债券	农发行、进出口行、国开行	银行间	人民币	贴现式、零息式、利随本清、付息式固定利率	无	全部	[0,30]	
银行间政策性银行浮动利率(1y)点差收益率曲线	政策性银行债券	农发行、进出口行、国开行	银行间	人民币	付息式浮动利率	1年定存利率	全部	[0,10]	
银行间政策性银行浮动利率(R07D)点差收益率曲线	政策性银行债券	农发行、进出口行、国开行	银行间	人民币	付息式浮动利率	结算日前十日的R07D平均值	全部	[0,5]	
银行间政策性银行浮动利率(Shibor)点差收益率曲线	政策性银行债券	农发行、进出口行、国开行	银行间	人民币	付息式浮动利率	结算日前五日的3个月Shibor平均值	全部	[0,5]	

资料来源：中国债券信息网，<http://www.chinabond.com.cn/>。

### (五) 其他问题说明

#### 1. 浮动利率产品的估值方法

目前，市场中浮动利率债权类产品的估值方法还不统一，建议采用中债估值对于浮动利率债券的估值方法，具体方法如下：



$$PV = \frac{(R_1 + \Delta r) / f}{[1 + (R_2 + \Delta y) / f]^{d/TS}} + \dots + \frac{\frac{R_2 + \Delta r}{f}}{[1 + \frac{R_2 + \Delta y}{f}]^{d/TS}} + \frac{M}{[1 + (R_2 + \Delta y) / f]^{d/TS}}$$

其中， $R_1$  为最近起息日的基准利率， $R_2$  为下一个起息日的基准利率， $f$  为到期收益率， $d$  为结算日至下一最近付息日的实际天数， $\Delta r$  为发行时的基本利差， $\Delta y$  为期望的收益率点差， $TS$  为本付息周期的实际天数（含 2 月 29 日）。

## 2. 融资期限较短产品的估值方法

相较于债券与保险债权类产品，信托产品往往期限较短，因此可借鉴中债估值中关于短融的编制方式。目前，中债估值短期融资券收益率曲线是按发行人的“长期信用评级”进行分类，但目前仍有部分短期融资券没有长期信用评级，对于这些短融，根据其票面利率、发行人企业性质以及财务指标进行分类。因此，对无短期信用评级的信托产品进行估值时，可借鉴此方法，针对发行利率与企业评级来进行打分。

## 3. 固定利率含权产品的估值方法

很多信托产品可视为一个含权债券，这类信托产品存在行权与不行权两种可能。为此，需针对固定利率含权债券同时提供两个估值价，即行权价与不行权价，并标出编制机构更倾向的估值价。倾向的估值是根据该债权产品对应的远期利率与如果该券不行权其“选择权行使日”后的票面利率的关系，具体方法如下。

设某支债权产品自估值日至其发行公告中的到期日为  $L_1+L_2$  年， $L_1$  为估值日至“选择权行使日”的年数， $L_2$  为自“选择权行使日”至其发行公告中的到期日的年数；该债权产品的赎回或回售价格为  $P$ ；如果该债权产品继续存续的票面利率  $c$ 。

首先，根据这三个要素计算该债权产品在“选择权行使日”的到期收益率  $y$ 。

其次，比较远期的到期收益率  $f(L_1, L_2)$  与  $y$  的关系：（1）投资人选择债权产品的待偿期：如果  $f(L_1, L_2) < y$ ，则待偿期为  $L_1+L_2$  年；如果  $f(L_1, L_2) \geq y$ ，则待偿期为  $L_1$ ；（2）发行人选择债权产品的待偿期：如果  $f(L_1, L_2) < y$ ，则待偿期为  $L_1$ ；如果  $f(L_1, L_2) \geq y$ ，则待偿期为  $L_1+L_2$  年。

## 七、非标债权信托产品的估值方法：公允价值法

由于信托产品交易不活跃，目前公允价值法对信托产品估值的适用范围较窄。下文主要针对如何进行公允价值估值的理论探讨，具体运用需等待拥有交易价格后



才具有实践意义。在非标债权信托产品估值过程中，首先，需要确定该产品所处的收益率曲线。其次，在收益率曲线基础上，利用信用评级结果，为产品估值提供重要参考。最后，由于同一信用级别或不同信用级别的债权产品属于相关资产，在具体产品估值时还需利用市场上少量的价格信息，结合信用利差参数对相关资产进行估值。

### (一) 估值原理

债券估值的基本原理是现金流贴现，投资者持有非标信托产品，会获得利息和本金偿付。把现金流入用适当的贴现率进行贴现并进行求和，便可得到信托产品的理论价格。根据现金流贴现的基本原理，仅考察主体财务状况的信托产品理论价格计算公式为

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+\gamma_t)^t}$$

其中： $P$ ——仅考虑主体财务情况非标信托产品的理论价格；

$T$ ——非标信托产品距到期日的长度；

$t$ ——现金流到达的时间；

$C$ ——主体测算后的现金流；

$\gamma$ ——主体现金流测算后得出的贴现率（通常为年利率）。

非标债权信托与债券的具有相似性：（1）以利息产生的现金流作为估值计算基础；（2）融资主体的信用对产品违约影响较大；（3）单笔交易额较大，以机构与高净值人群为主。同时，它们也具有差异性。

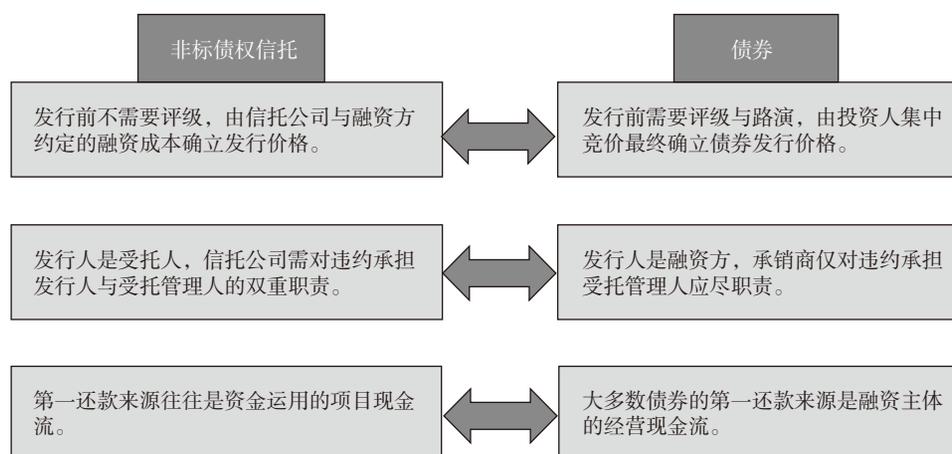


图 5 非标债权信托与债券的差异



基于与债券的相似性以及差异性，非标债权信托的估值将在债券估值的基本原理基础上，加入项目资产评估和受托人（信托公司）两个要素，最终的产品估值是综合主体、项目资产以及受托人三要素得到的最终值。根据现金流贴现的基本原理，包含信托产品核心三要素的信托产品理论价格计算公式为

$$P = A \left( \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1 + \alpha\gamma_t + \beta\delta_t)^t} \right)$$

其中： $P$  —— 不含权情况下，仅考虑主体财务情况非标债权信托产品的理论价格；

$T$  —— 非标信托产品距到期日的长度；

$t$  —— 现金流到达的时间；

$C_t$  —— 主体测算后的现金流；

$\gamma_t$  —— 主体现金流测算后得出的贴现率（通常为年利率）；

$\delta_t$  —— 项目资产现金流测算后得出的对  $\gamma_t$  的修正值（通常为年利率）；

$A$  —— 受托人（信托公司）评级对信托产品估值的修正；

$\alpha$  —— 最终估值中，主体评估的比重；

$\beta$  —— 最终估值中，项目资产评估的比重。

非标债权信托产品采用公允价值法估值时，需要确定相关参数，即上述估值模型中的融资主体贴现率  $\gamma_t$ 、项目资产对  $\gamma_t$  的修正值  $\delta_t$ 、信托公司评级对信托产品估值的修正系数  $A$ ，历史数据拟合后，融资主体与项目资产评估的比重  $\alpha$ 、 $\beta$ 。在操作过程中，首先需要对融资主体、项目资产、受托人进行评级，评级结果得出后对应用到相应评级的收益率曲线（或表格）上，其次在收益率曲线（或表格）基础上加上资产的点差，带入公式得到最终的估值。

## （二）融资主体评估

对非标债权信托产品的融资主体评估，主要从评估主体信用风险角度切入，对其经营风险、财务风险及外部支持等因素进行量化评估，从而判断受评主体的信用资质，并基于此确定对应的贴现率。本节先整体阐述融资主体信用风险评估的框架。在此基础上，以主动管理信托业务中占比较大的房地产类信托和政信合作类信托为例，对房地产开发类企业和地方政府融资平台类企业（以下简称“城投企业”）的信用风险评估体系进一步细化。通常来讲，融资主体的资质越好，越有利于非标债权信托产品本金和收益的回收。



### 1. 融资主体评级的总体框架

融资主体的信用风险评估主要从宏观、中观与微观三个层面来考察。宏观层面，主要考察宏观环境或区域环境对融资主体所处行业及自身信用品质的影响；中观层面，主要考察融资主体所处行业的特点，包括行业周期性、行业监管环境及政策、行业竞争程度、行业供求趋势、行业进入壁垒等；微观层面，主要考察融资主体自身的素质，包括竞争地位、战略与管理、运营模式、会计政策、规模与分散化、盈利能力、资本结构、财务实力、流动性等。

表 4 融资主体评级的总体框架

一级因素	二级因素	说明
宏观及区域 经济环境		重点考察宏观环境对主体所处行业产品或服务需求、原料供给及价格、外部融资环境等方面的影响；重点分析区域经济发展状况和产业配套效应对企业盈利能力的影响
行业分析	产业政策	行业分为支持发展的行业、一般性行业和限制发展的行业；重点关注是否获得国家政策支持，以及具体政策如何变化并如何影响行业内企业的发展
	行业供求和产品价格变化趋势	分析当前产品供求状况，结合行业周期性及所处阶段预测未来需求的变化趋势，并根据短期行业内产能规划情况，判断未来产品的供应状况，进而分析未来产品价格及对企业所处行业盈利能力的影响
	行业在产业链中的地位	行业在产业链中的地位是决定行业盈利能力和现金获取能力的重要影响因素；重点分析所属行业对上下游行业的依赖程度及议价能力，可从上下游行业的竞争激烈程度、所属行业对上游资源及技术的依赖程度，对下游行业销售渠道的依赖程度，所属行业向上下游行业拓展的难度等方面。
	行业内竞争	决定行业内企业获利能力和现金流稳定性的核心因素；重点分析行业集中度、核心企业经营状况、竞争手段及竞争程度
经营风险	规模和市场地位	资产、收入、产能、产品市场占有率、协同效益
	技术水平和研发能力	综合反映企业未来的市场适应能力、产品竞争能力、成本控制能力等；重点分析当前主要生产技术与行业主流的生产技术进行比较，同时考察研发人员素质、研发经费投入和成果水平等
	采购渠道稳定性和议价能力	重点分析采购渠道、集中度、价格、原材料运输成本等
	生产设备和产品结构	重点分析生产设备行业比较（先进程度、新旧程度、产品合格率），产品结构盈利能力
	销售渠道建设和稳定性	重点分析销售渠道布局与生产规模是否匹配、下游客户集中度和稳定性、产品价格变化趋势
管理与战略		法人治理结构及组织结构、管理团队及人员素质、集团管控能力、制度建设及发展战略
财务风险	财务报告质量	重点分析审计机构资质、审计结论、会计政策选择是否与行业主流一致
	资产质量	重点分析流动资产（存货、应收、其他应收）变现能力和价值的合理性，非流动资产重点关注在建工程、无形资产和固定资产
	资本结构	重点分析债务负担及变化趋势、债务结构、所有者权益的稳定性等
	盈利能力	重点分析毛利率、总资产收益率、三费占比、投资收益和营业外收入的稳定性
	现金流	重点分析经营活动获现能力及与收入和利润的匹配程度，融资能力及与投资的匹配
	偿债能力	重点分析经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本息的覆盖倍数
外部支持		股东支持 / 政府支持（支持能力和支持意愿两个维度考量）/ 银企关系



基于上述总体分析框架，针对不同行业特性，设置不同的指标体系，并赋予不同的权重和阈值，以打分卡形式得出综合得分，进而判断其综合信用资质。

### 2. 房地产开发企业的评价体系

房地产行业属于资本密集型及高财务杠杆行业，且易受政策影响。通常房地产开发企业的信用风险可从竞争实力、开发运营能力、财务实力、公司治理和外部支持等方面综合评价。

(1) 竞争实力。国内房地产开发行业，尤其是住宅开发行业具有企业数量众多、客户需求地域差异显著、行业竞争激烈等特点，但随着我国房地产市场的快速发展，房地产调控政策复杂多变，不同梯队企业的业绩分化愈加显著，中小型房地产企业资金链断裂的风险越来越大，而综合实力强、品牌影响力大的房地产企业拥有畅通的融资渠道、多元化的市场区域布局、细分的产品定位、较低的土地获取成本、较强的议价能力等显著竞争优势，抵御风险的能力更强，面对复杂的市场和政策环境，其拥有的并购整合的机会更多，具有更强的竞争优势。

(2) 开发运营能力。房地产企业的开发运营能力主要体现在土地储备、土地获取策略、融资能力、区域布局、开发效率、销售政策及回款情况等方面，核心在于如何提高项目收益水平，同时提高资金周转效率，保证企业的资金链顺畅，以降低运营风险。通常来说，土地储备及项目区域布局位于一、二线城市的销售及回款更具优势，三、四线城市项目占比较大的房地产企业面临一定的去化压力；在建项目及拟建项目较多、开发节奏和开发效率把控不好，存量项目的销售回款及企业自身融资情况无法与投资规模相匹配之时，可能面临更大的信用风险。此外，部分房地产企业涉及土地一级开发项目，而土地一级开发项目受当地城市规划调整以及政府审批环节、拆迁进度等影响较大，项目开发进度把控具有一定难度，或对公司经营管理能力提出更高要求。

(3) 财务实力。房地产行业属于典型的资本密集型、高杠杆经营的行业，资产负债率高企成为房地产行业的主要特征，因而财务实力的考量主要包括企业资本结构、偿债能力和盈利能力的稳定性。对资本密集型、市场价格波动性强、财务杠杆效果明显的房地产行业而言，债务率较低的企业具有更好的市场地位。相应地，企业资产与经营创造收益偿还债务的能力是企业财务实力和信用风险的重要指标。此外，房地产企业的盈利水平易受公允价值损益变动的影响。一方面，部分房地产企业投资性房地产占比较大，且采用公允价值法计量投资性房地产的房地产企业，物业估值水平



变动或带来较大的公允价值变动。另一方面，部分房地产企业通过资产收购与股权投资等方式不断扩张业务规模，导致公司收购与投资当期的公允价值变动损益存在一定波动。因此，公允价值变动或将影响房地产企业利润水平的稳定性。

(4) 公司治理。公司治理结构是否清晰、关联交易的控制、管理制度是否完善、发展战略是否符合房地产行业发展趋势均是重要的考虑因素，一般可从股权结构、公司治理结构、公司各项制度以及发展战略等层面进行分析。

(5) 外部支持。政府、股东及银行等外部支持的获取能力对其偿债保障和信用风险的降低具有重要意义。通常来讲，国企更易获得股东和政府的支持；在股东体系内战略地位高或其业务为股东核心业务板块的企业有望获得更多的股东支持；融资渠道越多元化、融资成本越低（反映融资能力越强）的企业，对企业债务偿还的保障能力更强。

综合上述因素，将各因素细化到具体指标，赋予不同权重和阈值，进而根据指标数值分布区间来评定综合分数。

表 5 房地产开发企业评估体系（部分）

一级指标	二级指标
竞争实力	总资产
	合同销售金额
	近三年累计竣工量
	项目储备质量
开发运营能力	预收款项 / 营业收入
	EBIT 利润率
	存货周转率
财务实力	总资本化比率
	总债务 / 销售商品、接受劳务收到的现金
	FFO 利息倍数
其他考虑因素	外部支持
	公司治理与管理
	其他

此外，房地产行业有一种特殊类型的房地产项目公司，即为某一个或几个房地产项目而成立的负责建设和运营房地产项目的公司，该类企业规模小，业务可持续性存在一定不确定性，整体信用风险考量具有一定的特殊性。

(1) 项目建设期资产负债率水平较高。项目公司只负责一个或几个项目的建设，



因此项目建设期间，随着项目建设进度推进，资产负债率水平会快速升高，项目公司或面临一定的财务风险。

(2) 项目前期资本金投入主要依赖于股东借款。项目建设资金一般源于公司自有资金、预收款以及银行贷款等外部融资。对项目公司而言，自身资本实力和资质较弱，主要依赖股东借款等方式获得资金支持。

(3) 获得预售证之前盈利水平较差。项目公司在获得预售证之后才可实现销售回款，因此之前公司几乎没有营业收入，处于亏损状态。

(4) 项目公司的经营可持续性存在不确定性，若项目建设和销售完成，公司是否会面临注销或收入规模大幅下降的问题，经营可持续性存疑。

对于以房地产项目公司作为融资主体的非标信托产品，通常交易结构中会有其股东作为增信方，对该项融资的还本付息做出担保。因此，面对此类融资主体，项目公司自身的信用风险会被弱化，增信方的信用风险考量比重会进一步增大。

### 3. 城投企业的评价体系

城投企业的信用风险评估从城投企业自身的资质和外部支持两个层面考虑。其中，城投企业自身资质主要从业务、财务和公司治理层面进行考察，外部支持主要通过支持意愿和支持能力两个层面进行考察。

(1) 业务层面。主要考察城投企业业务稳定性、可持续性以及能否为企业提供更稳定的现金流。城投企业定位于服务地方发展建设，业务具有一定的公益性，其典型业务包括土地整理、基础设施及保障房建设。过去建设模式以代建、BT 等方式为主，资金平衡方式通常为政府回购、土地收益平衡、政府购买服务等形式，存量代建类项目政府回购资金的实际到位存在不确定性。城投企业的代建类项目建成后依据约定从政府获得回购款实现营业收入，由于合同对政府回购款的约束力有限，政府回款时间具有不确定性，影响企业现金流整体表现。同时，城投企业与政府及同地区其他城投企业的结算关系相对复杂，存在大量的往来拆借款项，其对城投企业的资金形成一定占用，一般以其他应收款形式体现，其回收情况存在一定的不确定性，影响公司资产流动性。随着一系列监管政策的出台，城投企业面临转型压力，业务范围或经营方式均可能发生变化，进而影响到是否可获得稳定及持续的现金流覆盖到期债务。因此，新形势下业务运营层面要进一步考量公司是否承担原有职能，结算方式有无变化等因素。

(2) 财务层面。主要考察资本结构、资产质量和流动性、营运及回款情况、财



务弹性等因素。通常城投企业资产构成应与其业务类型相匹配，政府注资等通常体现在资本公积科目中；业务类型具有一定的公益性或准公益性，一般以成本为基础按一定比例获取收益，部分项目直接按成本结转，导致企业盈利能力偏弱；城投企业创收及盈利主要依托其业务模式及政府补贴，一般按照成本及其加成一定比例获取利润，同时，政府给予一定计入营业外收入或其他收益科目的财政补贴，其收入及利润对政府补贴的依赖程度较高；直接和间接融资渠道越畅通、越多元化，再融资能力越强，财务弹性越好，抗风险能力越强。

（3）公司治理层面。主要考察规范运作与治理、对子公司的管控程度、资金的统筹集中度等因素。

（4）外部支持层面。一方面，从城投企业地位、业务重要性和区域重要性等方面来考量外部对城投企业的支持意愿，其核心是了解该企业与同地区城投企业的地位差异、参与公益类项目的程度以及地方融资环境和舆论的影响程度等，以判断政府在多大程度上愿意支持公司发展。另一方面，从投入相关资源的能力、协调金融和其他资源的能力两个维度来分析，前者与地方政府自身经济和财政实力密切相关。基于上述分析，进一步对指标进行细化，得出城投企业的信用风险评估体系。

表 6 城投企业评估体系（部分）

类别	一级指标	二级指标
财务表现	资本结构、资产质量和流动性	总资产
		所有者权益合计
		总资本化比率
		货币资金 / 短期债务
		资产质量
	营运及回款	应收类款项 / 总资产
		经营性业务利润
		收现比
	财务弹性	对外担保占净资产的比重
受限资产占总资产的比重		
业务运营	业务稳定性和可持续性	
公司治理	规范运作、管控能力和信息披露	
支持评估	支持意愿	地位重要性
		业务重要性
		区域重要性
	支持能力	资源投入能力
		资源协调能力



#### 4. 融资主体的贴现率确定

上述融资主体信用资质评估体系的构建最终均须对应到相应的贴现率  $\gamma_i$ 。债权类产品中融资主体对应的贴现率可以理解为纯信用类债权产品项下投资者（资金方）所要求的必要回报率，该回报率与主体的信用风险水平密切相关。如何根据主体信用资质评估体系得到对应的贴现率，对应到相应的非标债权信托产品收益率曲线，以确定对应的融资主体贴现率。

在获得融资主体的信用评级后，分行业建立非标债权信托产品融资主体的收益率曲线，即可确定贴现率。由于融资企业多为公开发行过信用债的主体，可依据其发行的债券产品（无含权条款）的近期发行利率确定贴现率，根据融资主体历史发行信用债的期限和信托债权产品的期限进行折算，确定债权类信托产品中融资主体的贴现率。

当融资主体并非信用债发行主体，可选择两种方式确定其贴现率：（1）根据确定的信用等级，选择该等级下对应期限的平均收益率作为该融资主体的贴现率。（2）根据融资主体所属行业、股东背景、业务性质、基本财务指标来寻找公开市场信用债发行可对标主体，根据对标主体的信用资质及产品收益率按照情形（1）的步骤确定贴现率  $\gamma_i$ 。

#### （三）项目资产评估

如前所述，除融资主体本身的信用风险之外，非标债权信托产品的收益率确定与产品项下项目资产的优质程度、产品增信措施及特殊条款等其他因素密切相关。项目资产评估旨在确定除融资主体因素外的其他因素对应的贴现率  $\delta_i$ ，并依此对融资主体贴现率  $\gamma_i$  进行调整获得产品估值的最终收益率。但贴现率  $\delta_i$  很难单独确定，在某些情形下  $\gamma_i + \delta_i$  也无法确定，需结合起来讨论。本节将分别讨论项目资产评估、增信措施评估及特殊条款评估的逻辑和框架，并在此基础上综合考虑各种情形下与贴现率的对应关系。

在具体估值方法中，参考含权债券的估值方法，将含权的非标债权信托产品类比于一个含权债券，具体合同条款的评估参考期权定价模型。

##### 1. 不含权项目资产的估值

（1）项目资产评估框架。项目资产的评估主要考察项目质量的好坏，其核心在于判断项目本身是否能产生连续、稳定的现金流，以及现金流与债务还本付息的匹配程度和覆盖倍数。项目资产优质程度对贴现率的影响与产品还款来源、融资主体的资



质密切相关。对于资质较弱的融资主体，非标债权信托产品的第一还款来源是项目自身的现金流，项目资产的评估对贴现率的影响程度较大，其对应的权重设置越高。

项目资产评估主要从项目风险和现金流两个层面进行分析，两者结合可获得基于项目资产评估的得分及对应的信用等级和收益率。项目风险分析包括项目可行性、建设风险、运营风险和资本结构四个维度，项目现金流分析主要考虑非加压和加压情形下项目净现金流对全部债务本息的覆盖倍数。

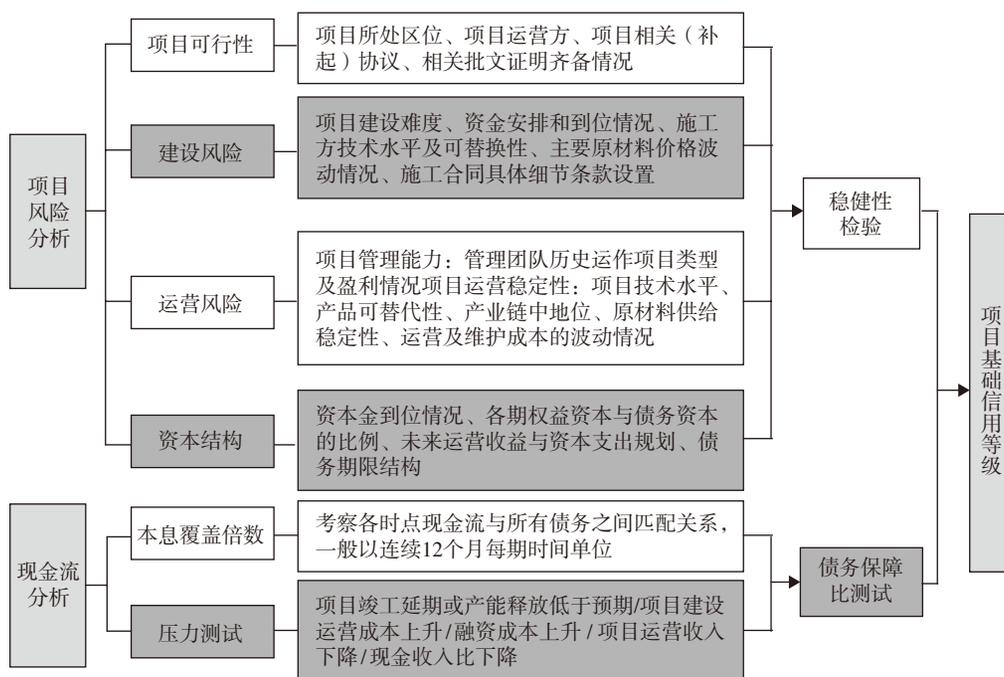


图6 项目资产评估框架

基于上述分析框架，在权重设置原则和分析逻辑层面需注意以下几点。

其一，项目风险分析主要依据项目可行性研究报告相关内容与现场尽调情况对项目本身的风险和稳健性进行判断。其中，项目可行性主要依据项目所属行业特征判断；建设风险主要依据项目必备批复文件和证照是否完备且其工程进度情况判定；运营风险主要依据所提供产品的价格和需求特征进行判断；资本结构则主要依据其债务结构和资本金情况予以判定。权重设置方面，项目可行性的权重应大于其他三项。

其二，项目风险分析判断之后，根据项目质量将其划分为四个风险档位：①低风险/高稳健性；②中低风险/中高稳健性；③中高风险/中低稳健性；④高风险/低稳健性。风险档位的确定会影响现金流覆盖倍数对应的阈值和分数、项目风险和现金流两个模块的权重，进而影响项目资产的最终评估。通常来说，相同现金流覆盖倍数



在不同风险档位项下的得分不同，原则上风险档位越高，对现金流覆盖倍数的要求会更高；风险档位越低，项目风险的权重应大于现金流覆盖倍数的权重，进而在计算加权得分时影响项目资产的最终得分。

其三，项目现金流覆盖倍数的计算需考虑项目所处行业周期，关注假设的合理性。当项目现金流并非来自自身运营，而是来自政府购买服务，需关注相关合同约定，以及是否纳入人大财政支出预算，以保证现金回收的稳定性与可持续性。此外，该项的得分通常采用加压后年最小覆盖倍数作为核心考察指标。

(2) 确定项目资产信用等级。基于项目资产层面结合外部增信措施和特殊条款可获得以项目为基准的非标债权信托产品的债项信用等级，债项信用等级的确定与产品的收益率具有密切关系。

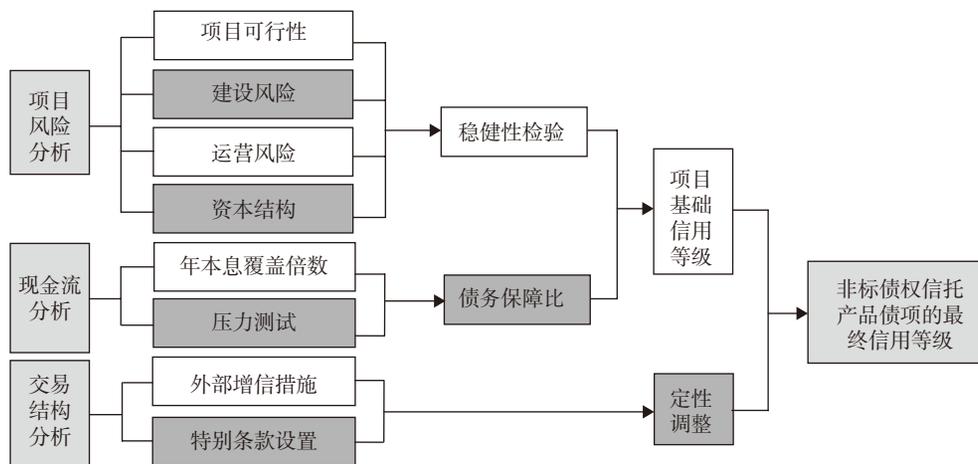


图 7 基于项目资产获得非标债券信托产品债项信用等级的分析框架

在确定非标债权信托产品债项信用等级后，其逻辑和调整的原则可以总结为如下：

表 7 非标债权信托产品分析的调整因素和打分规则

一级因素	二级因素	得分	权重	综合得分确定	最终映射等级
项目资产风险	A: 低风险 / 高稳健性 B: 中低风险 / 中高稳健性 C: 中高风险 / 中低稳健性 D: 高风险 / 低稳健性	$P_i$ (i 对应 A/B/C/D 不同风险档位)	$Q_i$ (i 对应不同风险档位)	$P_i * Q_i + P_{ii} * (1 - Q_i)$	综合得分与最终信用等级映射，获得项目资产信用等级
项目资产现金流	加压后年最小现金流覆盖倍数	$P_{ii}$	$1 - Q_i$		



续表

一级因素	二级因素	得分	权重	综合得分确定	最终映射等级
外部增信措施调整	连带责任保证 差额补足 流动性支持 溢价回购	(1) 假设上述增信措施的合同条款均清晰合规，均可达到保障非标债权信托产品本息如期兑付的效果，债项的最终信用等级能否达到增信方的信用等级，需考虑项目资产的信用等级；若项目资产较为优质（比如信用等级在 A- 级以上），一般认为其债项等级可以升至增信方的信用等级；若项目资产质量较为一般或较差，则其增级效果须根据实际情况予以降低 (2) 若上述假设中，因条款和合规性问题并未达到保障非标债权信托产品本息全部如期兑付的效果，需根据其实际对债务本息的保障程度予以降低相应的增级效果			在项目资产信用等级的基础上予以调整获得非标债权信托产品债项的最终信用等级
	不动产抵押 上市公司股权质押	抵质押方式的增级效果可通过抵押物价值、区位、性质等因素综合确定其对债项违约损失率的覆盖程度，通过概率密度函数获得调整后的违约率，进而对应到调整后的信用等级			
特殊条款调整	劣后结构设计 保证金账户	劣后出资金额和保证金账户金额可在现金流覆盖计算时，将其从债务规模中相应核减，通过提高现金流覆盖倍数来获得降低信用风险的效果			

## 2. 含权项目资产的估值

(1) 估值原理。含权的非标债权信托产品是指通过法律上的适当手段在信托合同中加入相对应的合同条款对信托产品进行增信，一旦债务人出现违约可能性，受托人可能凭借各种增信措施保证产品如约到付，但由于市场价格波动，产品的抵押价值、大股东的增信价值都会发生变化。因此，需要采用公允价值法来评估该合同条款所产生的价值。

在含权非标债权信托产品的估值中，我们借鉴含权债券的估值模型，引入期权定价方法，将每个合同条款对应成一个现金流，对最终产品价值进行估计。具体来说，一个含权非标债权信托产品的持有人相当于拥有一个不含权的非标债权信托产品 + 合同条款对应的期权，当融资主体发生违约时，可以行使清算权利，或变卖资产，或要求大股东回购，或要求进行流动性支持。具体公式如下：

$$V_{option} = V_{Non-Option} + V_{contract} - C$$

其中： $V_{option}$ ——含权非标债权信托产品的价值；

$V_{Non-Option}$ ——不含权非标债权信托产品的价值；

$V_{contract}$ ——合同条款的价值；

$C$ ——由于加入合同条款，投资人在持有信托产品时得到折价，类似于期权费。



由于含权的非标债权信托产品为持有人在融资主体发生违约行为时提供价值保障，因此其价格总是高于其他条件相同的不含权非标债权信托产品的价格。

(2) 合同条款。作为信托产品风险控制的重要手段，合同条款设计能够对非标信托产品的信用风险产生一定的风险缓释，提升产品安全性。具体来看，传统的合同条款设计包括保证、抵押、质押，而差额补偿、流动性支持、溢价回购、结构化设计、保证金账户设置等作为新型的增信方式亦出现在债权类信托产品的交易结构中。其评估框架中会针对常用的增信方式从法律效力的角度予以分析，考量其增信效力及对非标债权信托产品收益率的影响。

表 8 合同条款的评估框架

增信措施	细分类型	关注要点	增信效力的判断
保证	一般保证	非标信托产品中不常用	(1) 连带责任保证效力大于一般保证；
	连带责任保证	关注保证人的性质、与融资主体的关联性和业务同质性	(2) 个人作为保证人的，视为无效增信； (3) 政府出具承诺函类的文件，视为无效增信； (4) 保证人与融资主体之间的关联性越强、业务同质性越强，其增信效力越弱
抵押	不动产抵押	抵押率、抵押物价值跌价、变现难度及合规性问题	抵押物各项证照齐备、权属清晰前提下，在抵押率基础上，根据抵押物所在区位、土地（房地产）性质、流动性、抵押物与融资主体或担保主体之间的关系，是否为第一位顺位抵押等因素综合考虑其增信效力
动产质押	上市公司股权质押	关注所质押股权的上市公司资质及估值	(1) 非上市公司股权质押和应收账款质押对项目团队的要求更高，效力评估更难，采用频率相对较低 (2) 上市公司股权质押的效力高于非上市公司股权质押和应收账款质押的效力
	非上市公司股权质押	因变现能力差且价值较难评估，较少被作为主要增信措施	
	应收账款质押	应对应收账款基础合同的真实性、合法性以及是否存在虚拟交易或违反国家法律法规的情况进行详尽的核实，同时应对应收账款债务人的偿付能力进行评估	
差额补足		关注合同中差额补足义务的强制执行形式、触发机制、范围以及抗辩权的放弃情况	差额补足协议的增信效果很大程度取决于差额补足协议条款的约定情况，内容上包括差额补足义务明确、覆盖范围明晰、触发及执行机制详尽具体且放弃债务抗辩权等条款的，可以将其界定为类似于保证的增信措施。但通常，差额补足的增信效果弱于保证
流动性支持		流行性支持的增信效力需要根据其特定的合同条款设置而定，通常需重点关注合同条款中流动性支出强制触发条款、期限以及强制支付效力	非标债权信托业务中流动性支持的效力一般弱于差额补足效力



续表

增信措施	细分类型	关注要点	增信效力的判断
溢价回购		关注回购方的资质及回购条款的设置是否清晰、合规	非标债权信托业务中，信托受益权回购条款较为常见，实际为对债务本息的兜底，其增信效力在合法合规条款清晰的前提下，回购方若具有不可撤销的回购义务，则其增信效力可参考连带责任保证方式加以判断
结构化设计		在衡量结构化设计（分层）的增信效力时，需要重点关注包括优先/劣后级出资比例、劣后级份额实际出资额度及时点以及所投项目预期收益是否能够有效覆盖优先级份额约定收益等问题	优先/劣后级分层是指构建一个优先/劣后级结构，来实现信托计划本息偿付或损失分配安排上具有优先与劣后的偿付顺位区分，通过劣后级份额持有人为享有优先权的优先级份额持有人提供本息偿付和赔偿的安全垫。进行收益分配时，优先支付优先级份额持有人的各期预期收益及未偿本金余额，剩余资产分配给劣后级份额持有人作为投资收益；同时劣后级份额持有人将优先承担信托计划的损失
保证金账户		根据融资主体劣后的部分以及保证金部分的金额可以核减实际风险敞口融资规模，融资规模除在现金流层面体现，亦可在计算资产项目现金流对所有债务的覆盖倍数	保证金账户即融资人将资金按照信托计划本息余额的一定比例存入保证金账户，使交易在初始时有充裕的资金作为本息兑付保障。收益分配时，在其中纳入向保证金账户中划入一定保证金的步骤，以保证储备金账户余额达到约定的保证金必备金额

### 3. 有赎回 / 售出条款的项目资产估值

（1）估值原理。有赎回条款的非标债权信托产品在发行时，投资人会给予融资主体在债权产品到期日前赎回债券的权利。该条款对信托产品估值的影响体现在：①它使投资者面临本金再投资风险，因为仅仅在当前市场利率低于票息利率时，发行人才会赎回债券。反过来，投资者的再投资机会将会被限制在较低的利率水平上。②有赎回条款的信托产品价格的上升潜力是受限制的，它将以低于不含期权的同等信托产品的价格进行交易。

有赎回条款的信托产品的估价结构可以分解为投资人买入了一个不含期权的信托产品，并卖出了一个看跌期权的期权费。即：

有赎回条款的非标债权信托产品 = 不含期权的非标债权信托产品的价值 - 赎回条款的价值

因此有赎回条款的非标债权信托产品价格总是高于其他条件相同的不含期权的非标债权信托产品的价格。该产品通过有一个初始赎回保护期，之后，债券可以在任何时间以相对于面值的一个溢价赎回。赎回价格随后在剩余存续期内以债券契约规定的方式下降到面值。以这种方式，我们得到了一个执行价格随时间变化的看涨期权。

同样逻辑适用于有回售条款的非标债权信托产品：持有人有权以指定的时间和价格将债券卖给发行人。一个有回售条款的非标债权信托产品也同意能分解成两个单



独的部分：一个不含期权的债券和一个看跌期权。即

有回售条款的非标债权信托产品 = 不含期权的非标债权信托产品的价值 + 回售条款的价值。

(2) 赎回 / 回售条款价格的二叉树法计算。不含期权的非标债权信托产品的价格就是其现金流以即期利率折现得到的现值。从发行人不可赎回期的收益率曲线开始，这条曲线可以通过增加一个适当的信用利差给每个新发行的国债而获得。这个信用利差随到期期限增加而趋向于增加。而有合同条款的信托产品需要多计算合同条款的价值，这就需要运用期权计算中的二叉树法。

图 8 为一棵二项式利率树。每一个节点(点的垂直列)就是其左边节点后的一年；每个节点右边连接了两个节点。每个节点上的文字都具体说明了 1 年期远期利率到达该节点的路径。L 表示到达两个 1 年期远期利率中较低者的路径，H 表示到达两个 1 年期远期利率中较高者得路径。在构建二项式树的过程中，假定每一年过去之后，1 年期利率将为两个几乎相等的值之一。我们构建了这棵“树”，以便 1 年期利率的对数服从  $p=1/2$  的二项分布。这样，1 年期利率的极限分布就呈对数正态分布。

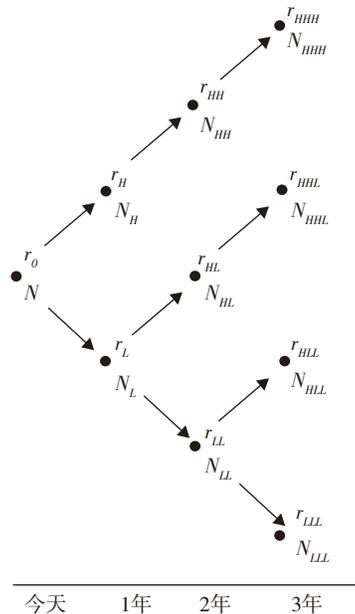


图 8 二项式利率树

我们用以下符号来描述第 1 年的“树”： $\sigma$  表示 1 年期远期利率的假定波动性， $r_L$  表示较低的 1 年后的 1 年期远期利率， $r_H$  表示较高的 1 年后的 1 年期远期利率。 $r_L$  和  $r_H$  之间的关系如下：



$$r_H - r_L e^{2\sigma}$$

同理，在第2年，1年期远期利率有三个可能的值，我们表示如下： $r_{LL}$ 表示最低的2年后的1年期远期利率；通过两个连续的较低的利率路径达到； $r_{HH}$ 表示最高的2年后的1年期远期利率；通过两个连续的较高的利率路径达到； $r_{HL}$ 表示中间的2年后的1年期远期利率；通过一个较高利率的路径加上一个较低利率的路径或者一个较低利率的路径加上一个较高利率的路径达到。 $r_{HL}$ 和其他两个利率之间的关系如下：

$$r_{HH} - r_{LL} e^{4\sigma}$$

$$r_{HL} - r_{LL} e^{4\sigma}$$

第三年、第四年之后的合同条款的价值估值同前两年。

(3) 确定节点的非标债权信托产品价值。处于一个给定节点上的债券价值取决于其右边两个节点的债券价值。一个给定节点上的债券价值取决于未来的现金流。这些未来的现金流可能会在从现在起的一个时期内各自进入债券的价值以及任何在那个时间发生的现金流。后者是已知的，但前者取决于下一年1年期远期利率采用哪个值。

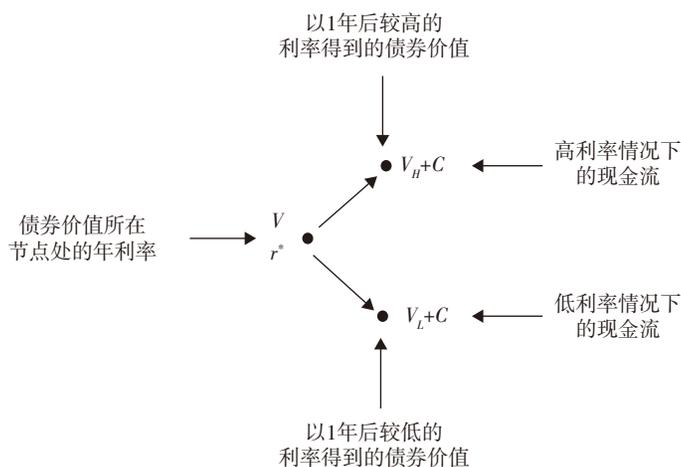


图9 节点的非标债权信托产品价值

价值以特定时间的现值表示。这里我们讨论的是预期现金流的现值。因此，比较适用的贴现率就是讨论所在的节点  $N$  的1年期远期利率  $r^*$ 。如果利率采用较高的路径，我们将  $V_H$  和票息  $C$  之和以  $N_H$  折现；如果利率采用较低的路径，我们将这两部分的价值以  $N_L$  折现。由于这两个结果几乎是相等的，所以我们可以简单地取平均数。这可以认为是两个独立现值的平均值，也可以认为是一个平均值的现值。这里有： $V_H$



表示以较高的利率路径得到的债券价值， $V_L$  表示以较低的利率路径得到的债券价值， $C$  表示利息支付额（票息）。沿较高的利率路径走的是  $V_H + C$ ，沿较低的利率路径走的是  $V_L + C$ ，它们的现值分别是  $(V_H + C) / (1 + r^*)$  和  $(V_L + C) / (1 + r^*)$ ，从而，债券的价值由下列式子给出：

$$V = \frac{1}{2} \left( \frac{V_H + C}{1 + r^*} + \frac{V_L + C}{1 + r^*} \right)。$$

在运用二项式利率树对有赎回 / 售出条款的非标债权信托产品估值时，估价的过程和不含期权的债券的过程基本相似，但有一个例外：当发行人可以执行回购 / 销售条款时，那个节点的非标债权信托产品估值必然改变，以反映提前赎回价格和未来现金流现值两者中的较低者。

在这个模型中，当赎回价格低于让非标债权信托产品估值留到下个节点的预期成本时，发行人有动力赎回信托产品。这个期权执行的方针意味着，只有当结果的净现值金额等于看涨期权的价值时，债券才会被赎回。也就是说，合同条款只有执行价格，没有时间价值。实际的执行策略可能会包括某些时间价值的牺牲、承担的税收以及一些会计考虑。

#### 4. 含担保抵押类条款的项目资产估值

(1) 静态估价模型。静态估价只分析一种利率情形，并经常假设收益率曲线保持不变。通过静态估价可计算出两项测度：平均期限和静态利差。其中，平均期限是指抵押贷款支持债券的平均期限是本金支付时间的加权平均值。平均期限的公式为

$$\frac{1 \times (\text{时刻 1 收回的本金}) + \dots + T \times (\text{时刻 T 收回的本金})}{12 \times (\text{全部收回的本金})}$$

其中：T 为月份数。

静态估价模型最终得出的是静态利差。即在静态情形下（没有利率波动）相对于整条理论上的国债即期利率曲线而不仅仅是该曲线上单个点而计算的债券收益率利差。静态利差评估含担保抵押类条款的非标债权信托产品的一种标准测度是现金流收益率，或简称收益率。可通过以插值计算的国债收益率曲线上对应于平均期限的收益率为基础而得到。

具体计算方法有两种：

① 用当前的收益率曲线来折现未来现金流 → 假定担保抵押资产的折现率不变 → 使用该提前偿付率可以估计债券的未来现金流。运用这种方法运用当前价格有效地显



示了未来的折现率，但是如果实际利率出现较大的波动，抵押品的价值有可能出现较大的波动，造成最终受益的亏损或盈利。

②允许抵押利率按由远期利率隐含的利率曲线上升。该方法有时被称为无波动性期权调整利差分析（zero volatility OAS）。在这种情形下需要有提前偿付模型来确定由未来各时期的再融资利率所隐含的未来各时期的提前偿付率。这种方法相比第一种更有现实意义，充分考虑了利率波动对资产价格的影响。

（2）动态估价模型。相较于静态模型紧盯已有的即期 / 远期收益率曲线对资产价格进行测算，动态估价模型通过对每个时刻的债权产品现金流进行预估，对资产的价格进行实时跟踪。但这类估值模型过于复杂，对于目前交易较少、以持有为主的中国债权融资市场现实意义不大，此处仅作简单介绍。

①运用模拟来产生利率路径和现金流。模拟技术被用来对有担保抵押类的复杂含权债券进行定价，可以运用到含担保抵押条款的非标债权信托产品的估值中。之所以运用模拟方法是因为每月的现金流与路径有关，当月收到的现金流不仅由当前和未来的利率水平决定而且由到达当前利率水平的路径决定。

模拟过程要产生未来利率路径的多种情形。在各种情形下都要产生每月的利率和条款的贴现率。每月的利率被用于对各种情形下的现金流进行折现。担保抵押资产的折现率被用于确定每月产生的现金流，因为它代表了抵押贷款债务人担保条款的赔付金额。举例来说，考虑一个 30 年的含担保抵押类条款的非标债权信托产品。

表 9 未来每月利率的模拟路径

月份	1	2	3	...	n	...	N
1	$f_1(1)$	$f_1(2)$	$f_1(3)$	...	$f_1(n)$	...	$f_1(N)$
2	$f_2(1)$	$f_2(2)$	$f_2(3)$	...	$f_2(n)$	...	$f_2(N)$
3	$f_3(1)$	$f_3(2)$	$f_3(3)$	...	$f_3(n)$	...	$f_3(N)$
t	$f_t(1)$	$f_t(2)$	$f_t(3)$	...	$f_t(n)$	...	$f_t(N)$
358	$f_{358}(1)$	$f_{358}(2)$	$f_{358}(3)$	...	$f_{358}(n)$	...	$f_{358}(N)$
359	$f_{359}(1)$	$f_{359}(2)$	$f_{359}(3)$	...	$f_{359}(n)$	...	$f_{359}(N)$
360	$f_{360}(1)$	$f_{360}(2)$	$f_{360}(3)$	...	$f_{360}(n)$	...	$f_{360}(N)$

注： $f_t(n)$  为路径 n 在 t 月的未来利率，N 为利率路径总数。



表 10 抵押贷款再融资利率的模拟路径

月份	1	2	3	...	n	...	N
1	$r_1(1)$	$r_1(2)$	$r_1(3)$	...	$r_1(n)$	...	$r_1(N)$
2	$r_2(1)$	$r_2(2)$	$r_2(3)$	...	$r_2(n)$	...	$r_2(N)$
3	$r_3(1)$	$r_3(2)$	$r_3(3)$	...	$r_3(n)$	...	$r_3(N)$
t	$r_t(1)$	$r_t(2)$	$r_t(3)$	...	$r_t(n)$	...	$r_t(N)$
358	$r_{358}(1)$	$r_{358}(2)$	$r_{358}(3)$	...	$r_{358}(n)$	...	$r_{358}(N)$
359	$r_{359}(1)$	$r_{359}(2)$	$r_{359}(3)$	...	$r_{359}(n)$	...	$r_{359}(N)$
360	$r_{360}(1)$	$r_{360}(2)$	$r_{360}(3)$	...	$r_{360}(n)$	...	$r_{360}(N)$

注： $r_t(n)$  为路径  $n$  在  $t$  月的未来利率， $N$  为利率路径总数。

表 11 每条利率路径下的模拟现金流

月份	1	2	3	...	n	...	N
1	$C_1(1)$	$C_1(2)$	$C_1(3)$	...	$C_1(n)$	...	$C_1(N)$
2	$C_2(1)$	$C_2(2)$	$C_2(3)$	...	$C_2(n)$	...	$C_2(N)$
3	$C_3(1)$	$C_3(2)$	$C_3(3)$	...	$C_3(n)$	...	$C_3(N)$
t	$C_t(1)$	$C_t(2)$	$C_t(3)$	...	$C_t(n)$	...	$C_t(N)$
358	$C_{358}(1)$	$C_{358}(2)$	$C_{358}(3)$	...	$C_{358}(n)$	...	$C_{358}(N)$
359	$C_{359}(1)$	$C_{359}(2)$	$C_{359}(3)$	...	$C_{359}(n)$	...	$C_{359}(N)$
360	$C_{360}(1)$	$C_{360}(2)$	$C_{360}(3)$	...	$C_{360}(n)$	...	$C_{360}(N)$

②计算各利率路径下的现值。已知每条利率路径下的现金流，就可以计算其现值。用于确定现值的折现率是各利率路径上模拟的每月即期利率加上一定利差。每条路径上的即期利率可通过模拟的未来每月利率来确定。路径  $n$  下  $T$  月模拟即期利率与模拟的未来每月利率的关系为

$$Z_T(n) = \{[1+f_1(n)][1+f_2(n)][1+f_{2T}(n)]^{1/T}\} - 1$$

式中， $Z_T(n)$  表示路径  $n$  下  $T$  月的模拟即期利率， $f_1(n)$  表示路径  $n$  在  $j$  月的模拟未来一个月利率。从而，模拟的未来一个月利率路径可以转换为模拟的每月即期利率路径，结果显示于表 10 中。因此，用  $T$  月的模拟即期利率加上一定利差对路径  $n$  下  $T$  月的现金进行折现后的现值为

$$PV[C_T(n)] = \frac{C_T(n)}{[1+Z_T(n)+K]^{1/T}}$$

式中， $PV[C_T(n)]$  表示路径  $n$  下  $T$  月现金流的现值， $C_T(n)$  表示路径  $n$  下  $T$  月的



现金流， $Z_T(n)$  表示路径  $n$  下  $T$  月的即期利率， $K$  表示利差。路径  $n$  的未来现金流现值是该路径上每月现金流的现值之和。即

$$PV[Path(n)] = PV[C_1(n)] + PV[C_2(n)] + \dots + PV[C_{360}(n)]$$

式中， $PV[Path(n)]$ ——利率路径  $n$  的现金流现值。当利差  $K$  加在所有路径的即期利率上使得所有路径的平均现值等于观测到的市场价格（加上积累的利息）时，该利差  $K$  就是期权调整利差。数学表达上，期权调整利差是满足以下条件的利差  $K$ ：

$$\text{市场价格} = PV[Path(1)] + PV[Path(2)] + \dots + PV[Path(N)]$$

式中， $N$  代表利率路径的数目。这种计算每阶段现金流市值进行定价的方法是国外进行担保抵押债券的最主要的测算方式。各利率路径上每月的现金流可根据本金的偿还和利息分布规则来加以确定。具体的模拟路径后的利率如表 12：

表 12 每条利率路径下的模拟现金流

月份	1	2	3	...	n	...	N
1	$Z_1(1)$	$Z_1(2)$	$Z_1(3)$	...	$Z_1(n)$	...	$Z_1(N)$
2	$Z_2(1)$	$Z_2(2)$	$Z_2(3)$	...	$Z_2(n)$	...	$Z_2(N)$
3	$Z_3(1)$	$Z_3(2)$	$Z_3(3)$	...	$Z_3(n)$	...	$Z_3(N)$
t	$Z_t(1)$	$Z_t(2)$	$Z_t(3)$	...	$Z_t(n)$	...	$Z_t(N)$
358	$Z_{358}(1)$	$Z_{358}(2)$	$Z_{358}(3)$	...	$Z_{358}(n)$	...	$Z_{358}(N)$
359	$Z_{359}(1)$	$Z_{359}(2)$	$Z_{359}(3)$	...	$Z_{359}(n)$	...	$Z_{359}(N)$
360	$Z_{360}(1)$	$Z_{360}(2)$	$Z_{360}(3)$	...	$Z_{360}(n)$	...	$Z_{360}(N)$

#### （四）受托人评估

##### 1. 受托人的历史评级

与债券发行不同的是，信托产品在存续期间需要信托公司基于信托账户进行管理。信托公司作为受托人，相较于债券产品的承销人责任更大。因此，在确认非标信托产品估值时，受托人的实力也是一个非常重要的评估指标，是投资者在投资决策中的重要参考依据。不同的信托公司股东实力、资本实力、业务能力、盈利能力和偿债能力都有区别，作为产品的实际管理人，其各方面能力对产品定价均有影响。信托监管部门、信托业协会、各类评级机构每年都会根据不同的评级方法对信托公司进行评级。

##### 2. 受托人产品发行历史分析

受托人产品发行的历史分析是对公司所发行产品进行全面分析。通过对产品发行规模、发行类型、发行收益率等方面进行比较分析，了解公司所发行产品的运行情况，



变化规律及趋势，并为后续评级体系的建立提供依据。从发行规模来看，分析受托人发行产品的规模在行业内的排名，了解受托人的管理规模和业务能力。从发行类型来看，分析受托人发行产品中主动管理产品和事务管理产品的比例，判断受托人的业务管理能力和风险控制能力。从发行收益率来看，分析受托人产品发行预计收益率和实际清算收益率，了解其盈利能力和风险管理能力。

### 3. 受托人的评价体系

在实际操作中，通过对受托人能力的评价以及对其发行产品的评价，可以建立一个对受托人的评价体系，其包括受托人股东、自营和信托业务三个层面。在股东层面，主要考虑股东背景对受托人发行产品的保证实力；在自营层面，主要考虑受托人本身的资本实力、盈利能力以及偿债能力；在信托业务层面，主要考虑受托人业务管理能力、盈利能力和风险控制能力。

表 13 受托人的评估框架

指标	要素	内容	权重
股东实力	股东背景	受托人控股股东性质	10%
资本实力	注册资本	受托人注册资本	5%
	总资产	受托人资产总额	5%
	净资产 / 风险资本	受托人净资产对风险资本的覆盖率	5%
业务能力	信托资产余额	信托业务总资产	5%
	人均信托资产余额	信托业务人均资产	5%
	主动管理型信托资产占比	信托项目主动管理项目资产占总资产的比例	5%
	固有资产增长率	受托人自营总资产增长率	5%
盈利能力	自营业务收入	受托人自营业务总收入	5%
	资本利润率	受托人自营业务资本回报率	5%
	人均净利润	受托人自营业务人均净利润	5%
	信托业务收入	信托业务总收入	5%
	信托资产利润率	信托业务资本回报率	5%
	人均信托净收益	信托业务人均净收益	5%
	信托产品年度清算收益率	当年清算信托产品平均收益率	5%
风险管理能力	信托赔偿准备金提取率	信托赔偿准备金提取金额占注册资本的比率	5%
	信托项目正常清算率	信托项目正常清算规模占总规模的比率	10%
	信托项目风险化解率	风险项目化解规模占风险项目总规模的比率	5%



根据评价体系得出分析结果之后，采取定性与定量相结合的方式。对股东背景进行定性打分，信托公司按股东背景分为6挡，如表14：

表 14 受托人股东背景打分

类别	央企	省级政府	市级政府	地方国企	金融机构	知名名企
得分	100	95	90	85	80	75

对于资本实力、业务能力、盈利能力、风险管理能力进行指标量化。对于指标项下的每个要素都设定一个基础值和目标值，达到目标值的要素得分为满分100分，不足基础值的要素得分为零分，介于目标值和基础值之间的要素得分按比例计算。比如：中信信托注册资本为100亿元，达到目标值，则该项得分为满分，五矿信托的注册资本为60亿元，则其该项得分为 $(60-3)/(100-3)*100=58.8$ 分。目标值和基础值的设定参照行业评级和监管评级标准，并根据前一年68家信托公司年报披露的各项要素的高位数和低位数，最后对设定数值取整，具体如下：

表 15 受托人各指标要素的目标值与基础值（2017年）

要素	目标值	基础值
注册资本（亿元）	100.00	3.00
总资产（亿元）	220.00	22.00
净资本/风险资本	150%	100%
信托资产余额（亿元）	9 500.00	380.00
人均信托资产余额（亿元）	34.00	3.00
主动管理型信托资产占比	70%	5%
固有资产增长率	80%	0%
自营业务收入（亿元）	15.00	0.30
资本利润率	20%	4%
人均净利润（万元）	800.00	60.00
信托业务收入（亿元）	40.00	2.00
信托资产利润率	8%	2%
人均信托净收益	1.40	0.10
信托产品年度清算收益率	8%	4%
信托赔偿准备金提取率	20%	0%
信托项目正常清算率	100%	98%
信托项目风险化解率	50%	20%



受托人评级体系最终采取百分制，计算每个要素得分乘以权重后的加总评价综合得分，根据综合得分把评价结果分为六档，每档分数对应一个受托人评级对信托产品估值的修正系数 A。

表 16 受托人综合评价得分（举例）

综合得分	评价结果	修正系数 A
95~100	A 类	1
90~95	B 类	0.99
85~90	C 类	0.98
80~85	D 类	0.97
75~80	E 类	0.96
75 以下	F 类	0.95

受托人评级要素的选取，目标值和基础值的设定，权重的分配，随着受托人数据变化和评价经验的积累而不断调整与优化。

## 八、非标股权信托产品的估值参考

关于非标股权信托产品的估值，基金业协会已经有了较为详尽的估值指引，下文主要是对该指引进行归纳和总结，主要分为估值原则、估值方法和估值结果三部分，涉及收益法、市场法以及参考成本法。

### （一）估值原则

#### 1. 公允价值原则

《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》将“公允价值”定义为市场参与者计量日发生的有序交易中，出售一项资产所能收到或转移一项负债所需支付的价格。具体到非标股权信托产品估值，则需要对未上市公司股权和新三板等不具备活跃交易报价的挂牌企业股权进行估值，故此在估值的过程中必须依赖模型输出的价格。由于非标股权估值具有一定的难度，为提升估值结果的公允性，信托计划管理人在选择估值方法时，应结合项目实际，选择两种或两种以上的估值方法对估值结果进行验证。

#### 2. 主体责任

信托计划管理人作为估值的第一责任人，应当对估值过程中采用的估值方法和



估值参数承担管理层责任，并定期对估值结论进行检验，防范出现重大偏差。

### 3. 估值技术一致

信托计划管理人应当在估值日估计各单项投资的公允价值，具有相同资产特征的投资每个估值日采用的估值技术应当保持一致。只有在变更估值技术或其应用能使计量结果在当前情况下同样或者更能代表公允价值的情况下，信托计划管理人方可采用不同的估值技术，并依据相关法规及会计准则进行信息披露。

### 4. 反向检验及偏离度要求

信托计划管理人需要关注并分析非上市股权投资的退出价格与持有期间估计的公允价值之间存在的重大差异。信托计划管理人做出的估值可以是一定区间范围，但区间不能过宽，管理人应持续缩小区间估计直至该区间估计内的所有结果均视为是合理的。

虽然股权类产品不适用于摊余成本法，但根据“资管新规”，金融机构前期以估值技术计量的金融资产的加权平均价格或区间范围上下限与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值差异可定义为“偏离度”。准则可以根据实际情况合理设定偏离度上限，要求管理人对偏离的原因进行分析并披露，偏离过高的，则需要设计一定的赔偿规则，以达到促使信托计划管理人合理选择估值技术，及时根据标的股权变化调整估值方法的目的。

### 5. 考虑中国市场的适应性

考虑国内的实际情况，不同退出方式实现的退出价格差异明显，且与信托计划的公允价值估计之间可能存在重大差异，信托计划管理人必须对此差异予以关注并进行分析，即通过分析下列问题提升信托计划管理人今后的估值水平：（1）在估值日，确认哪些信息是已知的或可获取的；（2）上述信息是如何反映在最近的公允价值估计中的；（3）以上市后的公允价值或退出价格为参照，之前的公允价值估值过程是否恰当地反映了上述信息，相关分析应当在估值报告中披露。

## （二）估值方法

非标股权信托计划的底层资产是未上市公司股权，因此对于此类非标信托产品的估值核心是对其底层资产，也即非标股权资产，进行估值。对股权投资类非标信托财产的估值方法，报告主要从非标股权的估值角度进行研究。对于股权信托产品在设计层面上的分层安排、赎回/回售等保障性权力条款以及受托人管理能力对估值结果的影响，本章将通过增加敏感性因素分析的方法予以考虑。



目前，对于非标股权类信托资产估值方法可以分为市场法（相对价值评估模型）、收益法（现金流折现模型）、参考成本及最近融资价格法三类。

表 17 非标股权类信托资产估值方法

估值方法	描述	特点	适用	不适用
市场法	通过分析可比公司交易和经营数据得出目标公司在公开市场的隐含价值	估值结果不包含控股权溢价	行业充分竞争，有可比上市公司。市盈率法要求公司盈利，市净率法要求净资产为正	可靠性依赖于可比公司的可比程度，如行业、可比程度、收入规模、产品类型等
收益法	预测未来若干年经营现金流，用合适的贴现率求企业价值和股权价值	依赖于倍估值企业发展速度和现金流的预测，对于资本成本的关键假设	适合于成熟期企业，现金流稳定或可预测	初创、亏损、战略转型等因素造成现金流无法预测或偏差明显
参考成本及最近融资价格法	利用可比历史并购交易中的估值指标和被估值企业的营运指标计算估值	可靠性依赖于历史交易的数量、可比程度及交易时点的供求关系	有可比交易，需要考虑调整因素（见后文）	无可比历史交易，或者交易不独立，受到供求等明显干扰因素

### 1. 收益法（现金流折现模型）

（1）适用条件。现金流折现模型是一种普遍适用的价值评估模型，其核心在于预测被投资企业未来现金流量并选取合适的折现率求其现值。该方法适用于被投资企业持续经营且其现金流能可靠预测的股权投资估值。当被投资企业处于初创、持续亏损、战略转型、扭亏为盈、财务困境等阶段时，信托计划管理人通常难以对被投资企业的现金流进行可靠预测，此时则需要依赖其他估值模型输出的结果。

（2）基本原理。根据现金流折现模型，任何资产的价值都是其产生的未来现金流量按照含有风险的折现率（资本成本）计算的现值。现金流量也成为无杠杆自由现金流，是企业因销售商品或提供劳务等营业活动以及与此相关的生产性资产投资活动产生的现金流量，是企业全部现金流入扣除（经营性）成本费用和必要的投资后的剩余部分。在实体现金流量折现模型下，有

$$VC = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

其中， $VC$  表示企业实体价值， $FCFF$  是无杠杆自由现金流量， $WACC$  表示加权平均资本成本， $t$  为预测期间，包含预测期和后续期。因为债务在企业报表中按照公允价值计量，因此，股权价值 = 实体价值 - 净债务价值。

### （3）估值步骤。

确定预测期间。在此步骤中，一般需要确定预测基期、详细预测期和后续期。



预测的基期作为预测的基础时期，通常是预测工作的上一个年度，基期的各项数据称为基数，是预测的起点，包括各项财务数据的金额及其增长率，以及反映各项财务数据之间联系的财务比率。评估过程中，预测期和后续期区分标准如表 18：

表 18 预测期和后续期的主要区分标准

区间	区分标准
预测期	企业增长的不稳定时期，通常为 5 ~ 7 年，很少超过 10 年，在此期间需要对每年的现金流量进行详细预测
永续期	预测期以后的无限时期，企业进入稳定状态，具有稳定的增长率，需要预测后续期第一年的现金流量以及后续期现金流量增长率

预测增长率。对于未来增长率的预测是估值的核心，需要列明所依据的关键假设。模型通过预计收入及现金流的增长率预测企业未来，增长率预测以历史增长率的平均值为基础，同时考虑以下因素：增长率的波动性，在使用历史增长率预测未来增长率时，如果历史增长率波动较大，应持谨慎态度。宏观经济因素，如经济周期、GDP 增长率、利率和通货膨胀率。行业情况，如行业平均增长率及竞争对手增长率、经营信息等。盈利结构及质量，不同类型的收益增长是有区别的，由会计政策改变或非产品销售收入而导致的收益增长是不可靠的，需要在未来增长率的预测中剔除相关因素的影响。可能影响增长率的其他信息，包括公开及非公开信息，主要预测依据和关键假设见表 19 所示。

表 19 非标信托股权资产估值表——估值所依据的关键假设

报表科目	比率指标	关键假设（示意）	假设依据说明
经营收益假设：			
营业收入	增长率	比率 = 3 年均值	
营业成本	1 - ( 营业成本合计 / 营业收入合计 )	比率 = 3 年均值	
营业税金及附加	营业税金及附加 / 营业收入	比率 = 最新年报	
销售费用	销售费用 / 营业收入	比率 = 最新一期	
管理费用	管理费用 / 营业收入	比率 = 目标公司 ( A )	
其他财务费用	其他财务费用 / 营业收入	金额按目标资本结构预计	
资产减值损失	-	金额按行业情况预计	
其他经营性净收益	-	金额按行业情况预计	
所得税	所得税率	比率 = 税法规定	
非经营收益假设：			
公允价值变动收益（金融资产）	-	金额 = 0	
资产处置收益	-	金额 = 0	



续表

报表科目	比率指标	关键假设（示意）	假设依据说明
其他非经营性收益	-	金额 =0	
税收减免或返还（追缴以“-”填列）	-	金额 =0	
利润分配：			
少数股东损益	少数股东损益 / 税后利润合计	比率 = 最新年报	
普通股股利	股利 / 归属母公司股东的净利润	比率 = 三年均值	
资产：			
交易性金融资产	-	金额 = 最新年报	
应收票据及账款	营业收入 / 平均应收票据及账款	比率 =3 年均值	
预付账款	营业收入 / 平均预付账款	比率 =3 年均值	
其他应收款	营业收入 / 平均其他应收款	比率 = 最新年报	
存货	营业成本 / 平均存货	比率 =3 年均值	
混业经营金融类资产	-	金额 = 最新年报	
其他流动资产	-	金额 = 最新年报	
长期应收款	-	金额 = 最新年报	
金融资产投资	-	金额 = 最新年报	
其他非流动资产	-	金额 = 最新年报	
负债：			
交易性金融负债	-	金额 =0	
应付票据及账款	营业收入 / 平均应付票据及账款	比率 =3 年均值	
预收账款	营业收入 / 平均预收账款	比率 =3 年均值	
其他应付款	-	金额 = 最新年报	
混业经营金融类负债	-	金额 = 最新年报	
其他流动负债	-	金额 = 最新年报	
长期应付款	-	金额 = 最新年报	
专项应付款	-	金额 = 最新年报	
预计负债	-	金额 = 最新年报	
其他非流动负债	-	金额 = 最新年报	
股东权益			
资本公积 - 新增其他资本公积	-	金额 = 实际情况	
固定资产（新投资项目）		按实际情况确定	
无形资产（新投资项目）		按实际情况确定	
投资性房地产（新投资项目）		按实际情况确定	
长期股权投资（新投资项目）		按实际情况确定	
按目标资本结构的筹资过程		按目标资本结构确定	

估计详细预测期现金流量。本部分涉及在详细预测期期间范围内，编制企业预计利润表、资产负债表和现金流量表；对企业未来现金流量进行预测，主要步骤为：



首先，根据预计增长率预测被投资企业收入、成本和费用，完成预计利润表的编制。其次，预测资产负债表，除了预留的配平项目（货币资金和融资缺口）外，完成资产负债表科目的预测。再次，编制现金流量表，在此基础上计算货币资金和融资缺口，根据相关信息配平资产负债表，从而得出被投资企业的现金流量。最后，确定企业自由现金流量。企业自由现金流量 = 息前税后净利润 + 折旧 - 资本性支出 - 净流动资金增加额。

选择合适的折现率对现金流量折现。一般说来，整体企业价值评估折现率由基本收益率和风险报酬率组成。基本收益率依评估目的不同而改变，如股票上市、不同行业的企业进行兼并、联营，可用相同期限的国债利率复利化的利率。风险补偿额相对于风险投资额的比例称为风险报酬率。影响风险报酬率的一般有负债风险、市场风险、企业经营素质风险、外部环境因素风险等。基本收益率和行业风险报酬率的测定，一定要与被评估企业及其所在的行业的各种风险相适应，人为地扩大或缩小资金利润率或风险报酬率，都将严重影响企业整体资产评估价值的正确性。对实体现金流量应当采用加权平均资本成本进行贴现，加权平均资本成本应考虑企业目标资本结构，公式为

$$WACC = \frac{E \times Ke + D(1-t)Kd}{E + D}$$

其中， $E$ 、 $D$  表示公司股权、债权市场价值， $Ke$ 、 $Kd$  分标表示股权、债权预期收益率， $t$  表示所得税税率。债权收益率可以采用无风险收益率加风险溢价的方法进行调整，股权收益率可以采用资本资产定价模型等方法进行考虑。确定折现率后，根据已预测的现金流折现，确定被投资企业实体价值。步骤如图 10 所示：

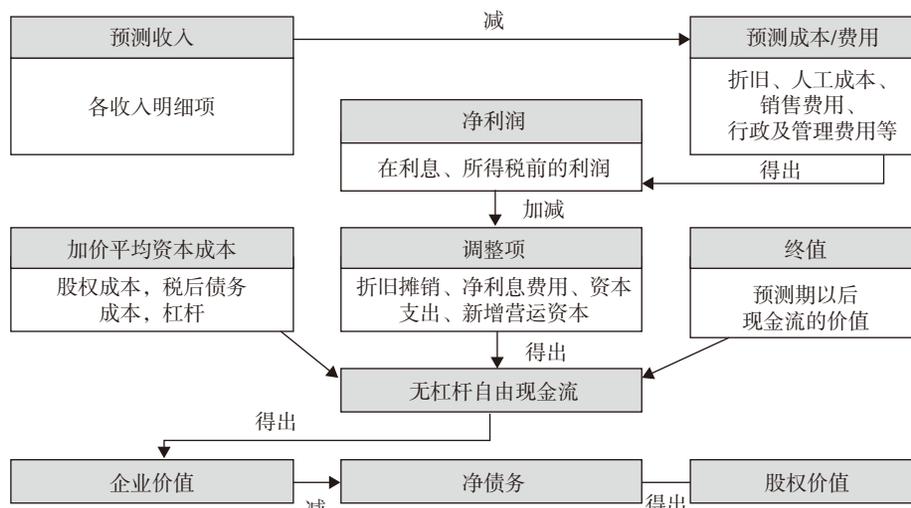


图 10 非标信托股权资产估值步骤



## 2. 市场法

(1) 适用条件。据被投资企业所处的发展阶段和所属行业不同，信托计划管理人可运用各种市场乘数对非上市股权进行估值。市场乘数法通常在被投资企业相对成熟，可产生持续的利润或收入的情况下使用。通常需要考虑一定的流动性折扣后才能将其应用于非上市股权估值。根据被投资企业所处发展阶段和所属行业不同，管理人可运用各种市场乘数（如市盈率、市净率、企业价值/销售收入、企业价值/息税折摊前利润等）对非上市股权进行估值。市场乘数法通常在被投资企业相对成熟，可产生持续的利润或收入的情况下使用。

(2) 基本原理。选择被投资企业可持续的财务指标（如利润、收入）为基础的市场乘数类型，查找在企业规模、风险状况和盈利增长潜力等方面与被投资企业相似的可比上市公司或可比交易案例，通过分析计算获得可比市场乘数，并将其与被投资企业相应的财务指标结合得到股东全部权益价值（调整前）或企业价值。

若市场乘数法计算结果为企业价值，管理人应当扣除企业价值中需要支付利息的债务，得到股东全部权益价值（调整前）。管理人应当在股东全部权益价值（调整前）基础上，针对被投资企业的溢余资产或负债、或有事项、流动性、控制权、其他权益工具（如期权）可能产生的摊薄影响及其他相关因素等进行调整，得到被投资企业的股东全部权益价值（调整后）。

如果被投资企业的股权结构复杂，各轮次股权的权利和义务存在明显区别，应考虑将全部股权价值在各轮次之间以合理的办法进行分摊。

(3) 估值步骤。行业分析。行业分析的目的在于找到可比公司，以及评价可比公司的可比程度。主要需要考虑如下问题：

表 20 可比法主要考虑因素

问题	主要考虑因素
同行业企业是否可比	通过行业分析该企业所处行业特点，行业竞争情况，毛利率、产品类型及销售情况是否具有可比意义
相近行业是否存在可比企业	如同行不可比，相近行业是否存在可比公司；某些与互联网结合的产业之间虽属于不同行业，但可比性高于同一行业的传统企业
有无行业直接适用的指标	某些行业中存在特定的与公允价值直接相关的行业指标，此指标可作为被投资企业公允价值估值的参考依据。通常在行业发展比较成熟及行业内各企业差别较小的情况下，行业指标才更具代表意义
企业估值相对于竞争对手应当溢价或折价？	可以从权益净利率的驱动因素交付考虑，分析企业的销售净利率、周转率和财务杠杆情况



续表

问题	主要考虑因素
企业运营是否更高效，产品竞争能力如何	如果提供产品或服务有差异，考虑其差异；如果差异不明显，考虑公司的运营效率
企业融资成本，获取融资的难易程度	考虑企业的资本结构，债务融资的成本，银行授信额度及其占用等情况以及第三方信用评级结论

指标分析。确定可比公司并找到可比公司的同期财务数据后，设计合适指标进一步分析。

表 21 市场法的估值指标

指标	描述
市盈率	股价 / 每股利润
市净率	股价 / 每股净资产
企业价值 / EBITDA	EBITDA 指扣除折旧、摊销、利息费用及所得税前的利润
企业价值 / 收入（用户数）	企业价值不同于股权价值，也包含企业债务的价值
企业价值 / 盈利或资产 / 增长率	在上述四类指标的基础上再扣除增长率因素

计算公司价值。以市盈率指标为例，市盈率的关键驱动因素是企业增长率，因此有： $\text{目标企业股权价值} = \text{可比公司市盈率} / \text{可比公司增长率} * \text{目标公司每股收益} * \text{目标公司增长率}$ ，注意区别指标中股权价值和企业的价值。

### 3. 参考成本及最近融资价格法

采用被投资企业最近一次融资的价格对私募信托计划持有的非上市股权进行估值。信托计划管理人应当对最近融资价格的公允性做出判断并结合最近融资的具体情况，考虑是否需要调整最近融资价格公允性的因素进行调整。由于初创企业通常尚未产生稳定的收入或利润，但融资活动一般比较频繁，因此参考最近融资价格法在此类企业的估值中应用较多。由于不同交易条件下交易价格差别很大，除非交易高度可比，否则成本及最近融资价格法只作为其他方法的参照或粗略估计采用，不宜单独使用。

管理人在后续估值日通常需要对最近融资价格进行调整的情形包括但不限于：

- (1) 被投资企业的经营业绩与财务预算或预设业绩指标之间出现重大差异。
- (2) 被投资企业实现原定技术突破的预期发生了重大变化。
- (3) 被投资企业面对的宏观经济环境、市场竞争格局、产业政策等发生了重大



变化。

(4) 被投资企业的主营业务或经营战略发生了重大变化。

(5) 被投资企业的可比公司的业绩或者市场估值水平出现重大变化。

(6) 被投资企业内部发生欺诈、争议或诉讼等事件，管理层或核心技术人员发生重大变动。

### (三) 估值结果修正

上述研究的各类估值方法适用范围各不相同，兼顾到非标信托产品对估值结果公允、高效和稳定的现实需要，受限于信托产品底层股权资产的种类千差万别，目前很难有一种可以普适的估值方法。在这种背景下，报告认为应该从以下两个角度对估值结果进行修正。

#### 1. 综合运用多种方法对估值结果进行修正

按照公允价值估值原则，为了提升估值结论的公允性，信托计划管理人可以结合被投资企业的特点选择两种以上的估值方法综合进行估值定价，并对两种（或多种）方法得出结论的差异进行分析，对差异产生的合理性进行评估。如果差异在合理范围内，则可综合考虑两种方法的输出结果，按照基于可靠性的合理权重输出最终估值结论。

#### 2. 通过多因素敏感性分析对估值结果进行修正

影响估值结果的因素分为两个层面，一个层面是关键假设的变动可能对估值结果有重要影响，另一个层面是信托产品的分层设计、退出设计、期权设计等因素会对估值结果有重要影响。因此上述估值基础上，还应从以下几个方面对估值结果进行敏感性分析。

(1) 基于不同情景综合分析考虑各种事件可能发生的概率，以及可能发生事件对公司估值的影响。对于估值中最重要的关键假设指标，如收入和成本等项目，管理人需要在一定的区间范围内进行情景分析测试，得出价值变动的范围。

(2) 信托计划层面可能会有优先/劣后的结构设计这类特殊性合同安排，信托计划管理人应当依照信托合同采用合理方法将股东全部权益价值（调整后）分配至信托计划持有部分的股权。如果被投资企业的股权结构简单，则可按照持股比例计算持有部分的股权价值。

(3) 信托公司对于项目参与治理和管理的程度、信托公司的过往业绩和主动管



理能力也会直接影响股权信托产品的价值，可以参考前述对信托公司进行评价的方法进行估值调整。

(4) 如果信托计划有提前终止、或者给予投资人提前退出的期权，信托计划管理人应当考虑这些条款的存在是否改变了合同现金流量特征，使其成为一项具有债券投资性质的资产。如该项资产仍被认定为一项股权投资，则这些期权性条款改变了合同现金流量的分布特征，可在现金流量法下未来现金流量预测的层面予以考虑，或者考虑按照期权定价方法进行估值。在此情形下，投资人享有的信托计划收益权公允价值是股权价值和期权价值之和。估值可以是一定合理区间范围，但区间不能过宽，管理人应持续缩小区间估计直至该区间估计内的所有结果均视为是合理的，从而达到将“偏离度”控制在最低水平的目标。

## 九、非标信托产品的会计计量

在资产估值的基础上，需要对产品进行计量，即对信托产品的应付受托报酬、应付托管费用、应交税费等负债进行计量，形成信托产品净值。信托产品估值形成的产品净值，按照“资管新规”要求定期向投资者进行披露，可作为投资者对不同信托产品进行业绩比较和评价的依据。后文主要就估值后的会计计量进行论述，同时对新准则下减值的计提方法进行介绍。

### (一) 新准则对会计计量的影响

#### 1. 计量方法

在对非标信托产品进行估值后，主要通过四种方式计量：(1) 摊余成本计量(AC)。主要包括利息收入、信用减值及汇兑损益计入损益；终止确认时，利得和损失计入损益等。(2) 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益(FVOCI)(债务工具)。主要包括利息收入、信用减值及汇兑损益计入损益；其他利得和损失计入其他综合收益；终止确认时，累计计入其他综合收益的利得和损失重分类至损益。(3) 以公允价值计量且其变动计入损益(FVTPL)。公允价值变动计入损益。(4) 指定以公允价值计量且其变动计入其他综合收益(FVOCI)(权益工具)。主要包括：股利通常计入损益，公允价值变动计入其他综合收益，利得和损失在终止确认时不得重分类至损益，也不在损益中确认减值。



## 2. 科目调整

新金融工具准则的实施，将对金融机构的会计科目带来一定的影响。其中，调整归并关系+修改名称科目 120 条；修改名称科目 86 条；新增科目 77 条；删除科目 30 条。

(1) 新增科目。主要包括：票据业务（FVCOI）的公允价值调整；债转股、抵债股权（FVTPL）的公允价值调整；他行 ABS 投资，自持 ABS 资产的成本、折溢价摊销、公允价值调整等（区分 AC、FVCOI、FVTPL）；公募基金投资的公允价值变动损益；存放同业、拆放同业、投资性债券、他行 ABS、自持 ABS、同业投资的资产减值损失拆分三个阶段。

(2) 删除科目。主要包括权益类资产的减值准备与减值损失科目、参股股权的投资收益科目、公募基金投资的减值科目。

### (二) 非标信托产品的计提减值准备

#### 1. 计提减值准备的要求

企业会计准则第四十八条将损失准备、确认预期信用损失及其变动的计量分为两种情况：如果该金融工具的信用风险自初始确认后已显著增加，企业应当按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备。无论企业评估信用损失的基础是单项金融工具还是金融工具组合，由此形成的损失准备的增加或转回金额，应当作为减值损失或利得计入当期损益。如果该金融工具的信用风险自初始确认后并未显著增加，企业应当按照相当于该金融工具未来 12 个月内预期信用损失的金额计量其损失准备，无论企业评估信用损失的基础是单项金融工具还是金融工具组合，由此形成的损失准备的增加或转回金额，应当作为减值损失或利得计入当期损益。

#### 2. 计提减值准备的优点

对采用摊余成本法计量的产品进行计提减值准备，可以较好解决信用风险延后确认带来的投资者不公平问题。例如，在以摊余成本方法进行计量但未及时计提减值准备时，当资产发生实际损失，在此之前赎回的投资者拿走了全部收益，而持有份额的投资者将承担产品估值下跌的全部损失。

通过即时的计提减值准备则可以很好解决这一问题。按照会计准则要求，当资产的信用风险显著上升时，产品需要增提资产减值，这将导致产品净值下降。此时就算违约风险未实质发生，一旦投资者提前赎回，则需要承担减值的损失风险。

当资产的信用风险显著下降时，可将部分计提的减值转回，产品净值将回升；在未发生实质性风险时，预期信用损失会随着资产到期的临近不断转回，使产品净值逐



步回升至资产到期值。所以资产的信用风险变化可以通过减值的增提和转回，使信用风险变化体现为产品净值的变化，进而保障后赎回以及持有者到期的投资者的利益。

此外，通过摊余成本法下的资产减值和信息披露结合，一定程度上解决目前摊余成本法下存在的信息不透明的弊端，具体操作是在产品合同中约定所投资资产的减值准备计提模型采用的减值方法以及减值调整规则，同时确定当资产减值超过一定比例的时候，要求管理人进行公告以及持续信息披露。

### 3. 计提减值准备的流程

IFRS 9 预期损失减值计算包含数据准备、12 个月时点违约概率估计、存续期时点违约概率估计、现金流 /EAD 计算引擎、LGD 模型及参数、信用风险显著增加判别、违约判别和宏观经济预测等诸多内容。毕马威针对金融机构的不同业务敞口、信用风险管理实践、当前减值计算实践和管理需求灵活设计减值计算方案，并通过方法和参数的多情景分析优化并落实。具体计算流程如下：

(1) 宏观经济影响。在新准则下对资产进行减值处理，首先需要考虑宏观经济的影响。有两个角度对宏观经济的影响进行测度。第一个角度是 Wilson 模型。Wilson 模型自上而下，利用宏观因子对不良率 / 平均违约概率进行度量。第二个角度是利用 Merton 模型。Merton 模型利用自下而上的思路，通过系统性因素和非系统性因素评估单客户的违约概率。

(2) 损失阶段划分。损失阶段划分标准利用的是内部评级体系，通过对贷款五级分类、逾期状态、主体评级等的考量，得到三阶段划分结果。信用资产的转移总共分为 3 个阶段：阶段 1 时，持有资产信用状态没有恶化，风险准备金依然以 1 年预期损失减值 (Expected Loss Reduction, ECL) 为准；阶段 2，持有资产信用状态开始恶化，风险准备金以资产存续期内预期损失减值 (ECL) 为准；阶段 3，信用减值开始发生，风险准备金以资产存续期内预期损失减值 (ECL) 为准。

需要注意的是，可进行阶段转换的信用资产主要有以摊余成本或以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具、贷款承诺、财务担保合同以及应收融资租赁款等。在范围外的资产有权益投资以及以公允价值计量且其变动计入损益的金融工具等。

(3) 参数估计。在此基础上，我们可以对资产的违约概率、违约损失率和违约风险暴露进行估计。

违约概率 (Probability of Default, PD)。违约概率是指借款人在未来一定时期内



不能按合同要求偿还合同本息及现金流或履行相关义务的可能性。违约概率是实施内部评级法的商业银行需要准确估计的重要风险要素，无论商业银行是采用内部评级法初级法还是内部评级高级法，都必须按照监管要求估计违约概率。违约概率的估计包括两个层面：一是单一借款人的违约概率；二是某一信用等级所有借款人的违约概率。《巴塞尔新资本协议》要求实施内部评级法的商业银行估计其各信用等级借款人所对应的违约概率，常用方法有历史违约经验、统计模型和外部评级映射三种方法。

违约损失率（Loss Given Default, LGD）。违约损失率 LGD 是指债务人一旦违约将给债权人造成的损失数额，即损失的严重程度。从违约资产回收的角度看，LGD 决定了违约资产回售的程度，因为， $LGD=1-$ 回收率。违约损失率需要运用内部评级对损失率进行计算，如没有内部评级、则运用外部评级信息进行计算。

违约风险暴露（Exposure at Default, EAD）。违约风险暴露是指违约发生时债权人对于违约债务的暴露头寸。对于违约风险暴露的估计，一般有两种方法。第一种方法是以贷款已用余额以及未用余额使用率（CCF）估算违约金额（EAD）；第二种方法是未来各期现金流估计模式，对于采用存续期计算减值的金融工具采用各期暴露法估计 EAD。

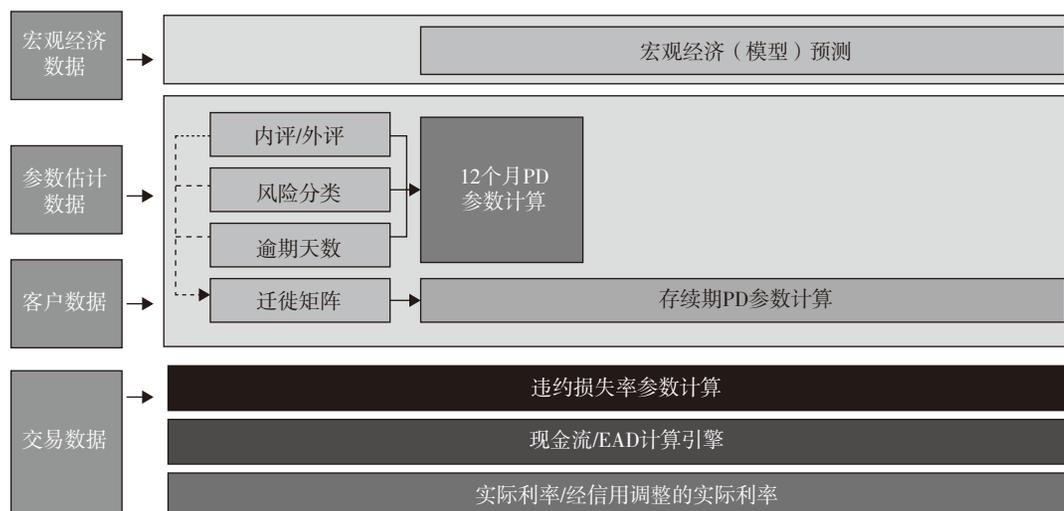
（4）预期信用损失计量。构成一个完整风险概念的两个基本要素是损失的可能性和一旦损失发生后的损失规模，即损失的严重程度。因此，LGD 是除违约概率 PD 以外反映信用风险水平的另外一个重要参数，两者结合在一起才能全面反映信用风险水平。显然，PD 既定的情况下，LGD 越高，信用风险越大。预期损失率（Expected Loss, EL）是反映信用风险的一个指标，它是 LGD 和 PD 和 EAD 的乘积，在资产不同的三个阶段，具体的计算公式如下。

$$\text{阶段一： } EL = PD \times LGD \times EAD$$

$$\text{阶段二： } EL = \sum_{i=0}^N \frac{EAD_i \times PD \times LGD}{(1 + Rate)^i}$$

$$\text{阶段三： } EL = LGD \times EAD$$

在原准则下，整个存续期内预期信用损失随初步确认后信用质量恶化程度的增加而加速上升，信用质量恶化程度越高，单位恶化所带来的减值损失越大，两者的关系呈平滑的下凸曲线。但在新准则下，当信用质量恶化程度达到预先确定的水平时，归因于信用风险的显著上升，减值损失占该资产账面总额的百分比发生跳跃式上升。在新准则下，当资产的信用风险显著上升时，提前增加减值损失，起到警示的作用。



资料来源：毕马威企业咨询（中国）有限公司（中信信托已获同意，如无授权，请勿转载）。

图 11 预期信用损失计算框架设计

计算损失准备示例												
<b>示例条件</b>		<b>金融资产的违约概率</b>										
项目本金:	1,000,000	年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
评分等级:	BB	累积	1.23%	2.95%	5.07%	7.50%	10.16%	12.96%	15.85%	18.76%	21.67%	24.52%
利率:	8%	未来当期	1.23%	1.74%	2.19%	2.56%	2.87%	3.12%	3.32%	3.47%	3.57%	3.65%
到期日:	10											
LGD:	45%											
<b>报告日</b>	<b>当期敞口</b>	<b>违约概率</b>	<b>累计违约概率</b>	<b>违约损失率</b>	<b>折现率</b>	<b>12个月ECL</b>	<b>存续期ECL</b>					
31.12.2011	1,000,000	1.23%	1.23%	45%	100%	5,535	5,535					
31.12.2012	950,000	1.74%	2.95%	45%	93%		6,815					
31.12.2013	900,000	2.19%	5.07%	45%	86%		7,367					
31.12.2014	850,000	2.56%	7.50%	45%	79%		7,379					
31.12.2015	800,000	2.87%	10.16%	45%	74%		7,023					
31.12.2016	750,000	3.12%	12.96%	45%	68%		6,437					
31.12.2017	700,000	3.32%	15.85%	45%	63%		5,729					
31.12.2018	650,000	3.47%	18.76%	45%	58%		4,977					
31.12.2019	600,000	3.57%	21.67%	45%	54%		4,235					
31.12.2020	550,000	3.65%	24.52%	45%	50%		3,536					
		<b>各期敞口</b>	<b>违约概率</b>	<b>调整系数</b>	<b>违约损失率</b>	<b>折现因子</b>	<b>12个月</b>	<b>存续期</b>				
		<b>EAD</b>	<b>PD</b>	<b>K</b>	<b>LGD</b>	<b>D</b>	<b>ECL</b>	<b>ECL</b>				
		<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>=</b>	<b>ECL</b>	<b>ECL</b>				

资料来源：毕马威企业咨询（中国）有限公司（中信信托已获同意，如无授权，请勿转载）。

图 12 预期信用损失计算示例

#### 4. 计提减值准备的难点

(1) 现有模型的转换和更新。以现有模型、流程为基础进行拓展和改进以满足新准则在信用风险预期损失计量上的要求比创造全新的模型方法更为实际。同时，对现有模型的转换需要大量的评估和建设性工作。例如需要对现有模型的结果进行前瞻性调整。



(2) 不同损失阶段的划分。不同损失阶段的划分标准（信用风险显著增加的定义）将会导致不同的减值计量结果。需要密切监控不同损失阶段的状态及变化情况，以及其对资产负债表和损益表的影响。现有五级分类划分标准与不同损失阶段的划分标准的映射关系。

(3) 数据和系统。由于在计算中引入一个更强大的前瞻性要素，阶段跟踪流程被用于所有资产；同时预期信用损失必须包括预期亏损的估算。因此需要广泛及详细的数据及完善的系统来支持 12 个月的预期信用损失和整个存续期的信用损失计算。

## 十、实现非标信托产品估值的建议

非标信托产品的估值是一个系统性工程，需要相关政策支持，以提供统一的交易数据与规范 / 完整的信息披露，保证基础数据的可得性与便利性，为此后提出若干建议。

### （一）完善信托会计核算业务指引

“资管新规”提出，资管产品净值生成应当符合企业会计准则，对信托产品进行准确会计核算是产品净值化管理的基础，也是估值工作的基础。但目前信托产品的会计核算缺乏与时俱进的细则作为指导，财政部曾在 2005 年对信托业务发布专项会计核算文件——《信托业务会计核算办法》，但上述文件未能跟随企业会计准则修订而更新，也无法对近年来信托业务类型和模式创新提供明确的会计核算指导。

与信托产品相比，公募基金信息披露要求较高，相关会计核算细则较为完善。自 2012 年以来，基金业协会在企业会计准则基础上，发布《证券投资基金会计核算业务指引》，先后对股指期货、黄金交易、国债期货、同业存单、港股通投资等具体业务制定专项会计核算和估值业务指引。

在当前 IFRS9 开始实施，我国金融工具会计计量方式做趋同调整的背景下，信托业可以积极发挥行业自律组织作用，集中行业内外专家力量，结合信托业务实际，制定有针对性的信托业务会计核算业务指引。对于资产支持证券、结构化产品、项目公司投资等特殊业务，还可以制定更为具体的执行细则。

### （二）建立非标资产估值标准体系

市价法估值是“资管新规”的鼓励方向，也是促进非标信托产品交易的重要基



基础设施。由于非标信托产品缺乏交易和流动性，往往需要使用估值技术确定公允价值。但问题是：（1）非标资产估值专业性很强，单个资产管理人往往不具备运用估值模型进行估值的能力。（2）即使资产管理人具备足够的专业能力，但是对于同一非标资产，不同资产管理人选择不同估值模型、输入不同参数，估值结果也并不一致，影响信托产品业绩的可比性。（3）运用估值技术需要大量的交易数据作支持，比如通过交易数据构建收益率曲线，但单个资产管理人往往缺乏足够的历史数据积累。

在建立统一估值处理标准方面，基金业协会发布《固定收益品种的估值处理标准》，明确对银行间市场和交易所市场的固定收益品种估值时，基金管理人主要依据第三方估值机构提供的价格数据，第三方估值机构包括中央国债登记结算公司和中证指数有限公司。保险资管协会针对不同的产品和资产类型开发不同的估值模型，其设想是，保险资管对非标资产进行估值时，其公允价值可直接取自保险资管协会提供的估值结果。对于信托公司来说，在采用市价法估值时，也有必要利用第三方机构的专业估值能力，制定行业统一的估值处理标准。

### （三）建立统一的信托产品交易流转市场

从目前市场上较为成熟的中债估值的估值方法来看，其估值核心是有交易，只有存在大量产品交易，基础数据才有保障，估值的结果才有实用性。如果产品没有交易，即使建立估值体系，短期内也难以落地。目前，随着信托产品登记工作全面推进，中国信托登记公司已积累大量的底层资产基本数据，但交易数据欠缺。

因此，信托业应加快建立统一的信托产品交易流转市场，比如，在银行间市场单独开辟一个信托产品的交易流转板块，或者推出中国信登信托产品交易流转平台。通过采集统一的交易数据，根据不同的信托产品模式和资产类型，开发相应的非标信托产品估值模型，动态发布信托产品估值价格数据，实现估值的应用价值。

### （四）制定统一、规范、完整的信托产品信息披露指引

中债估值中心、银登中心、保险资管协会在金融资产的信息披露方面有明确的要求，对填写的数据与字段、信息披露的格式与内容都有明确规定，这极大地便利了估值基础数据的采集与提取。

因此，信托业应制定统一、规范、完整的信息披露指引，完善已有的信息编制、披露体制机制，这样有助于估值基础数据的采集，保证数据的完整性与统一性，提高估值的准确性与实用价值。



### （五）加强信托公司内部建设

非标信托估值体系的建立是一个系统性工程，各家信托公司应加强内部建设，满足建立估值体系的数据对接，支持公司内部核算。（1）完善信息系统搭建。估值过程中的数据提取、合同审阅、公式计算工作量浩大，需要借助计算机和数据库技术提升工作效率。（2）加强内部客户信用评级。在内部的减值拨备中，需要对内部客户进行信用评级，目前多数信托公司内部评级尚未起步，需要加强这一方面的建设。（3）借鉴公募基金的经验，完善内部托管体系。相较于公募基金和券商托管部，信托公司的托管服务还有待完善，通过对托管数据的整理和分析，才能完成对信托产品数据的整理。（4）加强估值在信托账户资产负债端的体现，完善信托项目利润表。新会计准则即将实施，其对企业财务报表、风险损失计量提出了新的要求，需要从报表和会计分录中体现价值的变化。

## 参考文献

- [1] 王慧、张国君：《KMV 模型在我国上市房地产企业信用风险度量中的应用》，载《经济问题》，2018（3）。
- [2] 吴媛、邓晓盈、汤盼园：《探讨我国信用风险度量模型的应用》，载《价值工程》，2017（3）。
- [3] 刘杰：《我国金融市场基准利率曲线的分段设计思路探讨》，载《债券》，2017（2）。
- [4] 蒋磊：《非标债权资产风险定价的实证研究》，上海交通大学学位论文，2015。
- [5] 庞爱华：《非标资产信用风险状况分析与预测》，载《热点追踪》，2014（1）。
- [6] 毛新述、戴德明：《论公允价值计量与资产减值会计计量的统一》，载《会计研究》，2011（4）。
- [7] 梁琪、张孝岩、过新伟：《中国金融市场基准利率的培育——基于构建完整基准收益率曲线的实证分析》，载《金融研究》，2010（9）。
- [8] 刘运国、易明霞：《投资性房地产公允价值计量的价值相关性研究》，载《税务与经济》，2010（2）。



- [ 9 ] 陈震：《中国国债收益率曲线研究》，复旦大学学位论文，2009。
- [ 10 ] 杨柳：《我国短期融资券的信用风险度量》，复旦大学学位论文，2009。
- [ 11 ] 王建成、胡振国：《我国公允价值计量研究的现状及相关问题探析》，载《会计研究》，2007（5）。
- [ 12 ] 孙克、冯宗宪：《我国短期融资券市场的信用风险分析》，载《统计与决策》，2007（4）。





## 绿色信托研究

课题牵头单位：中航信托股份有限公司

课题指导专家：张传良

课题组成员：

袁 田 刘珺洁 毛艳琼 熊志远

姚 僭

谷晓明

周建伟

任力文 马 超

许寅庆

中航信托股份有限公司

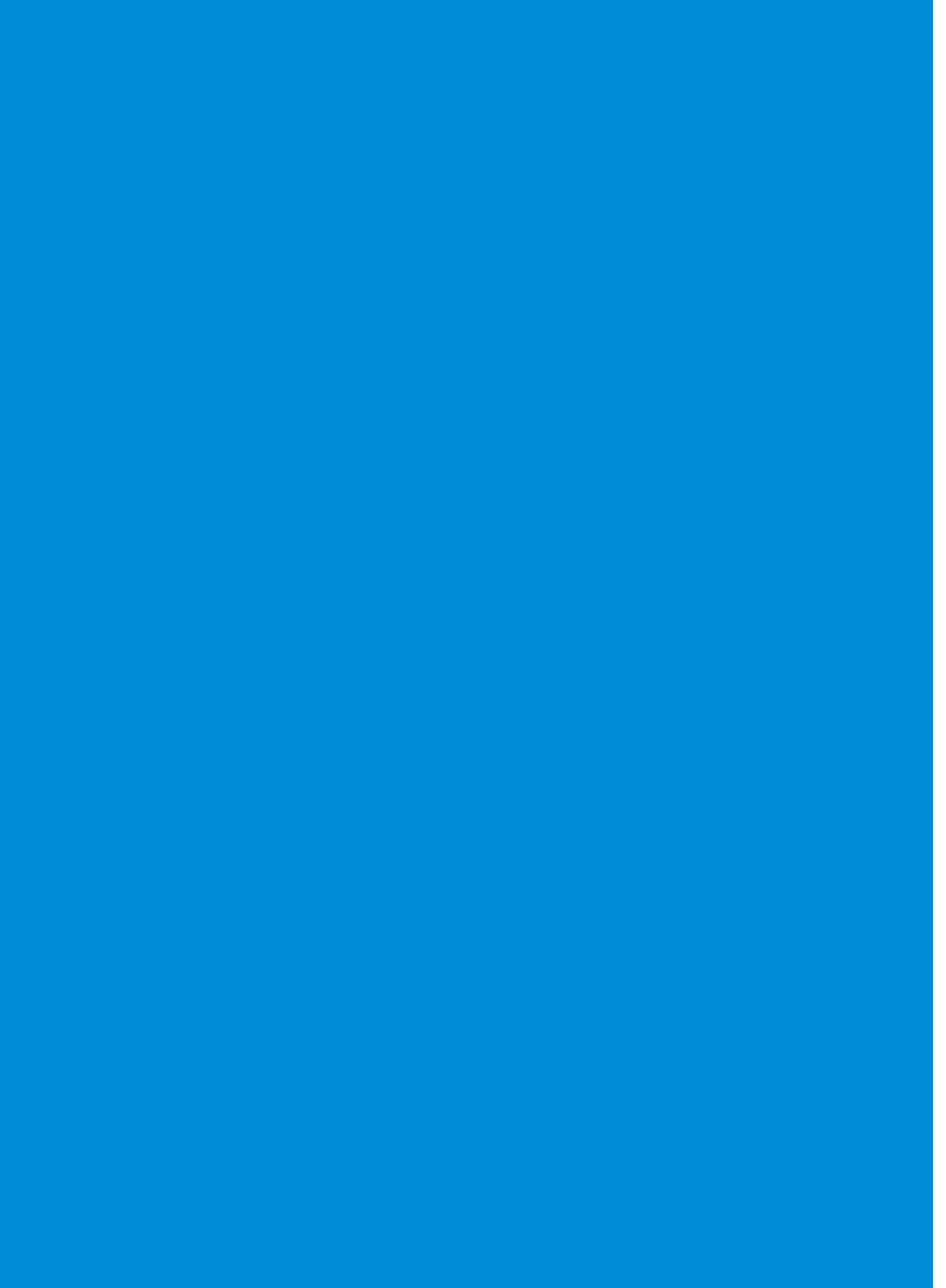
中国信托业协会

百瑞信托有限责任公司

重庆国际信托股份有限公司

杭州工商信托股份有限公司

长城新盛信托有限责任公司





## 摘要

2015年,《中共中央 国务院关于加快推进生态文明建设的意见》,提出开展生态文明建设的发展理念,指出生态文明建设是中国特色社会主义事业的重要内容。加快生态文明体制改革,坚持绿色发展,建设美丽中国,是党的十九大报告作出的重大战略部署。绿色发展,既是大势所趋,也是民意所向,更成为新时代生态文明建设的治本之策。践行“绿水青山就是金山银山”理念,推动生态产业发展,需要绿色金融服务体系的支撑。发展绿色金融,既是实现绿色转型和绿色发展的重要措施,也是供给侧结构性改革的重要内容。

信托作为金融行业的重要组成部分,也需要绿色化以实现行业可持续发展。开展绿色信托既符合国家可持续发展战略,也是信托行业开拓新盈利增长点的重要战略布局,对于促进产业转型升级、推动经济可持续发展、加快推进社会进步都具有重要意义。本课题以信托公司的视角出发,对绿色信托的理论基础展开研究,梳理总结了绿色信托的具体内涵界定及发展现状,并在此基础上结合既有实践案例,探析绿色信托的展业模式和发展路径。课题亮点在于着重强调了绿色信托标准评价体系建设的重大意义和可操作性,将绿色信托标准评价体系纳入绿色金融标准体系,进而促进绿色信托的国际交流和合作。

目前信托行业内已对绿色信托开展了“自下而上”的积极探索,“自上而下”的政策制度以及标准化制定工作也正在加快落实。课题建议以信托业协会为主导,尽快出台相应的绿色信托业务指引,建立统一的绿色信托项目评价标准体系,完善绿色信托业务数据和信息披露平台,建立绿色信托的人才培养和能力建设机制,是助力绿色信托快速发展的有效路径。

**关键词:** 可持续发展 绿色金融 绿色信托 绿色信托标准体系



## 目 录

一、绿色信托的界定与意义 .....	193
(一) 绿色信托的起源与发展 .....	193
(二) 绿色金融与绿色信托 .....	195
(三) 绿色信托的概念界定 .....	195
(四) 发展绿色信托的现实意义 .....	198
二、绿色信托的发展环境与现状 .....	199
(一) 发展绿色信托的制度环境与行业共识 .....	199
(二) 绿色信托的国内外发展现状分析 .....	204
三、绿色信托评价标准体系建设与典型模式分析 .....	208
(一) 行业标准体系建设——制定绿色信托指引 .....	209
(二) 多元金融工具应用——绿色信托的典型案例分析 .....	215
四、绿色信托的发展困境与提升路径 .....	222
(一) 绿色信托的发展困境 .....	222
(二) 绿色信托的提升路径 .....	225
五、绿色信托的前景展望 .....	232
(一) 切实服务实体经济，契合绿色发展的国家战略 .....	232
(二) 深度发挥信托优势，形成绿色金融发展的国际共识 .....	233
(三) 提升信托行业共识，推广绿色信托标准和评价体系 .....	234
(四) 共建信息互联平台，促进绿色信托数字化与智能化发展 .....	234
(五) 创新探索商业模式，助力信托行业深化转型发展 .....	235
(六) 大力开展绿色实践，彰显信托行业的社会责任 .....	236
参考文献 .....	236
附件：绿色金融主要政策法规与指标指引 .....	239



## 一、绿色信托的界定与意义

### （一）绿色信托的起源与发展

2012年6月在联合国召开的可持续发展大会上，130多个国家元首围绕“绿色经济”和“可持续发展机制”两大主题达成了“我们憧憬的未来”的成果文件。大会确立了全球可持续发展的主题方向，开启了全球绿色发展的“后里约时代”。

中国经过改革开放四十年来，已发展成为世界上第二大经济体，然而却在生态环境上欠账太多。要实现永续发展，必抓好生态文明建设。在党的十八届五中全会上，系统论述了创新、协调、绿色、开放、共享“五大发展理念”，成为我国全面建成小康社会的决胜纲领，着力破解我国发展中的难题、增强发展动力、厚植发展优势。习近平同志在中共中央政治局第四十一次集体学习再次强调，推动形成绿色发展方式和生活方式是贯彻新发展理念的必然要求，必须把生态文明建设摆在全局工作的突出地位，坚持节约资源和保护环境的基本国策，坚持节约优先、保护优先、自然恢复为主的方针，形成节约资源和保护环境的空间格局、产业结构、生产方式、生活方式，努力实现经济社会发展和生态环境保护协同共进，为人民群众创造良好生产生活环境。

绿色发展，既是国策，也是民意所向。加快发展绿色金融，服务绿色经济，成为金融业的目标，也是金融业可持续发展的基石。同时，绿色金融又为加强资源节约和生态环境保护，应对环境挑战、支持绿色改造、促进绿色投资，引导实体经济向更加绿色清洁方向发展，进而推动全球经济绿色转型提供了动力源泉。

绿色发展与绿色金融，二者相辅相承。从价值链传递的角度来看，“公众运动—绿色消费—绿色生产—绿色金融”是绿色金融发展的一般规律。由于经济的快速增长而带来的环境污染、资源短缺等问题，使得社会上出现了公众环保运动以抗议破坏环境的经营生产行为。这些公众运动使绿色环保成为了一种价值取向，逐步影响到公众的消费选择，从而催生出绿色消费的需求。需求随之刺激供给，企业处于自身利益考虑会提供绿色产品以迎合绿色消费需求，由此诞生了绿色制造、循环经济等概念。随着越来越多的企业开始关注绿色生产和绿色制造，投资者也逐渐意识到企业环境效益的重要性，于是绿色金融就随之进入公众视野。

在绿色金融领域，绿色信贷因其起步早、规模大而取得了较为快速的发展，其



中最为瞩目的就是世界银行下属的国际金融公司和荷兰银行，根据世界银行的环境保护标准和国际金融公司的社会责任方针建立了赤道原则（Equator Principles, EPs）。该原则要求金融机构在对项目进行投资的时候，需要综合考虑环境、社会、健康、安全等方面的问题，并要促进该项目在环境保护以及社会和谐发展方面发挥积极作用，遵守赤道原则的银行承诺只把贷款提供给符合标准的项目。目前，赤道原则已经成为一个国际惯例，在其规定中可以看到环境和社会标准的明确化、具体化，在规范银行业发展的同时，也能实现社会效益的提升。

全球范围内绿色信托的起步要晚于绿色信贷，而我国的绿色信托则是近几年才逐渐兴起的信托发展模式，尚处于起步阶段。基于金融业发展的一贯性，绿色信贷的发展经验势必是绿色信托发展和成长的宝贵财富。

从国际上看，2006 年高盛发布研究报告，将公司治理因素与传统的责任投资因素（环境因素加社会因素）整合在一起，即 Environmental, Social and Corporate Governance（ESG）。进入 21 世纪以后，随着全球资源紧缺、生态破坏等环境问题的日益凸显，可持续发展战略迅速普及，ESG 投资也进入了蓬勃发展的阶段，绿色金融理念深入人心。

2015 年，联合国责任投资原则组织（UN Principles for Responsible Investment, UN PRI）等机构合作发布了研究报告《21 世纪的信托责任》，这份报告介绍了加拿大、美国、巴西、英国、德国、南非、日本和澳大利亚八个国家的信托经验，环境、社会与公司治理（ESG）因素对资产价值的影响急骤升温，凸显投资价值，而资产管理机构对资产所有者承担信托责任，因此有必要把环境、社会与治理因素归入投资决策流程，甚至政策制定者需要出台相关的政策措施作为支撑，以强制或鼓励的方式把环境、社会与治理因素归入信托责任的框架，并融入投资实践中的相关义务和责任。由此，绿色低碳理念在信托行业日益盛行，积极承担社会责任、践行可持续发展理念的绿色信托逐步被公众所接受。

2016 年，中国首次把绿色金融写入 G20 峰会议程与年度公报，会议期间中国人民银行和英格兰银行向 G20 峰会提交了《二十国集团绿色金融综合报告》并获通过，在全球发展绿色金融问题达成重要共识。由此，给绿色信托发展带来良好启示：绿色信托可以引导、激励更多的社会资本注入绿色产业，创新绿色金融产品和服务，推动全球金融机构绿色化的进程，助力推动传统产业低碳化且催生绿色新兴产业，成为绿色发展的主力军。



纵观整个信托行业的发展，中国信托业协会从 2013 年即开始发布信托公司履行社会责任的行业报告，其中“绿色信托”已见端倪。《中国信托业 2017 年度社会责任报告》显示，截至 2017 年末，信托公司存续绿色信托项目 564 个，存续资金规模 1 693.19 亿元，这与 2014 年 555.7 亿元的资金总量相比，规模增长超 2 倍。其中，以节能环保、新能源为代表的绿色产业是重点推进的战略性新兴产业，此外，信托行业还积极参与了大气污染治理、生态环境修复、资源循环利用、环保能效提升等各类绿色项目，可见我国绿色信托发展之迅速。

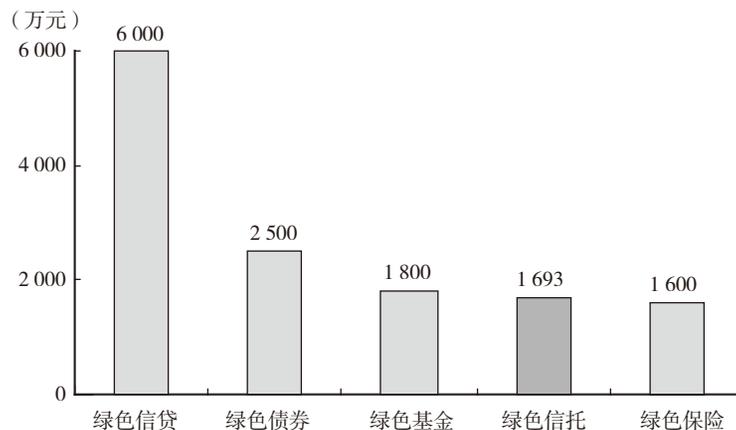
## （二）绿色金融与绿色信托

金融作为现代经济的核心，在推动绿色发展过程中作用重大。近年来，随着绿色发展理念逐步成为重要的社会共识，中国绿色金融发展全面提速，主要表现为：政策体系日益健全、服务渠道日益拓宽、改革试点成果显著、支持实体经济发展成效凸显、风控能力不断加强等。

在良好的发展环境下，绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色信托、绿色保险等各类绿色金融产品平稳健康发展。根据中国人民银行发布的《中国绿色金融发展报告（2017）》统计，截至 2017 年末，国内 21 家主要银行的绿色信贷余额达到 8.53 万亿元人民币，绿色信贷已成为绿色金融最为重要的板块。另外，2017 年中国在境内外发行的绿色债券规模超过 2 500 亿元，是全球最大的绿色债券市场之一；包括公募基金、私募证券投资基金、政府与社会资本合作（PPP）模式等在内的绿色基金规模约为 1 800 亿元；通过环境污染责任保险等绿色保险为企业提供超过 1 600 亿元的风险保障。而绿色信托经过近 5 年的发展，其资金规模从 2013 年末的 468.83 亿元快速增长至 2017 年末的 1 693.19 亿元，已然成为绿色金融体系中的重要组成部分。

## （三）绿色信托的概念界定

在绿色项目发展方面，绿色金融的概念提出较早，国际上经常与环境金融（Environmental Financing）、可持续金融（Sustainable Finance）、绿色投资（Green Investment）等概念混合使用。



数据来源：《中国绿色金融发展报告（2017）》，《中国信托业社会责任报告 2017》。

图 1 2017 年末绿色金融工具资金规模

国外学者 Labatt 和 White（2002）认为，绿色金融是以市场为研究基础，提高环境质量、转移环境风险的金融工具。普华永道 2013 年发布的《探索中国绿色金融机遇》报告中指出：绿色金融是指金融机构在普通的投融资决策、事后监督和风险管理流程之外，更进一步考虑环境因素而提供的金融产品和服务，这些产品和服务旨在促进环境责任投资，以及刺激低碳技术、项目、产业和市场的发展。国内学者鲁政委和汤维祺（2016）将绿色金融定义为：金融部门将环境保护与资源节约作为目标，在相关政策配合下，将环境影响的潜在的回报、风险和成本作为重要的因素纳入投资决策和日常业务中，以此引导社会经济资源向保护环境、促进可持续发展的领域集聚的一种创新性的金融模式。

随着绿色金融实践的不断推进，我国绿色金融快速发展，尤其是自 2015 年底启动绿色债券市场以来，经过短短一年我国便已成为了全球最大的绿色债券市场。由此，界定绿色金融统一的定义及范围成为了迫切的需求。2016 年 8 月 31 日，中国人民银行、财政部、国家发展改革委、环境保护部、银监会、证监会、保监会联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，首次给出了中国“绿色金融”的规范定义：“绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。”同时，该文件的出台标志着我国绿色金融政策体系的建立。

2018 年 7 月，基金业协会发布了《绿色投资指引（试行）》（征求意见稿），明确定义了“绿色投资”的概念：绿色投资是指促进企业环境绩效、发展绿色产业和减少环境风险为目标，采用系统性绿色投资策略，对能够产生环境效益、降低环境成



本与风险或直接从事环保产业的企业或项目进行投资的行为。该文件明确了绿色投资的界定和实施方法，推动基金行业发展绿色投资，进一步完善了绿色金融政策体系。

与绿色金融发展路径相类似，绿色信托的理论研究正是信托业基于其行业视角对此业务发展需求的回应。绿色信托概念的准确界定被认为是绿色信托发展的首要一步，绿色信托的概念决定了其发展模式以及发展方向等，具有重要意义。但是业内目前尚缺乏关于绿色信托概念的统一界定。

早期国内有学者将绿色信托定义为以环保项目为标的，为环保项目融资的信托计划。但该定义较为简练，仅突出了信托对环保项目的融资功能。在2016年5月召开的中国金融论坛中，绿色信托被定义为：“绿色金融体系的重要组成部分，主要指的是运用贷款、股权投资、债券、资产证券化等多种金融工具，通过信托型政府和社会资本合作产业基金、可交易绿色权益融资、公益信托等方式为绿色产业、绿色公益发展提供的信托产品与服务”。此概念较为清晰和全面，在信托行业内使用较为广泛，反映了近些年来行业对绿色信托的认知不断深化和全面。同时，也有业内人士认为，信托机构应积极发挥自身资源配置枢纽作用，引导、撬动社会资金向低耗能、低排放、低污染、高效率的领域流动和集聚，促进可持续发展和金融生态的健康构建。

根据人民银行及中国绿金委共同制定的《绿色金融术语手册2018》，绿色信托主要指信托机构为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用等经济活动，所提供的信托产品及服务。该定义是从绿色实现效能的视角对绿色信托的产品和服务进行定义，比较全面地覆盖了目前绿色发展涉及的三个重要方面，但是对信托产品及服务的具体细分内容尚未具体界定。

本课题认为，以侧重点不同，理解绿色信托的内涵分为狭义和广义两个层次。狭义的绿色信托关注的是信托项目的“绿色”属性和程度，即信托资金支持绿色项目的资金规模和绿色项目产生的绿色效能。而广义的绿色信托则是将开展绿色信托采用的金融工具和金融服务纳入考量，包括具体的金融工具运用和商业模式创新。由此，考察发展绿色信托对于信托行业乃至整个金融系统的意义和价值，分析绿色信托对促进经济稳定增长、助力经济结构转型、服务实体经济效果等方面的综合意义。

制定一个行业统一、符合行业发展方向、具有普适性和标准性的绿色信托概念是发展绿色信托的首要基础条件，在此基础上，行业内部还需要尽快建立一套绿色信托项目标准体系，完善有关产品标准和监管准则，以更好地引导和促进绿色信托的发展。



#### （四）发展绿色信托的现实意义

发展绿色信托是构建完善绿色金融体系的有机部分，对于经济和环境的可持续发展都具有重要意义。

首先，从宏观经济发展方向上看，发展绿色信托是大局所向。“十三五”规划中，“绿色”是五大新发展理念之一，十九大报告中多次强调“坚持人与自然和谐共生”的重大论述，生态文明建设被提升至国家战略，成为了中华民族永续发展的“千年大计”。在供给侧结构性改革的背景下，传统落后的重污染行业必然会被淘汰，新兴的绿色环保产业将占据优势地位，迎来全新的发展机遇。2016年人民银行等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，标志着我国建立了较为完整的发展绿色金融体系政策框架，同年我国将绿色金融纳入G20议题，并成立了G20绿色金融研究小组，助力金融体系提升动员私人部门绿色投资的能力。作为金融业的重要子行业之一，信托业管理的资产规模于2013年已经超越了基金业、证券业和保险业，成为金融行业的第二大子行业。因此，在业务的发展方向上，信托自然也要实现绿色化。发展绿色信托，既符合国家的中长期发展战略，也是我国完善金融体系的战略任务，并且与信托行业强调履行社会责任的发展方向相契合。

其次，从金融行业服务实体经济的角度来看，发展绿色信托是大势所趋。党的十九大报告明确指出，要“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。”在2017年7月举行的全国金融工作会议上，习近平总书记就如何做好金融工作提出了四条重要原则，其中第一条就是金融要“回归本源，服从服务于经济社会发展”。切实为实体经济服务，满足经济社会发展需要，是金融业的本分，更是金融业的初心和使命，金融只有为实体经济服务才能实现自身的可持续健康发展。在实体经济向绿色发展转型的过程中，发展绿色金融可以为实体经济增长提供新动能，而信托业则能够凭借独特的制度优势和金融运营特征，为国家生态文明建设添砖加瓦。在资产端，通过灵活运用股权、债权甚至资产证券化等多种形式为绿色产业提供金融支持，并创设丰富的绿色信托金融产品；在资金端，积极引导客户从关注金融投资收益的“物质财富”管理，延伸至国民对绿色环保社会责任投资的“精神财富”管理，引导和鼓励社会资本投向绿色产业，使资金端与资产端客户共享互联。

最后，从信托业务转型升级的角度来分析，发展绿色信托是信托行业积极适应市场变化、加强自身能力建设、践行“脱虚向实”的重要途径之一。近年来，信托行



业积极推进业务转型，大力提升主动管理能力，逐步从传统的融资类信托向投资类信托转型。随着绿色发展理念的持续深化以及绿色金融市场体系建设的进一步完善，绿色信托已经成为促进信托行业转型的一个重要切入点。在信托业自身实现转型升级的过程中，通过对资金的配置，也能实现产业机构、能源机构的绿色转型，支撑绿色环保产业成为新的经济增长点，进而实现经济环境的可持续发展。

## 二、绿色信托的发展环境与现状

### （一）发展绿色信托的制度环境与行业共识

#### 1. 发展绿色金融的政策支持

2015年9月，中共中央、国务院印发《生态文明体制改革总体方案》，首次明确提出“建立绿色金融体系”的总体目标，为金融助力生态文明领域改革做出了顶层设计和战略部署。2016年8月，人民银行联合发展改革委、财政部等七部委等出台《关于构建绿色金融体系的指导意见》，提出构建国内绿色金融体系的总体目标和具体任务，中国将成为全球首个建立了比较完整的绿色金融政策体系的经济体。

在支持绿色产业发展方面，既有的政策规范主要聚焦绿色产品和服务。2015年5月，国务院《关于加快推进生态文明建设的意见》，将绿色化与新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化相并列，共同作为经济社会发展的重大发展方向，并明确了绿色发展的产业载体，即绿色产业主要包括节能环保产业、新能源产业、新能源汽车产业、有机农业、生态农业以及特色经济林、林下经济、森林旅游等林产业。

在生态环境保护方面，2007年发布《关于环境污染责任保险工作的指导意见》，2013年印发《关于开展环境污染强制责任保险十点工作的指导意见》，2016年制定《环境污染强制责任保险管理办法》。2017年12月，中共中央办公厅、国务院印发《生态环境损害赔偿制度改革方案》，明确了生态环境损害赔偿范围、责任主体、索赔主体、损害赔偿解决途径等，为环境污染强制责任保险的推进奠定了基础。

绿色金融作为一门金融创新与环境保护的交叉学科，旨在为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动等领域的的项目提供项目资金、项目运营、风险管理等金融服务。近年来，我国高度重视绿色金融政策法规的完善，涵盖了绿色产业、绿色项目、绿色金融及其他金融要素等诸多方面，在建立风险防范机制、完善信贷管理制度、推进金融创新等方面，取得了显著进步。然而迄今为止，专门针



对绿色信托的政策法规等规范性文件还没有出台，因此开展绿色信托研究与实践仍需要参考绿色金融及相关的政策法规。

### 2. “资管新规”促进信托产品标准化发展

自《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《信托公司净资本管理办法》“一法三规”的相继颁布和实施，明确了信托公司作为专业理财和金融服务机构的功能定位，信托业逐渐步入良性和规范发展轨道。与此同时，随着经济和社会形势的不断发展变化，信托行业发展也面临诸多新的挑战 and 考验。经济周期性变化加剧、实体经济的结构调整、同业竞争不断加深、信托行业的利润空间逐步缩小，同时各种新政的出台倒逼信托公司加快转型速度，信托行业迎来了增长速度换挡、资管业务受挤压、结构阵痛调整、前期刺激政策消化、利率市场化推进的“新常态”。在回归信托本源的基础上如何适应并实现信托行业发展的转变，成为信托行业发展不得不思考和解决的重要问题。在这种客观形势要求下，信托公司加速转型、控制风险、提高效率、树立品牌形象的需求日益迫切，推进信托行业标准化体系建设势在必行。

2018年3月28日召开的中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）。会议指出，规范金融机构资产管理业务，要立足整个资产管理行业，坚持宏观审慎管理和微观审慎监管相结合、机构监管和功能监管相结合，按照资产管理产品的类型统一监管标准，实行公平的市场准入和监管，最大程度消除监管套利空间，促进资产管理业务规范发展。“资管新规”可以视作对资管业务实现跨行业监管的统一性文件，“资管新规”以及同年7月发布的“细则”《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，旨在将不规范、不标准的资管产品向规范化和标准化方向引导。因此，在此背景下，切实推动信托产品标准化将完美契合监管机构希望信托行业回归本源，加速转型的监管意图，促使信托公司更快适应行业生态环境的变化和监管秩序的重置。

绿色信托作为一项较新的信托业务，是信托公司转型发力的一个重要方向。近年来，随着绿色金融理念的深入传播，部分信托公司已经敏锐嗅到绿色信托所蕴藏的商机，积极投身绿色信托实践，开始主动对接绿色产品，规模和产品数量逐年攀升。然而，绿色信托在发展过程中，仍然面临一系列挑战。从受托人角度看绿色信托业务全链条，受托管理的上下游其他环节的标准化建设仍存在诸多可提升空间，如基础资

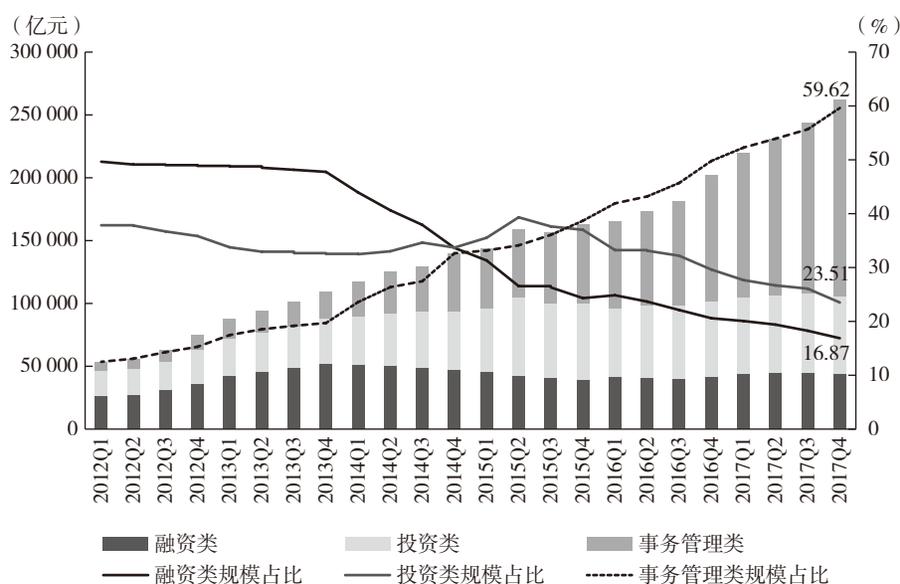


产的规范化、参与机构的专业化、交易文件的标准化、各行业环保绩效评价标准的计量化等。绿色信托产品标准体系的缺乏不仅使得监管部门对信托公司的监管工作存在较大难度，也在一定程度上制约了信托公司绿色信托业务的规模化、规范化发展。

“资管新规”及其细则的正式出台和实施，将有力敦促信托公司结合市场环境的变化，主动调整业务定位，积极与其他各参与机构一起齐心协力，相互配合，提高规范化水平和标准化程度，并不断磨合、总结、改进，推进我国绿色信托业务持续健康发展。

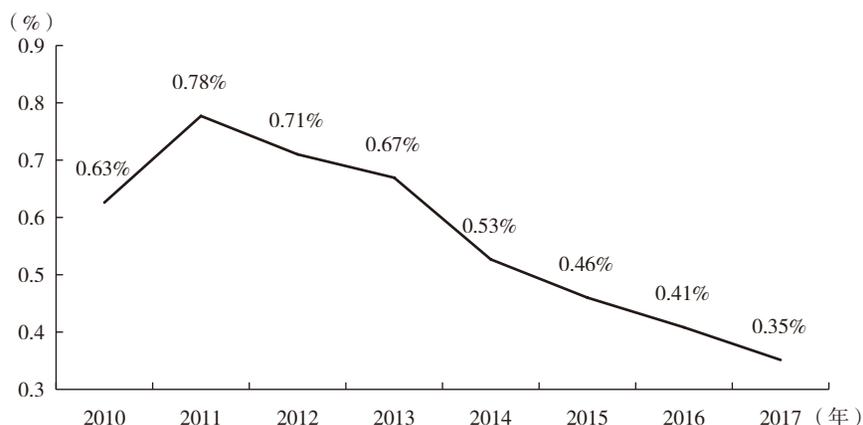
### 3. 信托公司主动转型提升主动管理能力

中国信托业协会发布的信托行业数据显示，截至 2018 年第二季度末，信托行业管理信托资产规模 24.27 万亿元，比第一季度末的 25.61 万亿元下降了 1.34 万亿元。这是自 2010 年有季度统计数据以来，首次出现信托资产规模的连续下滑。其中，事务管理类信托规模从第一季度的 15.14 万亿元下降到 14.30 万亿元，减少 8 414 亿元。从营业收入来看，第二季度全行业实现营业收入新增 269.96 亿元，比第一季度的 243.36 亿元增长了 10.93%；从利润总额来看，第二季度全行业新增利润总额 192.38 亿元，比第一季度的 167.67 亿元增长了 14.74%。2018 年信托行业主要围绕“控规模”经营，大部分信托公司积极响应监管政策，主动控制通道业务规模，事务管理类业务规模大幅下降表明行业通道业务“控规模”效果初显。



数据来源：中国信托业协会。

图 2 2012—2017 年信托功能分类及各类占比变化走势图



数据来源：中国信托业协会。

图 3 2009—2017 年综合信托报酬率变动图

从信托功能分类构成来看，2014 年之前，融资类信托一直是信托公司的主要业务，其规模占比一直处于较高水平，但是到 2014 年末，融资类、投资类和事务管理类信托的规模占比呈现出三足鼎立之势。2017 年，事务管理类信托规模继续保持上升态势，其在总规模中的占比已经超过半数，达到 59.62%，事务管理类已经代替融资类信托成为信托公司主要业务形式。从信托公司专业管理能力看，2017 年末主动管理类信托业务规模达到 7.7 万亿，较 2016 年末增加 12.37%，但是在总规模中的占比却仅为 29.77%，被动管理类信托仍占主要地位。从信托报酬率角度看，自 2012 年起，行业整体加权信托报酬率水平一直处于下降通道，到 2017 年已经降至 0.35%。

可见，低报酬率的被动管理类业务规模的持续增长是拉低行业平均信托报酬率水平的重要原因之一。因此，信托公司要形成稳定的盈利模式，必须要加强主动管理能力。如果仅仅发挥平台作用，被动充当临时性融资角色，就会成为其他金融机构的附庸。目前，信托业已经步入“新常态”，应打破原来“重规模、轻管理”的发展思路，回归信托本源。根据“资管新规”的要求，结合自身发展情况探寻发展路径，加速转型升级，主动提升管理能力是未来信托行业发展的主要方向。当前，随着绿色发展理念的不断深化以及绿色金融市场体系的不断完善，绿色信托越来越受到信托公司的青睐。发展绿色信托既符合信托提升主动管理能力、服务实体经济的行业诉求，也可以凸显信托公司的社会与环境责任，是信托业深化转型发展的重要趋势和方向。

#### 4. 信托行业积极推动绿色信托体系建立

(1) 信托监管及行业引导。中国银保监会政策研究局是负责绿色金融政策制定及落实的主要监管机构，持续推进绿色信贷业务的规则制定与落实，也是未来绿色信



托标准建设的重要指导和监管部门。

中国信托业协会自《中国信托业 2013 年度社会责任报告》的发布开始，就开始设置专门的章节撰写披露信托行业投身绿色环保的业务实践。报告多次指出，以新能源、节能环保、循环经济为代表的绿色产业是我国经济结构调整和可持续发展的重点，信托公司努力支持产业发展，在风电、光伏发电、水电、生物能源、节能改造、污水处理、环保基础设施建设、碳金融等领域，创新业务模式，加大投融资力度，利用自身灵活的制度优势有力地支撑绿色低碳产业的发展。

《中国信托业 2017 年度社会责任报告》进一步深化，通过“绿色信托研究”“环境保护事业”“绿色环保理念”三个维度展现了信托行业推进绿色信托事业的最新进展，越来越多的信托公司都积极加入到绿色信托的理论研究与业务实践中，在行业范围内起到了良好的宣传推广作用。

(2) 信托公司积极实践。面对我国的绿色经济转型，信托公司着眼支持实体经济、履行社会及环境责任，积极开展以信托支持节能减排、生态保护、环境污染治理、清洁能源、循环经济等绿色产业发展的创新实践，充分发挥信托制度的灵活性优势，服务于绿色产业在不同阶段的金融需求。近几年，越来越多的信托公司涉足绿色产业，运用多元金融工具，探索创新绿色信托的发展路径。

2015 年，中航信托、中建投信托等率先提出“绿色信托”概念，目前，绿色信托已经成为部分公司重要战略转型方向之一。根据 2017 年各公司年报统计，绿色信托在年报中共出现了 10 次，首次出现在信托公司创新业务关键词排行榜上，位列第 7 位，说明绿色金融体系逐渐形成的今天，绿色信托作为重要一环受到越来越多的重视。虽然关于绿色信托的概念目前还没有统一的定义，但是信托行业已经先行先试，基于多年的业务实践着手开展绿色信托理论框架体系的建设。2017 年 3 月，中航信托联合北京大学法学院非营利组织法研究中心共同研究发布《2016 年绿色信托发展报告——以中航信托为视角促行业转型和社会创新》，以中航绿色信托业务经验为基础，分析信托公司以及信托行业发展绿色信托的特征和模式，并从理论和实物结合的角度，提出绿色钻石价值模型，从品牌价值、形象价值、竞争价值、共鸣价值和尊重价值五方面构建绿色信托的价值评价体系。2018 年 2 月，中航信托进一步巩固研究成果，发布了《2017 中航信托绿色信托指标与案例精选》，深入全面总结案例经验，提出符合中航信托发展特色和业务需求的绿色产业指标体系，复盘绿色信托投向逻辑，梳理绿色信托业务模式特点，为绿色信托后续发展提供了理论和实务参考。



兴业信托在借鉴兴业银行绿色金融发展实践的基础上，制定《兴业国际信托有限公司 2016—2020 年“绿色信托”业务规划》，标志着兴业信托“绿色信托”体系化发展的第一步，逐步建立了“绿色信托”统计口径以及绿色属性认定流程，并在传统债权类信托、绿色金融资产证券化、绿色环保创业投资基金、绿色投资产业基金、绿色环境 PPP 引导基金领域进行了积极实践。截至 2017 年末，兴业信托绿色信托业务规模已经达到 496.88 亿元。

总体上看，虽然信托公司频频试水绿色信托，但整体业务水平发展尚不成熟。相比其他信托项目，绿色环保产业涉及行业广泛，不同行业发展模式差异较大，且普遍存在资金投入大、回笼慢的特点，因此，信托公司开展绿色信托业务需要一定的资源禀赋以及培养环保细分领域的专业化能力，加强同业和跨行业合作，充分调动各类资源为绿色环保企业实现信托赋能。另外，国内关于绿色信托理论层面的研究虽有涉猎，但是各家公司均是基于自身经验的总结提炼，虽然亮点频现，但是尚未形成系统全面的理论体系，特别是在绿色信托的概念、展业领域、展业模式、产品指标体系等方面还需要加紧研究和落地，以期为全行业绿色信托业务的发展提供理论和实践参考。

### （二）绿色信托的国内外发展现状分析

#### 1. 绿色信托在全球的发展现状

总体而言，国际上关于“绿色信托”并没有专门的研究，国外关于绿色信托的应用主要集中在环境信托和环境公共信托两个方面。环境信托起源于英国，是指委托人基于对受托人的信任，将其特定的土地等环境资源委托给具有生态保护能力的受托人，以受托人自己的名义为保护该特定的土地等环境资源而进行经营管理，由此产生的利益归不特定的社会公众共同享有的行为。

19 世纪中叶，由于人类开发行为的不断扩张，不少重要的历史古迹和生物栖息地已经遭到严重破坏。为了对抗过度开发的行为，英国成立了很多民间组织。1895 年，英国的国民信托组织成功将王室六千英亩的森林争取为信托财产，被认为是环境信托的开端。目前，除了英国之外，美国、加拿大、日本、巴拿马等国家和地区均采取设立环境信托的方式，通过民间组织力量保护生态环境。

英国国民信托组织被认为是英国最大的“地主”和“房主”，也是欧洲最成功的文化遗产和自然景观保护组织，拥有众多的乡村土地、海岸线、历史建筑、古堡花园等的所有权、管辖权和使用权。其主要通过捐赠（donation）、遗赠（bequest）、



契约信托（covenanted）、购置（purchase）等方式取得和经营管理信托财产。根据有关法律规定，受信托的资产不得随意抵押、转让或拍卖，国民信托组织不能随便出售、变卖和转让这些土地和房产。国民信托组织通过对管辖的这些土地、海岸线、历史建筑、城堡花园等进行有效的保护和管理，并对公众开放，变成现代人了解历史、度假休闲，如旅游、观光、徒步、单车、露营、冲浪等等的最好场所。其运营管理资金来源主要是会员会费、游客门票、礼品销售等，并充分利用了8万多志愿者的积极性，节约了大量的资金投入，把有效开发和利用、兼顾保护与发展做到了极致。

环境公共信托是由美国的萨克斯教授在1970年首次提出的，意指将环境资产作为信托财产、以全体美国人（当代及后代）为委托人和受益人、以美国政府为受托人、以资源环境的可持续利用为目的设立的一种信托。该信托源自于环境公共信托理论，信托的公益目的是公共信托的根本属性和核心要件。美国吸收了英国普通法传统中的公共信托思想，但最早是应用于保护环境资源的商业价值而非生态价值。20世纪60年代，随着工业现代化的发展，美国的环境问题日益尖锐，美国民众要求国家制定强有力的环境法律保护日益恶化的生态环境。美国学者开始从理论上探讨环境公益的保护机制问题，环境公共信托理论应运而生。

环境信托与环境公益信托的区别主要在于两个方面：一是环境公共信托的受托人为政府，而环境信托的受托人为具有生态环境保护能力的民间组织。二是环境公共信托的委托人和受益人均均为全体民众，而环境信托的委托人是特定环境资源的所有人，受益人是不特定的社会公众。但是二者的目的由于都具有公益性，所以都属于公益信托。本课题所研究的“绿色信托”虽然具有环境保护的目的，但是与上述两种公益信托还存在一定区别。绿色信托不仅包含公益信托的形式，还包括其他将环境保护目的与信托投资理财功能相结合的私益信托形式。例如英国政府面对泰晤士河300亿~380亿英镑的处理费用，拓展多元的融资渠道，通过信托融资方式筹集资金来保障污水治理和河流整治的资金来源。

另外，在欧盟几个国家内，依赖于环境收费的专项基金机制已经建立。最著名的是法国河流域管理局在征收排污费的基础上建立的河流水质控制基金。目前，在污水管理、大气质量控制、废弃物回收与处置、噪声控制等领域，欧盟许多国家也实施了同样的机制，以推动环保产业的发展。另外，欧盟还采用信托基金、彩票收益等方式进行环境融资。信托基金包含多种形式，可以是一个非盈利的团体，一个普通的信托机构，或根据法律建立的信托机构。荷兰、英国等分别将国家彩票收益的一部分



用于环境保护。

虽然国外信托参与环保产业的案例相对较少，但是国外关于绿色金融的研究已经颇为成熟，关于绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色保险、碳金融产品和服务以及绿色指数等方面已有相当多的经验，且信托由于其制度的灵活性在信贷、债券、基金等业务领域具备丰富的实践经验，未来在环保领域还将有较大的业务空间。另外，在 2015 年，UN PRI 与几家合作机构联合发布《21 世纪的信托责任》，报告研究了加拿大、美国、巴西、英国、德国、南非、日本和澳大利亚 8 国经验，得出了结论：第一，在当前市场环境中，ESG 因素对资产价值影响越来越大，因此对投资收益的影响也越来越大。第二，资产管理机构要对资产所有者负起信托责任，应该将 ESG 因素纳入投资决策流程。第三，为了让更多的资管机构积极参与，政策制定者有必要出台相关政策，强制或鼓励将 ESG 纳入信托责任的框架之中。《21 世纪信托责任》的提出反映了国际绿色金融和责任投资的新趋势，如此一来，金融机构绿化与否就不再是情怀问题，而是上升至守法合规问题。因此，随着金融机构绿化进程的不断加速，信托公司参与环境保护事业也将成为必然。

### 2. 绿色信托在中国的发展现状

整体上看，我国绿色产业融资渠道还比较单一，融资难度较大。政府引导和投资力度有待提高，产业发展面临比较大的资金缺口，绿色产业发展需要融资手段的创新。信托作为我国金融机构的重要组成部分，其在引导资源流动和优化资源配置方面发挥了重要作用，以资源节约和环境保护为前提的绿色产业发展自然离不开信托的支撑。以信托形式为绿色企业提供融资服务，可以确保资金的稳定性，由于信托财产具有很好的风险隔离功能，使得以信托形式发放的贷款具有稳定性和安全性。此外，信托财产具有多元化特征，信托为绿色企业提供的金融服务不只限于资金融资，还包括财产权信托、资产证券化等服务。同时，信托还具有很强的灵活性，只要信托目的不违背国家相关法律法规或者损害社会公共利益，委托人即可以设立信托。在为企业提供融资服务时，信托可以充分发挥制度优势，在有效控制投资风险的前提下，突破传统金融机构对绿色企业的融资束缚，广泛采用产业基金、股权投资、可转债融资等金融创新形式。另外，信托公司部门设置呈现出扁平化特征，决策效率较传统金融机构高，融资限制条件少，可以为绿色企业提供及时便捷的金融服务。

目前，结合具体业务实践，我国绿色信托主要有以下几种业务模式。

第一，绿色信托贷款。2015 年出台的《生态文明体制改革总体方案》高度重视



绿色信贷的作用，并鼓励各类金融机构大力发展绿色信贷。在以往绿色贷款实践中，信托公司通过技术升级改造贷款、并购重组贷款等在降低能源消耗、控制污染物排放等方面取得积极成效，信托贷款已经成为绿色信托主要的业务模式。

第二，绿色债权投资。2015年是中国绿色债券市场发展的元年。自《生态文明体制改革总体方案》发布后，人民银行、发展改革委、上交所等相继出台相关文件，银行间市场交易商协会也在推进制定关于非金融机构发行绿色债权融资工具的文件，中国绿色债券市场初步建立。随着绿色债券市场发展和相关政策逐步出台，信托可以为符合条件的绿色企业发行私募债，降低绿色企业融资成本。

第三，绿色股权投资。绿色企业大多是重资产企业，前期投入较大，投资回收期较长。因此，应助力绿色企业通过资本市场融资。信托公司可以与券商、私募等合作，深入发掘绿色企业的投资机会，募集资金投资于已上市或未上市企业股权、定增、优先股、可转债等。

第四，绿色资产证券化。污水处理、垃圾回收、太阳能发电等行业具有现金流长期稳定、可以预测的特点，适宜以其收益为基础资产开展企业资产证券化业务。早在2006年，南京城建就曾在交易所发行以污水处理收费收益权为基础资产的企业资产证券化产品。2014年，有信托公司在银行间市场发行了以绿色贷款为基础资产的证券化产品。与其他类型的金融机构相比，信托具有财产独立、风险隔离、管理灵活的优势，既能以银行的绿色信贷为基础资产开展信贷资产证券化业务，也可以介入企业资产证券化和私募资产证券化。

第五，可交易绿色权益融资。2017年，国家发改委印发了《全国碳排放权交易市场建设方案（发电行业）》，标志着我国碳排放权交易体系完成了总体设计，全国碳排放权交易市场正式启动。围绕碳排放交易权，信托公司可以提供相关产品和服务，比如为碳排放交易各方提供流动性支持。除了碳排放交易权，我国还将建立用能权、排污权、水权交易制度，可交易绿色权益市场潜能巨大。2015年，国内就出现了首支碳信托——中建投信托·涌泉1号集合资金信托计划。该产品总规模5000万，通过设立有限合伙企业，进行配额和国家核证自愿减排量（CCER）之间的价差套利交易。2016年，云南信托发行“云信绿色嘉元1号集合资金信托计划”，首开以信托形式直接进行碳配额和CCER交易的先河，进一步释放碳交易市场金融创新的红利。

第六，信托型PPP绿色产业基金。信托公司长期从事实体经济投融资和项目管理，与政府、基础设施建设运营机构、大型金融机构等合作密切，开展信托型PPP绿色



产业基金具有天然的优势。信托型 PPP 绿色产业基金可以根据融资方需求、项目特点，采用结构化融资、股债组合等方式，构建有效参与以及灵活退出机制，吸引大型金融机构和有实力的企业共同参与。

第七，环境公益信托。是指面向社会公众，以公益信托的方式推动绿色公益事业发展的信托业务类型。2014 年万向信托推出国内首款公益信托产品“万向信托·中国自然保护公益信托”，项目聘请了社会组织担任该公益信托的咨询顾问，会计师事务所担任信托监察人，律师事务所担任法律顾问。绿色公益信托是信托公司普及绿色发展理念，汇集社会资源，推动公益信托升级的重要途径。2017 年 9 月，中航信托成立了绿色生态环保信托，与中华环保基金会作为共同受托人，募集慈善信托资金主要用于九寨沟灾后生态恢复建设。

现阶段，国内“绿色信托”业务还处于起步阶段，主要涉足的产业类型包括风电、光伏发电、水电、生物能源、节能改造、污水处理、环保基础设施建设、碳金融等，除了直接参与具体项目外，信托公司还可以与集团企业开展战略合作，如构建专业化的能源产业投资平台、设立各类环保产业基金，以产融结合的方式开展全产业链业务。

### 三、绿色信托评价标准体系建设与典型模式分析

伴随着绿色金融业务的快速发展，包括绿色企业与绿色项目在内的绿色金融相关标准不统一、业务发展先于标准制定、部门间标准衔接性不强等问题逐步显现，对相关业务的发展形成了制约。因此，加快推进绿色金融标准体系建设迫在眉睫。这既是进一步发挥金融服务实体经济、促进绿色金融可持续发展的内在需要，也是进一步完善有效激励约束机制、防范潜在金融风险的重要手段。

2018 年 9 月，全国金融标准化技术委员会规划和指导成立了绿色金融标准工作组（以下简称“工作组”），全面开展绿色金融领域相关标准的制定和实施工作，面向绿色信贷、绿色债券、绿色保险、绿色信托、绿色期货、绿色股票、绿色股票指数、绿色发展基金等相关领域开展标准体系的制定及完善。中国信托业协会作为工作组的成员单位之一，主要承担绿色信托标准的制定。目前，绿色信托标准制定工作正有序开展，由中航信托牵头以及前期 8 家信托公司代表组成的工作组正在参与绿色信托标准制定的研讨与落实工作，信托行业将有望迎来一套国内统一、国际认可、清晰可执行的绿色信托标准体系，为行业规范发展提供明确的指向和依据。



### （一）行业标准体系建设——制定绿色信托指引

按照绿色产业投向与金融服务两方面进路，绿色信托的行业标准体系可分为绿色项目认定、绿色信托金融服务、绿色信托环境信息披露三个维度制定绿色信托的投融资指引。

#### 1. 绿色项目认定标准及绿色项目库建立

绿色项目是绿色信托的投向载体，支撑绿色信托服务实体经济的重要体现，对接信托金融资源的重要平台。建立绿色项目的认定和评估方法，结合各地已经建立的绿色项目库，可以为绿色信托提供丰富而优秀的项目投向资源，有效防止和解决项目的“泛绿”和“漂绿”问题，同时可以享受区域财政、税收优惠支持政策，有利于形成助力绿色信托可持续发展的正向激励。

目前，全国各地正在积极探索建立地方绿色项目库标准，截至2018年5月末，浙江、江西、新疆三省（自治区）五个地方初步建立了包含423个绿色项目的数据库，成为面向金融机构的重要推介资源。

以江西省赣江新区为例，作为国家绿色金融改革创新试点之一，赣江新区与第三方评估机构——联合赤道环境评价有限公司合作，于2018年9月，同步制定了《赣江新区绿色企业认定评价办法》《赣江新区绿色项目认定评价办法》《赣江新区企业环境信息披露指引》，参考了国内外相关标准，结合区域产业发展规划和产业政策，提出了一系列配套激励政策，更有效地引导资本投向绿色企业和绿色项目。

除江西赣江新区外，其他绿色金融改革创新试验区也都纷纷建立了针对本区域特色的绿色项目库，为金融资本注入提供了更为科学合理的选择。由此，在发展绿色信托的项目投向端，需要结合各地产业政策和绿色企业及绿色项目认定标准，形成绿色信托资金投向的准入标准和依据，把握好绿色信托投向的第一关。

#### 2. 绿色信托金融服务指引

目前，在我国绿色金融体系内，“绿色信贷”和“绿色债券”已形成了较为统一的认知共识，并且在行业和监管层面也制定了较为完善的认定和评价体系，具有较强的示范和引领效应。此外，中国基金业协会于2018年7月，发布了《绿色投资指引（试行）》征求意见稿，旨在明确绿色投资的界定和实施方式，强化基金管理人对环境风险的认知和绿色可持续发展的支持。上述绿色金融指引的制定和探索对于绿色信托标准体系建设具有较强的参考意义。

绿色信贷包括两大部分：其一是支持节能环保、新能源、新能源汽车三大新兴



产业生产制造端的贷款；其二是支持节能环保项目和服务的贷款。2013 年 7 月，银监会印发《绿色信贷统计制度》附《绿色信贷统计表》，将绿色项目分为十二大类，用以统计银行开展绿色信贷的情况和资产质量情况，以及银行涉及落后产能、环境、安全等重大风险企业信贷的情况。

表 1 《绿色信贷统计表》绿色项目细分

一级指标	二级指标
1. 绿色农业开发项目	
2. 绿色林业开发项目	
3. 工业节能节水环保项目	
4. 自然保护、生态修复及灾害防控项目	
5. 资源循环利用项目	
6. 垃圾处理及污染防治项目	
7. 可再生能源及清洁能源项目	7.1. 太阳能项目
	7.2. 风电项目
	7.3. 生物质能项目
	7.4. 水力发电项目
	7.5. 其他可再生能源及清洁能源项目
	7.6. 智能电网项目
8. 农村及城市水项目	8.1. 农村饮用水安全工程项目
	8.2. 小型农田水利设施建设项目
	8.3. 城市节水项目
9. 建筑节能及绿色建筑	9.1. 既有建筑绿色改造项目
	9.2. 绿色建筑开发建设及运行维护
10. 绿色交通运输项目	10.1. 铁路运输项目
	10.2. 航道治理及船舶购置项目
	10.3. 城市公共交通项目
	10.3.1. 城市公共汽车客运项目
	10.3.2. 城市轨道交通项目
10.4. 交通运输环保项目	
11. 节能环保服务	11.1. 节能服务
	11.2. 环保服务
	11.3. 节水服务
	11.4. 循环经济（资源循环利用）服务
12. 采用国际惯例或国际标准的境外项目	

资料来源：课题组根据《绿色信贷统计表》整理。



2017年以来,管理部分继续完善和修订了绿色信贷的统计制度,为优化和统一绿色信贷统计口径以及与绿色项目衔接提供了更为完善且具有可操作性的支持。

绿色债券方面,2015年12月,人民银行发布了《关于在银行间市场发行绿色金融债券的公告》(〔2015〕第39号),以及由中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录(2015年版)》,明确了绿色债券六大类及三十一小类环境效益显著项目的界定条件,为绿色项目的筛选与认证提供了技术性指导,主要应用于除绿色企业债之外的绿色金融债券发行认证领域,是我国债券行业绿色项目界定的直接依据。

表2 《绿色债券支持项目目录》(2015版)绿色项目分类标准

一级分类	二级分类	绿色产业项目
1. 节能	1.1 工业节能	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 新建节能设施和装置</li> <li>· 节能技术改造</li> </ul>
	1.2 可持续建筑	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 新建绿色二星级及以上建筑</li> <li>· 既有建筑节能改造</li> </ul>
	1.3 能源管理中心	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 节能降耗能源管理一体化系统的建设和运营</li> </ul>
	1.4 具有节能效益的城乡基础设施建设	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 城市地下综合管廊项目</li> <li>· 根据城市内涝及热岛效应等进行的地下管线建设和改造</li> <li>· 地下管线隔热防潮的建设及改造</li> </ul>
2. 污染防治	2.1 污染防治	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 水、气、固、废污染物处理</li> <li>· 配套设施建设运营</li> </ul>
	2.2 环境修复工程	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 城市黑臭水体综合整治</li> <li>· 矿山土地复垦与生态修复</li> <li>· 土壤污染治理及修复</li> </ul>
	2.3 煤炭清洁利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 煤炭洗选加工及分级利用</li> <li>· 替代传统煤炭消费利用方式的设施建设及运营</li> </ul>
3. 资源节约与循环利用	3.1 节水及非常规水源利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 工农牧业节水工程</li> <li>· 水资源综合利用及非常规水源利用</li> <li>· 海绵城市配套设施建设运营</li> </ul>
	3.2 尾矿、伴生矿再开发及综合利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 矿产资源尾矿、伴生矿再开发利用、资源高效利用</li> <li>· 地热能开发、回灌及综合利用</li> </ul>
	3.3 工业固废、废气、废液回收和资源化利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 工业固废、废气、废液回收和资源化利用设施建设运营</li> </ul>
	3.4 再生资源回收加工及循环利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 工业废料及“城市矿产”资源回收、分拣拆解体系设施建设运营</li> <li>· 工业废料及“城市矿产”资源加工再利用设施建设运营</li> </ul>
	3.5 机电产品再制造	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 汽车零部件、工程机械、机床等机电产品再制造设施建设运营</li> </ul>
	3.6 生物质资源回收利用	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 农业秸秆、林业废弃物、城乡生活垃圾等生物质资源化利用设施建设运营</li> </ul>



续表

一级分类	二级分类	绿色产业项目
4. 清洁交通	4.1 铁路交通	· 铁路线路及场站、专用供电变电站 · 技术升级改造
	4.2 城市轨道交通	· 城市地铁轻轨等交通设施建设运营
	4.3 城乡公路运输公共客运	· 公共汽车、电车等公共交通工具购置 · 公交体系配套设施建设运营及线路养护
	4.4 水路交通	· 更新淘汰老旧船舶及购置符合标准船舶 · 内河高等级航道疏浚、整治工程
	4.5 清洁燃油	· 高标准燃油生产装置建设或既有生产装置清洁标准提升技术改造 · 车用燃油产品生产
	4.6 新能源汽车	· 新能源汽车整车制造及零部件生产 · 新能源汽车配套设施建设运营
	4.7 交通领域互联网应用	· 交通领域互联网技术开发建设及运营
5. 清洁能源	5.1 风力发电	· 风力发电场建设运营
	5.2 太阳能光伏发电	· 太阳能光伏电站、太阳能高温热发电站的建设运营（满足限定条件）
	5.3 智能电网及能源互联网	· 智能电网及能源互联网建设运营及技术升级改造项目
	5.4 分布式能源	· 分布式能源设施建设运营及管理系统建设运营
	5.5 太阳能热利用	· 太阳能热利用装置 / 设施建设运营
	5.6 水力发电	· 以水力发电为目的的水库大坝、水工隧洞、电站厂房、发电机组等水利发电设施建设运营
	5.7 其他新能源利用	· 利用地热能、海洋能及其他可再生能源发电的工程设施建设运营
6. 生态保护和适应气候变化	6.1 自然生态保护及旅游资源保护性开发	· 自然保护区建设工程 · 生态修复及植被保护工程 · 自然生态保护前提下的旅游资源开发建设运营
	6.2 生态农牧渔业	· 农牧渔良种繁育等一体化项目 · 农牧渔业有机产品生产等项目
	6.3 林业开发	· 森林抚育经营、可持续的林业开发等类型项目
	6.4 灾害应急防控	· 灾害监测预警和应急系统、重要江河堤防及河道整治工程、水土流失治理、草原、森林生态保护等工程设施建设运营

资料来源：课题组根据《绿色债券支持项目目录》（2015 版）整理。

同年，发展改革委制定的《绿色债券发行指引》（发改办财金〔2015〕3504 号）则规定了绿色企业债券聚焦的 12 大重点领域：节能减排技术改造、绿色城镇化、能源清洁高效利用、新能源开发利用、循环经济发展、水资源节约和非常规水资源开发利用、污染防治、生态农林业、节能环保产业、低碳产业、生态文明先行示范实验、低碳试点示范等绿色循环低碳发展项目。

上述两套标准在范围划分和政策支持方面，有重合也有差异，这或会影响到贷



款人、投资人对绿色项目的评估，给投资者认定绿色企业和绿色项目带来了一定程度的不便利。

绿色基金方面，基金业协会发布的《绿色投资指引（试行）》征求意见稿，以ESG责任投资的核心理念为基础，对基金管理人的绿色投资活动及其内部制度建设作出普适性指引，界定了绿色投资内涵，明确了绿色投资的目标及原则，制定了开展绿色投资的方法，兼顾由机构自主灵活地运用相关指标和基本方法为基础，配合以第三方评估及协会评估为辅助，利于基金管理人改善投资决策机制，丰富投资策略，提升绿色投研体系和绿色投资文化建设，为推动发展绿色投资基金、开发绿色投资指数、践行ESG责任投资奠定基础。

相比较而言，信托行业在绿色信托的指引和评价标准制定方面还没有形成行业体系化的研究和实践成果，部分信托公司在绿色产业和绿色项目投向的先行探索具有一定的参考价值。

例如，作为业内较早提出“绿色信托”概念的信托公司，中航信托积极配合信托业协会，探索绿色信托项目标准体系建设。在其发布的《2017中航信托绿色信托指标与案例精选》中，基于现有的绿色金融学术理论研究，结合《关于构建绿色金融体系的指导意见》《绿色信贷统计制度》《绿色债券支持项目目录》《绿色债券发行指引》《绿色投资指引（试行）》（征求意见稿）等政策与金融同业既有实践，中航信托立足信托行业绿色金融战略布局，融入以环境（E）、社会（S）和公司治理（G）为核心的ESG责任投资相关指数，综合考量信托公司在绿色可持续发展领域的绩效，制定了符合行业发展趋势以及自身业务发展特色的绿色信托项目标准体系。

表3 中航信托绿色产业与绿色项目细分

一级分类	二级分类	指标说明
1. 可再生能源及清洁能源	1.1 太阳能项目	指利用太阳能发电、供热的工程建设及其运营维护。包括但不限于太阳能光伏电站、太阳能热水器、太阳能采暖系统、太阳能空调制冷系统、太阳能中高温集热系统、太阳能与空气源热泵热水系统、兆瓦级太阳能高温热发电装置等的建设运营项目
	1.2 风电项目	指利用风能发电的工程建设以及风力发电场的运营维护，含配套风能监测、风电场功率预测系统、风电场群区集控系统
	1.3 水力发电项目	指以水力发电为目的的水库大坝、水工隧洞、电站厂房、发电机组等水力发电设施建设及运营
	1.4 其他可再生能源及清洁能源项目	指天然气、地热能、生物质能、海洋能及其他可再生能源、清洁能源的利用及设施建设运营。 包括但不限于生活生产用气；“煤改电”、“煤改气”等清洁能源推广利用项目；农村沼气建设项目；地热供暖、生物养殖装置/设施等建设运营



续表

一级分类	二级分类	指标说明
2. 环保能效提升	2.1 工业或能源密集型商业节能技术改造项目	指为了节能、节水、减少污染物排放、加强环境保护、提高安全生产等，对工业或能源密集型商业领域的技术、工艺、设备设施、控制中心等实施改造、建设的项目，以及热电联产、热电冷联产项目
	2.2 既有建筑绿色化改造项目	对既有建筑的维护结构、用能用水设施、采暖制冷系统、照明设备、能源计量器具等进行绿色化、综合化节能改造的项目
	2.3 绿色建筑开发与建设与运营维护项目	指新建符合以下标准的建筑： (1) 新建工业建筑：达到《绿色工业建筑评价标准》(GB/T50878-2013) 二星级及以上标准； (2) 新建住宅建筑和公共建筑：达到《绿色建筑评价标准》(GB/T50378-2014) 二星级及以上标准
	2.4 碳交易项目	以碳资产为基础和核心的交易项目，包括但不限于碳资产管理、碳资产租赁、中国核证自愿减排 (CCER) 项目开发及交易、温室气体排放权交易等
3. 污染防治及生态保护	3.1 垃圾废物处理及资源循环利用项目	指包括但不限于污水、污泥、大气污染物、危险废弃物、城镇及生活垃圾等固体废弃物的处置和循环利用，矿产资源、大宗固体废弃物、餐厨废弃物、农林废弃物、建筑废弃物及道路沥青等资源化综合利用，汽车零部件及机电产品再制造等项目
	3.2 生态保护、环境修复及灾害防控项目	指自然保护工程建设、自然生态保护前提下的旅游资源开发、生态修复及植被保护等。 包括但不限于以下项目：国家公园、地质公园、自然遗产所在地保护运营项目；国家级和省级自然保护区建设及维护；海洋环境保护与生态修复工程；天然林保护工程；海洋、森林、特定野生动植物栖息地、湿地、荒漠、草原等生态功能区建设及维护；生态脆弱地区环境压力释放；水土流失综合治理；水源地及水生态系统保护与修复；水生态系统旱涝灾害防控；城市黑臭水体综合整治；矿山土地复垦与生态修复、土壤污染治理及修复等项目
	3.3 煤炭清洁利用项目	指对煤炭进行洗选加工、分质分级利用、以及采用便于污染物处理的煤气化等技术对传统煤炭消费利用方式进行替代的设施建设及运营项目
4. 绿色交通运输	4.1 新能源汽车整车及零部件生产制造项目	指电动汽车、燃料电池汽车、天然气燃料汽车等新能源汽车整车制造、电动机制造、储能装置制造以及其他零部件、配件制造的项目
	4.2 新能源汽车配套设施建设运营项目	指新能源汽车配套电池、充电、天然气储能、供能等服务设施建设运营
	4.3 公共交通设施建设运营及更新改造项目	指公共、轨道、铁路、非机动、多式联运等交通工具类型及场站、专用供电变电站等设施建设运营

资料来源：《2017 中航信托绿色信托指标与案例精选》。

目前绿色信托标准研究制定工作正在有序开展，暂时没有出台成型的标准体系。《中航信托绿色产业与绿色项目细分》是中航信托在发展绿色信托过程中，结合公司既有的学术理论研究和业务实践特色制定的，虽然无法完全代表整个信托行业的绿色信托项目标准，但该业务标准在全行业内比较具有前瞻性探索意义，对行业的绿色信托标准研究制定工作具有一定的借鉴参考意义。

### 3. 绿色信托环境信息披露

金融机构披露投融资环境信息，尤其是对所持有资产的绿色化程度和环境影响



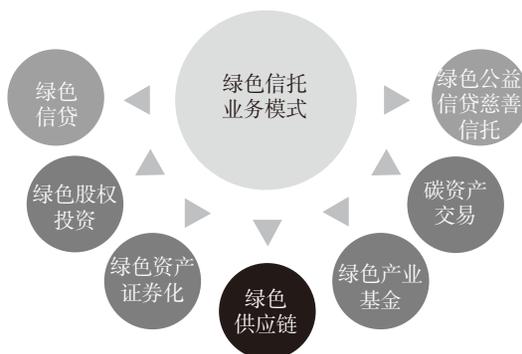
进行动态披露,有助于提高绿色金融市场的透明度和影响力,增强金融系统的稳健性,进一步促进我国金融开放,提升我国绿色金融服务的行业和国际竞争力。

2017年,中英两国成立了绿色金融研究工作组,共同推进金融机构环境信息披露试点等绿色金融研究和实践工作。包括中英部分银行、基金公司在内的10余家代表机构参与了试点工作,共同探讨并推动金融机构对气候与环境风险管理的水平,助力经济绿色转型和发展。

综上,绿色信托评价和标准体系的构建,应当立足我国经济发展的现实国情以及产业特色,结合我国信托行业的发展特点以及资源禀赋,顺应经济结构调整方向,服务实体经济,契合国家绿色发展战略;同时,也要充分尊重市场规律和国际共识,确保评价标准既能促进市场公平竞争,促进业务有序发展,又能有效兼容国际规则。因此,标准的制定应遵循公平性、完备性、统一性、开放性以及前瞻性等基本原则,符合信托行业发展阶段性特点以及信托公司发展实际需求,并且能够有机纳入整个绿色金融的指标体系建设中。

## (二) 多元金融工具应用——绿色信托的典型案例分析

信托资金具有跨市场配置、多元化运用的特点,能根据企业不同融资需求进行贴身化的产品定制,为各类企业提供资金支持。国内关于绿色信托的实践多以绿色信托贷款、股权附回购、应收账款附回购等以融资为目的的投资模式为主,随着各信托公司的不断探索,各类创新模式也在不断涌现,如绿色资产证券化、产业基金等模式都发展迅速,为各类绿色产业企业提供多元化的融资服务。



资料来源:中航信托:《2018中国资产管理行业报告》。

图4 绿色信托业务主要模式

### 1. 绿色信贷

绿色信托贷款是信托行业服务绿色产业较为普遍的业务模式,交易结构简单,



能有效发挥信托融资高效的优势，对不能在银行机构获得贷款额度的绿色企业能形成较好的补充。早在 2012 年，为了促进各类金融机构大力发展绿色信贷，银监会就印发了《绿色信贷指引》，指导银行业金融机构规范开展绿色信贷业务。信托公司的绿色信贷业务主要是与绿色产业相关企业合作，募集资金为其发放贷款，资金主要用于降低能源消耗、固废处理、环境治理等项目，近年来，信托贷款为支持绿色项目的发展取得了较好成效。

较之银行机构的传统信贷，信托绿色贷款优势在于流程便捷高效，能较好的满足绿色企业相关项目对资金需求的时效性；同时，由于绿色企业普遍资质较低，且可供抵押资产少、项目盈利弱，很难满足银行贷款条件。但由于绿色项目的高风险，加之信托产品的发行成本等因素，也使得信托贷款成本要高于银行贷款。

典型案例：（1）重庆信托设立的“重庆市武隆县堤防工程建设项目集合资金信托计划”，发行产品募集资金 1.5 亿元，用于向武隆县投资有限责任公司发放信托贷款，借款人将资金用于武隆县沿江环境综合整治（二期）右岸堤防工程 H 标段工程建设项目。工程完成后，极大提升了武隆城区防洪标准，改善了城区交通和乌江航运条件，使得水患丛生的河岸变为极具投资价值的热土。（2）重庆信托设立“恒瑞 4 号集合资金信托计划”，向江西顺风光电投资有限公司发放贷款 15 亿元，用于光伏太阳能电站开发等。（3）长安信托设立“长安宁·西昌国资贷款集合资金信托计划”，募集资金 5 亿元，用于西昌邛海湿地五期恢复工程建设。“邛海生态保护与湿地恢复”工程规划总面积 2 万亩，湿地全部建成后，邛海域面积将恢复至 34 平方公里，成为全国最大的城市湿地。

### 2. 绿色项目投资联动

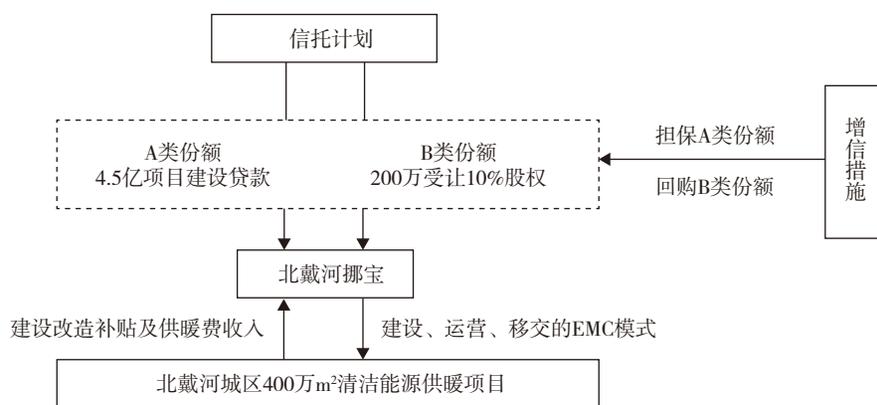
随着我国对可再生能源应用与节能减排工作的不断加强，《可再生能源法》《节约能源法》《可再生能源中长期发展规划》《民用建筑节能管理条例》等法律法规的相继颁布和修订，以及财政部、住房城乡建设部《关于推进可再生能源在建筑中应用的实施意见》的逐步实施，地热能直接利用获得空前的机会，尤其是以地源热泵为代表的地热能直接利用更是一举奠定了地源热泵在我国建筑节能与可再生能源利用中的突出地位，各省市陆续出台相关的地方政策，设备厂家不断增多，集成商规模不断扩大，新专利新技术不断涌现，有影响力的大型工程不断出现，地源热泵系统应用进入了快速发展阶段。2017 年初，第一部国家层面编制的地热能发展规划《地热能开发利用“十三五”规划》由国家发展改革委、国家能源局、国土资源部联合印发。我



国地源热泵行业迎来了广阔的发展空间，主要应用集中在供暖制冷领域。

挪宝控股作为地源热泵行业的龙头企业，是国内为数不多的能够提供集产品研发、设备生产、系统设计、工程施工、设备安装、运行维护、运营管理等为一体的地热能全产业链集成方案供应商，其地源热泵集中供暖项目具备稳定的现金流、可观的盈利能力和快速的可复制性等良好的金融属性。

中航信托于 2017 年 9 月成立中航信托·挪宝北戴河新能源集合资金绿色信托计划，采用投贷联动方式，总规模 4.52 亿元人民币，期限 2 年。其中，中航信托作为委托人依照法律法规及监管要求向挪宝控股下属的项目公司秦皇岛北戴河挪宝能源有限公司分期发放项目建设贷款 4.5 亿元，资金用于对秦皇岛市北戴河区进行清洁能源集中供暖改造，将原有的 40 个燃煤锅炉供热站升级改造为地源热泵能源站，通过清洁能源改造为北戴河城区 400 万平方米面积提供供暖服务。此外，中航信托以 200 万元受让项目公司 10% 股权，作为股东通过股东会层面有效监管贷款资金用途，并积极参与项目运营管理，以获取股权投资收益。该项目将绿色能源应用在民生工程，具备较好的经济效益、环境效益和社会效益。



资料来源：中航信托，课题组整理。

图 5 挪宝新能源项目交易结构图

### 3. 绿色股权投资

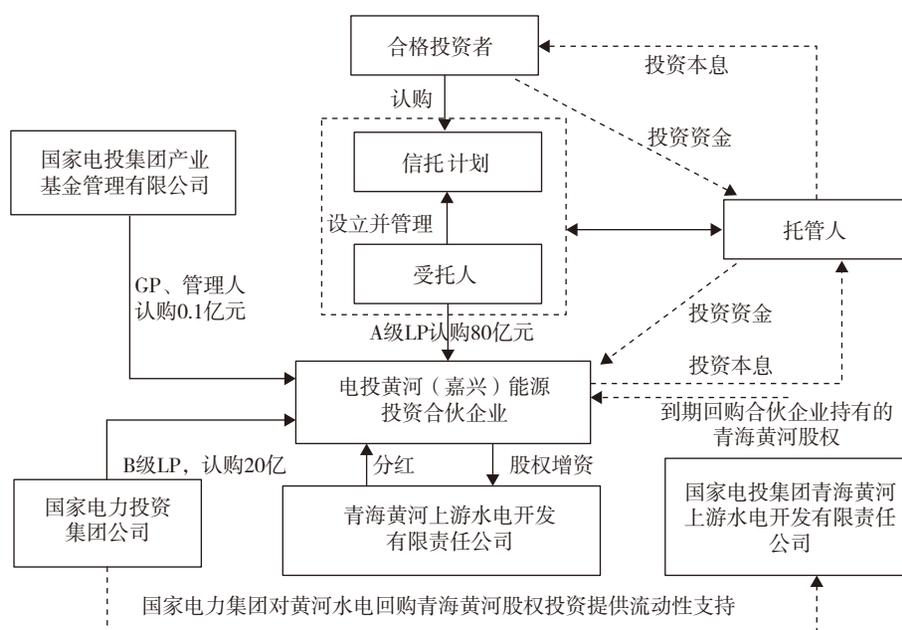
信托融资模式的特点在于资金运用的灵活多样化，相较于传统的信托贷款，以融资为目的的股权、应收账款、特定资产受益权投资模式能更有效的利用绿色企业的各项资产，提升信托风控措施的有效性，成为绿色信托的主要业务模式。该模式能充分结合各企业的融资需求和信托公司的风控条件，灵活设计产品，促进绿色信托快速发展。如股权附回购信托，能较好的发挥股权的风控作用，提高信托公司在项目推进过



程中的话语权，把控绿色项目后续风险，在监督管理成效方面，优于信托贷款。该类绿色信托模式的主要缺点在于，以“明股实债”为代表的融资模式其法律性质和效力存在争议，当发生交易对手进入破产清算程序，股权投资只能在债权之后受偿。此外，作为交易对手股东，信托公司也会承担额外的入股风险。

典型案例：2017 年，重庆信托成立了“重庆信托·国寿青海黄河债转股集合资金信托计划”，共募集资金 80 亿元，信托资金用于认购“电投黄河（嘉兴）能源投资合伙企业（有限合伙）”（以下简称“黄河基金”）80 亿元的 A 级有限合伙份额。国家电力投资集团公司（以下简称“国家电投”）作为 B 级有限合伙人认缴 20 亿元出资，国家电投集团产业基金管理有限公司作为普通合伙人 / 执行事务合伙人 / 基金管理人认缴 0.1 亿元出资。黄河基金对青海黄河上游水电开发有限责任公司（以下简称“青海黄河”）进行增资，青海黄河以黄河基金的 100 亿元增资款用于归还存量银行贷款，实现“债转股”降低资产负债率的目的。

信托计划终止前，青海黄河的母公司国家电投集团黄河上游水电开发有限责任公司回购合伙企业持有的青海黄河股权，或以增资协议约定的其他方式，实现合伙企业对青海黄河投资的收回；合伙企业将以收到的股权回购款或其他方式收回的资金按照本信托计划所持合伙份额的比例向本信托计划进行分配，以实现信托资金的安全退出，并为受益人获取信托收益。具体交易结构如下图所示：



资料来源：重庆信托，课题组整理。

图 6 青海黄河债转股项目交易结构图

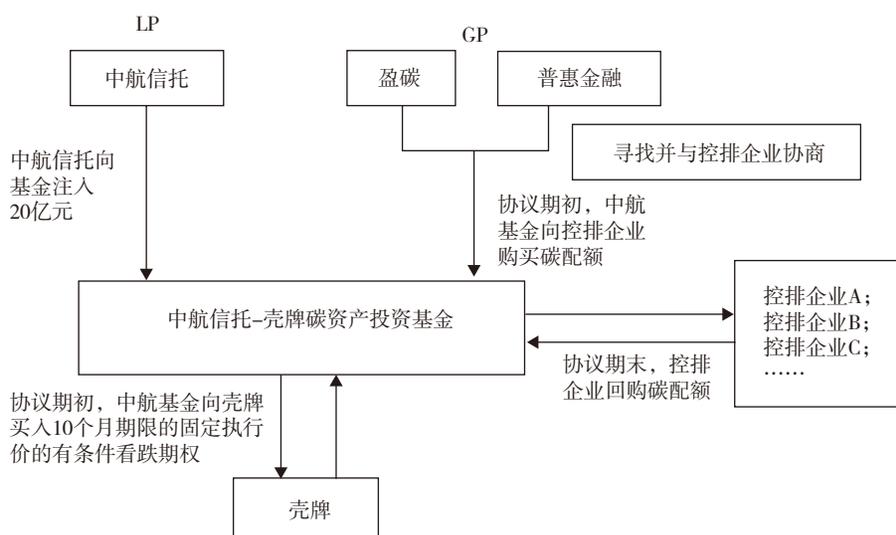


该项目综合利用了信托资金股权投资的优势，配合机构投资者完成了债转股目的，同时，该产品也和产业基金进行了合作，以加入合伙企业方式成功为产业基金引入了社会资本，通过整合多方资源实现了对大型绿色企业的资金支持，对信托通过股权投资、产业基金合作等方式服务绿色企业具有较好的示范意义。

#### 4. 碳交易基金

2017年12月19日，国家发改委宣布启动全国碳排放交易体系。20日，国家发改委印发《全国碳排放权交易市场建设方案（发电行业）》的通知，规定了初期市场的交易主体为发电行业重点排放单位，以年排放超过2.6万吨二氧化碳（即年度用能超过1万吨标准煤的电力企业）为纳入标准，共覆盖约1700家电力企业。根据国家发改委的预测，中国碳交易市场规模很可能在2020年超过40亿吨——这已接近目前世界最大的欧盟碳排放交易市场的3倍。

在这一背景下，中航信托联手壳牌能源、盈碳共同发起“航壳碳资产投资基金”，信托资金用于认购航壳碳资产投资基金LP份额，普泰金融和盈碳共同担任基金GP，基金主要负责参与国内碳资产市场控排企业碳资产配额购买及回购业务。该项目通过基金盘活了配额企业的碳资产，增强了碳资产流动性，推动碳资产交易市场的完善。



资料来源：中航信托，课题组整理。

图7 壳牌碳资产投资基金项目交易结构图

#### 5. 绿色资产证券化

绿色资产证券化根据证券化的资产类别，可以分为绿色信贷资产证券化、绿色



企业资产证券化、绿色金融资产证券化。信托公司根据绿色资产的类别以及企业的融资需求等条件，可以灵活选择资产证券化类别。绿色资产证券化能有效利用信托资产隔离的天然优势，帮助绿色企业盘活资产，也符合国家供给侧结构性改革下业务支持方向。同时，也能解决绿色项目期限与资金较难匹配的问题。截至 2017 年末，全国绿色贷款余额超过 8 万亿元，这为绿色资产证券化业务的开展提供了广阔的市场空间。兴业银行、农业银行等银行机构都在该领域进行了大量产品实践，如 2017 年农业银行发行的“农盈 2017 年第一期绿色信贷资产支持证券”，是银行间市场首单经认证的绿色信贷资产证券化产品。该项目从农业银行浙江省分行发放的“绿水青山”专项对公贷款中筛选出 14.34 亿元的基础资产，且募集资金均投向绿色项目，获得了中债资信评估有限公司和毕马威会计师事务所的“双绿色认证”（基础资产与募集资金用途均为绿色）。

对于绿色信贷资产证券化产品，信托公司主要充当资产隔离的“SPV”角色。随着信托公司在该领域的探索进一步加深，将在资产证券化业务中正发挥越来越重要的作用，积极参与主动管理甚至主导产品发行，如利用自身在房地产领域积累的投融资经验，以商业房地产抵押贷款支持证券的模式盘活绿色企业资产，为绿色信托发展打开了新的思路。

重庆信托在 2017 年与中国节能环保集团公司合作，参与了首单央企绿色认证 CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券）的发行——嘉实资本中节能绿色建筑资产支持专项计划。

交易背景：中节能绿色建筑产业有限公司是中国节能环保集团公司子公司，成都中节能环保发展股份有限公司是绿建公司控股子公司，持有成都国际科技节能大厦，该资产为公司提供了持续稳定的现金流。为帮助中节能集团盘活资产，贯彻“轻资产化”战略，改善绿建公司财务状况。重庆信托协助采用资产证券化交易方式为中节能达成目标。

交易结构：首先，由成都绿城节能投资有限公司委托重庆信托向成都中节能环保发展股份有限公司发放信托贷款 8.2 亿元，借款人将其持有的成都国际科技节能大厦项下房屋所有权抵押至信托名下，借款人在存续期内将底层物业租金归集至监管账户，以其现金流保证未来还款。

嘉实资本再设立资产支持专项计划，承接原始权益人的信托受益权，然后以此为

基础资产在深交所发行商业房地产抵押贷款支持证券，获得低成本资金，支撑证券

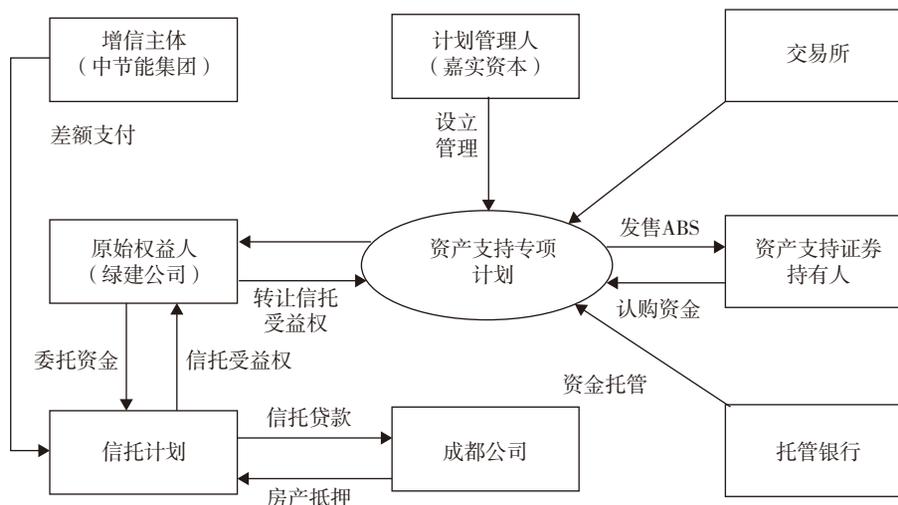


的现金流是底层物业资产未来收益产生的现金流，同时，由中国节能环保集团公司承担本息偿付的补足义务。“嘉实资本中节能绿色建筑资产支持专项计划”的产品要素如表 4 所示：

表 4 嘉实资本中节能绿色建筑资产支持专项计划核心要素

产品名称	嘉实资本中节能绿色建筑资产支持专项计划		
原始权益人	中节能绿色建筑产业有限公司		
实际融资人	成都中节能环保发展股份有限公司		
基础资产	原始权益人享有的信托受益权		
底层资产	成都国际科技节能大厦租金收益		
资金用途	用于绿色建筑项目建设及偿还绿色产业项目贷款		
总规模	9 亿元		
产品期限	18 年（3+3+3+3+3）		
挂牌场所	深圳证券交易所		
退出方式	每 3 年末附票面利率调整权和证券定期开放安排，在“信托计划提前结束”情况下，专项计划同时结束并分配计划财产		
产品分级	优先 A	优先 B	C 类（原始权益人认购）
优先级比例 / 规模	5.5 亿元	3 亿元	0.5 亿元

资料来源：课题组根据《嘉实资本中节能绿色建筑资产支持专项计划说明书》整理。



资料来源：课题组根据《嘉实资本中节能绿色建筑资产支持专项计划说明书》整理。

图 8 嘉实资本中节能绿色建筑资产支持专项计划交易结构图

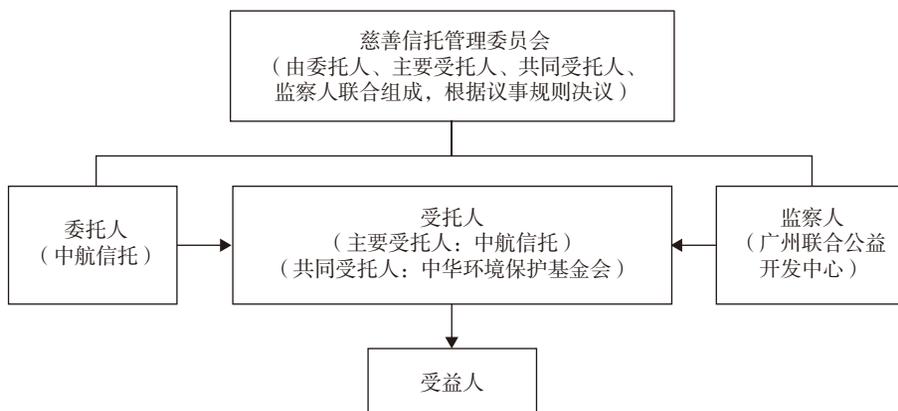
该交易结构从模式来看是一个信托计划 + 专项计划的双 SPV 结构，这也是目前国内 CMBS 产品普遍采用的方式。项目底层资产成都国际科技节能大厦荣获美国绿色



建筑协会金级认证和中国绿色建筑二星级认证，所以该产品也是国内首单经独立第三方认证的绿色 CMBS 项目，对通过资产证券化盘活绿色资产具有较好的借鉴意义。

### 6. 绿色生态慈善信托

绿色信托实践除了商业模式创新外，将绿色与慈善相结合的绿色慈善信托是开展绿色信托的社会创新方式。2017 年 9 月 25 日由中航信托与中华环境保护基金会作为共同受托人、实现绿色与慈善跨界融合的“中航信托·绿色生态慈善信托”正式启动，2018 年 5 月，落实该慈善信托的九寨沟生态恢复工程在九寨沟南坪县顺利开展。本单慈善信托由中航信托与中华环境保护基金会作为共同受托人。中华环境保护基金会将在环保部指导下发挥绿色生态保护领域的专长，确保项目的有效执行和良性发展，在全国范围内形成示范效应，履行绿色生态保护与慈善事业的创新融合的社会责任。中航信托发挥资金管理优势和资源整合服务优势，建立基于多方共识的绿色持续发展生态圈，在绿色生态和慈善救助方面积极履行企业社会责任，创新开拓绿色信托的多元方式。



资料来源：中航信托，课题组整理。

图 9 中航信托·绿色生态慈善信托设计

## 四、绿色信托的发展困境与提升路径

### (一) 绿色信托的发展困境

#### 1. 法律制度及行业标准体系仍待完善

(1) 立法不足。完善的法律制度是推进绿色金融及绿色信托发展的保障。随着我国绿色产业的快速发展，国内相关政策法规体系难以契合绿色金融产品创新的



需要。

首先，我国有关绿色金融发展的立法工作才刚刚开始，尚未制定专门的绿色金融法，诸多关于绿色金融的法规、文件等，彼此关联性不强，很难为我国绿色金融战略提供系统的法律支持，也未形成健全、完善的绿色金融法律法规体系，绿色金融市场尚缺乏有效的监管。2016年，人民银行等七部委联合发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》是我国发展绿色金融的纲领性文件，该文件指出要“完善与绿色金融相关的监管机制，有效防范金融风险”，但未就如何应对绿色金融领域出现的风险问题进行细则性的规定。

其次，目前我国有关绿色金融的文件性规定并无强制力，对污染行为主体约束力不强，大大削弱了绿色金融政策的执行效力。此外，我国的绿色金融法也没有明确国家、企业、自然人等主体在绿色金融中的权利与义务，不能给各类社会主体起到指导作用。在税收财政政策上，国家支持环保金融的政策也并不完善，缺少针对环保产品和企业的税收优惠政策，这也为绿色金融发展带来制约。

最后，绿色金融体系还应当设计针对绿色企业及项目实施的环境审查制度和信息披露制度，向政府环保监督部门和金融部门提供企业的环境审核信息，金融机构据此对企业的未来财务状况的影响、对自己的绿色信贷策略做出判断，激励绿色金融服务产品的创新和推出，以支持绿色产业的发展，促进金融业务结构的调整。

(2) 市场机制不成熟。目前国内绿色产业基础设施不完善，市场配套机制尚待建立。国内统一的可交易绿色权益流通市场尚未建立。以碳排放为例，虽然区域性的碳排放交易所试点已经在开展，但是尚未建立全国性的碳排放交易所，碳排放定价机制也尚未形成，交易流转主要采用协议转让的方式。此外，绿色项目专业服务市场亟待发展。绿色项目通常较为复杂，专业性强，为准确揭示风险，为包括绿色信托在内的各绿色金融产品设立提供条件，需要包括信用评级、资产评估、数据服务、律师事务所、会计师事务所等在内的机构提供专业服务。

(3) 体系标准仍待完善。随着我国绿色金融需求和市场规模的快速增长，建立绿色金融标准的迫切性也日益凸显。多年来，我国在绿色金融标准体系建设方面已进行积极探索，但整体而言仍处于起步阶段，尚存在以下几方面的突出问题：

第一，标准体系不统一。一是国内与国际不统一。由于发展阶段、产业结构及环境治理重点的不同，我国绿色金融标准与国际主流存在不少差异。以绿色债券为例，我国现行的绿色债券标准中支持的煤化工技术，因具有高碳排、高耗水、高污染等属



性一直饱受国际相关机构的争议。二是部门之间不统一。如发展改革委与人民银行在绿色债券项目筛选标准上不统一，一定程度上影响了绿色项目库建设和相关金融产品开发。同时，不同产品标准间也缺少衔接。如银保监会的绿色信贷标准与人民银行、发展改革委的绿色债券标准，在支持项目范围及分类方法上存在差异，导致对于同一个项目，可能出现银行信贷归入绿色金融范畴，而发展改革委在审批绿色债券时却并不认可。三是区域之间不统一。目前，浙江、广东等五省份作为全国绿色金融改革创新试验区，都在积极谋划和推动绿色金融标准建设，如果各行其是，势必形成多套“特色”标准，既影响标准的准确性和统一性，也造成“重复建设”和“资源浪费”。

第二，标准体系不完整。除绿色信贷、债券之外，其他诸如绿色股票、保险、基金、信托、碳金融等绿色金融产品及绿色金融专营机构等标准的制定仍处于空白阶段。同时，现有的绿色金融产品标准中没有对绿色程度作出细分。体系不完整，阻碍了绿色金融产品生态链的构建。

第三，标准体系缺乏系统性。目前我国绿色金融标准主要集中在金融产品方面，缺少相关配套和系统推进。如在绿色认证和评级方面，由于没有“自上而下”的标准指引，仍停留在认证评级机构自发探索的层面，存在较大的随意性；在认证评级机构的准入、监管等方面也未出台明确的规范性文件，绿色认证及评级的公信力不足。

### 2. 绿色产业盈利模式及可持续性仍不清晰

由于绿色产业的公共服务特性，多数绿色产业项目存在盈利性低的问题，对政府补贴高度依赖。政府补贴成为了维持绿色项目持续开展、保障金融机构合理盈利的重要途径，市场机制的不成熟成为制约该模式持续发展的重要因素。

一是以行政审批为主要特征的传统投资机制没有根本改变，市场对资源配置的基础性作用也没有得到充分发挥。二是价格体系不完善，价格与价值是脱离的，价格由政府物价部门核准，不以价值为基准，不合理的价格机制抑制了社会资金的流入。三是现有的企业上市融资、地方政府债券、企业债券等能够用于环保融资的政策都还不够完善，制约了社会资金进入绿色产业领域。

信托与其他金融机构相比，其融资服务的主要特点在于信托产品运用灵活、高效，能有效整合社会各方资源满足融资方资金需求。但以私募形式发行的信托产品，其资金成本由投资者收益、信托报酬、发行费用等构成，使其融资成本高于传统银行信贷。此外，长期以来，由于我国理财市场以中短期理财产品占据主导，信托产品积累的客户多以中短期理财需求为主，形成了信托产品期限普遍较短的结构特征。而绿色产业



项目具有一定公共产品和服务特征，且我国绿色产业还处在起步阶段，技术和资金都受限，本身就存在着投资周期长、收益不确定，短期盈利不足的特点，造成与信托资金较难匹配。

### 3. 绿色信托数据统计基础设施有待建立

目前业内还没有统一的绿色信托项目及业务统计口径，这对系统化发展绿色信托，激励信托公司支持绿色产业发展、制定绿色信托长期发展规划带来制约，也不利于相关出台更具针对性的绿色信托激励政策，促进绿色信托的长远发展。

目前各信托公司普遍将信托资金用于环保、清洁能源等领域，或者通过信托计划为环保、清洁能源等绿色项目提供金融支持的项目纳入绿色信托项目范畴。中国信托业协会每年在社会责任报告中，也对绿色信托发展状况进行了披露和统计，但如何建立全国统一的绿色信托标准评价指标，构建共识的绿色信托统计标准，是目前亟待推进的工作。

## （二）绿色信托的提升路径

### 1. 出台相应的绿色信托业务指引

回顾绿色信托近几年的发展历程，更多的是信托公司在领会《关于构建绿色金融体系的指导意见》（以下简称《指导意见》）顶层设计的基础上，将绿色发展理念融入信托业务的一种探索与创新。传统信贷类的信托业务，可以参考2012年银监会已出台的《绿色信贷指引》。然而，信托业务模式灵活多样，涉及业务范围广阔，《绿色信贷指引》仅针对信贷业务提出了指导意见，导致部分绿色信托业务在开展过程中处于无法可依，无规可循的尴尬处境。信托作为第二大金融业态，绿色金融的大力开展离不开信托公司的积极参与。出台一部符合信托业务特点的《绿色信托指引》迫在眉睫。

绿色信托业务指引应包括开展绿色信托的目标、原则、方法、步骤、措施等方面，以及监管机构及政府给予的政策支持与倾斜，形成适用广泛、长期有效的指引文件，促进绿色信托在我国的稳步健康发展。具体如下：

（1）明确基本概念。绿色信托业务指引首先应明确绿色信托定义与概念，提出绿色信托的发展目标及开展原则。作为绿色金融的衍生概念，绿色信托是绿色金融体系的一个重要组成部分。绿色信托的定义不能局限于信托项目层面，而是应当突出《指导意见》的绿色发展理念，持续性地提供专业化的金融服务，助力绿色产业蓬勃发展。绿色信托的发展目标既要有长远目标，也要有分阶段目标，发展目标的制定要紧密结



合我国国情和绿色金融整体成长情况，并在借鉴国外有益经验的基础上科学制定。业务开展原则应明确简洁，保持与《指导意见》的统一，同时凸显信托制度的灵活优势与信托业务的运营特性。

绿色信托操作模式较多，除了传统的融资类绿色信托业务，还可以开展绿色产业基金、绿色 PPP 项目信托、绿色资产证券化，以及结合碳远期、碳期货、碳期权、碳互换等碳金融衍生创新信托产品。绿色信托业务指引应对绿色信托的主要模式进行总结，并针对具体业务出台细则性的操作指引和规范。

(2) 制定量化指标。制定量化指标，明确绿色信托项目细分，并对绿色信托进行量化评价，例如市场责任指标、社会责任指标、投资者权益维护指标、经济责任指标、环境指标等，并应继续细化至二、三级指标。多维度的评价指标模型，既可以检验绿色信托项目开展的实效，也可以直观反映出绿色信托实践探索中存在的问题。通过可计量可测算的指标来对投资行业、项目准入、运作情况、机构参与等各方面进行量化约束，明晰界限，也避免了发生部分企业披着绿色外衣，行金融之实，却毫不作为，最终导致绿色信托沦为其融资工具的现象。

此外，可利用这些量化指标建立绿色评估体系，一方面推动企业披露环境信息并通过中介机构对其进行评价、监督、引导和激励，另一方面通过开展环境风险压力测试对绿色项目所带来的对自身的市场和信用风险进行评估、作出信用评级，使金融机构能够正确审视自己的资源配置，完善客户分类管理制度，实行差别化授信制度，同时进一步加强环境风险动态管控，转移、缓释投资风险。完善的绿色信托指标体系，涵盖从产品、业务到机构、市场、制度和运行环境等各方面，为绿色信托业务的开展提供数据支持，是绿色核算的基础。

(3) 重点产业支持。部分绿色产业有着资金需求量大、投资回报期长、盈利模式不清晰、现金流不稳定的缺陷，这些产业难以获得投资者的青睐，信托公司的投资意愿较低。例如目前市场上的环保类信托产品就相对较少，大多需要依赖政府参与，自主性较差。针对涉及这类产业的项目，需要政府建立有力的补偿激励机制，采取适当的财政补贴，引导外资、商业资本和民间资本介入，另一方面需要信托公司活用金融工具，通过诸如基金化设计、资产证券化、PPP 模式等方法优化资产，使其具备可投资性。这也是绿色信托业务指引中应该给予监管指导的内容。此外，可按照先主后次、先急后缓的原则，对那些发展迫切、影响较大的细分行业重点照顾，涉及重点绿色产业的项目实行差别政策，例如降低相关绿色企业的融资门槛、放宽信托公司的各



项指标限制等。

(4) 建立激励与约束机制。对积极开展绿色信托的金融机构进行表彰或给予税收减免、财政贴息等优惠政策，提高金融业履行环境责任的积极性。现有的制度文件中，仅有《信托公司行业评级指引》涉及到社会责任概念，在 100 分值的行业评级体系中给予了社会责任板块 10 分的权重。绿色信托业务指引应肯定绿色信托作为信托公司转型方向与金融创新的重要意义，鼓励信托公司将《指导意见》的绿色发展理念融入到企业自身的价值理念中，把绿色信托的发展布局到企业长远发展战略当中。具体可以落实到提供适当的财政补贴、降低绿色信托投资门槛、减免税收和保障基金的收取、延长免税期、等一些实质性的优惠政策，提高金融机构参与绿色信托的积极性。此外，应明确对绿色信托的监管方法和监管力度，在事前、事中、事后进行全程动态监督，并建立相关的报送机制。

## 2. 建立绿色信托项目评价标准体系

我国的绿色金融业务相关规定多为原则性、建议性的指引，且缺乏具体明确的规则和环境风险评级标准，金融企业也缺乏相应的内部实施细则。一套科学的标准体系是绿色金融有效实施的基础。银保监会在 2014 年出台了《绿色信贷实施情况关键评价指标》，但此《评价指标》更多的是针对银行机构所开展的绿色信贷业务整体实施情况的自我评价，其指标以定性为主，且欠缺对具体项目的评价标准。政府可以在借鉴国际上比较成熟的绿色金融标准、准则的基础上，结合我国的国情，制定统一的绿色信托项目标准体系，提升绿色信托的可操作性。

例如“赤道原则”，即是目前国际金融界较为公认的一套准则，其结合了世界银行的环境保护标准与国际金融公司的社会责任方针，是一个旨在解决国际金融界确定、评估和管理信贷行为过程中所涉及的社会和环境风险的金融指标。赤道原则要求金融机构将融资项目按照潜在的环境社会风险和影响程度分为高(A)、中(B)、低(C)三类。即 A 类：严重改变环境原状且产生的不良环境和社会后果不易消除的项目。B 类：产生不良环境和社会后果，但较易通过缓释措施加以消除的项目。C 类：不会产生明显不良环境和社会后果的项目。金融机构结合项目分类审查其环境和社会风险，在合同中嵌入承诺性条款，聘请独立外部专家审查项目的社会和环境评估报告、行动计划以及磋商披露的记录等资料，对项目建设和运营实施持续监管，并定期披露赤道原则方面的实施情况。

(1) 细化绿色行业分类。现有绿色产业的行业分类不够精细，界定模糊，许多



企业仅仅是与绿色企业沾边或者业务中的一小部分涉及绿色产业，便算作绿色企业。应建立更为精细的行业分类指标，并可根据其对环境的作用进行分级，以便后续有针对性地提供不同程度的政策倾斜。通过行业分类筛选，将可能存在的具有高污染、高能耗、产能过剩、环境风险负荷比重大的行业排除，使得绿色金融真正服务于急需资金的绿色产业。

(2) 制定绿色企业的分析指标。针对具体绿色企业，应从各个角度对其进行定量定性分析。第一，从环境规划的角度而言，实现社会、经济与自然的和谐与可持续发展是绿色发展的核心与根本，应当对目标产品的整体生态环境规划，与其所在的产业规划及经济社会发展规划结合来看，以可持续发展作为首要因素进行评价。第二，从环境技术的角度而言，科学技术是可持续发展的主要基础之一，它直接决定着资源使用效率和废弃物及产品的质量、数量、生产规模及生产效率。绿色产品应当是把生产投资与防止环境污染统一起来的，在实现经济增长的同时，消除经济增长的不利影响，从而实现经济与社会的可持续发展。对环境技术的评价应当考虑四项指标：产业技术指标、环保技术指标、生产中工艺流程评估、情节生产技术的采用。通过与国际先进、国内先进、行业先进的比较，对环境技术进行综合评价。第三，从环境风险的角度而言，环境风险的测评应当是绿色信托开展的前提，通过对企业环境风险的评价，一方面是降低信用风险发生的可能性，有效提高金融资源和社会资源的配置效率；另一方面是使得金融机构在参与环境保护中发挥源头控制的作用；再者根据对企业环境风险等级划分的结果，实现绿色信托有保证、有区分的环境政策，提高经济转型的质量与效率。环境风险可以从环境信用风险、环境容量风险、环境程序风险、环境风险预案、绿色信托操作风险等方面来评估。第四，从环境管理的角度而言，环境管理需要综合运用计划、组织、协调、控制、监督等各种手段，是为达到预期环境目标而进行的一项综合性活动。企业对环境资源运用能力的高低，直接决定环境保护的水平和程度。因为评估绿色企业的环境管理能力也是绿色信托标准的重要组成部分。

(3) 制定绿色项目的分析指标。在绿色项目层面，应更关注项目本身的特性。第一，项目的环保性。环保性主要关注项目运作、生产过程中的排污情况，包括生产过程中产生排放的废水、废气和废渣，或者项目为环境带来的正面效益，包括水源治理、空气净化、植树造林等方面。第二，项目的盈利性。盈利性主要关注的是绿色项目对资金的需求量、取得盈利的可能性及盈利所需周期。这一指标直接影响到投资者和金融机构的操作动力。第三，项目的风险性。由于绿色项目多投资于新兴领域，具



有一定的探索性质，其项目风险较于成熟的传统项目而言普遍高一些，出于规避风险的角度，金融机构往往会拒绝投资绿色领域，这将导致绿色产业的发展陷入恶性循环。因而需要依托科研院、各协会专家来开展工作，对各绿色领域项目的风险情况进行充分调研分析，全面衡量项目风险，并且金融机构应当适度提高对绿色项目的风险耐受性，才能给予绿色产业成长的土壤。

(4) 保持政策一致性和连续性。2007年7月12日，国家环保总局、人民银行、银监会共同发布了《关于落实环境保护政策法规防范信贷风险的意见》。这是国家环境监管部门、中央银行、银行业监管部门首次联合出手，为落实国家环保政策法规、推进节能减排、防范信贷风险出台的重要文件。文件分别对新建项目和已建成项目的环保和信贷提出了原则意见。一方面，各级环保部门要严把建设项目环境影响评价审批关，切实加强建设项目环保设施“三同时”管理。对未批先建或越级审批，环保设施未与主体工程同时建成、未经环保验收即擅自投产的违法项目，要依法查处，查处情况要及时公开，并通报当地人民银行、银监部门和金融机构。商业银行应依据国家建设项目环境保护管理规定和环保部门通报情况，严格贷款审批、发放和监督管理，对未通过环评审批或者环保设施验收的项目，不得提供任何形式的授信支持。另一方面，各级环保部门要加强对排污企业的监督管理，对超标排污、超总量排污、未依法取得许可证排污或不按许可证规定排污、未完成限期治理任务的企业，必须依法严肃查处，并将有关情况及时通报当地人民银行、银监部门和金融机构。各级金融机构在审查企业流动资金贷款申请时，应根据环保部门提供的相关信息，加强授信管理，对有环境违法行为的企业应采取措施，严格控制贷款，防范信贷风险。

2007年11月23日，银监会发布了《节能减排授信工作指导意见》。对银行业金融机构做好节能减排授信工作提出要求：一是从战略上高度关注高耗能、高污染给银行业金融机构带来的各类风险。要根据本机构的业务特点、风险特征和组织架构，制定应对高耗能、高污染引起的各类风险的工作方案。二是根据本机构客户所在的主要行业及其特点，制定高耗能、高污染行业的授信政策和操作细则。三是根据本机构内部控制和风险管理需要，制定节能减排授信程序和规范。四是根据授信审批人员的专业能力与经验等，适当集中与耗能、污染风险有关的企业和项目授信的审批权限。五是董事会应审核和批准相关方案、政策、程序和规范，并安排适当资源，指定熟悉了解高耗能、高污染风险的高级管理人员负责相关制度的落实和执行。

在制定绿色信托标准时，必须与相关政策保持一致性，依照《关于落实环境保



护政策法规防范信贷风险的意见》和《节能减排授信工作指导意见》等文件制定和完善绿色信托标准，积极优化和调整项目结构，开展节能减排授信创新工作，加强节能减排授信工作的信息披露。

### 3. 完善行业绿色信托业务数据

信息不对称是绿色信托发展过程中面临的一大难题。解决信息不对称的问题需要政府及监管机构牵头，并要求各金融机构及绿色企业参与其中，建立合理的信息共享机制。

(1) 建立信息共享平台。作为绿色金融发展的核心主体，环保部门和金融机构之间的信息共享程度决定着绿色金融发展的情况。因此，必须搭建信息共享平台，将环保部门、金融机构置于平台之上，促使信息共享形成有效的信贷资源配置，保障节能环保项目能够及时得到信贷支持。同时，配套绿色金融数据库，将环保、金融等相关信息予以汇总，从而畅通平台各方的信息流。例如，企业环境违法情况、绿色项目评估报告、绿色项目环保设施验收结果等环保信息，应由环保部门收集后提供给人民银行，人民银行征信部门将环保部门提供的信息采集到企业征信系统中，为金融机构开展绿色金融提供信息保障。包括信托机构在内的金融机构应建立信息反馈机制，定期将环保信息在绿色金融执行过程中的使用情况向环保部门反馈。环保部门应及时更新环保信息并建立环保信息异议处理机制，确保金融机构第一时间获得企业准确、详实的环保信息，以便做出正确的授信管理和信贷审批。环保部门还要加强与监管部门、司法部门之间的沟通协调和信息共享，使企业的环境违法行为受到应有的惩罚。

(2) 建立绿色投资者网络。建立绿色信托投资者网络，不但可以支持投资者响应国家治理环境污染的号召，通过绿色投资推动生态文明建设，还可以帮助投资者系统地管理因环境政策变化所带来的投资机遇和风险。同时，加入绿色投资者网络可以帮助投资机构与网络相关的成员以及伙伴合作，形成多元化的绿色投资产品，发掘有潜力的绿色投资机会。此外，我国的投资机构中，一部分资金具有较强的政策导向性，如政策性银行、产业发展基金等，还有一部分带有公共属性的投资基金，如社保基金、医疗基金、教育基金、保护儿童基金等。在一定程度上，这些资金也同时肩负着推动落实国家环保政策、改善环境质量的使命，可以通过参与绿色投资网络支持其政策目标的实现。

国际案例包括了气候变化机构投资团体（IIGCC），气候风险投资网络，Chrysalix 全球网络（CGN）等。借鉴国际经验，在我国构建绿色信托投资者网络，主



要目标包括：推动机构投资者在投资决策过程中应用科学的工具开展环境评估；督促所投资的上市公司和其他被投资公司承担社会责任和完善信息披露；推动政府及监管机构在相关政策上的改变；推动投资项目的环境信息的公开与共享；与国内外伙伴共同分享与交流相关的经验和案例；推动投资者和消费者的环境教育等。

(3) 建立强制性环境信息披露机制。环境信息披露除了可以直接为投资者提供单个企业环境表现的信息之外，还可以为资本市场开发绿色股票指数及相关产品、绿色信托、绿色债券指数及相关产品、第三方绿色债券认证等绿色金融业务提供重要的基础。另外，环境信息披露的要求，也是强化企业承担环境与社会责任的有力手段。由于考虑到对声誉的影响，被要求强制披露环境信息的企业会更倾向于减少对污染性项目的投资，以及增加对绿色项目的投资或增加对环保事业的公益捐助。将环境信息披露机制从上市公司层面拓展到所有绿色企业层面，可以有效解决信息不对称的问题，也将为绿色信托的发展夯实基础。

(4) 构建绿色资产交易平台。2008年，北京、上海、天津三地先后成立了碳交易所，此后在三个地区试点的基础上全国其他地区陆续开始建立碳交易所，全国交易平台较为分散的格局使得各地碳交易各自为政、规模较小，发展空间有限，国际市场竞争能力较弱。分散、众多的交易平台不仅对社会资源是一种极大的浪费，而且无法进行统一监管，交易市场较为混乱，影响了我国碳交易市场的整体快速发展。

建立统一的环境产权交易所、能源交易所等碳交易平台，为碳排放权的供需双方搭建沟通和议价场所，有利于市场整合和价格的最终发现，为绿色信托的底层绿色资产提供更多交易选择。然而，中国在构建交易平台方面还缺乏整体规划。为此，需要统筹安排，构建中国碳交易市场网络，推进交易所制度的完善，促进参与主体范围的不断扩大，为进一步与国际市场接轨奠定基础。

(5) 构建绿色信托的金融智库。绿色产业属于新兴领域，对专业性要求较高，信托机构从业人员虽然应加强自身的学习，但所需投入的学习成本较大，且短时间内也难以完全覆盖绿色产业各领域。应建立绿色金融发展智库，将经济学家、环保学家等多领域人才纳入到智库中来，利用智库的专业性来对信息进行细致剖析，从而提高信息的准确性和决策的有用性，以此来提高信托机构开展绿色信托的效率，保障环保企业、项目的投融资和金融服务需求。

#### 4. 提升绿色信托专业服务水平

(1) 拓展绿色信托业务模式。绿色信托是绿色金融在我国发展模式的重要补充，



大力发展绿色信托,通过集合信托方式,开拓创新,寻找满足市场的新结构,通过合理、专业的风险控制实现资金的融通,对我国现阶段优化产业结构,加快经济发展转型具有重要意义。加快绿色信托创新步伐,应积极学习与借鉴先行金融机构在业务模式、项目结构等方面的创新实践。重点扶持符合绿色发展原则和国家重点发展的绿色行业及企业;充分发挥信托业务的灵活特点,为低污染、低能耗的中小企业提供定制化、多样化的金融服务;对项目回报期较长的绿色项目提供贯通全程的金融服务,根据项目所处的不同阶段响应融资需求,并设计与之相匹配的绿色信托产品。

(2) 建立激励机制提高效率。绿色项目由于具有外部性,往往导致其收益率较低,这一点需要政府以政策手段进行一定程度的补足。大的政策环境对绿色金融的扶持政策会使得履行环境义务的企业获得更多的政策优惠。这是从外部直接激励着企业整体进行绿色金融活动。然而仅有外部的激励是不够的。信托公司也必须建立内部的激励机制,并宣传环境保护意识,推广绿色金融理念。设定相应的考核指标,对绿色信托的业务团队进行激励,并适度提高对绿色项目的风险容忍性;同时从绿色经营、绿色办公等小事做起,将绿色金融理念深入到工作中,培养企业人员对于环境保护的责任感,确保企业员工能够从环境保护中得到属于自己的利益。将外部激励细化到内部激励中去,通过内外结合,促进绿色信托的发展。

(3) 加强专业人才培养。绿色信托业务涉及到较深层次的技术领域,发展绿色信托就要求金融机构必须增加人才储备、加快专业化队伍建设。一是确立人才优先发展战略,加快建立健全人才引进、培养、任用和评价制度,优化人才队伍结构,完善人才发展的支撑平台。二是在内部进行有针对性的培训,培养一批复合型人才,既精通金融知识与技能,又通晓能源和环保领域的行规与技术,组建开展绿色信托业务的专业化团队,负责产品研发、市场推广和风险控制。三是外部聘任熟悉绿色金融国际标准的专业人才,聘请和储备一些社会与环境专家作为外部顾问,构建适合开展绿色金融业务的团队。四是积极参加国际交流与合作,引进国际绿色金融积累的专业技术、知识产权,不断提高业务人员的专业水平。

## 五、绿色信托的前景展望

### (一) 切实服务实体经济,契合绿色发展的国家战略

绿色发展是我国有效突破资源环境瓶颈制约,在经济社会长远发展中占据主动和



有利位置的必然选择，是中华民族永续发展的千年大计。绿色经济是我国目前经济转型的重要方向，也是供给侧结构性改革的重要内容，将为经济社会发展汇聚新的动能。

我国生态文明建设正处于“三期叠加”的重要时期，绿色发展需要经济结构、生产方式、城市建设、生活方式等的全面转型，需要制度、政策、管理体制的系统保障。传统的能源行业、建筑行业、冶炼行业、化工行业等的产业结构和产业布局亟待调整、工艺流程和能源结构亟待优化、交通运输结构亟待转变、环保治理装备水平亟待升级。而金融业作为现代经济的血液，对绿色发展起到至关重要的作用。目前，随着环保税、自然资源资产产权制度、地方干部环境责任审计与追责制度、生态环境损害赔偿制度、环保督察制度等陆续落地实施，绿色发展的步伐进一步加快，作为绿色发展重要推手的绿色金融越加重要。

2016年4月，周小川即表示，估计在将来五年内，中国每年在绿色范畴内的投资需求约6000亿美元。但财务资金在全体绿色投资中的比例将有所降低。据预算，2015—2020年，只有10%~15%的绿色投资项目能由政府出资支撑，社会资本将占到85%~90%。在此状况下，金融业担当着调动社会资本介入绿色事业，弥补绿色产业融资缺口的重担。但绿色金融行业前期投入资金较大，项目储备时间较长，而信托公司作为中国的“实业投行”，一直以服务实体经济为己任。截至2017年末，信托行业受托资产规模中，直接投向实体经济领域的资金达15万余亿元，占整体规模的近60%，为实体经济提供了全方位的金融服务。信托具有跨市场资源整合和交易结构灵活安排的独特优势，如通过运用股权投资、资产证券化、投贷联动等多样化的金融工具，能够满足绿色环保企业多元化的融资需求，为绿色产业提供相关的信托产品与服务，既可以对节能环保、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等绿色领域进行融资支持，又可以推动传统产业的优化升级，限制淘汰落后产能，加快新旧动能转换步伐，引导资金流向高端产能。这均将极大的推动我国绿色产业的发展。

## （二）深度发挥信托优势，形成绿色金融发展的国际共识

绿色发展、绿色金融将成为国际社会的共识。20世纪70年代以来，国际社会已开始探索绿色、低碳、可持续发展的经济发展之路，绿色金融的全球化合作也逐步加深。2016年，我国将绿色金融列入G20议题，并倡议发起了G20绿色金融研究小组。该小组提交的《G20绿色金融综合报告》在全球财经政策层面和金融界产生了积极影响，推动不少国家和地区加速发展绿色金融。同年11月，共有175个国家签订的《巴黎协定》正式生效，对应对全球气候变化具有重大意义。绿色金融国际上也有相对成熟



的经验，绿色信贷、绿色保险、绿色债券都有较好的发展。2017 年，绿色债券全球累计发行量已突破 1202 亿美元。同时，国外绿色保险也快速发展，绿色资产证券化、碳金融等都在不断的探索发展中。而我国一些大型银行，通过损失分担模式、国际转贷模式等与国际大型金融机构进行绿色金融产品的合作。

绿色信托的发展有利于将绿色金融的国际共识转化为切实的绿色发展。一方面，信托公司通过跨境直融、境外子公司融资等方式引进境具备绿色偏好的机构投资者，为其跨国投资提供便利条件，帮助国内原来难以获得资金的绿色项目融得资金；另一方面信托业可推动国内绿色企业“走出去”，为其提供境外 IPO、定增、跨境并购等跨境业务；最后将加速信托业与国际金融机构开展绿色金融业务合作，引入学习先进的业务经验。

### （三）提升信托行业共识，推广绿色信托标准和评价体系

我国绿色金融体系标准建设工作正在积极开展，并在近两年取得了一定的成效。对于信托行业而言，绿色化发展已成为行业共识，绿色信托标准体系建设迫在眉睫。目前，在中国信托业协会的领导和组织下，行业内已成立了由中航信托、中信信托、英大信托、重庆信托、百瑞信托、杭工商信托、云南信托、长城新盛信托 8 家信托公司组成成员单位的“绿色信托标准制定工作组”，该工作组在人民银行研究局处以及银保监会政研局的指导下，开展了多次研讨以及初期工作落实，分别就绿色信托发展现状、绿色信托标准制定必要性、前期研究及实践成果、绿色信托标准制定的指导原则与内容设计、绿色信托指引的制定要点和绿色信托统计报表设计等方面展开了深入的研讨。

基于我国绿色信贷及绿色债券标准化体系建设的成熟经验，绿色信托标准体系的构建应当立足我国经济发展建设的国情以及信托行业的发展特点，充分考虑产业特点及资源禀赋，顺应结构调整方向，切实服务国家绿色发展战略。各信托公司应积极配合信托业协会开展绿色信托标准的制定工作，不断提升绿色发展的行业共识，结合数字化发展趋势，助力行业绿色信托标准和评价体系建设的推进，使标准的规划、制定、实施、修订有机协调，并实现国家、行业等各层面标准的有效承接及相互补充。

### （四）共建信息互联平台，促进绿色信托数字化与智能化发展

随着绿色金融的发展，各种类型的信息平台也不断涌现。目前市场中有全球性质的组织机构，如 G20 设立的绿色金融研究小组；有 IT 企业参与的平台，如中国企



业蚂蚁金服与联合国环境署共同发起成立全球首个金融科技企业的绿色金融联盟；有金融机构独立建立的服务平台，如马鞍山农商银行发起设立的综合性绿色金融平台网站绿蜂；还有地方政府支持的相关平台，如上海市浦东新区政府支持建设的陆家嘴金融城绿色金融综合发展平台。另外，多家高校等科研机构也积极建立相关研究信息平台。

目前市场上尚无专门针对信托领域的信息平台，但统一、专业化的信息平台是绿色信托发展的重要基础设施。绿色信息平台的建立，第一，有利于增进绿色产业上下游、金融机构、政府部门、科研机构以及第三方服务机构之间的交流合作，推动金融机构开发出满足市场需求，具有专业技术力量支撑的信托产品；第二，行业绿色信息互联平台将可以为市场提供行业环境信息、环保管理政策、金融机构组织信息等，成为专业人才金融思想交流平台，同时可以提供专业化的咨询服务，提升全行业的专业水平及创新能力；第三，有利于加强不同种类金融产品间的信息交流，促进金融链条的完整性，缓解目前绿色金融工具多元化不足及期限错配等问题，提升绿色资产的流动性。第四，有利于传播绿色责任，引导更多的金融企业将资源配置到绿色环保领域。

信托公司可联合监管部门、环保部门、金融同业、绿色环保企业等相关机构，共同建立绿色金融信息共享平台，充分利用大数据及数字化优势，破除信息壁垒，避免信息不对称，有效加强金融企业对环境风险的监测、识别和控制，促进绿色产业与金融机构以及社会大众的有效对接。同时，平台的建立将有利于传递先进信托公司绿色信托实践案例，推广可复制经验，促进各家信托公司相互交流借鉴，推动整个行业绿色信托的迅速发展。

#### （五）创新探索商业模式，助力信托行业深化转型发展

自2017年以来，我国即提出了去通道、降杠杆的监管要求，“资管新规”也特别强调不同机构资管产品的平等地位，监管不得根据金融机构类型设置市场准入障碍，从根本上抑制多层嵌套和通道业务的动机。在此背景下，信托业转型升级的压力日益增大。信托业要实现持续健康发展，必须充分发挥信托制度灵活性的优势，但也要审慎把握创新方向，避免走上利用信托制度优势开展简单低端的通道业务、充当监管套利工具的老路。绿色信托的发展，顺应了目前我国供给侧改革背景下，传统落后的重污染行业必然会被淘汰，新兴的绿色产业将占据优势地位的趋势，推动了产业机



构、能源机构的绿色转型，支撑绿色环保产业成为新的经济增长点，进而实现经济、环境可持续发展，同时也为信托业的发展找到新的发展点。

《2017 中国信托业社会责任报告》显示，截至 2017 年末，全行业存续绿色信托项目 564 个，资金规模 1 693.19 亿元，已有 32 家信托公司专门设立了绿色信托业务部或团队。通过灵活的信托制度安排，以支持节能减排、生态保护、污染治理、清洁能源、循环经济等绿色产业发展的新模式和新业务，也不断丰富和拓展绿色信托的业务类型、服务领域及产品内涵。可以看出，绿色信托已成为绿色金融体系中的一个重要分支，并有望成为未来信托行业转型发展的重要方向，为我国绿色金融发展贡献力量。

### （六）大力开展绿色实践，彰显信托行业的社会责任

信托以“受人之托，代人理财”为内涵，先天性具备责任基因。早于 2012 年信托业协会便制定了《信托公司社会责任公约》，就信托公司应履行的社会责任包括法律责任、经济责任、公益责任和环境责任作了相关规定和指导。在环境责任方面，要求信托公司支持社会、经济和环境的可持续发展；积极开展以支持国家环保政策、保护自然生态环境为导向的绿色金融业务，积极支持低碳项目投融资，引导和鼓励客户增强社会责任意识并积极付诸行动；努力开展以支持环保事业为目的的公益信托业务，促进环境保护事业，维护生态平衡；制定自身资源节约和环境保护计划。

各家信托公司也一直积极履行社会责任，在自身发展壮大的同时，不仅以优质高效的金融服务回馈社会，还大力促进公益慈善发展、助力脱贫攻坚、推动社会事业发展等。而绿色产业的发展关系到全体人民的根本利益，关系中华民族发展的长远利益，是涉及民生福祉的重要问题。在此情况下，信托公司积极响应国家号召，顺应国家产业政策导向，坚定贯彻绿色理念，通过引导资金投向、创新绿色信托项目、加大绿色信托研究投入、提高自身绿色发展能力以及参与绿色环保公益事业等方面，对经济、社会、环境的可持续发展做出贡献。

## 参考文献

[1] 李晓西、夏光：《中国绿色金融报告》，北京，中国金融出版社，2014。

[2] 绿色金融工作小组：《构建中国绿色金融体系》，北京，中国金融出版社，2015。



[3] 吴开尧、杨青骥、刘慧媛：《基于 SEEA 的绿色金融创新》，合肥，中国科学技术大学出版社，2015。

[4] 张承惠、谢孟哲：《中国绿色金融：经验、路径与国际借鉴》，北京，中国发展出版社，2015。

[5] 马骏：《中国绿色金融发展与案例研究》，北京，中国金融出版社，2016。

[6] 马骏：《国际绿色金融发展与案例研究》，北京，中国金融出版社，2017。

[7] 气候债券倡议组织、中国国债登记结算有限责任公司：《中国绿色债券市场现状报告 2016》，中国债券信息网，2017-01。

[8] 中央财经大学绿色金融国际研究院、联合国环境规划署：《构建中国绿色金融体系：进展报告 2017》，2017。

[9] 马中、周月秋、王文：《中国绿色金融发展报告 2017》，北京，中国金融出版社，2018。

[10] 王文、曹明弟：《全球旗手：中国绿色金融发展评估》，2018。

[11] 中国人民银行研究局：《中国绿色金融发展报告 2017》，北京，中国金融出版社，2018。

[12] 徐广军、孟倩、葛察忠等：《探索我国环保产业融资新模式——“绿色信托”》，载《环境保护》，2011（18）。

[13] 蒋一雷：《信托标准化与理财规范化》，载《当代金融家》，2013（4）。

[14] 慧婷：《国民信托组织：英国历史文化遗产的守护者》，载《世界遗产地理》，2017（11）。

[15] 杨华辉：《新时期我国信托业发展转型的基本战略——兼述兴业信托的创新实践和新阶段思路》，载《福建金融》，2014（4）。

[16] 杨凯育：《新常态下信托业发展的路径选择》，载《甘肃金融》，2015（8）。

[17] 胡萍：《绿色金融：信托应有的责任与担当》，载《金融时报》，2016-09-08。

[18] 鲁政委、汤维祺：《绿色金融的涵义及相关概念辨析》，载《兴业研究》，2016（9）。

[19] 袁田：《创造绿色信托社会价值 融入绿色金融生态发展》，载《金融时报》，



2016-10-31。

[20] 陈赤：《资管新规与信托转型》，载《中国金融》，2017（23）。

[21] 陈鹏、逯元堂、高军等：《我国绿色金融体系构建及推进机制研究》，载《环境保护科学》，2016（42）。

[22] 王婷婷、张欢：《以供给侧改革推动我国信托业转型》，载《时代金融》，2016（27）。

[23] 陈涵、涂永式：《从起承转合谈信托业发展历史——兼论信托公司转型升级》，载《武汉金融》，2017（6）。

[24] 李建强、赵大伟：《打造绿色金融体系路在何方》，载《金融理论与实践》，2017（2）。

[25] 王和俊、孙秒：《供给侧结构改革背景下的信托业转型》，载《金融市场研究》，2017（1）。

[26] 王去非：《绿色金融发展困境》，载《中国金融》，2017（5）。

[27] 周月秋：《绿色金融创新实践的突破》，载《中国金融》，2017（13）。

[28] 薛瑞锋：《构建我国绿色信托体系为行业转型提供新动力》，载《中国银行业》，2018（6）。

[29] 殷虹：《绿色金融引领“一带一路”绿色发展》，载《银行家》，2018（2）。

[30] 薛小峰、吴明晰：《绿色信托发展探索》，载《中国金融》，2016（19）。

[31] 中航信托、北京大学法学院非营利组织法研究中心：《2016 绿色信托发展报告——以中航信托为视角促行业转型和社会创新》，2016。

[32] 中航信托：《2017 中航信托绿色信托指南与案例精选》，2017。

[33] 郭沛源：《ESG 责任投资之一：ESG 的“前世今生”》，财新网，2017-06-15。

[34] 郭沛源：《21 世纪的信托责任：把绿色金融从情怀变律例》，中国金融信息网，2016-07-22。

[35] 徐广军等：《探索我国环保产业融资新模式——绿色信托》，载《环境保护》，2011（18）。

[36] 欧阳宸：《不忘初心 切实提升金融服务实体经济能力》，中国经济网，2018-01-27。

[37] 文杰：《环境信托制度：环境保护机制的创新》，载《河北法学》，2013（3）。



[ 38 ] 饶传坤：《英国国民信托在环境保护中的作用及其对我国的借鉴意义》，载《浙江大学学报(人文社会科学版)》，2006(6)。

[ 39 ] 李琳莎、王曦：《公共信托理论与我国环保主体的公共信托权利和义务》，载《上海交通大学学报(哲学社会科学版)》，2015(1)。

[ 40 ] 张颖：《美国环境公共信托理论及环境公益保护机制对我国的启示》，载《政治与法律》，2011(6)。

[ 41 ] 巴曙松：《绿色债券界定仍存差异》，载《每日经济新闻》，2018-09-28。

[ 42 ] Labatt S., White R. R.: Environmental finance: A guide to environmental risk assessment and financial products, Transplantation, 2002, 66(8).

[ 43 ] PWC: Exploring Green Finance Incentives in China, 2013.

## 附件：绿色金融主要政策法规与指标指引

[ 1 ] 《关于环境污染责任保险工作的指导意见》(环发〔2007〕189号)，2007年。

[ 2 ] 《节能减排授信工作指导意见》(银监发〔2007〕83号)，2007年。

[ 3 ] 《关于进一步做好支持节能减排和淘汰落后产能金融服务工作的意见》(银发〔2010〕170号)，2010年。

[ 4 ] 《绿色信贷指引》(银监发〔2012〕4号)，2012年。

[ 5 ] 《绿色信贷统计制度》(银监办发〔2013〕185号)，2013年。

[ 6 ] 《关于开展环境污染强制责任保险试点工作的指导意见》(环发〔2013〕10号)，2013年。

[ 7 ] 《绿色信贷实施情况关键评价指标》(银监办发〔2014〕186号)，2014年。

[ 8 ] 《能效信贷指引》(银监发〔2015〕2号)，2015年。

[ 9 ] 《绿色债券发行指引》(发改办财金〔2015〕3504号)，2015年。

[ 10 ] 《绿色债券支持项目目录(2015年版)》，2015年。

[ 11 ] 《关于构建绿色金融体系的指导意见》(银发〔2016〕228号)，2016年。

[ 12 ] 《关于开展绿色公司债试点的通知》(上证发〔2016〕13号)，2016年。

[ 13 ] 《关于开展用能权有偿使用和交易试点工作的函》(发改环资〔2016〕1659号)，2016年。

[ 14 ] 《环境污染强制责任保险管理办法》，2016年。



- [ 15 ] 《国家环境保护标准“十三五”发展规划》，2017 年。
- [ 16 ] 《国家重点节能低碳技术推广目录》（2017 年本低碳部分）（发改委公告〔2017〕第 3 号），2017 年。
- [ 17 ] 《落实〈关于构建绿色金融体系的指导意见〉的分工方案》（银办函〔2017〕294 号），2017 年。
- [ 18 ] 《关于试行可再生能源绿色电力证书核发及自愿认购交易制度的通知》（发改能源〔2017〕132 号），2017 年。
- [ 19 ] 《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》，2017 年。
- [ 20 ] 《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》（中国银行间市场交易商协会公告〔2017〕10 号），2017 年。
- [ 21 ] 《中国银行业绿色银行评价实施方案（试行）》（银协发〔2017〕171 号），2017 年。
- [ 22 ] 《生态环境损害赔偿制度改革方案》（中办发〔2017〕68 号），2017 年。
- [ 23 ] 《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》（人民银行公告〔2017〕20 号），2017 年。
- [ 24 ] 《全国碳排放权交易市场建设方案（发电行业）》（发改气候规〔2017〕2191 号），2017 年。
- [ 25 ] 《绿色贷款专项统计制度》（银发〔2018〕10 号印发），2018 年。
- [ 26 ] 《绿色投资指引（试行）》（征求意见稿）（中基协字〔2018〕136 号），2018 年。
- [ 27 ] 《银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价方案（试行）》（银发〔2018〕180 号），2018 年。



伍

## 信托产品净值化管理的研究

---

课题牵头单位：长安国际信托股份有限公司

课题指导专家：伊力扎提

课题组成员：

邓 婷 孙晓毓 郭哲宇

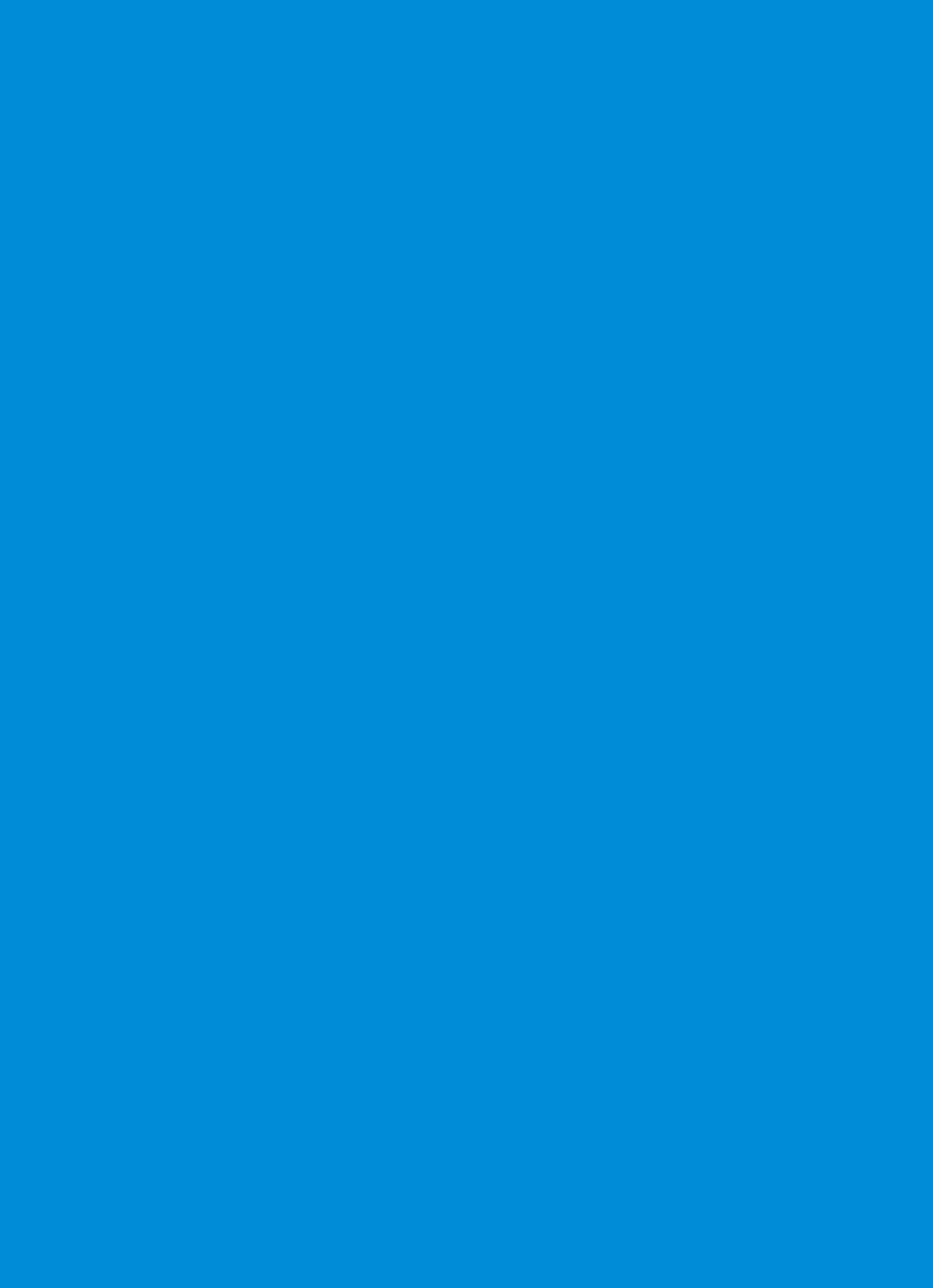
李 涛 刘发跃

刘天启 张 璐

长安国际信托股份有限公司

四川信托有限公司

华能贵诚信托有限公司





## 摘 要

根据“资管新规”的要求，归属于资管产品范畴的信托产品应该实行净值化管理。本课题在深入剖析净值化管理内涵的基础上，从资产管理业务的本质属性及国际比较的视角分析了资管产品净值化管理的必要性和信托产品净值化管理的意义。由于信托公司可跨市场、跨领域开展业务，因此信托产品类型最为复杂，本课题按照“资管新规”的分类标准，从产品形式、估值、内核等方面对各类信托产品开展净值化管理进行了详细研究。本课题认为，信托产品的净值化管理是一个系统性工程。估值核算、信息披露、系统支持只是这个系统工程的基础性要求，与净值化管理要求相匹配的风险管理能力、产品设计能力也是净值化管理的必要条件。而且，净值化管理不仅仅是要对产品形式进行改造，做到“形似”，更重要的是要推动管理人管理理念和投资者投资理念的变化，真正实现“卖者尽责、买者自负”，做到“神似”。净值化管理需要信托公司建立与之相匹配的能力，也需要监管机构加强监管指导，针对不同类型信托产品净值化管理制定估值指引，有效规范信托公司的净值化管理操作。

**关键词：**净值化管理 公允价值计量 摊余成本法



## 目 录

一、净值化管理的基本内涵和必要性 .....	245
(一) 净值化管理的基本内涵 .....	245
(二) 资管产品净值化管理的现状 .....	251
(三) 资管产品净值化管理的必要性 .....	261
二、不同类型信托产品的净值化管理转型 .....	268
(一) 固定收益类信托产品 .....	269
(二) 权益类信托产品 .....	278
(三) 混合型信托产品 .....	284
(四) 信托产品净值化管理中的难点 .....	285
三、建立与信托产品净值化管理相适应的能力体系 .....	290
(一) 建立与净值化管理相配套的支持体系，强化尽责意识 .....	291
(二) 建立与净值化管理相适应的风险管理及评估能力 .....	295
(三) 增强净值型产品的设计及管理能力，提高标品信托的占比 .....	296
(四) 推进非标产品的改造，进行组合投资 .....	297
四、关于信托产品净值化管理的思考及政策建议 .....	297
(一) 关于推进信托产品净值化管理的几点思考 .....	297
(二) 推进信托产品净值化管理的政策建议 .....	301
参考文献 .....	303



## 一、净值化管理的基本内涵和必要性

### （一）净值化管理的基本内涵

#### 1. 净值化管理的定义

净值化管理是资管产品的管理运作方式之一，按照运作方式的不同，资管产品可以分为净值型产品、预期收益型产品和其他收益型产品。净值型资管产品就是指在存续期内对产品进行净值化管理，并定期或不定期披露净值的产品。预期收益率型产品是指在发行时披露预期收益率或预期收益率区间的资管产品。其他收益型资管产品是指在发行和存续期内不向投资者披露预期收益率、预期收益率区间或者产品单位份额净值，在产品终止时计算并向投资者披露实际收益的资管产品。目前，在我国的资管市场中，银行、信托、基金、券商等是资管产品的主要提供者，预期收益型产品和净值型产品呈现各分天下的格局。其中，银行理财产品及信托公司的集合资金信托计划以预期收益型产品为主，基金公司的公募证券投资基金、基金专户以及券商的集合资产管理计划则以净值型产品为主。但从绝对规模来看，银行、信托公司的预期收益型产品要占据更大份额。

预期收益型资管产品与刚性兑付、保本保收益有着密切的联系，是我国资管市场的一个特殊存在。为了推动资管机构回归本源，打破资管产品的刚性兑付，2018年4月27日，人民银行联合三部委发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）明确提出资产管理产品应当实行净值化管理。“资管新规”第十八条规定，“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。”规定中所指的资产管理产品包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品，资金信托，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。据此，上述列举范围内的资管产品都应该进行净值化管理。

净值化管理的前提是净值核算，通过净值的变化向投资者传递产品的风险和收益信息。“资管新规”并未对净值进行明确定义，但参照公募基金对于净值的定义，资管产品的净值应定义为：

资管产品净资产价值 = 资管产品总资产 - 总负债；资管产品单位净值 = 资管产



品净资产价值 / 资管产品总份额

按照“资管新规”的规定，净值化管理应当包含四个方面的内容：

第一是对投资资产按照企业会计准则的要求进行估值。对资管产品所投资的各项金融资产和负债按照企业会计准则进行估值是净值化管理的核心基础。金融资产主要包括银行存款、股票、债券、非标债权、股权、金融衍生品等；负债主要是指产品的各项费用，包括应付管理费、业绩报酬、托管费、交易费用等。按照企业会计准则，金融工具有两种计量方法：一是公允价值计量，公允价值反映的是金融资产或负债的可变现价值；二是摊余成本计量，即金融资产或金融负债初始确认金额经调整后的账面资产价值。

第二是定期进行净值的信息披露。通过定期发布产品管理报告，披露产品在报告期的投资运作情况、产品净值、份额变动、投资者构成以及对于业绩的解释说明等。净值信息披露有助于投资人直观了解产品的管理情况和业绩表现，形成对产品风险和收益情况的合理认识，也有助于投资人建立起对管理人的信任感。

第三是引入第三方机构独立托管。第三方托管是保护投资者合法权益的重要机制。托管主要履行如下职责：一是资金保管，保护资金安全，所有的资金划付行为均需通过托管进行复核和执行，防止资金挪用；二是投资监督职能，确保管理人按照合同约定的投资范围、投资比例等进行投资；三是净值复核，确保遵照估值制度、估值指引的要求计算净值，不违背公允原则。第三方托管的引入有助于提高产品净值结果的可信度，有助于投资人建立起对管理人的信任感。

第四是外部审计。除了托管复核，按照“资管新规”的要求，净值化管理还要求引入三方审计机构，每年对产品的财务报表进行审计，检查净值核算所采用的估值方法、估值程序是否符合合规要求。

净值化管理的目的在于通过对产品净值的真实、客观核算以及信息披露，及时、准确地向投资者传递产品的风险和收益变化情况，实现“卖者尽责，买者自负”。要实现上述目的，必须要按照“资管新规”的要求落实上述净值化管理的四项程序。

## 2. 净值化管理的估值核算要求

估值是对产品成本、收益、风险的综合体现。净值化管理的核心在于按照企业会计准则的规定，对产品所投金融资产及负债进行公允计量，准确反映产品的风险和收益。根据“资管新规”，“金融资产应坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量”，符合条件的金融资产，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量。按照《企业会计准



则第 22 号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7 号）（以下简称“企业会计准则 22 号”），根据管理金融资产的业务模式和金融资产合同现金流量特征，将金融资产计量方法分为两大类：

一是摊余成本计量。分类为以摊余成本计量的金融资产应同时符合下列条件：（1）企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标。（2）该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

二是公允价值计量。公允价值计量的金融资产可细分为两类，即以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产应同时满足以下两个条件：（1）企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标；（2）该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。按照企业会计准则 22 号分类为以摊余成本计量的金融资产和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产之外的金融资产，企业应当将其分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。

（1）公允价值计量。根据《企业会计准则第 39 号——公允价值计量》，公允价值是指市场参与者在计量日发生的有序交易中，出售一项资产所能收到或者转移一项负债所需支付的价格。有序交易是指在计量日前一段时期内相关资产或负债具有惯常市场活动的交易。企业以公允价值计量相关资产或者负债时，应当假定出售资产或者转移负债的有序交易在相关资产或负债的主要市场进行。不存在主要市场的，企业应当假定该交易在相关资产或负债的最有利市场进行。主要市场是指相关资产或负债交易量最大和交易活跃程度最高的市场。最有利市场是指在考虑交易费用和运输费用后，能够以最高金额出售相关资产或者以最低金额转移相关负债的市场。简而言之，公允价值就是指资产或负债在公平交易下的可变现价格。

按照国际通行的会计准则基本要求，金融资产计量应坚持公允价值原则。但采用公允价值计量不等于市价法。一般而言，对于存在活跃市场的情况，应以活跃市场上未经调整的报价作为计量日的公允价值；对于活跃市场报价未能代表计量日公允价值的情况，应对市场报价进行调整以确认计量日的公允价值；对于不存在市场活动或市场活动很少的情况，则应采用估值技术确定其公允价值。企业以公允价值计量相关



资产或负债，应当采用在当前情况下适用并且有足够可利用数据和其他信息支持的估值技术。企业使用估值技术的目的，是为了估计在计量日当前市场条件下，市场参与者在有序交易中出售一项资产或者转移一项负债的价格。公允价值计量可使用的估值技术主要包括市场法、收益法和成本法。企业应当使用与其中一种或多种估值技术相一致的方法计量公允价值。企业使用多种估值技术计量相关公允价值的，应当考虑各估值结果的合理性，选取在当前情况下最能代表公允价值的金额作为公允价值。

**市场法。**市场法是利用相同或类似的资产、负债或资产和负债组合的价格以及其他相关市场交易信息进行估值的技术。企业应用市场法估计相关资产或负债公允价值的，可利用相同或类似的资产、负债或资产和负债的组合（例如，一项业务）的价格和其他相关市场交易信息进行估值。

**收益法。**收益法是企业将未来金额转换成单一现值的估值技术。企业使用收益法时，应当反映市场参与者在计量日对未来现金流量或者收入费用等金额的预期。企业使用的收益法包括现金流量折现法、多期超额收益折现法、期权定价模型等估值方法。

**成本法。**成本法是反映当前要求重置相关资产服务能力所需金额的估值技术，通常是指现行重置成本法。在成本法下，企业应当根据折旧贬值情况，对市场参与者获得或构建具有相同服务能力的替代资产的成本进行调整。折旧贬值包括实体性损耗、功能性贬值以及经济性贬值。企业主要使用现行重置成本法估计与其他资产或其他资产和负债一起使用的有形资产的公允价值。

（2）摊余成本计量。财政部 2017 年新修订的“企业会计准则 22 号”中规定，金融资产或负债的摊余成本，是指该金融资产或金融负债初始确认金额经下列调整后的结果：扣除已偿还的本金；加上或减去采用实际利率法将该初始确认金额与到期日金额之间的差额进行摊销形成的累计摊销额；扣除已发生的减值损失（仅适用于金融资产）。摊余成本法计量是指对计价对象以买入成本列示，按照票面利率或协议利率并考虑其买入时的溢价与折价，在剩余存续期内按实际利率法摊销，每日计提损益。

以摊余成本计量的金融资产必须满足两个条件：（1）企业管理金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标；（2）该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和未偿付本金为基础的利息的支付。根据该规定，持有至到期投资、贷款和应收款项等可采用摊余成本法进行后续计量，这些都是非标债权类信托产品的底层资产。

根据企业会计准则，以摊余成本法计量，必须扣除金融资产的减值损失。当以



摊余成本计量的金融资产发生减值时，应当将该金融资产的账面价值减记至预计未来现金流量现值（不包括尚未发生的未来信用损失），减记的金额确认为资产减值损失，计入当期损益。预计未来现金流量的现值，应当按照该金融资产的原实际利率折现确定，并考虑相关担保物价值（取得和出售该担保物发生的费用应当予以扣除）。原实际利率是初始确认该金融资产时计算确定的实际利率。对于浮动利率贷款、应收款项或持有至到期投资，在计算未来现金流量现值时可采用合同规定的现行实际利率作为折现率。

金融资产的本期摊余价值 = 上期摊余价值 + 实际利率计算的利息 - 现金流出 - 已发生的减值损失（仅适用于金融资产）

摊余成本法计量不考虑资产的市场风险，不考虑价格的波动，主要反映持有资产的时间价值，适合于收取合同现金流及持有至到期的资产，采用摊余成本法计量的资管产品，其净值一般比较稳定，不受市场波动的影响，有利于满足低风险偏好的投资者需要，但对于存在活跃交易市场的金融资产，摊余成本法可能无法准确体现资产实际价值变动的情况。

目前，货币基金对于其投资组合就是采取摊余成本法计量，并结合影子定价做偏离度的监控。根据《货币市场基金监督管理办法》的规定，货币市场基金可以采用“摊余成本法”对持有的投资组合进行核算，但同时应采用合理的风控手段，如“影子定价”，对摊余成本计量的基金资产净值的公允性进行评估。按现有规则，当“影子定价”确定的基金资产净值与“摊余成本法”计算的基金资产净值的偏离度的绝对值达到或超过 0.25% 时，基金管理人应根据风险控制的需要调整组合，其中，对于偏离度的绝对值达到或超过 0.5% 的情形，基金管理人应编制并披露临时报告。除此之外，银行理财产品对于债券投资也普遍按照摊余成本法计量。

摊余成本法与净值化管理中的公允原则并不矛盾，“资管新规”允许符合以下条件之一的金融资产，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量：一是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。二是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。按照上述两条规定，开放式产品以及封闭式产品中投资于上述两条规定以外资产的应该采用公允价值计量。不过，考虑到摊余成本法存在的问题，“资管新规”也对使用摊余成本法附加了限制性条件。“资管新规”要求，金融机构以摊余成本计量金融资产净值，应当采用适当的风险控制手



段，对金融资产净值的公允性进行评估。当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。金融机构前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得达到 5% 或以上，如果偏离 5% 或以上的产品数超过所发行产品总数的 5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。

总结来看，结合“资管新规”和企业会计准则的要求，在对资管产品进行净值化管理时，金融资产的估值应首选公允价值计量，并优先采用市值法，如果不能采用市值法，则可以采用估值技术进行估值。如果资管产品为封闭式产品，且其投资的金融资产是以收取合同现金流量为目的并持有到期，或者该金融资产暂不具备活跃交易市场或是在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值，则可以使用摊余成本法进行估值。由于开放式资管产品涉及申购赎回，所以“资管新规”对于开放式资管产品的估值核算要求更为严格，要求采用公允价值计量所投金融资产。不过，为了减少公允价值计量要求带来的冲击，人民银行在《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》中放宽了相关要求，即过渡期内，对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍；银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币基金的“摊余成本 + 影子定价”方法进行估值。在遵循企业会计准则以及“资管新规”规定的前提下，公允价值计量和摊余成本计量都可以用于资管产品净值的核算。

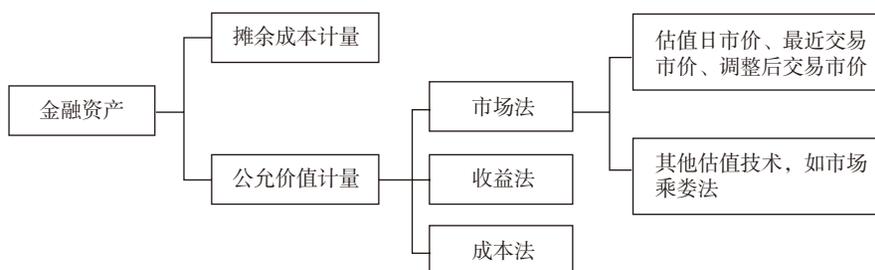


图 1 金融资产估值方法

### 3. 净值化管理产品的特点

净值化管理的产品即为净值型产品，净值型产品与预期收益型产品在形式上最主要的区别在于收益方式的不一样。净值型产品事先没有约定的收益率，其收益率取决于产品的投资运作情况，对于净值型产品，其业绩的衡量指标为



产品收益率 = (产品净值的变动 + 期间产品分红) / 期初产品净值

净值型产品的收益率要根据净值的波动来计算，其收益率是浮动变化的，而预期收益型产品的收益在产品发行时就已经约定在固定水平。净值可以反映产品管理人的管理能力，是投资者进行决策参考的依据。按照运作模式的不同，净值型产品可以分为开放式净值产品和封闭式净值型产品。对于开放式产品，净值是投资者申购赎回的价格；对于封闭式产品，净值是确定产品二级市场交易价格的基准。

从预期收益型产品转为净值型产品，不单纯是收益形式由固定转为浮动，而是蕴含着业务本质的深层变化。预期收益型产品往往隐含保本保收益承诺，风险由管理人承担，而净值型产品的投资风险及收益都归属于投资人，更符合资产管理业务的本质要求。除了上述最根本的区别，净值型产品和预期收益型产品在期限设置、流动性、投资标的、信息披露等方面还存在较多的差异，具体可参见表 1。

表 1 净值型资管产品与预期收益型资管产品的比较

	预期收益型产品	净值型产品
收益类型	固定收益	浮动收益
是否保本	没有保本的法律依据，但一般隐含本金不受损失的承诺	不保本
主要风险类型	信用风险、市场风险	市场风险、信用风险
风险承担主体	资产管理机构	投资者
期限	固定期限为主，不同期限对应不同的预期收益率	期限可以是固定的、也可以不固定；收益率与期限无关
流动性	封闭式产品占主导，流动性低，但也有部分产品为定期开放型，如非标资金池类产品	开放式产品占主导，一般流动性较高，封闭式产品可交易
投资标的	一般包含非标资产	以投标准资产为主
资产估值方法	普遍采用摊余成本法估值	主要采用公允价值计量，部分资产也可以采用摊余成本法计量
信息披露	一般不披露，或是每季度定期披露管理报告	要求定期披露净值，如按开放期、每日、周、月、季

## (二) 资管产品净值化管理的现状

### 1. 银行理财产品净值化管理的现状

从 2004 年光大银行推出我国第一款人民币理财产品“阳光理财 B 计划”开始，银行理财经历了十多年的发展，规模持续增长，最高壮大至接近 30 万亿的体量。银行理财是利率管制的产物，从一诞生起就扮演着类存款的角色，是银行吸收资金、竞



争客户的利器。作为存款替代品，银行理财一般都设置了预期收益率，具有明显的类固定收益特征。银行理财产品的净值化探索始于 2015 年。为了推动银行理财真正回归资产管理本源，促进银行理财业务的规范发展，2014 年 12 月 4 日，银监会下发的《商业银行理财业务监督管理办法》（征求意见稿）对银行理财产品进行了详细分类，并首次提出了净值型理财产品的概念，将其定义为“按照份额发行并定期或不定期披露单位份额净值的理财产品”，希望引导商业银行发展净值型理财产品，以此推动银行真正向资产管理业务转型。2016 年 7 月 27 日，银监会下发的《商业银行理财业务监督管理办法》（征求意见稿）中，按照收益表现方式的不同，将商业银行理财产品分为净值型理财产品、预期收益型理财产品和其他收益表现方式理财产品，其中净值型理财产品定义为“在存续期内定期或不定期披露单位份额净值的理财产品”，基本维持了 2014 年征求意见稿的定义。

从 2015 年开始，以工商银行、建设银行、招商银行等为代表的大型银行开始陆续尝试推出了一些净值型产品，但总体而言，整个银行理财市场仍然是预期收益型产品占绝对主导，净值型产品只是点缀。根据银行业理财登记中心《中国银行业理财市场报告》（2017）披露的数据，截至 2017 年 12 月末，银行发行的高资产净值类产品存续余额为 2.91 万亿元，占全部理财产品存续余额的 9.85%。

根据普益标准的统计，截至 2017 年，在 18 家全国性商业银行中，已有 17 家推出净值型理财产品。银行推出的净值型产品以开放式为主，2017 年，在银行发行的全部净值型理财产品中，封闭式占比为 39.8%，开放式占比为 60.2%。各家银行在推行理财产品净值化转型的力度也不尽一样，力度最大的为招商银行。根据招商银行披露的年报数据，2017 年其先后推出了“聚益生金”、5 年期金葵花增利产品、股票指数增强型理财产品等净值型产品，截至 2017 年末，净值型产品余额 16 629.50 亿元，较上年末增长 5.50%，占其全部理财产品余额的比重为 75.81%，占比持续提升。

表 2 商业银行发行净值型理财产品的情况

	全国性银行	城商行	农村金融机构
发行理财产品的机构数（家）	18	123	378
其中：已发行净值型产品的机构数（家）	17	25	6
发行净值型产品的银行占比（%）	94.4	20.3	1.6
产品平均年化收益率（%）	4.45	4.06	2.32

数据来源：普益财富（截至 2017 年末）。



与预期收益型产品不同，这类净值型理财产品不再设预期收益率，取而代之的是提供一个“业绩参考基准”。不过，在“资管新规”发布之前推出的这些净值型银行理财产品更多地是具备了净值型产品的“形式”，甚至可以说是伪净值产品，并不完全符合“资管新规”的要求。无论是对于预期收益型产品还是所谓净值型产品，在债券的估值上，银行理财普遍都是采取摊余成本法进行估值，这与“资管新规”中要求“金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量”是不符合的。

“资管新规”正式发布后，银行从产品端、投资端两端着手，积极研发推出符合“资管新规”要求的理财产品。目前，银行推出的净值型理财产品主要有两类：一是类货币基金的现金管理产品。由于“资管新规”规定封闭式公募理财产品期限不得短于3个月，“资管新规”实施以来，银行纷纷推出T+0或“T+1”的现金管理类产品，代替以往3个月以下的短期限产品，这些产品都参照货币基金，实行净值化管理。二是定期开放的类债基净值型产品。主要投资于债券等标准化资产，开放期包括7天、14天、30天等，这类产品是对3个月以下的短期限产品的替代。例如招商银行的“周周发”、“月添利”系列产品。这些产品在产品端都已经去预期收益率化，明确产品为非保本浮动收益型产品，并给出“业绩比较基准”作为参考，在估值核算方法上基本实现了与“资管新规”及配套细则的一致，在投资端则普遍加强对标准化资产的配置。

为了配合“资管新规”的实施，2018年9月，银保监会正式下发了《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称《银行理财征求意见稿》），专门对银行理财业务进行规范。上述文件也对银行理财产品的净值化管理进行了明确规定。根据规定，商业银行开展理财业务，应当按照“企业会计准则”和“资管新规”关于金融资产估值核算的相关规定，确认和计量理财产品的净值。每只理财产品都要单独进行会计账务处理，确保每只理财产品具有资产负债表、利润表、产品净值变动表等财务会计报表。商业银行理财产品宣传销售文本应当全面、如实、客观地反映理财产品的重要特性，充分披露理财产品类型、投资组合、估值方法、托管安排、风险和收费等重要信息，所使用的语言表述必须真实、准确和清晰。商业银行发行理财产品，不得宣传理财产品预期收益率，在理财产品宣传销售文本中只能登载该理财产品或者本行同类理财产品的过往平均业绩和最好、最差业绩，并以醒目文字提醒投资者“理财产品过往业绩不代表其未来表现，不等于理财产品实际收益，投资须谨慎。”预计在上述新规的指导下，未来银行理财产品将真正进入净值化管理的时代。



### 2. 公募基金净值化管理的现状

(1) 公募基金的净值化管理现状。在我国的资管市场上，公募基金是实行产品净值化管理的最典型代表。公募基金以上市交易的股票、债券以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种为投资对象，这些投资标的都是在公开交易场所交易的标准化资产，具有公开的市价，因此公募基金都是采取净值化管理。净值化管理是《证券投资基金法》的要求。根据《证券投资基金法》第十九条，进行基金会计核算并编制基金财务会计报告，计算并公告基金资产净值，确定基金份额申购、赎回价格是基金管理人应该履行的职责。另外，《证券投资基金法》第五十二条规定，在公开募集基金的基金合同中应当包括“基金资产净值的计算方法和公告方式”的内容，在第七十六条中规定公开披露的基金信息应包括“基金资产净值、基金份额净值”。

从 1998 年推出第一只净值化管理的封闭式公募基金开始，公募基金在我国已经发展了近 20 年。公募基金在净值化管理方面已经非常成熟化，公募基金作为非保本浮动收益型投资产品已经被大众投资者普遍接受和认同，“风险自担、收益自享”的投资理念也已经深入人心。公募基金作为管理人，主要承担投资管理职责，获取管理费报酬，投资者则风险收益自担。中基协数据显示，截至 2017 年末，我国公募基金总规模约为 11.6 万亿元，按照投资资产类型占比的不同，公募基金主要分为股票型基金、混合型基金、债券型基金、货币市场型基金、另类投资基金以及 QDII 基金。上述各类基金中，实行净值化管理的占绝对主流，不过，如果严格按照“资管新规”的要求，货币基金和债券型基金中的定期理财债券基金可能还需要按照“资管新规”的要求进行净值化改造。

理财债券基金推出于 2012 年，该类债券基金多为 7 天、14 天、21 天、30 天品种，主要投资于银行定期存款及大额存单、债券回购和短期债券，该产品一般就不同期限设置了固定预期收益率。为了保持产品净值和收益率的稳定，理财债基对于债券采用摊余成本法估值。根据 Wind 数据，截至 2018 年 6 月末，市场存量 56 只短期理财债基规模近 7 000 亿元。“资管新规”发布后，为全面落实其关于金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理的要求，证监会已经启动了对理财债基的净值化整改。据悉，监管层已经向基金公司下发《关于规范理财债券基金业务的通知》（以下简称《通知》），根据相关要求，该通知发布之日起的首个封闭运作期到期后，短期理财债基需按照开放式债券基金规则进行规范，以市值法计量资产净值，且产品投资期限不得短于 90 天，投资于债券的占比不低于 80%，这意味着未来这类产品收益的稳定性会



大大下降。

货币基金主要面临债券估值核算方法与“资管新规”要求不一致的问题。货币基金实际上已经是净值化管理，我国的货币基金都是采取“1”作为固定净值，每日计算收益并将收益折算为份额。对于所投债券，货币基金普遍采取“摊余成本法+影子定价法”进行估值，然而根据“资管新规”，只有封闭式产品才可以对金融资产按照摊余成本法进行估值。“资管新规”的发布引发了市场对于货币基金是否要采取市值法估值的热论，一些基金公司甚至已经向证监会上报了市值法货币基金。不过，截至目前，证监会并未对货币基金提出按照“资管新规”进行整改的要求，预计未来货币基金大概率可以延续“摊余成本法+影子定价法”的方法进行净值管理。

表3 公募基金构成类型

基金类型	数量合计(只)	占比(%)	份额合计(亿份)	占比(%)	资产净值合计(亿元)	占比(%)
股票型基金	762	16.24	5 620	5.09	6 749	5.84
混合型基金	2 183	46.53	17 460	15.82	20 749	17.96
债券型基金	1 190	25.36	15 064	13.65	15 659	13.56
货币市场型基金	395	8.42	71 329	64.63	71 315	61.74
另类投资基金	29	0.62	136	0.12	214	0.19
股票多空	19	0.40	36	0.03	39	0.03
商品型基金	9	0.19	100	0.09	144	0.12
REITs	1	0.02	0.30	0.00	31	0.03
QDII 基金	133	2.8	758	0.69	820	0.71
全部基金	4 692	100	110 367	100	115 506	100

数据来源：Wind。

(2) 公募基金净值化管理的经验借鉴。公募基金在产品净值化管理方面的经验最为丰富，尤其在股票、债券等标准资产估值、信息披露及投资者教育方面的经验值得借鉴。

公募基金拥有完整的估值方法体系和估值操作流程。根据规定，基金估值的目的是为了准确、真实地反映基金相关金融资产和金融负债的公允价值。公募基金要对基金的资产负债项进行会计核算，编制产品的资产负债表、利润表，并在此基础上编制所有者权益（净值）变动表。在公募基金的资产负债表中，对于全部金融资产



投资（包括股票投资、债券投资等），都在“交易性金融资产”科目下核算。基金产品的净值为产品的净资产（所有者权益）除以实收基金份额。

为了规范证券投资基金及时、准确地进行份额净值计量，更好地保护基金份额持有人的合法权益，证监会制定了《中国证监会关于证券投资基金估值业务的指导意见》（以下简称《估值指导意见》），《估值指导意见》对证券投资基金估值的基本要求、基本原则、估值工作机制等进行了明确的规定。《估值指导意见》规定，基金管理人在确定相关金融资产和金融负债的公允价值时，应根据企业会计准则的规定采用在当前情况下适用并且有足够可利用数据和其他信息支持的估值技术：

一是对存在活跃市场且能够获取相同资产或负债报价的投资品种，在估值日有报价的，除会计准则规定的例外情况外，应将该报价不加调整地应用于该资产或负债的公允价值计量。估值日无报价且最近交易日后未发生影响公允价值计量的重大事件的，应采用最近交易日的报价确定公允价值。有充分证据表明估值日或最近交易日的报价不能真实反映公允价值的，应对报价进行调整，确定公允价值。

二是对不存在活跃市场的投资品种，应采取在当前情况下适用并且可利用数据和其他信息支持的估值技术确定公允价值。采用估值技术确定公允价值时，应优先使用可观察输入值，只有在无法取得相关资产或负债可观察输入值或取得不切实可行的情况下，才可以使用不可观察输入值。

三是如经济环境发生重大变化或证券发行人发生影响证券价格的重大事件，使潜在估值调整对前一估值日的基金资产净值的影响在 0.25% 以上的，应对估值进行调整并确认公允价值。

为了提供具体的估值指导，中基协进一步发布了《证券投资基金会计核算业务指引》（简称《基金核算指引》），对于公募基金各项资产（包含银行存款、股票、债券、资产支持证券、基金、权证、买入返售金融资产）、负债（卖出回购、应付管理人报酬、应付托管费）、收入（利息收入、公允价值变动损益、投资收益、管理人报酬）等会计核算方法都进行了详细的规定。比如，对于正常交易的股票，将估值日股票的收盘价格作为公允价值；对于债券，如果是非货币市场基金，按照买入实际成本（市价）和价值变动（估值增值或减值）进行核算；对于货币市场基金或证监会规定的特定基金品种，则按照实际利率摊余成本估算的公允价值进行核算。

除此之外，证券基金业协会估值小组还根据证券基金业务特性，出台了一系列针对性的业务估值指引，并定期发布《中国基金估值标准》（最新版于 2018 年 1 月



出版),主要估值指引包括:《证券投资基金投资流通受限股票估值指引(试行)》(中基协发〔2017〕6号)、《基金中基金估值业务指引(试行)》、《证券投资基金港股通投资资金清算和会计核算估值业务指引(试行)》(中基协发〔2015〕17号)、《证券投资基金参与同业存单会计核算和估值业务指引(试行)》(中基协发〔2015〕12号)、《证券投资基金参与国债预发行交易会计核算和估值业务指引(试行)》(中基协发〔2013〕24号)、《黄金交易型开放式证券投资基金及联接基金会计核算和估值业务指引(试行)》(中基协发〔2013〕17号)等。

### 3. 券商资管净值化管理的现状

券商的资产管理业务主要分为三部分:一是集合资管管理计划,二是定向资管计划,三是专项资产管理计划。根据中国证券投资基金业协会数据显示,截至2017年底,证券公司资管业务规模为16.54万亿元,其中定向资管计划14.39万亿元,集合资产管理计划大约2.11万亿。定向资管计划中绝大部分是通道业务,不进行净值化管理;小部分为主动管理业务,主要投资于债券和股票等标准化资产,这类产品实行净值化管理。券商集合资产管理计划为券商主动管理的业务,大部分是投资于股票、债券及金融衍生品等标准化资产,这类投资型产品都是实行净值化管理。

为了指导券商资管产品的净值核算,证券业协会在2012年10月发布的《证券公司客户资产管理业务规范》中,专门就证券公司资管业务的估值进行了规定,要求证券公司客户资产管理业务的估值应当遵循稳健性、公允性和一致性原则:

一是证券公司对存在活跃市场的投资品种,估值日有交易的,采用估值日的收盘价确定公允价值;估值日无交易,但最近交易日后经济环境未发生重大变化,且证券发行机构未发生影响证券价格的重大事件的,采用最近交易市价确定公允价值。

二是证券公司对存在活跃市场的投资品种,估值日无交易,且最近交易日后经济环境发生了重大变化或证券发行机构发生了影响证券价格的重大事件,使潜在估值调整对资产净值的影响较大的,可以参考类似投资品种的现行市价及重大变化因素,调整最近交易市价,确定公允价值。

三是证券公司对不存在活跃市场的投资品种,其潜在估值调整对资产净值的影响较大的,可以采用市场参与者普遍认同,且被以往市场实际交易价格验证具有可靠性的估值技术,确定公允价值。证券公司采用前述估值技术确定公允价值的,应当尽可能使用市场参与者在定价时考虑的所有市场参数,并通过定期校验,确保估值技术的有效性。证券公司运用前述估值技术得出的结果,应当反映估值日在公平条件下进



行正常商业交易所采用的交易价格。

四是证券公司采用前述原则仍不能客观反映相关投资品种的公允价值的，应当根据具体情况与资产托管机构进行商定，按最能反映公允价值的价格估值，并向客户披露。

证券公司客户资产管理业务的估值，遵循下列程序：（1）根据资产管理合同和托管协议约定的估值方法，按资产管理产品建立估值和核算账套，设置估值参数，并与资产托管机构进行核对；（2）将客户资产管理业务的交易、清算、交收等估值所需的数据导入或录入估值和核算系统，并进行复核；（3）根据估值原则和方法以及经复核无误的数据进行估值和会计核算，制作估值表并核对；（4）将估值结果交由资产托管机构复核。资产托管机构复核认可的，证券公司应当与资产托管机构履行确认手续；资产托管机构复核不认可的，证券公司应当与资产托管机构协商解决。

2013 年 11 月，证券业协会发布《证券公司客户资产管理业务估值方法指引》，对资管计划所投资的股票、固定收益品种、证券投资基金、证券衍生品、存款资产的估值方法进行了详细的规定。

券商集合资管计划中也有部分产品投资于非标债权资产，如开展股票质押回购及两融业务，以及投资于集合资金信托计划、信托受益权、票据资产等固定收益产品。证券公司对于这类资管计划通常实行“业绩比较基准+净值管理”的模式，净值核算时，对于非标资产采用摊余成本法进行估值。

最新发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第四十三条明确规定，证券期货经营机构应当对资产管理计划实行净值化管理，确定合理的估值方法和科学的估值程序，真实、公允地计算资产管理计划净值。对于净值的信息披露，上述征求意见稿规定，投资标准化资产的资产管理计划至少每周披露一次净值，投资非标准化资产的资产管理计划至少每季度披露一次净值；开放式资产管理计划净值的披露频率不得低于资产管理计划的开放频率，分级资产管理计划应当披露各类别份额净值。

#### 4. 信托产品净值化管理的现状

按照资管新规，资金信托属于资管产品范畴。信托公司的资金信托分为集合资金信托计划和单一资金信托，截至 2017 年末，68 家信托公司存续集合资金信托产品规模为 9.91 万亿元，单一资金信托 12.00 万亿元。按照运用方式的不同，集合资金信托计划可以分为融资类集合资金信托计划和投资类集合资金信托计划。由于信托不仅



可以投资于标准化资产，还可以直接放贷、投资于各类债权、收益权以及未上市企业股权，因此信托产品的类型更加多样化，其净值化管理也更为复杂。目前，信托公司管理的融资类集合资金信托计划主要投向非标准债权资产，为预期收益型产品，如何对这类产品进行估值核算和净值化管理是未来信托产品净值化转型需要重点攻克的难点。

信托公司实行净值化管理的产品主要为证券投资类信托及现金管理类产品（资金池产品）。根据信托业协会公布的数据，截至2018年6月末，信托行业实行净值化管理的证券投资信托余额达3.06万亿元。证券投资类信托主要包括与私募基金合作的管理型证券投资信托、结构化证券信托以及信托公司主动管理的证券投资信托产品，这类产品主要投资于股票、债券等标准化资产，在估值、净值核算方面都参照公募基金，已经形成了非常成熟的净值管理操作流程。此外，部分信托公司还推出了净值型现金管理类产品，比如上国投的“现金丰利”，该款产品为每日开放式产品，每个工作日公布上一日的“每万份信托单位收益”和“7日年化收益率”，该产品在运作上比照货币基金，在净值核算上也与货币基金相似，所投债券、非标债权资产都采用摊余成本法进行估值。

#### 5. 净值化转型对各资管机构的影响分析

对资管产品按照真实公允原则进行净值化管理是资产管理业务的本质要求，预期收益型产品的存在只是我国资管市场发展不健全的阶段性产物。推进预期收益型产品向净值化管理转型将会促进资管机构回归资管本源，这对于资管市场各类机构将带来不同程度的挑战，未来可能会引发资管机构之间竞争格局以及投资者资产配置结构的转变。

“资管新规”主要是参考借鉴公募基金的管理运作框架，由于净值化管理已在公募基金、证券类私募基金使用多年，他们在标准化资产的估值及净值管理操作流程上都已经非常成熟，因此净值化管理对于公募基金和证券类私募基金的影响最小，其有望从资管市场的洗牌中受益。

对券商资管而言，集合资管计划绝大多数是投资于标准资产，大都已经实行净值化管理，受影响的主要是部分定期理财型资管计划，这类产品实际上是标准化资金池，类似于定期理财债基，具有预期收益型产品的特征，如果严格实行净值化管理，未来这类产品也要进行转型。整体比较来看，净值化管理对券商资管的影响较小。

净值化管理对于以非标产品为主的信托公司影响较大，主要体现为集合信托在



非标资产估值、打破刚兑方面的压力。信托产品从预期收益型转为净值管理，产品的风险收益特征发生变化，可能会导致信托产品的相对优势将下降，而投资者理念的转变和投资者教育需要时间，持观望犹豫立场的投资者会增多，这会增加信托产品募集的难度。

相较于其他机构，净值化管理要求对银行理财的影响最大，这主要是因为之前银行理财产品被当做类存款产品，吸引了大量的大众客户，所以才能实现规模的持续快速增长。2017 年底，银行理财余额近 30 亿元，其中绝大部分是预期收益型产品，净值类产品存续余额仅 2.91 万亿元。银行理财对于债券普遍采用摊余成本法计量，即便是净值型产品，他们在估值计价方式上也不完全符合资管新规对净值计算的要求。银行理财约 40% 的资产配置于债券，债券如何估值计量对于产品的净值计算影响比较大。不过，为了缓冲“资管新规”实施给银行理财业务开展带来的冲击，避免净值化管理引发债券市场、非标融资规模的大幅波动，在“资管新规”出台后 3 个月，人民银行又发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，该通知一方面明确允许银行公募理财产品可以投资于非标准化债权资产，另一方面对银行理财净值化改造给予了一定的宽限。该通知允许在过渡期内，对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍；银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本 + 影子定价”方法进行估值。预计上述政策的放开在短期会减缓银行理财产品净值化改造的压力，也会刺激银行发展类现金管理产品以及半年期以上的定期开放式净值型产品。

由于银行理财产品既可以公募发行，也可以私募发行，其受众显著高于其他几类资管产品，净值化管理带来的产品净值波动具有更广和更大的影响。净值化管理不仅会影响投资者对理财产品的接受度，也会对银行的组合投资能力、投研能力以及受托履职能力提出更高要求。为了适应净值化管理的需要，银行理财面临的系统改造和人力资本等基础设施建设成本也会陡增。前期银行理财规模增速高，很大程度上来源于高预期收益率、保本、低风险的吸引力，随着产品净值化，不同的投资者偏好选择下的资金流向将发生变化，银行理财规模也将受到较大冲击。未来存续的开放式净值型产品以及银行新发行的产品都要按照“资管新规”的要求进行净值化管理。



### （三）资管产品净值化管理的必要性

#### 1. 资管产品净值化管理的必要性

（1）资产管理业务本质的视角。资产管理业务是受托理财业务，是金融机构的表外业务，对资管产品进行净值化管理符合资产管理业务的本质要求。按照“资管新规”对于资产管理业务的定义，资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。金融机构为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益。“资管新规”明确规定，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付。

净值化管理符合资产管理业务的本质，从资管业务的内生属性出发，净值化管理的必要性体现为两个方面：

其一，净值化管理是管理人履行受托责任的重要组成部分。资产管理业务从本质上是“受人之托，代人理财”。虽然“资管新规”并未明确资产管理业务的法律属性为信托关系，但是实际上，券商资管、银行理财等资产管理机构都是基于信托关系进行展业。由于资管业务在本质上是一种受托业务，所以受托管理的财产应独立于受托人的自有财产以及受托人所管理的其他委托人的财产，受托机构需要履行资产管理合同项下的受托管理职责和义务，即应对每个资管产品进行单独建账、单独管理、单独核算。对受托资管产品的资产和负债、收入及费用按照会计准则的要求进行核算是受托人履职的重要组成部分，净值化管理不仅要基于受托人准确、客观的会计核算，同时还需要引入第三方的监督，这样产品净值才可以如实、客观、公正地反映资管产品运作状况，因此，净值化管理是监督受托人尽职履责情况的有效手段。

受托人只是受托理财，并不是资管产品法律意义上的风险承担主体，产品的风险和收益应归属于投资者，仅在发生受托人不尽责的情形时，投资者可以向受托人追责，要求其承担赔偿责任。净值化管理是受托人的义务，投资者可以定期了解产品的投资运作情况，为了确保受托人按照合同约定进行投资运作和期间管理，需要通过定期对产品所投资各类资产和负债进行核算并计算产品的净资产价值来了解产品的真实运作情况，这有助于监督受托人尽责，防止受托人侵害投资人的利益。

其二，净值化管理是保护投资者利益的必要手段。净值化管理对于投资者利益的保护主要体现在两个方面：一是净值化管理可以客观反映资管产品的真实运作情况，



如实反映产品的风险和收益。受托人只是承担受托管理职责，投资者才是产品风险和收益的承担主体。坚持公允原则对产品进行估值是净值化管理的核心，也是保护投资者利益的关键所在。只有遵循一致的估值政策、估值原则和会计政策对产品的净值进行评估核算，才能督促受托人按照合同约定履行管理职责和计提管理报酬，不侵害投资者的利益，才能让投资者及时掌握产品的风险和收益变动情况，并据此作出申赎和买卖决策。二是净值化管理可确保投资者之间的公平。从国内外资管机构对于标准化资管产品实行净值化管理的实践来看，净值化管理使得产品的信息透明、公开、公正，投资者普遍接受按照产品的净值进行申赎决策和买卖交易，在净值面前，无论所投资资金规模大小，投资者一律平等，不同投资者的利益可以得到相对公平的保障，有助于保护投资者的利益。资金池产品可以从反面证明净值化管理对于保护投资者利益的意义。资金池产品普遍实行预期收益定价，具有“滚动发行、分离定价”的特点，由于不实行单独核算和净值化管理，极易产生不同批次投资者的收益和风险承担不匹配的问题，从而损害部分投资者的利益。

由此可见，遵循企业会计准则的要求，对资管产品投资各类资产运用合适的计量方法进行净值化管理，既是资产管理业务的内在要求，也是保护投资者利益、推动资管业务发展的需要。只有真正做到了对产品的公允估值，并切实履行信息披露义务，才能真正实现产品风险和收益从管理人向投资人的过手，实现“卖者尽责、买者自负”，打破我国资管行业存在的刚兑顽疾。

(2) 国际资产管理市场的视角。对资管产品实行净值化管理、计算资管产品的净值 (NAV) 是国际资产管理市场的普遍性要求。美国是全球最大、最发达的资产管理市场，也是对资产管理业务监管最完善的国家，欧洲、亚太发达国家和地区在资管行业监管标准上大都是以美国为参照。

美国资管机构提供的产品载体包括公募开放式、封闭式基金、ETFs、独立账户、私募投资基金、集合投资信托和其他集合投资工具等。早在 1940 年，美国就出台了《投资公司法》和《投资顾问法》，对投资管理公司和投资顾问（相当于我国的资管机构）进行监管。美国的投资顾问（资管机构）类型丰富，主要包括银行系资管公司、基金管理公司、保险系资管公司、投行系资管公司以及私募资产管理机构。最初，美国证监会只对公募型投资顾问进行监管，私募投顾不需要登记。但 2008 年全球金融危机之后，美国在全面总结经验教训的基础上，制定了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》（以下简称“《多德—弗兰克法》”），《多德—弗兰克法》第四章



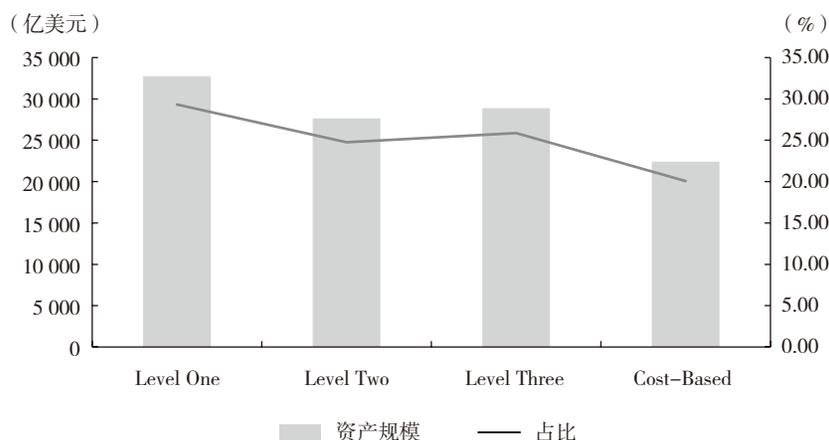
又被称为《2010年私募基金投资顾问登记法》，该方案修改了1940年《投资顾问法》关于私募基金投资顾问豁免登记的条款，要求所有私募基金管理人必须进行登记，无论公募还是私募，都需要遵循美国证监会同样的监管要求。为了掌握豁免注册的私募基金的数据，《多德—弗兰克法》要求美国证监会建立PF（Private Fund）报表体系，按季度收集基金管理人所管理的私募基金信息。根据美国证监会PF报表体系的要求，私募基金管理人需要汇报每只基金的规模、业绩表现、杠杆、交易及投资等状况。具体来说，包括基金的总资产价值（GAV）和净资产价值（NAV）、金融衍生品的头寸、超过净值5%的借贷情况、前五大基金持有人占比、月度或季度的总投资投资率及净投资收益率等。对于对冲基金，还需要披露采用计算机程序化交易管理的资产净值占比、投资组合换手率、抵押品管理、VAR等情况，对于私募股权投资基金还要求披露投资组合的行业及地理分布、每个组合的总资产价值。

为了规范资产管理机构的运作，保护投资者的利益，美国的证监会要求投资顾问都要按照US GAAP的要求提交每只投资基金的财务报表，报送投资基金的总资产价值（GAV）和净资产价值（NAV）信息。US GAAP即美国通用会计准则是由美国财务会计准则委员会（FASB）、会计师协会（APB）和美国证券交易委员会（SEC）在《意见书》和《公报》中所规定的会计准则、方法和程序所组成的，为美国公司统一遵守的会计准则。2006年，美国财务会计准则委员会（FASB）发布了157号财务会计准则公告（FAS 157）《公允价值计量》，公允价值计量的引入在于提高财务报表信息质量，更好地为会计信息使用者的决策服务，此后不久，国际财务报告准则（IFRS）也纳入了公允价值计量的原则，我国的《企业会计准则第39号——公允价值计量》也是在充分学习借鉴US GAAP及IFRS的基础上制定的。公允价值计量是美国资管机构编制投资基金财务报表所需要遵循的。根据（FAS 157）《公允价值计量》，公允价值计量分为三个层级：第一层次是企业计量日能获得相同资产或负债在活跃市场上报价的，以该报价为依据确定公允价值；第二层次是企业计量日能获得类似资产或负债在活跃市场上的报价，或相同或类似资产或负债在非活跃市场上的报价的，以该报价为依据做必要调整确定公允价值；第三层次则是基于不可观察的数据，当企业无法获得相同或类似资产可比市场交易价格的，以其他反映市场参与者对资产或负债定价时所使用的参数为依据确定公允价值。

美国资管机构资产的主要配置方向为权益、固定收益、现金类资产以及另类投资。前三者都是标准化资产，占比约为80%，这些投资于标准化资产的产品都是实行净



值管理，定期披露产品的净值，管理人基于净值提取管理费和业绩报酬。其另类投资与我国资管机构投资的非标资产较为相似，另类投资在银行系、基金系、保险系等资管机构的资产配置占比一般为 10%~15%，也有专门从事另类投资的资管机构如黑石、凯雷、橡树资本等。另类投资主要包括对冲基金（HF）、房地产基金（RE）、私募债权（Private Debt，又称非流动信贷 Illiquid Credit），大宗商品（Commodities）、私募股权基金（PE）、基础设施基金（Infrastructure）等。另类投资具有收益较高、流动性较差的特点，通常是采取基金化的运作模式。对于这些另类投资基金，资管机构也需要遵循 US GAAP 的要求，选择恰当的估值技术对投资资产的公允价值进行估值，并定期报告投资基金的总资产价值和净资产价值。管理人基于净资产价值定期计提管理费收入（一般是按季度）计提管理费收入，并向投资人披露。根据美国证监会披露的数据，截至 2017 年，美国私募基金（包括私募股权基金、对冲基金、房地产基金、证券化基金、风险投资基金、流动性基金等）的总资产规模为 12.53 万亿美元，净资产规模为 8.31 万亿美元。其中，管理资产中采用三个层级的公允价值计量的资产规模为 89 250 亿美元，占比 80%，基于成本计量的资产规模为 22 400 亿美元，占比约 20%。



资料来源：美国 SEC《私募基金统计报告（2017）》。

图 2 美国私募基金以公允价值计量的资产规模

由此可见，在美国的资产管理市场，无论是投资于标准化资产的共同基金，还是投资于各类非标准化另类资产的基金，资管产品都会要按照美国通用会计准则的要求对产品净资产价值进行核算，通过产品净资产价值的变化反映产品的实际收益和风险情况，不存在固定预期收益，管理人明确只是受托管理资产，无需对资管产品进行保本保收益。



## 2. 信托产品净值化管理的必要性和意义

(1) 信托产品净值化管理的范畴及特点。由于信托公司的资金运用领域跨货币市场、资本市场、实体经济，且资金运作方式灵活，信托产品的类型非常丰富，既有投资于标准化资产的证券投资信托，又有投资于非标债权、股权以及实物、商品、衍生品的信托，还有财产权信托。对信托产品进行净值化管理，首先要明确哪些信托产品需要进行净值化管理。

按照“资管新规”，只有资金信托才属于资管产品，财产权信托不属于资管产品。因此，只有资金信托才需要进行净值化管理。按照委托人的不同，资金信托可以具体细分为单一资金信托和集合资金信托计划。不过，资金信托并非都是资管产品，在《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》(以下简称《通知》)中就明确规定，公益(慈善)信托和家族信托不适用“资管新规”，因此公益(慈善)信托和家族信托并不需要进行净值化管理。目前信托公司设立的家族信托大都为单一资金信托，家族信托账户内虽然会配置资管产品，但家族信托以财富传承为主要目的。为避免信托公司以家族信托为名，变相开展资管业务，《通知》从委托人、信托目的、服务内容、委托金额或价值、受益人等方面对家族信托进行了明确定义。对于公益(慈善)信托而言，由于信托目的是开展慈善活动，即便是资金信托，也不应将其视作资管产品。由于《通知》仅明确(慈善)信托和家族信托不适应“资管新规”，这也意味着除了符合规定的家族信托和慈善信托外，其他资金信托产品都应遵循“资管新规”的要求，实行净值化管理。

相比于银行理财、公募基金及券商资管等其他资管产品，信托产品的净值化管理具有如下特点：

一是信托产品的类型更为丰富，净值化管理更为复杂。由于资金运作方式、投资范围、交易结构设置等最为灵活，信托产品的类型非常多样化。按照投向不同，信托产品可以分为证券投资信托、非标债权投资信托、股权投资信托、股债结合型信托、组合投资类信托(非标和标混投)等；按交易结构不同，信托产品可分为平层产品和结构化产品，结构化信托产品较为普遍，结构化信托的优先级和劣后级份额要分别进行估值。此外，资金信托可根据委托人需求的不同，灵活设置信托目的、信托财产管理方式以及分配方式(比如原状分配)，既能够满足客户在财产保值增值方面的需求，还可以满足他们在财产安全、财产管理等方面的事务性服务需求。虽然监管已经将财产权信托、资产证券化信托以及家族信托、慈善信托排除在资管产品范畴之外，但资



金信托目的的多样性仍然远超银行理财、公募基金、券商资管等纯粹的资管产品，这使得信托产品的净值化管理更为复杂。

二是信托产品主要投向为非标资产，净值化管理难度更大。相比于标准化资产，非标债权资产和未上市股权的估值核算更为复杂，且由于信托投非标大都是采取单一投资的方式，而银行理财、券商资管、公募基金大都是进行组合投资，单一投资缺乏风险分散，在实行净值化管理的情况下，一旦发生风险事件，单一投资的净值波动风险比组合投资更大，这可能使信托公司要面临更大的净值管理压力。

(2) 信托产品净值化管理的必要性及意义。资产管理业务是金融机构的表外业务，但目前预期收益型资管产品普遍存在刚性兑付的问题，导致资管业务异化为表内负债业务，积累了巨大的系统风险。“资管新规”旨在通过资管产品的净值化管理，推动资管行业去“刚兑”化，真正回归资产管理业务“受人之托、代人理财”的本源。目前在归属于资管产品的资金信托业务中，单一资金信托以事务管理业务为主，基本不存在预期收益和刚性兑付的问题。集合资金信托业务中，除了证券投资类信托计划外，大部分集合资金信托计划都是预期收益型产品，信托公司承担着隐性刚兑的压力。作为资管产品的一大类型，对资金信托特别是集合资金信托计划进行净值化管理既是信托公司回归资管本源业务的需要，也是防范信托行业系统性金融风险的需要。净值化管理对于信托公司的客户、信托公司本身都具有重要的意义。

对于信托公司的客户来讲，信托产品净值化管理具有如下意义：

一是净值化管理有助于保护投资者的利益，督促信托公司尽职履责。净值化管理遵循公允原则对投资资产进行估值，尽可能反映资产的可变现价值，相关的估值原则、估值方法、估值程序以及净值信息等要向投资者定期进行披露，这一方面有助于投资者及时掌握产品的真实运作情况以及风险收益状况，另一方面也有助于监督信托公司按照合同约定运用信托财产，防止受托人通过关联交易进行利益输送或是收取不当信托报酬，损害受益人的利益。由于非标产品所涉信息大都是非公开的，普通投资者很难对产品所投资产的真实流动性价值进行判断，监管机构提出净值化管理的要求，其目的也是强化受托人尽职履责的要求，更好地保护投资者的利益，明晰各方的责任和义务。

二是有助于引导投资者树立正确的投资理念。“资管新规”提出净值化管理的要求，一方面是为了促使资管机构回归资管业务的本源，防范系统金融风险，另一方面也是为了建立保护投资者利益的长远机制，引导投资者理性投资，破除对“刚兑”



的盲目信仰，保护投资者的财产安全。目前，投资者偏好预期收益型产品主要是基于资管机构的“刚兑”预期，但却忽视了资管机构是否具备对所有产品进行“刚兑”的实力，也忽略了自身的风险承受能力。净值化管理有助于引导投资者正确认识资管产品的投资属性，了解每类资管产品的风险和收益，树立风险收益对等的意识，选择与自身风险承受能力相匹配的产品进行投资。

三是有助于提高信托产品的透明度和流动性。信托产品主要投资于非标资产，非标资产一般不存在活跃交易市场，透明度很低，流动性缺乏，净值化管理不仅要求对信托产品进行估值，还包含了更高的信息披露要求。按照净值化管理的要求，非标信托产品以及标准信托产品都要定期核算和公布产品的净值，由于实行了净值化管理，信托产品具备了价格，且其在管理运作和信息披露上更为规范，这有助于提高信托产品的透明度，减少信息不对称，信托产品的转让交易就会变得便利，有助于活跃市场，提高信托产品的流动性，也可以为投资者提供风险分散和转移额手段。

从信托公司的角度来看，信托产品净值化管理具有如下意义：

一是促进打破“刚兑”，防范行业系统性风险。目前，信托提供的预期收益型产品实际上隐含了保本保收益的承诺，一旦产品到期无法正常兑付，产品管理人从维护客户和自身声誉的角度出发，一般都选择进行刚兑，原本的表外代客理财业务异化为表内负债业务，这给管理人带来了很大的风险隐患，如果任由预期收益型产品规模不断做大，不但会持续抬高整个社会的无风险收益水平，影响资管市场产品的公平定价和竞争，而且还会造成管理人隐性债务风险的不断积累，容易引发系统性金融风险，给金融机构及实体经济带来严重的伤害。相比之下，净值型产品遵照公允原则计算净值，产品的收益和风险完全通过净值的波动来体现，不设预期收益率，不存在保本保收益的承诺，投资者在明晰承担产品风险的基础上可以获取与风险相匹配的投资收益，实现“风险自担，收益自享”，产品管理人则可获取基于净值的管理费收入以及超额业绩报酬。净值型产品是真正意义上的“投资型产品”，能够有效地化解资产管理机构的刚性兑付压力，防止风险积聚在行业内部。

二是促进信托公司提升资产管理能力，回归本源。在预期收益型产品盛行的背景下，由于产品的本金和收益最终都由管理人“刚兑”，产品管理人的管理能力差异无从体现，实行净值化管理后，资产管理人的投资管理水平直接体现在产品净值的变化中，投资者也可以通过产品净值的情况判断管理人的投资能力，有助于投资者更好地进行投资决策。净值型产品管理人的投资能力会通过定期的信息披露一览无余地展



现在市场以及投资者面前，这对于管理人本身是一种隐性约束，这会促使管理人致力于提高投资管理能力，更好地履行受托人的职责，从而保护投资者的利益。此外，对于净值型产品，管理人的管理费收入与净值直接挂钩，除了可以收取管理费之外，管理人还可与投资者约定对超额收益部分提取业绩报酬，由于管理人与投资者的利益实现了更紧密的绑定，这也有助于促进资产管理人提升资产管理能力，帮助投资者创造更多价值，在帮助投资者提高收益率的同时也实现自身的价值增值。

三是有助于促进信托公司丰富产品类型。目前，信托公司的产品结构较为单一，难以满足投资者全面的资产配置需要。信托公司提供的集合资金信托产品主要以固定期限的预期收益型产品为主，这类产品大多投资于单一非标融资项目，期限单一，风险高度集中。净值化管理一方面要求信托公司对上述类型产品进行净值化改造，另一方面也会促使信托公司开发更多的净值型产品来满足投资者的需要，比如投资于股票或债券资产的净值化管理产品、开放式净值型产品以及非标资产、标准资产组合投资的产品等，这将有助于信托公司丰富产品结构，提升总体吸引力。

## 二、不同类型信托产品的净值化管理转型

净值化管理是“资管新规”对于持牌金融机构资管产品的统一要求。但由于过往信托公司的业务领域横跨实业、货币市场及资本市场，信托产品的基础资产类型更多样化，资金运用方式更加灵活化，所以，这也使得信托产品的净值化管理更为复杂化，难度挑战更大。我们认为，对于信托公司而言，产品的净值化管理转型要包含三个层面的转变：

一是产品端表现形式的转变。这主要是指产品的运作模式、产品的收益类型、产品合同条款、产品信息披露等层面。融资类集合资金信托都是封闭式、预期收益型产品，这类产品是净值化改造的重点对象，未来需要按照“资管新规”的要求改造为净值型产品，信托产品的合同条款也需要进行改造，不能再出现预期收益率的表述，要按照“资管新规”的要求明确产品类型，告知投资者产品的运作模式，是封闭式净值型产品还是开放式净值型产品，并要在产品合同对产品净值计算的方式、估值原则和方法、估值程序、净值披露的频率及方式等进行详细说明，从形式上做到产品的净值化管理。

二是资产端估值核算的变化。净值化改造的关键在于对信托产品的资产负债按



照会计准则的要求进行公允估值，以此计算产品的净值，真实反映产品的风险和收益，这是净值化转型的核心。信托产品净值化管理的估值框架包括两个方面：一是资产端，即信托投资各类资产的估值；二是负债端，即信托产品所需要支付的信托报酬、托管费等。信托财产净值等于信托计划总资产减去信托计划总负债后的余额，信托单位净值等于信托财产总净值与信托单位份额之比。

三是产品管理理念、投资理念的转变，这是净值化管理转型的最高层次。对于管理人而言，从提供预期收益型产品向净值型产品转变，不是简单的产品形式及估值方式的转变，更重要的是角色、职责的转变。管理人需要深刻认识到自身是从事表外资产管理业务，而非负债业务。围绕市场及客户的需求设计产品，勤勉尽责，不断提升自身的专业资产管理水平是发展之本。对于投资人而言，则要顺应“资管新规”下资管产品净值化的大趋势，转变投资理念，放弃对于保本保收益型资管产品的幻想，树立风险意识和正确的投资理念，选择与自身风险承受能力相匹配的产品进行投资。

上述三个层次的转变是一个有机整体。如果说从产品表现形式和资产估值核算的转变是由外及里，那么对于净值化产品管理和投资理念的变化则是“内核”，只有“内核”实现转变，才能实现管理人尽责和投资者“风险自担、收益自享”，才能真正达成监管层推动净值化管理的初衷，促进资管行业回归本源。不过，考虑到估值是净值化管理中最基础、也是最关键的问题，所以本章主要着眼于资产端的估值核算，对不同类型信托产品的净值化管理进行研究。

根据“资管新规”，资产管理产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。从已经公布的《商业银行理财业务监督管理办法》（征求意见稿）以及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（征求意见稿）来看，在银行理财和私募资管产品在产品分类上都是遵守了“资管新规”的分类标准，预计未来信托行业执行细则也会保持与“资管新规”的一致。基于此，报告按照上述分类对不同类型资金信托产品的净值化管理进行研究。

### （一）固定收益类信托产品

根据“资管新规”，固定收益类产品是指投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%的资管产品，按照这个标准，信托公司传统的融资类集合资金信托计划、债券类集合资金信托计划、组合投资类集合资金信托计划（混合投资于债券等标准化资产以及非标债权资产，也包括存量的非标资金池）都属于固定收益类信托产品的范畴，但由于投资标的的差异，他们进行净值化管理的要求和重点也不尽相同。



### 1. 非标债权信托产品

非标债权信托产品主要是指传统融资类资金信托产品，这类产品一般为预期收益型产品，信托资金一般投向为单一或多个融资主体，也可以是投资于底层资产为非标债权的资管产品（包括信托受益权、资管计划等）。这类产品的资金运用方式比较多样化，包括但不限于信托贷款、买入返售、融资租赁、附加回购的股权投资（明股实债）、应收账款等债权投资、股权收益权投资等。

“资管新规”并未直接对非标债权资产进行定义，而是对标准化债权资产进行定义，其规定标准化债权类资产应当同时符合以下条件，包括等分化，可交易；信息披露充分；集中登记，独立托管；公允定价，流动性机制完善；在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。金融机构发行资产管理产品投资于非标准化债权类资产的，应当遵守金融监督管理部门制定的有关限额管理、流动性管理等监管标准。在实践中，非标债权资产主要是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权型融资等。

非标的存在是我国金融体系的功能无法匹配经济发展需求的客观存在。在银行、债券市场等融资渠道尚不能完全有效满足企业融资需求的背景下，未来非标债权融资仍然存在一定的发展空间，非标债权资产仍然会大量存在，并将继续作为资管产品的重要投资方向之一。对于信托公司而言，由于过去主要从事非标融资业务，并在这一领域积累了大量的专业经验、客户资源和风控优势，未来非标投资仍然将是信托产品的主要特色，如何对大量投资于非标债权资产的信托产品进行净值化管理将是资管新规带给信托公司的一项重要挑战。非标债权资产与标准化资产相比，呈现出透明度低、形式灵活、流动性差、收益相对较高等特点，规模体量巨大。非标债权资产没有活跃的交易场所，无法按照市价法进行估值，目前信托公司对非标债权产品并未进行净值核算。对于资金全部投资于非标债权资产的信托产品，目前信托公司只进行会计核算，这类产品实行单独建账，每个产品都有一张资产负债表和利润表，在资产负债表中，对于非标债权资产按照初始成本列示，利息收入反映在利润表中。由于目前信托公司尚未对非标债权信托产品的资产负债表按照企业会计准则的要求对资产和负债进行估值，所以资产负债表中的所有者权益并不是产品净值的概念。如果要对这类产品进行净值化管理，则需要对现有会计核算系统进行改造，按照企业会计准则、“资管新规”



的要求对产品所投资产、负债项目进行估值核算，并按日计提收入和费用，在此基础上编制利润表，如此核算出的所有者权益才能代表产品的净值。

对于非标债权信托产品进行净值化管理，非标债权资产的估值核算是最关键的问题。“资管新规”中明确规定，资管产品应按照企业会计准则的要求进行净值化管理。根据新修订的企业会计准则 22 号的规定，按照所管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流量特征，将金融资产划分为以摊余成本计量的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。其中，分类为以摊余成本计量的金融资产，应同时符合下列条件：一是企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标。二是该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，应同时符合下列条件：一是企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标。二是该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。上述新修订的企业会计准则自 2018 年 1 月 1 日已经开始实施。由于非标债权资产的现金流都是基于合同约定的本金和以未偿付本金金额为基础的利息支付，按照上述规定，如果该项非标债权资产是持有至到期收取合同现金流为目的，就可以采取摊余成本法进行计量；如果既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标，则应分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。从上市银行公布的中期报告来看，我们看到银行表内的非标债权资产投资大都采取摊余成本法计量，只有少部分非标资产如票据收益权分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。

“资管新规”规定，资管产品符合以下条件之一的，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量：一是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。二是资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。就投资于非标债权资产的传统融资类信托产品而言，由于信托产品的期限大都是固定封闭的，所投非标债权资产一般都是以收取合同现金流（本金及利息）为目的并持有至到期，且非标债权资产也不具备活跃交易市场，根据企业会计准则的要求以及“资管新规”的规定，投资于非标债权资产的封闭式信托产品可采用摊余成本法对资产进行估值。相比于企业会计准则，“资管新规”对于资管产品采用摊余成本法施加了更



严格的限制，不仅要求资产层面满足企业会计准则中的要求，还要求资管产品本身必须是封闭式产品。这意味着开放式产品所投资的非标债权资产以及以出售为目的的非标债权资产（非标债权资产的期限超过产品到期期限）则应采用公允价值计量。如果要对非标债权资产以公允价值计量，则需要采用估值技术进行估值。非标债权资产与债券在本质上相似，区别只在于非标债权资产缺乏公开交易市场，没有流动性和外部评级，所以可以参照债券的估值方法对非标债权资产进行公允估值。未来随着信托受益权流转市场的建立，可以考虑引入第三方估值公司对信托受益权进行公允估值。

但中短期来看，考虑到信托公司发行的非标融资类信托产品大都是封闭式产品，且非标资产大都以持有至到期为主，所以未来净值化管理中主要使用的将是摊余成本法估值。由于非标债权资产缺乏交易流转市场，加之资管新规限制非标债权投资进行期限错配，所以中短期内，封闭式资管产品中很少非标债权资产投资会以出售为目的；开放式产品投非标债权，其开放期至少应在 6 个月以上，“资管新规”补充通知中允许过渡期内开放期 6 个月以上的资管产品所投持有至到期债券采用摊余成本法估值，所以即便开放式产品投资于非标债权，只要是持有至到期的，我们认为短期也应可以适用于摊余成本法。所以，整体来看，绝大多数投非标债权的信托产品都可以采用较为简单的摊余成本法估值，净值化管理的压力相对不大。

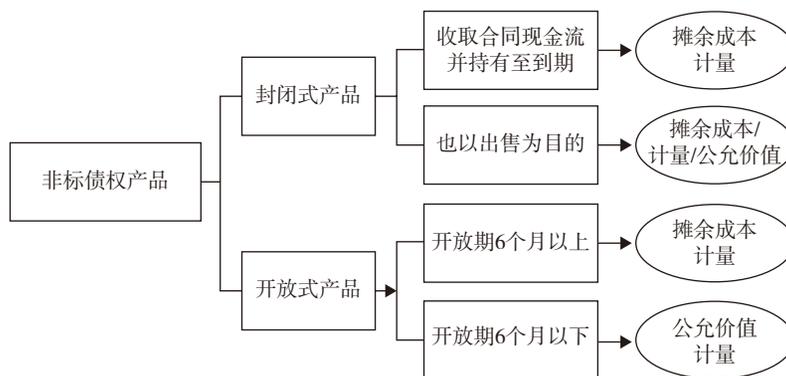


图 3 非标债权产品的估值方法

摊余成本法是一种简单的计量方法，其本质是基于底层债权资产的现金流进行时间上的分拆。非标债权的票面利率一般与实际利率一致，有的分期返本，有的到期一次性返本。投非标债权资产的信托产品要实行净值化管理，一是要对该资产按买入时的实际成本计价，并按日计提利息收入、保管费、信托报酬等费用；二是要定期对持有金融资产的价值进行减值测试和价值评估，及时确认减值损失；三是对产品净资



产进行份额管理，委托人认购、赎回均按照份额进行管理，以此来做到产品的净值化管理。

一般而言，在摊余成本法下，对资产按买入价列示，并将折溢价及利息收入按照直线法摊销计入资产价值中，不需要考虑资产的市价波动风险，产品的净值会比较稳定，净值化管理的压力较小。但是，一旦所投债权资产出现信用违约风险，对摊余成本法的使用则涉及资产减值损失计提的问题，净值化管理就会变得复杂化。企业会计准则 22 号规定，在摊余成本法下，要对金融资产的预期信用损失进行评估，并以此为基础在会计上计提损失准备。预期信用损失是指以违约风险发生概率为权重的金融工具信用损失的加权平均值。信用损失是指企业按照原实际利率折现的、根据合同应收的所有合同现金流量与预期收取的所有现金流量之间的差额，即全部现金短缺的现值。由于预期信用损失考虑付款的金额和时间分布，因此即使企业预计可以全额收款但收款时间晚于合同规定的到期期限，也会产生信用损失。在估计现金流量时，企业应当考虑金融工具在整个预计存续期的所有合同条款（如提前还款、展期、看涨期权或其他类似期权等）。预期收取的现金流量应当包括出售所持担保品获得的现金流量，以及属于合同条款组成部分的其他信用增级所产生的现金流量。根据 22 号会计准则，应使用预期损失模型计提减值准备。

预期信用损失 = 违约概率 \* 信用损失率 \* 信用风险敞口（债权账面价值）

金融工具自初始确认后，可以采用“国际财务报告准则第 9 号”中“三阶段法”来反映金融工具信用风险的变化：第一阶段是初始确认后金融资产的信用风险未显著增加，在损益表中确认该项金融工具未来 12 个月的预期信用损失；第二阶段是金融工具信用风险已显著增加，即使违约事件尚未涉及发生，应按照整个存续期内的预期信用损失确认减值准备；第三阶段是违约事件已经实际发生，则应按照整个存续期内预期信用损失确认减值准备。

当对金融资产预期未来现金流量具有不利影响的一项或多项事件发生时，该金融资产就成为发生信用减值的金融资产，这就进入上述风险划分的“第二阶段”，如果违约实际已发生，就进入“第三阶段”。金融资产已发生信用减值的证据包括下列可观察信息：一是发行方或债务人发生重大财务困难；二是债务人违反合同，如偿付利息或本金违约或逾期等；三是债权人出于与债务人财务困难有关的经济或合同考虑，给予债务人在任何其他情况下都不会做出的让步；四是债务人很可能破产或进行其他财务重组；五是发行方或债务人财务困难导致该金融资产的活跃市场消失；六是以大



幅折扣购买或源生一项金融资产，该折扣反映了发生信用损失的事实。如果金融资产在初始确认后，在之后的存续期，信用风险显著上升，则应按照所处阶段，使用预期损失模型预估信用风险损失并计提资产减值损失，如果后续信用风险显著下降了，则可以转回多计提的减值准备。若资产最终未发生信用风险，预期信用损失会随资产到期的临近不断转回。

对于银行而言，由于其非标债权是组合投资，所以资产减值准备是处于不同风险阶段的各项资产减值准备之和。对于传统融资类集合资金信托而言，由于不同信托产品的信托财产是独立的，所以每个产品要单独对预期信用损失进行估计，并计提资产减值准备。基础资产信用风险的变化会通过资产减值损失的计提反映到产品净值的变化中，引起产品净值的波动。按照“资管新规”，采用摊余成本法进行估值时，应采用适当的风险控制手段，对金融资产净值的公允性进行评估。当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。由于信用风险的变化会引起产品净值的较大波动，所以受托人需要特别关注此类产品的估值和净值管理问题。

### 2. 债券投资信托产品

债券投资信托产品是指投资于债券、买入返售等标准化债权资产的信托产品。信托公司管理的债券投资信托产品主要有三类：一是阳光私募作为投顾的管理型债券投资信托；二是信托公司主动管理的债券投资信托，包括银行以外的债券专户；三是结构化配资的债券投资信托，信托公司主要提供通道服务。

按照“资管新规”，金融资产应坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。由于债券是标准化资产，具有公开的交易场所，因此债券原则上应该采取公允价值计量，并优先采用市值计量。不过，按照企业会计准则和资管新规，对于封闭式产品所投资的以收取合同现金流为目的且持有至到期的债券也可以采用摊余成本法估值。另外，资管新规补充通知中也允许封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品对以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券使用摊余成本计量。

目前公募基金、券商集合资管计划一般都对投资组合中的债券采用公允价值计量，但是货币基金、银行理财则普遍对债券采取摊余成本法计量。在公允价值计量下，债券的估值会受市场资金面、政策面及基本面变动的影 响而发生波动，从而造成产品净值的变动。而摊余成本法下，债券以买入成本列示，按照票面利率或协议利率并考虑其买入时的溢价与折价，在存续期内按实际利率法摊销，由此计量的债券估值一般



都是直线正向变化的，这就使得资管产品的净值非常稳定。但由于摊余成本法只能反映债券的时间价值和信用风险，不能反映其面临的市场风险，因此它可能无法真实反映资产的公允价值，使得产品的净值偏离实际。正因为如此，“资管新规”中规定，金融机构以摊余成本计量金融资产净值，应当采用适当的风险控制手段，对金融资产净值的公允性进行评估。当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。金融机构前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得达到5%或以上，如果偏离5%或以上的产品数超过所发行产品总数的5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。“双5%”的限制性规定有助于防止摊余成本法的使用带来产品净值无法真实反映产品的风险收益，限制金融机构过度利用摊余成本法来管理产品的净值。

对于信托公司而言，债券投资信托产品的净值化管理不存在难点。由于债券是标准化资产，在银行间市场、证券交易所进行交易，对于债券信托产品，信托公司在估值核算及运营管理上基本已经实现了净值化管理。不过，在产品形式和管理理念方面，目前有部分信托公司管理的标准化债券资金池产品并没有实现完全的净值化管理，这类债券资金池虽然采用公允价值计量法对债券进行估值并进行净值核算，但是在运作模式和收益类型上，仍然是延续预期收益型产品的形式，不同期限对应于不同的预期收益率，这与券商的标准化资金池以及公募基金的定期理财债券基金类似，按照“资管新规”的要求，这类产品未来也需要转为真正的净值型产品，从产品形式到运作模式都需要符合净值化管理的要求。

在债券的估值核算上，信托公司的托管部门主要是参照基金业协会关于债券的估值原则、估值方法及会计核算办法来进行操作。参照公募基金、券商资管计划，对于债券的估值，首先需要区分交易场所。通常情况下，场内交易债券选取场内收盘价，银行间市场交易的债券选用第三方估值数据。对于交易所上市和托管的债券可以取到收盘价数据，但债券的收盘价也不是完全公允的，需要考虑债券的流动性，只有那些流动性好的、交易频率高的债券用收盘价估值才有参考意义。对于银行间市场交易的债券，由于没法取到收盘价数据并用收盘价估值，这种时候就需要第三方估值的估值数据，债券市场认可度较高的第三方估值机构为中债估值和中证估值。针对不同的债券类型，具体估值方法如下：

①银行间市场上市交易的不含权品种的估值。对银行间市场交易的固定利率国



债、中央银行债、政策性银行债、中期票据、AA 级以上（指债项评级，含 AA 级）的企业债、资产支持证券、短期融资券和商业银行普通金融债，一般选取中债登公司提供的相应品种当日的净价作为估值。对银行间市场上以一年定期存款为基准的浮动利率国债、政策性金融债、中期票据、AAA 级企业债、商业银行次级债、资产支持证券，选取中债登公司提供的相应品种当日的估值净价。对银行间市场上以 7 天回购利率为基准和以回购定盘利率为基准的浮动利率债券品种，选取中债登公司提供的相应品种当日的估值净价。对以 Shibor 为基准的浮动债、中期票据，选取中债登公司提供的相应品种当日的估值净价。

②银行间市场上市交易的含权品种的估值。对银行间市场上含权的固定利率债券品种，选取中债登公司提供的相应品种推荐的估值净价。对于含投资人回售权的固定收益品种，回售登记期截止日（含当日）后未行使回售权的按照长待偿期所对应的价格进行估值。对国家开发银行发行的浮动利率含权债，选取中债登公司提供的相应品种当日的估值净价。对以 Shibor 为基准的含权浮动债，选取中债登公司提供的相应品种当日的估值净价。

③银行间市场未上市品种的估值处理。对银行间市场未上市，且中债登公司未提供估值价格的债券，在发行利率与二级市场利率不存在明显差异、未上市期间市场利率没有发生大的变动的情况下，按成本价估值。

④交易所市场固定收益品种的估值处理。对于证券交易所上市实行净价交易的债券按估值日收盘价估值，估值日没有交易的，且最近交易日后经济环境未发生重大变化，按最近交易日的收盘价估值；如最近交易日后经济环境发生了重大变化的，可参考类似投资品种的现行市价及重大变化因素，调整最近交易市价，确定公允价格。证券交易所上市未实行净价交易的债券按估值日收盘价减去债券应收利息得到的净价进行估值；估值日没有交易的，且最近交易日后经济环境未发生重大变化，按最近交易日债券收盘价减去所含的债券应收利息得到的净价进行估值；如最近交易日后经济环境发生了重大变化的，可参考类似投资品种的现行市价及重大变化因素，调整最近交易市价，确定公允价格。

对于证券交易所上市的资产支持证券，鉴于其交易不活跃，一般采用估值技术确定公允价值，在估值技术难以可靠计量公允价值的情况下，采用摊余成本法估值；对交易所发行的未上市的国债、企业债、公司债、可转换债，也按成本估值。对通过交易所固定收益平台和竞价系统两个渠道交易的上海证券交易所公司债和国债，统一



按照竞价系统的收盘净价进行估值。估值日无交易的，以最近交易日的收盘净价估值。对只在上海证券交易所固定收益平台进行交易的公司债，按照成本法进行估值。对只在深圳证券交易所综合协议平台进行交易的公司债，按照成本法进行估值。

债券估值中比较值得关注的是违约债券的估值处理问题。近几年，债市违约事件逐步增多，尤其是在金融监管去杠杆的背景下，2018年以来，信用违约事件更是频繁爆发。根据Wind数据统计，今年以来已经有59只债券出现违约，涉及25家公司，涉及违约的债券总额合计为570.2亿元。以往违约事件大都发生于高杠杆的民企身上，违约主体很少出现AAA级企业，而2018年则出现主体信用评级为AAA级企业违约的情况。债券一旦曝出存在违约风险，就失去了活跃交易，根据基金业协会的估值指引，对于不存在活跃市场的投资品种的估值要求是应采用市场参与者普遍认同，且被以往市场实际交易价格验证具有可靠性的估值技术确定公允价值。目前，公募债基通常的做法是对于交易所违约债券，采用中证估值的估值调整结果，银行间违约债券采用中债估值的调整结果。一般而言，对于违约债券，中债估值会下调其评级，然后采用估值技术下调其估值。例如，永泰能源股份有限公司由于没有能力偿还“13永泰债”本息，联合信用评级有限公司将永泰能源的主体评价降为CC级，“13永泰债”的评级同步降为CC级。该债券为深交所发行的公司债，2018年7月6日中证估值净价为31.11元，持有该债券的公募基金、信托计划均采用该估值结果。在具体会计核算时，会将未兑付的债券按照第三方估值价格挂在账上，反映市场预期。由于单位净值结果已经反映基础资产的违约风险，单位净值可作为申赎的价格。但第三方估值技术仅仅是解决了公允价值的问题，无法解决违约所带来的流动性冲击问题，当客户按单位净值赎回时，由于违约债券处置难度大，流动性丧失，可能没有可用资金应对赎回。

总体来看，由于债券的估值操作已经比较成熟，且有公募、券商等其他资管机构的做法供借鉴，信托公司对于债券投资类信托进行净值化管理的转型压力很小，未来主要应推进债券资金池产品转为真正的净值型产品。目前，银行净值化转型的发力点主要放在开发各类债券型理财产品上，未来信托公司也应把净值型债券信托产品作为主动管理转型的重点，持续提升提高主动管理能力和流动性风险管理能力。

### 3. 债权组合投资类信托产品

组合投资类信托产品主要是指同时投资于标准化债券资产和非标债权资产的信托产品。信托公司的组合投资类信托产品有两类：一是期限固定的组合投资类产品。比如四川信托的丰盛、锦天系列财富管理集合资金信托计划，中融信托的助金系列集



合资金信托计划。这类产品期限固定，投资标的涵盖了各类标准的、非标的固定收益类资产（包括直接以债权方式给融资人放款、银行理财、资管计划受益权、信托受益权等金融产品），一般都设置预期收益率，且收益率较高，非标投资占比高，但这类产品不于投单一融资项目，属于组合投资；另一类就是通常的非标资金池产品。非标资金池产品以非标资产为主要投资对象，并配置部分标准化资产，产品定期开放，产品按期限进行分离定价，不同期限对应不同收益率。按照 2014 年的银监会“99 号文”要求，信托公司不得新开展非标资金池业务，对于存量非标资金池要逐步压缩非标投资。“资管新规”也进一步明确，金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。目前，信托公司存量非标资金池的清理已经接近尾声，大都已经改造为标准资金池产品，非标资金池将成为历史。未来组合投资类债权信托产品将只剩下固定期限的组合投资产品，这类产品在运作模式上区别于非标资金池，不存在期限错配的问题，未来应存在发展空间。事实上，银行公募理财普遍都是采取组合投资的运作方式，我们认为这类组合投资产品更符合净值化管理的要求，可以降低信用风险集中度，提高产品净值的稳定性，对于这类产品的净值化管理，主要应从两个方面来推进：

一是从产品形式，目前信托公司的组合投资类产品都是预期收益型，未来新发行产品在信托合同、产品宣传中不得再使用“预期收益率”，可以参照银行理财产品，采用历史参考业绩区间或是业绩参考基准的方式，作为投资者决策的参考。

二是从估值核算层面，对于所投资的非标债权资产，按照摊余成本法进行估值，并要考虑信用风险减值，以真实反映资产的价值；对于债券，则应根据债券所在交易场所、债券品种、债券流动性等因素，优先采取收盘净价估值，没有收盘净价的，采用第三方估值公司提供的估值，对于无法采用估值技术估值的，使用摊余成本法进行计量。

### （二）权益类信托产品

权益类信托产品是指投资组合中 80% 以上资金投向股票、股权的信托产品。根据这个定义，目前权益类信托产品主要分为两大类：一类是主要投资于二级市场的股票投资信托产品，另一类是投资于未上市企业、项目公司股权、私募股权基金 LP 份额的股权投资类信托产品。



### 1. 股票投资信托产品

信托公司的股票投资信托产品主要有两大类：一是与私募合作的管理型产品；二是结构化配资的产品。另外，少数信托公司有主动管理的二级市场投资信托产品。二级市场股票为标准资产，目前信托公司对于股票投资信托都是按照市价法进行估值，完全实行净值化管理。通常情况下，股票的市价一般都是选取当日收盘价，估值日对持有的股票估值时，如当日收盘价大于上一日收盘价，则为估值增值；如当日收盘价小于上一日收盘价，则为估值减值。当然也需要关注下流通受限制股票和停牌股票的估值方法：

①流通受限股票估值。参照《证券投资基金流通受限股票估值指引（实行）》，流通受限股票是指在发行时明确一定期限限售期的股票，包括但不限于非公开发行股票、首次公开发行股票时公司股东公开发售股票、通过大宗交易取得的带限售期的股票等，不包括停牌股票、新发行未上市、回购交易中的质押券等流通受限股票。流通受限股票估值日的公允价值等于估值日在证券交易所上市交易的同一股票的公允价值扣除剩余限售期对应的流动性折扣对市值的影响。

②停牌股票估值。参照中国基金业协会《关于停牌股票估值的参考方法》，有指数收益法、可比公司法、市场价格模型法与采用估值模型进行估值四种方法可供参考，实务操作中以指数收益法最为常见。主要操作步骤为：一是在估值日，以公开发布的相应行业指数的日收益率作为该股票的收益率；二是根据上一步所得的收益率计算该股票当日的公允价值。指数收益法的优点：同一个行业有近似的属性，能反映市场变化和行业变化。操作上比较简单，有公开数据，容易表述，有利于剔除系统风险对个股的影响。指数法的缺点是每个公司情况千差万别，行业指数不能代表每个公司的情况，公司本身自有的风险可能无法反映出来。市场上行业划分标准还不统一，目前信托行业对于停牌股票采用中国基金业协会（AMAC）基金估值行业分类指数编制方案，该行业分类依据《上市公司行业分类指引》（2012年修订）中的门类划分，编制16个门类指数（不包括制造业）；依据制造业门类下的大类划分，编制27个大类指数，共有43个行业分类指数。至于实务操作中停牌股票到底采用停牌价估值还是行业指数法估值，按合同规定执行。

③重大不利事件股票估值。对于发生重大风险事件的停牌股票，如上市公司欺诈发行、重大信息披露违法或者存在危及国家安全、公众健康安全等领域的重大违法行为时，股价会异常下跌，其估值可能无法适用上述方法，需要区别对待。公募基金通



常的做法是根据《中国证监会关于证券投资基金估值业务的指导意见》，并与托管人协商一致调整股票估值，而不是直接使用市价。由于该调整后的股票估值须经事务所审计，股票估值一般由行业内规模较大的基金公司最先公布，其他基金公司沿用该结果。比较典型的是今年以来，A股市场发生了多起“黑天鹅”事件，如中兴通讯曾因遭遇美国禁售而停牌，停牌期间基金大幅下调估值，提前通过估值调整反映该股复牌后连续跌停的风险。另外，如2018年7月长生生物因疫苗造假事件股票连续跌停，7月25日，中信保诚基金将“长生生物”股价按照7.71元进行估值，比前一日收盘价调低34.38%，相当于给出4个跌停，7月31日起对旗下基金持有的“ST长生”按照每股0.00元进行估值。基金对有退市风险的股票给出0元估值，是认为公司没有任何清算价值。中信保诚基金在公告中表示，公司将密切关注上述股票后续动态，必要时及时调整其估值价格。对出现重大不利事件的股票给予较低估值是为了避免投资人通过基金进行套利，维持基金的正常运作。基金公司对该类股票按照0元做出估值，体现了对该只股票投资价值、清算价值的否定。但如果证券估值过低，股价跌不到位置，也会产生新的套利风险。

### 2. 股权投资信托产品

信托公司的股权投资信托产品主要有两类：一类是投资于非上市企业的股权。这具体又细分为投资于房地产项目公司的股权、投资于未上市非房企的股权即PE投资、认购有限合伙股权投资基金的LP份额。第二类是投资于新三板挂牌企业的股权或通过新三板基金投资的企业股权。

相比于股票投资信托产品，股权投资信托产品的净值化管理则相对要复杂得多，这主要是因为股权投资无法通过业务模式和合同现金流测试，不能采用摊余成本法计量，而应采用公允价值计量。但股权投资不存在活跃交易场所，无法采用市值法计价，需要采用估值技术进行估值，对估值的专业度要求高，估值难度较大。

根据“资管新规”投资于未上市企业股权的资管产品不得为开放式产品，因此股权投资信托产品只能是固定封闭期的产品。除了投房地产项目公司的股权投资期限较短（一般为2~3年），其他真股权投资的资管产品期限一般为“3+2”甚至“5+2”。

（1）非上市企业股权投资信托产品。此前信托公司的非上市企业股权投资大都是明股实债，但近两年，信托公司积极推动向股权投资的转型，部分信托公司开始以真股权的模式介入房地产项目，真实持有项目公司股权到期获取分红收益，另外也有一些信托公司对一些实体企业进行真实股权投资，这类产品往往不再设置预期收益



率，而是采取完全浮动收益或是“基础收益+浮动收益”的模式。对于这类产品进行净值化管理，股权的估值问题是关键。

由于通常不存在为非上市企业股权提供活跃报价的交易市场，因此在估计非上市股权公允价值时，按照企业会计准则，无论该股权是否准备于近期出售，管理人都应假定估值日发生了出售该股权的交易，并以此假定交易的价格为基础计量该股权的公允价值。管理人可以从非上市股权投资的各种潜在退出方式出发，在不同退出方式下采用不同的估值方法，并结合各退出方式的可实现概率对非上市股权的公允价值进行综合分析。在非上市股权估值方面，可以参照基金业协会发布的《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》，该指引推荐了三种主要的估值方法，即市场法、收益法和成本法。

①市场法。在估计非上市股权的公允价值时，通常使用的市场法包括参考最近融资价格法、市场乘法法、行业指标法。

最近融资价格法，是管理人可采用被投资企业最近一次融资的价格对信托产品持有的非上市股权进行估值。由于初创企业通常尚未产生稳定的收入或利润，但融资活动一般比较频繁，因此参考最近融资价格法在此类企业的估值中应用较多。估值日距离融资完成的时间越久，最近融资价格的参考意义越弱。若管理人因被投资企业在最近融资后发生了重大变化而判定最近融资价格无法直接作为公允价值的最佳估计，同时也无法找到合适的可比公司或可比交易案例以运用市场乘法法进行估值，基金管理人可以根据被投资企业主要业务指标自融资时点至估值日的变化，对最近融资价格进行调整。

市场乘法法是根据被投资企业的所处发展阶段和所属行业不同，管理人可运用各种市场乘数（如市盈率、市净率、企业价值/销售收入、企业价值/息税折摊前利润等）对非上市股权进行估值。市场乘法法通常在被投资企业相对成熟，可产生持续的利润或收入的情况下使用。

行业指标法是指某些行业中存在特定的与公允价值直接相关的行业指标，此指标可作为被投资企业公允价值估值的参考依据。行业指标法通常只在有限的情况下运用，此方法一般被用于检验其他估值法得出的估值结论是否相对合理，而不作为主要的估值方法单独运用。

②收益法。在估计非上市股权的公允价值时，通常使用的收益法为现金流折现法。管理人可采用合理的假设预测被投资企业未来现金流及预测期后的现金流终值，并采



用合理的折现率将上述现金流及终值折现至估值日得到被投资企业相应的企业价值，折现率的确定应当能够反映现金流预测的内在风险。管理人还应参照市场乘法中提及的调整或分配方法将企业价值调整至信托产品持有部分的股权价值。现金流折现法具有较高灵活性，在其他估值方法受限制之时仍可使用。

③成本法。在估计非上市股权的公允价值时，通常使用的成本法为净资产法。管理人可使用适当的方法分别估计被投资企业的各项资产和负债的公允价值（在适用的情况下需要对资产和负债、或有事项、流动性、控制权及其他相关因素进行调整），综合考虑后得到股东全部权益价值，进而得到信托产品持有部分的股权价值。如果被投资企业股权结构复杂，管理人还应参照市场乘法中提及的分配方法得到持有部分的股权价值。净资产法适用于企业的价值主要来源于其占有的资产的情况，如重资产型的企业或者投资控股企业。此外，此方法也可以用于经营情况不佳，可能面临清算的被投资企业。

上述三种估值方法充分考虑了股权投资的特点，同时也与企业会计准则中公允价值计量的三种估值技术相一致。信托公司应根据投资标的的特点，合理选择估值方法。比如，结合企业生命周期，处于初创期和成长期的企业，企业经营风险相对较大，生产经营不稳定，可以采用最近融资价格法进行股权估值；处于成熟期的企业有稳定的现金流，主业突出，生产经营相对稳定，可采用现金流折现法、市场乘法法和净资产法估值；针对房地产项目公司股权，由于该类投资周期短，现金流便于预测，可以采用收益法进行估值。用以上方法做出股权估值后，可采用行业指标法检验估值结论是否相对合理，切记行业指标法单独运用。

另外，值得注意的是，估值技术的使用依赖于估值模型及所使用的外部数据。根据企业会计准则，在估值技术的应用中，应当优先使用相关可观察输入值，只有在相关可观察输入值无法取得或取得不切实可行的情况下，才可以使用不可观察输入值。一般而言，进行股权投资时会以交易价格作为初始确认时的公允价值，在后续公允价值计量时使用估值技术进行估值。由于估值技术所使用的输入值选取具有主观性，这使得股权估值以及产品净值容易被人为操纵。以市场乘法法为例，应获取企业的市盈率、市净率等指标，这些指标根据企业财务数据计算而来，若财务基础数据有误差，导致财务指标有误，进而影响股权估值。为了增加股权估值的公允性，降低估值技术使用过程中的主观选择影响，应结合多种估值方法，当估值结果可以互相印证时，股权估值的结果越精确。

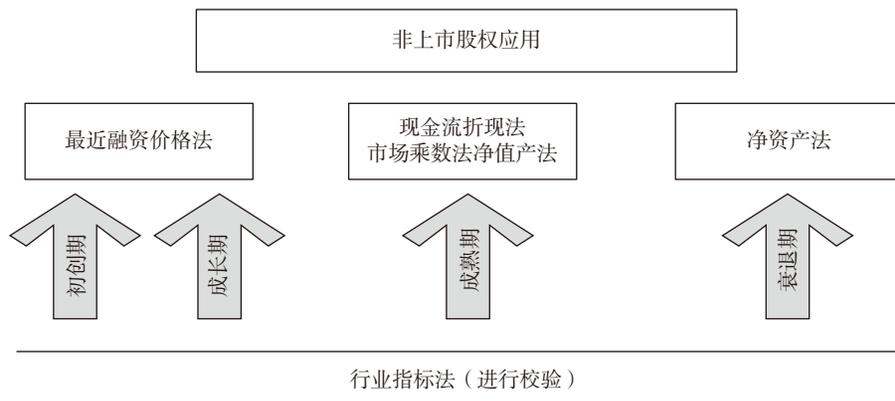


图4 未上市企业股权的估值方法

（2）新三板股权投资信托产品。2015年，新三板市场火爆，不少信托公司与券商、私募基金合作发行了投资于新三板企业股权的信托产品，这是信托公司首次真正开展浮动收益的纯股权投资业务。新三板股票是指在全国股份转让系统挂牌交易的股权。全国股份转让系统（以下简称“新三板”）是经国务院批准，依据证券法设立的全国性证券交易场所；是继沪深交易所之后第三家全国性证券交易场所，在场所性质和法律定位上，与证券交易所相同，都是多层次资本市场体系的重要组成部分。作为继沪深交易所后第三家全国性公开证券市场，全国股份转让系统是我国多层次资本市场体系中发挥承上启下作用的重要一层。对于投新三板的股权投资产品，未来如果要进行净值化管理，就需要区分所投标的进行估值。新三板股票可采用做市商转让或协议转让方式。做市业务由具备一定实力和资格的证券公司开展，以其自有资金购买做市证券，并对该特定证券持续双向报价，并在报价区间范围内负有成交义务。做市转让对挂牌公司带来三方面的影响：一是改善挂牌股票流动性。做市商通过履行双边报价义务，不断向投资者提供股票买卖价格、接受投资者的买卖要求，充当流动性提供者，保证市场交易连续进行，从而提高市场的流动性。在有组织的做市商市场上，多个做市商提供的竞争性报价及股票推介活动，能够激发普通投资者的投资兴趣，吸引更多投资者进入市场交易，增强市场的流动性。二是维护股票价格的稳定性。做市商制度下，做市商报价有连续性，价差幅度也有限制，做市商出于自身利益考虑，会有维护市场稳定的强烈动机。三是解决挂牌公司股票定价难的问题。做市商的双向报价特别是多个做市商的竞争性报价，将促使做市商不断提高自身研究能力和缩小报价价差，使报价尽可能接近真实价格。做市商对挂牌公司的价值发现，将有助于解决其融资过程中的定价难的问题，提高



融资效率和成功率。由于采用做市交易的挂牌股票流动性相对要好，且可以从做市商获得股票报价，对于这类投资，课题组建议采用市价法进行股权估值。不过，毕竟新三板属于新兴市场，市场参与者少，交易频率很低且不具备连续性，流动性远不如沪深交易所，如果使用做市商报价进行估值，也需要谨防价格被操控的风险，要对报价的合理性进行评估。对于采用协议转让方式的新三板股权，建议采用非上市公司股权的估值方法进行估值，优先采用市场法进行估值，以保证估值的平稳连续。

### （三）混合型信托产品

混合类产品是指投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到 80% 及以上的资管产品。信托公司可以归为混合型产品的业务包括以下几类：一是投资于股票、债券的混合型证券投资信托产品，这类类似于混合型公募基金。二是股债结合型非标产品。信托公司具有以股权、债权、夹层等多种方式运用信托资金的灵活优势，实践中，股债结合的房地产信托产品大量存在。三是配置类信托产品，如 TOF，TOT 以及专户投资，下层资产为不同类型的基金或是信托产品，穿透至底层资产后既不属于权益类产品也不属于固定收益类产品。

考虑到上面已经对非标债权、债券、股票、未上市股权的估值核算分别进行了讨论，在此基础上，只需要根据混合型产品所投的各项资产，按照资产类别分别进行估值即可。对于投股票、债券的混合型证券投资基金，应参照公募基金，采用市价法进行估值，这类产品没有设置预期收益率的传统，都是浮动收益不保本，信托公司的管理理念以及投资人的投资理念都不存在刚兑的束缚，净值化管理运作非常成熟。而考虑到混合型证券投资信托可以实行 2:1 的结构化比例，在杠杆上比单纯股票类产品具有优势，这类混合型证券投资信托产品未来或许会成为信托公司业务拓展的一个新方向。目前股债结合的非标信托产品大都为房地产信托，股权部分可以通过转让或是持有至项目结算获取分红退出，债权部分则按照约定利率收取利息，这类产品一般会设置预期收益率，并会约定未来可以获取股权部分的分红收益。对于这类混合型产品，债权投资部分应采用摊余成本法估值，股权部分如果是真股权投资，则应采用估值技术进行公允估值。对于配置型产品，如 TOT、TOF，如果底层产品是投标准化资产的证券投资信托、私募证券投资基金或是公募基金，净值化管理可以参照基金业协会《基金中基金估值业务指引（试行）》进行估值。这类产品的估值可以直接采用底层产品的份额净值或是市价（上市交易型产品）进行估值，但信托公司应重点关注可投资标

的基金的估值方法、估值频率和披露频率与 TOF、TOT 所采用的估值方法、估值频率和披露频率的一致性。当可投资标的基金的估值方法、估值频率和估值披露频率与基金中基金存在差异时，信托公司应在设定投资策略时评估该差异对该产品估值公允性的影响。如果底层资产涉及非标债权或股权投资，也应采用底层产品管理人的估值结果，并考虑估值频率及披露频次的一致性。

#### （四）信托产品净值化管理中的难点

##### 1. 非标债权产品的信用风险估值问题

根据企业会计准则，如果对标债权资产采用摊余成本法计量，产品管理人应当以预期信用损失为基础，对该资产进行减值会计处理并计提减值损失。通过计提减值准备，可以将资产信用风险变化转化为资产净值的变化，以此反映产品的风险状况。

一般情况下，非标债权资管产品的净值是比较稳定的，净值曲线呈直线状，但一旦信托产品所投标的的融资方出现偿债困难，需要进行资产减值损失计提时，信托产品的净值管理难度就会显著上升。当预期资产的信用风险显著上升时，需要计提或增提资产减值损失，并减计资产账面价值，这将导致产品净值下降；如果在产品临近到期未发生实质性风险，则要将减值准备转回，产品净值可回升至应有水平；而一旦信用风险实质发生，在最坏的情况下，净值可能归零。

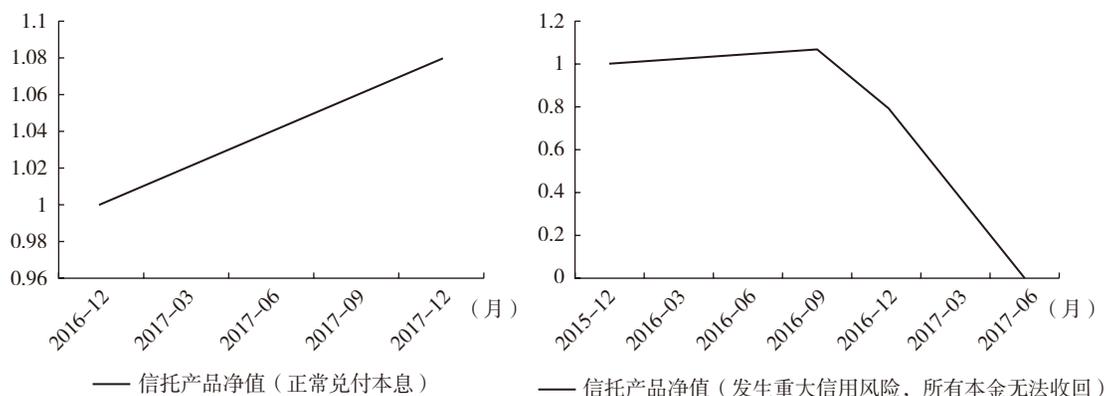


图 5 摊余成本法下信托产品的净值曲线

预期信用损失的计提会造成产品净值的大幅波动，这也将给管理人的估值能力带来巨大的挑战。如果管理人不能做到及时或是准确的估值，会给投资者传递错误信息，影响产品申赎或是二级市场交易的公平性。即便非标债权信托产品大多为封闭式产品，净值波动主要体现在账面上，不存在投资者申赎的问题，但是如果产品净值不能公允反映资产的真实价值，不及时向投资者披露产品净值的变化，信托公司就存在



被投资者起诉未尽履职的风险。另外，“资管新规”对资管产品采用摊余成本法估值也设置了 5% 的偏离度要求，如果偏离达 5% 或以上的产品数超过所发行产品总数的 5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品，这也要求管理人要重视非标债权产品减值准备的计提问题。

作为管理人，信托公司是估值的第一责任人，如果在产品未兑付前已经出现影响预期未来现金流量一项或多项不利事件或是产品到期未兑付，信托公司的估值部门应该对预期信用风险损失进行估计，并计提资产减值损失，减计资产账面价值。正如前文所述，预期信用损失的计算主要依赖于对违约风险概率和违约损失率的估计。违约概率要综合考虑债务人的经营情况、现金流、偿债能力、偿债意愿、担保方的代偿能力以及再融资能力等因素，同时还要基于历史违约数据库参考行业违约率情况。对于信用损失的估计需要综合考虑债务人的现金流状况以及处置抵质押物或保证人履行保证义务可能获取的赔偿。由于处理抵质押物的过程复杂，大部分时候可能涉及诉讼，在估计非标债权的可收回现金流量时，单纯依赖信托会计部门的估计是不行的，需要公司相关风险资产处置部门给予指导，并要征询会计师事务所的意见，以保证估计相对公允客观。

不过，对于违约概率、违约损失率的估计都较为依赖于管理人的专业判断能力，较为考验管理人的能力，为了降低人为主观性，应尽量将评估方法量化，将评估过程规范化，增强评估的客观性。目前，学术界广泛认可的违约风险度量模型主要有四种：J.P. 摩根的 Credit Metrics 模型、瑞士信贷银行的 Credit risk Plus 模型、麦肯锡公司的 Credit Portfolio View 模型以及 KMV 公司的 KMV 模型。在实际应用中，Credit Metrics 模型需要一定数量的违约数据，而且目前我国的违约数据较少，故而在我国实用性较低。Credit risk Plus 模型中的一个重要的假设条件是每只风险产品是相互独立的，并假设风险产品组合的违约概率是一个服从泊松分布的过程，这与我国的实际情况不符合，所以很难在我国适用。Credit Portfolio View 模型在计算信用转移概率的过程中，添加了宏观因素，其与计算结果的函数关系无法得到有效的验证，因而该模型很难在我国得到广泛的使用。KMV 模型对于企业财务数据的依赖较小，模型中添加了资本市场的信息，然而非标债权的融资方以中小企业为主，从资本市场可获取的关于这些企业的信息较少，该模型的适用性也大大降低。鉴于此，报告在借鉴上述模型的优点上，构建适合非标债权的减值损失计提模型。

根据企业会计准则相关规定，当合同现金流量 (PV) < 预期现金流量 (EV)，



需要计提减值准备。

$$PV=I1/(1+i)^1+I2/(1+i)^2+I3/(1+i)^3+\dots+In/(1+i)^n+M/(1+i)^n$$

其中，PV 表示债权现值，I 表示每年的利息，M 表示到期的本金，i 表示折现率，一般采用实际场利率，n 表示债权到期前的年数。

预期现金流量（EV）的测算其实就是识别债权减值因子，采用科学合理打分方法，对减值因素进行确认，并根据所得分数确定债权的减值比率，进而得出具体的减值金额。

$$\text{减值准备：(IP)} = PV \times Y。$$

第一步：融资方打分。参照美国债券评级和我国企业债券评级分析方法，对融资方进行行业分析、财务分析和债权相关合同条款分析，来量化减值因子。

（1）行业分析。主要判断融资方如下指标：①国家整体经济形势和政策，企业所在区域因素，是否有政府补贴或政策倾斜；②企业所在行业是处于成长期、成熟期还是衰退期，发展潜力如何；③企业所在行业内的竞争地位、产品的供求状况等。本部分满分分值 40 分，可以采用标杆企业法，每一个行业因素最优的企业所处环境打分为满分，然后根据融资方的行业特征和行业地位给予适当的打分。

表 4 行业分析

行业因素	企业所处环境	满分分值
国家经济形式、政策、政治环境和地域环境	经济形势和政策对企业的影响	10
行业发展潜力	整个行业处于成长期、成熟或衰退期，可以用波特的五力模型进行分析	10
企业的竞争地位	可以采用 SWOT 模型进行分析	20

（2）财务分析。主要以融资方的财务报表为基础，计算财务比率，分析企业的偿债能力、盈利能力、发展能力和资产管理效率等因素。该部分满分分值 40 分，打分时须参考同行业行业财务指标平均数据，并结合企业行业竞争地位。

表 5 财务分析指标

财务指标	计算公式	指标意义	满分分值
盈利能力	EBIT/总资产	反映企业一定时期内赚取利润的能力	10
偿债能力	息税前正常营业利润/利息费用	反映企业偿债能力的保证程度	10
发展能力	本期股东权益增加额/股东权益期初余额	反映企业未来生产经营活动的发展趋势和发展潜能	10
资产管理效率	销售净额/平均总资产	反映企业营运资产的效率与效益	10



(3) 贷款相关合同条款。合同中对借款人与融资方的权利与义务进行了规定，对相关条款的分析主要是为了判断不同的抵质押物对债权本金和利息的保证程度。债权按信用程度划分为信用债权、担保贷款。该部分满分 20 分。

表 6 债权情况

债权种类	抵质押物	满分分值
信用债权	无抵押物	20
担保债权	保证人	
	抵押物	
	质押物	

表 7 评分结果与减值比率

得分 (X)	债权资产性质	减值比率 (Y)
$80 < X \leq 100$	本金利息有保证	0
$70 < X \leq 80$	本金利息有大部分保证	小于 5%
$60 < X \leq 70$	本金利息存在风险	$5\% < Y \leq 20\%$
$X \leq 60$	本金利息存在较大风险	$Y > 20\%$

第二步：减值比率确定。减值比率的确定应交由评价委员会讨论，并以投票的方式确定。评价委员会可由信托公司的信托财务部门、资产监控部以及外聘的会计师事务所、律师事务所等人员组成。在独立客观分析第一步打分结果的基础上，发挥各自的专业技能，在计提讨论后以投票方式确定具体的减值比率。

第三步：减值的后续跟踪。企业所处的行业、企业自身的经营和财务状况不断变化，企业的偿债能力也随之改变，因此非标债权预期损失在初次确认之后，还需要定期及不定期进行复审。当企业所处的行业、企业的经营和财务状况发生较大变化时，需要调整预期信用损失的估算金额，增提或转回减值准备。

由于减值损失的计提对产品净值的影响较大，管理人除自身要不断完善减值损失的计提管理方法外，还应与托管人进行定期沟通，同时还要能经得住审计机构的审计。另外，考虑到非标债权资产不具备活跃交易市场，也缺乏第三方机构的估值，不能像债券违约时那样可以使用市场报价或是第三方估值机构的估值调整结果，需要依赖于管理人的估值能力，并容易受管理人的主观影响，未来还需要监管机构针对非标债权资产的估值建立专门的指引对管理人的估值操作进行详细规范。

非标债权预期损失在初次确认之后，需要定期及不定期进行复审。当企业所处



的行业、企业的经营和财务状况发生较大变化时，需要调整预期信用损失的估算金额，增提或转回减值准备。

## 2. 分级型信托产品的估值问题

分级型信托产品就是我们通常所说的结构化信托产品。根据“资管新规”，分级资产管理产品是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的产品。公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。只有封闭式私募资管产品才可能分级，且按照“资管新规”，分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例，固定收益类产品的优先劣后分级比例不得超过3:1，权益类产品的分级比例不得超过1:1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过2:1（中间级份额计入优先级计算）。

分级型产品的核心特点是优先级、劣后级的收益分配不按份额比例计算，而是由委托人在合同中进行约定。分级产品可以同时满足不同风险偏好的投资者需求。由于分级产品的优先级份额和劣后级份额具有不同的风险收益特征，它们的净值应该分别计算。目前信托公司执行“资管新规”的细则尚未出台，但我们注意到，在《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（征求意见稿）中有明确规定，分级资产管理计划应当披露各类别份额净值。因此，课题组认为分级信托产品也应分别计算和披露各类别份额的净值。

目前信托公司的结构化产品主要有两类：一是结构化证券投资信托产品，全部投资于股票、债券等标准化资产；二是结构化债权投资信托产品，这在非标融资中较为普遍，比如在房地产信托中，融资人以其对项目公司的债权作为劣后出资；在消费信贷信托业务中，很多产品是由合作的助贷机构出资作为劣后投资者。

分级资管产品的估值逻辑类似于融资分级基金，可以把优先级、劣后级看作两个子产品，各子产品的净值与份额占比的乘积之和等于母产品的净值。参照公募分级基金，对于结构化证券类产品的优先级、劣后级分别进行净值计算相对比较容易。也就是先按照公允价值计量法计算整个产品的净值，然后按照摊余成本法计算优先级份额的净值（以约定收益率作为实际利率），扣除优先份额的本金及应计收益后的全部剩余资产归入劣后级份额，亏损以劣后份额的资产净值为限。在“资管新规”之前，劣后级对于优先级的本金和收益一般有差额补足的安排，因此优先级份额是保本保收益的，类似于拥有合同现金流并持有至到期的资产，其估值按照摊余成本法进行份额



净值计算即可。但是由于“资管新规”明确规定，分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，这就意味着未来优先级份额的净值也可能要受基础资产公允价值波动的影响，本金和约定收益率都可能得不到保证。对此，课题组认为，在产品净值处于预警线之上时，可以对优先级份额采用摊余成本法估值，但当产品净值运行于预警线之下时，优先级份额的净值也需要考虑市价波动带来的潜在风险损失。在极端的情况下，股价持续下跌引发平仓，可能导致劣后级净值降为零，优先级的本金也发生亏损。

对于结构化非标债权产品，其估值的逻辑与前述结构化证券产品一致。结构化债权产品本身也是采用摊余成本法进行计量，并要评估预期信用风险损失和计提减值损失。与平层债权一样，为了保证优先级份额的本息安全，产品一般会有抵押、担保等增信措施安排，不同的是，优先级债权还拥有劣后级以自身份额为限提供的风险补偿。在计算优先级份额的净值时，如果存在信用减值风险，先要由劣后级吸收损失。劣后级份额的净值为产品净值减去优先级份额本金和应计收益后的剩余价值。劣后级份额具有获取剩余收益的权利，但也要以自身份额为限承担基础资产的信用风险。由于结构化非标产品不具备活跃交易市场，不能像结构化证券产品那样平仓止损，如果劣后级份额不足以吸收全部损失，且其他附加的增信措施也无法提供补偿，则优先级份额的本息也会受到侵蚀，此时劣后级份额净值降至零。

### 三、建立与信托产品净值化管理相适应的能力体系

信托产品的净值化管理是一个系统性工程。估值核算、信息披露、系统支持只是这个系统工程的基础性要求，与净值化管理要求相匹配的风险管理能力、产品设计能力则是净值化管理的必要保障。为了实现净值化管理的初心，净值化管理不仅仅要对产品形式进行改造，做到“形似”，更重要的是管理人要在管理理念上进行改变，全面适应净值化管理的要求，提高受托履职能力和管理能力，同时还要加强投资者的教育，引导投资者投资理念的变化，切实尊重投资者利益，这样才能真正达到净值化管理的本质目的（即管理人尽责，投资者风险收益自担），实现“神似”，这也是净值化管理的最高层次要求。对于信托公司而言，净值化管理不仅仅是产品收益形式、管理模式的转变，未来还会推动信托公司产品治理机制和管理机制的改善，并可能引发信托公司业务领域、业务模式、盈利模式等方面的转变。



### （一）建立与净值化管理相配套的支持体系，强化尽责意识

由于信托资金的运用领域横跨实业、货币市场及资本市场，投资资产类别涵盖非标债权资产、未上市企业股权，以及股票、债券、金融衍生品、商品等，信托产品的净值化管理比其他资产管理机构更为复杂化，需要对产品的估值核算体系、销售管理体系、运营体系等按照净值化管理的要求进行全面梳理。

#### 1. 建立与净值化管理相匹配的估值核算体系

净值化管理的首要问题是对信托产品按照企业会计准则及“资管新规”的要求进行估值，估值核算是净值化管理中的基础性工作。在信托公司中，一般由信托托管、信托财务部门负责对每个信托产品单独建账并进行会计核算。目前，信托公司只对证券投资类信托产品进行净值化管理，每日做估值；对于非标产品，每个月定期进行会计核算，但不做估值，随着“资管新规”的正式执行，信托公司未来还需要针对各类信托产品建立估值管理制度，完善估值核算体系，提升估值核算能力。

（1）明确各类资产的估值原则、估值方法。针对证券投资信托业务，参照公募基金、券商资管计划的相关规定，信托公司已经建立起了一套完整的估值体系，包括估值原则、估值方法以及程序等，这些都已经成为非常成熟。但是在涉及非标债权及未上市企业股权投资的估值方面，目前还是空白。随着“资管新规”的实施，信托公司应尽快制定针对非标债权、未上市股权产品的估值核算细则，明确对非标债权、未上市股权采取的估值原则、估值方法及估值程序，并在信托产品合同中进行披露。对于非标债权资产，应明确采用摊余成本法进行估值，并对预期信用风险的计提方法进行披露；对于未上市股权，应披露估值方法、估值参数的选择及其理由。

（2）规范估值核算流程和操作要求。对于证券类项目，目前信托公司已经实现了会计核算和估值工作的合并，受托人可在每个交易日对信托财产进行估值并计算产品净值。估值核算的流程主要涉及估值数据的接收处理、项目日终清算、会计入账、净值计算等。托管人按信托合同规定的估值原则、方法对管理人的计算结果进行复核，复核无误后签章返回给管理人，由管理人发送给委托人及投资顾问。非标信托产品的估值流程与证券信托大致相同，但由于非标债权产品不具备活跃交易市场，采取摊余成本法计量，不需要每日进行会计核算和估值，日常估值核算的压力要小于证券信托。目前，信托公司对于非标产品每月都要进行会计核算，但不做估值。实行净值化管理后，则要按照企业会计准则及资管新规的要求对资产和负债进行估值，并按照收入费用匹配的原则核算利润，生成产品的资产负债表和利润表，在此基础上计算产品的净



值，并将计算结果发托管机构复核确认，同时按季度定期进行信息披露。

(3) 建立估值错误、遗漏、偏离度等相关风险的监测、报告及控制措施。作为估值第一责任人，信托公司需要对估值的结果直接负责。信托公司应采取必要、适当和合理的措施确保信托产品估值的准确性和及时性，明确估值错误的认定标准，在内部建立估值核对机制，当估值错误出现时，应立即予以纠正，并通知托管人，采取合理的措施防止损失扩大。根据“资管新规”，金融机构以摊余成本计量金融资产净值，应当采用适当的风险控制手段，对金融资产净值的公允性进行评估。当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。金融机构前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得达到 5% 或以上。考虑到非标债权资产主要以摊余成本法计量，信托公司应建立对资产信用风险进行定期评估的机制，对估值的公允性进行判断，对偏离度进行有效的监测。

(4) 明确估值的责任承担。按照“资管新规”，对资管产品的净值进行披露是受托人尽职履责的一个重要方面，并且“资管新规”还规定资管产品的净值要由外部审计机构进行审计确认，所以信托公司应重视产品的净值管理工作。首先应在内部明确产品估值各环节的责任人，要确保估值人员熟练掌握各类投资品种的估值原则、估值方法和估值程序，具备相应的估值能力要求，并要强化估值责任部门及人员的责任意识管理，对于因不尽责、疏忽等个人原因造成的估值错误、遗漏或是损失，应建立明确的惩罚机制。信托公司作为产品管理人和估值责任人，因估值错误给委托人造成损失的应先由管理人承担，如果责任不应由管理人承担，则管理人有权向过错人追偿，由于外部证券交易所、登记机构等发送数据错误或其他不可抗力造成的估值错误除外。

## 2. 建立与净值化管理相适应的信息支持系统

信托公司业务范围比较广，管理资产规模大的信托公司可能要管理三四千个产品，少则数百个，信托资金的投向涉及股票、债券、货币市场资产、非标债权、股权等多个领域，信托产品的交易结构又存在平层、结构化的区别，对这些产品进行净值化管理涉及大量数据的接收计算以及账务处理，这些都需要通过可靠的估值信息系统帮助进行处理。在投资端，需要系统支持投资组合管理、风险监控预警、形成独立托管和电子对账，要有针对各类标准和非标资产进行估值的系统。

在产品端，产品净计生成、份额清算、管理费及浮动业绩报酬计提、信息披露、



合同留存等各个细节都需要按净值化管理的要求升级系统。目前，一些信托公司已经在使用恒生资管系统中的财务系统进行信托项目的财务核算和估值，对于证券类信托项目，该系统已经实现了与中证指数有限公司、中央国债登记结算公司等第三方估值机构数据系统的对接，可以提供比较高效的估值支持。但是针对传统非标债权类项目，目前该系统只进行会计核算，不进行估值。未来为了推进非标产品的净值化管理，现有针对非标产品的会计核算系统需要按照“资管新规”净值化管理的要求进行改造（如体现收入费用配比的原则，采用权责发生制进行核算），并要加入对非标债权、股权进行估值核算的模板，实现会计核算系统与估值的有效衔接。对于一些特殊类型的产品，比如股债结合产品、结构化产品，信托公司应与外部系统服务商进行积极沟通，设立专门模块进行估值；对于非标债权产品，则可能涉及开发预期信用损失评估模型，这也需要不断完善系统支持能力。

### 3. 建立与净值化管理相匹配的产品销售和服务体系

传统融资类集合资金信托一般会向投资者明示产品的预期收益率，实行净值化管理后，信托公司不能再宣传产品的预期收益率，而是要定期公布产品的净值，通过净值来反映产品的风险和收益状况，这对习惯于预期收益型产品的信托投资者而言将是巨大的变化。对此，信托公司应从销售端和客户端着手积极转变，以便适应净值化管理的要求。

从销售端来看，首先需要对信托产品的合同进行修改。传统融资类信托产品合同中，一般都会载明信托产品的资金投向、期限、预期收益率等要素。由于“资管新规”明确规定资管产品要实行净值化管理，不得对产品保本保收益，以后的信托合同中就不能再出现“预期收益率”的表述。而是应在合同中明确信托产品为净值型产品，无固定的预期收益率，并在合同中披露信托产品净值计算方法、信托产品所投各类资产所采用的估值原则、估值方法，并对净值披露的频率进行约定。

从客户端来看，根据“资管新规”，金融机构发行和销售资产管理产品，应当坚持“了解产品”和“了解客户”的经营理念，加强投资者适当性管理，向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应的资产管理产品。禁止欺诈或者误导投资者购买与其风险承担能力不匹配的资产管理产品。因此，销售人员在向客户推介信托产品时，应该根据“资管新规”的要求，在产品销售环节向投资者明示资产管理产品的类型，并根据产品类型不同，向投资者揭示信托产品净值生成的基本规则、披露频率及渠道等信息，并提示净值波动可能带来的风险。



由于投资者对于预期收益型产品的偏好和思维惯性，信托产品从预期收益型产品转变为净值型产品需要一个逐步接受的过程，如果这个转变过于急促，会对信托公司的资金募集产生较大的不利影响，因此须循序渐进。初期为了保障预期收益产品向净值化的平稳过渡，减少净值化对信托产品销售造成的不利影响，参照银行、券商进行净值化管理的实践，可以根据信托合同中约定的资金投向、资产配置比例估算一个“业绩比较基准”，供投资者进行投资决策以及管理人计提管理费、业绩报酬时作为参考，并在信托合同中注明该“业绩比较基准”为受托人依据信托产品投资范围、投资策略、资金运用方向、交易结构等为委托人设定的相对业绩目标，该业绩比较基准并非预期收益率，也非产品业绩的保证。信托公司及代销机构在产品推介中，要秉承审慎尽责的原则，采用合适的营销话术，避免继续使用预期收益率之类的词眼影响投资者决策。信托公司应对客户进行分层管理，有针对性地加强投资者教育，引导投资者提高风险意识和建立正确的投资观，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，引导投资者购买与自身风险承担能力匹配的净值型产品。

#### 4. 完善产品的净值信息披露管理

净值信息是信息披露的重要组成部分。“资管新规”第八条对金融机构运用受托资金进行投资时应当履行的管理人职责做出了详细的规定，其中就包括“依法计算并披露产品净值或者投资收益情况，确定申购、赎回价格。”对于公募产品、私募产品制定了不同的净值信息披露标准。对于公募产品，应在机构官方网站或者通过投资者便于获取的方式披露产品净值或者投资收益情况，并定期披露其他重要信息：开放式产品按照开放频率披露，封闭式产品至少每周披露一次。私募产品的信息披露方式、内容、频率由产品合同约定，但金融机构应当至少每季度向投资者披露产品净值和其他重要信息。

目前信托公司还只能从事私募业务，信托产品属于私募产品，私募产品的净值披露频率应由信托公司与委托人在信托合同中明确约定，并且至少应该每季度进行一次披露。对于投标准化资产的信托产品，目前信托合同一般都是约定每日估值、每月披露净值信息。非标债权、未上市企业股权的信托产品可以按照季度的频率进行披露，但是在发生了影响产品估值的重大事件发生时，应进行临时披露，及时向投资者传达产品估值及净值变化的情况，并对估值调整事项作出说明。

充分、及时、客观的信息披露是信托公司进行净值化管理、切实履行受托人职责的要求，是实现“买者自负、卖者尽责”的基本条件。信息披露工作属于期间管理



的组成部分，信托公司应明确信息披露责任部门，建立完善不同类型信托产品的信息披露制度，明确自身承担的信息披露责任，按照约定的频率和渠道及时向投资者披露信托产品的净值信息，确保投资者可及时掌握产品风险收益信息。

## （二）建立与净值化管理相适应的风险管理及评估能力

净值型资管产品区别于预期收益型产品的一个重要特征就是在遵守公允原则估值的情况下，产品的风险能够通过净值的变化来体现。对产品进行净值化管理，要求对所投资的资产价值按照公允原则进行准确估值，通过估值反映基础资产所面临的风险状况。不同基础资产承担的风险类型是不一样的，二级市场股票主要面临市场风险和基本面风险，债券主要面临流动性风险、信用风险和市场风险（政策、利率、市场情绪等因素），而非标债权资产则主要面临信用风险、流动性风险。要对基础资产进行合理估值，降低净值波动风险，必然要涉及对风险的管理和评估。

### 1. 提升针对信用风险的监测及评估能力

对于债券、非标债权等债权资产，一旦出现违约，就涉及信用风险的评估和估值调整的问题。对于非标债权资产，通常情况下，按照摊余成本法估值比较简单，但如果预期融资方存在违约或是产品到期出现实质违约，估值就会变得尤为复杂。作为估值责任人，信托公司需要加强对产品期间信用风险的监测，需要对融资方的偿债能力、运营情况进行持续的跟踪评估。如果在信托产品到期之前，融资方基本面出现了不利变化或是发生了其他可能导致其未来违约风险上升的事件，按照受托人尽职履责的要求，就需要对预期信用风险损失进行评估，并计提减值准备；如果项目到期出现了实质违约，则需要根据与融资方的具体情况以及合同条款等对违约损失率进行调整，并对产品的净值进行调整。尽管信托产品大都是封闭式产品，不涉及申赎和交易的问题，净值调整并没有太大实质意义，但既然是实行净值化管理，那么就需要遵守规定进行估值调整，否则就构成了受托人的不尽责，一旦产品无法按照本息全额兑付，而产品净值此前没有进行调整，产品净值与实际兑付金额存在重大偏差，信托公司就可能会面临投资者的投诉。所以，净值化管理将对信托公司期间信用风险的监测、评估以及后期的处置能力提出更高的要求。

### 2. 提升市场风险管理能力

针对投股票、债券等标准化资产的资管产品，产品面临的主要是市场风险，市场风险对于产品净值的影响是显而易见的，管理人要着力于通过组合投资、投资策略优化和积极有效的风险管理措施（比如使用风险对冲工具）对产品的市场风险进行管



理，降低产品的净值回撤幅度。此外，在对证券类产品进行净值化管理中，也需要具备对基础资产市场风险、基本面风险的评估能力，增强产品估值的公允度，防止套利。比如对于股票，由于拥有活跃公开交易市场，股票一般是按市价进行估值，其隐含的假设是有关股票的公开信息披露充分，股票已有的风险已经全部体现在价格中。但是如果是涉及对因重大风险事故而停牌的股票的估值，市价法无法使用，这时就需要管理人依靠自身的投研能力、专业能力对股票的估值进行调整，以便产品净值尽可能地反映该股票潜在的风险。对于发生违约风险的债券，虽然第三方估值机构会提供估值，但是基金管理人也需要根据自身掌握的信息对债券所面临的风险进行评估，调整债券的估值，这个估值与第三方提供的估值可能存在很大的差异，这样是为了防止一些“精明”的投资者进行产品套利，这对管理人的风险评估能力、风险管理能力也是一种考验。

### （三）增强净值型产品的设计及管理能力，提高标品信托的占比

净值化管理更适合于投资标准化资产的产品。对于投资于非标准化债权以及非上市企业股权资产的产品而言，净值化管理要受缺乏公允价值估值、信息不对称等多重因素的制约，在及时、准确传递产品风险、收益上的效用要打折扣。由于标准化资产更适合进行净值化管理，加之“资管新规”对非标债权投资在期限错配上进行严格限制，预计未来信托公司要更多地向标准化资产投资转变，提高净值型证券投资信托业务的占比。从近期银行应对净值化管理的举措来看，提高债券资产的配置占比、推出专门投资于债券、股票等标准资产的产品已经是大势所趋。

目前信托公司的证券信托主要以管理型阳光私募产品、结构化配资产品为主，在这些业务中，信托公司更多是提供产品通道，较少开展主动管理。在回归资管本源、实行净值化转型的趋势下，未来信托公司应围绕客户配置标准化金融资产的需求，丰富净值型证券信托产品线，并更多地拓展主动管理型业务。

标准化产品在期限、申赎开放设置、资产配置等方面比非标产品要灵活，信托公司可以通过提供更多净值型的标准化产品来满足客户对于不同风险收益特征、不同期限的产品的配置需求。比如在债券业务方面，信托公司可以依托在信用风险把控方面的优势，开展主动管理，可以将以往的资金池产品改造为标准化的净值型产品，期限设置上可以是封闭的也可以是开放式产品，这样可以有效弥补非标产品期限结构单一的不足，为客户提供闲置资金管理的工具和手段，提升客户的黏性。



#### （四）推进非标产品的改造，进行组合投资

传统的融资类集合资金信托计划投向单一融资主体，在资金来源和资金运用上一一对应，由于只进行单一标的投资，风险高度集中，一旦融资方出现流动性风险或是信用风险，到期无法还本付息，产品净值就可能面临剧烈调整。而且由于集合资金信托计划缺乏二级交易市场，没有流动性，投资者缺乏风险转移机制，无法通过市场分散风险。缺乏有效的风险分散和转移手段是融资类集合资金信托计划在商业模式上的主要缺陷。在“资管新规”要求打破刚性兑付、实行净值化管理的背景下，需要推动这类业务的转型。

我们认为，转型的方向之一就是发展组合投资型、混合投资型产品。从风险收益特征来看，如果打破刚兑，集合信托产品就变为一种收益率有上限、最大损失率可能为100%的产品，拥有这种风险收益曲线的产品，即便收益率高，其对投资者的吸引力也很难与刚性兑付时代进行比较。改变这种风险收益特征的最有效办法就是进行组合投资，即在不违背期限错配原则的基础上，将募集资金混投于标准化债券、非标债权、金融产品、货币类资产等多种固定收益资产，通过组合投资降低风险。事实上，银行理财产品就是对债权类资产进行组合投资，一些信托公司也推出了同时投向债券、非标债权资产的组合投资产品、TOT等，非标资金池也是典型代表。不过，由于“资管新规”明确禁止非标资金池，为避免非标期限错配，组合投资产品的期限最好设置为固定期限，且所投非标债权资产的期限不得超过产品的期限。组合投资产品的好处在于可通过多项资产的配置分散风险，可以通过调整非标债权资产、债券、权益等各类资产的投资比例配置来组合设计出不同风险收益特征的产品。

## 四、关于信托产品净值化管理的思考及政策建议

### （一）关于推进信托产品净值化管理的几点思考

#### 1. 单一信托净值化管理的必要性问题

“资管新规”对于资管产品采取了列举式定义，资金信托涵盖在内。按照信托财产类型的不同，信托分为资金信托和财产信托，其中，根据委托人数量的不同，资金信托又分为集合资金信托计划和单一资金信托。根据《集合资金信托计划管理办法》，集合资金信托计划是由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将



两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务。单一资金信托，是指由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将单一委托人交付的资金进行单独管理、运用或处分的资金信托业务。单一资金信托是委托人与受托人一对一协商的结果。由于委托人的意愿千差万别，信托财产规模不一，受托人可以通过设立不同的单一信托为委托人提供个性化、定制化服务。由于“资管新规”第十八条只是笼统规定资产管理产品应当实行净值化管理，并未对资产管理产品进行具体区分，如果未来监管细则没有对集合资金信托和单一资金信托的净值化管理要求实行区别对待，则净值化管理的要求既适用于集合资金信托计划，也适用于单一资金信托。

课题组认为，资管新规要求资管产品进行净值化管理的根本目的在于实现向投资者的风险收益过手，打破刚性兑付。这个通俗来讲，就是赚的钱都给客户，赔的钱客户自己承担损失，管理人只能拿管理费收入和约定的超额业绩提成，应该把剩余的收益或者损失都归于投资人。资产管理业务与银行存贷业务的最大区别就是银行存贷业务是借贷关系，资产管理业务是“受人之托，代人理财”，管理人只收取管理费。由于历史、市场及行业自身的种种原因，集合资金信托业务存在隐性刚兑的问题，需要通过推行净值化促进打破刚兑，但单一资金信托业务并不存在刚兑的问题，对其进行净值化管理的必要性值得商榷。在绝大多数的单一信托业务中，委托人通常指定资金用途，并对资金的使用对象有相当充分的了解，受托人只是根据委托人的意愿受托管理，提供事务管理服务。单一资金信托的收益分配依据项目的实际经营成果，一般还会带有原状分配条款，受托人无兑付压力，只要切实履行受托人职责就可。鉴于此，课题组认为强制要求单一资金信托实行净值化管理的必要性不大。由于单一信托是单一委托人定制的，应根据资金运用方向、委托人的需要、受托人职责来确定是否对该产品进行净值化管理。比方说，如果该产品是投资于标准资产的单一专户，委托人一般本身就会要求进行净值化管理，如果只是通过信托发放贷款，净值化管理就没有多大意义。再比如，有的家族信托设立时也是单一资金信托，设立后根据委托人的意愿配置于多个资管产品（包括银行理财、集合信托、私募股权基金、私募证券基金等），如果委托人有净值化管理的需求，受托人就应该遵照委托人意愿，在信托合同中约定净值核算的相关职责问题。由于单一信托本身就不存在刚兑的问题，且是委托人定制，一概要求单一信托进行净值化管理只会徒增受托人的估值核算工作压力，没有实质意义。



## 2. 股权投资类产品净值化管理的适用性问题

净值化管理的有效实施依赖于对资产价值的公允估值，具有活跃交易市场报价的资产最适合进行净值化管理。而非标资产没有活跃交易市场，其估值没有市价可以参照，需要采用估值技术进行公允估值，或是采用摊余成本法，净值化管理的作用受到制约，尤其是对于未上市企业股权，其估值依赖的信息不可观察，不透明不公开，公正性难以保证，对估值方法、估值模型的选择以及参数的估计都存在可操作的空间，不同的估值方法下，股权的评估价值也可能存在较大的差别，这就会导致计算出来的净值存在较大的差异。基金所投项目的实际收益最终取决于退出方式，不同退出方式对于基金的收益影响也很大，这会导致基金最终结束时的净值与存续期间依托估值方法计算的净值存在很大的差异，这样不仅会影响管理人的管理费计提，也会引发投资者对于管理人能力的误解。正是因为如此，虽然基金业协会《私募投资基金信息披露内容与格式指引2号—适用于私募股权（含创业）投资基金》（以下简称“2号指引”）要求，私募股权基金必须定期、定向给投资者披露半年报和年报，信息披露内容应包括基金基本情况（包含实缴金额、基金总资产、净资产、估值方法等）、基金投资运作情况（项目投资金额、持股比例、盈亏情况）、基金费用明细等信息，但实际中，目前国内的PE/VC机构尚未对产品做净值化管理。考虑到股权投资类产品本身就应是浮动收益的投资型产品，综合这两个方面的因素，可考虑不对股权投资类信托产品的净值化管理做强制要求，但应明确规定股权投资类信托产品不得设置预期收益率，并定期对产品所投股权的公允价值进行审慎评估，供投资者作为参考。

## 3. 净值化管理与打破刚兑的关系问题

“资管新规”推行净值化管理，意在通过对产品资产和负债的公允估值，如实反映产品的风险和收益，最终达到打破刚性兑付的目的。遵循企业会计准则的要求进行净值化管理是打破刚性兑付的必要条件。但净值化管理却并非打破刚性兑付的充分条件。对于非标债权产品而言，净值化管理引入公允价值原则，对资管产品的净值进行核算，使净值反映产品的风险和收益，这一管理模式改变了传统预期收益型产品下由资产管理机构实质承担风险的状况，风险承担主体变为投资者担任，有利于打破刚性兑付。但是另一方面，打破刚性兑付不能单纯只依靠实施净值化管理，还得注意以下几点：一是净值化管理本身是有条件的，要建立在真实公允原则的基础上。“资管新规”第十九条对刚性兑付的行为进行了认定，其中就包括“资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益。”这一条隐含的意思是，



如果违背或脱离真实公允原则来确定净值，净值管理不但不能打破刚性兑付，还可能成为变相进行刚性兑付的手段，不当的净值管理可能为刚兑披上合理化的外衣。尤其是对于估值信息不透明的非标债权、非上市股权投资产品而言，由于估值要依赖较多非公开信息和管理人的主观评价，净值化管理并不能保证能及时准确、有效地向投资者传递产品的风险和收益。二是打破刚兑还需要建立在投资者教育和管理人尽责的基础，单纯靠净值化管理无法实质性打破刚兑。资管产品不是债权产品，要强化投资人的风险承担意识，向投资者适时传递“买者自负，卖者尽责”的投资理念。此外，还要制定详细的受托人尽责标准，注重结果判断和过程判断，严格区分商业风险、市场风险和受托人履责的界限，在此基础上，加强受托人履职教育，真正做到“卖者尽责”。三是打破刚性兑付还需要从国家金融安全的角度出发，完善金融市场体制，优化风险资产定价机制，引导资管行业回归本源，服务实体经济，致力于构建公开公平、专业受托能力至上的资管生态圈，引导资管机构树立责任意识，维护金融市场秩序，共同致力于防范降低金融风险。

#### 4. 正确认识净值化管理为投资者带来的价值

投资者购买资管产品的主要目的在于财产保值增值，为投资者创造价值是资管机构的核心使命。价值的创造要依赖于资管机构的专业管理能力，对产品按照净值化的要求进行管理运作是资管机构履行受托责任的组成部分，它虽然不直接创造价值，但却是向投资者传递资管产品有没有为投资者带来价值创造、保障投资者的利益、监督管理人尽职履责的必要手段。如果不遵循统一的会计准则、估值原则、估值政策和估值程序以及被认可的估值方法对资管产品所投资产进行公允估值，并通过定期公布产品的净值来反映产品的风险和收益状况，确保产品信息的公平透明，那么投资者就无法对产品的投资价值以及管理人的管理水平做出准确判断，也无法做出有效的投资决策。从国内资管业务的实践来看，目前公募、券商投资于标准化资产的产品净值化管理已经非常成熟，净值化管理背后的“买者自担、卖者尽责”的理念也已经被投资者普遍接受。尽管由于市场表现或是管理人专业能力的原因，我国很多股票、股债混合类公募基金产品不但没有给投资者带来价值增值，反而带来亏损，但是由于这类产品实行净值化管理，产品运作信息完全透明，投资者可以据此进行自主的投资决策，完全接受风险收益自担的理念，所以基本上不存在因产品亏损而要求管理人刚兑的问题。非标产品则不一样，由于非标资产的信息不透明，且一般不存在活跃交易市场，也不能依据可比市场直接可观察的输入值进行估值核算，非标产品一直没有实行净值



化管理。为了解决信息不对称给投资者决策带来的障碍，管理人选择了用预期收益率来吸引投资者，并为自身套上了刚性兑付的“紧箍咒”。预期收益型产品的刚兑在短期看似保护了投资者，但从长远来看，这种违背资管关系的本质、超越资管机构自身能力边界的产品模式是不可持续的，如果任由风险不断积累，必将会存在风险爆发的“明斯基时刻”，给投资者带来重大的伤害。正因为如此，课题组认为，有必要更深入认识净值化管理对于投资者的价值所在，其根本在于通过遵循统一的估值核算规则，解决管理人和投资者之间的信息不对称问题，让投资者明白投资所要承担的风险，也保障投资者获得承担风险所应得到的所有收益。

## （二）推进信托产品净值化管理的政策建议

### 1. 制定信托产品的估值指导意见和专项估值指引

估值是净值化管理的核心，为了提高估值的公信力，切实通过净值化保护投资者的利益，就需要制定统一的估值标准，确保可以用一把尺子衡量同一类型的产品，让投资者清晰了解产品的风险收益状况。因此，监管机构应制定信托产品的估值指导意见，统一信托产品的估值原则、估值程序和估值方法，针对不同类型信托产品的估值进行规范，为信托公司提供具有操作性的估值指导。

在这方面，证监会、证券投资基金业协会的做法值得学习借鉴。自新企业会计准则下发后，证监会就出台了《关于证券投资基金执行〈企业会计准则〉估值业务及份额净值计价有关事项的通知》（证监会计字〔2007〕21号）等文件，随后制定了《关于进一步规范证券投资基金估值业务的指导意见》（证监会〔2008〕38号）、并在2017年制定了《中国证监会关于证券投资基金估值业务的指导意见》（证监会〔2017〕13号）。为了规范证券投资基金活动，保护投资者和相关当事人的合法权益，促进基金行业的健康发展，证券投资基金业协会修订并发布了《证券投资基金会计核算业务指引》（中基协发〔2012〕9号），基金业协会在托管与运营委员会下设估值小组，估值小组根据基金行业产品种类和业务发展的需求，先后出台了多项具有针对性的资产估值指引，如针对流通限售股、港股通、基金中的基金、国债期货、黄金ETF等产品的估值指引，逐步构建起了较为完善的行业估值标准体系。基金业协会估值小组从公募基金这一信息披露要求最高的基金产品出发，制定的各类估值标准同时也成为了证券公司资产管理计划、基金专户、期货资管等私募基金估值的参考指引，并且被广泛应用到企业年金、职业年金、保险资管、银行理财、信托计划等泛资产管理行业中。

基于此，课题组建议监管机构制定信托产品的估值指导意见，并授权信托业协



会牵头中信登、信托公司、会计师事务所等成立信托产品估值小组，针对不同类型的信托产品制定专门的估值指引，根据“资管新规”以及企业会计准则的要求，明确非标债权资产的会计核算要求（尤其是涉及风险项目的预期信用损失计提的问题），明确信托产品投资于未上市企业股权的估值标准，并对结构化信托产品，混合型信托产品的估值操作进行规范。估值小组不仅负责制定信托产品的估值标准，还可对信托公司的估值工作、外部提供信息技术的机构等进行自律管理，并可以推动引入第三方估值机构对非标信托产品采用估值技术进行公允估值，提高信托产品净值化管理的有效性。

### 2. 循序渐进推进信托产品的净值化管理

净值化管理的核心是如何按照公允原则对资产进行合理估值，不同类型信托产品面临的净值化转型难度不一。标准化的证券投资类信托产品绝大多数本身就已经是实行净值化管理，采用公允计价法进行估值，实行浮动收益。但是也有少数证券信托产品，虽然估值上做到了公允计价，但为了吸引客户，仍然采取设置预期收益率的运作模式，这类产品也需要进行净值化改造，建议监管机构可以优先推动这类产品的净值化转型。该产品净值化转型的难度主要在于销售，因为投资者更偏好预期收益产品，净值化改造后，这类产品成为非保本浮动收益产品，净值波动变大，对于投资者的吸引力下降。

对于非标债权类信托产品，无论是产品形式、还是估值核算以及客户投资理念，都需要进行净值化转型，净值化转型无异于一场灵魂深处的革命。尽管由于可采用摊余成本法进行计量，非标债权信托产品的估值相对简单，但考虑到信托公司需要对非标产品的会计核算系统进行改造，需要引入专门的估值模块，且对于风险项目还存在预估信用损失的要求，这些要在短时间内实现有序运营是比较困难的。因此，建议监管机构给予信托公司推进非标债权信托产品一定的时间窗口作为过渡期，让信托公司进行人力、系统、管理制度等方面的准备。另外，对于投资于股权的信托产品，由于股权进行公允估值的难度最大，其净值化管理应该放在最后来推。信托产品的跨市场、多样性特点决定了信托产品的净值化管理不是一蹴而就的，需要循序渐进，先易后难，逐步推进，这样可以给予信托公司、投资者充分的时间来消化和适应，并有助于维护非标融资的稳定性，防范一刀切带来的风险。

### 3. 为净值化转型创造有利的政策支持

一是推动建立信托受益权的交易流转市场。传统非标债权集合融资计划与银行



间市场的 PPN 以及交易所发行的私募债较为相似，主要区别为后两者有专门的交易场所，具有一定流动性，属于标准化资产，而信托产品缺乏一个统一的交易市场，流动性很低，信息也很不透明，风险无法分散。建议监管机构推动以中信登为载体，建立信托受益权的二级流转市场，对于非标债权信托，可以比照债券，通过引入产品评级和第三方估值，加强信息披露，以此提高信托产品的流动性，促进信托产品的公允定价，从根本上提高信托产品的透明度和吸引力。

二是要鼓励信托公司开展投资于标准化资产的证券信托业务，为信托公司开展证券类信托业务创造公平的市场准入条件。由于资管新规要求资管产品实行净值化管理，标准化资产更适合进行净值化管理，这必将推动信托公司未来更多围绕证券市场开展标准化资产的投资管理业务。但是，目前信托公司在开展标准化证券业务方面面临一些不利的监管限制，比如《信托公司管理办法》规定：“信托公司不得开展除同业拆入业务以外的其他负债业务，且同业拆入余额不得超过其净资产的 20%。”该管理办法同时明确规定：“信托公司不得以卖出回购方式管理运用信托财产。”正回购交易既是债券投资中一种有效的流动性管理工具，也是加杠杆、提高投资收益的重要手段。债券投资业务是信托公司向主动管理转型的重要方向，不允许信托计划开展回购交易，将影响信托公司开展债券主动管理业务的灵活性，不利于与券商、基金公司等进行竞争。建议监管机构为信托公司开展标准化资产投资业务提供有利的政策条件，比如允许信托产品开展债券正回购，允许信托计划直接参与定增，放宽信托产品投资于股指期货、国债期货等金融衍生品的限制等。

三是要支持信托产品开展组合投资管理业务。在产品设计上，考虑到传统预期收益型产品大都投向单一融资人，信用风险高度集中，净值化管理后可能因信用风险而出现净值的大幅波动，为了提高产品的稳定性，应支持信托公司通过组合投资分散信用风险，比如混合投资于标准化资产以及非标债权资产的组合投资类信托产品以及 TOT 类产品。只要这些产品做到单独管理、单独建账、单独核算，不存在滚动发行、集合运作、分离定价的问题，就应该允许并鼓励这类产品的发展，因为这有助于引导信托公司提高自主管理能力，为投资者创造具有多种风险收益组合的产品。

## 参考文献

- [1] 中国证券投资基金业协会：《美国私募基金管理人面临严格的监管》，



<http://funds.hexun.com/2016-05-17/183916428.html>, 2016-05-17。

[ 2 ] 鲁政委：《资管新规下的估值、非标与权益资产》，<http://finance.eastmoney.com/news/1355,20171125806109054.html>, 2017-11-26。

[ 3 ] 樊效峰、董耕宇：《关于非标准化债权资产期限错配和债券按摊余成本计价的可行性》，[https://www.sohu.com/a/212923558\\_2114287](https://www.sohu.com/a/212923558_2114287), 2017-12-26。

[ 4 ] 中国证券投资基金业协会估值小组：《中国基金估值标准（2017）》，2017。

[ 5 ] 房铎、杨冰、姬江帆；《国际资产管理行业：起源、监管及业态——我国资管行业新形势下的转型借鉴》，<https://mp.weixin.qq.com/>, 2018-08-13。

[ 6 ] International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines ) , 2015.



陆

## 中国信登信托产品交易平台建设研究

课题牵头单位：中国信托登记有限责任公司  
华融国际信托有限责任公司

课题指导专家：何 东

课题组成员：

张荣芳 杨 颖 刘 蕾 龚晓丹

中国信托登记有限责任公司

徐 逊 冯思清 陶婷婷

周东海 林 楠 黎恩银 李 琛

华融国际信托有限责任公司

卢晓亮 宋 军 姚 瑶

华宝信托有限责任公司

刘天启 王 玫 张 峰

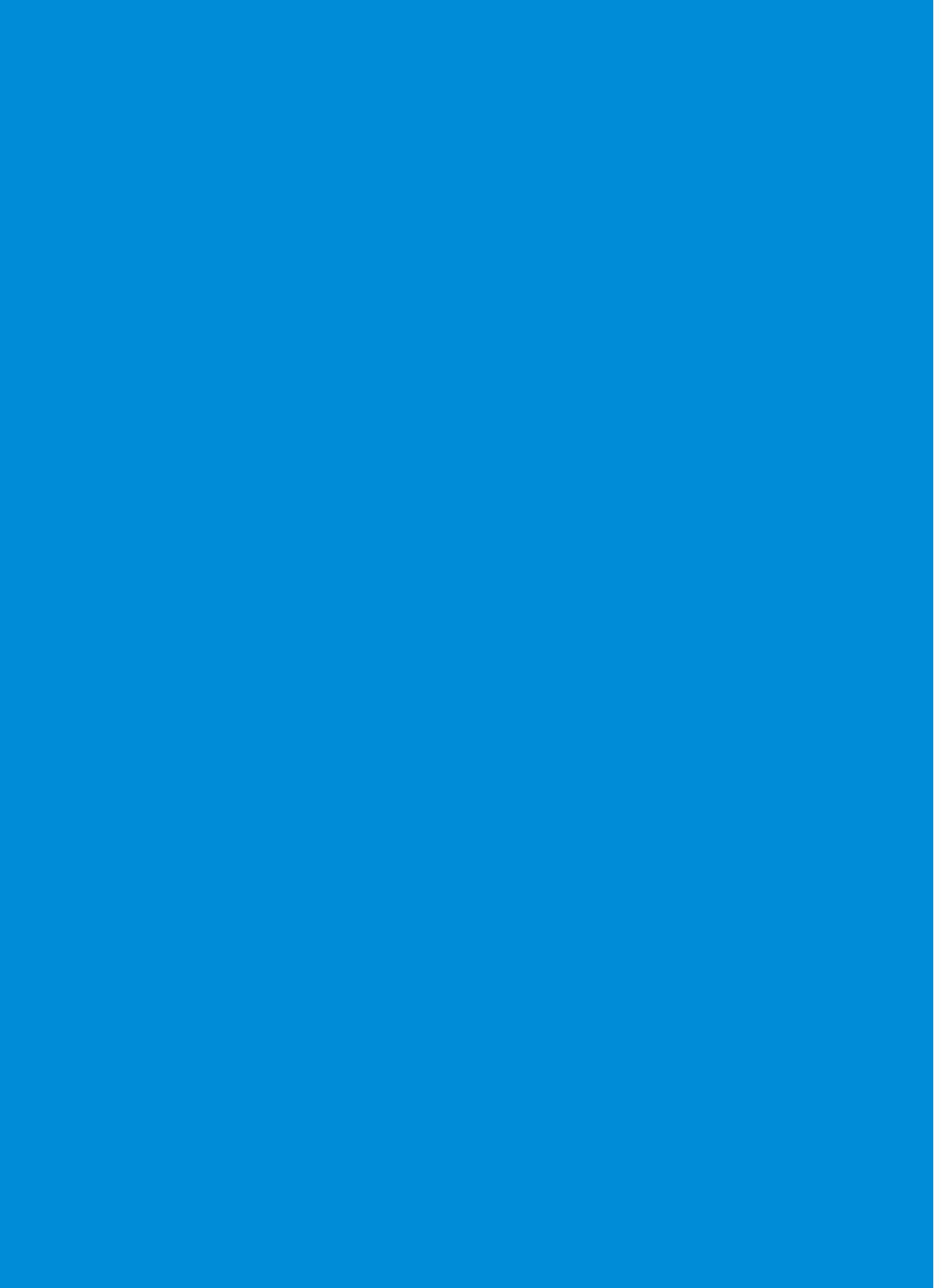
华能贵诚信托有限公司

简永军 付宇翔 杨 辰

上海国际信托有限公司

白 洁 吴 朔 申 静 邱 莹

天津信托有限责任公司





## 摘要

信托产品的流动性问题长期以来制约着信托行业的发展，作为行业基础服务平台，中国信登定位于信托产品及其受益权登记和信息统计平台、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”。本次课题基于中国信登的业务实践，以具体的交易平台为研究对象，规划建设中国信登交易平台的业务架构和实施路径，研究成果具有实务性和可行性。

截至目前，国内尚无监管或投资人认可的、统一的关于交易市场的行业标准，而单纯地复制其他交易市场，难以规划建设出符合信托行业特点和发展趋势的交易平台。如何科学规划建设我国统一信托产品交易平台是本次课题的主旨，基于行业特点，从国内成熟的、不同定位的典型交易市场或机构的实践及发展历程中归纳总结交易市场业务的发展规律，以及在交易平台运营管理过程中可借鉴的、具有启示作用的建设管理经验，为规划中国信登信托产品交易平台提供理论和实践指导。

研究报告的第一部分介绍了中国信登成立背景、现状，阐述了中国信登建设行业统一交易平台的意义；第二部分归纳总结了成熟交易市场的发展规律和管理建设经验；第三部分分析信托产品交易现状及问题，提出对应解决思路；第四、第五、第六部分围绕中国信登交易平台规划，提出中国信登信托产品交易平台的建设目标是建设成为集标准化产品交易和非标准化产品交易的多层次综合性交易平台，并在此基础上开展平台的业务框架、运营管理规划及交易平台相关的风险管理重点。

**关键词：**中国信登 信托产品交易平台建设



## 目 录

一、中国信登建设信托交易平台的基础和意义 .....	310
(一) 中国信登的功能定位和业务发展 .....	310
(二) 建设统一交易平台的基础 .....	311
(三) 建设统一交易平台的意义 .....	313
二、交易市场的基础架构及发展规律 .....	315
(一) 国内典型交易市场研究 .....	315
(二) 交易市场的架构及运营管理 .....	317
(三) 交易市场的发展规律 .....	321
(四) 交易平台建设的启示与借鉴 .....	323
三、国内信托产品交易的现状及问题分析 .....	325
(一) 信托产品自身特点 .....	326
(二) 信托产品交易现状 .....	327
(三) 信托产品交易存在的问题及解决思路 .....	329
四、中国信登信托产品交易平台业务架构规划 .....	332
(一) 参与主体 .....	332
(二) 交易标的 .....	334
(三) 交易模式 .....	337
(四) 实施路径 .....	339
五、中国信登信托产品交易平台运营管理规划 .....	340
(一) 发行业务 .....	340
(二) 交易方式 .....	343
(三) 结算登记 .....	344
六、交易平台的风险管理重点 .....	348
(一) 规范行业数据信息披露 .....	348



(二) 结算风险控制 .....	350
(三) 投资人分层管理 .....	351
(四) 信息系统风险管理 .....	353
七、总结 .....	354
参考文献 .....	355



## 一、中国信登建设信托交易平台的基础和意义

### （一）中国信登的功能定位和业务发展

#### 1. 中国信登的成立背景及功能定位

（1）成立背景。信托业作为第二大金融子行业，在满足居民和企业的投融资需求、改善社会融资结构等方面发挥了积极作用，但长期缺乏统一的信托产品登记和交易平台，一定程度上制约了行业的发展。

作为全面贯彻《信托法》精神、加强信托基础制度建设的重要举措，在中国银保监会领导下，在财政部、上海市政府等有关方面、股东单位和信托行业关心支持下，中国信托登记有限责任公司（以下简称“中国信登”）于 2016 年 12 月在上海成立。中国信登是由中国银保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。

（2）功能定位。中国信登作为信托行业的基础服务平台，承担信托产品及其受益权登记和信息统计平台、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”功能，并忠实履行监管部门赋予的信托登记和其他相关职能。

中国信登沿着“以产品登记夯实基础、以交易流转拓展服务”的方向，按照中国银保监会对我国信托业发展“一体三翼”战略，稳中求进，科学规划，有序开展信托登记、发行、交易、转让、结算等各项业务，逐步推进集信托产品和受益权登记、信托受益权托管与信托交易所为一体的电子化、综合性市场服务机构建设，打造信托行业的“登记中心 + 交易所”，推动形成全国统一有效的信托市场。

#### 2. 中国信登业务发展现状

（1）实现信托全行业统一登记。2017 年 9 月 1 日，中国信登信托登记系统在《信托登记管理办法》生效当日上线运行，开始全面提供信托登记服务，实现信托产品及其受益权信息的预登记、初始登记等全流程登记功能以及集合信托产品成立后在中国信登官网公示的功能，这标志着中国信登这一行业基础服务平台正式开始发挥实质作用。

信托登记系统上线以后，信托公司全部参与信托登记业务，各类新增信托产品登记申请量稳步提升，行业全量信托产品获得统一身份证明。目前，中国信登已完成信托产品全覆盖、全口径、全流程、全生命周期的集中登记，我国信托登记步入“全登”新时代。



(2) 建立集合信托公示机制。截至 2018 年 8 月末, 有 5 717 笔存续集合信托产品在中国信登官网公示, 涉及初始募集金额 28 575.4 亿元。其中投资类产品规模为 5.86 万亿元, 占集合信托产品总规模的 24.71%; 事务管理类产品规模为 12.68 亿元, 占比 53.44%; 融资类产品规模为 5.18 亿元, 占比 21.85%。通过公开披露规范并具有权威性的信托产品信息, 集合信托产品公示的社会效应正在持续体现, 有利于增强信托产品的透明度, 提高信托行业的公信力。

(3) 助力信托行业监管。中国信登已开通与中国银保监会、各地银监局专线访问端口, 实现了线上开展信托产品的事前报告管理, 为监管扼制风险苗头提供有利的管理手段, 科学助力监管部门采取叫停等监管措施以及便利信托产品具体信息查询等, 实现了监管部门进行在线和动态监管的基础功能, 有力增强了监管监测的针对性、科学性和有效性。

## (二) 建设统一交易平台的基础

### 1. 行业和市场基础

(1) 信托行业稳步发展。根据中国信托业协会公布的 2018 年上半年信托业发展数据, 截至 2018 年第二季度末, 全国 68 家信托公司受托资产规模 24.27 万亿元。信托行业经过前几年的高速发展期后已进入稳定发展阶段, 管理信托资产规模持续增长, 但增幅已趋于稳定。在新的经济环境和监管政策背景下, 市场和实体经济对信托的需求依旧旺盛, 信托业需改变单纯追求规模的经营模式, 进一步推动增长方式转型, 实现长期可持续增长。

(2) 机构专业能力提升。长久以来, 房地产、政信、通道业务一直是信托公司的主要收入来源业务。2017 年起, 监管层陆续出台《中国银监会关于规范银信类业务的通知》(银监发〔2017〕55 号文)《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)等一系列监管文件, 旨在去杠杆、去通道, 防范系统性金融风险。

在此背景下, 信托公司更加重视培养和打造主动管理、业务创新能力, 不断升级传统业务模式, 在慈善公益、家族信托等品种均有创新和突破, 体现信托制度优势的特色业务规模和品种不断增加。信托公司不仅在专业市场服务、资产管理、风险防控、客户管理方面的能力取得了长足的进步, 在资产证券化、标准化产品也积累了相当的业务经验, 为信托公司参与信托产品流转、标准化产品发行交易奠定了基础。



(3) 合格投资人趋于成熟。近几年，信托公司在发展过程中越来越重视合格投资人管理和高净值客户的发掘和培育，信托产品的投资群体已从传统的零售个人客户，逐步发展至机构、高净值、家族客户，资金来源也从传统的银行理财资金拓展至企业机构资金及保险资金、企业年金、社保基金等长久期资金。机构、高净值客户较零售个人客户有更高的风险承受能力、专业判断能力和资产配置能力，更熟悉市场运行规律、制度规则和信托优势，合格投资人群体的扩展对于信托交易市场建设和信托业的转型发展起到重要的作用。

### 2. 法律和政策基础

(1) 信托产品的集中登记。2017年8月，《信托登记管理办法》发布，明确中国信登以提供信托业基础服务为主要职能，负责管理和维护信托登记信息。2018年8月7日，《中国信托登记有限责任公司信托登记管理细则》（以下简称“《细则》”）发布，细化明确各登记流程及操作内容，全方位规范登记工作，有助于扎实开展信托产品及其受益权的集中登记，为后续开展信托产品交易流转奠定业务基础。

(2) 信托产品的可流转性。信托产品的可流转性体现为信托受益权的流通转让。《信托法》第四十八条规定，受益人的信托受益权可以依法转让和继承，但信托文件有限制性规定的除外。《信托公司集合资金信托计划管理办法》（以下简称“集合资金信托管理办法”）第二十九条规定：“信托计划存续期间，受益人可以向合格投资者转让其持有的信托单位。信托公司应为受益人办理受益权转让的有关手续。”

上述两项重要法律制度均明确了信托受益权的转让，为信托产品的可流转性提供了制度基础。

(3) 交易平台建设的政策依据。中国银保监会上报国务院的请示及印发的《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》和《中国银监会关于中国信托登记有限责任公司开业的批复》，均明确了中国信登作为监管授权的、法定的全国信托业基础服务平台的行业地位及职责定位、任务目标、经营范围等，明确中国信登可以开展信托产品发行、交易、转让、结算等服务以及开展信托受益权账户的设立和管理。上述文件为中国信登业务指明了正确的发展方向，提供了明确的政策保障，使信托登记、发行交易等制度的落地在我国有法可依，确定了中国信登建设信托产品发行与交易平台等三大平台的制度依据。

### 3. 统一平台基础

(1) 信托产品及其受益权登记。目前，中国信登已完成信托业全国统一的登记



平台的开发建设，已实现全量信托产品及其信托受益权信息的登记，登记后每个信托产品均取得对应的产品编码，作为信托产品的唯一的标准化识别码，在交易、结算过程中将起到重要的作用。伴随信托“全登”新时代的到来，为基于信托登记的产品发行、交易流转进一步创造了条件。

(2) 信托受益权账户体系。中国信登已建立受益权账户系统，《信托登记管理办法》明确规定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，是信托受益权登记管理的载体，系统上线后，将逐步建立全国统一的受益权账户体系，在信托产品交易流转中将起到重要作用。

#### 4. 信息科技支持基础

随着信息科技的发展与成熟，各类技术应用已渗透到经济社会的各个领域，信息科技已成为重要的生产要素，也为各行各业带来了深刻的影响与变革。近10年来，以移动互联网、云计算与服务、大数据分析挖掘、人工智能、物联网等为底层基础的第三代信息技术架构蓬勃发展。

各要素市场机构如上交所、深交所、中央结算、上海清算所等都在积极探索和使用各类新一代信息技术，引领电子商务、金融投资等各方面的金融创新与业务应用，推动了相关行业的升级和转型发展。中国信登可借鉴各类机构的成功经验，例如通过搭建私有云平台为各信托公司提供录音录像服务，通过建立行业大数据中心为监管机构、信托公司等各方面提供行业发展趋势分析、客户风险预警等各类服务，通过使用人工智能、区块链、数字签名等技术，实现支付的电子化、移动化，提升客户体验、降低运营成本等。各类信息科技技术的成熟，也是中国信登建设全国统一交易平台的重要基础保障。

### (三) 建设统一交易平台的意义

#### 1. 规范交易行为，服务行业高效监管

(1) 实现集中化管理，完善信托监管体系。中国信登建设统一的信托产品交易平台，逐步规范交易市场秩序，实现集中统一的登记、线上发行交易、信息披露等平台化、规范化服务，使交易过程更加公开、规范、可追溯，提高市场运行的透明度，并从关键环节来监测市场的各种交易，促进市场的规范发展，有利于加强对交易市场的集中管理，有利于监测重点金融机构的交易和风险敞口情况，提高防范系统性风险的水平，完善市场监管架构。

(2) 补充监测手段，强化市场及政策引导。中国信登建设统一交易平台，将建



立市场准入、交易流转、结算托管等一系列制度规则，监管部门可以通过交易平台补充市场微调手段，利用市场罚则、业务准入、交易监控等手段对违规业务、违规公司进行处理，将引导市场作为政策手段的必要补充，同时可通过制定调整准入规则等方法强化政策导向，引导信托公司的业务发展和创新方向。

### 2. 提升市场效率，优化资源配置环境

(1) 建立交易流转渠道，提升市场交易效率。中国信登通过建设集中统一信托交易平台实现市场统一，打破现阶段信托交易市场分散的局面，通过建立挂牌转让、回购等交易模式，规范信托产品交易的流程、文本、信息披露等重要环节和内容，逐步提高信托产品发行和交易的效率。建立统一市场可提高整个交易市场的运作效率，为投资人提供更多的品种选择和流通途径，提高交易的积极性，有效提升信托交易市场的整体流动性。

(2) 强化信托发行市场，拓宽行业资金来源。金融资产的发行市场与交易市场具有较高的联动性，对于发行人而言，交易市场较高的流动性，对于降低筹资成本，提高发行效率起到重要的作用。中国信登通过建立信托统一发行交易平台，将提高整个信托行业的流动性，从而有利于为产品的发行和交易，成为商业银行等投资人进行资产管理和流动性管理场所，引导市场上不同久期的资金进入信托市场，增加产品发行对象的广度，拓宽信托行业资金的来源。

### 3. 推动产品创新，适应市场新趋势

(1) 转变业务模式，推动产品标准化。中国信登以建设信托标准化交易平台为目标，通过建设信托统一交易平台，逐步建立完善标准化信托产品的发行、交易、信息披露、交收清算、风险控制，在平台集中开展信托产品统一注册、登记、交易、结算等业务，使信托产品逐步符合监管对于标准化债权类资产的相关要求，推动债权类信托产品标准化。

(2) 发挥信托优势，增强综合服务能力。资管新规出台后，信托公司需要寻找新的增长点和业务空间。信托公司通过中国信登平台发行资产证券化产品等标准化产品，可以帮助信托公司获得更大的项目主导权，从作为信托计划的受托管理人和发行人角色延伸至承销商的角色。另一方面，信托公司可以通过中国信登交易平台为投资人提供代理交易服务，扩大客户服务范围，增强客户服务黏性，提升信托公司在发行融资和交易领域的综合服务能力。

(3) 优化市场环境，尝试开展公募业务。资管新规将所有资管业务纳入统一管



理，规定公募产品的信息披露、投资范围等内容，所有资管产品可以在同一监管标准下进行竞争，为信托产品的公募提供了政策依据。中国信登建设行业统一交易平台，按照资管新规的总体要求，不断规范标准业务流程、信息披露、投资范围等，提升市场流动性，为信托行业提供良好、透明、规范的发行交易市场和环境，在条件允许的情况下，尝试信托公募产品的发行和交易。

## 二、交易市场的基础架构及发展规律

目前国内股票、债券、期货、商品领域均有成熟且典型的交易市场和机构，根据信托产品的特点，选取以交易固定收益产品为主的分属不同的监管体系的银行间债券市场和上交所固定收益平台、定位专业化金融资产交易机构的北金所以及以定位于私募产品交易的机构间报价系统、上期标准仓单交易平台五个市场或机构作为研究对象。

### （一）国内典型交易市场研究

#### 1. 银行间债券市场

银行间债券市场是商业银行等机构投资人进行债券交易的市场，通过全国同业拆借中心进行债券交易，债券的托管与结算由中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中央结算公司”）和银行间市场清算所股份有限公司（以下简称“上海清算所”）负责。自1997年6月银行间债券市场成立后，债券市场业务规模得到有效增加、债券品种不断丰富，尤其是企业债品种的不断完备。2002年银行间债券市场准入将交易主体由核准制改为备案制，先后扩充了非金融机构法人和个人，优化了银行间债券市场的投资人结构。

银行间债券市场定位为以商业银行为主的机构投资人市场，采取一对一询价、自主谈判、逐笔成交的交易方式，并已建立做市商的交易制度，具有场外交易市场的特点。

#### 2. 上交所固定收益平台

上海证券交易所固定收益证券综合电子平台（以下简称“上交所固收平台”），于2007年7月由上海证券交易所推出。上交所固收平台通过市场分层和做市商机制，为国债、企业债、资产证券化债券等固定收益产品提供高效、低成本的批发交易服务。



上交所固定收益平台定位于交易所债券交易的场外市场，吸收境外市场经验，采取分层市场结构，将债券市场分为交易商间市场（B2B）和交易商与客户市场（B2C），旨在引导券商的经纪业务模式从佣金模式逐渐转变为买卖价差模式，发展交易商与客户间的协议交易市场。

### 3. 北京金融资产交易所

北京金融资产交易所有限公司（以下简称“北金所”），于2010年5月正式运营，是中国人民银行批准的中国银行间市场交易商协会指定交易平台，是财政部指定的金融类国有资产交易平台。

北金所定位于全国性专业化金融资产交易机构，交易标的包括标准化的债券、非标准化的债券、收益权以及商业银行股权等权益类产品，是集标准化和非标准化金融资产交易业务于一体的交易机构。北金所于2017年6月推出债权融资计划，由融资人向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者，以非公开方式挂牌募集资金的债权型固定收益类产品，采用备案制发行，并在银行间债券市场开展业务。目前债权融资计划的创新形式有绿色债、扶贫债、一带一路债、京津冀债及资产支持类等，截至2017年末，北金所债权融资计划业务完成备案536笔，涉及金额5611.43亿元，挂牌项目514笔，挂牌金额2379.88亿元。

### 4. 机构间报价系统

中证机构间报价系统股份有限公司（以下简称“机构间报价系统”），于2013年2月成立，是经中国证监会批准并由中国证券业协会按照市场化原则管理的金融机构。

机构间报价系统定位于私募产品交易市场，将原先归属证券、私募等资产管理机构的各类私募产品引入统一的发行转让平台，打通私募市场发行转让业务的各环节，提升了场外私募业务的便捷性和高效性。

### 5. 上期标准仓单交易平台

上期标准仓单交易平台于2018年5月由上海期货交易所（以下简称“上期所”）设立，开展与期货交易相关的标准仓单与场外衍生品业务。

上期标准仓单交易平台定位于仓单及相关衍生品交易平台，先期依托现有期货交易、结算、交割、风险控制、仓单管理和仓储体系，以期货标准仓单交易为起步，选择有色金属期货品种为试点品种，为实体企业提供开户、交易、结算、交收、票据、风控等综合性服务。



## 6. 各类市场机构比较总结

表 1 国内典型交易市场比较

国内典型交易市场	银行间债券市场	上交所固定收益平台	北京金融资产交易所	机构间报价系统	上期标准仓单交易平台
定位	以商业银行为主的机构投资者市场	交易所债券交易的场外市场	全国性专业化金融资产交易机构	私募产品交易市场	仓单及相关衍生品交易平台
交易品种	国债、金融债券、企业债券和其他固定收益证券等	在上交所市场发行的公司债、企业资产证券化产品等固定收益类产品	标准化债券、非标准化债券、收益权以及商业银行股权等权益类产品	私募投资基金、资产管理计划、资产支持证券、私募债务融资工具等各类私募产品	铜和铝（未来将逐步推广至铅、锌、镍、锡等品种以及非标仓单交易和场外衍生品业务）
交易方式	询价	询价、竞价	询价、竞价	询价、竞价	询价
交易模式	现券买卖、质押式回购、买断式回购、债券远期和债券借贷等	现券交易、回购	转让、回购	转让、回购	转让（卖方挂牌）
主要系统	前台系统：中国人民银行债券发行系统；非金融企业债务融资工具注册信息系统；同业中心本币交易系统 后台系统：全国国债托管系统；中央结算公司中央债券簿记系统	上交所债券业务管理系统 公司债券项目信息平台 私募债信息披露系统	前台系统：非金融企业债务融资工具集中簿记建档系统；非金融机构合格投资人交易系统 基础系统：信息披露服务系统；北金所综合业务平台	前台系统：发行转让交易平台 后台系统：登记结算系统 基础系统：信息发布平台	标准仓单管理系统
主要参与者	商业银行为主的金融机构	证券公司、基金公司等	非金融机构合格投资人	商业银行、证券公司等	期货子公司、现货交易商
市场架构	前台：全国同业拆借中心、北金所 后台：中央结算公司、上海清算所（双前台、双后台）	前台：上交所固定收益平台 后台：中国证券登记结算有限公司上海分公司（一前台、一后台）	前台：全国同业拆借中心、北金所 后台：中央结算公司、上海清算所（双前台、双后台）	前台：机构间报价系统 后台：机构间报价系统、中国证券登记结算有限公司、证券公司等（一前台、多后台）	标准仓单交易的开户、交易、结算、交收等一体化服务（前后台一体化）

### （二）交易市场的架构及运营管理

#### 1. 业务架构

根据上述交易市场的研究总结，一个功能完整的交易市场应将覆盖交易前、中、后各个业务板块和环节。交易市场的核心业务包括准入管理、发行、交易等前台业务、登记托管结算等后台业务以及贯穿前后台业务的账户管理、信息披露等基础业务，而围绕核心业务产生的信息统计、交易监测等为交易市场的辅助业务。完整交易市场的



基本业务架构和流程如下。

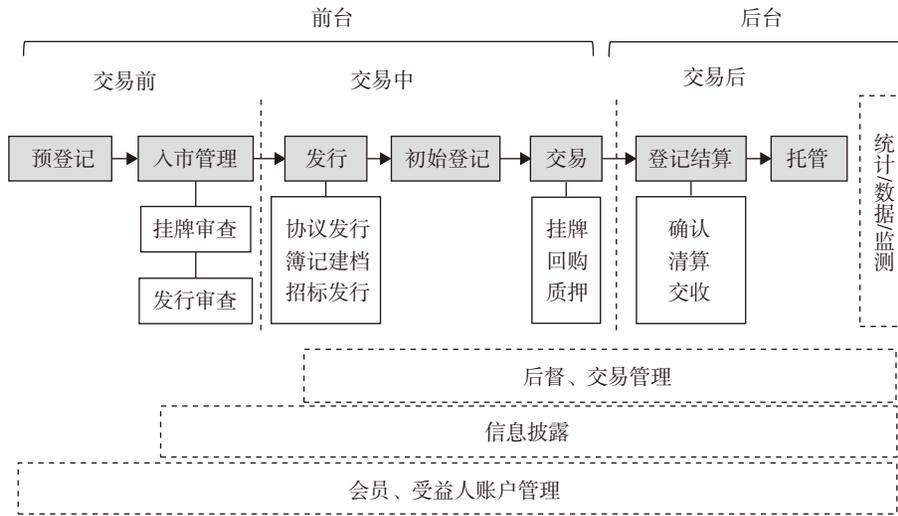


图 1 交易市场基本业务架构和流程

如图 1，一般交易市场的业务框架包括参与主体、交易标的、交易模式，即构建交市场的三项基本要素。

表 2 国内典型交易市场基本要素

国内典型交易市场基本要素	参与主体	交易标的	交易模式
银行间债券市场	银行类和非银行类金融机构、发行人企业	国债、金融债券、企业债券和其他固定收益证券	债券分销、现券买卖、质押式回购、买断式回购、债券远期和债券借贷等
上交所固定收益平台	一级交易商、普通交易商（具有自营业务资格的证券公司、基金公司和上交所认可的保险公司、财务公司、信托公司等非银行金融机构）、间接交易商（个人投资者、非金融机构）	国债、企业债、资产证券化债券等固定收益产品	现券交易、回购
北京金融资产交易所	做市商（证券公司、期货公司、基金公司、银行、私募基金等各类机构主体）、普通交易商和间接交易商（个人投资者）	标准化债券、非标准化债券、收益权以及商业银行股权等权益类产品	转让、回购
机构间报价系统	银行类和非银行类金融机构、非金融类企业	私募投资基金、资产管理计划、资产支持证券、私募债务融资工具、非公众公司股份/股权、有限合伙份额、金融衍生品等各类私募产品	转让、回购
上期标准仓单交易平台	上期所、仓单交易商、指定交割仓库、指定存管银行、信息服务机构	铜和铝（未来将逐步推广至铅、锌、镍、锡等品种以及非标仓单交易和场外衍生品业务）	转让（卖方挂牌）



参与主体是交易市场的参与人，按角色功能分类主要包括发行主体、交易主体、中介服务主体等，按参与主体类型分为金融机构、一般机构以及自然人、金融产品等，一般交易市场针对不同的参与主体进入市场参与业务的资格予以限定，通过会员管理体系设定市场准入条件、方式、程序。目前，银行间债券市场的参与主体主要为银行类和非银行类金融机构、发行人企业；上交所固收平台的交易商主要为证券公司、基金公司，北金所的参与主体主要为非金融机构合格投资人，上期标准仓单平台交易系统的参与主体主要为具有参加交易合法性资格的企业法人。

交易标的是交易市场的交易对象。不同的交易市场根据其定位和功能，每个市场有其特定的交易对象，并制定执行不同的产品准入标准。银行间债券市场的交易标的主要是非金融企业债务融资工具、信贷资产证券化产品等；上交所固收平台的交易标的为在上交所市场发行的公司债、企业资产证券化产品等；北金所和机构间报价系统的交易标的综合性更强，包括金融企业国有资产、债权资产、私募资管产品等；上期标准仓单平台交易系统的交易标的目前包括铜、铝期货标准仓单。

交易模式是参与主体在市场上进行交易的方式，目前一般市场使用较多的交易模式是协议转让、挂牌转让等现货交易，为基础交易模式；为了增加交易市场的流动性及资金融通功能，可采用回购、质押等业务模式；在产品标准化程度较高、市场交易活跃、风险可控的情况下，可适时引入远期、期权等衍生品交易。目前，银行间债券市场的交易模式较为齐全，包括现货交易、质押、回购、远期等；上交所固收平台的交易模式为现券交易、回购等；机构间报价系统对于私募产品主要采用转让和回购的交易模式；上期标准仓单平台交易系统目前采取卖方挂牌的交易模式。

## 2. 运营管理

交易市场的运营管理涉及交易前后台各个环节的制度设计和管理方式，主要包括交易市场对应的发行市场建设、证券市场份额和资金账户的设置管理、交易方式的选择和管理、交易后的登记结算制度、信息披露等。目前成熟的交易市场对于运营管理方面，均设计出大量的管理制度和办法，如交易商协会为提高产品发行审核效率推出的产品发行注册制，上交所固收平台为提高交易效率推出的交易商制度，中央结算公司、上海清算所作为银行间市场的清算结算机构，为提高结算效率设置不同类型的结算参与人制度等，在扩大了投资人范围的同时，提高了交易标的发行与流动的效率，有效拓展的交易市场的深度和广度。

交易市场业务架构明确了一个交易市场的定位和实质。在明确交易市场业务架构



的基础上，良好的市场秩序和运营管理将提升交易市场的规范性、安全性，吸引更多的投资人参与市场交易活动，从而提升整个市场的运行效率，市场的参与度与交易活跃度可促进市场的流动性发展，较高的流动性可以促进金融资产的合理定价和风险缓释，有利于提升交易市场的价格发现功能，有利于投资人利用交易市场来调整资金头寸、调整资产配置结构，提高防范和化解风险的能力，有利于交易市场更好地发挥作用。

### 3. 系统架构

信息系统是由计算机硬件、网络和通信设备、计算机软件等组成的以处理信息流为目的系统，是实现交易市场业务功能的渠道和保障。根据上述对于一般交易市场业务架构和运行管理的分析，交易市场各分类、板块对应的应用场景及主要业务功能模块如下。

表 3 系统架构应用场景及主要功能模块

分类	板块	应用场景	主要模块
核心业务	前台	发行业务	注册备案
			发行审查
			产品发行
		交易业务	产品准入
			意向报价
			成交处理
	交易管理	事后监督	
	后台	结算登记	成交确认
			交易结算
			份额登记
业务对账			
资金支付	资金收付		
核心业务	基础	产品登记	预登记、全流程登记
		份额账户管理	账户服务
		会员管理	会员准入、权限管理、会员服务
		信息披露	各类业务公示、定向信息披露
		数据服务	评级估值
		官方网站	网站
		数据中心	数据仓库
		资金财务	科目设置、收入确认
辅助业务		市场监测	风险预警
		信息统计	交易业务统计
		费用管理	费用计算



一般来说，交易市场系统架构主要包括发行系统、清结算系统、登记托管系统、资金系统等架构。其中，登记系统进行产品登记，是整个交易市场的基础，发行系统、清结算系统为交易各方提供安全、高效、便捷的产品发行通道，实现交易互联互通，资金系统纳入交易资金流。此外，公司行为管理系统为整个交易市场提供综合管理服务，担保品系统则可进行质押等交易，系统架构如图 2 所示。

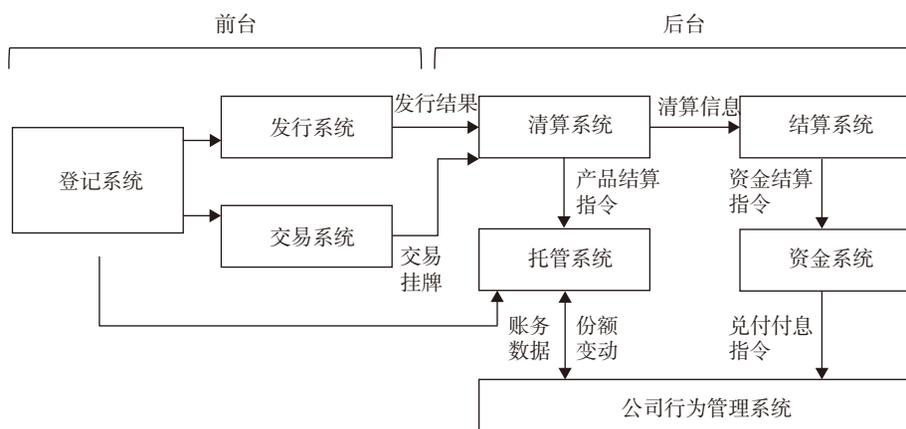


图 2 交易市场系统架构

### （三）交易市场的发展规律

通过对于典型交易市场建设发展的研究，可总结出这些市场从成立之初发展到现阶段较为成熟市场过程中具有共性的发展规律，主要体现在业务处理集中化、机构功能专业化、业务形式线上化、分类管理层次化四个方面。在中国信登信托产品交易平台建设过程中，其设计规划必须符合交易市场的发展规律，由此才能对信托产品交易业务的发展起到促进作用，应以此为基础或指导，设计出符合一般交易市场发展规律的、符合我国信托行业需求的统一交易平台。

#### 1. 业务处理集中化

我国股票市场、债券市场均经历了分散交易、分散登记至统一集中交易、集中登记的发展过程。我国的股票交易从 1986 年的股票柜台交易业务开始，最初的证券登记结算规则由各证券经营机构自主规定，逐步至发展至上海、深圳证券交易所交易，其后台结算于 2001 年 3 月统一分离至中国结算进行集中化处理操作。而我国的债券市场也经历了最初的实物券柜台市场时期，发展至在国家批准 61 个城市进行国债流通转让，1997 年 6 月，债券交易改为在全国同业拆借中心进行债券交易，这标志着银行间债券市场的形成，债券交易进入以银行间债券市场为主的时期发展至今。由此



可见，股票、债券业务处理统一化、集中化对于股票、债券市场的发展和交易业务的规范性和有效监管起到很大的促进作用。

各交易市场的发展经验证明，金融资产的集中交易流通是防范和缓释市场风险的重要解决方法。针对资产交易市场分散化引起的交易秩序混乱、交易不透明、管理运作非标准化等问题，需要从市场、制度、系统层面开展集中交易流通，规范组织交易业务、强化信息披露、提高市场透明度，提升交易市场风险监测能力和监管水平。

### 2. 机构功能专业化

产品从入市、交易到清算退出，相关的业务环节包括发行、交易、结算、信息披露等前后台业务。从上述交易市场发展的历程可以看出，在交易市场发展运行到一定阶段，前台交易机构与后台结算机构会各自分离。前台专业从事交易业务，保证交易数据准确、完整、并及时交付给后台结算机构；而后台结算机构专业从事交易后的登记、结算、托管业务，保证准确、完整、及时地在结算系统中登记所有交易数据，并准确、及时地按照事先制定的清算规则进行清分，在此基础上计算各结算参与人的交收权利和义务。

以银行间债券市场为例，银行间债券市场自 1997 年成立发展至今，其基础设施主要包括全国银行间同业拆借中心、中央结算公司和上海清算所。全国银行间同业拆借中心负责银行间债券市场的发行、交易等前台业务，中央结算公司和上海清算所负责银行间债券市场的登记、托管、结算和清算业务等后台业务，其中中央结算公司是中国人民银行指定的债券登记、托管和结算机构，上海清算所主要负责创新产品、货币市场工具等金融产品的登记托管和清算结算，2010 年北金所成立后，为非金融机构合格投资人提供交易、信息等服务。

### 3. 业务形式线上化

线上业务是指以信息网络技术为手段，以电子交易方式进行交易和相关服务的活动。目前，国内交易市场及相关机构经过一段时间的发展，已普遍通过线上电子化方式开展业务，电子密押、电子合同、远程业务、直通式处理等技术已广泛使用，帮助市场参与者有效地降低人工成本、操作风险，提高市场运行效率和辐射能力。

以交易商协会注册发行业务为例，2007 年，交易商协会对债务融资工具实施注册管理，实现了从备案核准制到注册制的重大制度转变；2012 年，交易商协会组织市场成员创建了“非金融企业债务融资工具注册信息系统”（以下简称“孔雀开屏系统”），该系统上线用于接收企业债务融资工具有关注册文件并于发行结束后 10 个



工作日对外披露。2018 年新版“孔雀开屏系统”提供债务融资工具注册发行业务全流程无纸化线上服务，所有注册文件均通过新版“孔雀开屏系统”线上提交。

#### 4. 分类管理层次化

国内主要交易市场为扩大投资人服务范围、丰富市场交易品种、满足不同类型参与者开展业务，均根据参与者、账户、交易品种等不同维度划分进行分类管理，不同的分类对应不同的业务流程、交易品种、信息披露等内容。通过分类管理形成不同的管理层次，加强管理的针对性和目标性，提升交易平台管理效率，多层次的分类结构能够满足不同市场参与者的需求，既实现交易市场的基本功能，又能够保证市场的多样性和灵活性。目前主要在发行交易和清算结算环节进行分类，开展层次化管理，主要分类维度及分类方式如下。

表 4 各机构交易分类管理方式

机构	分类维度	分类方式
交易商协会	发行人分类	分层分类注册发行管理
中央结算公司	结算参与者分类	结算成员分为甲类成员、乙类成员和丙类成员
上海清算所	清算参与者分类	清算会员分为综合清算会员、普通清算会员
	结算参与者分类	结算成员分为直接结算成员和间接结算成员
上交所固定收益平台	参与者分类	一级交易商、普通交易商和间接交易商
北金所	业务分类	针对非金融机构合格投资者的债券交易业务入市及服务指南
		针对非金融企业债务融资工具集中簿记建档和信息披露服务指南
机构间报价系统	账户分类	自营账户、名义持有账户和受托账户的账户安排服务
	参与者分类	投资类、创设类、推荐类、代理交易类、展示类

#### （四）交易平台建设的启示与借鉴

##### 1. 完善交易制度建设，确保平台业务规范性

业务发展应以制度建设为先导，制度建设是业务发展的基础保障。目前各交易市场根据市场、监管等需要，已建立以法律、法规和部门规章为基础的包括前台交易市场或后台登记结算机构出台的各种业务规则、细则、业务通知、业务指南在内的多层次制度体系。各交易市场的制度体系涵盖产品登记、发行、账户管理、信息披露等各个方面，强调了发行人、各类中介等相关主体在交易业务、信息披露、风险防控中的主体责任和义务，明确交易场所基础设施服务监管、服务市场的定位和要求，强化并规定市场机构的自律约束和违约责任，使市场主体在交易市场开展业务时有法可依、有据可循。



中国信登规划建设信托交易平台的业务制度体系，应及时出台信托产品集中发行交易管理办法作为平台发行交易业务的基础性管理制度，配套信息披露、结算托管、会员管理等制度规则，通过建立规范的制度和流程框架，明确各参与方的权责义务，为各类业务管理提供重要依据。业务制度设计应遵循业务发展的规律，兼顾前瞻性，避免制度频繁修改。在制定平台业务制度时，不能简单照抄其他市场的规则，应充分考虑行业法律基础和现有制度具体情况，充分听取包括业内机构投资者在内的社会大众意见，尤其应注意明确制度的适用范围与适用对象，以及各项制度规定的生效时间和生效条件，对所涉及的基本术语、概念给出明确、易懂的定义，确保制度体系完善，制度本身简洁明了，为业务运行提供充分支持，切实保护各方当事人的利益。

### 2. 强化信息披露制度，提升平台运行高效性

信息披露制度是发行人或相关服务主体为保障投资人利益、接受社会公众监督而依照法律规定必须将其自身的财务变化、经营状况等信息和资料向社会公开或公告，以便投资人充分了解的制度，包括发行前的披露、上市后的持续信息公开。目前国内交易市场的组织者为了维护交易秩序，保护各方参与人的合法权益，均明确了信息披露业务的流程及规范或就信息披露专门制定相关规则办法，并详细规定了信息披露种类、范围以及披露内容、披露文件要求。

中国信登信托产品交易平台规划建设过程中，应强化信息披露制度，强化信息披露义务的硬约束，可借鉴交易所市场的公开谴责制度，通过违规公示、严格处罚来提高违约成本，使信息披露义务人树立起对市场的敬畏和对投资人负责的观念。通过全面、真实、准确、及时的信息披露解决信息披露不对称问题，使投资人能更多地了解信托财产的投资运用情况或信托产品所对应的基础项目的经营情况、盈利能力、风险情况等，这是提升信托产品流动性和交易平台运行效率的关键因素。

### 3. 重视风险管理，保障平台运营安全性

交易所、银行间债券市场等作为证券交易的核心场所，其安全高效运行，对于保护投资人及广大公众的利益，促进证券市场的发展至关重要。目前，各成熟交易市场均高度重视交易中的风险管理，并已建立包括结算保证金制度、证券结算风险基金制度、对会员风险监控的基本标准、待交收制度、违约处理等在内的各种风险控制措施，来防范控制交易过程中面临的信用风险、法律风险、运营风险、流动性风险、系统风险、技术风险等各类风险。



中国信登规划建设行业统一信托产品交易平台，将聚集行业的投资人及信托产品交易业务，大量信息、资金将通过交易平台进行流转，交易平台以及相关服务的安全性、稳定性和连续性尤为重要。平台规划应重视交易平台建设的安全性及强化风险管理，建立健全平台业务风险管理办法、经营机构内部控制管理办法，提高业务人员风险意识及风险识别能力，加强投资人风险教育等。在此平台安全性得到有效保障的前提下，提升交易平台的高效性和便利性，避免因平台的风险管理问题或者系统的不稳定引起交易业务的较大波动或不良影响。

#### 4. 立足平台建设目标，注重平台规划开放性

交易平台规划建设是否具有开放性，成为了交易平台能够适应行业发展、是否能在较长时间发挥行业核心服务平台的关键问题。因此，各交易市场在立足于自身发展的同时，在业务制度设计、系统规划开发、市场主体引入等方面均具备开放性的特点，吸收借鉴国际国内同业发展的成功经验，将自身放到更广阔的背景中进行规划和发展。

目前，在信托行业面临转型发展以及资管新规实施的背景下，信托公司面临资产管理、业务拓展、客户营销能力等各方面的转型发展，信托业跨市场特征本身意味着创新和融合，整个行业的经营模式可能发生变化，因此对于行业统一交易平台的规划建设，应前瞻性地考虑交易平台未来可能担任的角色，在平台上交易的产品、参与主体、交易模式的多样性和可转换性，相应地为制度、系统建设开发预留足够的空间和延展性。同时，中国信登注册于上海自由贸易试验区，可借助区内各项政策及上海国际金融中心建设的契机，与其他市场互联互通，实施开展创新型业务，不断拓展中国信登交易平台业务的广度和深度。因此，多层次、多元化的业务发展需求，要求注重交易平台规划建设的开放性。

### 三、国内信托产品交易的现状及问题分析

第二部分对国内成熟交易场所的发展规律和管理经验进行归纳总结，但因信托产品和信托行业较其他交易市场的产品和行业特点不同，中国信登交易平台的建设应基于信托产品自身的特点和信托行业的发展现状进行研究设计。本部分将从信托产品的法律关系、交易结构、投资运用等方面分析信托产品自身特点，同时分析信托产品现有交易场所发展的现状及问题，提出相应的解决思路。



## （一）信托产品自身特点

### 1. 法律关系特殊

《信托法》对信托的概念给出了完整的定义，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。

信托法律关系包含信托委托人、信托受托人、信托受益人，信托财产即信托标的物。信托法律关系下，信托财产所有权和受益权分离，信托财产的名义所有人是作为受托人的信托公司，而实际获得信托财产的受益的是信托财产的受益人。

目前国内交易场所主要的交易标的为债券、资管产品、银行理财产品等，上述产品的法律关系为借款关系和委托关系，在此比较这三类法律关系中各当事人权利义务的区别。

表 5 各类产品主要权利义务比较

	受托人权利	受托人义务	财产管理方式
信托关系	受托人管理信托财产，有权依照信托文件的约定取得报酬。	受托人应遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。	由受托人按照信托合同约定的方式进行管理，享有广泛的权限和充分的自由，一般情况下，委托人不干预信托财产的管理。
委托关系	受托人完成委托事务的，委托人应当向其支付报酬。	受托人应当按照委托人的指示处理委托事务。	代理人权限相对狭小，仅以委托人（或被代理人）的授权为限，委托人可随时向或代理人发出指令，代理人必须执行委托人的指令。
借款关系	债务人可取得资金的所有权。（借款关系中债务人获得资金，类比受托人）	债务人应按约定的期限返还借款。	债权人无法对资金的管理运用进行决策。

从上述分析可以看出，不管是委托代理关系还是借贷关系，其法律关系相对简单，仅涉及到双方当事人。信托的当事人是多方的，包括委托人、受托人、受益人，受益人的设计或概念可以使信托财产的权利主体与利益主体相分离，使得信托具有独特的破产隔离的优势，同时，受托人根据信托合同约定管理信托财产的安排使得信托同时具备财产管理的功能。但另一方面信托特殊的法律关系、多方当事人以及个性化的管理方式，为信托产品交易增加了复杂度和难度。

### 2. 交易结构多样

信托产品，特别是融资类信托产品，由于底层资产的非标属性，以及融资方或委托人的个性化要求，使得信托产品的结构设计相对复杂、业务链条长，且非标业务多为场外、协商开展，无具体的信息披露要求和外部评级要求，导致信托产品存在交



易结构复杂和融资主体透明度低的特点。以政信业务为例，除了传统的信托贷款模式，信托公司创设了应收账款或特定资产收益权附带动购、信托计划作为有限合伙人设立产业基金、通过设立财产权信托并转让受益权募集资金等多样化灵活的交易结构。

信托产品交易结构灵活，分类多样，一方面可以满足投资人、融资人的个性化需求，但产品交易结构多样和产品标准化程度低的问题直接造成了各信托公司的信托产品差异化较大，存在明显的信息不对称，即使是信托产品的合格投资人也很难了解产品背后的详尽信息，不利于投资人把握产品的真实风险，难以对产品进行全面横向比较，导致了信托产品的流转交易难度较大。

### 3. 投资运用灵活

信托目的是委托人设立信托所要达成的意愿，而委托人设立信托的目的又是自由的，只要不违背法律的禁止性规定或者违背公共政策和社会利益，委托人可以为各种各样的目的设立信托。《信托法》《信托公司管理办法》规定信托公司可以开展各种形式的营业信托活动，并未对其投资范围和方式进行限制。

同时，在金融体制实行分业经营、分业监管的环境中，信托公司相比银行、证券等其他各类金融机构，投资范围最为广泛，投资方式最为灵活，信托财产的投资范围可以跨信贷市场、货币市场、资本市场、实业投资等领域，根据信托业协会公布的数据显示，2018年第二季度末信托公司资金信托主要投向为工商企业（29.23%）、基础产业（14.57%）、房地产（12.32%）、证券市场（债券7.69%、股票4.01%、基金1.24%）、金融机构（16.92%）以及其他（14.02%）。由此可见，信托公司充分发挥信托制度的灵活性和资产运用领域的多样性，但同时也加大了市场投资人了解信托产品实际投资范围和资产运用方式的难度。

## （二）信托产品交易现状

### 1. 第三方资产交易平台

信托产品可通过各地金融资产交易所或第三方销售机构转让。由于信托产品的非标准化特征、线下交易效率、政策限制等客观原因，各地金融资产交易所的信托产品转让平台目前的作用仅限于信息流通、帮助转让方寻找信托产品的意向受让方，交易平台能够接触到有交易需求的投资人更为有限。同时，由于信托产品的登记由各信托公司完成，信托产品无法通过第三方交易平台直接实现转让，具体转让程序仍需到信托公司进行办理，导致手续流程复杂及时间成本高，整体交易流量较小，平台流动性较低。



## 2. 信托公司自建交易平台

鉴于信托行业尚无集中流转交易平台，而信托产品存在交易转让的市场需求，诸如华宝信托、中信信托、上海信托等信托公司已经陆续搭建推出了信托公司自建的信托产品交易转让平台。主要有以下两种模式。

(1) 交易信息中介平台。在这类信托公司自主搭建平台模式中，信托公司主要是起信息发布中介及撮合平台的作用，通过财富中心或公司网站，为投资人提供产品转让信息，信托公司会协助转让人寻找受让方，提供内部转让服务，在找到合适的受让方后，双方至信托公司完成信托权益转让，信托公司办理信托合同变更手续。该模式与第三方资产交易平台存在相同的问题，交易成功概率不高。

(2) 类标准化交易平台。目前，已有部分信托公司在信托产品标准化交易方面进行了一些尝试。在平台上，信托公司通过系统开发、信托结构设计、制定报价指引、引入撮合交易等方式，提高信托产品流转效率和标准化程度。

例如，华宝信托于2013年推出了“流通宝”平台。该平台探索信托产品的分类分级、定价、流程等信托产品的标准化，提出了改善信托产品市场流动性的可行性措施和方法。在该平台上，华宝信托首先筛选具备一定标准化的类固定收益信托产品受益权。其次，华宝信托收集转让需求，同时根据产品、市场、同期理财产品收益率水平及投资人持有时间、剩余期限的情况对信托产品进行定价指导，并最终帮助客户进行合同签署、资金交割及交易实现。

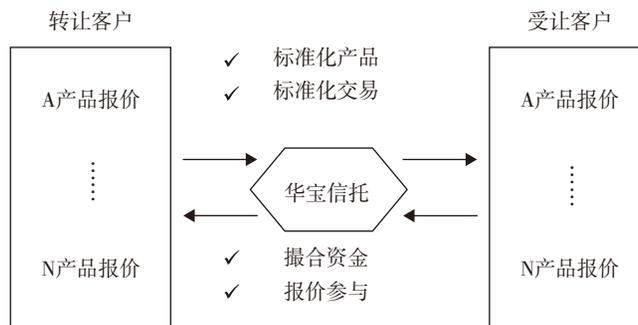


图3 信托公司自建交易平台

此外，目前信托产品除了在第三方或信托自建交易平台交易外，相当一部分信托产品通过转让方自行寻找或通过中介撮合的方式交易，达成交易后交易双方至信托公司办理交易过户手续，这类交易普遍存在业务零散、手续流程复杂、交易效率低等问题。



### （三）信托产品交易存在的问题及解决思路

#### 1. 主要问题

根据上述第三方交易平台和信托公司自建交易平台等渠道的分析，结合第二章成熟交易场所的特点和规律，可归纳出目前国内信托产品交易或信托行业的交易市场存在以下问题。

（1）交易平台分散孤立。与股票、债券相比，信托行业尚无统一交易流转市场，分散化交易极大地阻碍了信托交易业务的发展，尽管一些第三方资产交易平台和信托公司已建立了信托产品转让机制和平台，但是一方面参与人数量较少，另一方面，由于缺乏统一的后台结算运营平台及运营操作细则，各家公司的交易结算方式不同、运营效率参差不齐，平台服务功能尚不完善，整体成交量和平台效率受限，未真正形成价格发现机制，亦无法形成交易的规模效应，市场难以发挥应有的流通作用。

（2）交易标的标准化程度低。如信托产品的特点所述，与股票、债券市场交易标的的标准化程度不同，信托产品具有产品分类多样、交易结构复杂、投资范围广泛的特点，信托本身及交易流转难以做到标准化，也欠缺相关的操作指引规则，因此市场规模及流动效率受到制约。

同时，高效的交易流转以及公允价值发现的重要基础在于信息披露的及时、完整、准确、真实，目前《信托公司管理办法》、集合资金管理办法等政策规则中均对信托公司、信托产品的信息披露进行了相关规定，但实际操作中，各信托公司在信息披露上主动程度不一，不少公司在信息披露方面流程化、形式化、随意性较强，尤其是在对于项目期间管理的信息披露上，普遍缺乏实质性的内容。

（3）制度建设存在不足。目前，信托产品的流通转让制度尚处于空白，虽然规范信托的法律法规较多，但信托流转领域的监管条例却非常少，《信托法》中的条款从原则上确定了信托受益权是可以转让的权利，但是对于具体的流转方式方法、平台公示等操作细节等没有更多的规定。

目前投资人参与信托产品流转还是通过信托公司自建平台或第三方交易平台，各信托公司主要按照自身的流程标准进行业务操作，对于投资人而言，需按照不同的流程开展业务，再加上所需手续烦琐，耗费成本较高，因而信托产品的交易流转很难得到广大市场投资人的关注和认可。

（4）监管政策制约。目前由于信托产品的私募属性，部分监管规则从投资门槛、交易规则、营销宣传等方面进行了限制，一定程度上制约了信托产品的交易流转。



在交易规则方面，集合资金管理办法规定，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，限制自然人作为受让人的信托产品交易。

在营销宣传方面，集合资金管理办法规定，信托公司推介信托计划时，不得进行公开营销宣传，也不得委托非金融机构进行推介，信托产品需通过私募方式进行营销，信托产品的受众范围变小，市场了解信托产品的渠道也较为单一。同时，监管要求信托公司在信托产品推介中严格执行“面签”制度，与投资者当面签署合同及相关信托文件，并对信托计划推介过程中的风险提示、信息披露及信托文件签署等关键环节进行录音录像，在执行层面使得信托投资的手续和流程更为复杂，对信托公司的客户营销、运营、系统提出了更高的要求 and 标准。

### 2. 解决思路

根据上述信托产品交易流转现状及问题的分析，借鉴成熟交易场所的建设经验和管理方式，提出解决行业交易市场及信托产品流动性问题的主要思路。

(1) 建立行业专属平台。如上所述，信托产品流动性低以及缺少规范高效的集中交易平台一定程度上制约了信托行业的转型发展，在金融监管环境趋紧及资管新规出台的背景下，产品缺乏流动性带来的问题将日益严重。如果不尽快打通信托产品的交易流通环节，建立信托产品专属的交易平台，形成发行、交易市场的良性互动，信托行业就难以实现持续健康的发展。

信托行业专属交易平台需充分考虑信托产品的特性、行业基础配套设施现状以及行业宏观环境的发展需要，将信托行业的发行交易、结算托管、信息披露等环节集中到一个平台，体现业务的集聚规模和范围效应，形成专属信托行业的，适合信托产品特性和投资人要求的特定信托产品交易平台。

(2) 推动信托产品标准化。信托产品分类长期缺乏统一标准，各家公司信托产品交易结构、投资运用、合同差异较大，信息披露尺度不一，且缺乏独立客观的评估机构参与，信息不透明增加了投资人受让信托产品的难度。要解决信托产品流动性问题，需在行业层面推动信托产品的标准化建设，将部分符合条件的信托产品进行标准化处理，遵循统一的标准，可以面向更为广泛的合格投资人推介信托产品，并提供流动性安排。

信托产品标准化应考虑信托产品的多样性、灵活性，对信托产品的分类类型、交易结构、投资范围、登记托管方式等要素、业务流程，设置一定的准入条件，对在交



易平台上发行交易的产品进行筛选，从信托产品的发行环节开始到后续的登记托管、交易流转安排、信息披露等各个环节制定标准化规则予以规范，帮助投资人等平台参与者能够更好地了解信托产品的全貌和风险特征，及时做出投资交易的决策。

(3) 完善行业制度建设。制度建设是业务发展的先导和基础保障。在规划建设交易平台的过程中，应重点建立和完善交易等方面制度规则，及时出台信托产品集中发行交易管理办法以及其他各个环节的规则或管理办法。集中发行交易管理办法规定了信托产品发行交易管理的原则、机制和程序，是中国信登发行交易平台的基础性管理制度，确保信托产品的发行交易有法可依，有章可循。在行业基础配套制度方面，应制定信息披露、受益权账户、登记托管、平台会员管理等制度规则，不仅有利于交易平台的建设发展，也有利于信托行业的本身的规范发展。

鉴于信托产品交易平台已经对信托产品进行了标准化改造，并提出了严格的信息披露要求，在信托交易流转市场建设发展到一定程度的情况下，可建议修改集合资金管理办法中关于信托受益权转让限制的条款，允许合格自然人与合格机构投资人之间进行信托产品的自由转让，拆分后的信托受益权可以向自然人转让，适当放松对合格自然人人数的限制。在大资管行业背景下，可研究放开信托产品非公开营销和募集的监管规定，进一步提升行业的竞争力。

(4) 加强监管协调联动。中国信登作为行业基础服务平台，应及时向监管部门反映行业的需求、动态以及涉及信托业改革和发展的的问题，建立与有关部门的沟通机制，提出有关信托产品交易政策、规划等方面的方案与建议，做好相关调研及论证工作，积极争取有利于中国信登信托产品交易平台发展的政策环境，持续推动信托产品发行交易相关的政策及配套制度的建立与完善。

同时，中国信登可通过中国信托业协会的联动，听取征求行业意见和呼声，共同实行业会员管理，组织会员签订信托产品交易相关的自律管理约定，共同建立自律管理规则的执行情况检查和披露制度，推动实施并监督会员执行行业标准和业务规范，提高行业服务水平。此外，双方应发挥行业整体宣传功能，协调、组织信托交易创新业务、新政策的培训和咨询活动，积极开展中国信登信托产品交易平台的推广和宣传活动。

(5) 应用信息技术手段。现阶段各家信托公司开展信托产品交易过程中，签约等环节仍需线下通过现场手工操作的方式完成，需要投资人至信托公司办理业务，导致整体业务的流程、手续复杂，耗时较长。



目前 PC 端和移动端的双录和电子签约等技术的实际应用已较为成熟，各成熟交易市场已有不少成功应用的案例。未来，如果相关制度等配套措施得到完善，在合规性和数据安全性得到保证的前提下，通过信息技术网络渠道拓展将线下业务转移至线上，为客户提供更加方便便捷的互联网金融服务，可以有效促进信托产品交易流转和交易平台的流动性。

### 四、中国信登信托产品交易平台业务架构规划

第二部分阐述了国内成熟的交易市场或机构的发展规律和建设经验，成熟的交易市场应具备规范性、高效性和安全性等特点。综合来看，在当前国内的交易市场格局中，并没有较成熟专属信托产品的交易平台，但其他交易市场以及现有的信托产品交易流转探索值得中国信登借鉴和学习。中国信登规划建设信托产品交易平台，应借鉴成熟市场的建设经验和理念，使得中国信登信托产品交易平台具有权威专属的影响力、行业内较强的资源聚集能力和完整规范的交易流程。根据建设安全、规范、高效的统一信托产品交易平台的目标，本部分将研究规划中国信登信托产品交易平台的参与主体、交易标的、交易模式，即构建交易市场的三项基本要素，形成中国信登信托产品交易平台的业务框架，并进一步探讨具体的实施路径。

#### （一）参与主体

一般而言，完整的市场参与主体应包括发行主体、交易主体和中介机构等。建立市场主体的准入规则不仅是产品流转的前提，也是促进交易平台活跃程度、履行事前监督职能的重要手段。

##### 1. 会员制管理

根据第二章所述，目前国内典型的交易市场，如银行间债券市场、沪深交易所等，在市场参与主体准入规则方面均采用会员制管理。在交易平台建设规划中，为更好地实行管理和监管职能，使市场各参与主体各司其职，交易平台可借鉴银行间债券市场建立会员制管理制度。在会员的构成方面，应纳入信托公司、商业银行等金融机构和机构投资者，并根据机构自身的职能对会员构成细分。在会员的职能方面，可将交易主体、发行主体和中介主体等市场参与主体纳入平台管理，明确各市场参与者的职能，并由信托公司、商业银行等开始逐步发展为范围更广泛的投资群体，逐渐吸纳更多受众群体，完善会员储备。在会员的评级管理方面，鉴于《信托公司监管评级和分类监



管指引》提到对信托公司的监管评级不能用于商业目的的情况，交易平台可参考交易商协会实行会员分级管理，对各参与主体和市场上各交易标的进行分级，具体可表现为从各参与主体业务能力、公司资质、风险承担能力、市场评价，到各交易标的创新程度、风险评判等方面设置准入，逐渐建立并完善会员评级体系。

## 2. 交易主体

目前，信托产品交易转让尚未形成专门的管理办法，现行的“一法三规”和“资管新规”中对合格投资人有原则性条款的约束，所以无论是交易平台建设的初期还是后期阶段，原则上符合合格投资人定义的投资人都可纳入交易主体范围。

但在实际操作中，如第三章所述，自然人作为交易主体时存在很多限制和困难。交易平台在建设初期，交易主体应以信托公司、商业银行等法人机构为主。后续可以引入代理个人客户的中介机构，比如信托公司、银行，代理自然人客户报价结算等，实现更高效、更公平的交易机制。

同时，交易平台需解决合格投资人的管理问题。目前集合资金管理办法、资管新规均对合格投资人进行定义，在未出台新的政策法规前，交易平台应以资管新规的规定判定合格投资人，具体体现在交易权限准入规则中，比如，根据不同类型的交易主体会员设置相应的准入标准，具体的准入标准可以从其他政策条款的障碍、交易产品的类型等方面考虑。

## 3. 发行主体

目前，信托产品的发行人主要是信托公司，交易平台的发行主体可包括满足监管机构批准设立的信托公司或是信托受益权的持有人（受益人）。

以受益人为发行主体的主要为资产证券化产品，目前市场上资产证券化产品的标准化程度较高，因此中国信登平台发行该产品应制定统一的准入、交易、信息披露等标准。而受益人作为发行主体时，交易平台可设置委托代理方或承销机构，并建立名单制管理，由受益人委托更具有专业能力的信托公司或机构代理发行流转。

信托公司作为交易平台的发行主体，交易平台应参考交易商协会对发行人的管理，对发行主体进行分级管理，设置相应的准入标准，带动发行主体的积极性。交易平台可以将标准化产品的准入设置为具有较高会员资质、等级评价或较高自主开发能力的信托公司。按照信托公司的产品设计能力、产品经营管理能力、产品的风险措施等因素，对发行主体进行分级，并纳入会员制管理体系，使得创新能力更高、产品管理能力更好的信托公司享受更多的注册发行便利。



### 4. 中介主体

参考银行间债券市场、上交所等交易市场，交易平台的中介主体包括出具尽职调查报告的律师事务所、对各交易主体进行审计的会计师事务所、对资产进行估值的资产评估机构、能促进市场活跃度的承销机构/代销机构、提供咨询服务的咨询机构、对信托公司和产品进行评级的评级机构等常规性的中介机构。

#### (二) 交易标的

中国信登交易平台建设的目标之一是推动信托产品创新，助力信托公司转型发展，交易平台推动产品创新的同时，须兼顾盘活存量资产，因此交易平台的交易标的包括在中国信登平台发行的产品和存量的非中国信登平台发行的信托产品。

##### 1. 交易标的基本界定

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享有信托财产在管理、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，受益人可享受的信托财产本身利益的权利。投资人购买信托产品获取信托受益权，信托产品转让的本质是信托受益权转让。

##### 2. 交易标的的选择

(1) 非标准化信托产品受益权。目前，信托受益权转让不存在法律上的障碍，本次课题以信托受益权为信托产品交易平台的交易标的进行研究。目前按照信托财产的不同，信托受益权主要分为资金信托受益权、财产（权）信托受益权，但信托产品本身存在非标准化的特点，目前，市场上没有形成更为标准的细化业务分类。根据《信托法》和集合信托管理办法，集合资金信托计划在投资人管理、产品要素、产品推介、信息披露等方面有相对规范完善的政策制度予以管理，产品规范化、标准化程度相对较高，产品更具流通性，从市场投资人接受度和交易平台管理效率考虑，交易平台应将集合资金信托计划受益权流转纳入交易标的范围，并根据信托产品特点属性进行分级管理。同时，对于参与方就交易条件协商一致的单一资金信托受益权，也可通过交易平台进行交易转让。

但值得注意的是，集合资金信托计划中固定收益类信托产品较容易进行估值定价，而权益类、商品及金融衍生品类和混合类信托产品，主要为投资增值类资产，估值难度较大。因此交易标的应重点选择固定收益类、交易结构清晰、交易对手明确、产品期限合理、资产运用符合国家宏观产业政策方向的集合资金信托计划受益权。

(2) 标准化信托产品受益权。借鉴国内其他交易市场的交易标的，对于金融资



产而言，标准化产品是指具有统一市场准入规则、统一登记、信息披露充分、流动性机制完善（如可在银行间市场交易等）、且有公允价值的，受相关金融监管部门或机构监管的金融资产。

标准化信托产品受益权是交易平台流转的重点，现阶段信托产品的信托受益权多为各信托公司自行流转，在产品准入、登记、流动性安排、信息披露方面无统一的规则和安排，不属于标准化资产的范畴。目前，信托行业对于标准化产品、非标转标的需求较为迫切，因此在交易平台建设之初即规划信托业标准化产品交易平台，为标准化信托产品提供发行交易场所。

一是针对现有模式的信托产品进行标准化改造，实现标准化产品信托受益权的流转。目前信托公司参与较多的标准化业务为资产证券化产品，但现阶段信托公司参与资产证券化业务仍处于劣势，信托公司不能直接参与交易所企业资产证券化业务，多数间接参与的信托公司更多承担通道 SPV 的角色。在交易平台建设规划过程中，应充分利用信托产品本身具有可以实现信托资产的隔离以及运用方式更为灵活的制度优势，通过中国信登平台统一产品准入、流转交易、登记结算、信息披露等核心环节的业务规则和流程，在中国信登平台发行交易由信托公司主导的资产证券化产品，发展具有平台特色的信托受益权资产证券化产品。信托公司通过行业专属平台开展业务，不仅可以利用平台发行交易的集中效应和便利性，还可以提升自身在尽职调查、管理基础资产、交易结构设计方面的能力。

二是针对信托业务模式进行标准化创新，如借鉴银行间债券市场非金融企业债券融资工具，发展债权型信托直接融资工具。根据银监办发〔2014〕99号文提到的债权型信托直接融资工具，旨在推动信托业务的转型。改造集合资金信托计划，将信托贷款业务模式从非标准债权类产品转变为监管认可的标准债权资产，实现由非标到标准化资产的转变。这种创新模式对现有监管体系下信托产品的标准化改造，需监管部门出台相关业务政策或管理办法予以认定和规范。

同时，资管新规对标准化债权资产概念进行了重新定义：标准化债权类资产是指在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的具有等分化，可交易；信息披露充分；集中登记，独立托管；公允定价，流动性机制完善的债权性资产。其他债权类资产均为非标准化债权类资产。中国信登是国务院同意设立的机构，具有信托产品发行交易等经营范围，在此基础上，在现阶段中国信登交易平台应积极通过信托产品的标准化改造，建立完善的信息披露、集中登记和独立托管体系保障投



投资者利益，构建具有流动性的活跃市场，使得信托产品交易获得公允定价，将标准化信托产品纳入标准化债权资产的范畴，将中国信登认定为标准化债权资产发行及交易平台。

(3) 公募信托产品受益权。资管新规明确资管产品按照募集方式的不同，分为公募产品和私募产品。在募集方式方面，公募产品面向不特定社会公众公开发行，而私募产品以特定投资者为主体，且方式是非公开的。公募产品的投资者门槛相较私募产品大幅度降低有助拓广资金客户面，全面打开资金来源。同时，资管新规对于公募产品的投资范围、信息披露、杠杆率等内容提出了明确的要求。

在信息披露方面，对公募产品具有更高的要求，对公募产品，金融机构应当建立严格的信息披露管理制度，明确定期报告、临时报告、重大事项公告、投资风险披露要求以及具体内容、格式。在本机构官方网站或者通过投资者便于获取的方式披露产品净值或者投资收益情况，并定期披露其他重要信息：开放式产品按照开放频率披露，封闭式产品至少每周披露一次。私募产品的信息披露要求相对较低，对于私募产品，其信息披露方式、内容、频率由产品合同约定，但金融机构应当至少每季度向投资者披露产品净值和其他重要信息。

在投资范围方面，对公募产品的投资类型匹配、投资比例及品种等方面都有相对严格的限制，资管新规中规定，“公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票，除法律法规和金融管理部门另有规定外，不得投资未上市企业股权。公募产品可以投资商品及金融衍生品，但应当符合法律法规以及金融管理部门的相关规定”。而私募产品则相对宽松，“私募产品的投资范围由合同约定，可以投资债权类资产、上市或挂牌交易的股票、未上市企业股权（含债转股）和受（收）益权以及符合法律法规规定的其他资产，并严格遵守投资者适当性管理要求。鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股”。

现行的信托监管制度尚未对信托公司发行公募信托产品提供制度支持，《信托公司集合资金信托计划管理办法》对集合资金信托计划的监管无论是在合格投资者限定、销售方式或信息披露上，均采用了对私募产品的监管思路。但就信托的法律关系和国际实践而言，并不是天然就是私募属性。资管新规出台后，对私募产品的管理愈加严格，明确的份额限制在一定程度上限制了信托公司通过设计相对标准化、低风险和高透明度的产品并服务更广大投资者的能力。且相对与其他资管机构而言，由于并没有受到仅发行私募产品的限制，也会使得信托公司处于不利的竞争地位。因此，信



托公司发行公募信托产品既是市场的需求也是行业发展的需要，更是未来信托产品创新的重要领域。

当然，开展信托公募产品的发行交易，不仅需要信托公司提升自身的投资管理、客户营销等方面的能力，也需要良好的行业基础。中国信登作为行业信息披露、集中发行交易平台，在建立标准化信托产品发行交易平台的基础上，可通过不断规范产品披露、募集管理等，为公募信托产品提供信息披露渠道，同时也是投资人进行信托公募产品发行交易的集中平台。

### （三）交易模式

借鉴银行间债券市场、上交所固收平台和其他金融产品的市场交易机制，中国信登交易平台模式按照交易双方协商交易机制的不同，采用的交易模式分为协议转让、挂牌转让和回购交易。

#### 1. 协议转让

协议转让是指转让方自行寻找受让方，交易双方在线下达成一致交易价格后，以签订转让协议的方式形成法律关系，并通过交易平台达成交易和信托产品的变更。当前新三板交易市场挂牌股票买卖、交易所市场资产管理计划份额转让均采取协议转让的形式。协议转让包括委托、成交申报、成交匹配及信息公布等环节，最终的信息公布包括行情信息（收盘价、成交价、累计成交数等）和成交信息（代码、简称、价格、数量等）。

如第三章所述，目前市场上信托产品转让撮合效率较低，且交易手续复杂，但是这种方式可以使得交易双方线下协商得到各自相对满意的转让价格，适于标准化程度低且风险相对较高、信息披露程度较低和评级较低（或无评级）的信托产品。中国信登通过建立行业统一交易平台，将交易产品信息、投资人集中到一个平台，产生集聚规模和范围效应，同时规范交易报价等各流程和交易文本，将线下签约等业务转移至线上完成，减少因业务操作或流程差异引起的交易风险。

信托产品的交易规模一般较大，具体交易将涉及交易双方协商、尽调等环节，协议转让是金融资产基础且常用交易模式，适合各种类型特点的产品，因此交易平台可协议转让的模式开展各类信托产品的交易流转。

#### 2. 挂牌转让

挂牌转让具体指转让人在交易平台充分披露转让受益权的信息，包括数量、最低价格等，形成要约邀请，并设置一定的挂牌期限，交易平台公开征集意向受让方，



意向受让方在挂牌期限内进行要约，要约的价格以挂牌期满时的价格为准，最终交易双方通过摘挂牌达成交易。现货交易、土地出让等是挂牌交易的典型案例，一般来说，挂牌转让包括提交申请、审核及发布信息、交易协商、提交受让意向、成交确认、转让结算及反馈信息等环节，图 4 是挂牌转让的交易流程。

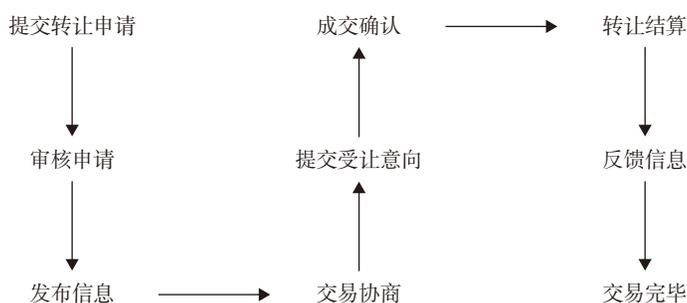


图 4 挂牌转让流程

挂牌转让的交易达成是基于市场上形成投资人的报价竞争机制，更多的投资人进行报价要约，市场上才能形成相对合理公平的价格，降低交易成本，这种方式需要有一定数量的投资人基础才能活跃市场。挂牌转让成交的前提是充分的产品信息披露，解决信息不对称的问题，投资人只有详细了解了产品的情况才能基于产品的风险程度和投资价值给出价格判断。在成熟的市场体系中，由于标准化产品具备良好的流动性和信息披露机制，挂牌转让多用于标准化程度相对较高的产品。

在交易平台建设初期，通过建立挂牌转让机制开展标准化信托产品的交易，实现中国信登平台的交易功能；在交易平台建设的第二阶段，针对集合资金信托计划等标准化程度较高的信托产品通过挂牌转让的方式进行集中交易流转，扩大市场投资人的范围，促进交易业务撮合的成功率，提升行业的整体流动性。

### 3. 回购交易

回购交易具有短期融资的属性，从运作方式看，它结合了现货交易和远期交易的特点，在债券交易中，回购交易是质押融资的一种方式，是指回购双方自主协商约定，由资金融入方将债券质押给资金融出方融入资金，并在未来返还资金和支付回购利息，同时解除债券质押登记的交易。

信托产品的产品本身可以设计成回购交易，即转让双方通过合同约定信托产品转让和回购价格、时间，通过交易平台形成有约束力的约定，或者也同时引入基础资产的第三方回购人。回购与质押的区别在于受益权的权属是否发生真正转移。交易



平台可以将这种新型的信托产品流转交易模式作为增加交易平台市场流动性的一种辅助性交易工具。

上述三种交易模式中，根据信托产品份额登记的不同情况，中国信登承担不同的角色。如信托公司登记产品份额信息，中国信登主要承担信息发布和交易组织的角色；如中国信登登记产品份额信息，中国信登不仅为信息发布、交易组织的角色，同时也是份额登记、清算结算机构，功能作用更为综合全面。

#### （四）实施路径

中国信登交易平台将按照“先易后难、稳步推进”的原则，建设规划将分为两个阶段。

第一阶段以发行标准化信托产品为重点，实现平台的发行功能，同时建立标准化信托产品发行市场和交易市场，形成发行和交易市场的联动。具体可以从中国信登信托登记最基本的三个功能开展交易平台的建设，一是在具备产品登记职能和受益权账户体系的基础上，规划建立中国信登份额登记、资金账户体系，通过建立中国信登专家库和专家评审制度，制定中国信登标准化信托产品发行准入规则；二是制定中国信登标准化产品的发行交易制度，出台信托产品集中发行交易管理办法，完成发行、交易系统及其他配套系统的开发建设，将平台参与主体范围限定为信托公司、商业银行等金融机构，实现中国信登平台标准化信托产品的发行和交易功能，通过中国信登平台发行产品，将从产品准入、登记、交易流转、信息披露等多个方面推动信托行业的标准化进程，为信托公司实现非标转标提供渠道；三是制定中国信登信息披露、合格投资人管理等行业基础配套体系，开发相关业务系统，通过综合办事平台、官网等渠道，满足投资人对于产品信息的需求，规范信托信息披露行为，服务行业高效监管，有效发挥平台渠道功能。

第二阶段，随着信托行业规范化发展，在交易平台各项制度完备建立、发行交易功能日渐成熟、各市场交易主体活跃交易的基础上，交易平台将逐渐完善交易、登记结算、托管等功能，构建更具有流动性的交易平台。一方面，通过引入代理人等会员机构代理一般机构或自然人参与平台业务，有效扩大市场参与主体范围，完善平台参与主体结构；同时，通过开展做市业务、回购业务等提升交易平台的流动性以及价格发现、短期融资功能；另一方面，建立专属信托产品的交易流转市场，充分发挥交易平台的集中推介撮合作用，规范信托行业交易业务，实现非标信托产的流转、结算、信息披露功能。



综上所述，中国信登交易平台未来是既具有高标准的场内交易市场（标准化产品交易市场），又具有一般标准的场外交易市场（非标产品交易市场）的多层次综合性交易市场。

下一步，中国信登将以建设发行标准化信托产品一级市场为首要目标，积极推动信托受益权账户系统建设，持续完善受益权账户系统功能，做好系统运营及对代理开户机构管理等各项工作的基础上，研究制定标准化信托产品的设立标准和发行规则，建立并完善账户体系、资金监管体系、发行审核体系以及信息披露体系，组织并建立专家库和专家评审制度，为标准化产品提供发行、登记结算等基础服务。

## 五、中国信登信托产品交易平台运营管理规划

交易平台的运营管理涉及交易前后台各个环节的制度设计和管理方式，将影响市场投资人参与度和交易活跃度，对整个平台的流动性、交易效率和平台作用的发挥起到至关重要的作用。本部分将结合信托行业的实际情况，在明确中国信登信托产品交易平台业务框架的基础上，以提升交易平台运营的高效性和安全性为目标，研究分析合适信托行业及信托产品的发行、交易、结算模式，从提高交易平台的运营管理水平的角度出发，选择合适中国信登信托产品交易平台的模式，最大限度发挥中国信登信托产品交易平台的服务效能。

### （一）发行业务

发行业务是指发行人在中国信登平台向合格投资人推介信托产品，通过发售信托产品（信托受益权份额）筹集资金的过程。发行业务涉及不同的发行审核制度和发行方式的比较选择，其中发行审核制度主要包括注册制、核准制，发行方式主要包括簿记建档发行、招标发行和协议发行三种。

#### 1. 发行审核制度

表 6 发行审核制度

发行审核制度	提交材料	审查方式	特点	适用情形
注册制	注册材料	形式审查	强调非实质判断原则、参与人充分披露信息、中介机构尽职履责、投资者风险自担。审核程序简便、发行流程快、发行成本低。	机构投资者为主，市场化程度较高的市场。
核准制	发行文件	实质审查	产品有投资保障、有利于防止不良产品进入市场。审核要求严、发行流程较长。	发行范围广泛、自然人参与较多的金融产品。



注册制是发行人向受理机构提交注册材料，受理机构按相关要求对其进行形式审查并通过注册会议决定是否予以注册。注册制强调非实质判断原则、参与人充分披露信息、中介机构尽职履责、投资者风险自担。注册制的核心是信息披露，通过规范发行阶段的信息披露行为，减少发行主体和投资人之间的信息不对称程度，不断强化信息披露保障投资者的信息知情权，投资者获取充分信息后作出投资判断，投资者的收益与风险完全取决于投资者自身的价值判断、风险偏好与承担能力，投资者自主投资、自担风险。注册制具有审核程序简便、发行流程快、发行成本低的特点，是市场化程度较高的审核制度。

核准制与注册制相对应，发行人向受理机构提交发行文件，受理机构对发行人进行实质管理，要求其公开真实情况并符合发行上市的实质性条件，并对其提交的文件的全面性、准确性、真实性和及时性进行审查。核准制的优点在于获准发行的产品较有投资保障、有利于防止不良产品进入市场，一般审核要求严，发行流程较长，通常用于发行范围广泛，自然人参与较多的金融产品。

## 2. 发行方式

表 7 发行方式

发行方式	定义	特点	适用情形
簿记建档发行	发行人和主承销商协商确定利率或价格区间，簿记建档人记录投资人认购数量和债券利率或价格水平意向，配售发行	操作较为灵活	各类产品
招标发行	发行人确定招标方式、中标方式等发行条件，在市场上公开竞标，承销团成员按中标额度承销债券	发行时间较短，成本较低	发行规模大、参与人数多、标准化程度产品
协议发行	发行人与投资人协商决定产品收益率、价格、期限、付息方式、投资数量和缴款日期等发行条件，并与投资人签署认购协议	发行时间通常较长，发行成本较高	发行规模小、标准化程度低、定制化产品

簿记建档发行指发行人和主承销商协商确定利率或价格区间后，由簿记建档人（一般由主承销商担任）记录投资人认购数量和债券利率或价格水平意向，投资人自行决定在不同利率档次下的申购定单，最终由簿记管理人将定单汇集后按约定的定价和配售方式确定最终发行利率和价格，进行配售发行。簿记建档发行通常耗时较长，操作较为灵活。一般而言，簿记建档发行较多运用在发行规模较小、参与人数较少的场景下，例如信用债发行上，投资人需要通过充分的路演和推介来增加对信用债的接受度。



招标发行是由发行人确定招标方式、中标方式等发行条件，在市场上公开竞标，承销团成员按中标额度承销债券。相较于前文所述的簿记建档发行，招标发行适用于发行规模大、参与人数多的场景。由于招标发行在规定时间内完成投标，发行时间较短，成本较低。

协议发行指发行人与投资人之间通过协商约定发行价格的方式，即发行人根据市场的需求，与投资人协商决定产品收益率、价格、期限、付息方式、投资数量和缴款日期等发行条件、认购费用和投资人义务并与投资人义务签署认购协议。协议定向发行适用于发行规模小、标准化程度低的场景，由于发行人与投资人需要协商确定价格，发行时间通常较长，发行成本较高。

### 3. 发行业务规划

根据以上对发行审核制度和发行方式的分析，可以发现不同制度和方式各具特点，适用发行对象、场景、效率、规模不尽相同。

目前，信托产品具有私募性质，发行规模相较于股票和利率债而言，整体规模小，参与人数有限，且信托产品标准化程度低，投资人需要进行充分的尽调增加对信托项目的接受程度，对于信托产品的发行的效率和灵活性要求较高。

发行审核制度方面，针对信托产品结构灵活、发行规模小，发行范围有限的特点，中国信登信托产品发行可采用注册制的发行审核制度。信托公司向中国信登提交注册材料，由中国信登对注册材料进行形式审查并组织注册评审会议，对于注册材料，重点为发行条款、项目的主要风险、交易结构、交易对手的经营和财务状况、项目风险缓释措施等方面信息披露的完备性、合规性发表专业意见，注册评审会议决定接受注册的信托产品将在发行平台上进行发行。注册制审核效率高，对信托产品响应市场需求、及时推出创新性产品更为有利。

发行方式方面，中国信登可采用簿记建档发行、招标发行和协议发行的发行方式，但需根据发行产品的规模、标准化程度、风险等级等进行分类管理，以确定相应的发行方式。

表 8 发行业务规划

发行方式	适用信托产品类型
簿记建档发行	标准化程度较低、交易结构复杂、需花费较长时间路演和推介的信托产品
招标发行	标准化程度较高、交易结构简单、底层资产信息披露程度高的信托产品
协议发行	发行规模小、定制化程度较高、交易结构复杂的信托产品



## （二）交易方式

交易业务是信托受益人通过中国信登信托产品交易平台向合格投资人转让其持有的信托产品的行为。根据交易价格形成方式的不同，交易方式包括报价驱动和指令驱动。

### 1. 价格形成机制

交易业务是信托受益人通过中国信登信托产品交易平台向合格投资人转让其持有的信托产品的行为。根据交易价格形成方式的不同，交易方式包括报价驱动和指令驱动。

表9 价格形成机制

交易方式	含义		特点
报价驱动	询价交易	交易双方自行协商确定价格及其他要素，最终达成交易	市场以机构投资者为主，产品个性化程度、灵活性较强，单笔交易规模大，交易频率低
	做市商制度	由做市机构分别与实际交易双方进行交易	为询价交易提供流动性，活跃市场，节约时间和成本
指令驱动	价格由买方和卖方指令共同驱动，交易市场以买卖双方价格为基准进行撮合；根据竞价方式不同，分为集合竞价和连续竞价		市场参与人众多，标的标准化程度高，市场活跃度高，适合大型交易场所

询价交易是指交易双方自行协商确定交易价格以及其他交易要素，最终达成交易，即表达交易意向的报价经交易系统直接传递至交易对手，在此过程中，系统不对指令进行匹配，该方式能够适应灵活而多样化的产品流通与交易模式。报价驱动的市场通常以机构投资者为主，产品个性化程度、灵活性较强，单笔交易规模大，交易频率低。

做市商制度是与询价交易相配套的交易制度。做市商制度是由符合一定要求的金融机构，分别与实际交易双方进行交易，做市商根据市场行情和供求关系对外进行双边报价，即以一定的价格买入标的、以一定的价格卖出标的。做市商将询价交易市场分为两个相对分离的市场，在买入和卖出的过程中，用自己的资金连接交易双方，起到“做市”的作用。做市商制度为询价交易提供了流动性，活跃了市场，节约了询价的时间和成本。在交易市场中，成为做市商需要符合一定资质，市场交易参与人需要达到一定的注册资本/净资本要求，在交易市场表现活跃且具备一定的做市经验和能力，具备完善的内部管理制度、操作规程和内部风险控制机制、激励考核机制，具有较强的市场研究和分析能力，相关部门配备专门做市业务人员，岗位设置合理、



职责明确。做市商在交易市场开展做市业务，应当确定做市的产品种类并明确做市方式，包括双边报价、回应询价等方式。做市商提交做市申请单，设置产品做市参数，经交易系统确认后发布，开展双边报价做市业务的，做市商应当对做市产品进行连续双边报价，投资者和做市商在撮合系统中按价格优先、时间优先原则完成交易撮合，最终实现交易。

指令驱动是指交易价格由买方指令和卖方指令共同驱动，交易市场以买卖双向价格为基准进行撮合。目前，我国沪深两大证券交易所采用指令驱动的方式进行交易。根据竞价方式的不同，指令驱动又可分为集合竞价和连续竞价。指令驱动市场通常参与人众多，标的标准化程度高，市场活跃度高，适合大型交易场所。

### 2. 交易方式规划

信托产品交易具有交易频率低、单笔规模大的特点。目前信托市场面向合格投资人，且以机构和高净值客户为主，市场参与人数量明显较股票市场少，难以形成连续报单的情形，大额交易指令很难在短时间内恰好遇到方向相反、价格相同的大额交易指令，交易很难完成。因此，信托产品交易不适用于指令驱动的方式，中国信登信托产品交易平台将采用报价驱动的交易方式。

在询价交易过程中，为进一步活跃市场，可引入信托公司、商业银行或符合条件的金融机构等作为中国信登交易平台做市商。向中国信登申请成为做市商的金融机构，应当具有雄厚的资金实力、较高的商业信誉、较强的管理风险的能力。

### （三）结算登记

结算业务是指交易参与者根据成交结果确定和履行相应权利义务的过程；登记是指中国信登接受发行人的委托，通过设立和维护受益人名册确认受益权权属事实的行为。根据第二章对于成熟交易场所的发展规律的分析，后台业务的集中处理有利于提升交易场所的效率及安全性，因此中国信登将通过建立行业 TA 体系等核心配套设施进一步提升交易平台的运营能力和效率，其中最主要的部分为构建份额与资金的账户体系、选择合适信托市场的结算模式。

#### 1. 账户体系

（1）份额登记账户。中国信登作为结算登记机构对在平台上发行、交易的信托产品进行集中登记结算。根据《信托登记管理办法》第二十二条的规定，信托受益权账户是信托登记公司为受益人开立的记载其信托受益权及其变动情况的簿记账户。簿



记账户中记载的是受益权的权属关系，受益人通过受益权账户可以查询持有受益权的情况。信托受益权作为交易标的，首先需要明确权属关系，中国信登通过建立受益权账户体系，将信托受益权信息进行分类登记，以实现簿记账户的作用。

目前，交易所市场、银行间债券市场等前台交易场所已各自建立对应的集中登记结算及相应的账户体系。中国信登可搭建以受益权账户为核心的账户体系，受益权账户由受益人自愿开立，当投资人参与中国信登平台的发行、交易时，必须开立受益权账户。受益人申请开立受益权账户，可通过代理开户机构或直接中国信登提交开户资料，开户后将获得唯一的账户编码。受益权账户项下下挂两类子账户，第一类为受益权份额登记编码，用于记录在中国信登交易平台上参与发行、交易所获得份额；第二类子账户为客户编码，用于记录受益人在各个信托公司份额登记系统中的份额情况。通过下挂两类子账户，受益权账户内可以记录场内份额信息（中国信登交易平台上产生或发生变化的份额）以及场外份额信息（信托公司线下发行产生或发生变化的份额），对受益权相关信息的集中化管理。

（2）资金账户。信托产品发行交易涉及资金的结算，中国信登应同步规划资金账户体系，保障交易资金的安全。资金账户是与银行实体账户相对应的虚拟账户，记录银行账户资金往来明细的账户，而建立资金账户体系需要结合中国信登采用的资金结算模式。

资金结算方面，可选择采用对交易参与人直接结算或二级结算的模式。从扩大投资主体范围、规范投资人交易行为、减轻平台运营压力的角度出发，中国信登规划借鉴目前各结算机构主要采用的二级结算模式，即中国信登对具有结算资格的会员进行结算，结算会员对自己代理的客户进行结算。资金账户体系建立配合建立两个层级，第一层级是对结算会员的结算资金账户的管理，第二层级是对交易参与人账户的管理。

## 2. 份额登记

信托产品（受益权）份额登记通常由份额登记系统（TA 系统）完成，份额登记可由中国信登登记，也可由信托公司登记，但是份额登记应确保唯一性和排他性。中国信登规划建设行业 TA 体系，对在中国信登平台发行的产品和平台外发行的产品进行份额管理。信托产品登记可由信托公司、中国信登登记，中国信登 TA 体系可分为独立 TA 模式、总分 TA 模式。



表 10 份额登记模式

模式	登记机构	TA 情况	登记范围	优点	缺点
信托公司份额登记	信托公司	信托公司自建 TA	各信托公司登记各自发行的产品份额	系统建设要求低	分散登记不利于交易平台交易的运营及交易效率
中国信登份额登记	中国信登	独立 TA 模式	仅对中国信登平台上发行交易的信托产品进行份额登记	结构清晰, 便于平台管理	个性化产品需求难以满足
	中国信登	总分 TA 模式	对全行业信托产品进行份额登记	便于行业数据整合统一、有利于提升平台交易效率	要求中国信登与信托公司共同完成份额登记业务, 对协同效率、政策支持要求较高

(1) 由信托公司完成份额登记。目前, 在中国信登尚未建立行业份额登记系统(TA 系统)的情况下, 受益权份额数据分散登记在各个信托公司自建 TA 系统中。信托公司作为信托产品的受托人, 对受益权份额信息进行登记。在此种模式下, 在中国信登交易平台中进行交易前, 信托受益权份额转让方应当提交由受托人确认的份额持有证明文件, 用于证明份额的真实性和有效性。受托人在出具份额证明文件后, 应当对有关转让意向的份额进行冻结处理, 在转让完成前应确保该部分份额真实、有效。转让完成后, 根据转让人和受让人的协议约定, 进行份额过户操作。

由信托公司完成份额登记是现在行业使用的模式, 在整个转让交易过程中, 信托公司需参与交易过程, 并承担份额结算登记的职责。中国信登平台组织交易并对交易过程进行监督, 督促受托人完成相应职责。

(2) 由中国信登完成份额登记。中国信登完成份额登记的前提是建立中国信登 TA 系统, 由中国信登 TA 系建立和维护在交易平台上所发行产品的受益人名册, 进行份额登记、转让份额的过户登记等。中国信登建立 TA 系统可选择独立 TA、总分 TA 两种模式。

独立 TA 模式是指中国信登为份额登记机构, 建立独立的 TA 系统, 由中国信登根据交易平台的发行、交易数据和资金结算系统的资金收付情况, 完成 TA 系统的录入以及最终交易数据确认和份额登记。独立 TA 便于管理, 仅对中国信登平台上发行、交易的信托产品进行份额登记。但随着中国信登交易平台上产品复杂度的增加, 对独立 TA 使用个性化产品的需求将增加。

总分 TA 模式是指中国信登为最终份额登记确认机构, 信托公司负责前端申请数据录入和特殊产品参数设置, 中国信登根据发行、交易数据和资金收付情况, 完成最终的交易数据确认和份额登记。总分 TA 模式意味着信托行业仅有一套份额登记体系,



对于信托公司目前的自建 TA 系统而言，数据将逐渐向总分 TA 上迁移。该模式便于行业数据统一，要求中国信登与信托公司共同完成份额登记业务，对协同效率要求较高。

### 3. 结算业务

结算方式根据交易金额是否轧差可分为全额结算和净额结算；根据参与方不同可分为多边结算、双边结算。

全额结算是实行逐笔清算并交换全部证券和资金的制度，具有全额、实时、逐笔双边清算，债权债务清晰、流程简单的特点，适用于交易量小、单笔规模大、参与人较少的市场。

净额结算中，双边净额结算是指交易双方之间达成的全部交易的余额进行轧差；多边净额结算是指以中央对手方制度为基础，由其对所有交易的应收应付证券和资金予以冲抵轧差。净额结算具有净额轧差、占用资金减少，适合交易频繁的特点，适用于对资金头寸管理要求严格的投资机构，比如券商、做市商等。

### 4. 结算登记规划

根据对上述各类账户架构、结算模式的分析，中国信登交易平台规划建立以受益权账户为核心的账户体系，用于记录受益人的权限信息、受益权份额信息、委托交易关系、资金账户信息等。投资人（受益人）可与不同的代理机构（主要为信托公司）建立委托交易关系，并开立资金账户（虚拟账户），资金账户与银行账户（实体账户）建立一对一关系。

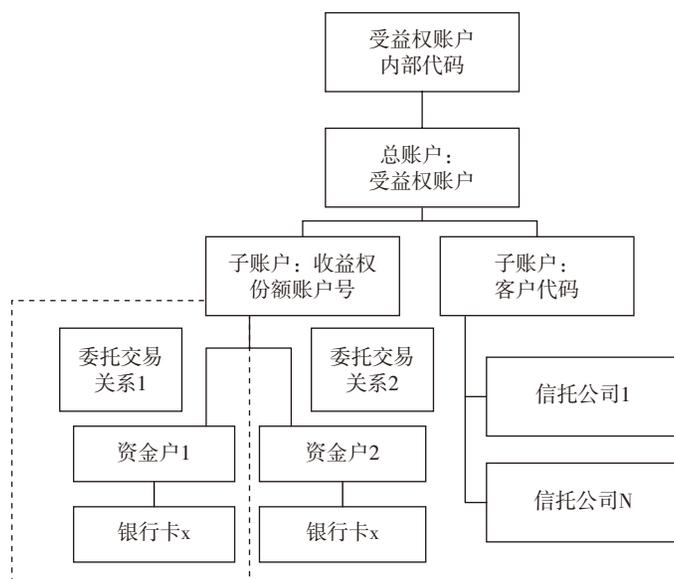


图 5 中国信登规划账户结构



在份额登记方面，中国信登份额登记体系可分阶段规划实现，在初始阶段可采用独立 TA 模式，在后期逐步建立总分 TA 模式。在中国信登交易平台建立初期，在交易平台上发行、交易的产品相对单一，个性化需求较少，独立 TA 系统可满足份额登记需求。后期，随着发行、交易的产品丰富，个性化需求的增加，可逐步引入总分 TA 的模式。中国信登完成基本功能并进行最终的份额登记确认，个性化参数在分 TA 中实现，通过总分 TA 系统，中国信登可实现对受益权份额信息的集中、统一管理。

在结算模式方面，由于信托产品交易具有交易频率相对较低、单笔业务规模较大的特点。目前，全额逐笔结算是最基本、最直观的结算方式，各笔交易的清算互不相关，适合单笔成交量大、成交次数少和自动化程度高的交易市场采用。因此在结算模式方面，中国信登规划采用全额逐笔的方式；在交收模式方面，中国信登采用防范结算风险和避免结算纠纷的国际通行做法，即资金和份额的交收同步的 DVP 模式（券款对付）。

## 六、交易平台的风险管理重点

中国信登信托产品交易平台定位于建设行业综合性交易服务平台，业务流程将涉及发行、交易、结算、托管、信息披露等多个环节，参与主体包括交易者、代理人、结算银行等多个主体，各项业务的开展实施须通过内外部各个信息系统予以完成，在各项业务的开展过程中将面临各类风险。因此，在交易制度设计、交易规则制定、交易系统开发环节，应特别关注交易平台涉及的风险管理，例如交易过程中面临的交易对手的结算风险、平台运营机构面临的内控风险、交易规则制定过程中的法律合规风险以及交易系统面临的连续性、安全性等各类风险等。由于参与主体、业务流程和信息系统的多样化，风险的类型和来源是多方面的，由此造成的不确定性将对交易平台的管理运营、交易业务的正常开展和参与主体的权利保障造成较大的影响。

本部分将借鉴国内其他交易市场在风险管理中的经验和方法，重点提出针对信息披露、交易结算、投资人分层、信息系统管理等方面的风险管理措施。

### （一）规范行业数据信息披露

#### 1. 数据标准制定和形式

信托信息披露制度，是指受托人及时向全体投资人公开发布的与信托公司经营和信托计划管理有关的一切信息，并保证其真实、完整、准确和及时。其产生的理论就



是“有效市场假说”。在“有效市场假说”的理论当中，默认所有的证券市场参与者皆为理性经济人，会时刻关注市场上的企业信息、受托人或信托计划的财务状况发生的任何变动都将反映在交易价格中。充分的信息披露是保护投资人利益的重要手段，对维护市场的公平、公正具有及其重要的作用。

如第五部分所述，中国信登规划发行审核采用注册制，综合信托产品和信托行业特点，中国信登信息披露制度可借鉴交易商协会的模式。《信托登记管理办法》对信托产品生命周期的各主要环节均明确了相关登记要求。中国信登已建立产品设立前登记的表格体系，根据有关法律法规，中国信登可针对发行、募集、设立、期间管理和终止等各阶段的重点信息涉及表格体系，充分考虑监管要求必要披露的信息和投资人选择是否披露的可选信息模块，设计相应的信息披露表格体系。必要信息模块需要对信息数据质量有统一的规范和标准，可以根据采集的信息自动生成每份信托计划的文字版定期报告，供投资人参阅。可选信息模块反映信托私募属性，充分尊重投资人的意愿对其披露有用信息。对于如“受益人大会”“风险事件处置”等特殊事项，中国信登应根据有关法律制定相应的表格体系，在触发相关事件时按照法律要求受托人填写报送相关表格，按法律要求完成披露义务。关于该信息披露表格体系的初步构想见表 11。

表 11 中国信登规划信息披露体系

序号	文件种类	披露要求	备注
预登记	Y-1 预登记信息表	必须	
	Y-2 初始登记信息表	必须	
	Y-3 终止登记信息表	必须	
补充披露	YB 预登记补充信息表	必须	
业务类型	YW-1 债券业务信息采集表	按实际情况	
	YW-2 股权业务信息采集表	按实际情况	
	YW-3 资产证券化业务信息采集表	按实际情况	
	YW-4 事务管理业务信息采集表	按实际情况	
	.....	按实际情况	
	YW-N 其他业务信息采集表	按实际情况	
设立阶段 其他信息	评级报告 (P)、信托公司内部评级 (PN)	可选	
	信用增进及担保 (Z)	可选	
	审计报告 (S)、资产评估 (PG)	可选	
	法律意见书 (F)	可选	



续表

序号	文件种类	披露要求	备注
存续阶段	资金管理报告（ZJ）、定期报告（DQ）	必须	
	存续期重大事项（ZD）	必须	
	资金兑付安排（DF）、风险事件处置方案（FX）	必须	
	受益人大会披露信息（DH）	按实际情况	
	中国信登产品评级表（CTRC-1）	交易披露	
	中国信登产品估值表（CTRC-2）	交易披露	
	存续期审计报告、法律意见书、评估报告等	可选	
	其他约定披露事项	可选	

## 2. 信托产品评级和估值

信托产品评级是由专业的独立专业机构，根据不同信托产品的属性，从期限、规模、担保措施、交易对手信用评级、交易风险等因素进行权重分析，利用专家打分等多种方法综合分析形成符号化的意见，将这些意见向市场公开以达到为信托产品交易流转服务等目的。针对中国信登平台发行交易的标准化信托产品，可借鉴银行间债券市场的相关制度，要求对产品进行外部评级、跟踪评级，公布受托管理报告等，完善信托产品的披露内容。

资管新规要求资管产品采用净值化管理，由于非标债权类资产具有透明度低、缺乏公开市场信息的特点，因此对于非标资产的估值，需要使用估值技术。由于中国信登交易流转平台具有价格发现的职能，通过中国信登平台交易形成的交易价格可以体现在估值模型中，上述信息披露表格体系中包括中国信登产品评级表、中国信登产品估值表两张表单，反映了上述因素对于价格的影响。中国信登可引入中债金融估值中心等第三方机构对拟交易的信托产品给出信托产品的估值，作为交易双方的价格参考。当中国信登交易平台业务规模积累到一定程度时，可提供相应的收益率曲线、估值、指数等价格指标体系，供市场评估参考。

### （二）结算风险控制

如第五部分所述，中国信登采用 DVP 结算方式，按照 DVP 原则设计中国信登产品交易结算制度，则信托产品交易双方需要在专门的交易系统上进行下单操作，“讨价还价”过程可以采用一定的报价规则予以标准化。例如，信托产品的转让方可以向全市场发布“意向成交报价”，披露产品的简要信息和价格区间，在全市场范围内征集意向成交方；也可以向特定用户发送“单边点击成交报价”，特定用户收到报价后



可以点击成交或者修改报价；如引入做市商制度，则做市机构可以向全市场发布做市报价，供投资人点击成交。

点击成交后，系统自动打印生成成交单，双方负有清算义务，由于采用DVP结算方式，买卖双方权利义务对等，可以最大限度降低交易风险。成交后未按照约定清算的，由违约一方方向交易对手方承担违约责任，相关情况应记录在中国信登交易系统中，情节严重的应当向市场公告。

### （三）投资人分层管理

对合格投资人的管理，可参见图6。具体而言包括两个方面：一方面是业务分层管理，主要包括对合格投资人的适当性管理（即合格投资人的风险承受能力进行测评分类管理）和对产品的风险分层分类管理（即在资管新规四大产品分类基础上的产品风险等级测评管理）；另一方面是平台对合格投资人的教育、监管、服务和保护。

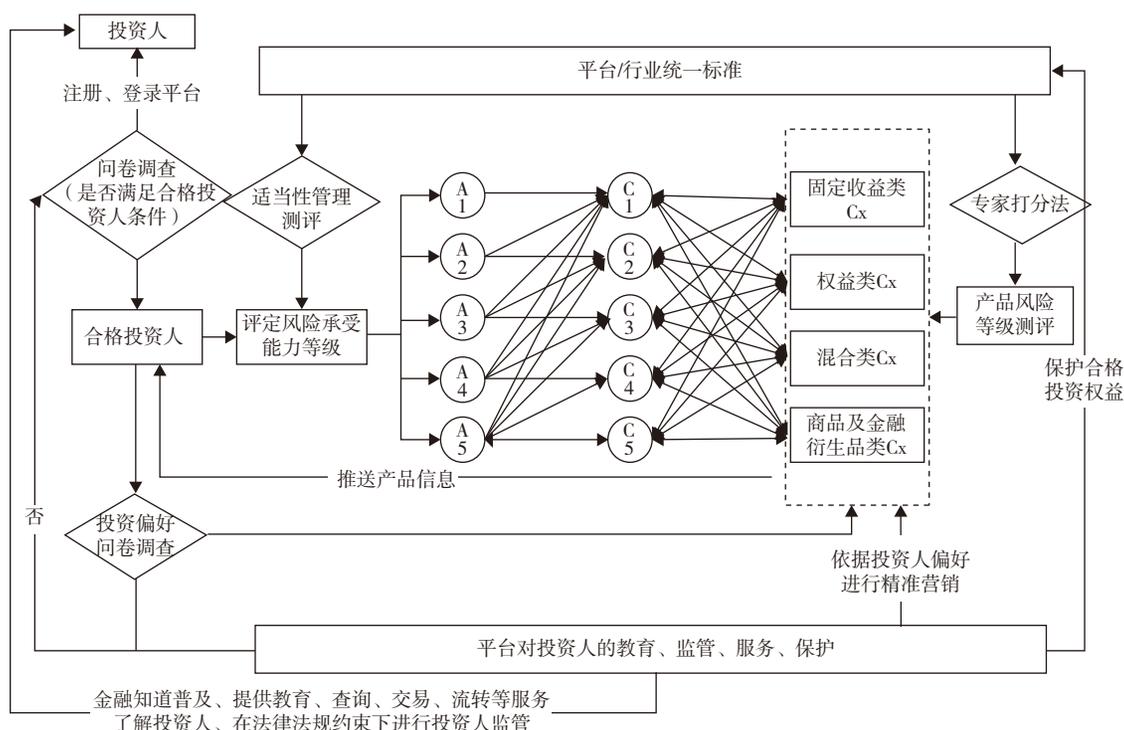


图6 投资人分层管理体系

#### 1. 业务分层管理

（1）业务分层管理的原则。业务分层管理可以从合格投资人分层和产品风险等级划分两个维度进行讨论。合格投资人分层管理的核心是使金融机构所提供的金



融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、投资知识和经验相匹配，也就是要将适当的产品销售给适当的投资人。对业务分层管理应坚持以下原则：

首先，合格投资人分层管理应以产品统一风险等级标准为基础，兼顾投资人投资偏好。可参照《证券经营机构投资人适当性管理实施指引（试行）》对金融产品的风险等级和投资人风险承受能力进行“五分法”（即产品分为 R1（谨慎型）、R2（稳健型）、R3（平衡型）、R4（进取型）、R5（激进型）。对应投资人分为 A1（谨慎型）、A2（稳健型）、A3（平衡型）、A4（进取型）、A5（激进型））的做法，制定信托产品交易的风险等级标准。

“五分法”目前广泛用于证券投资基金、银行理财等资管计划。由于信托产品有着较高的投资起点和更灵活的投资手段，投资人大多有一定的投资偏好，所以信托客户的分层管理不能单纯依靠五级分类来进行处理，还应结合资管新规中的产品分类来综合处理。需要说明的是，对所有产品的风险等级标准应该是统一的，以确保所有投资人和投资产品有可对比性。

其次，对合格投资人分层管理应本着一时一议的原则进行动态监测。合格投资人的资格会受合格投资人标准的变化、投资人资产情况的变化、投资人风险承受能力的变化等因素的影响。因此，合格投资人的分层管理应当是动态监测的过程，定期对投资人分层管理标准进行重新评估和调整。

（2）资管新规下业务分层管理。首先，对投资人风险等级和投资偏好进行评定。投资人在登录平台、发起投资意向之初，应提交其作为合格投资人的证明材料（如依据资管新规第五条之约定），可根据投资人风险适当性调查，通过调查投资人风险承担能力对其进行分层，同时通过问卷调查方式搜集投资人的投资偏好。

其次，对产品进行风险等级评定。在这里需要说明的是，资管新规中划分的四大类产品中，每一类产品都可以进行单独的风险等级测评。产品的评级可以参考专家打分法或其他量化方法，以专家打分法举例。

步骤一：每一位专家对每一类产品可以分别从期限、规模、担保措施、交易对手信用评级、交易风险等因素进行权重分析，风险等级从高到低分别为 5 分、4 分、3 分、2 分、1 分，经过加权计算后的产品得分，就是每位专家对这个产品的风险等级打分。

步骤二：对所有专家的评分取算数平均值，平均得分即可视为该产品的风险等级得分。



表 12 产品风险等级评定

产品分类	C1	C2	C3	C4	C5
固定收益类产品	得分在 1 (含) ~1.5 (不含)	得分在 1.5 (含) ~2.5 (不含)	得分在 2.5 (含) ~3.5 (不含)	得分在 3.5 (含) ~4.5 (不含)	得分在 4.5 (含) 以上的
混合类产品					
权益类产品					
商品及金融衍生品类产品					

## 2. 投资人的教育服务

根据《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》对投资人的教育等的有关规定，以及资管新规关于卖者尽责、买者自负的原则，平台应采取系统全面的措施对现有投资人进行金融知识教育、对合格投资人进行监督管理、服务。

(1) 投资人教育。投资人教育主要目的是通过宣传金融知识，培养投资人的投资意识、风险意识。平台可在前期通过官网、微信、微博等官方平台以图片、卡通动漫、软文案例等形式向潜在投资人普及金融信托知识；对于已经注册并且认证通过的合格投资人，平台可通过邮寄纸质印刷品、问卷调查、电话随机回访、举办在线讲座等手段向投资人进行金融知识的宣传，目的是让投资人了解相关的金融知识，对自己的风险承担能力有更清晰的认知。将合格投资人的分层管理落到实处，真正实现将适当的产品销售给适当的投资人的目标。

(2) 投资人服务。平台定位以信托登记为基础，交易流转为目标的行业集中性平台，即可向投资人提供集查询、交易、咨询、资讯等全方位的服务。投资人在平台注册登录以后，可以享有查询自己名下持有的所有产品信息、及时获取产品信息披露、了解最新的行业信息动态、金融知识培训等服务内容。

### (四) 信息系统风险管理

#### 1. 安全性、保密性

信息安全的主要目标是保障信息的保密性、真实性、完整性。在物理层面，要建立完整的防火墙体系，最大程度在物理层级上降低安全风险。在物理层级提供了足够的安全保障之后，软件层级的安全性和保密性设计也十分重要，首先要有严格的身份认证识别机制和访问控制策略，其次是数据的加密传输，建立安全的通讯通道，防止信息的泄露、窃取和破解，然后在数据存储方面应对敏感数据进行加密存储，将数据服务器与应用服务器物理隔离，保证其更加安全，同时还需要对使用者进行权限管



理的划分。

### 2. 业务连续性

业务连续性的建设目标是业务不停。保障业务连续性首先应构建业务连续性管理机制，成立应急工作小组，制定相应的应急预案，对突发事件进行分级管理，定期组织相关人员进行应急演练；其次应建立异地灾备系统，在系统建设方案中应充分考虑备份和冗余，以及通信网络的双备份；最后应对员工进行业务连续性管理的培训，在发生突发事件时应能及时准确的按照预案设定的步骤进行处置。

### 3. 日常技术风险控制

日常技术风险主要来源于软件系统风险和运维管理风险，加强对各项风险的管控应从事前预防、事中控制、事后监督三方面进行。事前预防即建立完整的业务风险与安全管理体系，建立统一的管理制度与规范的操作流程，明确信息系统的防护、检测和应急恢复等各项信息科技风险与安全指标、原则和违规行为的处理措施。事中控制即将制度落到实处，严格按照各项规章制度执行，严肃管理，违章必究，不能让制度形同虚设。事后监督即结合内部、外部审计机构，对安全风险管理能力进行有效的监督，对系统运行情况进行综合评价，查找不足，完善各项管理制度及落实情况。根据审计的结果进行整改，进一步加强风险管控。

## 七、总结

“中国信登信托产品交易平台建设研究”课题的主旨是科学规划建设中国信登统一信托产品交易平台，研究通过对于银行间债券市场等成熟市场的分析总结，明确了交易市场建设的基本框架和发展规律。根据中国信托行业特点以及发展要求，从参与主体、交易标的、交易方式三方面提出了中国信登交易平台的业务架构，明确中国信登交易平台是集高标准的标准产品交易市场和低标准的产品交易市场为一体的多层次综合性交易市场。交易平台建设的第一阶段重点为建设标准化交易平台以及推动信托产品标准化，第二阶段重点为实现多层次综合性的信托专属交易平台。在确定交易平台业务框架及实施路径的基础上，课题研究借鉴成熟交易市场的运营管理，对于交易平台涉及的发行业务、账户管理、交易方式、结算登记等业务模式进行相应的规划。

本次课题基于中国信登和信托行业的业务实践，对于中国信登交易平台规划建设具有较强的实践指导意义。目前中国信登规划建设行业集中交易平台已具备政策、



功能、技术基础，但在过程中会受到行业整体发展、市场环境变化、同类机构竞争挑战等方面的外部问题，同时也存在业务规则制定、时间计划方面的内部问题，如由监管部门出台统一的发行和交易管理办法、在相关监管制度中明确中国信登的定位、功能以及市场需求的变化等不确定因素。因此中国信登在交易平台规划建设的实践过程中，应持续加强与监管部门的沟通协调，听取行业需求和意见，积极配合监管部门制定信托产品集中发行交易的相关制度，积极争取监管部门对中国信登的政策支持，一是支持平台化信托产品交易流转的业务创新模式，二是支持中国信登开展标准化创新业务的先行先试，三是探索开展公募信托产品的发行和交易流转，四是支持中国信登建设行业 TA 系统，开展信托受益权的登记托管。中国信登应不断评估、总结、修正，在合法合规且充分论证可行性、合理性的前提下开展交易平台的建设运营管理，以期建设符合中国信托行业现实需求的信托产品交易平台。

## 参考文献

- [1] 文海兴：《打造信托行业发展新高地和创新前沿》，信托百佬汇，2018-06-15。
- [2] 张国平：《中国证券登记结算制度研究》，广州，中山大学出版社，2012。
- [3] 谢多、曹子娟：《银行间市场综合知识读本》，北京，中国金融出版社，2014。
- [4] 时文朝、杨农：《非金融企业债务融资工具规则解析》，北京，中国金融出版社，2013。
- [5] 刘铁峰：《银行间债券市场信息披露制度研究——完善信息披露制度 提高市场透明度》，载《债券市场热点问题研究》，北京，中国市场出版社，2009。
- [6] 周小明：《现在信托的功能与应用——兼论中国信托业的理性回归》，载《资本信托》，北京，中国发展出版社，2013。
- [7] 黄晨武：《构建我国统一的债券托管结算体系》，载《债券市场创新理论与实务》，北京，中国物价出版社，2005。
- [8] 平安信托与 21 世纪传媒联合课题组：《九问中国信托业》，载《资本信托》，北京，中国发展出版社，2013。



[ 9 ] 王玉国、王涵民：《我国基金型信托现状、特点及展望》，载《资本信托》，北京，中国发展出版社，2013。

[ 10 ] 廖凡：《询价交易与做市商制度：人民币汇率形成机制改革的新举措》，北大法律信息网，2006-01-16。

[ 11 ] 《信托凭证发行与交易研究》课题组：《信托凭证发行与交易研究》，2010。

[ 12 ] 吴怀镛：《我国信托公司的产品营销策略分析》，载《现代商业》，2012（21）。

[ 13 ] 中国信托业协会：《2017 年度中国信托业发展评析》，2018。

[ 14 ] 浦斯纬：《上交所多层次债券市场的发展研究》，百度文库，2014-07。

[ 15 ] 李真：《2014 年机构间私募报价系统产品年度报告》，载《证券研究报告——私募基金专题报告》，<https://max.book118.com/html/2015/0515/17075045.shtml>，2015-01-16。

[ 16 ] 管百海：《资管新规下信托公募业务的未来》，用益信托网，2018-05-17。



染

## 资管新规背景下的信托业转型与发展研究

课题牵头单位：中铁信托有限责任公司

课题指导专家：王道远 战伟宏

课题组成员：

马永红 王 兴 管百海 朱晓林

中铁信托有限责任公司

周 微 钱思澈 黄霄盈

孙 琳

中国信托业协会

张 珣 邹文军

中诚信托有限责任公司

李翔宇 赵楚峰 高涵悦 张蕴蕾

英大信托有限责任公司

王春艳

陕西省国际信托股份有限公司

熊宇翔 夏 雨 武飞甫

山西信托股份有限公司

黄 健 张仁兴 刘天昀

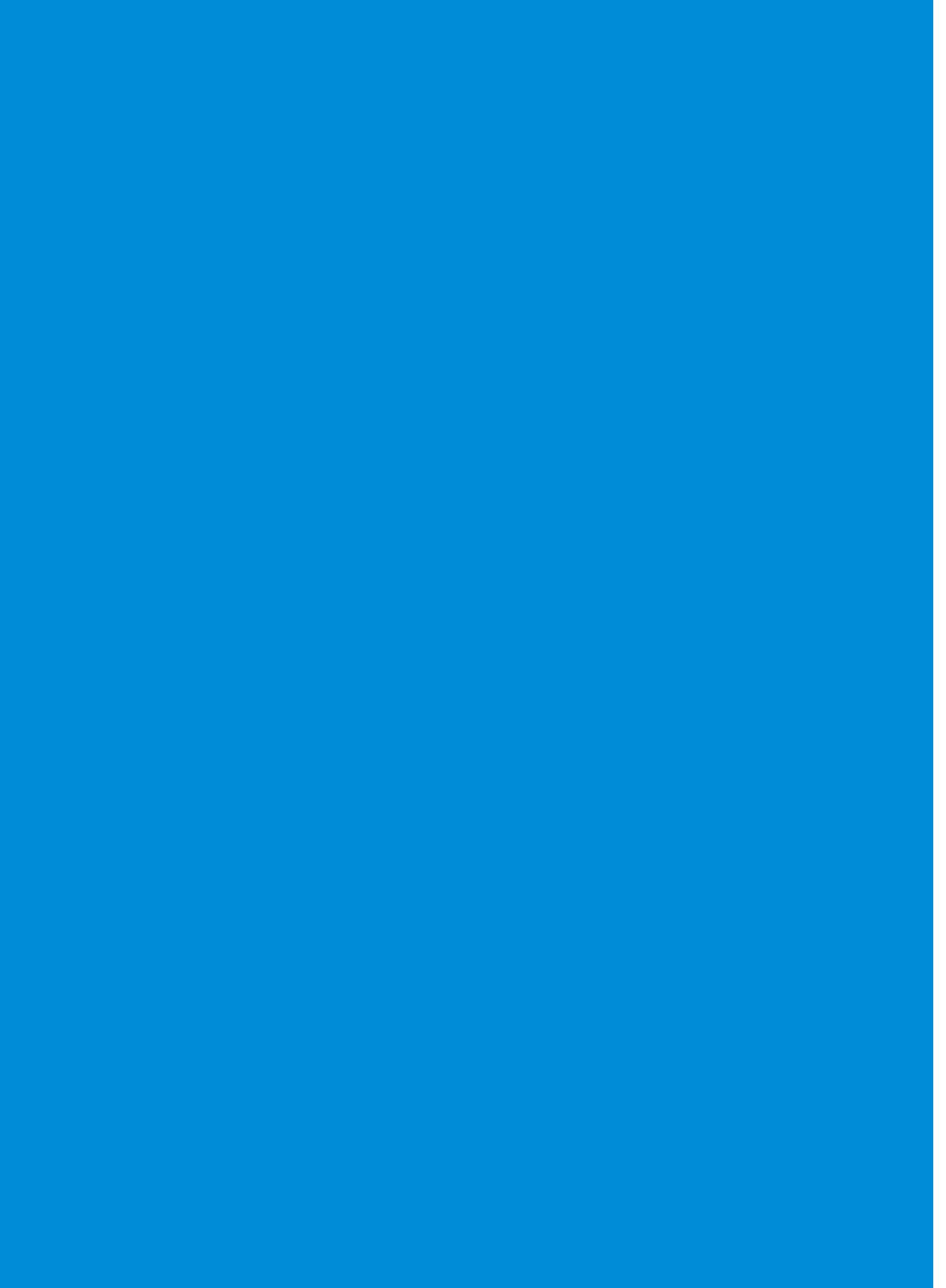
湖南信托有限责任公司

华文伟 任 虹 李 乐

德勤华永会计师事务所

白 洁 吴 朔 李雁荣 王金旭

天津信托有限责任公司





## 摘要

2018年4月27日，备受市场关注的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式落地，约百万亿元的资产管理市场即将迎来新一轮调整。面对新的监管环境，信托公司如何适应新规、布局长远发展，如何平稳过渡，实现业务转型成为不可避免的重要课题。

资管新规落地，一方面加剧了资管行业的竞争，信托行业将会面临来自证券、基金、保险等行业的激烈竞争，行业牌照优势将被弱化；另一方面，新规的颁布也促使各家信托公司积极开展全方位的创新与转型，推动信托行业的可持续健康发展。

本课题依托资管新规重点研究信托业如何转型及优化业务升级相关问题。从资管新规出台背景出发，分析了当前资管行业问题及监管政策逻辑，进而对资管新规内容和后续影响进行详细解析；在此基础上对信托业转型目标和路径进行探讨，对以往传统业务进行优化升级，对未来发展方向进行解析；并且从产品设计研发、主动管理能力、资产配置能力、风险管控、营销及运营多角度探讨夯实信托公司自身能力的思路。最后本课题还从行业环境建设角度，对信托业发展支撑体系和基础设施建设提出系统性分析，并对信托业发展提出建议和意见。

基于信托业定位的发展路径，本课题指出要明确市场经济发展的需求和信托业自身的功能定位。信托业应牢记自身定位，紧密结合市场需求，依托禀赋资源，融合更多金融科技信息技术，在回归信托本源的基础上转向基于资产管理、财富管理、综合性金融服务的整合资源平台机构。

本课题具有重要的现实背景依托和理论实践意义，课题构建信托转型和发展分析框架，全面梳理信托业面临的机遇和挑战。本课题为启发和探索信托行业转型和发展提供了新思路，新方向。

**关键词：**资管新规 信托业转型



## 目 录

一、资管新规出台的背景	362
(一) 大资管行业的发展格局	362
(二) 资管行业存在的问题分析	363
(三) 主要监管政策及导向	364
二、资管新规主要内容及影响分析	365
(一) 资管新规的主要内容	365
(二) 资管新规对大资管行业的影响	366
(三) 资管新规对信托业发展的影响及挑战	366
三、资管新规背景下信托业的转型发展目标与路径	368
(一) 信托业转型与发展目标	368
(二) 信托业转型发展的路径	369
四、信托公司典型传统业务优化升级	371
(一) 房地产信托业务的优化升级	371
(二) 基础产业信托业务的优化升级	373
(三) 证券市场信托业务的优化升级	374
(四) 工商企业信托业务的优化升级	375
五、资管新规背景下信托新兴业务的发展方向	377
(一) 标准化业务	377
(二) 财富管理业务	378
(三) 资产证券化业务	379
(四) 股权投资业务	381
(五) 服务型信托业务	382
(六) 国际化业务	383
六、信托公司的能力和支撑体系建设	385
(一) 信托公司能力建设	385
(二) 信托公司支撑体系建设	393



七、政策建议分析 .....	396
(一) 区分公募和私募，建立信托产品公募发行管理办法 .....	396
(二) 利用中信登实现信托产品的市场流通 .....	397
(三) 建立净值化管理体制和机制 .....	398
(四) 建立受托责任尽职指引 .....	399
(五) 进一步发挥信保基金作用 .....	400
参考文献 .....	401



## 一、资管新规出台的背景

近些年来，金融行业混业经营，分业监管弊端日益暴露；与此同时，中国资管行业快速发展。在加强金融监管，防范金融风险的监管环境下，与资管业密切关联的资管新规终于出台，使资管行业回归到功能监管的框架下。

### （一）大资管行业的发展格局

#### 1. 资管行业发展历程

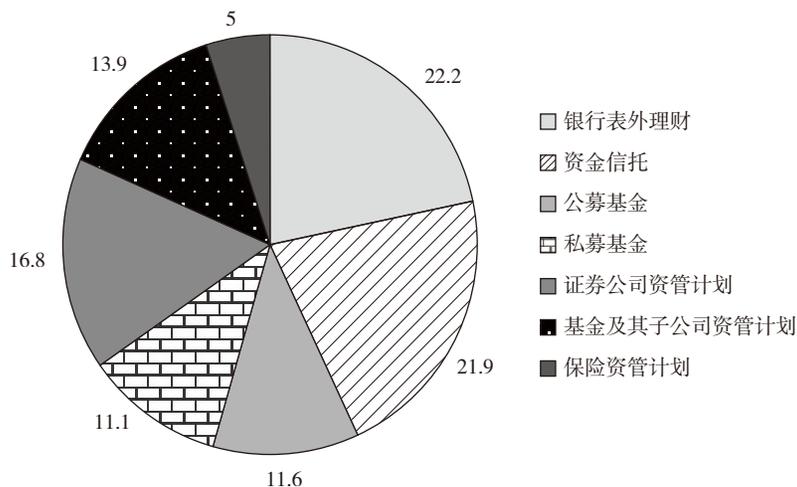
中国资产管理行业发展历程，大致可以分为四个阶段。2007 年之前，资产管理行业主要以公募基金为主，投资的基础资产主要是二级市场股票。2008 年金融危机后，资产管理各子行业逐渐兴起。2012 年下半年开始，牌照资源逐步放开，资管行业进行了快速扩张。2016 年后，监管大力整治资产管理行业乱象，在此基础上，资产管理行业迎来新的监管框架和统一的监管标准。

#### 2. 资管行业本质

资产管理行业的本质是“受人之托，代客理财”，即资产管理，而管理资产的核心是管理价值和风险。管理价值是使得资产保值增值，取得收益；管理风险是将资产的损失可能性控制在资金所有者可以承受的范围之内。

#### 3. 资管行业现状

近些年来，中国资管行业飞速发展。截至 2017 年末，根据中国人民银行的统计数据，如图 1 所示：



数据来源：根据公开数据整理。

图 1 资管行业分布图（截至 2017 年末）



资管行业总规模超过 100 万亿元。其中，银行表外理财余额 22.2 万亿元，资金信托 21.9 万亿元，公募基金 11.6 万亿元，私募基金 11.1 万亿元，证券公司资管计划 16.8 万亿元，基金及其子公司资管计划 13.9 万亿元，保险资管计划 2.5 万亿元。

## （二）资管行业存在的问题分析

### 1. 产品多层嵌套藏匿真实风险

在资管新规出台之前，金融行业资管产品多层嵌套现象普遍。多层嵌套产品中，由于可能涉及多个监管机构及适用于不同的监管政策，监管部门分割，导致底层资产与风险难以真正穿透，同时，拉长了资金链条，形成金融机构脱实向虚，资金体内循环加剧，实体经济融资成本增加。

### 2. 对影子银行监管不足

新规出台前，各类资管产品基本都实行刚性兑付。一些金融机构通过资管业务，将表内资产出表，规避监管对于信息披露、风险损失准备金的要求，而实际上对客户分离定价，刚性兑付，从而沦为影子银行，使得对金融机构的风险监管失去本来意义。

### 3. 资金池模式存在流动性风险隐患

新规出台前，资管行业普遍存在“资金池模式”，各类资管机构将募集的低价、短期资金投放到长期债券或股权项目，以寻求收益最大化。由于资金池业务存在投向不明、期限错配、资金和资产难以一一对应等特点，一旦发生风险，将通过产品链条向对接的其他资管机构传导，进而存在引发系统性流动性风险的隐患。

### 4. 刚性兑付使风险停留在金融体系

新规出台前，资管产品刚性兑付现象较为普遍。由于刚性兑付导致本应由资管产品投资者承担的信用风险、市场风险等原始风险被掩盖，无法得到有效缓释与释放，同时原始风险被转移至资管产品发行机构，并进一步通过发行机构向市场融入资金等方式向整个金融体系扩散，导致原始风险将随资产规模的增长在整个金融体系内累积。

### 5. 各类资管机构的展业规则不一

资管新规出台前，各类资管机构的展业规则不一，面临的监管尺度也不同。虽然监管部门一直强调“穿透”监管，但在监管部门分割的背景下，真正的穿透几乎是不可能实现的。此时，即便所有的资管产品都是合乎监管要求的，但所有的链条叠加后，可能会造成杠杆过高或投向失控，从而影响宏观审慎，提升整个金融体系的脆



弱性。

综上所述，中国资管行业近十年的飞速发展，在积极促进了实体经济和金融行业市场化的同时，也显著加剧了金融行业系统性风险。资管新规的出台将统一资产管理行业标准，促使资管回归“代客理财”本质，有效防范金融风险。

### （三）主要监管政策及导向

#### 1. 宏观审慎政策及重点事件回顾

2017 年以来，国务院及财政部共发布金融相关政策 5 个，意在解决地方债务问题以及小微企业融资问题；银保监会共发布信托业相关政策 3 个，意在规范信托行业运作；发布银行业相关政策 15 个，注重治理银行乱象、控制业务风险；发布保险业相关政策 4 个，重点在于乱象的治理和资金的运用；证监会共发布监管政策 11 个，在绿色金融体系和开放性资本市场的构建方面开始发力。

#### 2. 监管政策趋势与导向

近两年来，中国的金融监管趋势与导向主要体现以下原则：（1）维持金融稳定，防控金融风险；（2）治理金融业乱象，行业去杠杆；（3）各行业回归本源，资金脱虚向实，支持实体经济；（4）支持小微企业、普惠金融，加大金融开放性。

总体来看，金融监管趋严、追求行业稳健发展是未来的监管常态，虽然短期内严监管将对金融机构和金融业务产紧缩性的影响，但从长期来看，各类金融机构顺应监管潮流，调整业务操作方法和范围，金融行业将会迎来新的业态。

#### 3. 重点监管政策解读

（1）“三三四”专项整顿。“三三四”专项整顿是行业整顿的第一轮动作，始于银行，范围涉及券商、信托、基金等机构。此轮整顿力度大、监管政策出台密集，主要目的是整顿银行业的同业、加杠杆、表外等业务。在这一轮整顿下，银行业务逐渐回表，通道业务收紧，逐渐消除多层嵌套。

（2）《关于规范银信类业务的通知》。该通知意在控制银信类业务扩展过程中的风险，主要对银行和信托公司两类机构的业务进行规范。该通知是对银信类业务的专项整治，是对银信类通道业务的规范和收紧，也是对银行资产“假出表”现象的整顿。

（3）《信托登记管理办法》。《信托登记管理办法》的出台，提高了信托业务的透明度和规范性，完善了信托行业的基础服务设施建设，为行业发展与行业监管提



供丰富的数据和资料；同时，该管理办法提高了信托产品及业务相关数据的可得性，便于投资者自主判断、理性投资，培养自负盈亏意识，有利于“破刚兑”的进行。

## 二、资管新规主要内容及影响分析

资管新规对资管行业的影响非常深远，对未来指引金融机构开展资管管理业务提供了非常明晰的方向和路径。

### （一）资管新规的主要内容

资管新规正式发布，标志着资管行业步入统一监管新时代。资管新规的主要内容可以归结为如下七个方面。

（1）打破刚性兑付，实行净值化管理。资管新规对刚性兑付进行了明确界定，并给出了处罚措施。同时希望通过资管产品净值化管理，逐步打破刚性兑付风险，进一步规范金融市场主体行为。

（2）消除多层嵌套和通道。为打击利用通道业务逃避监管，资管新规首对于消除多层嵌套和通道提出了严格要求，明确资管产品只可以投资一层资管产品。

（3）规范资金池运作，防范流动性和期限错配风险。资管新规明确禁止了资管业务的资金池业务，提出了单独管理、单独建账、单独核算等要求。

（4）严格资管产品的杠杆操作，避免过度加杠杆行为。资管新规对资管产品的负债杠杆和分级杠杆均进行了严格规定，明确按照穿透原则核算负债杠杆，资管产品杠杆管理的精细化和严格程度均较以往明显提高。

（5）强化资本和风险准备金计提要求。为应对操作风险和非预期风险，资管新规要求资管产品需计提风险准备金，根据管理费来制定相应的风险准备金计提标准，并明确了风险准备金的使用范围。

（6）加强非标准化业务管理，防范影子银行风险。资管新规对标准化债权类资产进行了明确规定，并指出资管产品投资非标准化债权类资产，应当遵守金融监督管理部门有关限额管理、风险准备金要求、流动性管理等监管标准。

（7）提高投资者门槛。资管新规将资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。并明确合格投资者的身份。强调合格投资者需具备相应风险识别能力和风险承担能力，且对合格投资者投资金额进行了严格规定。



## （二）资管新规对大资管行业的影响

资管新规对大资管行业的影响主要体现在以下四个方面：

### 1. 加快资管业务转型

资管新规的落地有利于降低金融系统风险，长期来看有利于整个资管行业的健康发展，然而短期阵痛难免。短期来看，在“去通道、控分级、降杠杆、除嵌套”等监管规定的重拳出击下，资管机构的业务开展在不同程度上都会受到一定影响。资管新规加重了资管机构业务转型的压力，资管业务转型发展任重道远。

### 2. 行业竞争环境更加公平

随着资管新规的全面施行，资管业务进一步规范，为行业发展营造出健康和公平的竞争环境。一方面，资管新规强调了统一规制，为资管行业设立了统一的监管框架和行业标准，实行公平的市场准入和监管，营造了资管业务健康发展的制度环境；另一方面，强调穿透式监管，从资管业务性质、监管规则、监管分工等方面，为依法监管、全面监管、从严监管指明了方向。

### 3. 机构分化加剧，市场竞争结构趋向集中化

资管新规的实施，进一步强化行业监管的专业性、统一性和穿透性，加剧了资管机构之间的分化。一方面，资管新规加速了行业洗牌，综合能力强的资管机构在行业竞争中保持着领先优势，而部分实力薄弱的机构或处在被淘汰边缘。另一方面，统一监管要求下，行业将逐步向更加专业化、差异化方向发展，资管机构在产品创设能力、资产主动管理能力等方面将产生明显的分化，竞争强度加剧促使行业内部的差距愈发拉大，市场竞争结构集中度不断提高。

### 4. 机构风险偏好和配置行为发生变化

资管新规的明确指引，影响机构风险偏好，改变了机构配置行为路径。

首先，打破刚兑将使银行理财规模大幅收缩，推动银行从表外理财转向表内结构化存款和一般性存款。

其次，资管产品向净值型产品转型，机构对非标资产的投资需求将有所下降，资产配置逐步向标准化资产转移；而消除通道和嵌套意味着主动管理将成为主流模式，促使资管机构把资金更多的投向权益类产品。

## （三）资管新规对信托业发展的影响及挑战

资管新规的实施，对于信托公司而言，具有较大的影响；信托公司应充分挖掘、



利用自身优势来应对这些影响和挑战。

### 1. 资管新规对信托业发展的影响分析

(1) 打破刚兑对信托公司品牌管理提出挑战。资管新规打破刚性兑付，需要信托公司更加重视品牌管理，一旦项目出现风险，投资者不能收取本金及投资收益，则投资者对该信托公司会失去信任，会放弃购买该信托公司的后续信托产品，将对信托公司的品牌造成极大的负面影响。

(2) 通道业务受限严重，须大力加强主动管理。资管新规前，通道业务对于信托业的规模快速增长起到了重要作用。资管新规背景下，去通道信号极为明确，去通道倒逼信托公司回归资产管理、主动管理的主业，业务创新和转型是信托业发展的趋势。

(3) 信托产品净值化管理成为趋势。资管新规对资产管理产品实行净值化管理提出明确要求，向净值化转型成为未来信托产品的重要发展方向。

(4) 信托公司风控能力受到严峻考验。资管新规打破刚兑是对信托公司风险控制及其他专业能力的一项重大考验。风险管理是未来信托公司核心竞争力的重要组成部分，树立正确客观的风险管理理念，建立完善的风险管理运作体系，提升风险管理水平，是信托公司转型攻略的安全保障。

(5) 推进信托业务回归本源。资管新规规定的打破刚兑、约束杠杆、禁止资金池、消除嵌套、抑制通道等一系列要求，极大地推进信托业务回归本源。

### 2. 资管新规下信托公司的优势分析

虽然资管新规的出台对信托公司影响较大，对信托公司的转型升级、优化业务提出了挑战；但同时，信托公司在资管新规下也有一些优势。

(1) 直接的资金募集能力。与银行相比，信托公司的资金募集方面存在较大差距；但与券商、期货公司、私募基金管理公司相比，信托公司在直接资金募集方面具有一定的优势。

(2) 较强的资产配置能力。长期以来，信托公司为客户提供包括贷款、股权、事务管理等多种综合金融服务，与各种类型的客户进行广泛合作，长期以来横跨资本、货币、产业三个市场，具有较强的综合资产配置能力和管理能力。

(3) 品牌优势。除银行外，相比其他金融子行业，信托业有更早更长的发展历史，在中国的高净值人群中占据了较多的客户资源，在中等收入及以上阶层中已有较高的认知度，也有较高的品牌价值。



### 三、资管新规背景下信托业的转型发展目标与路径

#### (一) 信托业转型与发展目标

##### 1. 从境外的经验看中国信托业转型发展的总体目标

美国信托业自始就具有起点高、基础好的特点，在税务、保险、租赁、顾问、咨询等金融服务领域广泛应用；且其由金融领域向相关领域进行扩展、全球市场的扩张，也促使美国信托市场成为全世界管理规模最大、领域覆盖最广、服务水平最高的信托市场。与其他金融机构相比，美国的信托公司在营业网点、专业管理团队等方面均不具备竞争优势，美国信托业开始探索属于信托自己的专属领域——高端客户服务能力。信托公司通过为高端客户提供以客户定制服务为导向的专业化理财管理服务，实现高端财富管理。

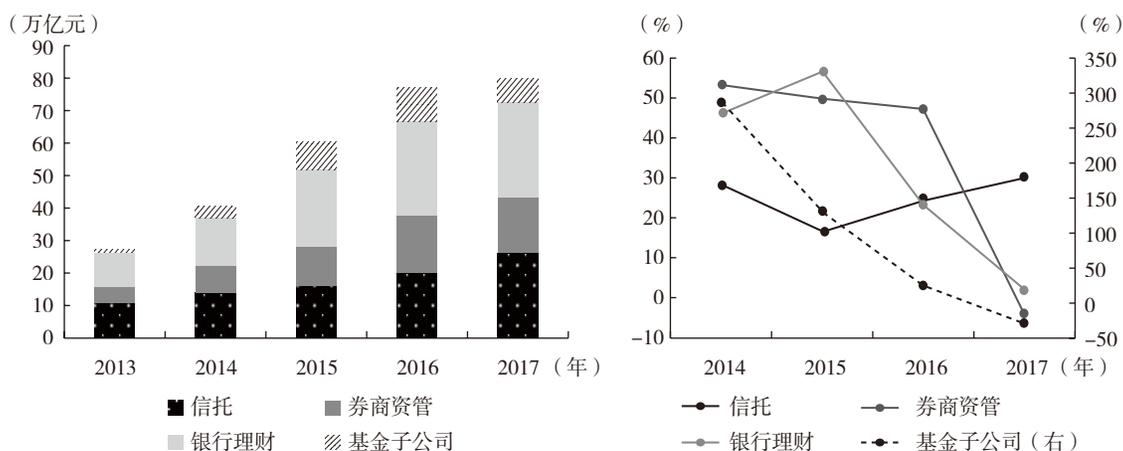
日本作为大陆法系国家，通过借鉴英美法系并根据自身特点进行本土化改良，从本质上继承信托“隔离保护”功能，并结合自身特点将信托发展成更具有金融属性的可实现资金融通及资产管理的工具。通过提供灵活优质的服务和资金投融资服务，日本信托机构发展了大量创新产品，使得信托业务的范围大大拓展。

中国台湾地区的信托业最初是为了配合商业及金融环境的需要而开始实行，由信托投资公司专营信托业务，目的在于吸收岛内外长期资金，引导民间资本进入投资领域。在其近 20 年的发展历程中始终以金钱信托为主，其他业务自始没有形成规模化经营。可以说中国台湾地区信托业的发展在很大程度上得益于境外投资信托业务的大发展。

综合分析信托在美国、日本及中国台湾地区的发展经验，可以看出，信托行业的发展是靠信托公司深入挖掘信托制度内涵，拓展信托外延予以实现。一方面，中国信托公司可以借鉴美国金融机构的发展经验，做精做深本源业务，担任好服务于各类型企业客户的实业投行和服务于高端客户的财富管家两种角色。另一方面，从日本、中国台湾地区的经验可知，信托制度适用空间宽广，可以广泛在资产证券化、职工持股信托、特定赠与信托、养老金信托、企业年金和保险金信托、预收款信托等领域发挥信托的制度优势，拓展信托业务的外沿。

##### 2. 从资管行业竞争格局看中国信托业转型发展的具体目标

截至 2017 年末，信托业资产管理规模达到 26.25 万亿元，仅次于银行理财，成为大资管行业的第二大行业细分领域。



数据来源：根据公开资料整理。

图2 近年来大资管行业规模和增速变动

可见，经过多年的发展，信托业已经成为金融服务实体经济的重要力量和居民有效配置资产、增加财产性收入的重要途径。因此，信托在资管行业中应将自身定位成为金融创新的引领者和资产管理业务的领跑者。

行业定位方面，依托独特的制度优势和牌照价值，信托可将自身定位为提供跨市场投融资服务的全能金融机构。

在盈利模式定位方面，信托业可定位于依托手续费及佣金收入、投资银行业务收入及自营投资收益三足鼎立的盈利结构。其中手续费及佣金收入部分，结构也应该更加合理。

在业务定位方面，信托业可定位于结合自身资源禀赋，有选择性发展优势业务。虽然当前信托业现状依然是以非标业务为主，但是行业发展最终倾向是以公募标准化业务为趋势。所以并行发展私募非标债权业务，并在股权投资、证券投资、家族信托、资产证券化、养老金及保险金信托等创新业务上选择性突破发展，逐步向公募标准化业务过渡是未来发展大趋势。

在客户定位方面，信托公司将自身定位为专业理财服务提供商和综合性金融服务提供商。一方面，信托面向高净值客户群体量身定做投资方案，开展定制化的理财服务，满足其特定的风险收益偏好特征。另一方面，信托面向产业生命周期各阶段企业提供一揽子综合金融服务解决方案，以金融服务创造价值。

## (二) 信托业转型发展的路径

资管新规下，作为资管业态的重要力量信托业将迎来全面转型，各信托公司均



应主动适应新规要义，进行转型布局，趁着大机遇冲上行业潮头。

### 1. 基于行业定位的发展路径：基于受托管理者职责进行资源整合

信托业应牢记自身定位，紧密结合市场需求，依托禀赋资源，融合更多高新金融科技信息技术，基于受托管理职责，实现基于资产管理、财富管理、综合性金融服务的资源整合。

### 2. 基于市场发展的信托业创新转型发展路径选择

(1) 结合信托公司资源禀赋从同质化转向差异化。各家信托公司的人才优势、创新能力、地理区位、大股东资源背景等因素都差异很大，因此创新转型应立足自身的资源禀赋各具特色，向混合化、金融控股化方向发展。信托公司可借鉴国际大型金控集团的组织架构与业务拓展模式拾慧补缺，促进信托公司根据资源禀赋差异化发展战略，把信托业的发展推向新的高潮。

(2) 产品体系架构从产品导向型转向需求导向型。在资管新规下，信托产品的体系架构从产品导向型转向需求导向型，具体而言，要满足以下几个需求。

一是服务于实体经济发展的切实需求。信托展业发挥信托多层次、多领域、多渠道配置资源的独特制度优势，为实体经济提供针对性强、附加值高的优质金融服务，实现其与实体经济的良性互动、协调发展。

二是服务于金融机构与传统实体企业的证券化业务需求。信托公司做大做强做优证券化业务可从信贷 ABS、企业 ABS 与资产支持票据 ABN 等路径进行布局。选择由传统债权贷款业务向资产证券化方向转型，更适用于体量规模较大、具有较强禀赋资源的优势信托公司。

三是服务于个人财富管理的信托管理。财富管理业务被视作信托转型最具前景的领域，以适应日益增多的超高净值客户对财富安全、家族价值传承、全球配置资产、慈善公益的需求。

四是服务于公共事业的信托管理。信托业务在基础设施等领域积极推广政府和社会合作模式。信托机构可充分发挥自身在资金端的社会资源聚集能力优势，在 PPP 项目中依靠丰富的项目管理经验，通过社会资本的引入能够推动基础设施项目建设。

### 3. 从传统私募模式向公募、私募并举

资本市场正为越来越多的信托公司所重视，按照资管新规的规定，只要资管产品的资金投向符合要求，则可以公募方式发行。以前，信托产品基本都是私募方式发行，以后可以公募、私募并举。因此，需要加强信托机构对公募机构服务支撑体系和投资



模式的学习,提升信托机构的硬件支撑和投资能力,探索发展公募模式的机会和条件。

#### 4. 升级同业业务合作,创造新的利润点

将与同业合作的传统“通道”业务转向质量型、效益型,挖掘布局优质股权类资产、权益类资产资源。同业合作的资金端,信托公司获客渠道应从从银行拓展至非银金融机构,提供差异化的多元金融服务。

## 四、信托公司典型传统业务优化升级

房地产业务、基础产业信托、证券市场业务以及工商企业信托业务是信托公司主要传统业务,这些业务构成信托公司的业务基础。在资管新规下,信托公司需要对这些业务进行优化升级,使之符合资管新规环境下的相关要求,获得更好的发展。

### (一) 房地产信托业务的优化升级

#### 1. 资管新规下房地产信托业务原有模式面临的困难、问题

(1) 房地产信托对信托公司的重要性分析。根据中国信托业协会的统计,截至2017年末,资金信托总规模为21.91万亿元,其中投向房地产的为2.28万亿元,占比10.42%。可见,房地产信托在信托公司的总业务量中占比较大,并且房地产信托项目也是信托公司利润的重要的来源,该业务的利润率高于其他一些业务的利润率。

从中国社会发展的趋势来看,房地产信托业务还具有较好的发展前景。一是中国城镇化还有较大空间,二是存量房金融服务方面还大有文章可做。

(2) 以前房地产信托业务开展的一般模式及主要领域。在资管新规出台前,信托公司实施房地产信托项目,在进行项目选择,有以下主要特点:①以新建房地产项目为主,较少涉及存量市场;②以商品房住宅项目为主,对其他业态较为谨慎;③偏好一二线城市,对三四线城市较为谨慎。

信托公司实施房地产信托项目,主要有以下三种模式:①债权融资模式;②股权投资模式;③“股+债”模式。

信托公司在选择房地产信托项目时,除了对项目本身较为重视以外,还非常重视交易对手即作为融资方的房地产开发商的综合实力。通常的做法是,除了项目本身作抵押外,还要求开发商进行担保,以防项目自身出现风险时,开发商凭借其雄厚实力,通过其他方式筹集资金来兑付信托计划。

(3) 资管新规下房地产信托业务发展面临的困难、问题。资管新规出台后,对



传统的房地产信托业务模式提出了挑战：

①普通房地产开发不属于资管新规鼓励投资的行业。

②以前的房地产信托项目明股实债模式受到挑战。2016 年的新华信托—湖州港城案司法判例，对信托明股实债模式提出了挑战。

③打破刚兑使得房地产信托项目资金流动性压力更大。资管新规第十九条提出要打破刚性兑付，对房地产信托项目的流动性提出更高要求。

## 2. 资管新规下房地产信托业务优化升级发展方向

房地产在中国还有较长的发展机遇期，是信托公司重要的业务领域。在资管新规背景下，需要信托公司认真分析形势，对房地产信托的业务领域和业务模式进行创新，使房地产信托业务实现优化升级。

（1）将存量房地产市场作为下一步业务发展的重要方向。随着城市化的推进，中国的不少城市已经进入存量房交易为主的市场。信托公司的房地产业务战略也应随之改变，应由以前的只围绕新项目开发提供融资服务向增量与存量市场并重的思路转变，重视存量房地产市场中信托公司的业务机会。

（2）重视棚改、城市升级改造等方面的业务机会。传统的房地产开发模式不受国家政策鼓励，但是棚改、城市升级改造是以后较长时期内国家大力支持的方向，出台了不少的支持政策（包括金融支持措施），相关部门也并不将其视为普通的房地产开发项目。从资管新规来看，棚改、城市升级改造也属于其鼓励投向的领域，信托公司可大力拓展棚改、城市升级改造项目。

（3）加大长租住房市场领域的业务拓展。党的十九大以后，各地纷纷投入大量资源开工建设租赁住房项目，对于商品房项目的土地供应大幅减少；同时，国家层面出台了不少政策支持长租住房发展及其资产证券化。因此，信托公司一方面可以大力拓展长租市场领域的项目，为项目建设提供融资，另一方面还可以大力推进租赁住房的资产证券化，解决存量租赁住房的现金流问题。

（4）关注养老产业，养老地产与养老信托结合。中国正在快速步入老龄社会，养老问题正在显现，处于观念转变期和矛盾集中期。中国的养老市场前景广阔，信托业在开拓房地产信托业务时，也应聚焦养老地产和养老信托，并尽量将两者结合。首先，信托公司应将养老地产这一房地产细分领域作为展业的一个重点方向；其次，从信托的本源出发，可以面向有养老需求的老年人设计合适的养老信托产品。

（5）变原来的“明股实债”为真正的股权投资。以前的房地产信托项目中，信



托公司在形式上对不少项目采用“明股实债”方式操作。在资管新规背景下，信托公司不再以收取“存贷差”为主要盈利模式，而是收取管理费用。因此，信托公司更有条件对房地产信托项目进行真正的股权投资。信托公司可按照公司治理要求，真正以股东身份规范项目公司运作，完全站在股东的角度考虑项目相关问题，参与项目开发的全过程管理，提高主动管理能力，控制项目风险。

(6) 大力发展房地产信托投资基金(REITs)。房地产信托投资基金在国际上已有较长的历史，在中国也具有广阔的市场前景，信托公司应将此作为以后一个新的重要的新业务发展方向，做好前期准备工作，在政策具备、条件成熟时，大力拓展此方面业务，使之成为新的业务规模突破口和利润增长点。

上述的几个房地产信托业务发展方向，既符合资管新规的鼓励投资领域，又有较好的业务前景，能为信托公司带来较好的经济效益，可以作为优化升级的重点方向。

## (二) 基础产业信托业务的优化升级

### 1. 资管新规背景下基础产业信托面临的困难、问题

(1) 基础产业信托的重要性分析。2018年1~5月累计，全国发行地方政府债券8766亿元。截至2018年5月末，全国地方政府债务余额16.63万亿元，较2017年末的16.47万亿元略有上升，说明政府仍有较强的融资需求。

(2) 当前基础产业信托的模式。近10年来，信政合作是信托与各级政府在基础设施、民生工程等领域开展的主要业务合作。

资管新规前，基础产业信托主要有以下模式：

① PPP模式。自2014年开始，全国大力推广PPP模式，信托公司积极通过PPP业务与政府建立新的合作模式，助力基建投资。

② 产业投资基金。政府投资产业基金也是政府实施基础设施建设的重要路径，信托公司参与产业基金，服务地方经济建设。

③ 政府购买服务模式的棚改及其配套项目。棚户区项目拿地成本较低，大多采取“回迁房+商品房”的模式，项目后期一般具有较充足的现金流，符合信托产品特性。

(3) 资管新规及其配套政策下基础产业信托发展面临的困难和问题。资管新规出台后，对传统的基础产业信托业务模式提出了挑战。根据规范政府负债的相关要求，地方政府为地方融资平台出具担保承诺函的行为将被逐步禁止。

此外，基础产业信托本身就存在较大风险和困难，主要包括以下三方面：



一是违约风险增大。未来平台公司的后续融资存在较大风险，特别是经济欠发达省份的债务率普遍高于经济发达省份。

二是展业困难。在中央对政府举债进行严格管控以及加大对违规举债问责力度的背景下，融资平台已经在加快去政府信用化，传统平台业务的展业空间不断缩窄，转型压力比较大。

三是信托公司对项目的把控力较弱。在基础设施项目中，信托公司更多看重提供背书的政府实力，反而轻视项目本身的质量把控和风险识别。

### 2. 资管新规下基础产业信托业务优化升级发展方向

基础产业发展事关国计民生，为其提供金融支持是引导资金脱虚向实。在资管新规下，基础产业信托优化升级需要进一步改变以前直接向政府平台贷款的业务模式。

(1) 进一步拓展基础产业信托基金化。基础设施投资基金还可以改变以往以融资类项目为主的结构，参与股权投资，响应混合所有制改革要求。

(2) 参与城乡一体化发展。新型城镇化是农村现代化的必由之路。一是对于集体所有制土地，以财产权信托的形式存在。二是对于农业用地或者经营性建设用地，以信托的方式进行流转具有独特的优势。

(3) 开拓“一带一路”市场。当前“一带一路”倡议已转化为国际共识。信托公司在开放格局下也应拓展自身业务领域，创新商业模式，力求创造更大价值。当前信托公司参与的“一带一路”业务主要涉及交通、能源和民生三大内容。

(4) 调整 PPP 业务方向。目前信托公司开展的 PPP 业务，多为以项目建设为主的政府付费型业务，未来信托公司 PPP 业务也要调整方向。信托公司开展 PPP 业务，要重点关注有运营内容，建立按效付费机制，采用缺口补助或者使用者付费的回报模式的相关项目。此外，还可推动 PPP 项目的资产证券化。

### (三) 证券市场信托业务的优化升级

#### 1. 资管新规下证券信托业务原有模式发展存在的困难、问题

(1) 投研能力弱，自主管理能力有待提升。信托公司投研队伍建设落后，大部分信托公司并未建立起自身完善的投资研究梯队及体系，作为投资参与主体在市场中较为被动，信托公司自身投研并未积极主动的参与市场，导致大部分证券信托团队重渠道、管理，轻研究、投资现象，能力仍然参差不齐，不足以在多变的市场中攫取机会价值。

(2) 普遍存在分离定价问题。证券市场信托项目多为报价型产品，推介时候按



照“预期收益率”估值，而真实运作过程中出现亏损或盈余，在账面估值上并不会及时反映，管理人通过风险准备金或者杠杆资金来“补窟窿”或提高估值，容易形成“预期收益率”和“实际收益率”之间的分离定价。

(3) 财富营销能力不足，智能平台建设滞后。大部分信托公司并未建立证券信托的客户营销团队，财富管理部门掌握净值型证券信托产品销售比例较低，缺乏主动管理资金来源。并且，证券信托运营平台智能投顾不足以支撑客户多样化配资需求。

(4) 提高合格投资人门槛，募集难度加大。以前证券信托资金多来自机构的主动管理资金，资管新规后加大募集难度，将从银行委外一枝独秀到多元化资金并举，需要证券业务营销团队发掘更多优质机构客户资源和高净值客户资源。

## 2. 资管新规下证券市场信托业务优化升级发展方向

在资管新规下，证券市场信托业务要进一步加强主动管理，提升投资能力和效率。

(1) 强化专业化营销、运营及投顾建设，形成品牌规模效应。信托公司需要强化投研能力建设，依靠自身资源与优秀投顾互动，借助大机构投研能力培养自己研发的队伍。目前信托公司前后台业务人员队伍需要在各方面进行重新整合，部分核心研究人员更迫切需要外部引进，以使团队在市场、投资、运营等几方面形成综合实力强大的证券信托队伍。

(2) “业务协同+综合实力”提升。要实现此目标，需要在以下几方面下工夫：

① 产品端创新。产品端，信托公司应强化主动管理能力，根据自身禀赋优势，形成各自产品优势，在权益类投资、固收收益、量化投资、衍生品等方向培养比较优势，提供更有竞争力的产品收益率。同时，构建一套产品筛选体系，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。

② 服务端转型。向主动管理转型，自建财富中心，与银行开展同业合作。积极探索私募基金管理人平台，丰富展业身份，拓展展业范围，在投资者和管理人之间组织交易撮合和资源匹配等工作。

③ 拥抱科技金融提升服务效率。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。

## (四) 工商企业信托业务的优化升级

坚持服务实体经济将成为资产管理行业发展的根本方向，因此工商企业信托业务发展前景良好。



### 1. 资管新规下工商企业信托业务原有模式发展存在的困难、问题

(1) 资金链断裂风险。受宏观经济形势以及企业“融资难”等因素的影响，工商企业信托项目违约事件数量有所上升。工商企业类信托通常把融资企业的经营性收入作为还款来源，因此企业经营状况决定企业能否按期偿付，资金链断裂将直接导致工商企业违约，信托到期退出困难。

(2) 风控措施薄弱。工商企业通常用厂房、股权、设备、存货等提供抵质押。其中，设备、存货是动态质押，且每种存货有其特殊性，因此存货的价格、变现能力、储存难度等均存在极大的不确定性；若进行股权质押，则存在股权价值波动、出质人信用缺失等风险，直接影响项目还款来源。

(3) 服务实体经济功能受限。在实践中，由于对新行业、新产品研究不够，把握不准，加之缺乏相应的配套制度及法律支持，导致信托在支持国家重点行业或产业中涉入不充足、不深入，影响工商企业信托的发展。

### 2. 资管新规下工商企业信托业务优化升级及发展方向

未来伴随着发展方式转变、经济结构优化、增长动力转换，中国实体经济发展逐步由高速增长向高质量发展转型，信托业在内的金融行业也将面临新的发展机遇，工商企业信托有以下五大发展方向：产业优化、消费升级、支持战略性新兴产业、解决小微企业融资难和经济“出海”。

(1) 产业优化。信托行业具备丰富的夹层和结构化融资经验，通过不断强化结构化投融资思维和能力，可采用私募融资、产业基金、并购基金和私募股权投资等多种方式和手段实现资金配置，有力支持产业优化调整。

(2) 消费升级。从供给规模和服务手段来看，目前围绕消费市场的投融资服务仍处于起步阶段。大力开展消费信托，能够增加信托公司事务管理收入，带来其他收益的机会，有助于创新产品设计方案，布局个人金融服务市场，更好地服务实体经济与社会民生。

(3) 支持战略性新兴产业。在新兴产业蓬勃崛起的背景下，信托业应当不断完善投融资机制，驱动产业创新，为具有发展潜力的企业提供金融服务。

(4) 解决小微企业融资难。小微企业是国民经济中最具活力的群体，也是实施大众创业、万众创新的载体。信托公司可以通过整合运用多种金融工具，针对小微企业发展特点和融资需求，设计不同交易结构、不同合作模式的信托产品，为小微企业的经营发展提供长期、稳定的资金支持。



(5)经济“出海”。近年来,信托业国际化布局明显加速,也在积极配合“引进来,走出去”“一带一路”等。信托业在不断获取国际化业务牌照的同时,也在组建具备海外市场经验的专业团队,建设国际化业务平台,从而更好地服务核心客户的海外金融需求。未来,信托业有望通过灵活创新的投融资解决方案,在推进经济“出海”、国际间贸易和资金流动上发挥更大作用。

## 五、资管新规背景下信托新兴业务的发展方向

### (一) 标准化业务

#### 1. 信托发展标准化业务的必要性和可行性

根据资管新规内容,全文重点关注非标、标准资管业务的规范,严格非标准化债权类资产投资要求,同时对公募和私募产品的投向做出了规定。使得信托公司开展标准化业务有了更强的政策支持。信托公司有必要进一步扩大标准化业务的业务范围,进一步优化标准化业务的交易结构,进一步开拓标准化业务的利润来源。

#### 2. 标准化金融产品和标准化信托业务的定义

标准化信托业务是指信托公司依据信托文件约定,将信托资金直接或间接投资于公开市场发行交易的标准化金融产品的信托业务。

标准化金融产品是指在公开市场上交易的有标准化合约的金融产品。标准化金融产品可以分为股权类资产、债权类资产和金融衍生品。

#### 3. 标准化信托业务参与方式

目前,信托公司参与较多的标准化业务为上市公司股票、企业债、公司债、银行中期票据和短期融资券、ABS、ABN、证券投资基金。但投资标准化产品对信托公司的主动管理能力要求较高,所以目前信托公司更多的参与方式是利用自身的信托特性对投资标准化产品提供通道或者SPV。

(1)股票。包括境内A股和境外股票,境外股票需要信托公司具有QDII业务资格。信托公司传统证券投资业务主要指这一类标准化产品。信托参与方式包括被动管理方式和主动管理方式。其中被动管理方式主要分两种:一是通道业务,由银行资金与劣后方投资者共同设立信托计划投资股票市场。二是受托人投资顾问模式,投资者作为委托人,信托公司作为受托人,聘请投资顾问担任实际的投资管理人,银行作为资金托管人,证券公司作为证券托管人。



(2) 债权类标准化产品。债权类标准化产品包括企业债、公司债、可转债、银行中期票据和短期融资券等银行间市场、交易所市场所经营的主要债券品种。被动管理方式主要是通道或配资模式。主动管理方式主要分为两种方式：一是一级市场承销业务，二是二级市场债券买卖业务。

(3) ABS、ABN。ABS、ABN 包括银行间市场与交易所发行的证券化产品。信托公司参与此类业务也有被动管理和主动管理两种方式。其中主动管理方式是 ABS、ABN 投行业务。信托公司可以更深入参与到信托受益权资产证券化的各个环节中。将来，信托公司不仅可以作为 SPV，也可以作为财务顾问和承销商；同时，信托公司可以协调过桥方形成债券资产，并参与产品设计和销售。

(4) 证券投资基金。主动管理模式同股票类似。被动管理模式主要为 FOF 模式。FOF 是目前市场上较为常见的主动管理型标准化信托产品。FOF 产品有选择时，通过持有多只私募证券投资基金，配置不同种类的私募基金进行更高层次的组合投资配置服务，使资产的非系统风险降低。这要求信托公司具有鉴别优质基金的能力。

(5) 期货期权等其他衍生品。由于期货期权业务属于证监会监管，并且专业操作技术较高，需要专业人员操作。一般以套期保值为目的，期货或者期权的配置作为资产配置中的辅助一项，主要目的是对冲市场风险，降低投资组合的总体风险。

## (二) 财富管理业务

### 1. 资管新规带来的财富管理业务前景、机会

近年来，中国金融机构资管业务快速发展，规模不断攀升。根据统计，截至 2017 年末，中国资产管理行业总规模约为 120 万亿元，同比增长 7.43%。

在资管新规出台后，主动管理业务成为信托转型的必然方向，而财富管理无疑是其中的重要抓手。资管新规及其执行细则明确规定，家族信托养老金信托等不适用资管新规，这对财富管理重点业务形成利好。

中国信托业近年来的发展也使其具有了担当财富传承生力军的底气。在目前的中国，财富管理市场还处在百家争鸣的阶段，而在功能主导市场发展的大背景下，由于财富管理法律框架更倾向于信托模式以及信托公司自身在财富传承中的独特功能优势，信托公司未来将有望成为最佳的财富管理机构。

具体来说，信托公司自身优势包括以下两点：

第一，信托作为一种财产制度管理安排，所具备的第一大优势是灵活。

第二，信托财产的独立性。根据中国《信托法》的规定，信托财产的独立性与



闭锁性使其具备了“准法人”的地位，因而拥有权益重构、风险隔离等多重功能，这也满足了高净值人群对财富管理的持续性与稳定性的要求。

因此，未来信托公司要将财富管理业务作为战略性业务进行积极培育，以适应日益增多的超高净值客户对财富安全、财富传承、全球配置资产的需求。

## 2. 资管新规下财富管理业务的发展方向

(1) 从销售为主向资产配置升级。值得肯定的是，经过过往的高速成长与发展，信托公司财富管理已积累一批稳定的资金和客户资源。此类客户对信托公司财富管理品牌的认可高于信托产品本身，这一优势为财富管理向资产配置转型打下良好基础。因此，在外部经济环境变化及财富管理自身发展阶段的要求下，信托公司财富管理向资产配置转型升级是发展的大势所趋。<sup>①</sup>

(2) 以客户需求为中心，逐步提升服务的内涵及广度。信托公司财富管理业务需要从单纯地向客户销售产品，转向以满足各类投资者的投资理财需求为出发点，根据投资者的不同收益风险与流动性偏好开发出多元化配置方案。提升服务的内涵及广度，提升财富管理专业能力，更好地匹配客户需求。

(3) 培育家族信托业务。展望2020年，中国本土家族信托规模可达6 275.5亿元。家族信托是事务性信托的一种，其充分利用了信托财产的独立性、信托独有的法律关系，可满足高净值客户日益增长的财产隔离保护、财富传承等一系列财富管理需求。家族信托的出现真正使财富管理从“产品驱动”导向转向了“客户需求”导向。

(4) 广泛应用人工智能等金融科技手段。随着科技创新在信托中的应用逐渐深入，金融科技已成为信托转型的重要载体和手段。金融科技手段主要可以起到以下作用：一是定制方案，优化资产配置。二是分层管理，精准服务客户。三是加强风控，完善内部治理。

### (三) 资产证券化业务

资产证券化业务不受资管新规的限制，具有较大的发展空间，也是信托公司转型的重要方向之一。

#### 1. 信贷资产证券化

信贷资产证券化是一种盘活金融机构信贷资产的重要工具，尤其是房地产抵押贷款这种期限长、资金占用大的信贷资产。

<sup>①</sup> 白云、邵含章：《非标资产管理业务的金融创新与风控实务》，北京，经济管理出版社，2017。



商业银行通过信贷资产证券化,可提高资产流转速度,实现表内信贷资产表外化,从而提高服务实体经济的能力。信托公司作为信贷资产证券化的受托机构,可加大该项业务的拓展力度,一方面可以成为信托公司的主营业务之一,另一方面也可以间接支持实体经济的发展。

### 2. 企业资产证券化

企业通过发行资产证券化产品让渡存量债权或收益权资产,可以将存量资产变现,从而拓宽融资渠道,并改善企业的资产负债结构。根据中国发行场所和监管部门的不同,企业资产证券化可以分为在交易所市场发行的企业资产证券化(企业 ABS)以及在银行间市场发行的资产支持票据(ABN)。

信托公司在开展企业资产证券化业务时,要不断提升主动管理能力和创新服务能力,从仅仅起到隔离作用的通道逐步向资产证券化整体服务商转变。具体而言,信托公司可提供中介选取、产品设计、项目协调等主要金融服务,体现信托公司在资产证券化框架下的核心地位和作用,从而获得资产证券化项目更大的主导权,并提升盈利空间。

### 3. 资产证券化的发展方向

从近几年资产证券化发展的趋势来看,消费金融类、供应链金融类及房地产类资产证券化具有广阔的发展前景,信托公司可加大在该领域的业务拓展力度。

(1) 消费金融类。由于中国消费贷的迅速发展,消费金融类资产证券化在 2017 年迅速发展,发行机构包括持牌机构(如银行和消费金融公司)发起的以消费信贷为基础资产的信贷资产证券化,以及非持牌机构(如蚂蚁花呗)发起的小额贷款资产证券化。

(2) 供应链金融类。从 2017 年开始,供应链金融类资产证券化迎来了政策“风口”。信托公司可根据多年的客户积累,在现有的“大优”客户中,拓展供应链金融服务及开展供应链金融类资产证券化业务。

(3) 房地产类。2016 年以来,房企传统融资渠道受限,发行资产证券化产品成为融资新选择。同时,目前中国的房地产行业已经从增量时代跨入存量时代,尤其是商业地产库存量大,在表内收益率低,而资产证券化有利于房地产企业盘活存量,快速回笼资金,实现轻资产运作。信托公司可充分发挥多年来在房地产业务领域的经验及客户积累优势,积极主动开展房地产类资产证券化业务。

(4) Pre-ABS。对信托公司而言,在形成资产的前端就提前进入,给资产方一



笔贷款,因为退出方式是资产证券化,所以比一般贷款或“非标”的退出方式更为明确,期限也可控,不仅可以增加一种服务企业的融资方式,也可以开展资产证券化业务。

#### (四) 股权投资业务

##### 1. 信托公司参与股权投资业务模式

目前,信托公司参与股权投资业务模式主要有四种:一是信托计划直投模式,二是信托专业子公司或投资顾问模式,三是参股私募股权投资基金模式,四是自有资金直接投资模式。

##### 2. 资管新规对信托公司股权类业务的主要影响分析

资管新规对于股权投资业务的主要影响如下。

一是要求明确退出安排。对于股权投资的退出方式,主要有上市退出、并购退出、借壳上市、股权转让、回购、清算等多种模式,由于企业一般具有较高的经营风险,非上市公司股权退出方式具有较大的不确定性,很难事先在合同中予以明确。

二是明确私募基金适用于专门法规。私募基金和其他资管产品适用的监管规则不同,预计会对信托公司股权产品业务模式造成一定影响。

三是净值化管理和估值方面的要求。由于未上市公司股权很难观测到交易产生的公允价值,因此应当采用合适的估值模型生成公允价值,因此需要制定统一明确的非标股权信托产品估值定价准则。

##### 3. 资管新规背景下信托公司股权投资业务的开展

对于信托公司而言,开展股权投资类信托业务具有重要的意义。信托公司布局股权投资业务可以从以下几个方面发力:

一是要大力培养专业人才。信托从业人员的业务水平是信托公司参与股权投资业务成功与否的关键所在。当前,中国信托业从业人员对于股权投资业务的开展实践相对较少,人员水平参差不齐,急缺金融、财务、法律等方面的复合型人才。建议相关部门利用国内现有的科研优势,加快信托公司与高校科研机构进行全方位合作,采取多种形式提升从业人员的业务能力与专业素养,为信托投行业务储备人才。

二是加强客户培养和转化。信托公司定位为高端专业理财服务机构,但长期以来,信托产品主要是高收益私募债权投资产品,纯股权投资产品很少。一方面,信托公司需要在在现有客户中发掘适合于股权投资产品的投资需求,另一方面信托公司可以加强市场开发力度,拓展新的适合于股权产品投资风险收益偏好特征的投资者。

三是加强信托公司运作项目的的能力。一方面,信托公司应当加强自身主动管理



能力和行业研究能力。通过逐步探索“投贷联动”的发展模式，从而提升信托公司的服务水平。另一方面，信托公司应注意提升股权类产品运作能力，充分发挥信托公司综合性、专业化的业务能力，深度参与投资项目的公司治理，实现企业价值最大化和投资人利益最大化的有机统一。

### （五）服务型信托业务

服务型业务即受托事务管理类信托业务。依据 2017 年中国银监会发布的《信托公司信托业务监管分类指引（试行）》（征求意见稿），事务信托指信托公司完全根据委托人指令，对信托财产进行管理和处分的信托业务。从行业具体实践来看，事务信托应该囊括目前处于初级阶段的大部分家族信托业务、消费信托业务和企业年金业务<sup>①</sup>。

#### 1. 资管新规带来的受托事务管理业务前景与机会

2018 年 4 月 27 日，人民银行、银保监会、证监会、国家外管局四部门联合印发资管新规，目的是为了统一资管产品监管标准，有效防范化解金融风险从而更好地服务实体经济。

资管新规第二条旗帜鲜明地打破刚兑，将激发信托公司利用信托制度优势结合金融行业发展需要，探索适合监管要求和经济金融发展需要的新的受托事务管理业务。这对信托行业而言是一个新的有利的发展契机，有利于利用信托制度优势发展真正的低风险甚至是无风险的并且适应经济金融发展需要的新型受托事务管理业务。

资管新规第六条要求金融机构开展资管业务时提高投资者识别能力，实行适当性管理，这对信托公司开展受托事务管理业务提供了新的机会。信托公司利用信托制度优势按照其指令开展事务管理业务，此类资管产品运行过程中的金融风险完全由风险承担能力和投资能力很强的投资者承担，信托公司仅处理一般事务性业务。

资管新规对新型受托事务管理业务提出了要求，应当为其他金融机构提供符合国家经济金融政策需要，有利于实体经济发展以及控制金融风险的受托事务管理服务，这为信托公司发展受托事务管理业务带来了光明的前景和机会，同时也为信托公司转变业务发展方式、回归信托发展本源，开展服务型信托业务指出方向。

#### 2. 资管新规下受托事务管理业务发展方向

信托公司开展受托事务管理业务就不能再坚持之前的发展方向和思路，而应摒

<sup>①</sup> 中国信托业协会：《中国信托业发展报告》，北京，中国金融出版社，2017。



弃规避投资范围、杠杆约束的受托事务管理业务，转变事务管理业务的发展方式，利用信托制度优势探索低风险甚至是无风险的满足经济金融发展需要的新型受托事务管理业务。

信托公司可以更进一步地按照各自的资源禀赋和核心竞争力，开展服务型的信托业务，如为其他金融机构相关资管业务或其本业提供有关账户、系统、资金、IT方面的金融服务，大力拓展财产/财产权信托受托服务业务。

鉴于受托事务管理业务本身具备的特性即信托公司不承担主要责任、不具备信托财产运用裁量权、不承担产品运行的金融风险，信托行业开展新型受托事务管理业务自然就控制了乃至降低了信托行业的金融风险；如果我们积极与其它金融机构沟通、协作，探索符合国家经济金融发展要求的事务信托业务运作模式，将资金投入到实体经济领域，那么从信托行业角度就形成了新型的风险较低而且满足经济金融发展需要的受托事务管理业务。

## （六）国际化业务

### 1. 资管新规带来的国际化业务前景、机会

信托公司的国际化业务相较于其他金融机构起步较晚，业务类型包括 QDII（Qualified Domestic Institutional Investors）、QDIE（Qualified Domestic Investment Enterprise）、QDLP（Qualified Domestic Limited Partner）等多种方式，但目前受限于法律法规制度和监管政策，信托公司开展 QDIE、QDLP 等其他类型境外理财业务发展速度较为缓慢，业务类型仍以 QDII 业务为主。

资管新规虽然按照资管产品的类型统一了资管行业的监管口径，提高了资管产品的监管标准，但相比于其他业务类型，对国际化业务的影响相对较小。

资管新规强调“卖者尽责、买者自负”、打破刚性兑付的同时，也将客观上提高居民对于财富资产配置多元化的需求。近年来，中国居民财富规模不断累积，贝恩公司和招商银行联合发布的《2017 中国私人财富报告》显示，中国私人财富市场近年来保持高速增长。中国个人持有的可投资资产总体规模达到 165 万亿元。报告调研数据显示，受访高净值人士中有超过 80% 认为分散风险是进行境外投资的首要原因，另有约 50% 的受访者表示捕捉境外市场投资机会是重要原因，境外投资已经成为高净值人群理财需求的重要组成部分。所以，在新的时代背景下，发展国际化业务仍将是多家信托公司重点布局的方向之一，此举既可丰富信托公司的产品线，也可提高信托公司开展财富管理业务的竞争力，促进自身业务的转型升级。



## 2. 资管新规下国际化业务发展方向

截至 2018 年 6 月国内已有 23 家信托公司获批 QDII 业务资质，其中 18 家获批 QDII 投资额度。

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

(1) 加大业务布局，逐步培养主动管理能力。由于中国信托公司的历史相对较短，需要通过业务经验的积累逐步培养主动管理能力，由跨境通道向资产配置及融资业务逐渐过渡。

一是跨境通道业务。开展跨境通道业务，在人员、资本、风控、系统等方面的投入相对较少，资金来自于境内客户，投资标的也由境内客户指定，适合作为信托公司参与国际化业务的起点。

二是跨境资产配置业务。跨境资产配置业务对于团队、系统、风控与运营管理的要求较高，可采取循序渐进的方式，先与境外知名资产管理机构合作，在具备一定的运作经验后，再大规模开展主动管理型跨境资产配置信托业务。

三是境外融资业务。境外融资可分为境外子公司融资、跨境直接融资和资金入境三套业务体系。可结合信托公司整体的业务布局及资源禀赋，制定差异化的业务战略。

四是境外家族信托业务，这是一项长期服务，属于客户总量较少、单体溢价较高的精品定制服务，在实际运作时，要先发掘已有客户的潜在需求，与境外专业家族信托服务商开展合作，积累足够经验后再择机自主开展境外家族信托业务。

(2) 通过多种方式开展国际化业务。信托公司开展国际化业务的方式较为多样，主要有以下三类选择。第一，申请境外理财相关业务资格。部分已经具有 QDII 和 QDIE 的信托公司，可借助于这些资格的优势，布局海外市场。而对于打算开展境外理财又未取得资格的信托公司，则应积极申请业务资格。第二，设立境外子公司。成立专业子公司也是符合监管导向的转型方向，而境外子公司被视为专业子公司中重要的一类，且信托公司打算设立境外子公司为开展家族信托、实现全球资产配置提供便利基础。第三，与其他机构合作开展国际化业务。通过与其他机构合作，发行产品、聘请其他机构作为投资顾问、与境外的财富管理机构开展国际化业务等，也会成为部分信托公司开展国际化业务的选择。



(3) 加强相关保障措施建设。信托国际化业务的发展需要聚集专业人才，培养主动管理能力。信托公司提升管理能力，做好人才培育和储备，要注重内部培养和外部引进并行，同时建立相应的内部机制，做好人才的引进及培养工作，为国际化业务的开展打好基础。

除了人才引进及保留，信托公司开展国际化业务还要注重业务系统建设，完善业务系统布局。

总之，随着人民币国际化进程加快，中国金融开放水平不断提高，高净值客群海外资产配置需求持续增长，信托国际化业务将有着广阔的发展空间和良好的发展机遇。信托业应坚定国际化的战略方向，积极申请获取国际化牌照，进行专业人才的培育和储备，建设国际化业务平台，从而更好地服务核心客户的海外金融需求，力争在推进经济“出海”、国际间贸易和资金流动上发挥更大作用。

## 六、信托公司的能力和支撑体系建设

### (一) 信托公司能力建设

#### 1. 公司治理能力

在资管新规背景下，打破刚性兑付，信托公司尤其需要加强履行勤勉尽责义务，以维护客户利益，同时避免投资者索赔。这些都需要信托公司加强公司治理。

自中国第一家信托公司 1979 年成立开始，信托公司在中国的发展与改革开放基本同步；中间历经了六次清理整顿，每次整顿均清除了影响中国信托业发展的负面因素，促使行业健康发展。经过六次浴火重生，中国的信托公司在公司治理方面做了大量工作，也已取得了较好的效果。

要提升信托公司的公司治理能力，需要从以下几个方面下工夫：

(1) 规范“三会一层”设置及运作。截至 2017 年末，68 家信托公司均按公司法的要求设置了股东会、董事会、监事会，及经理层，表明各信托公司在法人治理方面已基本符合相关要求。下一步应在“董事会战略决策、高管层执行落实、监事会依法监督”的基础上，构建起“决策科学、执行有力、监督有效、运转规范”的法人治理结构。

(2) 促进各专业委员会作用的发挥。为提升“三会一层”履职的专业性和有效性，各信托公司可通过在董事会下设立信托委员会、战略委员会、风险管理委员会、



审计委员会、关联交易控制委员会、提名委员会、薪酬委员会等专门委员会，并制定相应的议事规则。根据各专业委员会的职责，充分发挥其专业作用，把控风险、为公司业务发展保驾护航。

(3) 完善内控管理机制。信托公司根据相关规定，按照职责分离的原则设立相应的工作岗位，保证公司对风险能够进行事前防范、事中控制、事后监督和纠正。除设置部门以外，还有相应的内控制度和管理办法，最常见的为“信托公司内部控制指引”，保证内控部门根据相应的制度和办法独立开展工作。

(4) 保证独立董事制度有效运行。独立董事制度有助于使公司运作更加规范、透明，也使各项重大决策更加科学。信托公司聘请法律专家、金融专家等作为独立董事，加入董事会，以提升董事会作为决策机构的管理决策水平。通常独立董事具备专业的技术水平、良好的经营管理水平和优秀的职业道德，在投资者利益与公司利益冲突时，能够从第三方的角度帮助公司进行决策。

(5) 加强信息的披露管理。提高和改进信息披露，可以促使公司向利益相关方提供更有价值的信息，减少信息不对称，从而有效节约交易成本并促进公司规范化运作。

## 2. 产品设计及研发能力

在资管新规背景下，信托公司的工作开展与事业进步，要求各公司必须持续建设强大的产品设计和研发能力。

信托业是资金密集和智力密集型行业，这个特点要求信托公司不仅要有强大的资金筹措与项目运作能力，更要有强大的智力支持，有强劲有力的产品设计、模式确立、架构搭建、理论探究、实务开发的能力。

信托公司的研发工作要在以下几个方面加强与实务经营工作的结合。

一是编制高水平的研究报告，指导业务发展。在参考资管行业通行做法的基础上，结合自身特点，不断提高公司在业务和产品方面的拓展和开发能力，时刻关注、聚焦国家宏观政策、行业发展趋势与脉络、信托行业领先者和专业机构的研发思维和研究成果，确定并及时修订完善公司总体发展战略及业务发展方向，提供有深度、有较强参考价值的研究报告。研究部门要做公司业务创新的观察者、分析者、协同者、合作者、总结者、协调者、集成者、提高者，使理论与实务、研发与业务、文化与经营相辅相成，良性循环。

二是研究部门和各业务部门要改进和加强信息情报工作。研究部门要做到在当



今巨量信息扑面而来的情形下，撷取、摘编各类对公司有实际利用价值、能启迪思考和业务思路的有益信息，把握业务发展脉络。对于收集的有价值的信托，通过各种渠道发送给信托公司的业务部门。

三是研究部门可组织有益的学术沙龙活动。在公司长期组织开展有明确主题、有业务超前思维的学术沙龙活动，使之成为公司广大员工、新进员工学习、深造的园地和课堂，成为公司创新业务的传播之地、弘扬之所、布道讲坛，成为公司业务与创新头脑风暴的发祥之地。

总之，要想强化信托公司的产品设计与研发能力，研究工作就要与实务开展深度契合，广泛结合，避免“两张皮”现象，要投身业务一线，构建坚实平台，倡导研发导向，形成有力抓手，起到对项目开发的牵引、推动作用。研发工作要与公司实务紧密结合，及时了解行业信息与发展动态，构建及时有效、畅通的情报网络，进行前瞻性的研究探索。

### 3. 主动管理能力

主动管理是相对于被动管理而言的，2017年4月，银监会下发的《信托业务监管分类说明（试行）》对主动管理型信托的定义为：信托公司具有全部或部分的信托财产运用裁量权，对信托财产进行管理和处分的信托。

培养主动管理能力是不少信托公司多年来战略规划进行业务转型升级的一个重要方向，但是前几年不少信托公司对于加强主动管理说得多、做得少。资管新规的实施，将迫使信托公司提升主动管理能力，以提高市场竞争能力。

信托公司可以从以下几个方面加强主动管理能力的建设。

首先，信托公司应把好信托项目选择的入口关。信托公司的资金大部分投向非标项目，项目的选择就非常重要。信托公司应分业务类型建立信托项目的选择评价体系和标准。使每一类信托项目的选择决策更加科学化，尽量降低人为主观因素影响，把不好的、先天不足的项目筛选出去，从源头上控制风险，避免信托风险项目出现。

其次，信托公司应做好贷后管理。信托公司将资金放出去后，需要对信托项目及融资方企业进行全程监控，加强过程的主动管理。信托公司通过加强信托项目的过程主动管理，及时纠偏，可以尽量降低风险事件的方式以及风险事件后果严重程度，使信托项目尽量少偏离当初决策时确定的目标。

最后，信托公司应加强风险处置能力的提升。可以预见，风险处置能力将成为信托公司以后在市场竞争中的一种核心能力。为此，信托公司要建立风险项目处置的



体系，制定风险事件处置预案；在风险事件发生时，信托公司能在最短的时间内响应，凭借自身的风险处置能力，运用各种手段处置好风险事件，在尽量短的时间内完成风险项目的处置，实现信托投资者资金本息的回收（尤其是本金），可以在最大限度上弥补风险事件对信托公司商誉的损失。

### 案例：多家信托公司运用主动管理类信托服务实体经济

2017 年，多家信托公司开始在工商企业领域进行探索和尝试，并指出要加大对行业的深度研究，培养专业化的行业团队，提升主动管理能力。长城新盛 2017 年工商企业信托领域资金主要投向现代制造业、医疗健康、新能源、信息技术等领域；浙金信托 2017 年更多地服务于“一带一路”倡议、长江经济带战略等在浙江的实践，服务浙江省经济转型升级，具有明显的地域专属特征；中海信托 2017 年基于股东背景进行石油行业的展业，服务集团内公司的产融结合业务；中粮信托 2017 年基于对高端白酒市场的充分调研和仔细论证，成立专注于高端白酒市场的信托产品；金谷信托 2017 年的工商企业资金投向主要是电力、燃气企业。

### 4. 资产配置能力

资管新规出台标志着资管行业进入统一监管时代，金融行业竞争格局面临重塑。随着信托行业转型发展的逐步深入，资产配置能力建设将成为信托业未来面临的重要课题。

信托公司应关注以下四个方面的资产配置能力建设。

（1）调整信托资金投向，向实体经济倾斜。信托要回归服务实体经济，实现长足发展，应将眼光投向未来的支柱性产业，主动融入国民经济发展的重点领域，包括战略性新兴产业、服务业以及现代制造业等，深耕新能源、新材料、生命工程、信息技术和移动互联网、节能环保、新能源汽车、人工智能和高端装备制造等产业方向，真正做到服务实体经济。

（2）加强客户分层管理和风险分类。信托公司要根据客户投资行为及其他信息区分出客户层级，再根据不同层级提供不同的产品及服务，锁定核心客户。

客户风险分类应主要考虑客户基本信息、过往投资行为、投资理念三大方面。除了对客户进行风险分类，还要对产品进行风险分类，两者相结合才具有可操作性。

（3）搭建具有广度的产品线。信托公司实现资产配置升级的一个关键因素是搭



建具有广度的产品线。资产配置应建立在涵盖不同风险收益的全产品线基础上，其中应包含现金管理、债券、固定收益、对冲策略、股票型、股权型等。

在全产品线基础上，应关注以下几个重点发展方向：一是回应中国增大股本权益投资比重的重大战略部署，加大证券投资、并购投资、项目股权投资、PE 投资、投贷联动等资金运用方式。二是重视并积极参与资产证券化等标准化业务。三是主动开展全球资产配置。

(4) 围绕资金需求，开展家族财富管理类信托。信托公司应积极开展家族财富管理类信托，根据投资者的不同收益风险与流动性偏好而开发出多元化的配置方案，将产品专业化和客户专业化相结合，满足目标客户群个性化的资产配置需求，以定制化、个性化的服务取得客户的信任与忠诚，打造以资产配置为核心的家族财富管理类信托，培育信托公司的核心竞争力。

## 5. 风险管控能力

金融的本质是经营风险，信托公司作为金融机构也不例外。信托公司要在市场竞争中获取竞争优势，就要加强风险管控能力建设。

(1) 建立全面风险管理体系，健全组织机构。在资管新规背景下，尤其是打破刚兑的环境下，信托公司应在加强合规风险管控的基础上，积极建设全面风险管理体系。

一是加强制度建设，打牢风控基础。信托公司应以《银行业金融机构全面风险管理指引》为指导，根据其他法律法规规章以及监管部门的要求，结合企业自身的具体情况和特点，建立符合自身需求的全面风险管理制度体系。促进风险管理工作的制度化，在此基础上推动风险管理工作的流程化、信息化，保证风险管理工作有法可依、有章可循。

二是健全组织机构，合理进行分工。信托公司在全面风险管理体系建设时，要做好合理分工，避免出现管理真空、推诿塞责。要建立业务、风控、审计三道风险防线，做到事前、事中、事后的全过程风险控制。

(2) 强化项目风险识别，建立项目风险量化评价机制。项目风险识别及评价是风险管理的源头，对于风险高的项目应将其筛选出去。

一是建立风险识别机制。当信托公司要上新项目时，应及时进行项目的风险识别，找出项目可能隐藏的潜在风险因素。

二是进行风险量化度量。为避免主观因素的影响，使风险评价更加客观，应尽



量使用数学模型对风险进行量化度量，并事先确定好风险评价基准，对于风险评价结果超过评价基准项目应放弃。

三是优化风险、收益匹配。对于拟实施的项目，信托公司应按照“高风险、高收益”的原则对不同项目收取不同的融资成本。

(3) 做好项目实施过程管控，及时进行纠偏。一是组建项目实施管控团队，复合人才队伍建设。信托公司要对项目进行有效管控，应招聘既有实业管理经验、又懂金融的复合型人才组建项目管理团队，由这样的团队对项目进行管理，才能真正地管好项目，增强信托公司对项目的管控力。

二是全过程深度参与项目管理。信托公司要实现对融资项目的管控，必须全过程深度参与项目的管理；否则，就会形成与项目融资方的严重信息不对称。

三是建立过程纠偏机制，防范风险发生。在项目实施过程中，应定期分析项目状况与决策目标的偏离情况。对于出现的小的偏差，及时采取措施纠正；对于较严重的偏差，应组织项目融资方一起制定纠偏措施，沟通努力纠正偏差。

(4) 培育风险处置能力，风险发生后积极应对。信托公司在风险发生时要能够实现快速响应，运用各种手段处置好风险事件，以最大程度弥补风险事件对公司商誉的影响。

一是制订应急预案及措施。针对较严重的风险应制定应急预案和措施。当该类风险发生时，立即启动风险处置应急预案，快速反应、采取有效措施，尽量降低风险损失和不利影响。

二是多方案解决流动性问题。信托公司对于打破刚兑带来的项目流动性风险问题要高度重视，多方案提前解决好项目的流动性问题。

三是培育不良资产处置能力。当信托项目发生风险后，有可能会成为信托公司不良资产，需要信托公司处置不良资产。信托公司可以从以下几个方面培育自身的不良资产处置能力：①与四大资产管理公司或各省的资产管理公司（AMC）组成战略联盟，依靠资产管理公司的力量处置不良资产；②组建自己的不良资产处置团队，完成不良资产处置；③与不同的专业公司合作，委托其管理、运营不良资产项目，通过专业公司的经营管理，使不良资产经过一段时间以后能够实现较高的价值进而处置。

## 6. 营销服务能力

(1) 建立以客户资源为基础的管理机制。优化客户资源定位，构建机构客户与



个人客户协同发展的客户资源基础，加强多层次投资者开发，建立分类投资者开发体系，重点建立机构客户开发管理机制。在此基础上，统筹客户资源管理，通过客户信息管理平台整合公司业务产品端和营销渠道端积累的客户资源。

加强重点客群需求研究，掌握投资者行为的新变化和新趋势，着手建立客户需求研究管理机制，逐步展开针对项目客户、机构客户和重点个人客户群体的需求研究工作，逐步明确客户需求管理的研究方法、统计应用和展现工具等。

(2) 优化构建产品营销的统筹管理机制。建立产品营销管理的统筹协同机制，逐步理清部门间在产品管理和营销管理上的权责分工与利益分配，设计透明和标准化的产品营销管理流程规范，建立产品营销过程中的信息共享机制，不断提升产品营销管理效率。

(3) 构建职能完善的营销组织体系架构。逐步构建以客户为中心，支持业务和盈利增长的营销组织结构，健全面向客户的营销渠道团队和岗位设置，构建产品营销和客户管理功能完善的营销组织体系。

健全和完善营销相关部门在产品开发、产品宣传、营销推广、产品选择等关键产品营销环节上的职责分工；明晰营销相关部门在互联网客群、机构客户、重要个人客户等关键客户营销环节上的职责分工，促进跨部门分工合作，形成内部有序协同高效协作的营销运作。

(4) 打造协同高效的营销运营管理机制。健全产品生命周期全过程的营销标准化流程。理顺业务部门、销售部门和其他相关部门在流程中的职责和分工，实现产品营销运作过程的高效顺畅。同时，适时建立和优化机构客户和个人客户的分类分级管理机制，用于指导客户开拓、服务提供和关系维护等关键过程的操作标准。

优化营销协同，有序调和部门间的利益关系，构建产品之间、产品和渠道之间的营销协同机制，推动业务部门和销售部门之间的协作运营。

(5) 建立科学合理的营销绩效管理机制。构建科学的营销目标绩效体系，逐级分解营销目标和任务到部门和岗位。

循序渐进地推进关键营销环节的闭环标准化管理，从以关注结果为主的绩效管理，向关注营销关键过程的绩效管理转变。

积极探索更为合理的营销业绩激励机制，逐步建立客户导向的业绩激励。将营销绩效考核结果与员工薪酬激励、培训发展、职位晋升相结合，兼顾物质奖励和精神奖励。



## 7. 运营管理能力

运营管理能力作为中后台支持体系的基础内容，也是信托公司在激烈的市场竞争中稳步发展的基石。

(1) 信息科技驱动运营管理能力再提升。信息技术的突飞猛进为信托公司运营管理能力提升带来有利条件。信托公司可以搭建智能运营管理平台，实现覆盖信托投融资业务端到资金募集端全生命周期管控。

信托项目构建利用大数据技术的全方位风控体系，利用各种数据，建立风险决策引擎，构建从事前预警、事中监控、事后分析等集“防控避处”为一体的风险防控体系，最终实现风险管理的风险衡量、风险分析、风险绩效评估、信息披露、合规检视等全面风险管控支持。

(2) 评价体系促进运营管理能力更优质。评价信托公司运营能力的高低，不仅要以标准化的运营流程与集中化的风险管理为标准，更重要的评价标准是外部客户对前台业务人员的满意度。

“以客户为中心”就是要提升客户体验、提供差异化服务。根据客户评价及体验优化现有流程，“以客户为中心”提升客户满意度，也会增强信托公司客户粘性，提升信托公司在资金募集端的综合竞争力。

(3) 创新研究构建运营管理能力新模式。应必须根据每家信托公司的特点和战略等内容，创设具体运营管理流程。

打造专业的运营管理人才队伍体系是提高运营管理能力的核心，也是发挥创新能力的关键。信托运营管理创新人才需要具有一定的预见能力与创新研究能力、科学、合理的流程设计能力、风险与收益量化管理能力等。

(4) 转型变革带动运营管理能力重布局。人工智能快速发展，金融科技广泛应用，人工智能在信托运营管理领域或将有更广的空间。同时，运营管理的变革不仅仅是业务流程、管理系统的变革，更重要的是企业文化、经营理念、组织架构、权责划分等宏观层面革新与创造。

(5) 效能提升开创运营管理能力新格局。信托公司通过精简业务流程，减少低价值活动提高运营管理效率，这对于提高信托公司单位效益的作用是显著的。但在提高运营管理效率的同时，应当同样重视运营管理效能的提升。运营管理效能反映了信托公司对于公司运营管理的战略规划及目标选择。

信托公司运营管理过程中要在注重效率提高的同时更加关注运营管理效能的提



升，以国家经济、金融、信托行业发展政策为导向，紧盯经济发展主题，结合公司自身经营特色，在运营管理中选择最重要的目标与任务，并通过最有效的方式将其贯彻执行，实现运营管理效率与效能的有机结合，综合提升信托公司运营管理能力。

## （二）信托公司支撑体系建设

### 1. 文化培育和塑造

信托公司应大力培育和塑造以信托本源文化、合规文化和创新文化为主要内容的行业文化。信托文化具有悠久的历史，中国信托业要实现持续健康发展，需要继承、弘扬受人之托、代人理财的信托本源文化，在“资管新规”出台之机，要努力培育具有新时代中国特色的信托行业文化。在“资管新规”实施的背景下，在刚性兑付打破的市场环境下，信托公司更要回归信托本源，把握受托人的各项责任和义务，强化受托人的责任意识，明确受托人的行为边界，专注主业。

合规是信托公司内部一项风险管理活动，而合规风险管理的关键在于建立合规文化。信托公司应倡导和培育自身的合规文化，并将合规文化作为信托公司文化的一个重要组成部分。合规文化建设也是信托公司主动适应外部监管要求的需要。首先，合规文化建设需要在公司层面设定鼓励合规经营的总基调，倡导并在本公司推行稳健经营观念及准则，努力培育公司全体员工的合规意识。其次，需要完善公司内部合规部门的建设，使合规部门能够切实履行相应职责。最后，合规文化建设需要公司内部各部门之间协同合作。合规管理部门需通过加强培训等方式协助各业务部门正确认识违规的风险及后果，从而推进合规文化在信托公司内部的建立与普及。

此外，信托公司的文化建设离不开创新文化的培育。信托业在资管新规的影响下，信托业务结构、产品模式将发生深刻变化，这就需要信托公司发挥机制灵活的优势，为市场持续提供综合性、多元化的金融服务。但是创新文化的培育以及创新业务的开展需要坚守合规底线，做到既不故步自封，也不盲目创新。

### 2. 激励约束机制优化

信托业作为连接实体经济、资本市场和货币市场的金融子行业，以多元化方式助力实体经济发展和产业结构调整，行业整体发展基础逐步夯实，风控能力不断提升，服务水平持续提高。但随着中国金融子板块日益融合和多层次资本市场逐步完善，信托业传统制度优势和业务空间受到一定挤压，行业转型发展迫在眉睫。要推动信托业实现科学转型和创新发展，促进信托业激励约束机制的优化是一条重要的路径。



(1) 建立有效的激励机制。激励机制的优化首先要制定差异化的激励机制及手段。信托领域制度灵活，业务模式多样，并且各具特色。不同的业务类型需要匹配不同的激励机制以适应该类业务的发展需要。通过差异化的激励机制的设计可以充分调动不同业务条线员工的工作积极性，从而带动公司整体的业绩提升与持续发展。此外，还要健全公司员工的发展机制，完善职业发展路径。人才是金融业最宝贵的财富，是金融业核心竞争力的体现和可持续发展的基础。信托公司可以通过建设人才梯队、轮岗管理、建立导师制度等措施，帮助员工职业成长，为员工职业发展提供宽广舞台。同时信托公司还可以通过打造培训品牌项目、开展读书分享活动、细化公司的培训体系等方式，强化员工管理能力、专业素养、综合能力以及团队协作能力，为适应行业转型提供复合型人才。

(2) 建立有效的约束机制。除了激励机制的优化，信托公司还要健全相应的约束机制。

首先，要强化主体责任约束。信托公司一方面应当建立与资管业务发展相适应的管理体系和管理制度，公司治理良好，风险管理、内部控制和问责机制健全，另一方面应当健全资管业务人员的资格认定、培训、考核评价和问责制度，确保其具备必要的专业知识、行业经验和管理能力，遵守行为准则和职业道德。

其次，要强化合规约束，加强合规建设。各信托公司应加强法人治理建设及建立现代企业制度建设，使公司运作的市场化程度进一步提高；对法律、风控部门更加重视，加大人员和资源配置，使信托业务的事前管理得到强化；对审计工作重视程度提高，大部分信托公司设置了单独的审计部，对信托项目进行事中和事后管控，保证项目合规运行。

最后，要强化行为约束。《资管新规》中对于金融机构发行和销售资产管理产品、金融机构勤勉尽责提出了多方面的要求。这迫使信托公司在确保公司员工自律、强化行为约束的同时，也要加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识。

### 3. 品牌作用发挥

品牌是能够给公司带来潜在增值，彰显公司市场地位的无形资产。

信托公司要发挥自身品牌作用，应做好以下工作：

第一，要制定公司品牌发展战略，确定公司的品牌愿景。品牌愿景是公司品牌的发展蓝图，指明了公司品牌的发展方向和目标，确定了品牌目标、品牌范围、品牌核心和品牌价值观，从而根据公司的品牌受众制定相应的品牌策略。



第二，要进行品牌相关的组织保障建设。设立专门的品牌管理部门、组建专门的品牌管理团队来负责品牌宣传事宜，要从市场需求出发，关注消费者的需求，把握消费者需求的变化和发展方向。建立起一整套与品牌管理相关的有效运作机制。

第三，塑造一个好的信托品牌离不开公司的长期培育，让一个成功的品牌拥有持续的品牌活力更离不开公司的精心呵护。品牌建设是一项需要长期培育的工作，要围绕着公司的产品和服务进行一系列长期的系统性品牌发展规划。信托公司需要时刻加强对公司品牌的管理。

第四，在品牌的宣传推广活动中，要明确公司品牌的形象定位，向消费者传递清晰的信号，向市场展现公司的强大实力、责任心和服务意识，能够为消费者提供多样化优质服务，建立在消费者心中的信任、专业、诚信和亲和的形象，树立信托公司的整体形象，增强消费者的忠诚度和满意度，积累公司的品牌资产。

第五，要充分利用现代化的媒体资源。新媒体具有传播迅速、涉及面广、互动性强的特点，信托公司可以通过新媒体传播宣传公司的品牌形象，不断提升自身品牌的认知度和认同感。信托公司既要有效的利用新媒体的优势，又要调整公司自身的业务流程等，以适应新媒体的发展要求。

第六，不断创新是时代的主题，信托公司须时刻关注市场变化，敏锐观察信托消费者的信托需求，行业的发展动向，竞争对手的行动与意向，不断进行观念创新、产品创新、服务创新、技术创新、营销创新、管理创新，比竞争对手更快、更好的满足消费者的需求。这是让信托公司焕发出持久的品牌活力的有力保证。

#### 4. 信息技术支持

信托业务的不断创新、营销手段的多元化、风险的有效管控、客户服务水平的提高以及财务体系的特殊性和复杂性等多方面因素，要求信托公司必须构建高效统一的业务发展、管理运营、风险控制 IT 平台，从而优化并整合业务流程，实现流程化处理业务，提高客户的理财服务质量，提高资产运用效率和保障，实现全公司的业务信息共享，为信托公司领导提供全面的决策信息，提升信托公司的核心竞争力。

首先，信托公司要更加重视信息技术部门的建设，在部门定位上逐步由基础设施的提供及服务保障部门向公司业务的支持引领部门转型。目前信托业 IT 治理组织架构已逐步完善，绝大多数信托公司中设有独立的信息技术部门。未来行业 IT 从业人员将进一步增加，信息技术部门的重要性也会进一步得到提升。

其次，要逐步完善公司信息系统的布局和建设。信托公司进行各类信托信息布



局建设应包含：信托业务管理类、固有业务管理类、财务管理类、客户关系管理类、公司内部管理类、外部监管报送类，此外，创新业务下的信息系统还可包括证券交易系统、股指期货系统、资产证券化系统等。信息系统建设可为信托公司基于通用架构的业务处理平台提供有益帮助，通过互联网技术处理，可实现信托产品的登记过户、客户管理、流程管理、资产估值等工作，降低信托运营风险，提高信托业务运作效率。

最后，要加大信息技术领域的资金投入。2017 年，64 家信托公司共对信息系统投资 10.81 亿元，较 2016 年增长 14.61%，平均每家投入近 2 000 万元。信息系统建设需要信托公司建立信息系统场地，购置信息系统设施设备、软件等，加之信托公司对于信息安全性、系统稳定性都有很高的需求，在业务信息系统建设中，需要投入大量的资金。除了前期的建设，还有后期的维护也是需要大量的资金投入，比如设施的维护费用、通信费用、员工的培训费用等。

## 七、政策建议分析

随着信托业监管体系的逐步完善，引导行业自律和健康发展的诸多措施也在陆续研讨和出台中，如何利用现有制度和规范，打造积极良性的从业环境是本课题必须面临和思考的问题。

### （一）区分公募和私募，建立信托产品公募发行管理办法

资管新规将资管产品分为公募和私募，根据规定，只要资金投向符合其要求的，该资管产品可以以公募方式发行。

资管新规的实施标志着中国资产管理行业进入了新时代，以前的分条块管理已成为过去，今后将按照统一标准对所有金融机构的资管业务进行一致性管理。

其中，资管新规对公募产品和私募产品的性质和标准作了明确区分与定义，并对相应的资金投向作了细致规定，这些规定对信托公司今后的业务发展具有较大影响。以前，中国的信托业务以私募方式为主开展，资管新规为符合投资要求的信托产品公募提供了政策依据。

#### 1. 信托产品公募的重要意义

资管新规将所有资管业务纳入统一管理，只要资金投向符合规定的，都可以采用公募方式发行，这意味着信托将与银行、券商、基金、期货、保险公司等在同一监管标准下进行竞争，也为信托公司开展公募业务提供了政策依据，为信托公司开拓新



的业务领域提供了机会，为信托公司的业务转型提供了契机。

一是有利于拓展业务领域、提升规模，在通道业务压缩的情况下，信托公司为了避免出现规模断崖式下降，发展公募业务是一个现实的可行选择。

二是投资者门槛低、客户面广，开展公募业务将打破以前的私募业务模式，有助信托公司拓宽资金客户面，全面打开资金来源。

三是产品兑付压力小、风险相对较低，由于公募资管产品主要投资于证券市场及其他标准化产品，并实行净值化管理，投资者可以方便快速地及时获知产品净值信息，以及较方便地退出，对信托公司而言，公募资管产品的兑付压力较小。

## 2. 信托公司在公募方面的劣势

目前，信托公司发行公募产品尚存在诸多的劣势。

一是制度设计缺失，信托公司发行公募资管产品没有相关的制度可以遵循。

二是信托公司的信息系统较为落后，无法满足公募业务发展的要求。

三是信托公司的客户资源主要是高净值合格投资者，公募募资能力较银行、券商、基金等机构弱。

四是信托公司在证券市场及其他标品业务方面不具有竞争优势。

## 3. 建议对信托产品公募进行顶层设计

公募业务将是信托公司提升在大资管时代的行业竞争力的主要途径之一，建议监管机构考虑顶层制度设计，建立信托产品公募发行相关的监管制度和标准，为信托公司开展公募资管业务保驾护航。

### （二）利用中信登实现信托产品的市场流通

中信登信托登记系统填补了中国信托业统一登记的空白，目前登记的主要内容是信托产品及其受益权信息登记，体现了信托产品强制集中登记、信托受益权账户自愿开立和集中管理的基本要求；登记的目的是实现信托产品的信息公示、防止“李鬼”信托，规范市场秩序，并满足信托业的信息统计和监管要求。

构建有效的信托产品交易流通机制、完善信托市场是构建信托登记制度的目标之一。目前，信托产品作为信托公司提供的重要金融产品和服务，始终存在“流动性”基本金融属性的缺陷，导致信托资金成本高企不下、金融服务功能受限，投资者无法分散、转移风险，“刚性兑付”一直难以破解。根据信登公司的职能定位，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、结算标的就是信托受益权，而信托受益权账户作为信托受益人在信登公司记载其信托受益权份额及变动情况的电子簿记账户，信登公司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。

通过搭建统一的信托产品发行、交易流通平台，不仅带来了信登公司基础服务业务的创新，也使得信托公司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。然而，从信托产品及受益权信息的登记，到信托受益权的登记、确权，再到信托受益权的发行、交易流转乃至交易市场的形成，还需要做好基础制度设计。

建议建立信托受益权交易市场管理制度及信托受益权转让管理办法，并建立多层次的信托受益权交易转让市场。一方面，要实现金融产品或资产的发行与交易，至少应包括登记、托管、清算等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；通过信登公司的电子化交易平台实现信托受益权的顺利流转，除开设信托受益权账户外，还需要有相应的安全、便捷的信托受益权变更、转让确权机制、资金清算交割机制。另一方面，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；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，如是否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、律所、会计师等中介机构体系的完善。

### （三）建立净值化管理体制和机制

资管新规要求资管产品全部净值化管理，以便投资者可以及时了解投资风险，改善信息不对称的情况。然而，对于以非标基础资产为主的融资类、固收类信托产品而言，如何实现净值化管理还存在一定困难。在净值法下，信托产品的资产净值会跟随市场情况进行波动，在信托产品结束或投资者赎回时，扣除相关费用后，全部为客户收益，即客户自担风险、自享收益。

对固收类资管产品采取净值化管理，目的就是能够及时反映基础资产的收益和风险，因此估值方法非常重要。如采用摊余成本法，则难以真正反映基础资产风险状况，如果非标债权的交易对手出现风险状况，往往只会在临近兑付的期间暴露，而这样就会导致信托产品的估值在临近到期日时可能面临较大波动；如采用公允价值法，目前由于信托二级市场尚未形成，缺乏连续的公开市场交易以及具有参考意义的定价



基准，加上非标债权型信托产品缺乏市场评级基础，实践中工商企业、房地产、基础设施等不同领域之间的债权性资产不一定具有可比性，缺乏进行公允价值法估值的市场基础。

随着资管新规的落地，推进信托产品的净值化改造是未来的发展趋势，同时这也是实现“风险自担”、打破“刚性兑付”的重要手段，因此信托行业必须要建立净值化管理的体制和机制。

建议建立信托产品净值化管理相关的制度和配套措施，探索建立信托产品标准化估值平台。一是统一信托产品的净值化估值方法及评级方法，如每种估值方法的适应情况、对违约率及损失率的计算方法等，有利于投资者横向比较不同信托公司之间的产品，并有利于推进信托产品的流动性平台等行业基础设施建设。二是引导信托公司提升标准化资产的投研能力，加大标准化产品的投资力度，循序渐进地实现净值化转型，通过标准化资产的投资不断提升净值型产品的规模。三是引导信托公司从传统的信贷风险管理文化转向投资型的风险管理文化，未来信托资管的风控体系应是覆盖信用风险、市场风险、流动性风险、合规风险、交易对手风险、操作风险的立体式风险管理体系，通过更好地识别产品风险进行科学合理的净值估测。四是统一及规范信托产品的会计核算方法及信息披露要求，引导信托公司建立全新的运营体系、再造信息科技系统。五是加强投资者教育，信托公司投资客户对于净值型产品的接受度较低，亟需加快培育和引导。

#### （四）建立受托责任尽职指引

2018年9月18日，备受关注的《信托公司受托责任尽职指引》（下文简称《指引》）正式发布。该《指引》为信托业规范展业指引了方向，为行业边界和责任划分提供了参考。该《指引》明确指出信托公司展业应遵循“卖者尽职，买者自负”，全文共分十章，包括总则、尽职调查与审批管理、产品营销与信托设立、运营管理、合同规范、终止清算、信息披露、业务创新、自律管理及附则。

该《指引》对于信托公司开展尽职调查、营销原则、合同管理、信息披露等内容都做出了细致的规定和要求。《指引》适用于成为信托业协会会员单位的信托公司，要求信托公司开展信托业务应以受益人利益最大化为宗旨。《指引》的出台要求信托公司不仅做好自身的制度建设，流程管理，也要充分做好信息披露工作。并且，也为信托公司的合法合规展业提供了自证机会，既为投资者保护提供了合理的依据，也为从业人员尽职尽责提供了自证机会。



应该可以预计的是随着该《指引》的出台，将对信托业发展产生重大的影响，对规范行业健康运行，促进行业回归信托本质给予重大的制度支持。（1）该《指引》围绕信托公司开展经营活动产生的各项流程分别设置规范性条款，是对整个行业行为规范的一种规则性指导。在混业经营下，信托业爆发式增长多年，而过去的查漏补缺监管态势，终究不是引导行业健康发展的可行之举，甚至会产生更多的“钻空子”行为，扭曲公众对信托业的印象，愈发抵触信托。建立行业行为规范，以流程式管理为特征的规则指导，是全面梳理行业运行和纠正行业偏度的可行之举。（2）以“卖者尽职，买者自负”为原则导向，《指引》意在引导受托人向和委托人明确自身的风险和义务，收益和责任，引导委托人重新理解信托本质。在该原则下，打破刚性兑付成为该原则下的具体体现，风险前置后，对受托人的管理能力提升和委托人的风险认知都会有非常重要的改善。（3）围绕信托业工作的具体流程出台该文件，既起到了规范行业运作的的作用，也对保护行业从业人员、降低执业风险起到了重要作用。行业指引不仅需要从规范角度去引导行业发展，也需要对从业人员给予一定的支持和帮助，在现有法律法规不健全的背景下，对行业从业人员的尽职尽责起到示范效应。

### （五）进一步发挥信保基金作用

《信托业保障基金管理办法》，是由信托业市场参与者共同筹集，用于化解和处置信托业风险的非政府性行业互助资金。信保基金使用具有严格规定，其中根据该办法中的资金使用规定，信托公司因临时资金周转困难，需要提供短期流动性支持，应按《信托业保障基金管理办法》等规定履行相应的程序可使用信保基金的情形。应该说，信保基金公司使用保障基金和自有资金向信托公司提供流动性支持，旨在提高信托公司的预防和化解流动性风险的能力，促进信托公司健康发展。

而自缴纳信保基金后，信托公司本身的财务状况会短期受到影响，据 2016 年的年报显示信托公司固有投资收益大幅下降，其中有个原因是信保基金资金占用在一定程度上影响信托公司固有资产收益率。一般情况下，信托公司需就发行的资金信托规模的 1%、财产信托报酬的 5% 缴纳或代垫信保基金。随着信托资产规模的大幅增长，2016 年信保基金余额已达 808.47 亿元，信托公司因缴纳信保基金而占用的固有资产规模也快速上升，部分公司的占比已达到 20%，甚至更高。

虽然短期来看，信保基金会影响信托公司业绩，但是长远来看，行业内机构出资设立保障基金本身就是行业发展的创新之举。可以看到，该基金的初衷是依靠行业自身的力量来解决行业共同面临的风险问题，无论是保障基金的筹集，还是保障基



金公司股本的募集都没有要求国家财政拨款或人民银行出资，而是依靠信托业市场参与者，特别是信托公司的支持，这对预防行业系统性风险起到一定预防作用。事实上，信保基金的缴纳在以下三方面可以促进信托业发展：（1）行业共同集资面对行业风险。当出现行业系统性风险时，可以开展行业自救方式应对风险传染。（2）个别公司出现流动性风险或兑付风险时，可以使用该基金缓解个体风险。（3）设立信保基金，长远来看，将成为信托行业实力衡量的一种机制，有助于促进行业自律。据了解，一般而言，根据信保基金管理办法的规定，信托公司不会轻易启动信保基金，既可能引导外界猜测当前企业风险防范能力，也可能对后续行业评价产生不良影响。

## 参考文献

- [1] 步艳红：《资管行业的重塑与转型》，载《中国金融》，2018（10）。
- [2] 陈赤：《资管新规与信托转型》，载《中国金融》，2017（12）。
- [3] 陈燕青：《资管新规出炉 债市影响几何？》，载《深圳商报》，2018-05-02。
- [4] 光大证券研究所：《刚性兑付是系统性风险的根源》，2017。
- [5] 韩复龄：《大资管新规落地的影响》，载《大众理财顾问》，2017（12）。
- [6] 韩倩倩：《资管新规初落地“大一统”时代将来临》，载《中国战略新兴产业》，2018（1）。
- [7] 何兴强：《住房市场风险—收益关系研究——基于住房消费套保效应的证据》，载《金融研究》，2015（2）。
- [8] 金巍：《我国房地产信托融资模式创新研究》，载《中国市场》，2015（7）。
- [9] 君泽君律师事务所：《资管新规下资金池业务判断与解析》，2018。
- [10] 李将军：《中国信托业的金融逻辑、功能和风险防范》，载《财经理论与实践》，2013（5）。
- [11] 李生昭、张磊、祝立群：《中国信托业“刚性兑付”问题成因分析及对策研究》，载《中央财经大学学报》，2015（8）。
- [12] 刘祥东、杜春苓、王峰、刘澄：《跨期行为资产定价下风险与收益关系检验》，载《管理评论》，2016（10）。



- [ 13 ] 刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，载《环球法律评论》，2016（3）。
- [ 14 ] 宋晓雨：《浅议信托公司风险管理与利润增长的关系》，载《财会学习》，2017（11）。
- [ 15 ] 秦锐：《资管新规实现全面覆盖标准统一》，载《科技智囊》，2018（1）。
- [ 16 ] 杨阳：《净资本管理下的信托公司财务风险管理研究》，载《财经界》，2017（12）。
- [ 17 ] 尤伟祥：《我国信托公司风险管理研究》，宁波大学学位论文，2015。
- [ 18 ] 王玉国：《资管新规下的信托业发展》，载《中国金融》，2018（1）。
- [ 19 ] 王宇：《资管新规对银行理财业务的影响》，载《中国商论》，2018（3）。
- [ 20 ] 文晖：《大资管新规“过犹不及”》，载《英才》，2018（3）。
- [ 21 ] 朱南军：《新规对保险资管业务的影响》，载《中国金融》，2017（12）。
- [ 22 ] 中国人民银行金融稳定分析小组：《中国金融稳定报告 2017》，北京，中国金融出版社，2017。
- [ 23 ] 中国信托业协会：《信托基础》，北京，中国金融出版社，2012。
- [ 24 ] 中国信托业协会：《中国信托业发展报告》，北京，中国金融出版社，2017。
- [ 25 ] 张同庆：《信托业务风险管理与案例分析》，北京，中国法制出版社，2016。
- [ 26 ] 中国信托业协会：《中国信托业发展报告》，北京，中国金融出版社，2016。
- [ 27 ] 周小明：《家族财富管理之道》，北京，中国金融出版社，2017。



捌

## 受托人责任认定相关问题研究

---

课题牵头单位：百瑞信托有限责任公司

课题指导专家：周瑞明

课题组成员：

高志杰 陈进 于韞珩

张国平

梁光勇

杨志芳 陈君枫 谢检发

刘伟 边缘 李凯更

李涛 肖柯

刘春江 马宇闻 田宇辰 祖志敏

张明玺

百瑞信托有限责任公司

中国信托业保障基金有限责任公司

锦天城律师事务所

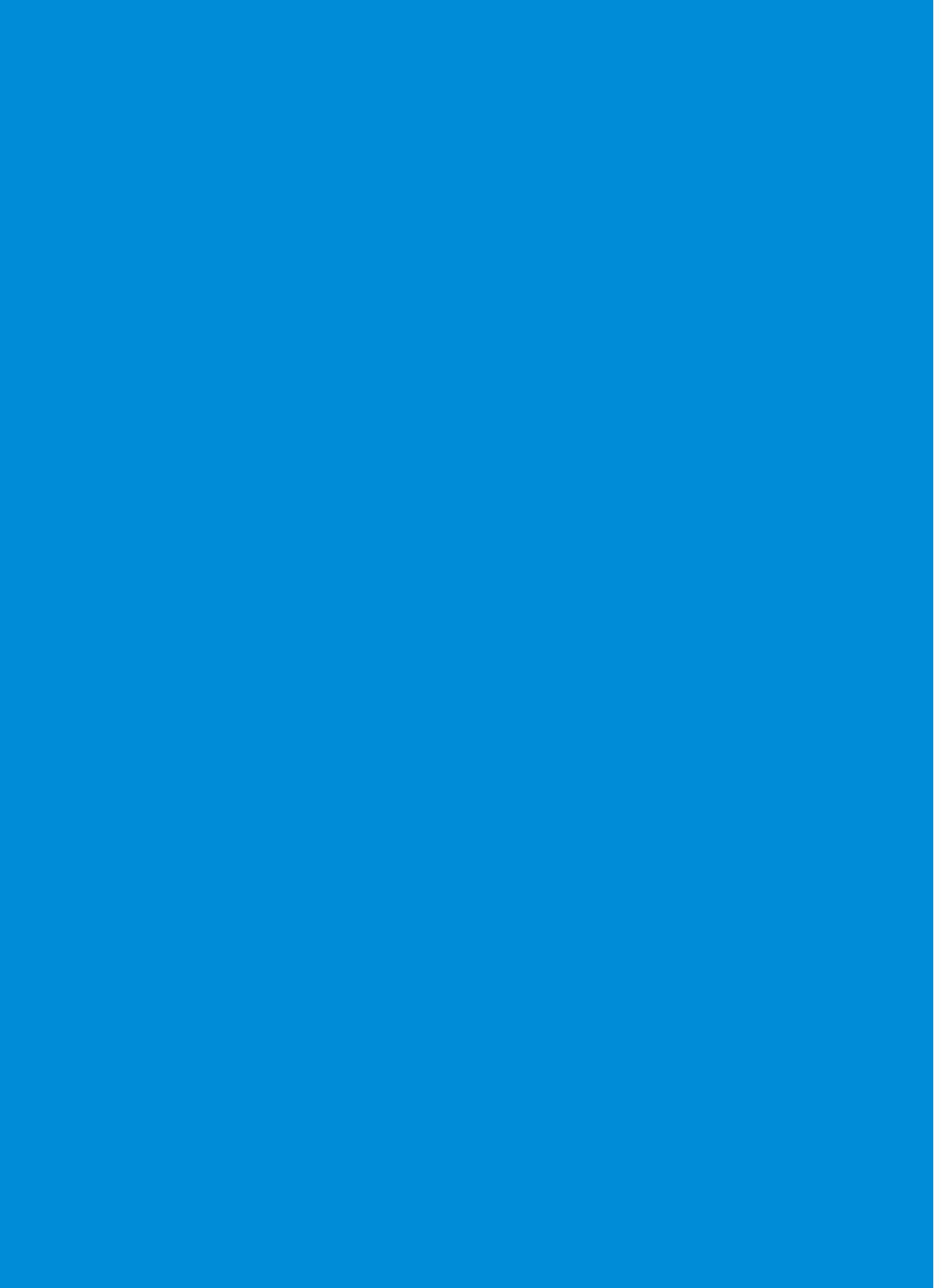
中航信托股份有限公司

浙商金汇信托股份有限公司

四川信托有限公司

苏州信托有限公司

中信信托有限责任公司





## 摘要

受托人尽责履行义务是信托核心，信托项目出现风险时，受托人是否对委托人承担责任取决于其是否尽责，判断受托人是否尽责的前提是明确受托人义务。随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等一系列监管文件落地，刚性兑付被打破后，信托公司面临的信托纠纷可能会逐渐增多。结合中国信托业务实践与金融监管体制，研究信托公司担任受托人时的责任认定问题，对于“卖者尽责，买者自负”理念的贯彻以及中国信托业的长远、健康发展有重要意义。

本课题从受托人责任基础出发，在梳理境外受托人责任认定经验与中国立法和司法实践基础上，提出受托人尽责标准具体化的考量因素，以及具体的举证责任分配与受托人抗辩事由；进而研究不同类型信托项目中受托人义务以及风险处置过程中受托人责任认定流程与标准；最后提出完善受托人责任认定的相关建议，希望对于信托公司受托人责任的明确有所裨益。

境外信托法强调受托人的谨慎注意义务和忠实义务，并通过立法或判例的形式，对谨慎注意义务和忠实义务的判断标准进行了明确。中国《信托法》规定，受托人要恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务，但规定的相对笼统，并不具备直接操作性和适用性。2018年9月出台的《信托公司受托责任尽职指引》从信托项目操作流程上为信托公司尽职提供了很好的指引。

在具体项目中判断受托人是否尽责时，应以过程判断为主，以结果判断为辅；以商业判断为主，以法律判断为辅；信托文件有约定时，约定优先；注意区分商业风险与受托人失职。在主动管理类和被动管理类信托项目中，受托人的义务侧重点有所不同。处置信托项目风险时，应当注重风险识别、评估、处置和责任认定，高风险信托公司同样遵循履职尽责的责任认定原则，但也存在一定的特殊性。

未来，有必要健全完善营业信托受托人义务法律体系，明确信托财产管理运用环节的受托人尽责标准，修正受托人委托他人处理事务责任承担的规定。同时，逐步推动司法机关加深对信托业务的认识，以便司法机关更客观、理性地判断受托人责任。

**关键词：**受托人责任 卖者尽责 注意义务 忠实义务



## 目 录

一、引言 .....	408
(一) 研究背景与研究意义 .....	408
(二) 研究范围 .....	410
二、受托人责任基础：法理与范畴 .....	411
(一) 受托人责任法理 .....	411
(二) 受托人尽责——投资者风险自负 .....	412
(三) 受托人未尽责——受托人责任承担 .....	413
三、受托人责任认定的境外经验与中国实践 .....	415
(一) 境外理论与实践经验 .....	415
(二) 中国法律关于受托人责任的规定 .....	422
(三) 总结 .....	425
四、受托人尽责之考量因素与举证责任 .....	427
(一) 抽象标准的具体化 .....	427
(二) 举证责任分配与受托人抗辩事由 .....	430
五、不同类型信托业务中受托人职责 .....	432
(一) 主动管理类信托业务 .....	432
(二) 被动管理类信托业务 .....	435
(三) 总结 .....	438
六、风险处置与责任认定 .....	439
(一) 信托项目风险处置与责任认定 .....	439
(二) 高风险信托机构风险处置时的责任认定 .....	444
七、完善受托人义务和责任的建议 .....	447
(一) 健全完善营业信托受托人义务法律体系 .....	447
(二) 明确信托财产管理运用环节的受托人尽责标准 .....	448
(三) 修正受托人委托他人处理事务责任承担的规定 .....	448



(四) 推动司法机关加深对信托业务的认识 .....	448
(五) 推动资产管理机构受托责任统一 .....	449
八、结语 .....	449
参考文献 .....	450



## 一、引言

### （一）研究背景与研究意义

#### 1. 研究背景

信托制度框架中，受益人权利保护是核心，而受益人权益实现主要依赖受托人的行为，因此，受托人在信托关系中处于重要地位。受托人义务的明确是出现信托纠纷时，认定受托人是否应承担责任的前提。当信托作为一种资产管理产品时，受托人以卖者的角色出现，“卖者尽责、买者自负”被认为是应当树立的理念，判断“卖者”是否尽责的前提是“卖者”义务的明确。

中国《信托法》第二十五条规定，“受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。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。”该规定不足以解决实践中受托人责任认定问题。首先，该条不仅适用于作为专业受托人的持牌信托机构，也包括担任受托人的其他具有完全民事行为能力自然人、法人，法律的规定并没有体现出信托机构与其他受托人受托责任的差别；其次，此条关于受托人义务的规定过于笼统，仅仅是原则性规定，需要通过细化解释才能得到真正适用。

2018年4月27日，人民银行、银保监会、证监会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕第106号，以下简称“资管新规”）。“资管新规”掀起了大资管统一监管时代的序幕，从具体内容上看，打破刚性兑付、禁止资金池操作、控制分级比例、提高合格投资门槛、净值计算等措施，系统全面地构建了未来资管业务的新范式。信托业过去多年的发展历程中，委托人（受益人）与受托人之间的诉讼纠纷很少，主要原因在于，信托公司对受益人承担了刚性兑付责任，然后再通过诉讼或其他途径解决信托公司与交易对手之间的纠纷。刚性兑付被打破后，信托公司面临的信托纠纷可能会逐渐增多。受益人与受托人之间纠纷的裁决，有赖于受托人义务的明确。2018年8月17日，银保监会信托部向各银监局下发《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托函〔2018〕37号）（以下简称“37号文”），强调实质重于形式，加强对各类产品监管、还原业务和风险实质。总体来看，打破刚性兑付，引导信托业务回归本源是大势所趋。在此种背景下，有必要结合理论和实践以及国外经验，梳理和研究受托人责任认定的相关问题，以确定受托人责任的边界。



2018年9月18日,中国信托业协会组织制定的《信托公司受托责任尽职指引》(以下简称《尽职指引》)正式发布,这是信托业内首次推出的规范信托公司切实履行受托人职责的具体办法,其对于规范信托公司的经营行为、明确信托公司受托人责任尽职要求,促进信托公司认真履行受托人职责,保障信托当事人的合法权益具有重要意义。不过《尽职指引》属于协会的自律管理文件,强调程序上的要求,并且以现有“一法两规”及信托业监管规定的细化为主,注重普遍适用性。

## 2. 研究现状

受托人义务和责任是一个很重要的课题,借鉴英国、美国、法国、日本和中国台湾地区经验,许多学者对受托人责任、英美法上受托人谨慎义务,以及营业信托中受托人权利义务体系等进行过相对详细的研究。但这些研究以信托法理论为基础,并主要围绕受托人义务的法律构造展开,与业务实践尚有较大距离。针对近两年快速发展的信托和资管行业,也有一些文章讨论受托人责任问题,例如,通道类信托业务之受托人责任分析,对卖者尽责与买者自负的广泛讨论等。然而,这些研究相对简单,并未形成体系,亦未深入下去,侧重于投资者教育和理念宣导。

基于此,在之前研究成果的基础上,在“资管新规”等一系列监管文件出台,引导信托行业转型和打破刚性兑付的背景下,结合信托理论和实践以及境外经验,梳理和研究信托公司担任受托人时的义务和责任有重要的理论和实践意义。

## 3. 研究意义

从信托关系的角度看,明确受托人义务,一方面在于确定受托人义务的边界,受托人的责任并不是无限的,确定边界可以为受托人权益保护以及信托纠纷裁决提供依据;另一方面在于确定受托人违反信托法律规定或信托文件约定的义务时,是否应承担相应责任及应承担何种责任,进而保护委托人和受益人权益。

对于信托公司和信托行业发展而言,本课题的旨在研究受托人义务的范畴,为确定受托人是否承担责任奠定基础。明确受托人义务的重点固然在于控制受托人不当行为给受益人带来的不当危险,同时也在于保护受托人尽责免责的落实,防止受托人陷于无法穷尽的职责漩涡中。受托人承担过重的义务与责任,享受较少权利也会制约信托行业健康发展。某种意义上,在信托关系中,为促进灵活和有效地管理信托财产而赋予受托人广泛权利,与课以受托人严格的责任以防止受托人滥用受托地位侵害受益人利益,二者之间存在着内在冲突。因此,受托人义务的细化与明确,并非加重受托人义务,也非片面强调受托人责任的免除,而是寻找受托人义务与受益人权利之间的平衡。



此外，从信托文化培育和信托制度完善的角度看，目前中国社会公众对信托的认识尚不足，信托观念相对模糊，现行信托制度尚存在一定的漏洞，通过对受托人义务和责任的研究，有助于为信托制度的完善奠定基础，也有助于树立正确的信托理念，进而传播信托文化。

### （二）研究范围

#### 1. 课题侧重于信托公司担任受托人时的责任

中国《信托法》第三条规定，委托人、受托人、受益人在中华人民共和国境内进行民事、营业、公益信托活动，适用本法。可见，《信托法》承认了民事信托、营业信托和公益信托三种类型的信托活动。第二十四条规定，受托人应当是具有完全民事行为能力自然人、法人。《信托法》第四条规定，受托人采取信托机构形式从事信托活动，其组织和管理由国务院制定具体办法。2001年12月29日发布的《国务院办公厅关于〈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）规定，人民银行、证监会分别负责对信托投资公司、证券投资基金管理公司等机构从事营业性信托活动的监督管理。

由以上规定可以看出，受托人可以由自然人和法人担任，营业信托的受托人由信托公司和证券投资基金管理公司担任。由于信托关系产生的基础是信任，委托人对不同受托人产生信任的基础不同，因此，不同的主体担任受托人，其义务规则、尽职标准也不相同。基于篇幅和研究逻辑，本课题主要研究信托公司担任营业信托受托人时的义务和责任问题。

#### 2. 课题侧重于受托人在信托关系中承担的民事责任

信托公司担任受托人时，因为信托关系可能承担的责任包括民事责任、行政责任和刑事责任。民事责任主要是指受托人因违反与管理信托财产有关的义务时应当承担的责任，民事责任产生的基础是信托义务，一方面由法律规范规定，另一方面由当事人在信托文件中约定。行政责任，是指信托公司违反《信托法》《集合资金信托计划管理办法》和《信托公司管理办法》等法律法规时，银保监会作为监督管理机关，对信托公司采取的监管措施或行政处罚。如果构成犯罪的，还要承担刑事责任。此外，中国信托业协会制定的《信托公司受托责任尽职指引》中，也规定了违反尽职指引的自律惩戒措施等。

本课题研究侧重于受托人在信托关系中应当承担的民事责任，多数情形下，该责任是否应当承担，主要由司法机关认定。



### 3. 课题侧重于研究受托人是否应承担责任

受托人责任认定包括是否应承担责任的认定,以及应承担责任的类型和范围的认定。在意思自治原则下,信托当事人可以在信托文件中约定受托人的义务,只要不违反法律、行政法规的强制性规定,该约定均是有效的。对于违反义务应承担的责任类型和责任范围通常有相对明确的法律依据,并且需要法官结合具体情形,根据《信托法》《合同法》的相关规定进行确定。因此,本课题研究侧重于受托人是否应承担责任的问题,也就是受托人是否已经尽职履行义务的判断问题,从资产管理产品的角度看,就是卖者是否尽责的问题。

由于信托文件约定的义务难以预见,因此,本课题研究也会涉及违反约定义务的相关情形,但以违反法定义务为主,探讨受托人应承担受托义务的具体要求和判断标准问题。

## 二、受托人责任基础:法理与范畴

### (一) 受托人责任法理

委托人、受托人和受益人是信托关系的三方当事人,委托人意愿的实现和受益人利益的实现都依赖于受托人。某种程度上,受托人是信托关系当事人的核心,因此,明确受托人在信托关系中的义务与责任就非常重要。目前,中国的信托实践主要是信托公司作为专业受托人的、以信托资金增值保值为目的的营业信托。委托人和受托人除了受到信托合同的约束外,也要受到《信托法》《集合资金信托计划管理办法》《信托公司管理办法》以及其他针对具体信托业务的监管文件的约束。由于受托人与委托人、受益人之间信息不对称及专业水平差异,受托人处在相对优势的地位。因此,为了加强对受托人权利的限制,平衡受托人、委托人及受益人之间的权利义务关系,法律通常对受托人设定较多的法定义务。<sup>①</sup>此外,从资产管理产品投资的角度看,委托人是投资者的身份出现的,为了保护投资者的利益,有必要对于受托人赋予明确义务,受托人违反这些义务可能要承担相应的责任。

受托人对信托义务的违反,既可以通过积极的作为,例如,将信托资产投资于未经授权的领域,也可以通过消极的不作为,例如,由于疏忽大意而没有对信托

<sup>①</sup> 陈雪萍、豆景俊:《信托关系中受托人权利与平衡机制研究》,北京法律出版社,2008。



财产进行适当的管理，这两种情况下受托人都要承担责任。

如果受托人已经尽到职责的，不存在信托义务违反，也就不存在承担责任的。换言之，即使是信托产品出现亏损，投资者（委托人）需要自担风险，并不存在刚性兑付的问题。只有受托人未尽责时，出现投资亏损，受托人才需要在自己的责任范围内承担相应责任。这也是“卖者尽责、买者自负”理念的要求和体现。

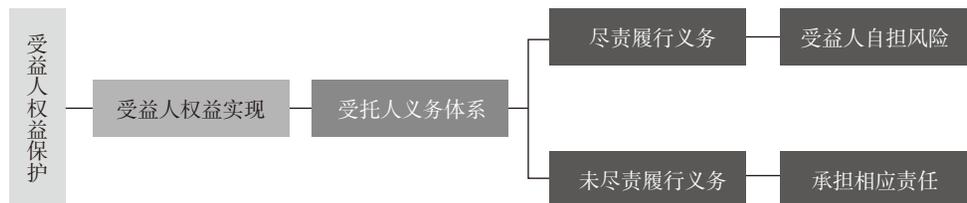


图 1 受托人责任法理

## （二）受托人尽责——投资者风险自负

无论是根据法律规定，还是一般的投资理念，受托人尽责时，风险由投资者承担。然而，长时间以来，信托产品固定收益类产品的定位，决定了投资者对风险意识较弱，受托人通常以刚性兑付代替尽责。

### 1. 刚性兑付与“卖者尽责、买者自负”冲突

受托人尽责，投资者承担损失，意味着信托公司不承担兜底责任或刚性兑付责任。在制定法层面，《信托法》第三十四条规定受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务，《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》中也规定信托公司不得承诺信托财产不受损失或保证最低收益。这表明受托人在履行法定和约定义务后，对受益人的支付义务限于信托财产的范围，而不应及其固有财产。近年来，金融监管部门多次强调要向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。<sup>①</sup>实践中，这一理念的落实有赖于投资者和信托公司的共同努力，即信托公司首先应当按照法律规定和合同约定履行受托人义务，之后其作为“卖者”的责任才得以免除，而相应的投资损失则由投资者承担，这就是“卖者尽责、买者自负”的基本含义，也符合“风险与收益相匹配”的原则。多年来，信托行业的刚性兑付潜规则与“卖者尽责、买者自负”的理念是冲突的，其中重要原因之一在于，受托人尽责的规范不健全，受托人很难

<sup>①</sup> “资管新规”第六条第二款规定，金融机构应当加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号）第一条规定，明确信托公司“受人之托、代人理财”的功能定位，培育“卖者尽责、买者自负”的信托文化，推动信托公司业务转型发展。



判断自己是否尽责，故基于声誉和效率考虑，通常选择刚性兑付。

## 2. 合格投资者尚需培育

中国资产管理市场发展时间较短，“卖者尽责、买者自负”的投资理念尚未在投资者心中扎根。实践中，出现信托产品损失时，部分投资者的首选项往往是试图通过各种手段要求信托公司给予兑付，从而规避风险，将原本意义上高风险的金融产品投资行为异化为低风险的银行存款行为。这与“成熟”的投资者仍有相当距离。风险意识要求一个负责任的行为主体，在风险现实化前，应当意识到风险不可避免；而当风险现实化后，则应当不以种种借口逃避风险。如果从这一视角出发，金融产品投资领域的“合格投资者”要求就有现实基础，其立意不只在提出客观衡量标准满足特定领域的投资需求，更是要求这类投资者应当具备风险意识并应当敢于且有能力承担风险，否则，即使某个投资者符合了特定的标准，在实质层面也很难将其认为“合格”投资者。

## 3. 司法实践认可风险自担原则

在司法实践中，司法机关基于合同法的基本原则，在培育“风险自担”的投资意识上并不会面临太大的麻烦。例如，在邹某诉某信托公司委托理财合同纠纷一案中<sup>①</sup>，二审法院上海市第一中级人民法院认为，上诉人作为完全民事行为能力人，应当认识到签字行为所产生的法律后果。即使上诉人所述情况属实，上诉人也应当在签字前要求查看合同内容，上诉人未要求查看合同内容即签字的，视为对合同内容的认可，由此产生的法律后果由上诉人自行承担。某公司与某信托公司委托理财合同纠纷一案中<sup>②</sup>，上海市第一中级人民法院认为，原告与被告在合同中约定了保底条款，由被告向原告承诺支付委托投资的固定收益，依据合同法基本原则以及证券法有关规定，该保底条款应属无效，原告据此无效保底条款取得的收益应在委托资金中予以冲抵。

然而，从信托公司尽职的角度看，除了要严格遵守受托人义务外，还要加强人才队伍建设，使自己真正具备作为受托人的专业技能。此外，还要注意公司内部业务管理制度的真正执行问题，避免出现业务制度高规格，实践操作未落实的问题。

### （三）受托人未尽责——受托人责任承担

#### 1. 是否尽责的判断

假如投资者和信托公司能够在订立合同时事先将信托公司应承担的一切职责事

<sup>①</sup> 上海市第一中级人民法院（2015）沪一中民六（商）终字第139号。

<sup>②</sup> 上海市第一中级人民法院（2004）沪一中民三（商）初字第189号。



无巨细地详细列示于合同之中，各方当事人对照责任清单行事，因信托公司履职不当而发生争议的可能性微乎其微。然而，合同的“完备性”因成本过于高昂而不具有现实性，尤其是在信托产品投资领域，信托产品的投资管理往往期限较长、管理服务内容抽象而专业，包含更多的风险和不确定性。无论是投资者还是信托公司，都很难在订立合同时对未来可能发生的各种偶发情形一一列举。法律对此提出的解决方案是对当事人的履约行为提出原则性要求。例如，《合同法》规定，当事人行使权利、履行义务应当遵循诚实信用原则；《信托法》要求，受托人应当为受益人最大利益处理信托事务，而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。<sup>①</sup>

但原则性规定往往难以直接回答具体问题，与其说前述原则构成“解决方案”，不如说其实质是对问题的回避。因为，实践中棘手的问题恰恰在于，出现损失的情形下，在因合同约定不明而寻求原则指导以断定损失由谁承担时，如何结合具体情形判断信托公司是否做到了“恪尽职守”，是否违背了“诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”。此时，需要裁判者（例如法官、仲裁员）寻找分配损失的恰当依据，而“原则”则成为对依据的解释。

## 2. 责任承担模式

如果把合同履行中发生的对一方而言不可欲的后果看作是一场“事故”，则从效率的角度出发，在事故的责任承担上，由以较低成本能够避免该事故发生的一方承担该损失更为合理。因为，在这种责任承担模式下，可以为社会创造一种恰当的激励，使当事人能以更低的成本避免该损失的发生。具体到信托产品投资中，在合同并未明确约定损失如何承担时，如果信托公司能以更低的成本避免该损失的发生，则由其承担该损失在效率上更具有合理性。因此，与被动管理类项目相比，主动管理类项目受托人承担损失的情形将更为常见。

如果投资者能够以比信托公司更低的成本预防损失的发生，则投资者承担这一损失就更为合理。例如，在单一被动管理类信托中，投资者可能有比信托公司更为便捷的手段了解信托资金投资运作情况，因此可能以更低成本避免损失的发生。以上是从理论上分析责任承担的问题。在实践中，只有投资损失是由于受托人未尽责造成的，受托人才应当对损失承担责任。

<sup>①</sup> See, John H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts, The Yale Law Journal, Vol.105, pp.657-659.



### 三、受托人责任认定的境外经验与中国实践

受托人责任问题一直是各国信托法律的核心，并受到广泛重视。在营业信托中，委托人和受托人并不是完全建立在深厚的信任基础之上，因而监管部门对于受托人责任和信托财产管理约束较为严格。随着信托制度应用的深入以及严格约束所产生的较高交易成本，英美法系国家也开始逐步放松受托人约束限制，允许信托当事人部分情况下在信托法律文件中缩减受托人责任边界。概言之，受托人义务与责任，需要清晰的立法加以约定，同时也允许通过信托文件合理约定双方的权利义务。

#### （一）境外理论与实践经验

##### 1. 美国

美国属于典型的判例法国家，对于受托人违反信托义务的责任在判例中有较多体现，并且在判例基础上制定了相应的法律。

（1）谨慎（注意）义务。受托人的谨慎义务该如何界定一直是信托法的重要争论焦点之一。美国 1937 年公布的《统一信托法》（*Uniform Trust Code*）规定，“受托人应当以谨慎态度管理信托，考虑信托的目的、条款、分配要求和其他情况。为达到该标准，受托人应当给予合理的注意、技能和谨慎。”同时，该法还专门设有统一谨慎投资人规则章节，其中注意义务进一步具体化为在投资和管理信托资产时，受托人应该考虑与信托或受益人有关的因素，包括宏观经济状况、收入的预期回报率、受益人的其他资源等，而且受托人必须付出合理努力，以证实有关信托资产投资与管理的事实。1994 年美国制定的《统一谨慎投资人法》（*the Prudent Investor Act*）第 2 条对注意义务的标准、投资策略及风险和回报目的作了较为具体的规定<sup>①</sup>。

司法实践中，“谨慎投资人规则”<sup>②</sup>也一直是最为重要的判决依据，判断受托人

<sup>①</sup> 主要内容如下：（1）受托人应当像一个谨慎投资人那样投资和管理信托财产，要考虑信托文件规定的目的、条款、投资分配要求和其他情形。为了满足这个要求，受托人应当有合理的注意、技能和小心。（2）受托人的关系到单个信托财产的投资和管理决定不应被单个评估，应将其作为整个信托投资策略的风险和回报的组成部分，对信托的整体做出评估。（3）受托人在投资和管理信托财产时应当考虑的与信托和受益人有关的八个方面的事项：一般经济情况；通货膨胀或通货紧缩可能带来的影响；投资决定或策略的期望税制；每个投资或行动过程在信托整体的位置，包括金融资产、关联企业的利益、个人的有形的和无形的资产等；对于收入和资本增值的预期回报；受益人的其他资源；流动性、稳定的收入和资产保值、增值的需要；某项资产对信托目的或一个或多个受益人而言有特殊关系或价值。（4）受托人应当合理地查证与投资、管理信托财产有关的事项。（5）受托人在符合本法规定的情形下可以投资于任何财产，进行任何类型的投资。（6）如果受托人拥有特殊的技能或专业能力，或者委托人因信赖受托人表现出来的特殊技能或专业能力而任命其为受托人，受托人就有义务在管理信托事务时运用这些特殊技能或专业能力。

<sup>②</sup> 美国联邦存款保险公司：《美国信托监管指引：资产管理》，王玉国、陈志伟译，北京，中国金融出版社，2018。



是否正确履行了谨慎、注意义务，主要从以下三个层面来展开：第一，注意。受托人在投资前应对投资对象进行安全性和获益性调查，必要时应征求专家意见；第二，技能。受托人应具备与所从事的投资行为相适应的技能，否则对投资损失应负责任。第三，谨慎。受托人与投机者不同，投机者可以不顾风险运用资金，以获得暴利，而受托人应以合理的方法获取合理的收入。

（2）忠实义务。普通法系国家的信托法认为，信托是一种信赖关系，禁止受托人处于个人利益与职责冲突的地位。美国《统一信托法》规定：“受托人为自己个人利益进行的销售、权利设定或其他有关信托财产的投资或管理的交易，或者受到受托人的受托职责与个人利益之间冲突的影响的交易，可以由受到影响的受益人撤销。”

《统一谨慎投资人法》第 5 条和第 6 条规定了受托人忠实义务的两方面内容：一是受托人应当仅仅为了受益人的利益投资和管理信托财产。二是如果一项信托有两个或更多的受益人时，受托人应当公平的投资和管理信托财产，考虑任何可能造成受益人利益不均的因素。美国《信托法重述》也规定，受托人管理信托财产和处理信托事务只能是为了受益人的利益，忠实于受托人利益的所在。

在 Noonan Estate 一案中，受托人建议立遗嘱人的儿子迅速出售房产给自己秘书，并以个人名义贷款给秘书取得该房产之抵押权。法院认为该行为并非为受益人利益，违反了忠实义务。法院更进一步指出，受托人仅得为受益人利益管理信托财产的原则。同时，本案中法院也降低原告的举证责任，认为原告仅需举证受托人的判断“可能”受到其他影响即可，无须举证“确实”受到其他影响。在 Wagner v. Spurlock 一案中，法院认为未告知受益人重大信息也构成违反忠实义务，负有损害赔偿及惩罚性赔偿金的责任。<sup>①</sup>

（3）委托人他人投资。《统一谨慎投资人法》第 9 条对受托人进行投资和管理授权作了较为具体的规定。首先，它授予了受托人授权的权利，规定受托人可以像一个拥有相似技能的谨慎受托人在当时情况下所进行的适当授权那样，进行投资和管理活动的授权。其次，它规定了受托人在授权过程中应当承担的注意义务，即受托人应当在三个方面显示出合理的注意、技能和谨慎：一是挑选代理人；二是在符合信托目的和信托条件的基础上确定授权范围和相应条件；三是为了监督代理人的行为与授权条件相一致，定期检查代理人行为。最后，它规定了如果受托人在授权过程中满足了

<sup>①</sup> 袁吉伟：《信托受托人责任研究：国际原则和判例》，<http://www.brjr.com.cn/thread-178211-1-1.html>，2018-9-28。



上述注意义务要求，那么代理人在授权范围内所作的决定和行动，受托人对受益人不负责，而由代理人单独承担责任。

(4) 免除责任的判例。按照美国信托法律规定，受益人对受托人某些违反信托义务的行为，如果知道而不及时提起诉讼，那么受益人不能就受托人违反信托的行为请求其承担相应赔偿责任。<sup>①</sup> 在 *Will of Pettee* 一案中，受益人要求撤回受托人出售洗衣店的行为，并赔偿损失。法院认为洗衣店已出售 7 年，并且受益人也接受了出售洗衣店带来的收入，因此驳回了受益人的诉讼请求。<sup>②</sup>

## 2. 英国

(1) 谨慎义务。英国《2000 年受托人法》强调受托人在执行任何与受托权限相关的行为时，应该采取在该情形下合理的注意与技能，专业受托人需要具有更高的注意义务，同时受托人在进行投资、选任代理人等方面也需要履行注意义务。该法进一步规定了受托人进行投资时的注意义务，主要体现在投资的适当性以及多样性。

1980 年的 *Bartletts v. Barclays Bank Trust* 一案中，被告是一家银行，受托管理 *Bartletts Trust* (BLT) 的股票，行使股东的权利。在 1961 年 BLT 年会讨论更改公司投资政策时，被告没有反对，使得 BLT 董事会决定从事两项风险性的开发项目，并且被告没有坚持要求 BLT 定期寄送有关这些项目的信息。结果是一个项目成功，另一项失败，BLT 因此遭受严重损失。法院判决认为被告违反了注意义务。

法官 *Brightman* 对此案做了详细阐述：对于类似信托公司这样从事信托管理业务的专业机构应适用更高的注意义务。信托公司拥有众多受过培训的信托经理和专业人员，随时可得到金融信息和专家建议，每天都在处理和解决各种信托问题。因此，在外界看来，它能够提供专门知识和技术，这与一般受托人应尽的注意义务是不同的。专业的受托人如果疏于运用其声称的特别注意和技术，导致信托财产受损，就要承担违反信托义务的责任。

(2) 忠实义务。英国《衡平法》规定，受托人决不能利用其地位谋取私利，受托人除了获取信托业务的正当报酬外，不许直接或间接地取得信托财产的利益，其中包括禁止自我交易、严守公平交易、禁止同业竞争等。<sup>③</sup>

首先，《衡平法》禁止受托人为自己谋私利。在一个早期的判例 (*Bray v. Ford* 一案)

<sup>①</sup> Trustee Act 1925 [E], S 30 (1) .

<sup>②</sup> Bogert, George Gleason, Law of Trust (6), The Foundation Press, 1991.

<sup>③</sup> 何宝玉：《英国信托法原理与判例》，北京，法律出版社，2001。



中，Herschell 法官指出，一个人处于受托人地位，除非另有明示的相反规定，否则，他就无权为自己获得利润，法律不允许他将自己处于使自己的职责与个人利益相冲突的地位。<sup>①</sup>

其次，禁止自我交易。该规则适用于受托人购买信托财产。在这种“自我交易”中，受托人为自己谋求最大利益的愿望与为受益人的最大利益处理信托财产的义务难免发生冲突。存在这种冲突时，法律无疑站在受益人这一边。

最后，禁止同业竞争。受托人在经营管理信托过程中，有可能获得一些有价值的信息；如果受托人得到这些好处后另起炉灶，从事与信托相同的业务，无疑会给信托带来沉重的打击，这样就违背了委托人的信任，损害了受益人的权益，法院就会认定受托人违反了信义义务。也就是说，受托人接受了一项商业信托后，不能建立与信托竞争或可能存在竞争的个人事业。

### 3. 日本

日本的信托制度历史较为悠久，各项规定相对完备，且信托实践经验丰富。日本于 1922 年颁布了《信托法》和《信托业法》，并于 2006 年对《信托法》进行了重大修改，多处修改涉及到受托人义务和责任认定。<sup>②</sup> 在日本信托理论与实务界，关于受托人责任的研究与受托人的法定义务密不可分。

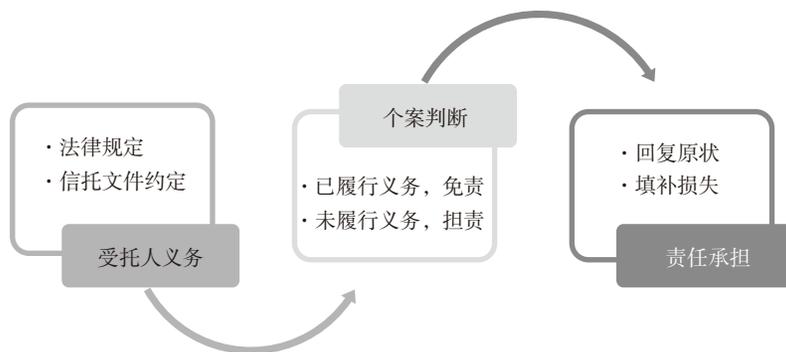


图 2 日本法上信托受托人责任认定的逻辑

(1) 受托人应履行的主要义务。日本《信托法》<sup>③</sup> 第 3 章“受托人等”第 2 节“受托人义务等”中集中规定了受托人应履行的七项法定义务，表 1 进行了简要梳理。

① 丁建臣：《信托公司、财务公司经营管理》，北京，中国人民大学出版社，2001。  
② 赵廉慧：《日本信托法修改及其信托观点的发展》，载《北方法学》，2009（4）。  
③ 新井诚：《信托法（第 4 版）》，刘华译，北京，中国政法大学出版社，2017。



表1 日本《信托法》上受托人义务

序号	义务类型	条文	核心规范提炼
1	信托事务执行义务	第29条第1款	依信托本旨处理信托事务
2	善良管理人之注意义务	第29条第2款	(1) 法定标准: 善良管理人 (2) 约定优先于法定
3	忠实义务	第30、第31、第32条	(1) 忠实处理信托事务 (2) 四种利益冲突禁止行为
4	公平义务	第33条	受益人为多人时, 应公平对待不同受益人
5	分别管理义务	第34条	(1) 分别管理信托财产、固有财产及其他信托之信托财产 (2) 针对不同财产类型(金钱、动产、应登记或注册之财产等)采取不同处理方式
6	第三方选任及监督义务	第35条	(1) 如果受托人委托第三人处理信托事务, 应依信托目的委托适当之人 (2) 受托人应对第三人进行必要且适当之监督
7	账簿制作、报告义务	第36、第37、第38、第39条	受托人依据委托人或受益人的请求, 报告信托事务之处理状况和信托财产与信托财产责任负担债务之状况

(2) 受托人未履行义务时应承担的法律责任。

①一般规定。日本《信托法》在第3章第3节“受托人责任等”对受托人怠于履行相关法定义务时应承担的法律进行了明确规定, 一种是“填补损失”, 另一种是“回复原状”。除了明确受托人责任一般规定外, 该法还专门针对受托人委托第三人处理信托事务、违反忠实义务、违反分别管理义务的情况进行了特别规定, 使原则性规范更具备可操作性。

②法人受托人的特别规定。日本《信托法》对受托人是法人的情况进行了特别处理, 将责任主体扩大到法人受托人的理事、董事等重要人士。法人受托人之理事、董事或执行董事或与此相当职务之人, 于该法人应负责任, 且该法人受托人违反法令或信托行为订定之行为具有恶意或重大过失时, 与该法人受托人对受益人承担连带负填补损失或回复原状之责任。

③受托人责任的免除情形。出于对私法自治理念的保护, 日本《信托法》赋予了受益人免除受托人责任的权利。受益人可以免除受托人应承担的回复原状或填补损失责任和法人受托人的理事、董事等应承担的连带责任。

#### 4. 中国台湾地区

1996年, 中国台湾地区正式颁布“《信托法》”, 在第4章“受托人”中首先规定受托人各项法定义务, 随即规定违反法定义务所应承担的责任。此外, “金融监督管理委员会”出台的一系列规范乃至“信托业商业同业公会”制定的诸多规则中都



有关于受托人责任的有关规范。

(1) 受托人应履行的主要义务。除了“《信托法》”外，“《信托业法》”对于营业受托人应承担的有关义务也进行了更有针对性的规范，表 2 进行了简要梳理。

表 2 中国台湾地区法规中受托人义务

序号	义务类型	“《信托法》”	“《信托业法》”	核心规范提炼
1	善良管理人注意义务	第 22 条	第 22 条	法定标准：善良管理人
2	分别管理义务	第 24 条	/	(1) 自有财产、信托财产、其他信托之信托财产分别管理 (2) 金钱信托财产分别记账 (3) 信托当事人可约定排除分别管理义务
3	自己处理义务	第 25 条	/	(1) 受托人应自己处理信托事务 (2) 例外：①信托行为另有订定；②有不得已之事由
4	书类备置义务 <sup>①</sup>	第 31、 第 32 条	/	(1) 受托人应就各信托分别造具账簿，载明各信托事务处理之状况 (2) 每年至少定期一次作成信托财产目录 (3) 委托人或受益人有权请求查看上述文书，有权请求受托人说明信托事务处理情形
5	忠实义务	第 34、 第 35 条	第 22、第 23、 第 25、第 26、 第 27 条	(1) 受托人不得以任何名义享有信托利益（除非作为共同受益人之一） (2) 受托人不得将信托财产专为自有财产，或于该信托财产上设定或取得权利 (3) 信托业处理信托事务，应负忠实义务 (4) 信托业不得对委托人或受益人有虚伪、欺诈或其他足致他人误信之行为 (5) 信托业禁止进行具有利害关系冲突的相关交易
6	特别报告义务	/	第 19 条第 2 款	信托业应依照信托契约之约定及主管机关之规定，分别向委托人、受益人作定期会计报告，如约定设有信托监察人者，亦应向信托监察人报告
7	登记义务	/	第 20 条	信托业之信托财产为应登记之财产者，应依有关规定为信托登记
8	设立信托财产评审委员会之义务	/	第 21 条	信托业应设立信托财产评审委员会，将信托财产每三个月评审一次，并报告董事会

注：中国台湾地区“《信托法》”原文中并未出现“书类备置”的表述，此表述系由中国台湾地区“信托业商业同业公会”研究报告《营业信托受托人责任之研究与建议》中选用的表述（详见国际通商法律事务所许兆庆等：《营业信托受托人责任之研究与建议》，2014 年，第 27 页，载于中国台湾地区“信托业商业同业公会”网站：<http://www.trust.org.tw/home/index.asp>）。

中国台湾地区“信托业商业同业公会”针对营业受托人应负义务问题制定了“《信托业应负之义务及相关行为规范》”，并于 2014 年经“金融监督管理委员会”核定通过。该规范是目前中国台湾地区关于营业信托受托人义务的最新文件，体系性较为完整，成为“《信托法》”和“《信托业法》”关于受托人义务相关规定的有益补充。表 3



简要梳理了该规范的主要结构。

表3 中国台湾地区信托业商业同业公会关于营业信托受托人义务规定

序号	义务类型	条文	核心规范提炼
1	守法之义务	第3条	信托业应遵守“《信托法》”“《信托业法》”及相关法令与信托公会所订定之会员自律公约与其他规章
2	忠实义务	第4、第5、第6、第7条	信托业应忠实执行信托业务（14项强制性规范）
3	善良管理人注意义务	第8、第9、第10条	信托业应依信托本旨，以善良管理人之注意义务，并以专业及谨慎态度处理信托事务（违反注意义务的6种情形）
4	分别管理义务	第11条	信托财产与自有财产分别管理，金钱信托财产分别记账，不同信托之信托财产分别管理
5	直接管理义务	第12条	信托业应自己处理信托事务，除信托行为另有订定或有不得已之事由者，不得由他人代为处理
6	信托财产纪录与标示义务	第13条	信托业就各信托应分别造具账簿，载明各信托事务处理之状况并保留完整之信托财产管理纪录
7	通知与报告义务	第14条	信托业运用信托财产从事交易后，除法令另有规定外，应交付委托人及受益人交易报告书，并定期编制对账单交付委托人及受益人

上述规范以忠实义务和善良管理人注意义务最具特色，明确了信托业应忠实执行信托业务，并详细列举了16个方面的具体规则；还明确了违反善良管理人之注意义务的6种情形，较为全面地描绘出了中国台湾地区营业受托人履行忠实义务和注意义务之理想图景。如果信托机构能够严格遵照上述规范开展信托业务，则忠实义务和注意义务将被充分履行。

（2）受托人未履行义务时应承担的主要责任。中国台湾地区信托法学界一般认为受托人责任来源于受托人对信托的违反。从狭义角度而言，“信托的违反”仅指四种情形：一是受托人因管理不当致使信托财产发生损害或违反信托本旨处分信托财产，二是受托人违反分别管理义务获得利益，三是受托人违反自己管理义务，四是受托人违反忠实义务使用或处分信托财产。

如果受托人违反自己管理义务，应就该第三人之行为与就自己之行为负同一责任，并且该第三人应与受托人负连带责任。当存在受托人可以请第三人处理信托事务的法定情形（另有约定或有不得已事由）时，受托人应就第三人之选任与监督其职务之执行负其责任，并且该第三人负与受托人处理信托事务同一责任。

### 5. 优劣对比及启示

美国、英国、日本和中国台湾地区的相关规范和标准对中国后续完善受托人责



任认定规范具有参考意义，但仍有必要批判地进行借鉴。表 4 进行简要对比，并尝试总结对中国有益的启示。

表 4 美国、英国、日本和中国台湾地区受托人义务对比

	优	劣	启示
美国	美国信托相关法律在受托人的各项义务，特别是谨慎义务及忠实义务方面拥有大量的案例可供参考，由于普通法系的特性，美国关于受托人义务的判例具有多样性，尤其在“法律帮助勤勉者而非懒惰者”的精神下，美国拥有不少受托人尽职免责以及委托人自担责任的案列	作为普通法系国家，美国的信托法律体系更加依赖于案例与法官的自主判决，相关法律也是从案例中，逐渐提炼和总结出来的	信托案例对于中国信托法律规定受托人、委托人双方权利义务颇有借鉴价值，但普通法系的判例方式与大陆法系有很大的区别，参考时需根据中国实际具体细化
英国	作为信托的发源地，英国信托法律多从信托本源出发，对受托人的权利义务的规定极其谨慎、完整，其对于信托法的法理根基、法条原理、判例逻辑拥有详尽的解释和应用实例，可以对信托法律制定提供逻辑原理上的参考	英国信托法律体系是建立在衡平法基础上的，这与中国法律体系不同，并且，受托人义务规定是基于信托财产的双重所有权，这一点与中国法律有根本性的冲突	英国信托法律体系对于受托人责任义务的法理逻辑有详尽的阐述，可供参考，但由于法律体系的差别，一些具体的责任义务规定需要因地制宜
日本	2006 年最新修订的《信托法》在受托人义务及责任承担问题上更加尊重当事人意思，以推进信托实践的发展。但在营业信托领域，又未完全将受托人义务和责任的认定交给当事人，而是规定受托人必须坚守的底线，以此来强化对金融机构的约束和保护受益人权利	日本信托法律制度中对于受托人违反不同法定义务的具体行为表现未进行详细列举，在实践中仍有赖于法官或监管机构的具体裁判	日本信托法律规范体系较为严谨，其基本逻辑链条值得中国充分学习，但中国仍有必要根据实际情况细化列明具体的违法行为表现，以充分指导实践
中国台湾地区	“《信托业应负之义务及相关行为规范》”堪称受托人义务方面的典范，体系完备，规定详尽，将主要行为规范逐一明确，并通过正面规定和反面禁止的方式，列明营业信托受托人之核心义务，对营业信托受托人违反义务时的法律责任给出了明确的标准	“《信托法》”主要借鉴了日本 2006 年修法之前的旧《信托法》中的基本规范框架，对于受托人忠实义务的规定过于模糊和单薄	在“《信托法》”层面的制度设计固然重要，但是通过行业协会的力量，出台更加具体和全面的信托业之义务标准和行为规范亦非常有必要

## （二）中国法律关于受托人责任的规定

### 1. 监管政策规定

目前，中国界定受托人责任的基础性规范，主要是“一法两规”以及银保监会发布的监管文件，包括《信托法》《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》等。此外，“资管新规”也规定了包括信托公司在内的所有资产管理



产品管理人应当履行包括资金募集、产品登记、独立管理、利益分配、信息披露、数据保管、依法维权等义务。

(1) 为受益人最大利益，勤勉尽责。《信托法》第二十五条规定受托人应当恪尽职守，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。《信托公司管理办法》第二十四条、《信托公司集合资金信托计划管理办法》第四条作出了类似规定。

在信托法律关系中，受托人必须以实现信托目的为目标，勤勉尽责，按照信托文件的约定处理信托事务，并衍生出亲自处理信托事务、利益冲突回避、保密以及信息披露等。为受益人最大利益原则要求受托人不得利用信托财产为自己谋取利益，否则所得利益归入信托财产。

(2) 亲自处理信托事务。《信托法》第三十条规定，受托人必须亲自处理信托事务，例外情形下，可以将信托事务委托他人处理。《信托公司管理办法》第二十六条做了类似规定。

① 信托文件另有规定时。在不违反法律法规、公序良俗、金融监管政策等前提下，委托人和受托人可以通过合同约定的形式，委托他人处理信托事务。然而，根据《信托法》第三十条，受托人仍应对他人的行为承担责任。

② 有不得已事由时。何为不得已事由，法律、法规没有明确规定。本报告认为不可抗力、意外事件等不能预见、不能避免、不能克服的客观情况致使受托人不能如约履行法律法规及信托文件规定的受托人义务。

(3) 利益冲突回避。

① 岗位职责分离。《信托公司管理办法》第四十四条规定，信托公司应当按照职责分离的原则设立相应的工作岗位。金融机构对安全的内在要求决定了对风险控制需要通过防范、控制、监督和纠正的措施，在事前、事中、事后等各个环节形成内部约束和监督机制。风控、合规、财务、运营等中后台部门必须中立、客观，与前台部门无利益、权属、人员交叉等方面的关系，以保证其决策及管理的公正性。

② 固有财产和信托财产独立。《信托法》规定，受托人不得将信托财产转为其固有财产，受托人将信托财产转为其固有财产的，必须恢复原状，造成信托财产损失的，必须承担赔偿责任；固有财产如与信托财产交易需经委托人及受益人同意并以公平的市场价格进行交易，造成损失的，必须承担赔偿责任。

信托财产是受托人的“表外资产”，固有财产属于“表内资产”。对信托财产，受



托人必须以自己承诺的约定义务和法定义务为前提履行相关的管理处分职责，为受益人谋取利益。而在法律允许的范围内，信托公司可以依据自身意愿支配和处置固有财产。

③兜底约定。有关利益冲突的回避并不限于上述两种规范。信托公司在处理信托事务时应当避免利益冲突，在无法避免时，应向委托人、受益人予以充分披露。

#### （4）信息管理。

①保密。受托人对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务。信托法律关系基于信任而产生，为委托人及受益人利益做好客户信息保密工作，是基本的业务要求。当出现法律法规规定或信托文件约定情形的时候，可以有例外，其中法律法规规定一般是指配合司法机关、监管机关的调查等事宜。

②信息披露。信息披露义务贯穿信托业务事前、事中、事后各个环节，包括推介披露、设立披露、关联交易信息披露、利益冲突披露、清算审计披露、危机披露等方面。各个环节的信息披露，受托人均需依据法律法规及合同约定进行；如未能依据相关要求进行披露的，或披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，受托人需承担行政处罚并赔偿受益人相关损失。

#### （5）受托人的责任。

对委托人和受益人。受托人违反信托目的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，委托人和受益人有权申请人民法院撤销该处分行为，并有权要求受托人恢复信托财产的原状或者予以赔偿（《信托法》第二十二条、第三十六条、第四十九条）。可以看出，受托人对委托人和受益人承担的责任，主要是恢复信托财产原状或赔偿责任，这与国外信托法的规定一致。

对其他受托人。在共同受托情形中，共同受托人之一违反信托目的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当致使信托财产受到损失的，其他受托人应当承担连带赔偿责任。

对第三人。《信托法》第三十七条规定，受托人违背管理职责或者处理信托事务不当对第三人所负债务或者自己所受到的损失，以其固有财产承担。即受托人违反义务时，为处理信托事务对第三人所负债务，应当由受托人承担。

### 2. 行业自律要求

2018年9月，中国信托业协会组织制定的《尽职指引》重申了“卖者尽责、买者自负”原则，当以信托业务全流程为主线，覆盖信托业务的各个阶段，融合“一法三规”及“资管新规”的要求，有针对性提出了受托人尽责管理的要求。

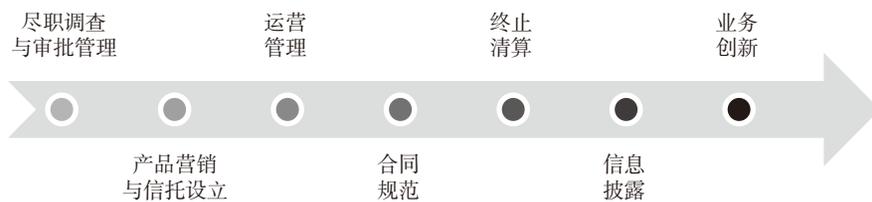


图3 《尽职指引》主要内容

### (1) 主要内容。

第一，受益人合法利益最大化。《尽职指引》第三条强调，信托公司开展信托业务，应当以受益人合法利益最大化为宗旨，按照信托文件约定的信托目的，恪尽职守、履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。《尽职指引》所述受益人利益最大化宗旨，与“一法三规”一脉相承，不同点在于特别强调受益人的“合法利益”。

第二，业务独立。业务独立原则，内涵丰富，涵盖信托业务开展的全过程。业务独立是项目设立尽调、审批审议、营销推介等客观中立的基础，也是信托公司风险控制的客观要求。

第三，忠实义务。受托人忠实义务，可以说是受托人利益最大化的衍生义务。受托人不得利用信托财产为自己谋取私利，不得有任何侵害信托财产的行为或违背管理职责行为，否则造成的损失由固有财产承担。

第四，亲自处理与委托第三人处理。信托公司应当亲自处理信托事务，除非委托人或受益人指定信托公司委托第三方代为处理。信托文件另有约定或有不得已事由时，信托公司可委托会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、投资顾问、专业服务机构等第三方代为处理。

### (2) 意义及影响。

《尽职指引》对进一步规范信托公司的经营行为、明确信托公司受托责任尽职要求，促进信托公司认真履行受托人职责，保障信托当事人的合法权益具有重要现实意义。其发布实施为刚性兑付打破奠定了基础，主要是从信托业务操作流程上对信托公司各个环节应注意事项进行了规定，但有些规定过于严苛，并且对信托财产管理环节应尽的义务很难涉及。此外，《尽职指引》可以作为信托公司尽职履责的重要参考，但其法律位阶较低，尚不能作为法院裁判的法律依据。

### (三) 总结

对比中国法律上关于受托人义务的规定与国外经验，可以发现，中国《信托法》



并没有整合受托人义务进行类型化规定，<sup>①</sup> 而是采用总分模式，以第二十五条为一般义务标准，第二十六、第二十七、第二十八、第二十九、第三十、第三十二、第三十三、第三十四条的规定为具体规范。境外信托法中受托人的义务要求在中国《信托法》中也都有体现，只是过于原则，具体适用上需要裁量，其他国家和地区的经验可以提供借鉴。

根据中国《信托法》及其他部门规章、规范性文件、自律规则的规定，借鉴其他国家和地区的立法经验，中国《信托法》上的受托人义务可作类型化划分（详见表 5）。

表 5 受托人义务在中国法规上的体现及类型划分

受托人义务类型	具体义务	相关规定
诚实信用义务 (忠实义务)	正当宣传义务	《集合资金信托计划管理办法》第八条第(四)、(五)项,《尽职指引》第二十一条第(二)、(三)项
	禁止非法牟利义务	《信托法》第二十六、第二十七条,《信托公司管理办法》第三十四条第(一)项,《尽职指引》第三十一条第一款第(一)、(七)项
	利益冲突回避义务	《信托法》第二十八条,《信托公司管理办法》第二十五条,《集合资金信托计划管理办法》第二十七条第(四)、(五)项,《尽职指引》第三十一条第一款第(六)项
	禁止不当关联交易义务	《信托公司管理办法》第三十五条,《集合资金信托计划管理办法》第二十七条第(三)项
	利益分配义务	《信托法》第三十四条,《集合资金信托计划管理办法》第三十二、第三十三条,《尽职指引》第三十条第一款
谨慎义务 (注意义务)	尽职调查义务	《信托法》第九条,《尽职指引》第五、第六、第七条
	审慎营销义务	《集合资金信托计划管理办法》第五条,《尽职指引》第十三条
	文件管理义务	《信托法》第九条,《信托公司管理办法》第三十二条,《集合资金信托计划管理办法》第十、第十一、第十二、第十三、第十四条,《尽职指引》第三十九条
	面签见证义务	《尽职指引》第十九条
	依约运用信托财产义务	《信托法》第三十六条,《信托公司管理办法》第三十七条,《集合资金信托计划管理办法》第二十五、第二十六条,《尽职指引》第三十八条第四款
	依法保密义务	《信托法》第三十三条第三款,《信托公司管理办法》二十七条;《尽职指引》第四十八条

<sup>①</sup> 相关资料显示,在《信托法》立法之初,曾经有过在《信托法》中明确受托人义务的草案。建议将受托人的义务概括为四点:第一,谨慎管理义务。受托人管理信托财产,负有与管理自己财产同等谨慎的义务,要和管理自己的财产一样尽职尽责。第二,分别管理义务。信托财产具有独特的属性,不属于受托人的破产财产和遗产,受托人必须将信托财产和自有财产分开管理。第三,亲自管理义务。信托的设立前提,是委托人出于对受托人的信任,受托人如果不亲自管理信托财产,则与委托人的意愿相违背。因此,除特殊情况外,受托人必须自己处理信托事务,不得让他人代为处理。第四,接受检查义务。为了增加信托“代人理财”的透明度,促使受托人为受益人的最大利益服务,受托人必须保存管理或处分信托财产的完整记录,定期将信托财产及其收支情况报告受益人,并接受委托人或受益人的检查。



续表

受托人义务类型	具体义务	相关规定
其他义务 (有效管理义务)	分别管理义务	《信托法》第二十九条,《信托公司管理办法》第二十九条,《集合资金信托计划管理办法》第二十四条,《尽职指引》第二十七条
	亲自管理义务	《信托法》第三十条,《信托公司管理办法》第二十六条,《尽职指引》第三十二条
	保存记录义务	《信托法》第三十三条第一款,《信托公司管理办法》二十八条,《集合资金信托计划管理办法》第三十九条,《尽职指引》第三十六条、第四十七条
	定期报告义务	《信托法》第三十三条第二款,《信托公司管理办法》二十八条,《集合资金信托计划管理办法》第三十六条,《尽职指引》第五十二条

## 四、受托人尽责之考量因素与举证责任

### (一) 抽象标准的具体化

法律规范的原则性导致了实用性在某种程度上的让位,原则性的规定赋予法官较大的自由裁量权。然而,这种自由裁量可能会导致“同案不同判”的发生。为保证法律适用的统一性,有必要将抽象法律条文进行具体化,也就是法律解释。就受托人尽责标准而言,应注意把握以下几个问题。

#### 1. 以过程判断为主,以结果判断为辅

在管理他人事务的法律关系中,特别是基于约定而产生的法律关系中,其本质特征就在于当事人之间存在信赖关系或者信义关系。在此基础上衍生出这种制度的其他特点:信息不对称造成的一方对另一方的“信赖”“依赖”;一方管理事务过程中不同程度的裁量权;违反信赖所产生的责任具有特殊性等。<sup>①</sup>这种“信赖”究竟是委托方对受托方管理己方事务结果的信赖,还是对受托方依约妥善管理己方事务过程的信赖?“信赖”是主观上对受托人诚信与能力的综合信任。但诚信与能力均系主观标准,信托关系存续期间,受托人是否具备诚信品质与资产管理能力,通常需要通过信托财产的收益情况来衡量。

但是,在探究受托人是否尽到受托责任时,若只关注财产管理的客观结果,资产管理结果达到预期收益水平就认为受托人完全尽责,未达到预期收益水平就认为未尽责,这样的判断认定方式过于简单,明显不符合“买者自负、卖者尽责”原则,更加不符合“资管新规”打破刚兑的监管要求。从实务的角度看,投资本来就是有风险

<sup>①</sup> 赵廉慧:《信托法解释论》,北京,中国法制出版社,2015年。



的，即便是最优秀、专业的受托人，也并不能保证所有投资都获益，故不能将投资收益低或者不符合预期简单地归咎为受托人未尽勤勉谨慎职责。因此，在管理他人事务的法律关系中，受托人的受托管理行为是否符合尽职标准，是否需要承担责任，应当从受托管理的全过程综合把握，例如，受托人是否具备其标榜的执业资质和投资经验，对相关投资行为是否做到了必要的前期分析、尽职调查、风险评估和相应的防范预案等方面进行考察。概言之，在信托法律关系中，受托人尽责标准的判断，应当以过程判断为主，结果判断为辅。<sup>①</sup>

### 2. 以商业判断为主，以法律判断为辅

从法律视角看，受托人责任的认定是司法问题，是一种法律判断。然而，法律规定的概括性与抽象性尚不足以对现实生活中出现的问题作出完整判断，特别是复杂的商事行为。具体商事行为的法律判断不仅需要商事行为事实的填充，更要法官设身处地地判断受托人的行为是否符合商事“理性人”的判断。在民事信托中，受托人如同管理自己财产一样管理委托人财产，即可被认为是尽到了受托人注意义务。信托公司担任受托人的营业信托中，受托人责任标准较前者更高，承担的义务更重。因此，营业信托中对信托公司作为受托人的尽责要求也是远远高于民事信托中自然人、其他法人作为受托人的尽责标准。

受托人的投资行为作为一种经济活动，风险的存在是必然的，由于投资决策与投资实施的时间不一致，投资实施时投资决策的依据可能发生变化，而且投资实施过程中充满了风险，这就使得投资的收益处于不确定的状态，存在收益实现或者丧失的危险。对一项具体投资行为而言，受托人是否系为委托人的最大利益处理信托事务，实际是在考虑受托人作为专业的资产管理机构，凭借其应当具备的职业技能所应采取的投资方案可能会为受益人带来“最大利益”的其他可能采取的方案进行比较，即对受托人资产管理行为的风险和收益进行综合商业评估，以判断是否符合“理性人”标准。<sup>②</sup>然而，这种评判显然已经超越法律判断范畴，本质上是一种商业判断。就此而言，受托人尽责标准之认定当以“理性人”的商业判断为主，法律判断为辅。

### 3. 合同约定优先，不得违反法律、行政法规强制性规定

信托法律关系中的委托人与受托人，既受双方缔结的生效信托合同的约束，又

<sup>①</sup> 孙德昌、李志刚：《信托关系中，如何认定受托人是否尽责？》，载《人民法院报》，2014-12-24。

<sup>②</sup> 孙德昌、李志刚：《信托关系中，如何认定受托人是否尽责？》，载《人民法院报》，2014-12-24。



受《信托法》调整。《信托法》作为民法的特别法，尽量满足当事人自主、自决的原则，信托文件中可以约定受托人处理信托事务的原则，以排除法律的适用。例如，《信托法》第二十八条规定，“受托人不得将其固有财产与信托财产进行交易或者将不同委托人的信托财产进行相互交易，但信托文件另有规定或者经委托人或者受益人同意，并以公平的市场价格进行交易的除外。”依照该条，法律规定的受托人尽责标准是受托人不将固有财产与信托财产进行交易、不将不同委托人的信托财产进行相互交易。然而，在当事人另有约定或者委托人、受益人同意的前提下，前述受托人法定尽责标准是可以被修改的。

另外，《信托法》也存在不容许排除适用的、法律上的强制性规定。例如，《信托法》第二十七条规定，“受托人不得将信托财产转为其固有财产。受托人将信托财产转为其固有财产的，必须恢复该信托财产的原状；造成信托财产损失的，应当承担赔偿责任。”根据该条规定，受托人如将信托财产转为固有财产，则严重违背了受托人尽责标准，需承担恢复原状或赔偿损失的责任，这一尽责标准是不允许当事人通过意思自治进行变更的。总结而言，受托人尽责标准的认定问题，应当以合同约定优先，但不能变更法律的强制性或禁止性规定。

#### 4. 商业风险不能等于受托人失职

在成熟的金融市场中，不同风险收益偏好都有其存在的空间，高风险高收益与低风险低收益都是理性投资者的自主选择。相对于在商业银行的储蓄行为，委托专业信托受托人进行投资的行为显然属于高风险高收益的理财行为。在信托法律关系中，委托人对受托人的选择应当基于其对受托人的投资能力的信任而非受托人做出的收益保证。受托人投资的结果取决于受托人是否恪尽职守、正常存在的商业风险等因素，然而受托人是否尽责则取决于其是否恪尽职守。在营业信托中，如果受托人在管理信托财产时穷尽了其专业能力范围内，在尽责调查、方案设计、运营管理、信息披露等环节可以采取的防范措施，做到了合理的风险预判，则应当认定其履行了勤勉谨慎职责。若受托人违反信托文件的规定或管理信托财产、处理信托事务时存在故意或过失，因投资失误导致信托财产损失的，则应当认定其违反诚实、信用、谨慎、有效管理等义务，未履行勤勉谨慎职责。<sup>①</sup>不能简单地将商业风险等同于受托人失职。

<sup>①</sup> 孙德昌、李志刚：《信托关系中，如何认定受托人是否尽责？》，载《人民法院报》，2014-12-24。



## （二）举证责任分配与受托人抗辩事由

### 1. 举证责任分配

（1）举证责任分配方式。举证责任是指在诉讼过程中当事人对自己提出的主张有收集或提供证据的义务，<sup>①</sup> 承担举证责任的一方如果举不出有力的证据证明自己的诉讼请求或主张，就可能面临承担不利法律后果的局面。

根据中国《民事诉讼法》的规定，当事人对自己提出的主张，有责任提供证据，这就是“谁主张，谁举证”的举证责任分配方式。换言之，原则上，无论当事人在民事诉讼中处于何种地位，只要是其提出主张与请求，就应当举出相应的证据予以证明。一般而言，提出主张的一方往往认定事件发生或事实存在，而反对方则往往认定事件未发生或事实并不存在，如果将举证责任配置给后者，则由于后者的证明成本过高，容易导致欺诈或恶意诉讼的发生。

倘若否认方的证明成本低于主张方，举证责任将配置给否认方，这就是举证责任倒置。例如，建筑物或者其他设施以及建筑物上的搁置物、悬挂物发生倒塌、脱落、坠落致人损害的侵权诉讼、因医疗行为引起的侵权诉讼中，<sup>②</sup> 由主张者举证，则其证明成本过于高昂，因此，采用举证责任倒置原则。

（2）投资者与信托公司之间的举证责任分配。按照现行法律法规的规定，投资者与信托公司之间的民事争议，在举证责任分配问题上并无特殊之处，遵循“谁主张、谁举证”的基本原则。无论是信托公司还是投资者，如果提出主张均应当承担举证责任，提交相关证明材料，否则将承担证明不能的不利后果。投资者对其主张的购买产品或接受服务的相关事实，应承担举证责任。信托公司对其是否履行了了解客户、适合性原则、告知说明和文件交付等“适当性”义务等案件事实，应承担举证责任。<sup>③</sup>

值得注意的是，与委托人相比，信托公司作为专业机构，在行为主体、决策过程、客观效果、同行业绩等方面提供证据证明其尽到了勤勉谨慎职责更为容易。并且信托合同通常是信托公司的格式文本，随着信托产品的产品结构日趋复杂、投资运作专业化程度不断提高，作为金融产品的信托产品与其发行方的关系更加紧密。在信托产品的结构设计和投资运作是否尽责问题上，需要信托公司就已经尽责承担举证责任。

<sup>①</sup> 《民事诉讼法（2017 修正）》第六十四条第一款规定，当事人对自己提出的主张，有责任提供证据。

<sup>②</sup> 《最高人民法院关于民事诉讼证据的若干规定》（2008 年修订）第四条。

<sup>③</sup> 《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》，2015-12-24。



因此，无论是在主动管理类业务中，还是在被动管理类业务中，信托公司作为专业金融机构，均应重视信托项目设立前的尽职调查材料、审批材料，项目存续过程中的日常管理材料（包括各类凭证、单据、通知和指令），项目清算和风险处置过程中所有材料的事先保存、整理、识别、收集、调取等，并且要确保所有材料内容、日期和其他信息的准确性，以避免未来出现纠纷时因举证不能而遭受不利后果。

## 2. 受托人抗辩事由

抗辩，通常是指一方当事人行使权利时，他方当事人所提出的对抗或异议，该对抗或异议能够有效排除前者的请求权。信托项目管理中，信托公司可以提起的抗辩事由主要有两类：一类为约定事由，此类抗辩系基于投资者与信托公司的约定；另一类则为法定事由，即信托公司依法可以提出抗辩的事由。

（1）约定事由。约定事由是指投资者与信托公司已经就相关事项达成一致意见，此时，信托公司可以就投资者的主张提出合理抗辩。例如，如果信托公司的行为已经取得了投资者的事先认可，实质上意味着双方对既有的信托合同进行了补充完善或修改，在此情形下，信托公司按照投资者的意愿从事管理运用信托财产的行为，在合法合规的前提下，不违背信托合同的约定，不构成管理的失职行为。再如，投资者明知投资结果可能造成重大损失，在信托公司作出风险告知后，仍然要求信托公司按照其指示管理运用信托财产，在信托公司不存在其他失职行为的情况下，由此引起的损失，信托公司可以主张免责。

（2）法定事由。除了信托公司作为受托人证明自己已经尽职管理信托财产外，还可以提出以下法定的抗辩事由：

第一，不可抗力。如果信托财产损失是由于不可抗力造成的，则信托公司可以免责，根据《民法总则》第一百八十条的规定，不可抗力是指不能预见、不能避免且不能克服的客观情况；原则上，因不可抗力不能履行民事义务的，不承担民事责任。因此，如果信托合同未对不可抗力的免责事项作出相反约定，在发生不可抗力时，信托公司可以依法主张责任免除。

第二，不得已事由。根据《信托法》第三十一条第一款的规定，受托人应当自己处理信托事务，但信托文件另有规定或者有不得已事由的，可以委托他人代为处理。因此，信托公司在处理信托事务过程中，即使突破了照信托文件的约定，将相关事务交由他人代为处理，但只要信托公司具备不得已事由，就可以对投资者提出未亲自处理信托事务或其他请求主张抗辩。



## 五、不同类型信托业务中受托人职责

信托公司开展的信托业务类型较多，不同类型项目中，受托人的义务不尽相同，下文结合《尽职指引》的相关规定，分别研究主动管理类信托业务和被动管理类信托业务中受托人职责。

### （一）主动管理类信托业务

主动管理型信托是指信托公司具有全部或部分的信托财产运用裁量权，对信托财产进行管理和处分的信托。主动管理型信托中受托人的义务体现在由受托人主导信托全过程，对信托公司管理能力提出了较高要求，贯穿信托事务管理的各个环节。受托人在信托产品结构设计、管理和处分信托财产过程中应充分发挥其专业能力，通过不断地比较和筛选，选择最佳的投资策略，并应作出合理的风险预判以及风险应对措施。

#### 1. 项目设立前受托人职责

（1）尽职调查。受托人应当对项目开展深入的尽职调查，全面了解项目各方面情况，包括从交易结构、交易对手和风险控制措施等方面评估信托项目的可行性、合规性，以及涉及关联方交易等事项，并出具可行性研究报告，尽职调查报告应真实、准确、完整反映所开展的尽职调查工作的结果。

《尽职指引》第二章尽职调查与审批管理，对尽职调查报告和可行性研究报告的内容进行了规定，并且要求信托公司应当对信托项目进行审议，对审议过程中形成的重要文件及审议结果以书面形式予以保存。尽职调查过程中，信托公司可以委托会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等第三方机构出具专业意见并在项目审议时予以参考，但与尽职调查相关的风险及责任均由信托公司承担。

（2）推介与销售。信托公司开展推介和销售工作，应坚持“了解产品”和“了解客户”的理念，遵循风险匹配原则和审慎合规原则，加强投资者适当性管理，向投资者销售与其风险识别能力和风险承担能力相适应项目，向其传递“卖者尽责、买者自负”的资产管理理念。推介和销售人员在推介和销售工作的整个流程中，应当根据法律、行政法规及其他规范性文件和公司内部规定，开展包括投资者身份识别、大额交易和可疑交易报告等在内的反洗钱审查工作。销售过程中，严格按照“双人双录”要求进行认购、签约，全程录音录像，并保存影像。



《尽职指引》第三章对营销原则、投资者教育、了解客户、产品推介和委托推介、录音录像和面签等进行了规定，并且明确信托公司设立信托时，不得以任何方式承诺信托财产不受损失，或者以任何方式承诺最低收益；进行虚假宣传、夸大预期收益；夸大公司经营业绩或者恶意贬低同行等。值得注意的是，《尽职指引》对信托公司委托其他代理机构推介产品的要求做了详细规定，并明确对代理推介中的违规行为承担责任。

(3) 法律文件管理。《尽职指引》第五章是合同规范，专门对信托文件和交易文件的内容作了详细规定，信托公司起草相关文件时可以参考。

信托文件中应当将双方的权利和义务尽可能明确，特别是对于法律规定不清楚的要素，对于法律有明确规定的内容，则没有必要重复规定，尤其要避免相互冲突的规定。此外，法律文件应充分保障合同各方利益，避免违反法律法规规定的情形以及可能使得合同无效、可撤销情形。同时，对信托文件中免除或限制受托人责任的条款及风险揭示条款，应当采用足以引起委托人、受益人注意的文字、符号、字体等特别标识或采取其它合理的方式提请委托人、受益人注意。

## 2. 项目设立后受托人职责

(1) 成立宣告。信托项目成立条件获得满足时，应按照信托文件约定的方式和时限，向委托人/受益人宣告信托项目成立及其他需要披露的信息。

(2) 存续期管理。《尽职指引》第四章运营管理，对信托设立后的分别管理义务、信托财产保管、忠实义务、亲自处理义务、存续期管理、风险应对等做了规定，并且对从业人员资质、内部问责等进行了规定。其中对于忠实义务做了详细规定，不但从积极方面进行了规定，而且从消极方面规定了信托公司不得有的行为。信托项目存续期间，信托公司应当按照指引要求履行各个环节的义务。

具体而言，项目设立之后，受托人在放款、资金归集、存续期跟踪、管理进度调整、现金流监管、价格监控、担保方式确认、期间信息披露、按期分配利益等各个环节负有重大责任及义务。出现信托文件及法律规定的情形时，需要按照信托文件或法律规定召开受益人大会，确定信托事务管理方式。

除此之外，受托人对信托项目应分别建档，按法定、约定时间真实准确完整地保存处理信托事务的完整记录，同时对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务。

(3) 信息披露。信息披露包括定期信息披露以及临时信息披露。“一法三规”



以及资管新规均对信息披露提出了较高要求。在法规规范的范畴内，信托当事人可以通过合同约定，对信息披露事宜进行具体约定。《尽职指引》第七章专章规定了信息披露，对信息披露的方式、内容进行了规定，并且规定了委托人、受益人的查询权。

信托公司应当保证所披露信息的真实性、准确性和完整性，不得有虚假记载、误导性陈述和重大遗漏，不得同时就同一信托项目向各信息披露对象（含监管部门）提供不同版本（指核心要素和内容不完全一致）的信息披露文件。信息披露的方式应符合信托文件约定。

### 3. 终止清算时受托人职责

终止包括到期终止及非按期终止。到期终止是指出现法律、行政法规及其他规范性文件规定的或者信托文件约定的终止情形的，信托项目终止。非按期终止是指信托项目无法于预设存续期限届满时按期终止。

（1）利益分配。按照信托文件约定的分配日将现金划付至受益人账户，以原状分配方式分配的，应完成与受益人的财产转移手续。

（2）清算报告。清算报告应当至少包括信托项目的基本信息，信托财产的管理、运用和处分情况，信托收益情况及分配情况，清算报告异议期及受托人解除责任声明，以及法律、行政法规及其他规范性文件及信托文件约定应当披露的其他内容。

（3）审计。“资管新规”要求外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融监督管理部门。

（4）异议处理。受益人未在异议期限内对清算报告提出异议的，除法律、行政法规及其他规范性文件另有规定，或信托文件另有约定外，信托公司作为受托人就报告所列事项解除责任。受益人对此提出异议的，信托公司应按照公司有关规章制度规定予以妥善解决。

### 4. 应急响应及风险处置

应急响应和风险处置是指信托项目存续期间，受托人发现可能导致信托财产或受益人利益受损失的情形，或经过专业判断后认为极有可能发生导致信托财产或受益人利益受损失的情形时，对出现的风险或潜在的风险因素进行应急响应并进行相应处置的工作。在出现风险或潜在风险时，受托人应立即采取积极的措施，对项目进行处置，包括但不限于专业调查、审计评估、估值调整、补充增信、跟进项目接管、资产处置、诉讼仲裁等。



表 6 主动管理类信托业务中受托人职责

阶段	工作	注意事项
项目设立前	尽职调查	从交易结构、交易对手和风险控制措施等方面评估信托项目的可行性，出具切实可行的尽调报告和可行性研究报告
	推介与销售	(1) 合格投资者认定 (2) 投资者身份识别 (3) 反洗钱审查工作 (4) 双人双录
	法律文件管理	(1) 法律文件的保存 (2) 免除或限制受托人责任及风险揭示条款的警示
项目成立后	成立宣告	向委托人/受益人宣告信托项目成立及其他需要披露的信息
	存续期管理	(1) 在放款、资金归集、存续期跟踪、管理进度调整、现金流监管、价格监控、担保方式确认、期间信息披露、按期利益分配等环节负有重大责任及义务 (2) 出现信托文件及法律规定的情形时，召开受益人大会 (3) 对信托项目分别建档
	信息披露	定期信息披露以及临时信息披露
终止清算时	利益分配	按照信托文件约定完成利益分配
	清算报告	信托终止后十个工作日内完成
	审计	(1) 外部审计机构进行审计确认 (2) 披露审计结果并同时报送金融管理部门
	异议处理	受益人提出异议的，信托公司应按照国家有关规章制度规定予以妥善解决

## (二) 被动管理类信托业务

被动管理类信托业务是指信托公司根据委托人或其指定人的指示，对信托财产进行管理、运用和处分，信托公司不承担积极管理职责的信托业务。

### 1. 受托人事前、事中、事后职责

#### (1) 项目设立前。

①忠实谨慎义务。被动管理类信托业务中信托的设立、信托财产的运用和处分等事项，均由委托人自主决定或信托合同事前明确约定。受托人应遵从信托目的和委托人意志，并按照信托合同规定处理信托事务。受托人处理信托事务的出发点是受益人的最大利益，应当遵守恪尽职守、诚实信用原则，履行谨慎和忠实义务。

②事前尽职调查与审批义务。被动管理类信托业务中，受托人既可根据委托人意愿以及信托财产运用的不同特点按照公司信托业务操作规程自行开展尽职调查，亦可由委托人或其指定的第三方完成尽职调查。并且应当在信托文件中向委托人充分揭示可能影响信托财产安全的重大风险以及拟采取的风险防控措施。



被动管理类信托业务中，信托公司应当根据业务的实际需要，制定切实可行的项目审批制度，完善项目审批流程，明确项目审批权限及时限。同时，应按照公司规范，结合尽职调查报告及可行性报告对拟设被动管理类信托业务进行审议。审议过程中形成的重要文件及审议结果应以书面形式予以保存。

(2) 项目设立后。

①信托合同的设立与规范。信托公司应当根据业务实际开展情况，建立完善合同管理制度，根据信托业务类别，明确合同管理的流程及各部门的职责、权限及责任，切实防范合同风险。信托文件应当载明法律、行政法规、部门规章及其他规范性文件规定的必备事项，并就信托当事人在尽职调查、信托设立、信托财产管理、运用和处分中的权利义务及风险责任承担等作出明确约定。

②运营管理义务。信托公司开展被动管理类信托业务，应依法履行必须由信托公司或必须以信托公司名义履行的管理职责，包括但不限于账户管理、清算分配及提供或出具必要文件以配合委托人管理信托财产等事务，并履行与以上管理职责相匹配的义务。

③风险告知及保密义务。被动管理类信托业务中，信托公司应向委托人传递“卖者尽责，买者自负”的理念。在信托文件中应向委托人充分揭示可能影响信托财产安全的重大风险以及拟采取的风险防控措施。同时，由于信托关系涉及当事人之间的财产委托关系，牵涉到信托当事人的个人隐私和商业秘密，因此受托人应承担相关信息的保密义务，积极保护委托人的信息安全。

(3) 终止清算时。被动管理类信托业务中，受托人的义务与责任主要包括终止清算义务、编制清算报告义务。这与主动管理类信托并无太大不同，不过被动管理类信托通常会约定信托财产原状返还。

表 7 被动管理类信托中受托人职责

阶段	受托人义务与责任
项目设立前	(1) 忠实谨慎义务 (2) 事前尽职调查与审批义务
项目成立后	(1) 信托合同的设立与规范 (2) 运营管理义务 (3) 风险告知 (4) 保密义务
终止清算时	(1) 终止清算义务 (2) 编制清算报告



## 2. 委托第三人处理的事务信托

《信托法》第三十条规定，受托人依法将信托事务委托他人代理的，应当对他人处理信托事务的行为承担责任。《尽职指引》第三十二条第三款也有相同规定。<sup>①</sup>不过信托合同中明确约定信托事务的处理原则和责任承担的，可以作为和委托人之间发生纠纷时，供法院裁决参考的依据。此外，如前文所述，国外信托法对委托他人信托事务时，受托人的选任和监督义务做了详细的规定，这点值得中国信托法借鉴。目前，信托公司在委托第三方代为处理时，可参考以下原则：

(1) 建立名单管理机制。信托公司在委托第三方代为处理时，应对第三方机构进行评估，并建立第三方机构的名单管理机制，将符合信托公司要求，满足被动管理类信托业务要求的会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、投资顾问、专业服务管理机构等列入“白名单”，并定期对名单进行更新，有效地排除高风险、避免合规风险。

(2) 审查第三方机构出具的报告。若信托公司委托第三方机构代为处理，应指定专人负责审查第三方机构出具的报告，包括但不限于尽职调查报告、资产评估报告等。对于不符合信托法律相关规定的，应通知第三方机构进行整改，拒不整改的，应将其移除“白名单”，并终止委托代理关系。

(3) 对委托人实施告知义务。受托人委托第三人处理信托业务，受托人应根据实际情况，向委托人及受益人每年至少出具一次报告。报告内容包括但不限于管理信托财产方式、信托财产投资及收益情况等。

## 3. 被动管理类信托业务中信托公司的免责认定

### (1) 相关信托文件的完善。

① 尽职调查报告的审核。信托公司在编写被动管理类信托业务尽职调查报告中，应严守“忠实、谨慎”原则，在自身能力范围之内，确保项目尽职调查报告的真实性、完整性、准确性、及时性。委托人或第三方进行尽职调查的，受托人应在能力范围之内审核尽职调查报告的真实性，避免出现损害受益人利益的行为发生。一经发现委托人或第三方尽职调查报告出现虚假、有损受益人利益行为发生，应在第一时间向委托

<sup>①</sup> 值得注意的是，之前征求意见的《尽职指引》第十二条第二款规定，由委托人或其指定第三方进行尽职调查的，信托公司应当在信托文件中约定，与尽职调查相关的风险及责任由委托人自行承担，受托人不承担相关风险及责任。但是，事务管理类信托项目中，信托公司仍应对信托项目的合法合规性进行独立审查，履行受托人格尽职守、诚实信用的基本义务。不过，正式发布的《尽职指引》已经删除这一条，这与第七条第二款（信托公司无论是自行尽职调查还是委托第三方尽职调查，都应承担与尽职调查相关的风险及责任）的规定保持了一致。



人进行书面告知。

②信托财产原状返还条款的运用。《信托法》第五十四条规定，信托终止的，信托财产归属于信托文件规定的人或其继承者。由此可见，《信托法》并未限制信托财产的分配方式，信托公司应合理运用信托财产原状返还条款，在法律允许的范围内，明确风险由委托人/受益人承担。信托合同中应详细约定各方所需履行的职责，设立明确的原状返还条款，并提示担保物权的变更登记等细节，确保原状返还条款可以顺利执行。

③明确由委托人下达投资指令。被动管理类信托业务的特征之一，即是信托公司根据委托人指令对信托财产进行处置。信托公司在被动管理类信托业务合同中，应明确投资指令下达完全遵循委托人的主观意志，并以书面告知的形式向受托人进行确认，明确受托人仅仅是按照委托人投资意愿完成投资行为。受托人仅承担消极功能（保管义务、分配义务等），以文字形式明确委托人为投资行为的责任主体。

（2）完善事务管理职责。信托公司在被动管理类信托业务的运营管理中，应履行管理职责，包括账户管理、清算分配及提供和出具必要文件以配合委托人管理信托财产等事务，定期出具收益分配报告。项目结束时履行清算义务，包括但不限于信托资产状况、债权债务情况、信托利益分配情况等。同时，信托公司应妥善保管相应合同、函件、指令的纸质文件，通过各种途径对信托文件进行留痕。概言之，被动管理类信托业务中，也需要积极履行法定职责和信托文件约定义务。

### （三）总结

总体而言，包括信托产品在内的所有资产管理产品，都是收益与风险相匹配的投资标的，这也是确定受托人义务与责任的裁判理念与价值导向。一般情形下，对主动管理型信托受托人收取高额报酬理应履行较多义务并承担较高责任，而对于只是收取少量的“通道费”的被动管理型信托的受托人而言，义务和责任都应远小于前者，但也并非绝对，因为实践中责任认定可能因个案情形不同而有差异。但无论哪种业务形式，信托合同的约定和《信托法》规定的受托人义务对受托人而言都是必须遵守的，否则都可能承担相应的法律责任。<sup>①</sup>

本部分主要从受托人是否承担主动管理职责来区分的主动管理类业务和被动管

<sup>①</sup> 李国楚、王海潮：《不同管理类型的信托中受托人的管理义务及责任的区别》，上海贤思律师事务所，[http://www.cnbizlaw.com/page88?article\\_id=90](http://www.cnbizlaw.com/page88?article_id=90)，2018-08-22。



理类业务出发，分别梳理两个业务中受托人的具体职责问题。实际上，在不同业务领域和不同资金运用方式各类信托业务中，受托人应当承担的义务和职责都是不相同的，原因在于这些业务的关键环节和风险点也是不相同的。例如，在证券投资类和债权类信托中，受托人义务就存在很大的不同，受托人承担的职责也有很大不同，其尽职要求自然不同。然而，由于篇幅结构限制，本部分无法对于所有的信托业务类型展开研究，但其存在的差异是不容忽视的，也是业务实践中需要注意的。

## 六、风险处置与责任认定

### （一）信托项目风险处置与责任认定

信托项目风险事件发生前，信托公司应实行风险项目的有效识别、风险评估；风险事件发生后，信托公司应立即根据信托项目风险责任制、信托产品违约处理机制等相关安排，及时启动相关应急预案、风险处置流程。

#### 1. 风险识别要点

信托公司应建立风险识别体系，设置信托业务风险及其跨市场、跨业态传染的识别系统，并加强跟踪、监测。对信托业务的风险状况，以及其风险传染路径、范围和程度做出识别判断。同时，信托公司应及时向监管部门进行沟通汇报，了解重点风险防控领域，防止受到单体机构重大风险和系统性、区域性风险波及。

信托公司日常监测识别的风险包括但不限于以下方面：（1）信托行业风险资产余额、风险率出现异常变动；（2）部分行业、领域和地域的信托资产质量明显恶化；（3）大额客户或其信用关联方出现违约，涉及一家或多家信托公司，可能造成信托产品重大损失；（4）以固有资金、附担保的第三方接盘等方式承接的信托风险资产余额大幅增加；（5）证券投资信托产品面临重大损失，信托公司因操作风险可能承担赔偿责任；（6）信托公司因化解风险项目而面临流动性管理压力；（7）资金池信托项目存在期限错配，可能面临受益人集中赎回的压力。

#### 2. 风险评估要点

首先，信托公司应评估风险项目对信托公司本身和信托行业的影响，包括但不限于评估对信托公司的整体情况影响；信托产品风险状况、信托公司履职尽责情况、业务合作方法律责任等；预计负债和拨备计提情况、资本充足情况；信托公司处置信托产品风险的能力；此类风险事件是否涉及其他信托公司，影响公众对信托行业



的信心。

其次，信托公司应对市场和系统的影响进行评估，包括但不限于：风险信托产品及同类产品是否涉及其他金融机构，并对其财务状况、风险状况和声誉产生重大实质性影响；风险信托产品及同类产品的市场份额及影响力，以及对所投向市场的冲击预测；信托交叉产品的业务模式、风险性质和传导路径等。

最后，信托公司应在上述评估的基础上形成综合评估，对风险出现的背景、原因、性质及影响程度等进行全面分析；确认风险等级；结合已采取的措施和效果，提出下一步应对建议。

### 3. 风险处置要点

(1) 切实履行突发事件处置的主体责任。信托公司应成立公司董事长或总经理等负责的应急处置机构，明确组织分工和责任人员，做好人员接待、权益保护、风险排查、舆情监控和综合保障等各项工作，并及时向公司决策层等报告突发事件处置进展情况。

(2) 加强与投资者及其他信托当事人沟通。信托公司应按照明确的处理流程和时限要求，积极处理投资者投诉、信息披露等相关诉求，充分了解其意图；聚焦主要问题和矛盾，寻求妥善解决问题的途径；必要时召开受益人大会，对项目情况、风险处置等作出说明。

(3) 布控群体性事件盯防工作。信托公司应对于存在出现群体性事件升级隐患及时采取合法有效的劝解和疏导措施，安抚客户，化解矛盾，加强监测；同时，积极联系政府与公安部门，有效开展群体性事件盯防工作，避免事态进一步扩大升级。

(4) 加强舆情监测和引导。信托公司应做好舆情监测，加强与媒体沟通，适时向公众发布消息，消除或降低突发事件所造成的负面影响；及时澄清虚假信息或不完整信息，消除社会疑虑，避免不实报道给信托公司带来声誉风险。

(5) 组织开展自查评估和全面整改。信托公司应加强对问题信托产品和同类信托产品的风险评估，对存在类似问题但风险尚未暴露的其他产品，提前制定风险处置预案。针对涉诉信托产品处理情况进行定期分析，建立信托产品违约处置的长效机制。

(6) 突发事件相关各类信息的报告。信托公司应配合监管部门、人民银行和当地政府开展的应急处置工作，按要求及时、准确报告突发事件相关各类信息。

总体而言，对于风险项目的处置应当遵循及时、快速处理的原则，如果拖延可能错过最佳处置时机，此外，对于不同的项目需要采取不同的风险处置流程。



#### 4. 从司法实践案例看责任认定要点

(1) 提前终止信托与注意义务——受托人提前终止信托案<sup>①</sup>。涉案的信托合同载明的期限为2013年12月16日至2018年12月16日，而根据合同的一般条款，提前终止信托产品需要召开受益人大会。但合同的专用条款特别约定“受托人有权根据信托计划运行情况提前赎回全部或部分信托单位”。其实际效果是信托计划没有约定确定的信托利益和信托期限，仅约定预期期限是5年。受托人取得了在不损害受益人利益的前提下提前终止信托的权利。

受托人根据情势，决定提前终止信托，法院认定并不违背其注意义务。受诉法院认为：如果继续履行信托计划，“除了需面临包括银行贷款利率下行压力在内的金融风险和投资人的资金安全风险外，还需面临被告对投资公司的追索成功率的风险。如果让信托计划继续持续下去，投资人的权益将面临更大的不确定性，为了尽可能地确保投资人的收益，被告综合评估信托产品的风险系数，决定提前终止信托计划，其行为具有适当性、审慎性”。可以看出，被告作为受托人有权为自己保留终止信托的权利，此时法院“关注的重点”是受托人在行使提前终止信托的权利时，是否依照《信托法》的规定，本着保护委托人最大经济利益，践行诚信、勤勉的宗旨。

该案启示如下：第一，受托人可以在满足委托人知情权的基础上，在信托文件中就信托存续期限、提前终止信托事宜、信托延期事项等进行约定，即为自己保留根据具体情形提前终止信托或者延期的权利。第二，在信托合同特别条款已经对可以通过信托文件约定的事项进行约定时，在一般条款中没有必要再照搬法律和部门规章的规定。本案中，在信托文件特别条款已经对提前终止事项进行了约定的情况下，一般条款中还保留“提前终止信托期限由受益人大会审议决定”的条款，徒增不必要的争议。第三，对于投资者要充分履行告知程序，并且要区分投资者的类型。在本案法院认为“本案所涉的信托产品系私募产品，针对的目标客户不同于普通投资人，原告作为投资信托产品20余年的主体，在金融领域所具备的专业知识不同于其他普通投资人”。鉴于此，信托合同虽是格式合同，但只要受托人履行了告知程序，并不导致提前终止的特别条款无效。

(2) 投资顾问责任与举证责任——信托公司因平仓操作被诉赔偿案<sup>②</sup>。该案中，

<sup>①</sup> (2016)沪0101民初23030号。

<sup>②</sup> (2017)粤0104民初11014号。



原告（委托人、受益人）与被告（受托人）签订信托合同，合同约定受托人根据全体委托人的意愿及指定聘请某投资公司为信托计划的投资顾问，受托人根据投资顾问指令将信托资金投资于 A 股股票、交易所债券等证券类资产。信托计划因触及平仓线，受托人进行了平仓操作，信托计划单位净值为 0.6182 元。此外，在该信托计划存续期间，投资顾问受到中国证监会的行政处罚，理由是包括本信托计划在内的证券账户由投资公司发起设立并实际控制，涉案账户超比例持股未披露情况和操纵股价。

原告认为，被告未按照合同约定履行诚实、信用、谨慎、有效的管理义务，导致证监会对被告就该合同下的产品操作行为进行了行政处罚；被告在选择投资顾问时未尽谨慎义务，投资顾问私自建仓，被告没有审核投资顾问违法违规行为，导致原告财产受损。法院经审理认为，原告没有提交能够证明其在涉案信托存续期间就被告违反信托目的的处分信托财产或者因违背管理职责、处理信托事务不当提出过异议；原告、被告在履行合同过程中，被告在《认购风险说明书》向原告告知了在管理、运用或处分信托财产过程中，可能面临包括但不限于市场风险、投资顾问风险、管理风险等；原告表示对投资公司已有充分了解，并同意被告聘请其为涉案信托计划的投资顾问，并接受被告聘请投资顾问提供投资服务所可能产生的相应风险。因此，原告应自行承担股票下跌的市场风险，被告不因平仓操作而承担赔偿责任。

该案启示如下：第一，信托公司如需免责，对于信托资金面临的风险需要事先充分揭示，特别是对于高风险的证券投资类产品应当具体揭示其特有的市场风险。第二，对于有投资顾问的信托产品，对于投资顾问实施的违法违规行为，应当根据选聘投资顾问的主导方来确定选聘不当的责任，如投资顾问系由委托人选聘，则受托人对投资顾问的违法违规行为不承担责任。第三，对于委托人的损失赔偿请求，应当严格认定相关方的违法违规行为与损失之间的因果关系，不能因为存在违法违规行为，就直接断定该行为与损害存在因果关系。

（3）信息披露与保密义务——委托人诉请信托公司提供信托计划相关凭证与指令案<sup>①</sup>。该案中，信托计划总规模为 2 亿元，原告认购了 300 万份信托单位。信托计划到期后，因融资方违约，信托计划未能进入清算程序，全体受益人的信托收益未能如期兑付。原告认为其作为委托人，有权了解信托财产的管理、运用、处分及收支情况，

<sup>①</sup> （2018）京 0101 民初 2266 号。



并了解投资损失产生的原因，要求判决被告提供：①信托计划2亿元的银行流水明细；②反映信托财产的资产、负债、收入、费用、利润等状况财务记录和托管指令；③被告向托管银行发出的资金划拨和收益划拨指令。

法院认为，委托人知情权的目的在于了解信托财产的管理运用、处分及收支情况，即信托资金管理报告或处理信托事务的完整记录，被告向原告提供的资料可以反映受托人对原告信托财产进行管理、运用及收支的情况，已能满足原告的知情权。本案中，原告投资的信托资金为300万元，但信托计划募集资金为2亿元，包括了其他委托人投资的金额。信托合同中明确约定了受托人对委托人、受益人负有依法保密的义务。原告关于被告应当提交全部信托项目募集资金的银行流水会计凭证、会计账簿、会计报表及托管指令的要求，缺乏法律依据。

该案启示如下：第一，“一法三规”规定受托人负有信息披露义务，委托人有权查阅、抄录或者复制与其信托财产有关的信托账目以及处理信托事务的其他文件。但对于信托账目范围，则缺乏明确细致规定，需要就个案实际具体分析。第二，界定信托公司信息披露的具体内容，应当妥善处理以下关系：首先是主动披露与被动披露的关系。信托公司既要定期主动向委托人披露信托计划的相关情况，又要积极回应委托人合法、合理要求，向其提供相应的信托计划信息；其次是信息披露与客户保密的关系。信托公司既要全面履行信息披露义务，维护委托人的信息知情权，但同时也负有依法保密义务，特别是相关信息涉及其他委托人、受益人或第三人隐私时，信托公司应当采取相应保密措施，不得随意提供给他人。

综上所述，在资管新规要求打破刚性兑付的背景下，信托项目出现风险时，信托公司首先应自行判断自己是否尽责，第一，对照《信托法》等法律法规以及信托文件等约定，审查是否已经相关的法定和约定义务。第二，对照《尽职指引》，回顾和审视在尽职调查和审批管理、产品营销与信托设立、运营管理、合同规范、终止清算和信息披露各个涉及到的环节，是否已经尽职管理。第三，检查所有的信托文件和交易文件，信息披露文件和各类指令等是否合法合规、填写完整准确等。第四，对于投资出现的风险可以尝试判断信托公司作为专业受托人是否尽到注意义务，是否切实履行忠实义务，委托他人处理信托事务有无瑕疵等。

如果经过以上步骤检视，可以认为已切实履行受托职责，则可以通过法律途径解决委托人端的纠纷，而非一律刚性兑付。这不但是信托行业自身健康、长远发展的需要，也是培育合格投资者的必要过程。



## （二）高风险信托机构风险处置时的责任认定

高风险信托公司目前缺乏明确、权威的定义，一般是指信托公司发生严重的流动性风险或信用风险，已无法通过自救措施进行化解，必须采取行政或司法手段进行风险处置的情况。根据现有法律法规，借鉴证券公司等金融机构风险处置实践经验，针对高风险信托公司可供采取的风险处置措施主要包括接管、重组、关闭撤销、破产重整、破产清算等。下文针对处于上述风险处置措施下高风险托公司的受托人责任如何认定进行研究，主要从责任认定的特殊性、认定原则、认定程序、认定标准等方面进行阐述。

### 1. 责任认定的特殊性

与一般信托公司相比，高风险信托公司面临的主要是机构风险。鉴于高风险信托公司本身以及风险处置措施的特殊性，其责任认定同样有其特殊性。

（1）工作量大。高风险信托公司通常存在违法违规情形，并存在严重的经营风险。鉴于信托公司的业务特点，高风险信托公司的风险往往因信托项目存在大量的兑付问题导致，并引发后续的机构流动性风险或信用风险，由此进入风险处置阶段。风险处置中，为准确掌握风险底数，需要对信托项目进行全面的风险排查。在此基础上，对存在兑付问题的信托项目进行受托人责任认定，以准确判断信托公司面临的兑付缺口。因此，与处于正常经营状态的信托公司相比，需要进行受托人责任认定的信托项目范围广、难度高，工作量巨大。

（2）程序特殊。进入风险处置阶段的高风险信托公司已处于非正常经营状态，因此受托人责任认定工作的开展，受制于风险处置措施的相应要求。高风险信托公司风险处置措施的选择，一般遵循“先行政后司法”“先维持经营后市场退出”的顺序。以接管措施为例，此时信托公司的经营管理权已移交接管组，接管组的主要任务在于维持公司运营，摸清风险底数，采取必要的措施（如司法“三中止”措施<sup>①</sup>），防止风险进一步扩大。一般信托公司受托人责任认定适用司法裁判程序，但高风险信托公司的受托人责任认定工作，无法完全比照一般信托公司进行，其牵头主体及认定程序有其特殊性。

（3）敏感性高。一旦进入风险处置程序，高风险信托公司将面临着较大的负面

<sup>①</sup> 所谓“三中止”，又称“三暂缓”，是指根据国务院的整体部署，金融监管机构或者地方政府的请求，由最高人民法院或者地方法院发布通知，对以进入行政处置阶段的金融机构为被告的民事案件，尚未受理的暂缓受理，已经受理的中止审理，对以这类金融机构为被执行人的案件则中止执行。



舆情压力和维稳压力。同时，风险信托项目的众多投资人将极可能向信托公司进行集体维权，要求刚兑。在此背景下，如何快速高效的做实做好信托项目的受托人责任认定工作，并以此为基础，确定对投资人的赔偿标准和赔偿金额，是解决信托公司兑付危机、做好投资人安抚工作的关键。与一般信托公司面临的个别受托人责任认定问题相比，高风险信托公司责任认定工作具有涉众性，敏感度高，社会影响大。在当前防范系统性金融风险的背景下，一旦处理不好，将造成较大的负面社会后果，影响金融秩序和社会稳定。

## 2. 认定原则

(1) 履职尽责。高风险信托公司风险处置时的受托人责任认定，应遵循履职尽责的原则。这与一般信托公司受托人责任认定没有区别。原因在于，无论高风险信托公司还是一般信托公司，信托项目中有关受托人义务和责任的要求是一样的，都必须遵循“卖者尽责、买者自负”的原则。高风险信托公司只是意味着信托公司风险程度高，需要采取特殊措施化解风险，但法律法规、行业规范以及信托合同中关于受托人义务与责任的要求并无区别。既不能放宽对高风险信托公司受托人责任认定的尺度，也不应以维稳为由、无原则地要求信托公司进行刚性兑付。

(2) 快速高效。高风险信托公司风险处置时的受托人责任认定应快速高效。责任认定工作属于高风险信托公司风险处置的重要组成部分，具有涉众性，社会影响大，关系到风险处置工作的进程和效果。快速高效认定信托公司责任，明确投资者损失弥补的范围，有助于防止风险扩散。特别是在近年来合格投资者制度被变相突破的情况下，当信托产品无法兑付时，这些投资者可能采取上访、游行等手段，成为潜在的社会不稳定因素，此时更需要快速高效的认定信托公司责任。

## 3. 认定程序

(1) 存在的问题。信托公司正常经营过程中，若投资者利益受损，应通过司法程序认定信托公司是否履职尽责，是否应当承担赔偿责任。但是，如果信托公司因违法违规或者其他原因被监管部门采取处置措施而处于特殊状态时，通过司法程序认定信托公司责任操作性较差。

根据《破产法》及相关法律规定，金融机构被接管、托管或者清算期间，为防止资产损失及风险进一步扩大，可以向人民法院申请中止以该金融机构为被告或者被执行人的民事诉讼程序或者执行程序。金融机构在破产重整或破产清算期间，只有在管理人接管金融机构以后，才可以受理新的诉讼，恢复审理已经起诉的案件。因此，



采取上述措施后，投资者无法起诉信托公司，无法由法院审理认定信托公司责任。即使可以进行诉讼，由于风险项目众多，管辖法院不唯一，审理情况也较难协调，在法院存在地方保护倾向的情况下尤其困难。

(2) 证券行业实践。在证券公司风险处置中，由于基础法律关系的不同，与受托人责任认定相类似的问题是针对个人债权的甄别确认。在具体操作上，个人债权的甄别确认并未采用司法程序，而是通过先由清算组负责债权登记，再由地方政府专门小组负责债权甄别的行政程序。《个人债权及客户证券交易结算资金收购意见》规定，被处置金融机构法人和分支机构所在地政府，应负责成立相应的个人债权甄别确认小组，对由清算组登记的债权的真实性进行甄别确认，甄别确认小组应包括地方纪检、监察、检察、公安、财政、税务、审计、监管部门、人民银行、清算组等有关部门和机构的人员。

证券行业相关实践表明，受托人责任认定要与风险处置工作相结合，充分发挥相关处置机构的作用，避免单纯走司法程序。当然，由于基础法律关系的不同，受托人责任认定工作要远比个人债权甄别确认工作复杂。在信托关系中，信托受益权并非投资人对信托公司的债权，不具有债权“保本保收益”的特征。个人债权甄别确认的重点是债权的真实性和合法性，而受托人责任认定除了要核实信托受益权的真实性和合法性以外，更重要的是判断受托人是否履行了法定和合同约定的各项义务和责任。因此，受托人责任认定工作的专业性更高，难度更大。

(3) 建议。为保证受托人责任认定的公正性和权威性，信托公司被接管、关闭撤销、破产重整或者破产清算的，依规定应分别指定接管组、清算组和管理人，可先通过接管组、清算组、管理人和其聘请的独立中介机构进行调查并初步做出认定结论，再并将结果报监管部门或司法部门予以确认。

#### 4. 认定标准

受托人责任认定标准是责任认定原则的具体细化，进一步明确信托公司与受托人之间的责任划分及边界。如前所述，高风险信托公司同样遵循履职尽责的责任认定原则。因此，责任认定标准方面，高风险信托公司与一般信托公司没有区别。

受托人责任认定标准主要取决于受托人责任范围。目前受托人责任主要源于法律法规及监管文件规定、行业自律文件规定以及信托合同约定等。其中，法律法规、监管文件、行业自律文件中关于受托人责任的规定适用于所有的信托项目；信托合同中关于受托人责任的约定适用于特定信托项目。受托人责任认定须结合具体项目，将



两方面的要求结合起来。理论上，信托公司对上述任何一个方面的违反均导致未履行受托人责任，进而可能承担对投资者的赔偿责任。

在上述受托人义务规范中，中国信托业协会制定的《尽职指引》全面系统的梳理了信托公司开展信托业务的受托责任尽职要求，对于明晰受托人责任范围以及认定标准具有重要的参考意义。

值得注意的是，高风险信托公司风险处置中，受托人责任认定也存在一些特殊性。例如，信托公司被接管后，接管组在排查项目风险的同时，要配合监管机构以及公安机关等部门，对信托公司的违法违规情况进行全面调查了解。违法违规情况的调查结果，也可能作为认定受托人责任的重要依据。

## 七、完善受托人义务和责任的建议

### （一）健全完善营业信托受托人义务法律体系

法律层面明确受托人义务是受托人责任认定的前提。中国《信托法》虽然确立了基本的信托法律制度框架，但在受托人义务方面规定略显笼统和抽象，尤其欠缺营业信托受托人义务和责任的特殊性规定。这导致信托公司的营业信托活动经常面临潜在法律风险的困扰，制约了实践中的业务创新；同时，由于受益人在主张权利或要求受托人承担责任时有时不得需要援引其他民事法律作为参考，也给司法裁判机关在认定信托法律关系层面造成一定程度的困惑。

当前关于信托公司受托责任的规定主要见于金融管理部门制定的规章或规范性文件，但相关规定较为分散。《尽职指引》较为系统和详细地对受托人责任进行了梳理和归纳，为明确受托人义务和责任提供了具备一定操作性和体系性的指引。但该指引与前述规章和规范性文件都面临法律位阶层次较低，上位法支持性不足的问题。司法实践中，尽管该指引可能作为司法裁判相关案件的重要参考，但尚无法成为直接的裁判法律依据，是否能成为信托公司尽职免责的充分依据尚有待司法实践的检验。

借鉴境外相关规定经验，修改现行法律或制定与营业信托相关的法律或行政法规，进一步细化和优化营业信托受托人义务和责任对于整个信托行业的发展具有重要意义。这一方面可以为受托人履职尽责提供明确指引，另一方面又可以为受益人权益保障提供明确依据，激励投资者主动运用信托制度，带动信托理念和文化的普及推广，从而形成信托业的良性循环。



### （二）明确信托财产管理运用环节的受托人尽责标准

信托财产的管理运用是营业信托受托人展示专业管理能力的重要一环。对受托人在管理信托财产过程中责任标准的明确对发挥受托人能动性和积极性，提高信托财产的管理运作效率从而最大化受益人利益有重要意义。从美国等发达国家信托业的发展过程来看，信托财产管理运用环节的责任标准发生过明显的转变。在信托业发展的早期，法律制度更侧重于保障信托财产的安全，在财产管理运用方式中采用负面清单制原则，受托人的自主裁量空间有限。随着居民财富的积累、金融业的壮大以及金融理论的更新，如何有效管理信托财产使其增值受到更多关注。在此背景下，有关国家通过在投资运作环节设置原则性标准，鼓励和包容受托人的能动性，为受托人发挥专业管理能力打开了空间。

中国目前关于信托公司尽职的相关规定侧重于信托项目运作流程，这可能与目前信托业务模式有关，随着信托转型推进和对资产管理能力要求提升，信托财产投资管理过程中的义务和责任会日益重要，有必要逐步予以明确。

### （三）修正受托人委托他人处理事务责任承担的规定

受托人委托他人处理信托事务在信托事务管理活动中有时十分必要。对于委托他人处理信托事务时，受托人对接受委托一方给受益人造成的损失承担何种责任，境外信托法律有较为一致的认识。通常而言，如果是因合同约定或者存在不得已事由而委托他人处理信托事务的，信托公司仅需承担选任和监督的责任。换言之，如果信托公司不存在选任和监督未尽职的情形，则其不必就他人处理信托事务对受益人造成的损失承担责任。

中国《信托法》和《尽职指引》均规定了信托公司可以委托他人处理信托事务的情形，但与此同时却要求受托人对接受委托一方处理信托事务的行为承担责任，对受托人而言较为严苛。鉴于营业信托业务中，信托公司委托他人处理事务的情形较为常见，有必要考虑借鉴境外相关原则，对上述规定进行修正完善。

### （四）推动司法机关加深对信托业务的认识

新中国信托业发展历史较短，营业信托文化及相关理念也因公众宣传、专业人才队伍建设力度不足等原因，未能为社会受众所广泛认知。近年来，尽管也有信托公司因卷入纠纷而走进司法裁判机关的视野，但通常是以债权人的身份向交易对手主张债权，真正涉及信托关系、受托人职责的案件则并不多见，这也造成不少司法机关对



信托业务缺乏深入的认识和理解。最高人民法院 2017 年 8 月 4 日印发的《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》指出，加强新类型金融案件的研究和应对，统一裁判尺度。高度关注涉及私募股权投资、委托理财、资产管理等新类型金融交易的案件，严格按照合同法、公司法、合伙企业法、信托法等法律规范，确定各方当事人的权利义务。发布指导性案例，通过类案指导，统一裁判尺度。这表明，司法部门以及开始注意到资产管理业务的特殊性问题。

因此，推动受托人义务和责任的明确，还应当注意弥合司法机关认识与信托业务实践之间的疏离，加深司法机关对信托法律关系和营业信托业务的认识。

#### （五）推动资产管理机构受托责任统一

“资管新规”拉起了资产管理业务统一监管的大幕，成为统一资产管理业务和监管的前提。资产管理机构接受委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的同时，所承担的受托义务和责任内容应当具有一致性。换言之，在银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托财产进行投资和管理的过程中，这些受托主体的责任标准应当是一致的。逐步建立统一的资产管理标准是资产管理行业发展的必然趋势，统一资产管理标准的建立必然要求资产管理机构作为受托人义务和责任的统一。

## 八、结语

受托人义务和责任是信托制度的核心，也是信托业长远、健康发展的有力保障。“资管新规”实施，刚性兑付被打破后，受托人（卖者）尽责是委托人（卖者）自担风险的重要前提。未来，信托业良性发展的基础是正确区分委托人的投资风险和受托人的尽责边界。纵观国外信托业的发展历程，也是受托人履行受托职责的要求不断变化和完善的历程。因此，借鉴国外经验和中国信托业实践，完善受托人义务和责任边界迫在眉睫。

《尽职指引》发布为信托公司尽职提供了很好的指引，本课题也尝试在对受托人责任法理梳理的基础上，梳理国外关于受托人义务与责任的立法和司法实践，并提出了中国《信托法》规定的关于受托人义务的一些抽象标准具体化的原则，进而结合《尽职指引》分析不同类型信托业务中，以及信托项目、信托机构风险处置过程中，受托人义务和责任的相关问题。



然而，本课题研究成果仅仅是初步的尝试，目前还处于“资管新规”的过渡期，资金信托未来发展以及信托业务的分类可能发生变化；并且，信托业务转型和结构调整也正在进行中。未来结合具体的信托业务类型，以及不断总结司法实践中的案例，遵循法律、行政法规和监管要求，进一步研究受托人的义务和责任认定问题任重道远。

## 参考文献

- [1] 赵廉慧：《信托法解释论》，北京，中国法制出版社，2015。
- [2] 张军奎、蔡从燕：《功能扩张、工具创新与英美信托法之受托人制度》，载《东南学术》，2001（6）。
- [3] 陈雪萍、豆景俊：《信托关系中受托人权利与平衡机制研究》，北京，法律出版社，2008。
- [4] 美国联邦存款保险公司：《美国信托监管指引：资产管理》，王玉国、陈志伟译，北京，中国金融出版社，2018。
- [5] 道垣内弘人：《信托法入门》，姜雪莲译，北京，中国法制出版社，2014。
- [6] 新井诚：《信托法（第4版）》，刘华译，北京，中国政法大学出版社，2017。
- [7] 田中和明、田中直史：《信托法：理论与实务入门》，丁相顺、赖宇慧等译，北京，中国人民大学出版社，2018。
- [8] 能见善久：《现代信托法》，赵廉慧译，北京，中国法制出版社，2011。



玖

## 信托业转型背景下的组织架构与激励机制研究

课题牵头单位：上海国际信托有限公司

课题指导专家：刘景峰 陈 赤

课题负责人：简永军

课题组成员：

简永军 付宇翔 杨 辰

罗安祺 孙 焱 陆 宽

王春艳

林 寅 刘书真

周 萍 张明玺 李昊源

石志凯 汪 寒

上海国际信托有限公司

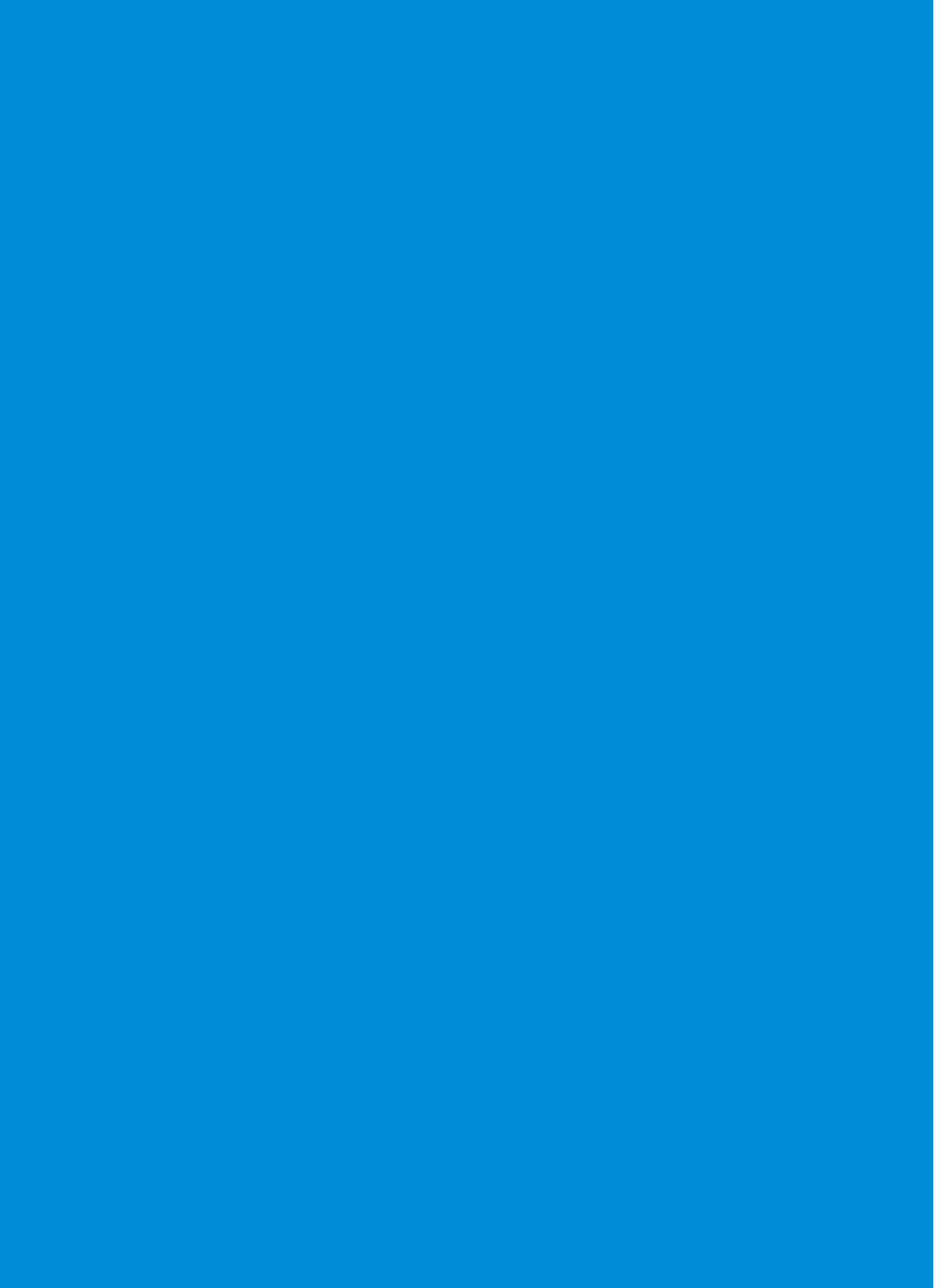
华能贵诚信托有限公司

陕西省国际信托股份有限公司

国投泰康信托有限公司

中信信托有限公司

美世（中国）有限公司





## 摘要

今年是改革开放 40 周年，自 1979 年中国第一家信托公司成立至今，信托行业的发展见证了改革开放的全过程。中国进入新时代，经济从高速增长迈向高质量发展，增速放缓、结构持续优化、货币供给和融资规模平稳增长，这将对信托行业产生深远影响。

信托行业正在从以融资类业务为主的“初级阶段”向融资类和资产管理类业务并重的“中级阶段”转变，新时代对信托行业创新发展提出了更高要求。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》标志着中国资管行业进入统一监管时代，金融行业扩大对外开放，各类金融机构同场竞技、正面竞争，信托转型任务紧迫，基础制度性创新研究十分重要。在此背景下，信托公司积极探索和尝试创新组织架构和激励机制支持业务发展。由于信托业务领域广、创新能力强、公司禀赋各异，虽然行业对转型升级、业务创新和基础制度完善达成共识，但尚不明确具体实施路径，主要由于缺乏系统性梳理、专题深入研究和理论支撑。

组织架构和激励机制是信托转型升级的制度性保障，其本质是高质量发展要求下信托公司人权、事权和财权的分配问题。信托作为最具有中国特色的金融机构，设计符合信托公司转型发展方向的组织架构和激励机制是行业行稳致远的基础保障。本课题以创新发展信托业务为目标，在参考国内外金融机构成熟发展经验的基础上，结合信托制度特色，对我国信托公司组织架构和激励机制进行了系统研究，并提出对创新的思考。根据信托业务的风险及其他主要特征，本课题将信托业务分为主动管理融资类、主动管理投资类、服务管理类、财富管理四种业务类型，是目前行业公认的四大发展方向。本课题针对四类业务的不同属性和发展要求，在参考国内外金融机构相似业务发展经验的基础上，提出了对组织架构和激励机制思考和设计，以期望更好地发挥信托公司员工的主观积极性，以专业化为要求提高信托服务实体经济能力和运作效率，为提升展业合规性和风险防控能力构筑基础性保障。本课题的研究也可为监管部门分业务类型加强信托公司监管提供重要参考。

**关键词：**组织架构 激励机制 主动管理 信托 转型 创新



## 目 录

一、我国信托业组织架构和激励机制研究背景和意义·····	456
(一) 信托行业组织架构和激励机制研究的背景·····	456
(二) 信托行业组织架构和激励机制研究的意义·····	457
二、我国信托行业组织架构和激励机制发展历程·····	458
(一) 我国信托行业组织架构和激励机制发展历程·····	458
(二) 我国信托行业组织架构和激励机制发展现状·····	461
(三) 我国信托行业组织架构和激励机制存在的问题和障碍·····	470
三、我国信托公司组织架构和激励机制创新分析·····	471
(一) 我国信托公司的典型特征·····	471
(二) 美国综合性投资银行组织架构和激励机制典型案例·····	472
(三) 我国信托公司组织架构和激励机制创新的思考和设计·····	476
四、主动管理融资类业务组织架构和激励机制的创新分析·····	478
(一) 主动管理融资类业务的典型特征·····	478
(二) 主动管理融资类业务组织架构和激励机制典型案例·····	479
(三) 主动管理融资类业务组织架构创新的思考和设计·····	481
(四) 主动管理融资类业务激励机制创新的思考和设计·····	484
五、主动管理投资类业务组织架构和激励机制的创新分析·····	486
(一) 主动管理投资类业务的典型特征·····	486
(二) 主动管理投资类业务组织架构和激励机制典型案例·····	488
(三) 主动管理投资类业务组织架构创新的思考和设计·····	490
(四) 主动管理投资类业务激励机制创新的思考和设计·····	491
六、服务管理类业务组织架构和激励机制的创新分析·····	492
(一) 服务管理类业务的典型特征·····	492
(二) 服务管理类业务组织架构和激励机制典型案例·····	493
(三) 服务管理类业务组织架构创新的思考和设计·····	495
(四) 服务管理类业务激励机制创新的思考和设计·····	497



七、财富管理业务组织架构和激励机制的创新分析·····	497
(一) 财富管理业务的典型特征·····	497
(二) 财富管理业务组织架构和激励机制典型案例·····	499
(三) 财富管理业务组织架构创新的思考和设计·····	501
(四) 财富管理业务激励机制创新的思考和设计·····	504
八、结语·····	505
参考文献·····	506



## 一、我国信托业组织架构和激励机制研究背景和意义

### （一）信托行业组织架构和激励机制研究的背景

信托行业的发展见证了改革开放 40 年的完整历程，在此过程中，各家公司积极探索创新组织架构和激励机制支持不同类型业务发展，加强信托公司基础制度研究，支持行业转型创新已经成为行业共识。

#### 1. 新时代对信托转型提出了更加专业化和精细化的要求

新时代对我国经济和金融建设现代化提出了更高的要求，控制和降低宏观经济杠杆率，经济从高速增长向高质量发展转变，全面激发市场主体活力是现代化的重要内涵。党的十九届三中全会开启了党和国家机构改革，旨在提升政府效能、优化行政力量、提高党和政府服务群众的能力，进而为决胜全面建成小康社会、开启全面建设社会主义现代化国家新征程、实现中华民族伟大复兴的中国梦提供有力制度保障。信托行业是我国经济和金融的重要组成部分，信托行业的发展方向以国家发展历史方位的变化为根本，信托业务在新时代里发生着深刻的内涵和外延变化，从以往的传统性融资类业务向 PE 股权、证券投资、资产证券化、消费金融和财富管理等方向转变，更加注重提升专业化能力和精细化水平。

#### 2. 市场环境的变化推动信托行业加快创新组织架构和激励机制

2013 年以来，我国金融行业混业经营逐渐加深，由此推动信托行业加速业务模式和基础制度创新，以适应金融竞争格局的新变化。随着金融监管趋严和金融行业对外扩大开放，尤其是 2018 年 4 月出台的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，标志着我国资管行业进入统一监管的时代，国内外各类金融机构将开始同场竞技、正面竞争，信托转型任务更加紧迫，基础制度性创新研究十分重要。信托公司需要学习和借鉴其他金融同业的发展经验，结合信托制度特色，加快转型升级，建立具有信托特色的组织机构和激励机制，为业务模式创新和专业性提升打好基础，提高风险管控的科学合理性。

#### 3. 业务创新需要与之相适应的组织架构和激励机制

2001 年“一法两规”颁布以来，信托行业正式进入规范发展时期，尤其是 2007 年“新两规”颁布后，行业开启高速增长时代，银信合作、政信合作成为信托行业规模快速发展的主要发展模式，融资类业务规模增长迅速，与此相适应的组织架构及薪酬激励机制逐步完善。随着经济增速换挡，债务驱动型的增长模式逐渐式微，信托融资



类业务发展压力增大,信托公司转型的紧迫性逐渐增强,各家公司开始探索如PE股权、证券投资、资产证券化、消费金融、财富管理等新业务。这些创新业务与传统融资类业务存在商业模式、风险特征、团队建设等方面存在差异,需要搭建差异化的组织架构和激励机制来支撑创新业务的发展。

#### 4. 信托公司组织架构与激励机制创新缺乏系统性研究

组织架构是公司内部各个有机构要素相互作用的联系方式,是公司资源和权利分配的载体。由于组织架构的基础地位,公司所有战略意义上的变革及创新业务的展开,都涉及组织结构的设计、完善,甚至是重构。信托行业受融资需求放缓、通道业务萎缩、打破刚性兑付等影响,业务模式创新和组织架构重构的紧迫性进一步增强。目前,信托公司在业务创新、组织架构和激励机制等基础制度方面已有所有成果,不同公司在不同发展阶段针对不同业务形态使用了子公司、(准)事业部和职能部门制等方式进行展业。然而,这些实践经验散落在不同的地方,缺乏系统的理论基础和实践总结。

#### (二) 信托行业组织架构和激励机制研究的意义

基于以上背景,系统梳理信托公司组织架构和激励机制进行,研究如何设计和优化信托公司的组织架构和激励机制支持各类业务创新发展,具有重要理论和实践意义。

##### 1. 以组织架构和激励机制研究推动信托增强核心竞争力

从外在环境来看,新时代对我国经济社会的发展提出了更高的要求,经济向高质量发展转变,金融要更加聚焦服务实体和风险防范,以更加丰富的手段服务国内企业转型升级,服务我国企业走向国际化,这需要信托业务的创新与优化。从信托行业内部来看,随着金融行业扩大对外和对内开放,《关于规范金融机构资产管理业务的指导》颁布后,行业的竞争格局发生了重要的变化,监管统一,“自留地”不存,强者恒强效应愈发明显。信托公司需要通过对组织架构和激励机制的探索,针对不同业务类型制定科学合理的组织架构和激励机制,坚持走专业化、特色化的发展道路,提升各类业务的核心竞争力。

##### 2. 组织架构和激励机制创新是业务创新转型成功的基本保障

基于信托制度灵活,展业范围广阔,展业模式多样的特点,信托行业目前在在从传统融资类业务向其他业务进行转型创新的过程中,新业务类型众多,模式各异。但是,这些新业务普遍探索时间长、前期投入高、整体进展较慢,要统筹考虑资金端与资产端,专业程度要求广泛且深入,服务要求专业化、精细化和个性化。这些创新业务与传统融资类业务具有不同的风险—收益特征,其对团队人员、底层资产、展业



方式、管理模式提出不同的要求，必须相应地调整组织架构及激励机制；同时改革激励机制，既保证项目团队有动力开展新业务，又避免过度激励导致资源浪费等问题。因此，研究组织架构和激励机制创新是创新业务顺利发展的基础性制度保障。

### 3. 组织架构和激励机制创新是行业稳健发展的重要支撑

资产管理行业的发展必须遵循法律合规底线，在控制风险的环境下有效支持实体经济发展。科学的组织架构及激励机制，将促使业务团队充分考虑项目风险—收益特征，既不能畏首畏尾、裹足不前，也不能过于激进、过度承担风险。信托新业务开拓发展中，将遇到法律法规、商业模式、市场变化等多种风险和问题，需要探索新路径、寻找新方法，这就需要组织架构和激励机制创新。建设现代化的信托公司组织架构和激励机制，服务我国经济和金融现代化是新时代信托行业发展的必然要求，既可以激发从业人员展业的主观能动性，又能有效防范系各类风险，推动信托行业深化改革创新。因此，从组织架构和激励机制的角度研究如何支持信托公司转型发展，推动行业发展“行稳致远”，具有重要的理论创新意义和实践参考价值。

### 4. 组织架构和激励机制创新研究有助于理论发展和监管互动

信托公司转型创新是行业持续健康发展的必然要求，在关注转型业务方向研究的同时，也必须统筹考虑公司组织架构及激励机制的基础性制度变革，当前信托行业在创新组织架构、优化激励机制方面总体上仍处于“摸着石头过河”阶段。行业内优秀转型探索案例亟需进行总结归纳，国内外资管机构的先进经验值得借鉴。本课题研究将有助于提炼理论精华，推广优秀经验，建立信托行业转型过程中的组织架构和激励机制理论基础。同时，本课题研究也能够进一步磨合信托转型过程中新业务与既有监管框架之间存在的不协调之处，使信托行业发展与监管形成良性互动。

## 二、我国信托行业组织架构和激励机制发展历程

### （一）我国信托行业组织架构和激励机制发展历程

1. 信托公司组织架构的发展历程。中国信托行业与中国经济改革相伴而生，成立至今四十年来一直不断转型变革。回顾中国信托业发展历程，每一次行业转型和组织架构等基础制度变化的根本推动力，都是宏观经济和金融监管体系的变化。

#### （1）信托公司现代化组织架构已经形成

2007年银监会颁布的《信托公司治理指引》对我国信托公司的股东及其股东大会、



董事及其董事会、监事和监事会、高层管理者以及激励和约束机制等进行了详细的规定，同时要求信托公司在2007年底修订公司章程以满足指引要求。我国信托公司的公司治理自此有了详尽和操作性较强的指引。

近十年来，我国信托公司已经按照《信托公司治理指引》的要求设置了“三会一层”等机构。其中，董事会和监事会还按要求设置了相关的专门委员会，如风险控制委员会、薪酬委员会、审计委员会、信托委员会等。同时，董事会中独立董事的人数一般为两人甚至两人以上，符合“独立董事人数超过董事会三分之一以上”的规定，独立董事大多为金融、财经和法律类的专家学者或企业负责人，外资股东背景的信托公司甚至引入了外籍的独立董事。总体而言，我国信托公司在公司治理中的机构设置与人员配备已经完全符合了《信托公司治理指引》的要求，科学和运作规范的现代化公司治理框架基础已经形成。

(2) 业务转型下组织架构的调整。2012年以来，我国经济增速持续下滑，信托业务各类风险持续加大，信托公司及时调整了战略方向和业务结构，在组织架构方面不断优化。

一是增加战略部署和加强研发创新职能。随着信托业的快速发展，以及加强创新转型的需要，信托公司按照监管层要求，加快设立研发部，通过新设或从一级部门独立的方式，设立研发部的信托公司数量显著上升，提升了行业的研发力量，加强对行业发展的战略性前瞻判断，对未来提升信托研发水平及促进行业转型有着积极的作用。

二是扩充营销职能。信托公司普遍开始重视资金端业务，新设或增设机构销售部、产品发行部，并成立了财富运营支持中心；还有信托公司在财富中心内部增设了发行管理部、运营管理部、市场部，同时正式成立区域财富中心，进一步扩大公司的直销团队，增强产品销售能力。

三是拥抱互联网技术。互联网、云计算和大数据等科技力量给社会经济生活带来全方位的变革，为了顺应科技对信托行业影响，信托公司进行了积极的尝试，将科技方法运用在新业务开拓和内部组织优化等方面，还有不少公司专门成立了相应的科技部门，支持前中后台协同发展。

四是以专业化为导向尝试大部制改革。为充分发挥信托业务部门拓展业务的专业性、有效性和灵活性，提高对于客户需求的响应水平，增强在大资管时代下的竞争力，多家信托公司纷纷进行尝试对业务部门进行人权、事权和财权的下放，向大业务部门



制进行探索，并根据各自的实际情况采取了事业部、类事业部和部分事业部等多种方式。上述部门的设置及调整，充分反映出近年来信托公司基于外界变化以及内部战略实施需要加强了组织架构的调整，以顺应业务结构所发生的变化以及创新升级的需要。

### 2. 信托公司激励机制的发展历程

激励约束机制是信托公司治理的中心环节，科学有效的激励约束机制是发挥信托核心竞争力——人力资本的关键因素，最大限度激发人力资本的主观能动性。

(1) 市场化激励机制的形成。如何建立激励相容的收入分配制度一直是我国现代企业制度建设的重要内容，市场化激励机制始终是坚持的方向。1985 年以来，国家对国有大中型企业实行工资总额同经济效益挂钩办法，职工工资总额增长按经济效益增长的一定比例浮动，对促进国有企业提高经济效益和调动国有企业职工积极性发挥了重要作用。《中共中央 国务院关于深化国有企业改革的指导意见》（中发〔2015〕22 号）提出，要实行与社会主义市场经济相适应的企业薪酬分配制度，国务院于 2018 年 5 月印发《关于改革国有企业工资决定机制的意见》，进一步建立健全灵活、高效的国有企业经营机制，推动国有企业全面提升发展质量和效率。总体来说，我国已在各行各业中建立了与之相适应的基本激励制度。

考虑到我国信托行业以国有企业为主，并且受到国有资产管理体制、金融监管制度和信托行业监管制度的约束，信托行业目前普遍已建立了与社会主义市场经济制度相适应，以经营业绩和盈利能力为导向的绩效考核机制，以业务指标完成情况为考核目标的市场化激励机制。调研显示，信托公司对现行激励机制运行总体满意，提高公司业绩、提高员工工作积极性和员工满意度等方面效果明显。可以说，与经营业绩挂钩的市场化激励机制是促进信托公司创造近几年优异业绩的重要因素，在信托公司保留和吸纳优秀人才，经营地域不断扩展、业务团队和人员不断增加、经营业务规模不断扩大的过程中发挥了重要保障作用。

(2) 差异化激励模式的出现。从目前信托公司的激励机制来看，公司整体人工成本总额较多的采用工资总额制度进行管控，主要为具有央企股东背景、地方政府股东背景及部分金融集团股东背景的信托公司所采用。在这种制度下，信托公司采用与控股股东类似的职级体系与业绩考核相结合的激励方式，薪酬水平普遍处于行业较低水平。对于业务人员来说，信托公司更多采用业务提成制度进行激励，信托前台业务人员及产品销售人员等员工根据完成考核指标的情况获得一定的收入提成比例。

(3) 长期激励和非薪酬激励不断探索完善。各家信托公司基于公司长期稳健发



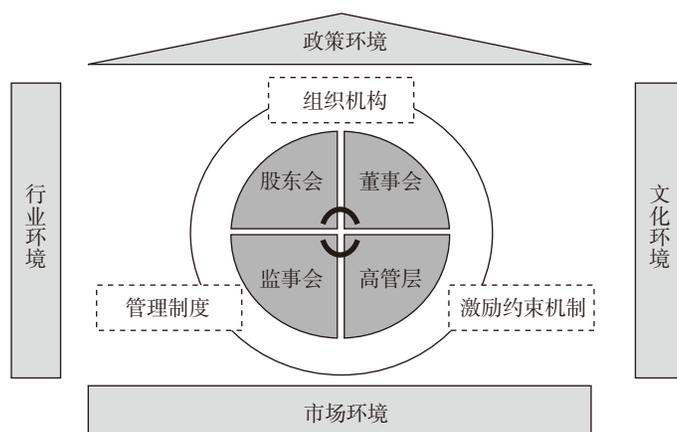
展的需要，纷纷开始着手构建符合市场和监管发展要求的长期激励约束机制。当前部分信托公司采用薪酬延期支付措施，改变了过去激励短期化的特点，有利于实现管理人员和员工利益与信托公司长期利益的一致性。还有信托公司加强了非薪酬类激励，在晋升途径、员工关怀、团队协作和社会保障等方面创新激励机制，多种维度、多项方式激励员工发展。

## （二）我国信托行业组织架构和激励机制发展现状

### 1. 信托行业组织架构分析

基于信托公司面临的政策环境、市场环境、行业环境和文化环境变化，进一步从治理机制的角度分析我国信托公司的组织架构和激励机制，以顺应业务结构优化升级需要，提升信托公司治理水平十分重要。

（1）从职能部门制向大部制组织架构转变。在传统的直线职能型架构下，前台业务部门不区分业务领域和地区，较多采用信托一部、信托二部……的命名方式，进行业务开展。中台、后台部门都以职能部门形式存在，统一由公司层面管理。这种职能部门式的组织架构在形式上更加扁平化，汇报层级相对较少，是信托行业在融资类业务快速发展中普遍适用的模式。



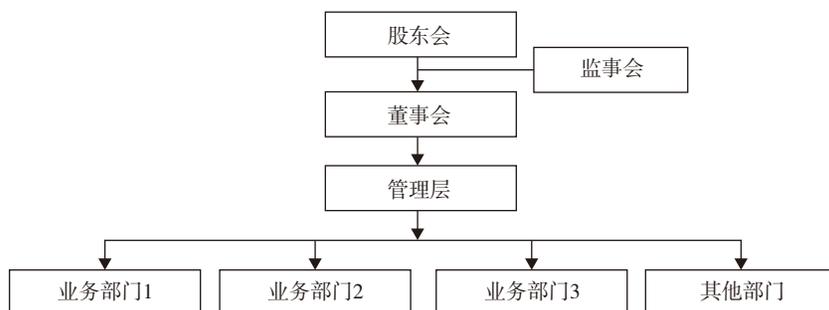
资料来源：课题组根据资料整理。

图 1 信托公司组织架构与激励机制分析框架

为充分发挥信托业务部门拓展业务的专业性、有效性和灵活性，提高对于客户需求的响应水平，增强在大资管时代下的竞争力和创新力，除了传统的直线职能部门制外，多家信托公司纷纷进行了大部制改革尝试，向职能部门下放更多人权、事权和财权。已有信托公司在业务创新的过程中，依托于主要业务部门，对一些小部门采取

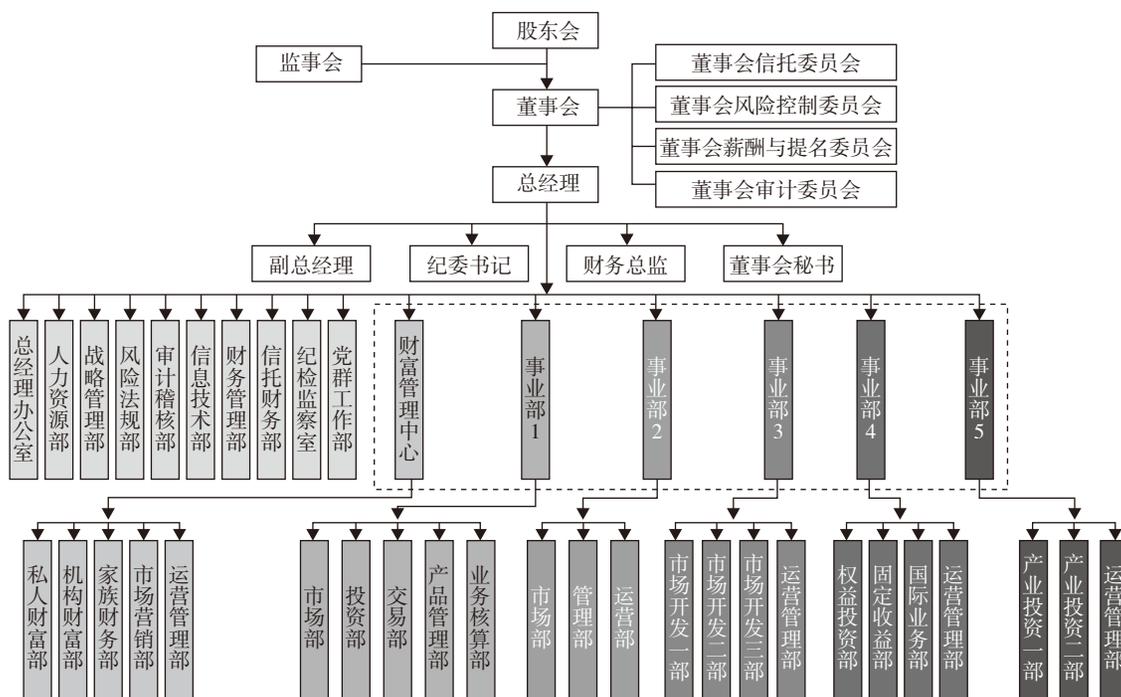


合并的方式，根据实际情况采取了事业部<sup>①</sup>或准事业部等方式，更好促进业务职能与支持职能协同合作，提升展业的专业化能力和效率。在(准)事业部制的大部制架构中，部门具有一定的人事权和薪酬分配权，可在授权范围内进行自主决策，在人事安排上，部门负责人具有提名权，部门内部组织架构自行确定。



资料来源：课题组根据资料整理。

图2 信托公司传统的直线职能制组织架构



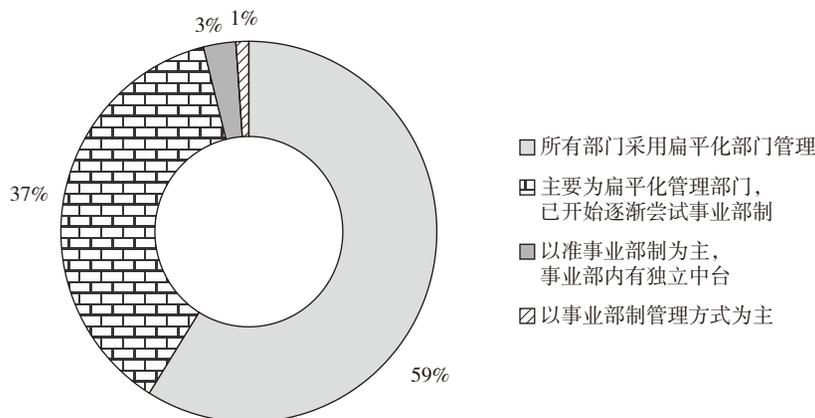
资料来源：课题组根据资料整理。

图3 信托公司事业部制组织架构

① 事业部制最早起源、应用于美国通用公司，是目前很多制造业、互联网公司常见的组织架构形式。事业部制结构又称分公司制结构，是为满足企业规模扩大和多样化经营对组织机构的要求而产生的一种组织架构形式。具体的设计思路为：在总公司领导下设立多个事业部，把分权管理与独立核算结合在一起，按产品、地区或市场（顾客）划分经营单位，即事业部。每个事业部都有自己的产品和特定的市场，能够完成某种产品从生产到销售的全部职能。事业部不是独立的法人企业，但具有较大的经营权限，实行独立核算、自负盈亏，是一个利润中心。对于信托公司来说，很难做到其他行业一样的完全事业部，更多是根据是否为独立利润中心，是否包含了中后台来作为事业部制的界定标准。



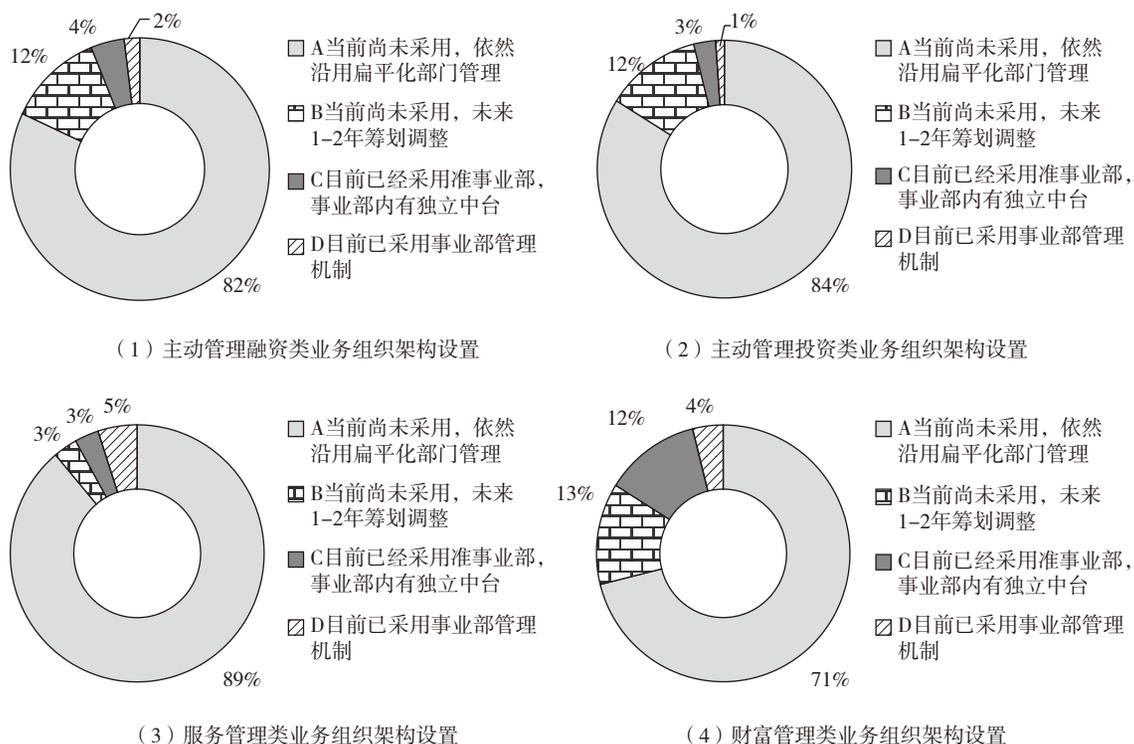
课题组通过匿名问卷的形式对信托行业 68 家公司的组织架构和激励机制进行了调研。调研发现，在 68 家信托公司中，59%（40 家）的公司目前尚未采用事业部制架构，依然沿用扁平化部门管理；37%（25 家）的信托公司已经开始逐渐尝试事业部制架构；3%（2 家）的公司已经以事业部制为主，事业部内有独立的中台职能；仅有 1%（1 家）的公司在组织架构设置上已经完全采用事业部管理机制。分企业性质来看，20 家央企公司中，13 家公司依然采用扁平化的职能部门制组织架构，6 家公司开始向事业部尝试转型，还有 1 家已经采用了准事业部制；27 家地方国企中，18 家公司依然采用扁平化的职能部门制组织架构，9 家公司开始向事业部尝试转型；而民营的信托公司相对来说在组织架构方面转型较快，12 家民营企业中 6 家已经在尝试使用事业部制，占比 50%。



资料来源：根据课题组调研数据整理。

图 4 信托公司组织架构设置方式

区分业务类型来看，不同业务类型在组织架构设置上略有差异。服务管理类业务在组织架构设置上最为趋向传统的扁平化部门管理形式，仅有 3% 的公司未来 1~2 年将筹划采用事业部制架构。相比之下，目前大多数主动管理融资类业务、主动管理投资类业务以及财富管理业务仍然以扁平化部门管理为主，但是 12%~13% 的公司表示未来 1~2 年将筹划调整为事业部制。尤其是财富管理业务，对于事业部制架构的需求最高，12% 的公司已经采用准事业部制的管理方式，事业部内有独立的中台职能运作。



资料来源：根据课题组调研数据整理。

图 5 信托公司不同业务类型组织架构设置方式

(2) 财富管理中心逐渐取代理财中心或营销中心。近几年，在各信托公司组织架构中，理财中心或营销中心等类似称谓已经很少出现，取而代之的是财富管理中心或财富管理部。这一变化反映出信托公司对营销部门的定位乃至信托业务的方向在发生变化，逐渐从以产品为中心转为以客户为导向。一些信托公司在财富管理中心的基础上培养发展出家族信托团队就是很好的证明。未来信托公司的财富管理中心数量会进一步增加，职能会得到更充分的发挥，重要性也会更加凸显。

(3) 以传统业务领域为基础，逐渐探索创新业务领域。随着市场情况的日益变化，传统的按基础设施、房地产和证券市场三个业务领域进行划分已经不能满足业务发展的需求，越来越多的信托公司开始设置新的业务部门，以适应探索新的业务方向的需要，如消费金融、PE 股权投资、证券投资、资产证券化、国际业务等。

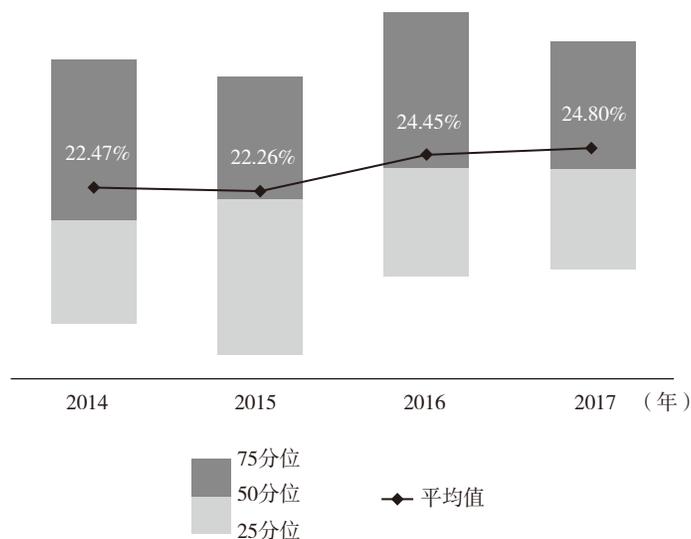
## 2. 信托行业激励机制分析

信托公司在不断变化的政策环境、市场环境、行业环境和文化环境下，以业务发展为根本，打造核心竞争优势，建立支撑战略、服务战略、适应于组织架构变革的激励约束机制。我们首先对信托公司近几年的成本费用总体情况进行分析，并分薪酬



类激励与非薪酬类激励进行深入分析<sup>①</sup>。

(1) 信托公司成本费用率分析。成本费用率反映了企业在当期发生的所有成本费用所带来的营业收入的能力。成本费用率指标可以评价企业对成本费用的控制能力和经营管理水平，促使企业加强内部管理，节约支出，提高经营质量。通过分析信托业 2014—2017 年所用公司的成本费用率可以发现，行业近几年来成本费用率变化较为平缓，平均水平维持在 22%~25%。具体来看，与 2016 年相比，2017 年营业收入排名前二十位的信托公司中，有 12 家公司的成本费用率在下降；整个行业 68 家公司中共 34 家信托公司成本费用率下降，占比 50%。



资料来源：根据信托公司年报数据整理。

图6 2014—2017年信托公司成本费用率分析

比较信托行业前十大公司和证券行业前十大公司的管理费用占营业总收入的比率，可以看出，信托行业与证券行业差距较大。从平均数来看，2017年前十大信托公司成本费用率水平为 22.1%，而前十大证券公司平均值为 43.9%，是信托公司的 1.99 倍；从中位数来看，2017年前十大信托公司成本费用率水平为 20.4%，而前十大证券公司平均值为 43.0%，是信托公司的 2.11 倍；从近两年的趋势来看，信托公司的成本费用率处于下降趋势，而证券公司总体保持平稳，从平均值来看升值略有提升。具体来看，平安信托和中信信托 2017 年成本费用率为 20.1%、20.4%，而中信证

<sup>①</sup> 薪酬类激励包括薪酬总额管理机制、固定薪酬、短期激励、中长期激励，非薪酬激励包括福利、职业发展、工作与生活平衡以及亲和力、自豪感与使命感。



券和国泰君安分别为 41.0% 和 39.1%，基本是两家信托公司的一倍水平。可见，信托行业的总体成本费用率仍处于较低水平。

表 1 2016—2017 年前十大信托公司和证券公司成本费用率对比

单位：%

信托公司	2016 年	2017 年	证券公司	2016 年	2017 年
平安信托	25.4	20.1	中信证券	42.1	41.0
中信信托	21.6	20.4	国泰君安	39.7	39.1
安信信托	21.4	14.9	海通证券	43.8	39.9
中诚信托	19.7	24.7	广发证券	43.9	43.3
华润信托	14.0	15.1	华泰证券	43.3	35.5
中融信托	45.0	41.4	招商证券	39.7	49.0
兴业信托	24.7	21.9	中国银河	44.9	49.0
上海信托	21.1	23.6	东方证券	52.0	50.1
渤海信托	28.0	17.1	中信建投	42.9	49.7
华能贵诚	17.1	28.0	国信证券	42.7	42.6
平均值	24.5	22.1		43.5	43.9
中位数	21.6	20.4		43.1	43.0

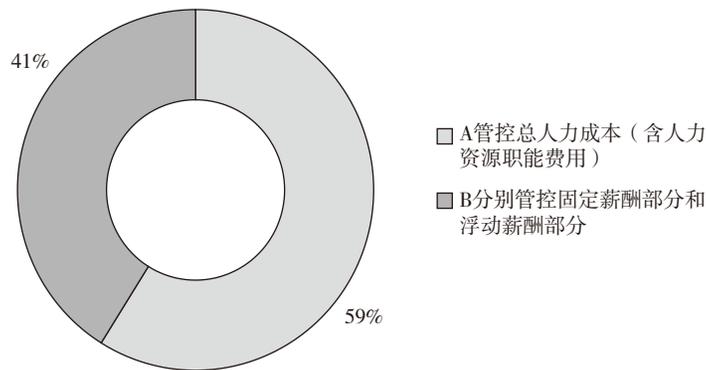
资料来源：Wind，信托公司年报。

（2）薪酬总额激励机制分析。不同信托公司在薪酬方面的管控对象与权限存在差异。调研发现，59%（40 家）的信托公司管控总人力成本（含人力资源职能费用），其余 41%（28 家）的公司分别管控固定薪酬部分和浮动薪酬部分。

信托公司薪酬总额管控方式方面，我们根据管控的方式和精细化程度的不同划分为六类。调研结果显示，44%（30 家）的公司基于公司营业收入（或利润）的相对固定比例计提，同时挂钩其他反映公司发展能力的指标进行总额调节。这种管控机制有利于及时反映市场形势，与金融行业波动明显特点相匹配，对公司内部有利于建立员工价值创造与公司业绩强相关的利润分享机制。25%（17 家）的公司根据上一年度总额增量的合理性进行核定，采用此种方式的主要是央企（8 家）和地方国企（5 家），这个主要由于上级主管部门对于所管辖范围内的信托公司存在薪酬总量增量指标控制规定。18%（12 家）信托公司采用固定薪酬部分与浮动薪酬部分单独核算的模式，此类激励方式既可以一方面能够以稳定的固定薪酬部分确保员工的基本生活，另一方

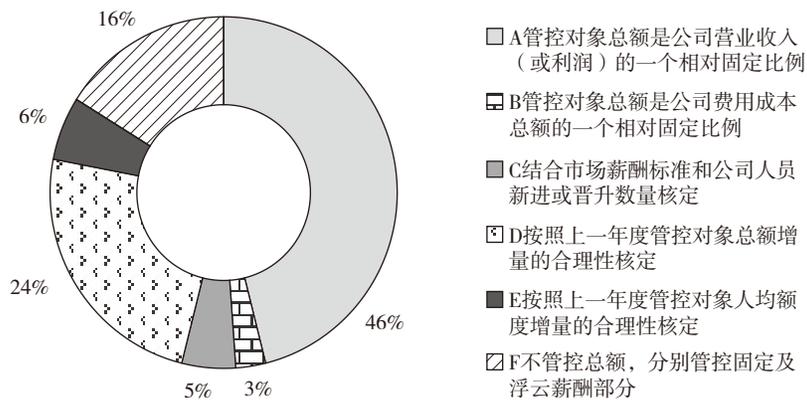


面根据市场形势及时调整变动薪酬部分，体现员工价值创造及贡献程度。具体操作方面，信托公司一般结合市场薪酬标准和新进或晋升人员数量核定固定薪酬部分，同时提取营业收入或利润的一定比例核定浮动薪酬部分。其他激励方式方面，6%（4家）的公司根据上一年度人均额度增量的合理性进行核定，3%（2家）的公司结合市场薪酬标准和新进或晋升人员数量进行核定，3%（2家）的公司根据公司费用成本总额的一个相对固定比例计提。



资料来源：根据课题组调研数据整理。

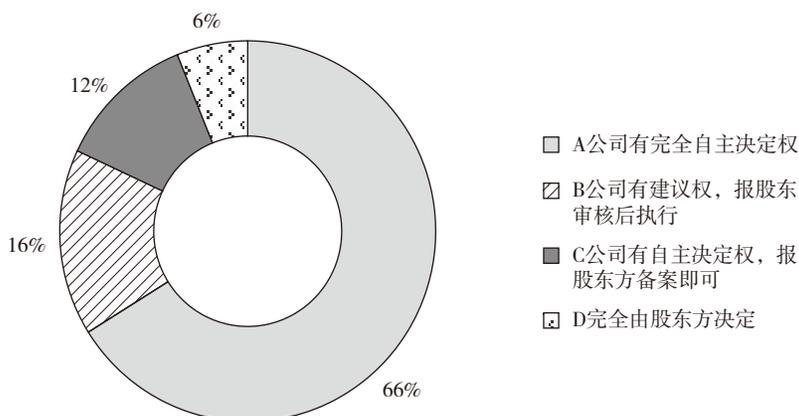
图 7 信托公司整体薪酬总额管控内容



资料来源：根据课题组调研数据整理。

图 8 信托公司薪酬总额管控方式

在管控权限方面，66%（45家）的信托公司有建议权，由股东方审核后执行相应的管控机制，16%（11家）的公司有一定的自主决定权，报股东方备案即可，12%（8家）的公司完全由股东方决定，仅有6%（4家）的公司有完全自主决定权。

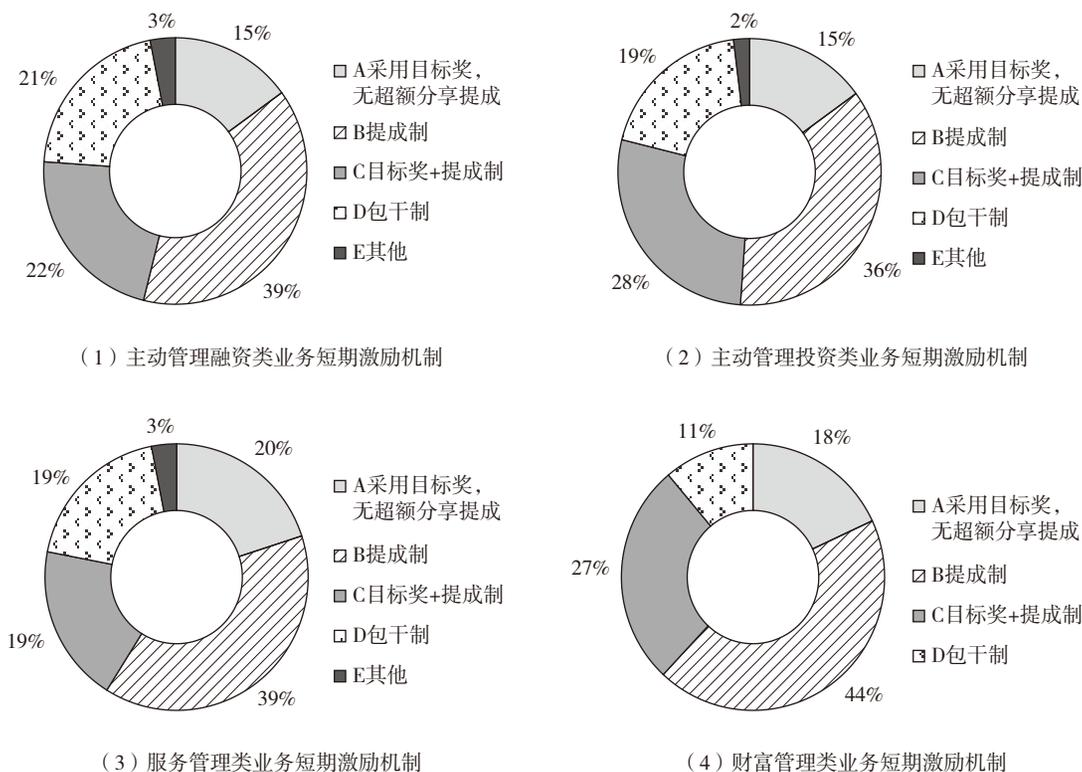


资料来源：根据课题组调研数据整理。

图 9 信托公司薪酬总额管控权限范围

(3) 业务类型激励机制分析。结合信托业务风险特征以及未来转型方向，我们将信托业务分为主动管理融资类、主动管理投资类、服务管理类和财富管理四大业务类型<sup>①</sup>，并且分别研究不同业务类型的激励机制。调研发现，信托公司不同业务类型对于薪酬激励机制的要求存在差异。对于主动管理融资类业务、主动管理投资类业务以及服务管理类业务，各家信托公司在短期激励模式上导向较为一致。36%~39%的信托公司采用提成制，其中，38%~40%的公司计提基数为业务收入，计提比例一般为10%~20%；51%~55%的公司计提基数为业务利润，计提比例为6%~20%。19%~28%的公司采用“目标奖+提成制”，19%~21%的公司选择包干制，15%~20%的公司仅采用目标奖进行激励，无超额分享提成。财富管理业务方面，44%（30家）的信托公司采用提成制的激励方式，在这种提成制下，37%（25家）的公司计提基数为业务收入，14%（10家）的公司计提基数为业务利润，其他公司计提基数为销售规模，计提比例具体根据产品类别差异化设置。27%（18家）的信托公司采用“目标奖+提成制”的方式对财富管理业务进行激励，既重视对目标业绩的达成要求，也鼓励增量业绩。

<sup>①</sup> 四类业务的分类依据和业务特征在后文中有详细论述，出于篇幅考虑，此处不再赘述。



数据来源：根据课题组调研数据整理。

图 10 信托公司不同业务类型短期激励机制

(4) 其他激励机制分析。以上分析主要集中于信托公司的短期薪酬激励方面，除此之外，信托公司分别在中长期激励和非薪酬激励方面都有所尝试并积累了丰富经验。

第一，递延支付机制。2014 年，银监会颁布《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》，要求信托公司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。课题组调研发现，84% 的信托公司对高管人员和前台业务人员普遍实行递延支付政策，递延年数为三年，递延奖金占奖金总额比例为 40%。48% 的信托公司对风险管理人员实施递延支付，递延年数为三年，递延奖金占奖金总额比例为 25%。

第二，其他中长期激励机制。其他中长期激励方式主要包括现金类、期股（权）类、现股类，不同中长期激励方式有其特定的适应性。信托行业由于多方面原因，目前在以下几类中长期激励实践还较少，是未来重要的探索方向。

现金类：公司根据税后利润的表现，从中提取一定比例作为激励基金，给予激励对象奖励，如奖励基金（含递延）、虚拟股权（或股票）、利润分红等。



期股（权）类：公司给予激励对象在将来某一时期内以一定价格购买一定数量股权的权利或股权，激励对象到期可以行使或放弃这个权利，购股价格一般参照股权的当前价格确定。

股票（权）类：通过公司奖励或参照股权当前市场价值向激励对象出售的方式，使激励对象直接获得股权；同时规定激励对象在一定时期内必须持有股票，不得出售。

第三，非薪酬类激励。在非薪酬类激励方面，信托公司主要形式为法定福利、员工培训发展等。从长远考虑，福利、职业发展、工作与生活平衡以及亲和力、自豪感与使命感都是值得信托公司持续探索与实施的激励方式。

### （三）我国信托行业组织架构和激励机制存在的问题和障碍

第一，职能分割，信息传递不畅，无法最大限度匹配客户需求。信托公司目前仍以职能部门制的组织架构为主，基本原则是以业务为中心，以产品线、职能线为主导，辅之以地区线的模式进行展业。随着信托公司的发展重点逐渐从资产端向资金客户端转移，当前这种组织架构不可避免地产生了产品分割、职能分割、地区分割等问题，信息传递不畅，员工积极性难以充分发挥，制约市场竞争力。同时，随着以客户为中心的理念逐渐成为资产管理行业的共识，现有的组织架构容易造成客户需求和金融服务的脱节，产品供给和市场需求的 mismatch，无法有效地提高客户粘性，提升客户体验。

第二，多头管理，权限交叉，不利于专业化长期发展。信托公司目前的职能部门制组织结构本身容易造成交叉管理，存在管理权限难以准确划分的问题。同时，专业化精细发展是未来资管行业的趋势，需要在某一专业化领域进行深耕细作。但目前职能部门制对于专业化发展存在制约，前中后台很难在同一个“专业领域”进行匹配。虽然已有公司尝试大部制或事业部制解决专业化匹配问题，但以利润为中心的事业部往往追求短期收益目标而忽视长远目标，追求局部利益而舍弃公司的整体利益，注重利润目标而忽视其他非经济目标（如人才培养、研究开发等），难以匹配公司长期稳健发展的需要。

第三，信托公司激励依据过于简单，难以实现公司战略导向。信托公司的绩效考核体系和实施办法的设计目前总体缺乏系统性，不能反映信托公司以受益人利益为重的导向，对信托公司战略引导的作用有限。主要表现在以下几个方面：一是，绩效考核体系以财务指标为主，过分强调收入和利润指标，对信托业务经营风险和服务受益人利益等指标设置过于简单，难以体现信托公司以受益人为重的导向；二是，尽管绝大部分信托公司都以提供专业化的资产管理、财富管理为发展愿景，但绩效考核体



系中却没有设置相应的指标，激励机制的设计不能实现公司战略导向；三是，部分信托公司将信托资产规模列为绩效考核指标，助长信托公司粗放式经营，存在激励扭曲。

第四，激励方式还有待完善。一是激励总额不能反应业绩变化。虽然信托公司业绩增长迅速，但是部分国有控股信托公司因集团内各产业板块之间或地方国资委各企业之间要求薪酬保持大致平衡，工资总额受控股股东和地方国资委限额管理，导致这类信托公司激励机制不能反映业绩的快速增长，存在激励不足、人才流失严重等问题。二是长期激励机制设置缺失。信托公司目前尚未有一家信托公司激励方案中有股票期权、业绩股份或股票增值权等长期激励措施。三是重物质激励，轻培训教育。部分信托公司在设计激励机制方案时，过于注重以利润为导向的绩效考核方案，缺少给予适当的心理激励、行政激励和技能培训等，不重视利用岗位的轮换、职位的晋升、优秀员工的评选和突出贡献的奖励等方面去充分激励员工。

### 三、我国信托公司组织架构和激励机制创新分析

#### （一）我国信托公司的典型特征

截至 2017 年末，我国信托资产余额达 26.25 万亿元，在金融子行业中规模排名第二，是我国经济和金融体系中具有中国制度特色的重要金融机构，为服务实体经济、防范金融风险 and 深化金融改革作出了重要贡献。

##### 1. 行业影响力较大，需要基础制度变革配合

自 2001 年“一法两规”颁布以来，信托行业的发展步入正规。2007 年“新两规”颁布后，伴随着我国经济快速增长和信贷规模的快速扩张，我国信托行业进入快速发展期，过去十年年均增幅约 30%。在信托行业快速发展的同时，信托公司现行组织架构和激励机制等基础制度伴随着经济发展的模式应运而生，并不断发展完善，为过去十年中信托行业的发展做出了重要贡献。在传统融资类业务发展的时代，信托公司普遍建立了扁平化、低层级、部门制的组织架构，并且设计相应的激励机制与之配合。该套制度在 2007 年以来我国信贷快速扩张十年的过程中是为最有效的模式，成为信托公司的典型基础制度特征。党的十九大以来，随着我国经济正在从高速增长向高质量发展转变，信贷扩张对于经济的影响力越来越小，甚至出现高杠杆等负面作用，未来信用扩张将呈现低速增长的新常态。信托公司需要优化创新现有的组织架构和激励模式，朝着更好服务高质量发展要求的配套制度改变。



### 2. 展业领域广泛，需要不同类型的基础制度

信托行业具有制度灵活的优势，展业领域横跨货币市场、资本市场和实业投资领域。在我国经济高速增长过程中，实体经济融资需求旺盛，投资回报率较高，这为信托公司发展融资类业务带来了巨大机遇，因此普遍建立了适用于融资类业务发展的组织架构和激励机制。从层级来看，公司组织层级较为少，呈现扁平化特征；从项目团队来看，主要是项目负责制，一个部门 2~3 个项目团队，一个项目 3~5 人，进行项目的承揽和承做分工；从部门扩张来看，实行“举手制”，业绩优异的团队可以快速成立新的部门；从激励机制来看，普遍建立了固定薪酬加业绩提成的薪酬体系，个人薪酬水平与业绩贡献直接挂钩。随着信托转型升级，差异化发展格局显现，各家公司结合自身优势创造出了不同的业务类型，并对展业模式、组织架构和激励机制进行探索，以此提高信托公司的展业效率和质量。

### 3. 业务创新能力强，大资管时代需要加强基础制度创新

信托公司凭借多年来的制度灵活、创新意识强的优势，积累了丰富的客户、资金、资产和人才优势，在我国金融市场具有较强的竞争力和创新能力。我国资产管理业务已经进入统一监管时代，国内外金融机构将在同一平台上直接竞争，信托公司未来必须加大业务的创新力度。任何一项创新业务的发展成功，都离不开与之相适应的组织架构和激励机制的创新的配合。因此，在统一监管的大资管时代，天生具有创新基因的信托公司应该也必须进行组织架构和激励机制的基础制度创新，为信托行业和中国金融机构探索出一条持续深化金融改革的道路。

#### （二）美国综合性投资银行组织架构和激励机制典型案例

我国信托行业呈现出业务种类多样和模式复杂的特征，与国外典型的投资银行多元化发展历程较为类似。我们在基于美国金融监管制度变迁的背景，重点分析高盛集团组织架构和激励机制的变化历程。

##### 1. 美国金融市场的主要变迁历程

美国主要金融机构的组织架构和激励机制都是随着美国的经济发展和金融监管制度的变化而逐步完善发展的。1933 年的《格拉斯—斯帝格尔法》、1999 年的《金融服务现代法》和 2010 年《多德—弗兰克法》在美国金融市场发展过程中是三部里程碑式法律。

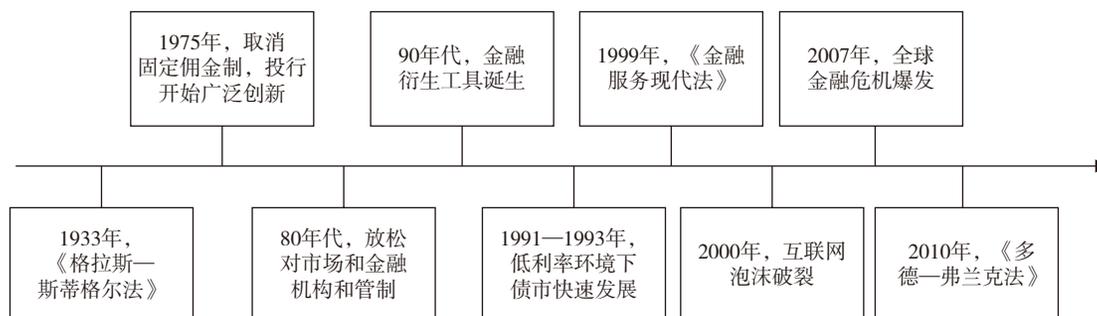
《格拉斯—斯帝格尔法》确立了分业监管体系。为了应对 19 世纪 30 年代经济危



机和大萧条，美国于1933年颁布了《格拉斯—斯蒂格尔法》和《联邦存款保险法》，并成立联邦存款保险公司（FDIC）。《格拉斯—斯蒂格尔法》构筑了银行业与证券业间难以逾越的壁垒，确定了银行业、保险业和证券业分业经营的制度，严格控制市场准入，实行管制利率，限制金融行业的竞争。该法案在美国统治了半个多世纪，对美国银行和资产管理机构的组织架构和激励机制产生了深刻影响。

《金融服务现代法》标志着美国金融业走向混业经营。19世纪30年代建立的分业经营的金融管制体系是卓有成效的，金融业的稳定运行也带来了美国经济的高速发展，但是随着经济的发展，银证分业的管理模式已越来越多地受到来自各方的挑战。1989年，《格拉斯—斯蒂格尔法》因为管理者允许银行在一定范围内承销股票和债券而出现裂痕。1999年，美国参众两院通过了《金融服务现代法》，废除了《格拉斯—斯蒂格尔法》，彻底结束了银行、证券、保险三业间分业经营与监管的局面，标志着美国金融业由分业走向混业的开始。

《多德—弗兰克法》全面重塑美国金融监管体系。2008年美国次贷危机爆发后，美国经济和金融市场受到重创，失业率居高不下，同时美国政府一系列拯救濒临破产金融机构的行为，引起了社会各界和民众的不满，普遍指责金融机构的贪婪和金融监管的缺失，强烈呼吁金融改革。《多德—弗兰克法》于2010年7月生效，是自20世纪30年代以来美国一项最全面的金融监管改革法案，明确旨在限制系统性风险，为大型金融机构可能遭遇的极端风险提供安全解决方案，将存在风险的非银行机构置于更加严格的审查监管范围下，同时针对衍生产品交易进行改革，增强对金融业高管薪酬监管，加强对投资者保护，建立新的监管协调机制。《多德—弗兰克法》是次贷危机后美国金融监管的基石。



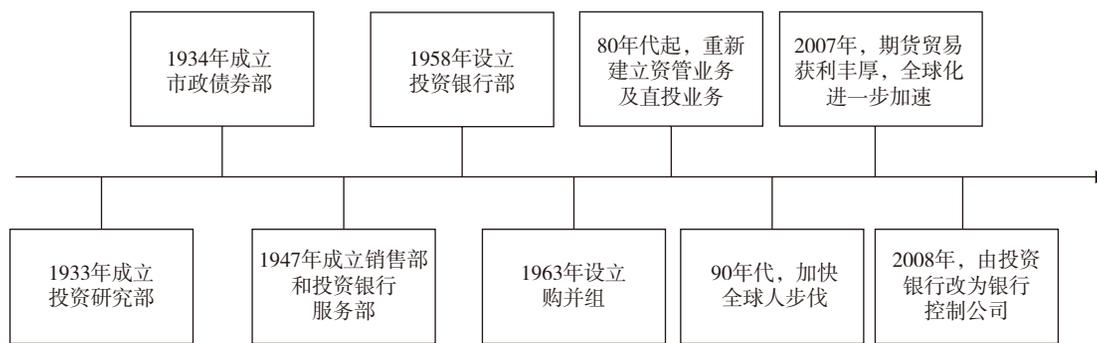
资料来源：课题组根据资料整理。

图 11 美国金融监管和市场的主要发展历程



## 2. 高盛集团案例分析

(1) 基本情况。高盛集团成立于 1869 年，是全世界历史最悠久及规模最大的投资银行之一，向全球提供广泛的投资、咨询和金融服务。高盛集团的发展历史与美国金融市场和金融监管变化紧密相连，业务发展、组织架构和激励机制随市场变化和客户需求而不断调整。为了适应《格拉斯—斯蒂格尔法》的分业监管体系，高盛分别在不同时期根据市场需要设置了不同的专业化部门，以在分业监管体系内从事专业化的业务，如 1933 年成立投资研究部、1934 年成立市政债券部、1956 年成立投资银行部和 1963 年成立并购部。20 世纪 80 年代后期，在《格拉斯—斯蒂格尔法》逐渐放松管制之际，高盛集团加强了业务和组织架构的创新，在 1986 年创立资产管理部，管理共同基金与对冲基金，同时还成立专门从事私募股权投资的高盛资本合伙部，开始直投。同时，高盛集团还从事过桥贷款、住房抵押贷款、杠杆收购等高风险业务。进入 21 世纪之后，美国金融市场上的创新浪潮、并购浪潮等进一步推动高盛的发展。综合来看，高盛集团管理层在精准分析和判断市场环境的变化的基础上，及时调整公司经营策略和组织架构，制定合理的激励约束机制，抓住了业务快速发展机遇，并在全球资管行业中保持强劲的竞争力。



资料来源：课题组根据资料整理。

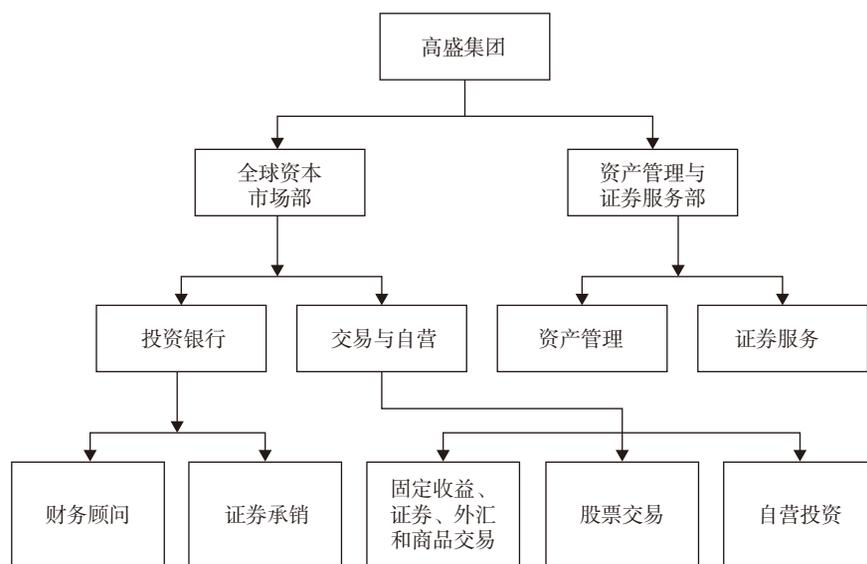
图 12 高盛集团的主要发展历程

(2) 高盛集团组织架构的变化过程。国际大型投资银行普遍采用的内部组织架构通常以业务板块为事业部单位，作为独立的利润中心进行运作，每个业务板块又包括多条业务线、多个部门的贡献。板块的划分正是一种调节利益机制的方式。

1997—2001 年的公司组织架构。1997—2001 年高盛集团业务分成两个主要部分：全球资本市场部和资产管理与证券服务部。其中，全球资本市场部包含投资银行和交



易与自营两个部分，投资银行部门负责为公司、金融机构、政府及个人提供财务咨询和证券承销服务；交易与自营部门则是从事投资、交易、清算和做市商业业务的部门，下设固定收益部、股票投资部和自营投资部三个部门。资产管理与证券服务部协助全球各地的机构和政府部门满足其投资需求，主要为客户提供资产管理服务及各种证券服务，例如经纪业务、融资融券业务等。



资料来源：高盛集团。

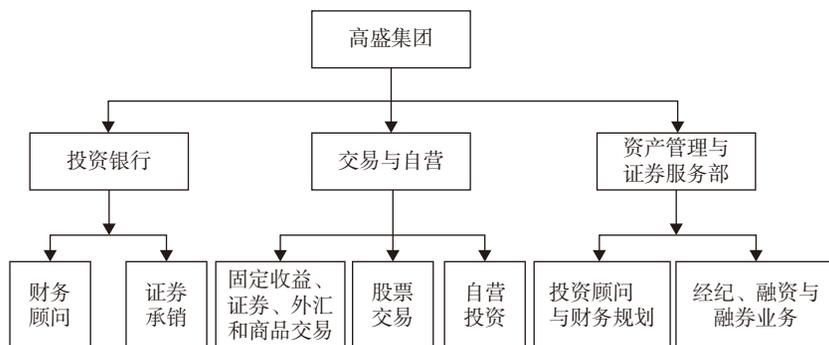
图 13 高盛集团业务架构（1997—2001 年）

2002—2006 年的公司组织架构。2002—2006 年是美国证券市场新一轮衍生产品创新的集中时期，以美国房屋信贷（含优质贷款、中间级和次级贷款等）为初始资产，经证券化处理生成 MBS，设计出满足不同类型投资者需求的衍生产品。这一创新刺激了高盛开展各种创新业务。从业务结构上看，自 2002 年开始，高盛集团适时调整了其业务结构，将投资银行、交易与自营部门提升为与资产管理和证券服务同等级别的业务部门，不断产生的各类创新服务使各业务部门的内涵不断丰富，所提供的服务也更加完善，远远超越了传统券商业务分类的涵义。

2010 年至今的公司组织架构。从 2010 年开始，高盛集团再一次改革其业务结构，突出以客户为导向的理念，从以往按照业务划分结构转向按照客户群体及客户需求划分，整合交易和投资相关部门为交易与投资管理部，新设立机构客户服务部和长期投资部。作为做市商，机构客户服务部通过为机构客户提供金融产品、帮助客户融资和进行风险管理而获取收益，长期投资部则通过对公司或其他机构的股权、债权投资、

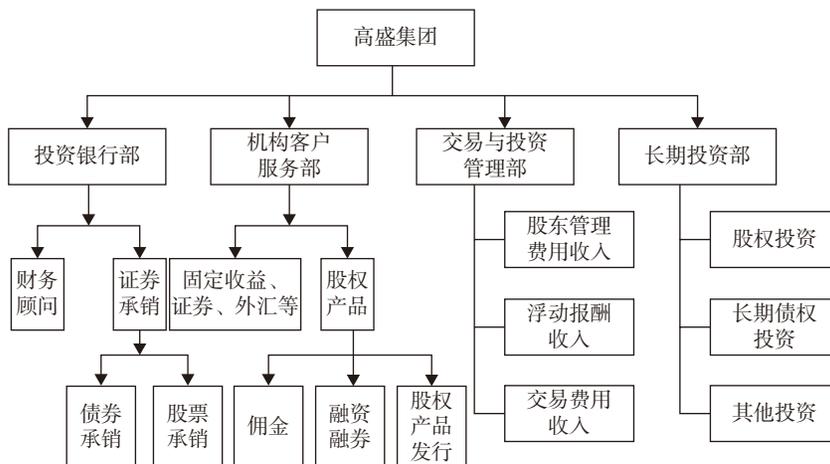


为投资对象提供融资支持及兼并收购获取收入。



资料来源：高盛集团。

图 14 高盛集团业务架构（2002—2009 年）



资料来源：高盛集团。

图 15 高盛集团业务架构（2010 年至今）

### （三）我国信托公司组织架构和激励机制创新的思考和设计

我国信托公司组织架构和激励机制伴随着监管环境和经济发展的变化而逐渐完善，当前的以主动管理融资类业务发展而来的组织架构和激励机制很难适应新的业务需要，亟待进行优化和升级。

#### 1. 组织架构和激励机制不可分割，相互促进

从理论层面来看，组织架构设计是企业根据组织目标和组织活动的特点，进而对组织的组成要素和它们之间连接方式进行设计，划分管理层次、确定组织系统、选择合理的组织形式的过程。其核心还是如何最有效地利用要素资源，达到企业组织的预设目标。而在企业组织中，目标和路径的设定是相对静态化的，而在执行的过程中，



是一个持续动态化调整的过程，执行主要需要人力资本来完成，尤其是对于如信托行业的人力密集型组织。并且，在目标执行和实施过程中，各种不确定性事件层出不穷，需要运用不同的专业知识，并将不同过程有机结合。在此过程中，这需要最大化激发人员的主观能动性，最大程度协调资源发挥作用的时机和程度，导致企业内部存在层级，不同层级运用资源的方式和能力存在差异，需要不同类型的激励机制。因此，组织架构和激励机制不可分割，相互促进。

从信托行业来看，由于社会融资的快速扩张，其在发展初期建立了一套与融资类业务相适应的组织架构和激励机制，组织目标明确，激励机制相容。而随着我国经济和金融进入新的发展阶段，信托公司开始从主动管理融资类业务转型，尝试新的目标设定和执行，由此对组织架构和激励机制提出新的需求。由于信托制度灵活，业务领域广泛，涉及到的业务领域差异较大，这需要建立符合新的业务需求的组织架构，需要新的激励机制与之匹配，充分发挥执行过程中人力资本的主观能动性。

## 2. 股东给予信托公司更加市场化的激励机制

从信托公司总体层面来看，目前以股东会、董事会、监事会和管理层为主体“三会一层”的经典组织架构较为完善，独立董事制度科学完整，各类专业委员会设置已完成全覆盖，权责机制较为成熟，公司层面更多是激励约束机制的创新和优化。信托公司作为市场化的资产管理机构，主要是依靠人力资本进行展业。信托公司股东应该打破传统的“大锅饭”形式的激励约束机制，尊重金融发展规律，参照国内外资管行业的成本费用水平，制定薪酬类和非薪酬类的激励政策。信托行业是强调人力资源的行业，股东应该给予信托公司更多的正向激励，充分调动信托公司人力资本的积极性，形成正向反馈，推动信托公司做大做强。

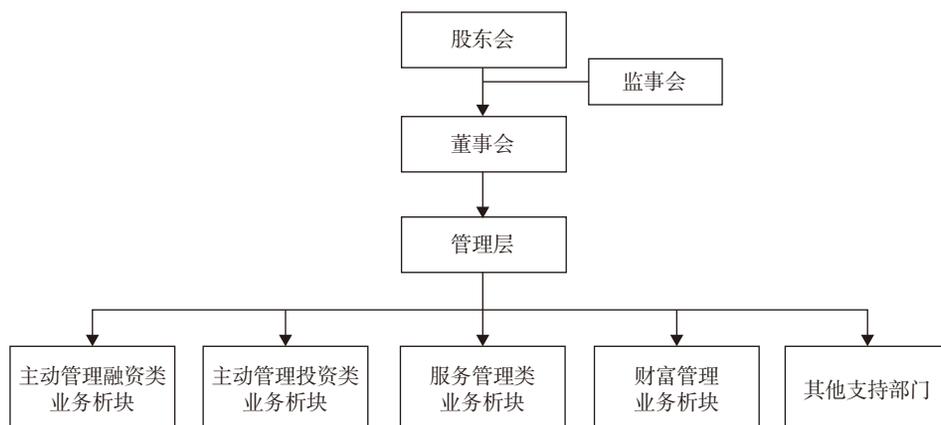
## 3. 信托公司以专业化导向构建组织架构和激励机制

从信托公司内部来看，未来必然根据已有的客户、人才、专业、地域等方面的禀赋制定差异化发展战略，信托公司应更多考虑根据业务发展需要制定与之相适应的业务层面的组织架构，秉承专业化思维、进行专业化定位，提升专业化能力，打造专业化部门，推动业务做大、做专、做优、做精。专业化的组织架构必然影响着激励机制的变化，信托公司应给与专业化部门更多的人权、事权和财权，强化激励约束机制正反馈，提高人力资本的工作积极性，创造更大的公司价值。

从具体业务类型来看，我们在梳理信托公司现有信托公司业务模式和风险特征的基础上，归纳了四种主要的业务类型，分别为主动管理融资类业务、主动管理投资



类业务、服务管理类业务、财富管理业务。这四类业务伴随着不同的风险特征属性，与之相对应的收益属性分布也存在较大差异，这需要不同的组织架构来开展业务和管理风险，给予不同程度的人权、事权和财权，由此衍生出激励机制的差异。我们针对这四类业务思考设计组织架构和激励机制模式，探索信托行业基础制度的发展方向和路径。



资料来源：课题组根据资料整理。

图 16 信托公司组织架构创新构想

## 四、主动管理融资类业务组织架构和激励机制的创新分析

### （一）主动管理融资类业务的典型特征

主动管理类融资业务，即私募投行业务，是指信托公司作为受托人，在尽职调查、产品设计、项目决策和后期管理等方面发挥决定性作用并承担主要管理责任的营业性信托业务。该类业务通常以资金需求方的融资需求为驱动因素和业务起点，以寻求信托资产的固定回报为信托目的，主要将信托资金运用于特定项目或主体，索取融资本金和利息。该类业务的典型特征主要有：

#### 1. 信用风险为主要风险特征

主动管理融资类业务的主要风险特征为融资人的信用风险，为了控制信用风险，信托公司在展业过程中更加注重融资主体和融资项目的经营、资质、背景和信用等，主要增信的手段为抵质押和担保。

#### 2. 体现为债权和债务关系

信托公司具有发放信托贷款的资格，信托公司通过信托计划将所募集的资金主



要是以贷款或债权等形式发放给融资方，信托计划和融资方是直接的债权债务关系。带有回购、回购选择权或担保安排的股权融资型信托计划本质上仍是债权债务关系。传统的主动管理类融资信托主要包括受托人主导的信托贷款、带有回购、回购选择权或担保安排的股权融资型信托、信贷资产受让等。

### 3. 收入来源为利差收入

主动管理融资类业务的盈利模式主要为融资方支付给信托公司的利息与信托公司向委托人支付的收益之间的“利差”。信托公司若想做大该类业务，必须依赖规模的扩张，并伴随着信用风险敞口的增加。业务规模越大，信用风险控制要求更高。

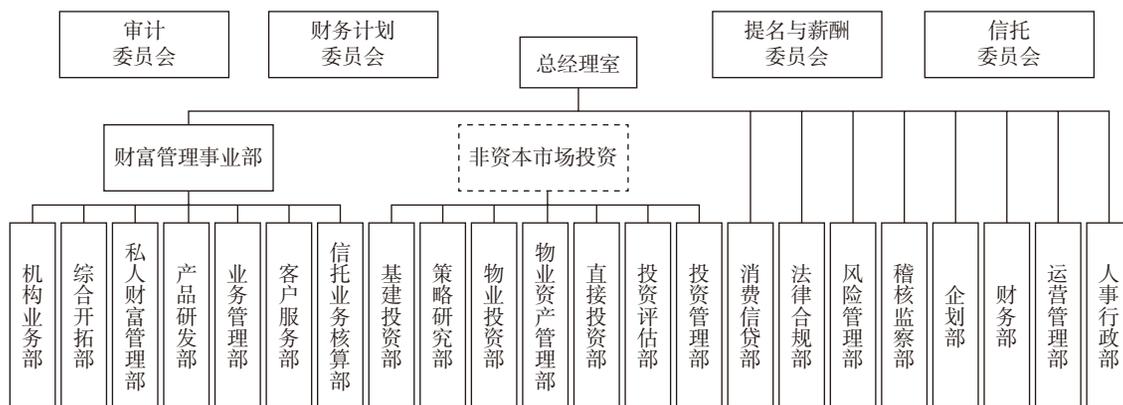
随着中国经济由高速增长阶段进入高质量发展阶段，信托公司主动管理融资类业务展业压力显著增加，未来将向真正的私募投行承销业务转型。目前，已有6家信托公司获得了非金融企业债券承销资格，我们也将承销业务纳入主动管理融资业务范畴一并分析。

## （二）主动管理融资类业务组织架构和激励机制典型案例

融资类信托业务是信托公司的传统业务，以信托公司最具有代表性，我们以平安信托为例探讨组织架构演变带来的绩效影响。平安信托的组织架构在市场外部环境和公司内部变革的共同推动下，由部门扁平化管理逐步演变为完全的事业部制。

### 1. 发展早期以小部门制开展业务

在公司发展早期（2010年），平安信托将整个前台业务体系按照资金和资产端大概分成了财富管理和非资本市场投资两大板块。财富管理板块下设7个部门，分别针对机构客户和私人客户分类经营，并设置产品研发部负责将客户的需求与产品形式进行匹配，并设置了信托业务核算部作为运营的中后台部门。非资本市场投资板块下设7个部门，主要根据业务领域进行区分，突出专业化分工，如基建投资部、物业资产管理部、物业投资部等。2012—2013年，平安信托在前两大板块的基础上增加了信托业务板块，并以“信托业务事业部”命名，事业部下分设信托业务部、投行业务部、业务管理部三个部门；同时，原来的物业投资部门正式更名为“物业投资事业部”，事业部下大致根据前后台性质区分出了物业投资部（前台）、物业资产管理部（前台）、策略研究以及综合管理部（中后台）。这两大明显的变动，成为了平安信托日后向精准化事业部制方向发展的开端。

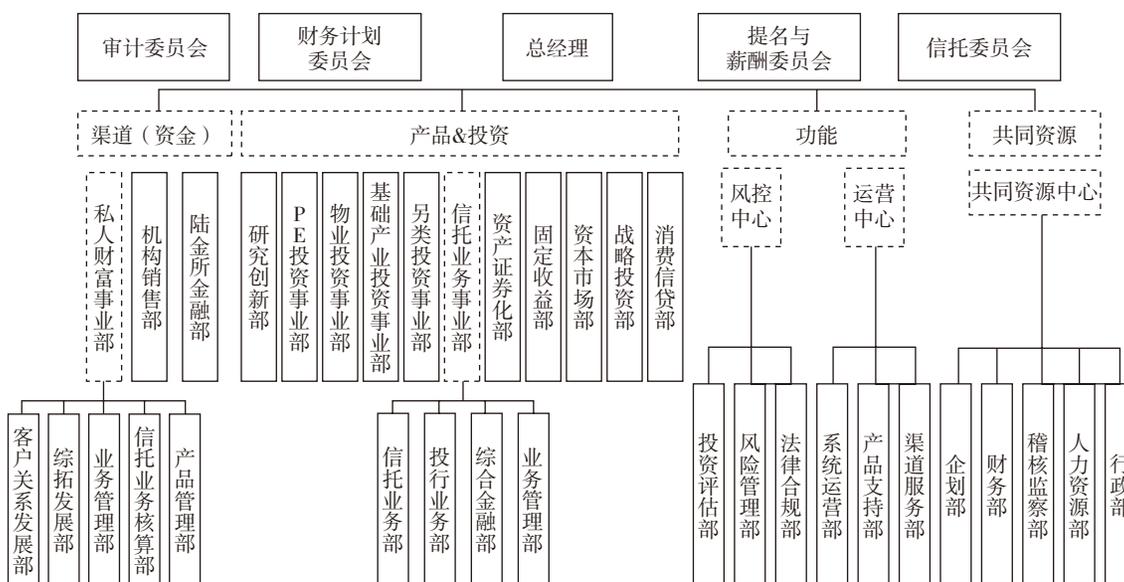


资料来源：平安信托年报。

图 17 平安信托的组织架构 (2010 年)

## 2. 由小部门制向事业部制探索转型

2014—2015 年是平安信托组织架构和激励机制重大变动的两年。2014 年末，平安信托开启了公司的全面改革，内部组织架构出现重大改变。平安信托将自己定位于全方位的投资金融综合服务提供商，制定五个核心发展战略，分别是资产管理、私募投行、交易金融、股权投资、财富管理，一改平安信托以往“小前台，大后台”的架构模式，筹建多个新事业部，信托业务事业部一分为二，事业部下的投行业务二部其级别被提升为一级部门，筹建为投行业务事业部。经过一系列调整后，平安信托的多个部门已具备了事业部制的雏形。



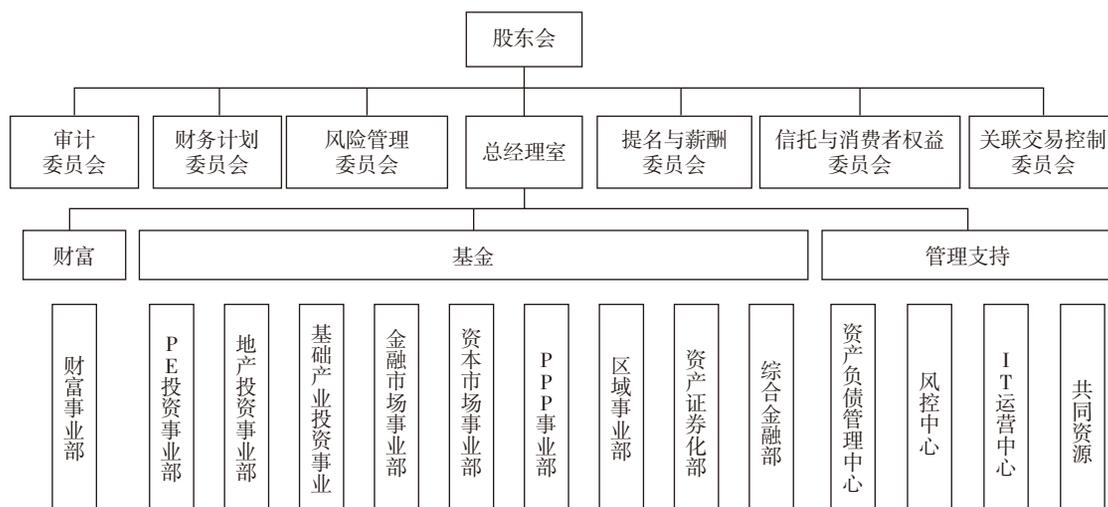
资料来源：平安信托年报。

图 18 平安信托的组织架构 (2014 年)



### 3. 大事业部完全成型

2016—2017年，随着业务类型的不断演化并向更专业化的方向发展，平安信托整体的组织架构自然而然地形成了按专业领域分事业部制管理的模式，形成了财富管理、PE投资、地产投资、基建投资、资本市场等专业化板块。整体组织架构基本向事业部制转型完毕。



资料来源：平安信托年报。

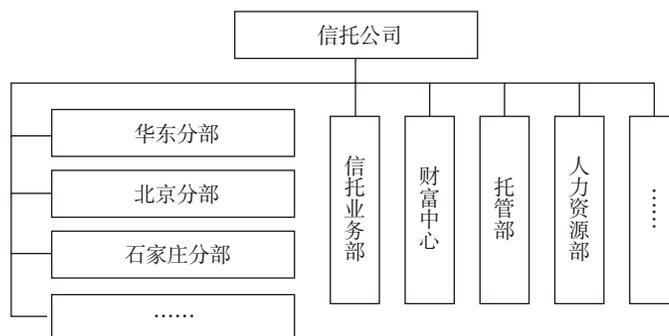
图 19 平安信托的组织架构（2017年）

### （三）主动管理融资类业务组织架构创新的思考和设计

国内开展主动管理融资类业务的机构主要有商业银行、信托机构和证券公司，传统的主动管理类融资业务主要涉及商业银行及信托公司，企业直接融资业务（投行业务）的参与主体则主要是商业银行与证券公司，是信托未来的转型方向。

#### 1. 分地区、分行业式的扁平化部门制组织架构

分地区、分行业制是指根据地区或行业的划分维度，将主动管理融资类业务融入不同地区或是不同行业的分部中，建立扁平化部门制组织架构。目前国内商业银行和证券公司已经较少单纯采用此类结构，但对于部分擅长于传统贷款类业务的信托公司而言，这种架构仍为主流。此类组织架构设计的优点主要在于，各分支能抓住各区域、各行业的业务机会，制定针对性策略。缺点在于，资源散落的情况下不利于整体把控，对于需要整体资源调配的创新主动管理类融资业务而言，此类组织架构设计适用性有限。

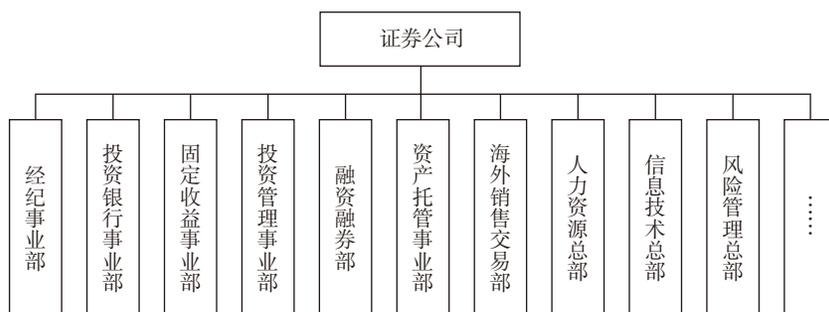


资料来源：课题组根据资料整理。

图 20 分地区、分部门扁平化的组织架构

### 2. 专业化的事业部制组织架构

为了更好地对重要业务单元进行有效控制和业绩考核，许多证券公司对经纪业务、证券投资 / 自营业务、投资银行或资产管理等采用事业部或者类事业部。对于主动管理类融资业务来说，此类组织架构意味着将主动管理融资类业务单独设置专门部门，其优势在于有利于专业化的积累以及业务的快速做大；但劣势在于，单独成立一个部门有可能导致该事业部与公司整体氛围、其他事业部之间的割裂，早期不利于信托从业人员整体综合服务能力的提高。



资料来源：课题组根据资料整理。

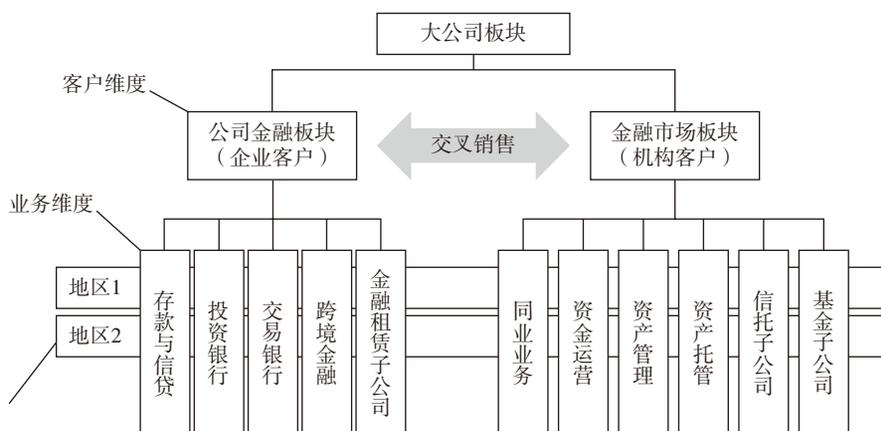
图 21 事业部制形式的组织架构

### 3. 跨部门协调的类矩阵式组织架构

综合考虑功能性定位与区域性定位，在设置各分支机构独立开展业务的同时，由总部来协调内部资源，避免过度竞争与资源浪费。目前在业务较为复杂的商业银行中，主要采用该类矩阵式的结构。这种组织架构形式兼顾了集权与分权，可以促进跨部门、跨板块的协调，采用双重乃至多重维度，对组织架构进行整合。适应性强，机动灵活，富有弹性。既利于专业团队管理，又利于加强团队部门协作，充分利用资源。目前某



些信托公司正在探索这种方式，但对于创新类业务而言，采用灵活的矩阵结构在研发阶段尚能扩张，一旦该类业务形成规模，便可能造成参与链条上一岗多职，精力过度分散的情况，同时管理难度也明显加大。



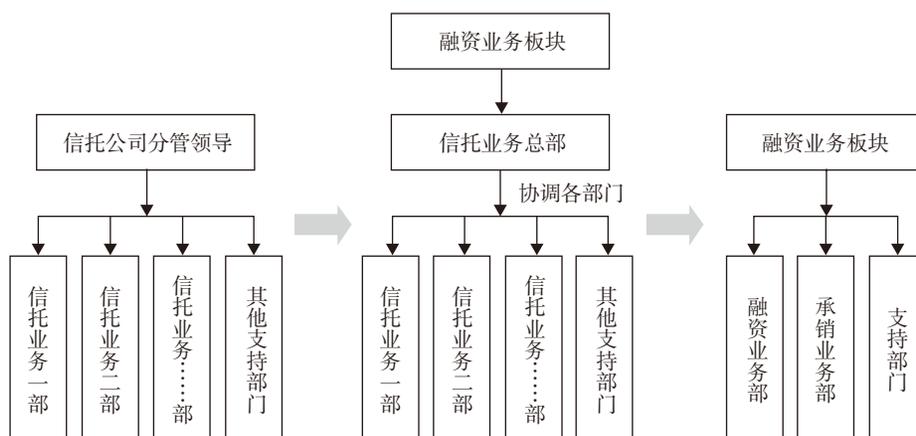
资料来源：课题组根据资料整理。

图 22 跨部门协调的类矩阵式组织架构

#### 4. 主动管理融资类业务组织架构思考

根据课题组对 68 家信托公司的调研，82%（56 家）的信托公司的主动管理融资类业务依然采用扁平化部门管理的模式。究其原因，目前信托公司的融资类业务依然是以传统的信贷类业务为主，中后期运营压力和团队资源配置压力相对较小，能够适应以部门为单元的组织架构；此外，少数公司开始设立类似“业务总部”的架设于团队之上的部门，统一协调内部资源，并且各团队之间可以互相匹配资源，已具备了类矩阵式组织结构的大体雏形；另有 12%（8 家）的公司的主动管理类业务目前虽仍采用扁平化部门管理方式，但已开始逐渐尝试事业部制；仅有 5%（4 家）公司的主动管理融资类业务采用了事业部或准事业部的结构，。

债券承销业务是信托公司未来重要的发展方向。从组织架构来看，目前信托公司承销业务存在无法有效的调配公司整体资源、难以突破信托公司债券承销业务专业技能短板、难以在短时间内难以形成规模效应方面的困难。信托公司主动管理类融资业务，尤其是承销类创新业务，在组织架构上应采取分“两步走”的方式：短期参考类矩阵制架构，通过“业务总部”角色的引领性协调，发动各业务部门广泛地参与；长期则采取专业化管理，建立专门大部门制管理，强化专业能力和资源协调效率。



资料来源：课题组根据资料整理。

图 23 主动管理融资类业务组织架构思考与设计

#### （四）主动管理融资类业务激励机制创新的思考与设计

##### 1. 主动管理融资类业务现有的三类激励类型

主动管理融资类业务薪酬机制一般分为四个部分，固定的基本工资、与绩效相关的奖金、长期激励机制以及非现金福利计划，我们重点分析前两项。按照基本工资与绩效奖金的占比，可以分为三类模式。

（1）以基本工资为主的类型。此类模式下基本工资较高，绩效奖金占比较低，通常出现在集团或公司资源能力较强、系统建设运营完善的大型央企机构中。由于项目资源来源稳定，员工参与的工作内容以实施为主，较为固定，故以固定薪酬为主。该类型激励的优势在于可有效发挥整个机构在资金、信息以及客户等多方面的资源整合优势，且员工的业绩压力较小；但是缺点在于“大锅饭”导致员工探索创新的积极性与主观能动性不强，且员工的可替代性较强。调研发现，该类激励机制在当前的信托行业运用较少。

（2）绩效考核分成制。绩效考核分成制是指在给予一定的基本工资的基础上，考虑部门绩效及公司整体绩效，划定前中后台奖金池，并根据其他综合因素的考量予以奖金发放的一种薪酬机制。该模式考虑了业务发展的多个方面以及公司的整体业绩表现，是相对折中的激励方式，也是目前大多数信托公司对主动管理融资类业务采取的激励方式。从调研结果来看，应用该类激励机制的信托公司占据行业半数以上。绩效考核分成制优势在于对业务团队作出市场化的激励的同时，也适度考虑公司整体资源对业务发展提供的支持；劣势在于对于前中后台的分成比例在指定时



的尺度难以精准把握，且对不同业务部门之间的业务特点的激励难以平衡，可能加重机构内部的资源协调与调配压力。

(3) 类合伙人制。类合伙人制是最为激进的一种考核方式，多出现在民营、高科技（互联网）或处于快速成长期的公司中。以主动管理融资类业务为例，类合伙人制指的是业务团队就利差收入与公司共同按比例分成，分成中也包含该团队的基本工资支出。此类方式最为贴近市场化运营，优势在于能够最大限度地激发业务团队的积极性；但缺点也较为突出，一是业务团队与公司之间的独立性较高，团队对公司的忠诚度和归属感都不够，业务团队对收益及风险的权衡未必满足公司整体的规划；二是部门之间存在激烈竞争关系，难以建立起与其余业务关联部门的协同关联，影响公司整体运行效率；三是存在过度激励的问题，导致业务团队追求更高的风险，给公司造成较大的损失。调研结果显示，该类主动管理融资类业务的激励机制在当前信托公司中有 15 家运用，占比 22%。

## 2. 信托公司主动管理类融资业务激励机制的主要问题

依据信托公司股东背景和管理资产规模的不同，信托公司大多采用“类合伙人制”和“绩效考核分成制”的激励方式。我们认为，对于主动管理融资类业务来说，“固定薪酬+绩效奖励”型考核制度较为合理，能够集有效激励与公司资源的统一调配于一体，但依然存在两个问题。

第一，绩效激励与风险约束方面不平衡。无论是传统的融资类业务还是创新的承销类业务，风险管理都与之形影不离，尤其是债券承销类业务，前期的尽职调查和中后期的风险监控，相较依托抵押物的传统信托贷款业务，对风险管理提出了更高的要求。但国内现行考核机制中还是以量化为主，虽然有采用延期支付奖金、或是“综合考量”的方式考虑风险因素，但有效约束的效果有限。因此，需要进一步提升激励机制中风险因素的衡量维度，进行更精细化的管理。

第二，国内的激励机制中普遍缺乏科学性。目前信托公司的激励机制普遍较为单一，缺乏多层次、多维度的激励机构，科学性有待完善。如，对于所有员工的考核基础一刀切，不同业务类型同一种激励、缺乏长期激励等。这些在激励模式和支付结构设计中普遍表现出来的短视性，很难有效规避员工为追逐短期激励而牺牲公司长期利益的弊端。同时，在长期激励模块，国外金融机构可利用多元化的激励组合，如股票、期权等，而国内可用激励工具存有明显不足，无法通过多样化的方式保障员工能长期充分享受业绩增长带来的经济效益。



### 3. 信托公司主动管理类融资业务激励机制的思考

建议对于信托公司主动管理类融资业务建立以横向及纵向价值创造为核心的薪酬计量模式，兼顾以“风险有效管理”为核心的激励约束机制。

(1) 分类考核，引入长期激励机制。考虑主动管理融资类业务线条上的价值创造过程，建议分岗位设置不同的考核标准，且引入适当的长期激励机制。以债券承销类业务为例，价值链上包括承揽人员创造的“收入价值”、承做人员所贡献“专业价值”、营销人员贡献的“营销价值”等，分别进行考核激励。同时，除了现行的奖金分批、延期发放的方式外，应引入更多层次的长期激励方式。如果实施股权激励暂不可行，还可考虑参考国内部分保险公司的做法，根据当年的贡献值设定占薪酬包 20% 的现金激励提存计划，或是参考某些基金的做法，采用的业绩考核的“532”制，当年业绩比重占 50%，上年业绩比重占 30%，上年业绩比重占 20%；与大多数信托公司仅依据当年业绩进行考核相比，这种考核办法能激励展业人员更注重长期业绩表现。

(2) 强化风险考量精细化，强调风控能力。对于传统主动管理类融资业务来说，风险控制指标主要包括“新增风险项目控制”及“存续风险项目清收”，对于即将展开的债券承销类业务来说，则涉及了“承销方信用风险”“定价风险”“操作风险”“法律及声誉风险”等更多因素。对于债券承销类业务，其价值链上还涉及“承揽”“承做”及“承销”多个主体。因此，建议对上述风险类别逐一赋予权重，且按照合适的比率在三个主体中分摊，在考核时精细化衡量。此外，对于重要岗位员工，建议将其绩效奖金的固定比例作为风险金留存并延期支付，以防范员工为追求短期激励牺牲长期利益。

## 五、主动管理投资类业务组织架构和激励机制的创新分析

### (一) 主动管理投资类业务的典型特征

主动管理投资类业务，是指信托公司作为受托人，将信托资金直接或间接投资于标准化的债权、上市公司或未上市公司股权，其风险通常高于融资类项目，而收益具有不确定性。信托公司专业化的管理能力是信托公司赢得委托人信任的前提，构建与不断提升主动管理能力是信托公司开展此类业务的重要条件。信托公司的主动管理投资类业务主要具有以下几个方面的特征。



### 1. 市场风险为主要风险特征

主动管理融资类业务其主要是将资金或资产运用在风险水平较高的领域，如股权、股票、债券、期货（权）等，此类业务主要面对的是未来市场不确定带来的市场风险。信托公司作为受托人，需要通过对宏观经济、政策导向、商业模式、公司状况、大类资产运行情况等多方面的综合分析，科学管理市场风险，降低风险暴露，取得与风险相适应的收益水平。

### 2. 投研能力要求较高

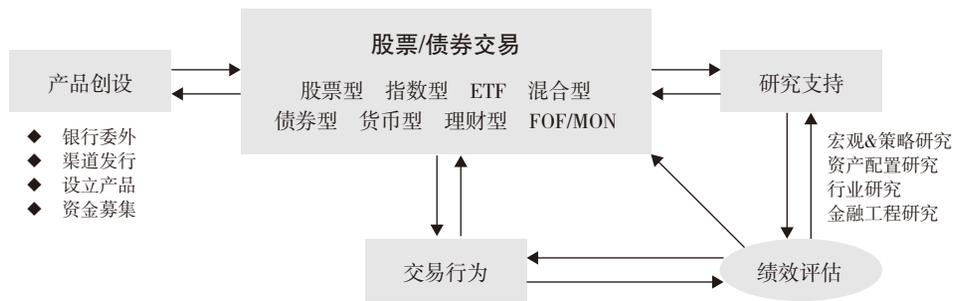
信托公司投研能力是发展主动管理投资类业务的重要保证。与证券公司、公募基金已经建立起来的全覆盖、多层次和立体化的研究体系相比，信托公司的总体研究能力还需加强。信托公司的组织架构与激励机制在吸引优秀研究人员与投资经理方面尚不具有优势，也普遍缺乏明确的投研人才培养体系。因此，信托公司应当根据公司整体业务发展战略，逐步建立起覆盖宏观、策略、行业、公司和大类资产等领域的研究能力，提升主动管理投资类业务的专业化能力。

### 3. 投资管理的系统建设要求较高

与融资类业务相比，主动管理的投资类产品需要搭建多功能的、复杂的、与时俱进的基于互联网技术平台的信息处理、数据管理、投资决策等系统，每一个大类系统又包含了若干个子系统，随着我国多层次资本市场的发展与投资理念、投资策略的不断进步，主动管理的系统建设也需要不断优化升级，尤其是随着互联网、大数据、人工智能、机器深度学习时代的来临，信息系统建设的完备性、先进性更加重要。

### 4. 投资策略与投资风格日益多元化

无论是投资于未上市公司的股权，还是标准化的证券，国内市场投资者的投资策略与投资风格选择也日益多元化。当投资于未上市公司股权时，各家机构基于对行业认知、预期收益水平与风险承受能力的不同，采取不同的投资策略，选择不同的行业、不同的时间节点进入或退出；当投资于二级市场的债券、股票及其衍生品时，根据投资策略、投资风格、行业选择、资产配置比例、主要投资标的选择、投资市场的不同可以对基金进行各种不同的分类，信托公司根据自身禀赋，选择最为擅长的领域、风险收益匹配的策略进行展业。



资料来源：课题组根据资料整理。

图 24 主动管理投资类业务的一般框架

## （二）主动管理投资类业务组织架构和激励机制典型案例

良好的组织架构设计是开展主管理投资类业务的基础，信托公司开展 PE 股权投资和证券投资业务需要立足于自身特色，在借鉴国内外领先投资机构的基础上，构建适应于该类业务特征的组织架构。我们分别根据不同类型的投资业务，借鉴不同类型的投资机构的经验。

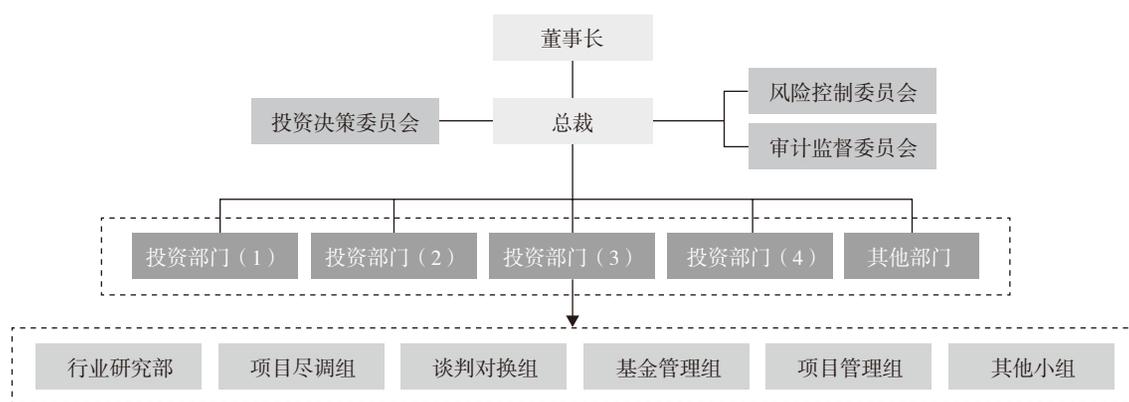
### 1. PE 股权投资业务的典型组织架构

设立专门的组织架构进行 PE 股权投资是国内外机构的普遍做法，以国内领先的某 PE 股权投资机构为例，该机构由公司董事长、总裁、专业投资部门与多个项目小组四层架构组成，公司日常投资业务由公司总裁全权负责，根据投资行业属性的不同，设立了多个专业事业部，如 TMT 事业部、健康医疗事业部、新能源事业部、养老产业事业部、现代农业事业部等，每一个事业部相互独立、互不干涉，事业部的负责人均由界内资深投资专家担任。每个业务部门下设多个行动小组，如行业研究组、项目尽调组、项目谈判对接组、基金管理组、项目管理组等，每个事业部的行动小组人员构成有可能是长期固定的，如行业研究小组，但大部分行动小组的人员是不固定，由事业部的负责人根据业务状况与员工能力属性的差异选择不同员工进行组合，一般由三人组成，其中一人负总责，当项目进行到一定阶段或行动小组完成任务，该小组随即解散。

该投资机构每个投资部门的人员构成与业务规模成正比，业务规模较大的部门，如 TMT 事业部人数达到了 50 人以上，而业务规模较小的部门，仅有不到 10 人。在项目的投资决策上，投资部门根据公司投资的规章制度要求，需要前期完成行业的深度研究报告、客观真实的完成项目尽调、设计项目投资方案计划书，该计划书首先需得到公司风控、合规的初审，之后提交公司投资决策委员审议，审议通过之后，方



案提交公司总裁签字并授权执行。该机构各个委员会之间维持绝对独立关系，各个委员会的主任均由公司不同的合伙人担任，公司董事长、总裁无权直接干预各个决策委员会的决策。需要指出的是，该机构还成立了由公司董事长担任主任的临时重大战略投资委员会，委员主要由公司合伙人担任，该委员会不属于公司的常设机构，属于临时的“一事一议”机构，主要职责在于对于重大投资事项的决策，比如投资额度达到某一阈值时或项目较为稀缺但风险较大等情况。



资料来源：课题组根据资料整理。

图 25 国内某大型私募股权投资基金的组织架构

## 2. 证券投资业务的典型组织架构

证券投资是一项风险系数与专业化要求较高的业务类型，需要更加专业化、更具针对性的组织架构设计，经过十几年的发展，我国的大部分公募基金均已经建立了比较完备且具有自身特色的组织架构。我们认为，信托公司在短期内开展证券投资业务时不可能完全复制公募基金的组织架构，但是优秀的公募基金公司经历多年的市场检验，已经形成的较为成熟的组织架构对于信托公司提供了一个良好的借鉴模板。除常规治理架构中的“三会一层”之外，公募基金一般都会设立风险管理委员会、投资决策委员会、信息技术委员会、产品委员会以及固有资金管理委员会等，在具体的业务层面，一般由投研板块、市场板块、中后台板块和合规风控板块四部分组成。

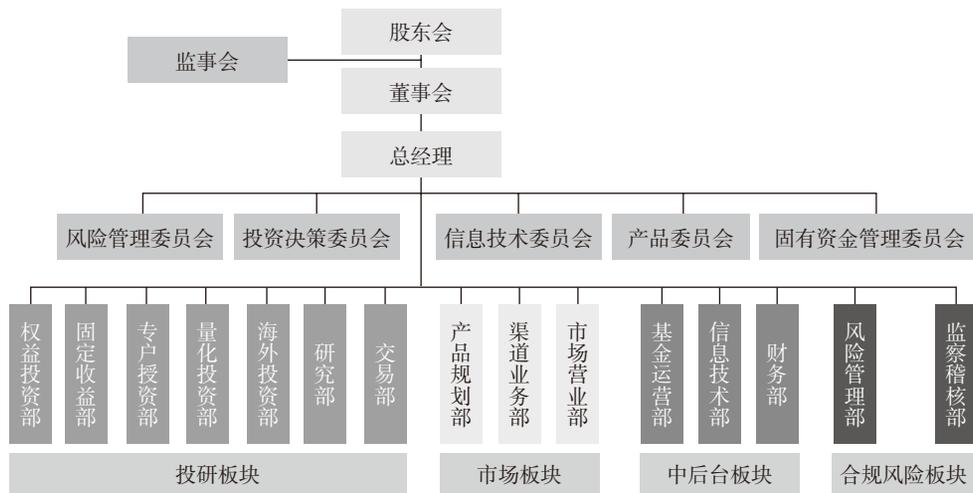
投研板块主要由投资交易部分和研究部门组成，根据主要投资标的、客户群体、投资策略的不同设有权益投资部、固定收益部、专户投资部和量化投资部等。公募基金公司构建了宏观、策略、行业和公司的全覆盖的研究体系，培养了具有深厚研究功底的研究团队，基金经理根据客观独立的市场判断做出投资决策，研究人员具有明确的晋升路径，优秀人员可以脱颖而出成长为基金经理。



市场板块是基金产品设计、推销基金产品、维护客户渠道的核心部门，主要有产品设计部、渠道业务部、市场营销部、机构业务部和互联网金融部等。

中后台部门是整个公募基金开展业务的后勤支持机构，设有基金运营部、信息技术部、财务部、人力资源部等。

风险合规板块独立于前三个板块，由风险管理部和监察稽核部组成，是整个基金公司风险管理的核心部门。



资料来源：课题组根据资料整理。

图 26 国内某大型公募基金的组织架构设计

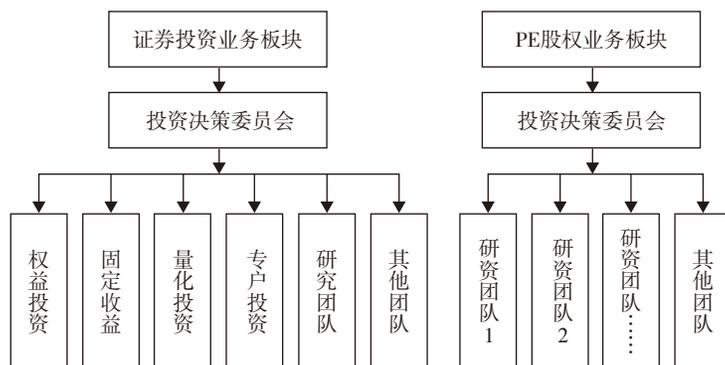
### （三）主动管理投资类业务组织架构创新的思考和设计

#### 1. 以更大程度分权的导向设计主动管理类业务组织架构

信鉴于投资类业务对于专业化知识、从业经验与业务管理水平要求较高，信托公司在从事主动管理投资类业务方面应该给予该类业务更大的人权、事权和财权，制定与之相适应的大部制组织架构（如独立的事业部），赋予更具弹性的授权机制，通过内部选拔或外部招聘，吸收各方面专业人才，确保专业人员的知识性与创造性实现最大限度的发挥。公司管理层更多精力放在人员的选聘和业绩考核机制的制定，充分激发出“学习型”组织架构和激励机制的内生动力。

#### 2. 借鉴成熟经验，逐步完善信托公司特色的组织架构

信托公司开展主动管理类投资业务可以在借鉴国内外成熟的经验做法的基础上形成自己的组织架构。如，资本市场业务方面可以根据公司的人员储备和业务发展规划，探索建立各个相对独立的业务条线，如权益投资、固定收益、量化投组、海外投



资料来源：课题组根据资料整理。

图 27 全域视角下的信托公司主动管理投资类业务组织机构设想

资和专户投资等，并建立独立的研究团队，研究是支撑整个资本市场的中枢与大脑，是开展资本市场业务的基石。PE 股权投资事业部一般根据主要投资行业的不同分为不同的投资小组，各个小组的组成人员按职责分工、自由组合或各司其职，具体可以分为研究、尽调、谈判、项目对接与管理等。

具体的组织架构方面，信托公司开展 PE 股权与资本市场投资业务可以优先考虑成立单独的事业部，各事业部由公司主要领导直接管理。公司管理层根据各类业务的基本属性设计出台 PE 股权事业部和资本市场事业部应该遵守的基本原则、运营管理的基本流程、业绩考核制度、风险防范与化解的基本措施等，事业部的运作需要严格遵守公司的各种制度设计，除了阶段性业绩考核之外，公司管理层一般不直接干预事业部的运营。

#### （四）主动管理投资类业务激励机制创新的思考和设计

信托行业开展主动管理投资类业务大多还没有建立起比较通行或得到行业普遍认可的激励机制，激励机制的不清晰、不合理是信托公司开展主动管理投资类业务的重要障碍之一。我们认为，信托公司设计激励机制可以参照 PE 股权基金和公募基金公司的成熟做法，再根据信托行业特征进行不断优化。

##### 1. 参考借鉴 PE 私募股权基金的激励经验

信托公司发展 PE 股权类投资业务过程中，应当摆脱传统融资类信托业务一年一考核的思维，新建立一个较长的时间维度为一个考核周期，综合“时间维度+行业特性”因地制宜的制定合理的考核规范。例如，一个 PE 股权类投资项目平均培育周期是三到五年，但不同行业之间培育时间差异较大，如 TMT 行业培育周期较短，而



生物医药、新能源汽车等行业可能需要五年及以上。因此，信托公司发展 PE 股权投资的综合考核周期应该以三年为基准，综合不同行业特征进行适度的调整，而年度考核可以根据项目股权升值情况进行核定，该考核应当仅作为一个参考标准。由于 PE 股权投资业务风险较大，对项目管理人员的自身素质、资源整合能力要求较高，激励机制的设计上可以采取“基本工资 + 年终奖 + 项目利润提成”的三种方式，年终奖的确定主要是根据管理的项目股权升值情况进行确定。当项目实现退出时，项目团队可以提取一定比例的净利润作为奖金，具体比例可以根据项目类型、项目存续时间、项目总收入状况进行综合确定。

## 2. 参考借鉴公募基金公司的激励经验

信托公司在发展证券投资类业务过程中，应当坚持策略、研究、系统建设先行原则，其激励机制设计可以借鉴公（私）募基金的普遍实践，采取“基本工资 + 固定管理费收入 + 浮动业绩报酬”的方式进行确定。对于此类业务来说，固定管理费收入和浮动业绩报酬是主要收入来源，在业务发展初期，为了吸引优秀的人才加入，可以制定高于行业一般标准的薪酬标准，固定管理费收入与浮动业绩报酬的提成比例可以稍高于私募基金的一般水平，比如可以将浮动业绩报酬的 30% 到 50% 的部分给予业务团队。随着业务规模的扩大，可以逐渐降低浮动报酬的比例，建立更加长期的激励计划，将核心人才留住。同时，信托公司发展证券投资业务时，要重点考虑如何建立和培养研究团队，为投资提供持续的人才支持。信托公司可以考虑建立明确的研究员晋升投资经理的激励机制，让研究更好的转化为投资和业绩，推动学习型组织的壮大成长。

## 六、服务管理类业务组织架构和激励机制的创新分析

### （一）服务管理类业务的典型特征

服务管理类业务，是指信托公司作为受托机构，在信托项目的产品设计、客户推介、项目筛选、投资决策等重要环节不承担实质责任，主要承担一般信托事务的执行职责，服务管理类业务具有被动管理的属性，从行业实践看，主要包括银信理财合作业务、资产证券化受托服务和证券投资信托管理服务等。信托公司服务管理类业务主要具有以下几个方面的特征。

#### 1. 风险特征主要为合规和操作风险

服务管理类业务要求信托公司需要向客户提供及时、准确和高效的服务，主要



风险类型为合规性风险和操作风险，市场风险和信用风险方面对该类业务影响较小。信托公司开展服务管理类信托业务具有管理链条长、操作环节多、操作准确性时效性要求极高的特点，由此决定了服务管理类信托业务的核心是运营管理。信托公司一方面要从制度安排和人员安排上确保业务的合规性、及时性和有效性，另一方面考虑到目前资管业务的规模和要求，人工已经不能满足需求，需要强大的信息系统进程支持。信托公司需要建立强大的 IT 系统，通过信息技术实现电子对账、TA 对接、系统优化升级、数据中心建设等支持服务管理类业务。

#### 2. 规模效应明显，具有强者恒强特征

服务管理类业务通常按照管理资产规模的一定比率收费，收费水平一般较低，需要通过规模扩张来降低边际成本，具有明显的规模效应。由于信托特殊的制度优势，目前 ABS 受托服务、证券投资信托服务和消费金融业务等方面，信托公司都具有了较强专业化水平，规模效应明显，呈现强者恒强的特征。信托公司专业化主要体现在产品创新、系统营运与市场响应能力等方面，规模化主要体现在营运的集中化、业务处理的高效性方面。

#### 3. 属于中间业务，并具有衍生性

服务管理类业务按照协议条款按照资产规模收取一定比例的费用，具有不占用经济资本、收入稳定、业务协同效应显著等特点，属于典型的中间业务。如，信托公司为其他金融机构相关资管业务提供有关账户、系统、资金、IT 方面的金融服务，既建立了客户粘性，有利于该类业务的进一步扩大；还可以向其他方面的业务进行拓展，如从证券投资信托向消费金融和资产证券化受托服务业务衍生，创造企业中间业务收入增长点。

#### 4. 与大资管和谐共生，后发增速明显

服务管理类业务的资产规模依托于资产管理业务的发展状况，资本市场资管行业的繁荣必然带动以托管业务为代表的信托公司服务管理类业务的快速发展。同时，信托公司服务管理类业务的发展也会促进资管行业的增长，存在反身性，具有相互促进效应。随着我国资管行业发展更加合规有序，未来资管行业发展前景广阔，服务管理类业务也必将存在较大的发展机遇。

### （二）服务管理类业务组织架构和激励机制典型案例

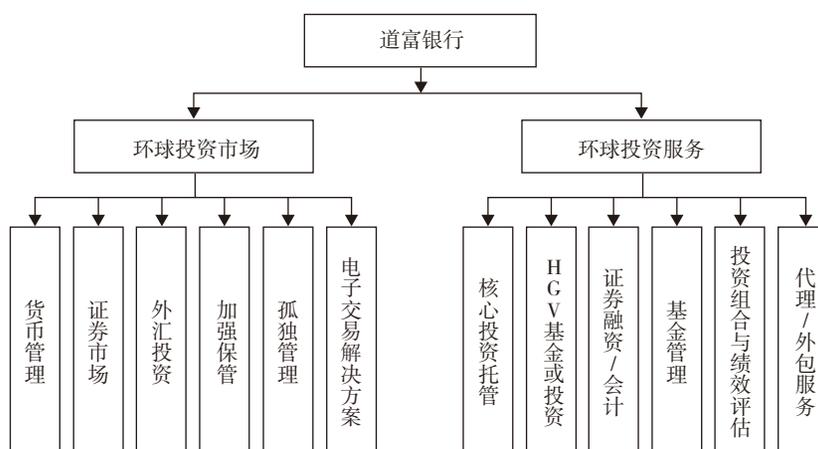
道富银行是一家以托管和被动型资管产品闻名的托管和资管银行。公司托管规模超过 28 万亿美元，资产管理规模达 2.5 万亿美元，客户覆盖了全球 15% 的资产管



理机构，是全球前两大托管银行和全球前三大资产管理机构。

### 1. 道富银行的组织架构

道富银行在组织架构上并没有以银行业务分类为依据来划分，而是按照市场触点与营运方式进行构建，设立了环球投资市场和环球投资服务两个中心。环球投资市场板块主要包括差异化的全球市场交易操作及专业化的资产配置与投资策略管理，环球投资服务板块主要包括资产托管、会计核算、投资管理、外包服务、风险绩效、投资组合分析等同质化的投资服务。



资料来源：道富银行。

图 28 道富银行组织架构

### 2. 道富银行在服务管理业务中的核心竞争力

(1) 先发优势：公司资产管理规模中 80% 左右为被动产品。这是由于公司最早的业务专注于货币市场。当时很少的资产管理机构注重被动投资类产品，因此公司有了很大的先发优势。

(2) 价格优势：规模和技术上的优势使得公司成本低于同行。在非常受欢迎的产品上，费率的吸引力较大。

(3) 定制化优势：根据客户需求快速定制产品。

(4) 流动性和规模优势：先发优势帮助公司快速做大产品规模，流动性优势显著，方便客户交易，尤其是大的资金规模。

### 3. 道富银行的激励机制

薪酬激励制度与业绩长期因素挂钩，灵活、透明的激励机制，让员工有强烈的认同感和参与感；组织架构扁平化，淡化层级管理、强调合作，确保沟通无障碍；用



流程管理替代人员的层级管理，用系统积累和传递每一份工作记录，而不是助长短期风险的增加。

服务管理类业务的业绩取决于以下几个方面：第一，资产管理规模，当美元升值时，道富银行的资产托管规模增长；第二，收购，道富银行的管理资产规模在收购的过程中不断发展壮大；第三，为客户提供多元的服务，吸引新客户，销售新产品，道富的托管业务产品种类丰富、行业地位领先；第四，价格 and 安全性，道富银行通过科技带来成本和安全优势性上的优势，价格具有竞争力，利润率较高；第五，便捷性，帮助客户很快实现定制化的需求；第六，覆盖范围广，在地理上覆盖全球，很少有机构可以做到。

### （三）服务管理类业务组织架构创新的思考和设计

#### 1. 以权利下放为导向提高服务管理类业务的专业能力

服务管理类业务的核心目标是满足客户更加综合的金融需求，这就需要建立专业素质较强、响应机制较快、内部配合较为高效的组织架构类型。我们认为对此类业务可以重点考虑使用类似事业部制的大部门组织架构，将更多的人权、事权和财权下放，提升客户服务的专业能力和及时响应能力。

（1）通过大部制提高专业能力。鉴于服务管理类业务的商业模式和风险特性，我们建议将具有一定规模和基础的服务管理类业务组建成大部制组织。大部制组织的各个部门专注于特定业务运营，作为独立利润中心，自负盈亏，编制独立资产负债表和利润表，并拥有高度的人财物自主权，包括自主提名事业部高管副职，自主制定事业部内组织架构和薪酬激励等。通过组织架构优化，实现扁平化管理，提高业务和风险管理的专业能力，也增加了激励的有效性。

（2）精细化管理为大部制改革提供基础条件。服务管理类业务的大部制改革，需要公司层面以精细化管理为基础。首先，各经营单元之间要划分清楚责任边界，权责明确，建立与组织架构匹配的激励和约束机制；其次，根据不同的业务属性，建立完备的信息数据系统，开展多维度的财务分析核算，有效考核各利润中心的经营业绩，加强对各利润单元的管理和控制能力。此外，公司层面还需要加强战略引领能力，在不干涉各利润单元自主经营的前提下，为长期可持续发展指明方向。

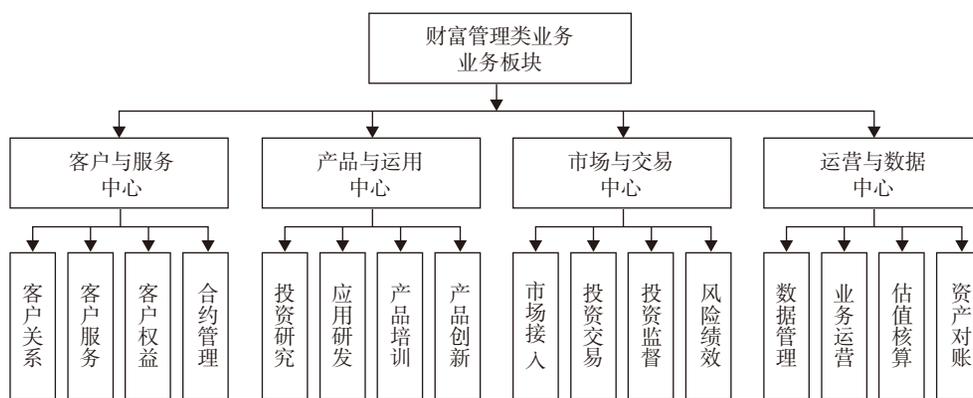
（3）根据禀赋条件分步骤提升运营效率。大部制组织需要具备多种条件，信托公司中后台的集中化运营越来越受到重视，是决定大部制组织顺利运转的重要因素。信托公司根据资产规模和业务种类不同，可以根据条件分阶段加强前台业务和中



后台运营的匹配程度。在初级阶段，企业将可标准化的操作建立运营集中平台，对放款、单证处理等标准化作业进行集中处理，为各事业部开展业务提供坚实的支持；在高级阶段，可设立运营集中共享中心，作为独立成本中心，以成本核算为基础进行清晰的定价服务，甚至升级为利润中心。通过将中后台部分操作集中化运营，不仅完善全面风险管理，显著降低金融机构操作风险，同时也发挥规模效应，大幅提高运营管理效率。

## 2. 服务管理类业务内部组织架构设计

服务管理类业务需要建立以客户、产品、科技为核心的竞争力，完成客户接入、市场扩容、产品与应用创新、业务营运与大数据分析等工作。因此，在组织架构的顶层设计中，可以按照面向客户、面向产品、面向市场、面向营运的思路，构建四大中心。



资料来源：课题组根据资料整理。

图 29 服务管理类业务组织架构思考

(1) 客户与服务中心。主要解决客户接入能力，维系与发现客户，提供客户服务，记录客户合约等一切与客户接触的商业活动，同时还包括直销与代销渠道管理。

(2) 产品与应用中心。针对产品的工作主要包括新产品研发、国家政策与市场趋势研究、投资产品在营运过程中的配置管理；针对应用研发主要在新产品投放市场前，需要提出应用需求、完成开发实施与测试，并最终向其他部门提供新产品、新应用的培训，避免市场与营运的脱节。

(3) 市场与交易中心。主要是根据产品与合约要求完成相关交易，保证交易合规且规避风险，效益最大化。该中心设有市场接入部和投资交易部，其中，市场接入部致力于对所有资本市场进行接入，与客户中心一样，是大资管全托管平台下唯一的



市场接触点，该部门需要解决市场与市场的数据库接入，系统到系统的数据库接入，人与人的数据库接入；投资交易部需要根据产品、合约、资产配置及投资决策要求进行下单交易执行，保证交易的成功。

(4) 营运与数据中心。主要完成所有金融数据的处理、资金清算、证券结算、会计核算与估值、资产对账、预估头寸、CA 管理等工作，保证产品与合约在日常业务处理的正确性，最终将交易数据、客户行为数据、市场波动数据形成有用的金融大数据，并为客户服务、监管报告、产品创新、投资监督、风险绩效、量化投资等提供数据基础。

#### (四) 服务管理类业务激励机制创新的思考和设计

服务管理类业务需要大规模的业务承载和高效的专业服务能力形成信托机构的产品竞争力与利润增长点，建立相应的激励机制，以此最大化提升员工的积极性。

##### 1. 优化人事考核制度

第一，通过工作分析为每个职位建立起具体的、可操作的考核标准，从而实现不同职位员工的个人业绩标准的可量化和可操作性。实施部门包干制度，多劳多得，按照团队及个人业绩与能力表现，进行绩效考核激励。第二，对每位管理人员进行考核训练，让其掌握科学的考核方法，提高考核能力，并统一不同考核者的评价信度，提高考核的有效性，增强考核工作的信誉。第三，建立双向沟通机制，让管理人员和员工之间形成相互信任的心理契约。

##### 2. 加强多种激励手段的综合运用

除了薪酬类激励之外，还可以根据服务管理类业务的特点而采用不同的激励手段，例如可以通过分配与之兴趣相匹配的工作来激发员工内在的工作热情，并在可能的条件下轮岗，从而赋予工作以更大的挑战性，培养员工对工作的热情和积极性。此外，还可以通过感情沟通、精神荣誉激励等方式增加员工的归属感和认同感，进一步满足自尊和自我实现的需要，提高员工对于公司和工作的认可度。

## 七、财富管理业务组织架构和激励机制的创新分析

### (一) 财富管理业务的典型特征

财富管理业务是金融机构将客户关系管理、资产管理和投资组合管理等融合在



一起形成的综合化、特性化的一种金融服务业务。财富管理业务内涵远大于资金的募集和营销，信托公司通过财富管理业务获取客户，并不断提高客户粘性，建立更加紧密的联系，为客户提供更多种类、更深层次金融服务。信托公司的财富管理业务主要具有以下几个方面的特征。

### 1. 客户关系管理是财富管理业务的首要任务

客户关系管理是金融机构开展财富管理业务的重要工作，通过为客户提供优质全面的服务，与客户建立起高度的信任感和长期关系，从而实现客户资源的积累。对于信托公司而言，客户关系管理具有以下主要特征：第一，客户定位清晰，主要针对机构客户和高净值的个人客户；第二，客户需求明确，收益性和安全性并重；第三，随着科学技术的发展，越来越多的信托公司开始采用互联网手段改善客户体验；第四，品牌效应需要长期投入。目前信托公司的财富管理业务的产品同质化较强，缺乏品牌特色，需要在产品创新及增值服务方面做长期投入。

### 2. 信托公司财富管理业务处于发展萌芽期

相比于国外财富管理行业已经历了较长其发展的成熟行业，我国财富管理行业刚刚起步，目前我国信托公司的财富管理业务仍处于初级发展阶段，业务的形式和内容还不够完善。第一，以客户为中心的资产配置的转变刚刚开始；第二，产品结构、形式单一，正在从固定收益产品逐渐向货币基金、固定收益类、权益类、衍生品类等全谱系产品体系过渡过程中；第三，专业人才的缺乏是阻碍财富管理业务进一步发展的瓶颈。我国财富管理行业从业人员普遍比较年轻、从业经验比较欠缺，为客户提供资产配置、财富规划等综合服务的能力还需要加强。

### 3. 信托公司采用多种方式布局财富管理业务

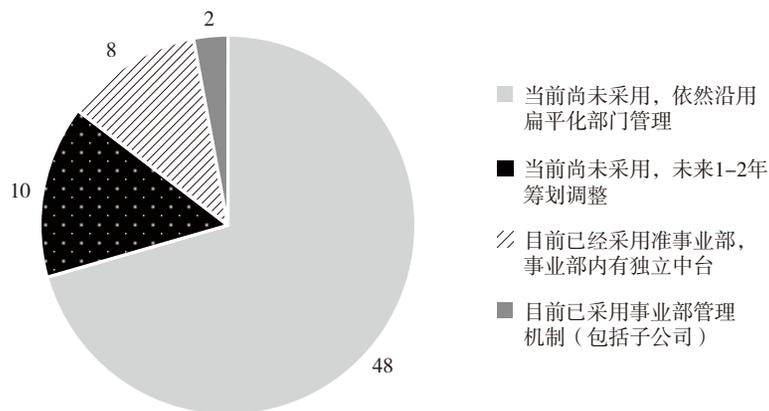
居民部门财富积累的快速增长让金融机构开始将资金端的目标从机构转向高净值人群，信托公司在财富线条拓展浪潮中纷纷布局，增加资金端竞争力。根据调查问卷，通过直销方式发展财富管理业务的信托公司达 53 家，通过直销加代销发展财富管理业务的信托公司有 9 家，完全依赖代销途径发展财富管理业务的信托公司有 4 家。由此可以看出，独立建设销售渠道是信托公司布局财富管理业务的主要方式。

在布局直销渠道方面，信托公司采用了成立私人银行、财富管理部、财富中心等多种途径拓展零售市场线条，挖掘新的融资途径。截至 2017 年末，有 35 家信托公司成立了财富中心，不同地区财富中心机构数量合计 204 家，仅 2017 年成立的财富中心机构数量就超过 20 个；财富中心人员配置合计超过 1 000 人，每个财富中心的



人员配备约 5 人。设立财富中心数量超过 10 个的信托公司有 6 家，其中长安信托财富中心数量居首，达 23 个；其次为四川信托、中航信托、国通信托，财富中心均超过 10 个。财富中心数量在 5~10 家（含）的机构 6 家，更多的机构财富中心数量在 5 个以内。

在管理架构方面，信托公司采用财富管理部门、财富管理单独事业部制和独立的财富管理子公司等不同的组织架构。调查问卷显示，只有 1 家信托公司建立了独立的财富管理子公司，有 9 家信托公司采用了准事业部制，并在事业部内建立独立中台，有 8 家信托公司在未来 1~2 年筹划建立事业部制，有 48 家信托公司依然沿用扁平化部门管理。



资料来源：课题组调研根据数据整理。

图 30 信托行业 68 家公司财富管理组织架构情况

## （二）财富管理业务组织架构和激励机制典型案例

### 1. 瑞银集团及财富管理基本情况

瑞银集团于 1998 年由瑞士联合银行及瑞士银行集团合并而成，旗下由瑞银华宝、瑞银机构资产管理与瑞银瑞士私人银行三大分支机构组成。2018 年 7 月，《财富》世界 500 强排行榜发布，瑞银集团在排行第 306 位。在财富管理方面，瑞银是全球领先的财富管理机构，世界第二大的私人财富资产管理者，拥有超过 140 年的财富管理经验和遍布全球的庞大网络。瑞银财富管理业务主要是为高端客户提供量身订造的全面服务，业务涵盖资产管理到遗产规划、企业融资顾问和艺术品投资服务等。

### 2. 以客户经理为纽带，投资顾问及专家团队支持的工作模式

瑞银集团私人银行客户服务团队分为客户经理团队、投资顾问团队和专家团队三



个层面。第一，客户经理在投资顾问和专家团队的支持下，为客户量身定制投资方案。第二，瑞银集团私人银行客户的投资顾问团队是支撑财富管理业务开展的核心部门，由资深的产品开发人员和财富管理研究团队组成。该部门的主要职责是：（1）为市场部统一提供和研发新产品，经财富管理委员会审批通过后可正式发行；（2）为市场部客户经理服务客户提供资产配置、制定财富管理方案等支持；（3）风险管理与控制，使用一套复杂的内部方法为每个发行的产品（包括第三方产品）进行风险评级。第三，专家团队多采取外聘方式，主要为客户经理团队和投资顾问提供及时的专业支持，该专家团队在税务、遗产、艺术品收藏等非金融方面具有一定的知名度，以满足客户多样化的需求。

### 3. 在对客户分级管理的基础上，设立全球统一的标准化服务流程

为保证服务质量，瑞银集团对客户服务进行了一系列标准化管理。首先，根据资产规模对客户进行分级管理，并为其匹配对应的客户经理。例如，资产金额在 50 万 ~200 万瑞士法郎之间的为核心富裕客户，资产金额在 200 万 ~5 000 万瑞士法郎之间的为高净值客户，资产金额在 5 000 万瑞士法郎以上的是关键客户。根据客户资产规模匹配对应的客户经理，便于客户经理掌握该层次客户的共性，顺利开展日常业务维护。其次，瑞银集团设立四步工作流程并在全球统一执行：第一，了解客户需求，分析客户特征；第二，甄选最好的产品，设计出符合客户自身特点的投资方案；第三，与客户达成共识，确定最优投资策略；第四，投资人实际运作，及时向客户反馈信息及检测实施效果。客户经理就客户需求及时与各领域的专家团队进行充分沟通，将专家意见及时准确地反馈给客户，直到找到客户满意的资产配置方案。

### 4. 建立开放式产品平台，根据客户财富水平分类供给产品

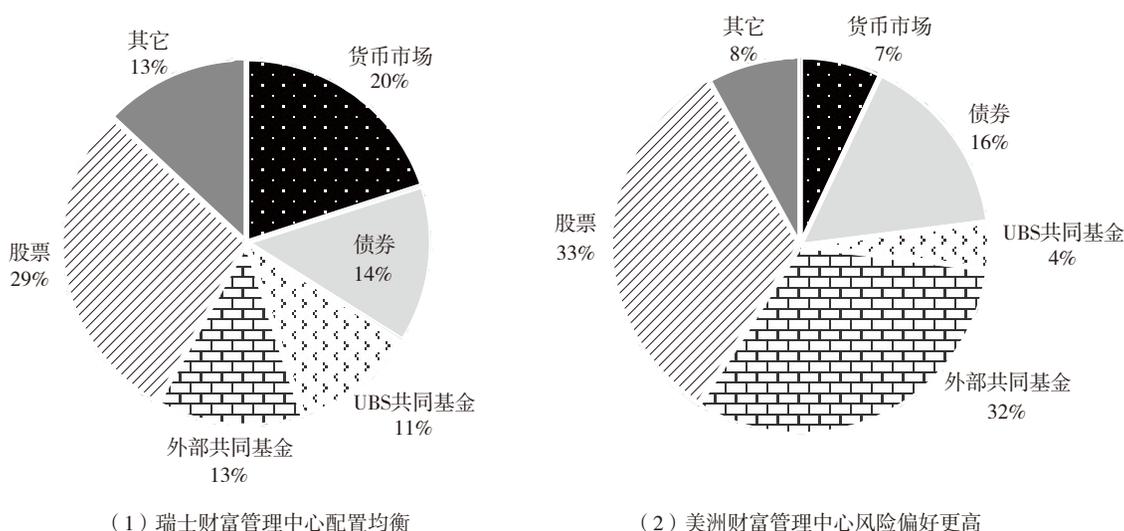
瑞银集团为了向私人银行客户提供种类更多的产品与服务，采取了“开放产品模式”，其产品既可以来自于集团内部各部门，包括产品服务部研发的产品，也包括资产管理业务条线和投资银行业务条线研发的产品，还可以来自于第三方供应商。瑞银财富管理产品体系涵盖了投资、资产组合管理、财务规划、全球资产托管、不动产咨询管理、关键俱乐部、艺术品投资等服务，通过个性化的方案设计帮助客户实现财富积累、保护和转移全过程。此外，在丰富的财富管理产品体系基础上，瑞银还根据不同客户的财富水平提供与其风险承受能力相应的产品。

### 5. 区域中心是财富管理业务国际化中常用的管理模式

由于不同区域居民理财习惯及社会观念的差异，财富管理的业务种类和服务重



点相应存在差异，瑞银集团将其财富管理业务分为美洲财富管理中心和瑞士财富管理中心两个板块，前者集中为美洲客户及在美注册的其它客户提供服务，后者集中为瑞士及全球其它地区的客户提供服务。在客户细分上，瑞士财富管理中心更加侧重为高净值人士服务，其中净资产在1000万瑞士法郎以上的客户占比接近50%；比较而言，美洲财富管理中心的客户净资产规模大多数在500万瑞士法郎以下，其占比接近60%。在资产配置上，瑞士财富管理中心的资产配置十分均衡，货币市场、债券、股票以及共同基金的投资比重均接近15%~20%，投资风格稳健，注重资产的保值和持续增值；而美洲财富管理中心的资产配置风险偏好相对较高，其中股票和共同基金的投资占比接近70%。



资料来源：瑞银集团。

图 31 瑞银集团区域财富中心资产配置情况

### (三) 财富管理业务组织架构创新的思考和设计

#### 1. 从职能部门制向利润中心转变

目前信托行业财富管理仍处于发展初期，大多信托公司的财富管理业务受制于收入无法支撑运营成本而无法独立，仍采用职能部门制的组织架构，承担产品推销和客户服务职责，人力、财务与IT等支持职能与公司共享。未来信托公司财富管理业务有望向独立核算的利润中心转变，主要原因在于：第一，高净值客户的财富管理业务对于信托公司的前景和重要性日趋凸显，提供综合性金融服务的财富管理业务能够作为独立业务板块创造收入；第二，财富管理业务具有较强的专业性，采用独立的利润中心将赋予部门更多的自主权，提升管理和决策效率；第三，在激励机制上更为灵活，

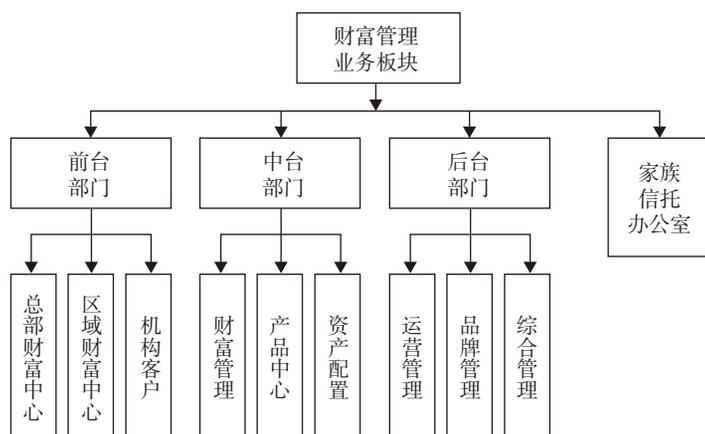


有利于提高员工的积极性，激发市场活力。

财富管理业务作为独立的利润中心后，将具有以下两点特征：第一，具有开放式、多元化的产品平台。产品体系包括货币基金、信托产品、股权投资和基金产品等不同类别，建立多元化的产品配置平台，并且产品由公司集中采购，统一风控标准、统一定价。第二，客户集中管理。统一建立客户信息管理制度，减轻客户对理财顾问的个人依赖。服务内容和标准统一管理，能够为客户提供专业化的服务，提升专业化服务水平，增强客户对信托公司财富品牌的忠诚度。

## 2. 建立符合利润中心定位的组织架构

根据财富管理业务未来利润中心的定位，我们在财富管理总部下建立为具有部门前、中、后台的组织架构，将其打造成与信托业务平行的独立利润中心，并加入家族办公室为独立的团队。



资料来源：课题组根据资料整理。

图 32 信托公司财富管理业务组织架构思考和设计

(1) 前台部门。财富管理业务的前台部门主要负责客户拓展和产品销售。其中，总部财富中心可同时拓展个人客户和机构客户，实行团队化管理，最大程度发挥营销团队的客户拓展潜力；区域财富负责所在区域客户拓展和产品销售，归财富管理总部管理，与区域信托业务团队独立；机构客户部负责开拓机构客户资源，统一管理公司机构客户资源。除此之外，可适时在总部财富中心下成立大客户部，重点服务于信托资产规模在 1 000 万元以上个人客户，提供家族信托、全面资产配置、全权委托等服务。

个人客户服务秉承分层策略，服务于全谱系客户。其中，在 100 万 ~2 000 万元的高净值客户是各财富管理机构客户资源竞争的主要战场。信托公司不仅面临行业内



部竞争，也面临私人银行、第三方财富等外部竞争。信托公司先天的产品优势，有能力开发多种高回报的产品，可以有效对接客户需求，是胜出的关键。

表 2 个人客户服务秉承分层策略

客户分层	服务策略
3 000 万元以上	为客户提供资产配置、财富传承、投行服务等一站式综合金融服务，致力于给客户最优的服务体验
1 000 万 ~3 000 万元	满足客户的资产配置需求，关注其对真实投资类、境外投资类产品的需求
300 万 ~1 000 万元	提供以固定收益类产品为主的产品服务
100 万 ~300 万元	新兴高净值客户，以现金管理和固定收益产品为主
100 万元以下	用互联网技术开拓客户，用现金管理产品黏住客户，关注客户的成长性

资料来源：课题组根据资料整理。

机构客户策略以资产管理为基础，加强与信托业务协同。其中企业客户可为其提供现金管理服务，满足机构投资者日常理财 / 投资需求；上市公司可以公司信用为基础，为其提供长期的委外资金管理服务；PE 和私募机构资金可以与之进行项目合作，互相推介项目，互为委托人，互相提供流动性支持；金融同业之间，挖掘资金方的潜在融资需求，为非金融机构客户提供融资、投行服务，产品创新，开展资金和业务的协同开发。

此外，信托公司财富中心的建设要在客户区位深入拓展，建立更多的物理网点，并遵循以下原则：一是布局城市具有较强的区域辐射能力，二是网点布局与信托业务结合，三是秉承循序渐进的原则。

(2) 中台部门。财富管理业务的中台岗位主要承担三类职能：营销管理、产品中心和资产配置，与前台和后台部门有效衔接，提升整体客户服务质量。第一，营销管理。信托项目过会后，与业务部门对接，制定产品发行方案，供公司决策会讨论和决定产品发行方案，包括产品定价建议、额度分配方案、拟面向的销售人群。第二，产品中心。专职负责对外采购产品，对外部产品进行筛选和尽职调查，与供应商谈判采购条件，将外部产品包装成公司产品，并上报立项和上会。外采产品的业务流程主要包括：在信托公司年度产品策略会上制定年度产品策略，包括产品种类、发行规模、主要供应商和风险点；产品经理进行产品筛选，尽职调查，对产品进行必要包装，并上报立项；风险部门、合规部门就产品初审，提出改进意见；在改进产品修改条件后，信托公司召开业务决策会进行风险审批、确定发行成本；落实上线条件并上线发行，



进行投后跟踪，出具投后管理报告。第三，资产配置。根据全权委托等业务发展需要进行大类资产配置，主要服务于委托资产高于1 000万元以上客户，提供资产配置方案。

(3) 后台部门。财富管理后台部门主要为支持前中业务更有效率的发展，主要包括三个方面的职能岗位。第一，客户服务。岗位主要职责包括：产品预约登记，客户签约、录音录像等工作；根据客户指令申购、赎回产品；客户信息维护、客户分层管理；执行由信托公司统一安排的客户服务，如到期提醒、活动通知以及400热线接听等。第二，品牌管理。岗位的工作职责主要包括宣传与推广财富品牌；策划和组织营销、宣传活动。随着信托公司的品牌效应增强，信托公司品牌活动呈现以下趋势：一是体系化，建立了月度活动、季度活动和年度活动的品牌活动体系；二是丰富化，开展的主题活动不仅仅限于新产品推介，还包括休闲、养生、鉴赏、公益等方面的内容；三是专业化，以大型论坛等方式进行宏观与行业形势研讨，展示公司经营情况和未来发展战略，与机构合作交流等。第三，综合管理。岗位主要负责财富管理总部的综合事务。主要包括，合同管理、网点联系、收发传递等组织销售人员培训等。

#### (四) 财富管理业务激励机制创新的思考和设计

##### 1. 建立具有市场竞争力的奖惩机制

当前环境下，资产管理机构多样化，投资工具和居民投资渠道多元化，对参与机构的财富管理能力提出更高的要求，这在客观上迫使信托公司设计有市场竞争力的财富管理业务激励体系，不断吸引和留住优秀人才。第一，提供具有市场竞争力的薪酬激励。信托公司需要阶段性加大投入，提供具有较强竞争力的薪酬待遇，招揽优秀人才，强化团队建设，提升财富管理业务竞争力。第二，引入末位淘汰制。通过淘汰机制使财富管理业务员工时刻保持危机感，不断激发工作积极性，提高工作业绩。第三，建立分类机制。一是根据岗位不同区分不同的员工级别和底薪，底薪随着业绩的提升而提升；二是根据产品销售难度调整考核系数，对股权投资等投资产品提供更多的销售提成，从而促进产品和业务转型。

##### 2. 根据组织架构设计与之匹配的激励模式

目前信托公司的部门激励可分为四种计算方式：一是采用目标奖，无超额分享提成。二是采用提成制，按照分成确定收入。模拟收入的计算公式为模拟收入 = 管理费率 × 业务收入 / 业务利润 / 销售规模 / × 分成比例 × 折标系数 × 特殊调整系数。其中，管理费率由市场供需情况决定；分成比例为业务部门与财富中心分成比例，



可参照公司自身情况与信托公司的平均水平进行设定；折标系数根据产品期限调整；对战略性产品可以设计特殊调整系数，以鼓励转型、扩大销售。三是采用“目标奖+提成制”，在完成基本目标的前提下，采用部分提成制。四是采用包干制，打包购买业务部门的信托产品，采用市场化定价销售，差额作为财富管理部门的创造收入。调研问卷结果显示，采用以上四种方式进行激励考核的信托公司各占18%、44%、27%和11%，大部分信托公司采用提成制对财富管理业务进行激励。对于采用事业部制的信托公司，建议财富管理部门采用提成制；对于成为独立的子公司的信托公司，建立采用包干制。

### 3. 建立充分调动员工积极性的激励机制

对财富管理业务员工考核的主要原则包括：第一，考核方式与部门考核方式一致，均采用收入考核、利润考核或销售规模考核。第二，引入内部竞争机制，实行末位淘汰制度，营造销售文化。第三，特殊鼓励。一是鼓励增量，重点考核理财经理的新增客户规模，二是对公司的重点支持产品的销售给予特别激励。第四，资源倾斜。业务资源和激励向销售能力最强的团队倾斜，拉开不同营销水平的员工的薪酬差距，如销售提成采用超额累进提成制，或根据客户经理及团队的产能区分不同的员工级别和底薪，底薪随着业绩的提升而提升。

在具体策略上，信托公司可采用以下方式：第一，提高奖金发放频度，如季度发放奖金，即提高员工积极性，又督促个人加快进度，提升业务；第二，对异地团队给予一定支持，同时给予新员工一定的适应磨合期，以便更好地适应公司文化和客户状况；第三，建立人才长效留存机制，对年度募集量达到一定规模的理财经理发放留存奖金，奖金分期发放，连续达标可累积；第四，创新激励方式，如联合外部机构设立商学院，鼓励优秀的理财经理进一步加强学习，提高综合素质，扩宽职业发展路径。

## 八、结语

信托公司伴随着改革开放一路走过40年的风雨历程，在此过程中为国家的经济建设、发展和改革贡献了重要力量。在我国经济高速增长、社会融资水平快速提升的过程中，信托行业得到快速发展，并建立了与之相适应的公司治理结构，形成信托特色的组织架构和激励机制，积累了大量的人力、物力和财力。站在改革开放40年关口和“新时代”路口，经济从高速增长迈向高质量发展，经济增速放缓、结构持续



优化、融资规模平稳增长、资管行业统一竞争，这将推动信托行业从以融资类业务为主的“初级阶段”向融资类和资产管理类业务并重的“中级阶段”转变。

信托行业迈向高质量发展过程中，业务创新成为高质量发展的关键目标，而业务创新的成功必要条件就是与经济发展要求相匹配的现代化、科学化的组织架构和激励机制。本课题以创新发展信托业务为出发点和落脚点，在系统梳理和研究国内外金融机构的组织架构和激励机制经验的基础上，针对融资类、投资类、服务管理类、财富管理四种业务类型提出了组织架构和激励机制创新的思考方向。我们认为，这四类业务是未来我国信托公司转型创新的必然方向，通过对四类业务基础性制度的研究，为我国信托公司未来业务发展提供了重要基础性探索，推动信托公司加快组织架构和激励机制创新的探索与实践。本课题的研究也为信托监管部门加强风险监管，推动信托公司深化改革提供了重要参考依据。

## 参考文献

- [1] 高慧：《谈商业银行的薪酬管理》，载《山东经济》，2003（4）。
- [2] 苟开红：《我国股份制银行薪酬构成及长期激励研究》，载《国际经融研究》，2004（11）。
- [3] 李严峰、麦凯：《薪酬管理》，大连，东北财经大学出版社，2002。
- [4] 王立荣：《美国投资银行监管制度缺陷及其成因分析》，载《金融教学与研究》，2010（1）。
- [5] 王吾君：《浅析企业中薪酬管理策略》，载《经营管理者》，2014（2）。
- [6] 王旭光：《薪酬水平和员工满意度研究》，载《经营管理者》，2015（29）。
- [7] 王润春：《银行薪酬管理和优化设计研究》，载《经济研究导刊》，2015（8）。
- [8] 姚剑萍：《企业高管薪酬管理问题的研究》，首都经济贸易大学学位论文，2015。
- [9] 阎向军：《美国投资银行的监管模式及借鉴》，载《首都经济杂志》，2002（1）。
- [10] 周小全：《美国金融监管改革和投资银行发展趋势分析》，载《金融理论与实践》，2010（11）。
- [11] Mathias Kulpmann: Incentives in an international bank, Journal of Multinational Financial Management, 2000.



## 信托公司供应链金融业务研究

课题牵头单位：华能贵诚信托有限公司

课题指导专家：叶凌风

课题组成员：

刘天启 张记伟 鄢晓璠

李翔宇 吴思竹

王和俊 冯露君

邓 婷

林 寅 刘书真

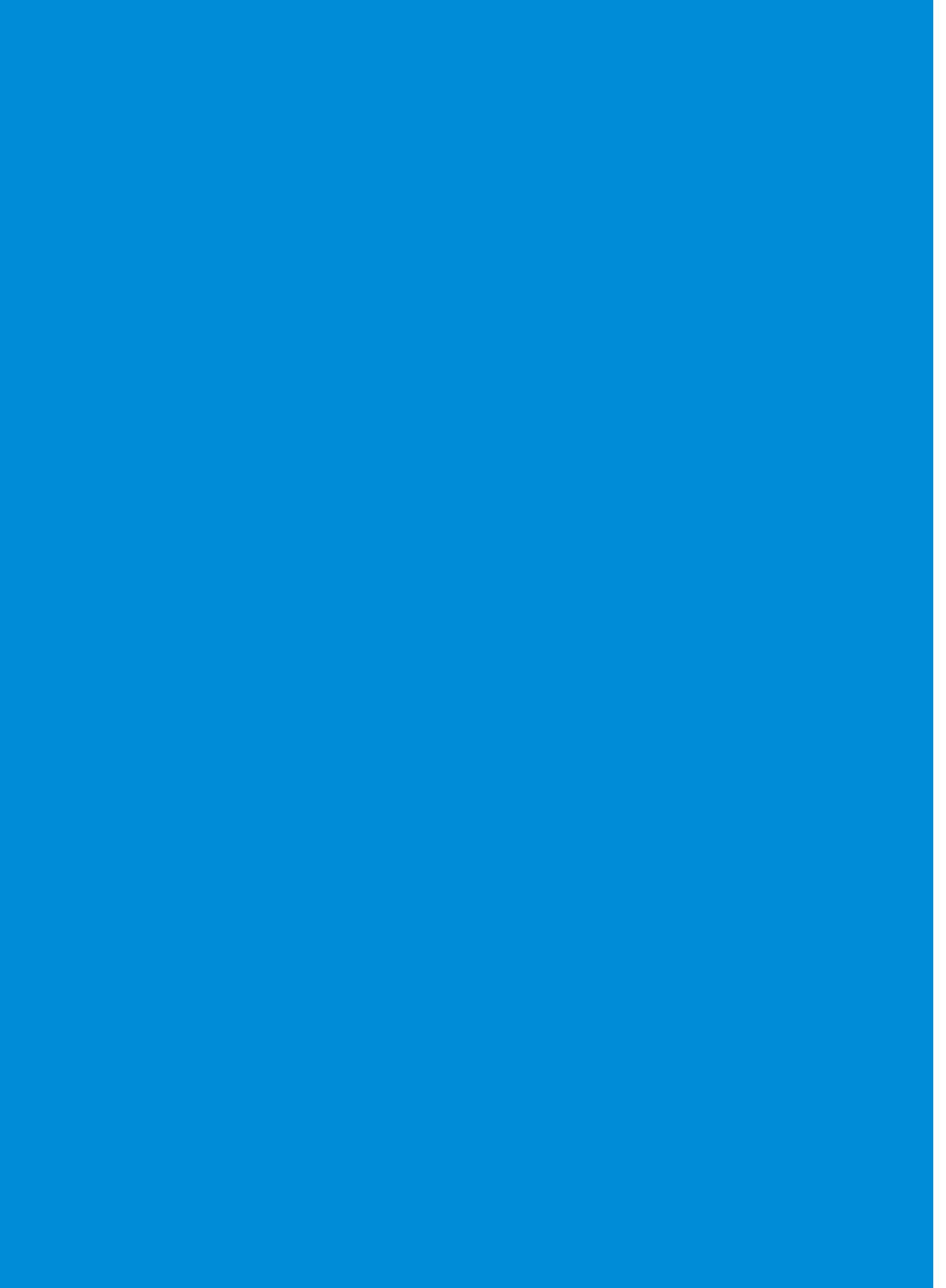
华能贵诚信托有限公司

英大国际信托有限责任公司

云南国际信托有限公司

长安国际信托股份有限公司

国投泰康信托有限公司





## 摘 要

现代供应链是现代化经济体系的重要组成部分，是新时代中国特色社会主义建设的重要支撑。作为金融服务实体经济的重要途径之一，供应链金融具有非常广阔的发展空间。在传统业务领域受到冲击、业务规模萎缩、转型艰难的情况下，信托公司唯有提高认识、加强研究，积极响应国家政策，倾尽全力支持实体经济发展。由于发展惯性、同质化竞争、信息建设不足等问题，信托公司的供应链金融业务有待推动。

本课题在梳理国内外供应链金融相关理论、发展历程及发展现状、典型模式的基础上，提出信托公司发展供应链金融业务的必要性与可行性，结合走访调研情况，剖析信托公司供应链金融业务发展现状、优劣势及典型问题；结合业务实际特征，探讨了信托公司开展供应链金融业务的发展策略，包括主要模式及风险控制措施，展业路径与运营保障等，对于信托公司展业布局具有重要启发意义。相信随着相关制度的完善、金融科技新技术的不断应用以及产业链的迭代升级，信托公司必将打开供应链金融业务的新局面。本课题的研究也为相关部门推动供应链金融的发展提供了重要参考。

**关键词：**信托公司 供应链金融



## 目 录

一、前言 .....	511
(一) 研究背景 .....	511
(二) 研究意义 .....	511
(三) 研究框架 .....	512
二、国内外供应链金融发展概况 .....	512
(一) 国内外供应链金融理论概述 .....	512
(二) 国外供应链金融的发展现状 .....	515
(三) 国内供应链金融的发展现状 .....	518
(四) 供应链金融的主流商业模式 .....	520
(五) 供应链金融的主要业务类型 .....	522
三、信托公司供应链金融业务发展现状 .....	527
(一) 信托公司开展供应链金融的必要性与可行性 .....	527
(二) 信托公司开展供应链金融的业务现状 .....	529
(三) 信托公司开展供应链金融的典型案例分析 .....	531
(四) 信托公司开展供应链金融的优劣势分析 .....	535
(五) 信托公司开展供应链金融存在的问题 .....	537
四、信托公司供应链金融业务发展策略 .....	539
(一) 业务策略与业务来源 .....	539
(二) 业务模式与风险控制 .....	542
(三) 运营保障支撑体系 .....	549
(四) 展望与建议 .....	550
参考文献 .....	553



## 一、前言

### （一）研究背景

党的十九大报告指出，加快建设制造强国，在现代供应链领域培育新增长点、形成新动能，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。2017年10月国务院办公厅发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，指出到2020年，培育100家左右的全球供应链领先企业，当前供应链发展的六大重要任务之一即是“积极稳妥发展供应链金融”。

供应链金融因其产业融合特点，是服务实体经济、支持中小企业发展的重要金融服务手段。通过供应链金融，上下游企业既能够盘活存量资产，提高资金周转率；又能够优化财务报表，降低资产负债率；还能够扩大经营规模，有利于培养新市场和新客户。

信托公司开展供应链金融业务具有制度、经营及组织等多方面的优势。信托制度赋予信托独有的财产独立性、破产隔离等功能，为信托公司开展供应链金融业务提供了有力支撑。通过供应链金融模式，应用灵活的交易结构设计，信托公司既能够直接为中小企业发展提供金融支持，也能帮助供应链上下游企业利用优质资产在公募市场上进行低成本融资，助力实体企业降成本。

### （二）研究意义

供应链金融对中国经济转型、实现供给侧结构性改革具有重要意义。当前国际经济环境复杂，我国供给侧改革步入深水期，国家正积极实施创新驱动发展战略，实体经济高质量发展必然要求更加丰富的金融服务手段支撑。而传统信贷业务具有较强的顺周期特性，不利于经济转型。通过供应链金融业务，可以增强金融对于实体企业的支撑，加快促进经济转型和供给侧结构性改革。

研究供应链金融业务对解决中小企业“融资难”具有重要意义。目前以银行贷款为主的间接融资仍是国内企业的主要融资方式，但由于银行严苛的贷款条件设计，中小企业由于固定资产少、缺少可抵押资产、经营发展前景不明，很难获得银行贷款。供应链金融通过对中小企业经营中的信息流、物流、资金流信息的封闭管理，能够有效管控风险，为中小企业拓宽融资渠道打开了空间。

研究供应链金融业务对信托公司转型发展具有重要意义。在统一资管时代，同



业竞争加剧，信托传统红利逐步消失，转型发展需求迫切，各个信托公司虽然加强信托创新，但是效果不佳。供应链金融既结合了信托公司传统的融资业务优势，又有利于增强信托公司的主动管理能力，值得长期跟踪研究。

### （三）研究框架

本课题从历史研究入手，通过对比分析国内外供应链金融相关理论、发展历程及发展现状，以世界银行对供应链金融的定义为发展愿景，简要梳理了供应链金融的主流商业模式和主要业务类型；结合走访调研情况，根据信托公司发展实际提出发展供应链金融业务的必要性与可行性，并运用比较分析法，全面分析信托公司开展供应链金融的现状，优劣势以及存在的典型问题；进而结合实际，探讨现阶段信托公司供应链金融业务的发展策略，包括主要业务模式及风险控制措施，展业路径与运营保障系统；最后，对信托公司供应链金融业务的未来展望并提出具体建议。

## 二、国内外供应链金融发展概况

虽发展状态不同，但国内外供应链金融发展历程基本一致，大致可概括为四个阶段：以票据贴现为代表的起步阶段、以贸易融资为代表的初级阶段、以供应链金融为代表的中级阶段和以线上供应链金融为代表的高级阶段<sup>①</sup>。目前国外处于以线上供应链金融为主的时期；国内处于由中级阶段向高级阶段过渡的时期。

### （一）国内外供应链金融理论概述

追溯理论研究发现，国内外研究主要围绕两方面内容，一是概念与模式，二是风险管理。相对而言，国内理论研究滞后于业界实践，前瞻性不足，一定程度上削弱了对实践发展的推动作用，这方面有待相关学者及从业者加强。

#### 1. 概念与模式研究

在概念方面，国际上首次定义供应链金融的学者是 Timme（2000）等，他们认为供应链金融是金融机构与供应链上相关企业建立协作关系，考虑物流、信息流和资金流及进程、全部资产和供应链上的参与主体的经营，实现供应链目标的过程。而国内普遍观点认为，供应链金融是指以核心客户为依托，以真实贸易背景为前提，运用自

<sup>①</sup> 雷蕾：《供应链金融理论综述与研究展望》，载《华东经济管理》，2014（6）。



偿性贸易融资的方式，通过应收账款质押登记、第三方监管等手段封闭资金流或者控制物权，对供应链上下游企业提供的综合性金融产品和服务<sup>①</sup>。简单地说，供应链金融就是传统金融机构（银行为主）将核心企业和上下游企业联系在一起提供灵活运用的金融产品和服务的一种融资模式。

在模式方面，国外学者先后提出了应收账款融资、存货融资、预付账款融资、反向保理等，之后的学者又结合问题不断深化研究内容。Saulnier（1943）总结了美国应收账款融资（主要指票据贴现业务）的发展情况。Koch（1948）、Sutkowski（1963）、Wessman（1990）先后探讨了以存货融资为代表的物流金融。Hartley（1998）提出了预付账款融资模式和供应链融资系统的设计理念。Mapper（2004）、Fenmore（2004）先后研究了反向保理、订单融资模式。K Hofmann（2009）从物流服务供应商角度深入研究了库存融资<sup>②</sup>。Chen（2012）在货押贷款基础上提出了基于网络交易的融资模式，并阐述了在线融资服务的概念和理念。

而国内研究则主要从中小企业融资角度，结合我国金融机构与企业发展实际，概括论述各类模式的动因、操作及应用等，创新研究较欠缺。杨绍辉（2005）从商业银行角度，阐述了应收账款融资和存货融资的操作模式。闫俊宏、许详泰（2007）研究了基于供应链金融的中小企业融资。张强（2007）提出将电子商务和仓单质押相结合的融资模式。胡跃飞（2009）从实体经济背景入手，讨论了从财务供应链管理向供应链金融业务的演变过程，并在学理上对供应链金融的内涵和外延做了界定。李卫娇（2011）研究了基于B2B的供应链金融。程浩亮（2012）总结了我国供应链金融信息化发展过程中存在的主要问题<sup>③</sup>。

对比国内外供应链金融概念与模式研究发现，国外更加强调通过供应链金融改善、优化金融机构与企业的系统关系，国内则更关注如何运用供应链金融的理念与技术实现各参与方的金融需求。

## 2. 风险管理研究

国内外学者对于供应链金融的风险管理研究主要围绕风险识别、风险度量和风险控制三个方面展开。其中，风险识别重点是分析供应链金融的特点和操作流程，并在此基础上发现业务中的风险要素和风险环节；风险度量一般集中在对链上企业的

① 宋华：《供应链金融》，北京，中国人民大学出版社，2016。

② 雷蕾：《供应链金融理论综述与研究展望》，载《华东经济管理》，2014（6）。

③ 雷蕾：《供应链金融理论综述与研究展望》，载《华东经济管理》，2014（6）。



信用风险评估技术，即各种风险度量技术和模型的应用；风险控制则多是研究担保品及担保方式的选择、担保货物质押率和融资利率的设定、风险预警策略和机制等方面<sup>①</sup>。

国外学者在不同维度均开展研究。Siskin（1997）分析了针对供应链下游的经销商在供应链金融业务中的风险，并提出了一系列的监控措施，包括与专业的第三方机构合作、定期评估存货等相关资产价值等。Jokivuolle（2003）研究了担保贷款中的贷款价值比率，建立了担保物价值和违约概率之间的模型，并在此基础上研究了贷款价值比与担保物价值波动率、借款人违约概率之间的关系<sup>②</sup>。Diercks（2004）认为介绍了供应链金融业务中多种监控手段，其中高度肯定与专业的第三方物流企业进行合作的方式。

而国内研究则较为笼统。李双江（2005）指出选择合适的质押物有利于降低银行存货融资业务的风险。杨晏忠（2005）强调加强内部控制是防范供应链金融风险的重要手段。郭清马（2010）认为应关注核心企业作为决定变量的特异性。陈成（2011）提出了现金流管理和结构化授信的建议。黄丹（2012）指出线上供应链金融的信用风险逐渐向操作风险转化。李雯靓（2012）将博弈论和多主体仿真理论结合到供应链金融信用风险研究。雷晓燕（2012）分别用主成分分析和 VaR 风险评估对信用风险和操作风险进行度量<sup>③</sup>。郭菊娥、史金召等（2014）深入分析了基于第三方 B2B 的线上供应链金融的模式演进与风险要素，发现因风险特性发生了诸多变化，银行面临的风险整体有所增加。

对比国内外研究情况，可以看到国外研究在风险识别、风险度量和风险控制三个方面均有不同程度的开展，而国内研究则多数集中于信用风险评估领域，并且更多的是结合各自所在金融机构实际开展的技术研究，虽有一些启发，但普适性不强。

本课题参照世界银行对供应链金融的定义作为发展愿景，即利用供应链中的商业关系和社会资本，以优化的方式为产业链条中各参与者提供资金融通、风险管控和其它金融服务。

综上所述，供应链金融本质上是一种以应收账款和存货为基础的动产融资形式，它紧随经营循环的过程，即资金→存货→应收款→资金，客户关系和业务具有长期可

① 雷蕾：《供应链金融理论综述与研究展望》，载《华东经济管理》，2014（6）。

② 雷蕾：《供应链金融理论综述与研究展望》，载《华东经济管理》，2014（6）。

③ 雷蕾：《供应链金融理论综述与研究展望》，载《华东经济管理》，2014（6）。



持续性，如过往连续交易记录、未来订单，融资方式多样化，有应收类、存货类、预付类等。其目的在于利用信息支持和激励手段解决融资成本、风险转换和退出机制等问题。

## （二）国外供应链金融的发展现状

自 1990 年以来，国外供应链金融经历了近三十年发展，已渐趋成熟和稳定，先进的金融机构越来越依靠电子信息技术平台进行日常操作和维护。根据前瞻产业研究院的整理，供应链金融应用最广泛的是美国、加拿大以及菲律宾等地，欧洲开展的保理业务则最多。而全球排名前 50 位的银行均已开展供应链金融业务。

国外供应链金融已逐渐形成三种主流商业模式，即以 UPS 为代表的物流企业主导模式、以通用电气信用公司为代表的企业集团合作模式、以渣打银行为代表的商业银行服务模式<sup>①</sup>。由于主业定位以及资金来源和风险方面的考虑，物流企业 / 企业集团开始逐渐收缩与主业不相关的金融业务，前两种模式的发展遇到天花板。而商业银行服务模式始终稳健发展。

2013 年至今，世界最佳供应链金融业务排名前列始终是商业银行。2018 年 Global Finance 的评选显示，各区域最佳供应链金融提供商也基本都是商业银行，亚太地区最佳是新加坡发展银行 (DBS Bank)，北美和加勒比海地区均是花旗银行 (Citi)，拉丁美洲是西班牙桑坦德银行 (Santander)，北欧地区是瑞士诺底亚银行 (Nordea)，中欧及东欧是裕信银行 (UniCredit)，西欧是西班牙毕尔巴鄂银行 (BBVA)，中东是沙特英国银行 (SABB)，非洲则是南非兰德商业银行 (Rand Merchant Bank)。该排名一方面说明商业银行在资金成本具有不可替代的优势，另一方面也说明供应链金融具有较强的属地性，唯有在所在地方有较深厚的耕耘，才能够更好地开展相关业务。

总体来说，国外供应链金融呈现两个特征，一是健全的线上供应链生态圈；二是以服务企业为中心的商业模式。

### 1. 健康的生态系统

2018 年 Global Finance 的评选显示，国外供应链金融服务提供商类别多元，各类获奖企业也多是该细分行业的国际知名企业，具体如表 1 所示：

<sup>①</sup> 谢世清、何彬：《国际供应链金融三种典型模式分析》，载《经济理论与经济管理》，2013（4）。



表 1 2018 年全球最佳供应链金融服务提供商

全球最佳	名称
最佳供应链金融服务提供商——银行	Standard Chartered Bank
最佳供应链金融服务提供商——非银行	Orbian
最佳客户实施服务商	MUFG Public Private Partnership Supplier Financing/Waskita Karya
最佳链接买家、买家与金融机构的平台	Orbian
最佳线上采购服务商	SAP Ariba
最佳信用评价和风险评估服务商	Dun & Bradstreet
最佳发票管理服务商	Basware
最佳贸易、现金与供应链管理综合服务商	Citi
最佳云端业务网络与执行平台提供商	GT Nexus
最佳装运前金融通方	BNP Paribas

由于良好的企业信用评价机制以及较完善的企业管理制度，国外供应链金融得以发展出健全的供应链生态圈。在企业的信用评价和风险评估方面，有如邓白氏这类企业可以为供应链上各类参与者提供资信调查，而反过来，这些参与者的往来贸易记录又会进一步验证和完善企业征信和信用管理。在采购方面，有如 SAP ariba 这样的企业能够随时随地帮助企业安全、高效地与供应商和贸易伙伴分享信息和流程。在资金交付及发票管理方面，有如 Basware 这类企业可以实现线上资金交付及发票管理。

健全的生态圈一方面通过提升供应链整体价值，比如在对资金时间流的改善、资金成本流的改善以及对融资条件和风险控制方法的改善等，创造利润空间。另一方面，通过生态圈内企业的相互促进与制衡，形成多方共赢、可持续发展的循环发展商业模式。

## 2. 成熟的商业模式

得益于健全的线上供应链生态圈，国外供应链金融能够避免单个企业融资的缺陷，如授信条件、贷款规模等，并在吸收传统融资模式的一些优点的基础上，实现了根本性创新。国外供应链金融主要通过“电子化网络平台+票据”模式进行融资，“电子化网络平台”指的是数据传输的平台，“票据”一般是以商业发票等代表进出口双方商业贸易行为发生的凭据。供应链上需要融资的企业可以传输融资所需要的财务信息、交易信息、结算信息等，商业银行通过这些电子化信息来决定是否可以发放信贷资金，以及控制信贷资金的风险。

根据 Global Finance 2018 年的评选，渣打银行是世界最佳供应链金融提供商。“为



客户缔造金融生态圈”为渣打银行的全球业务战略重点，其在供应链金融方面的服务特色主要体现为四大灵活性：首先是以核心企业为根本，可以在销售端和采购端灵活地提供融资服务。二是融资对象在出货前、后都可以获得贸易融资，而目前市场上各家银行主要向融资对象提供出货后融资。三是提供的供应链融资系统非常灵活，可以结算传统意义上的银行承兑汇票，也可以通过电子交单结算。四是发挥国际银行的优势，既可以提供境内、也可以提供跨境的供应链金融服务，比如向核心企业的境内外供应商提供融资<sup>①</sup>。

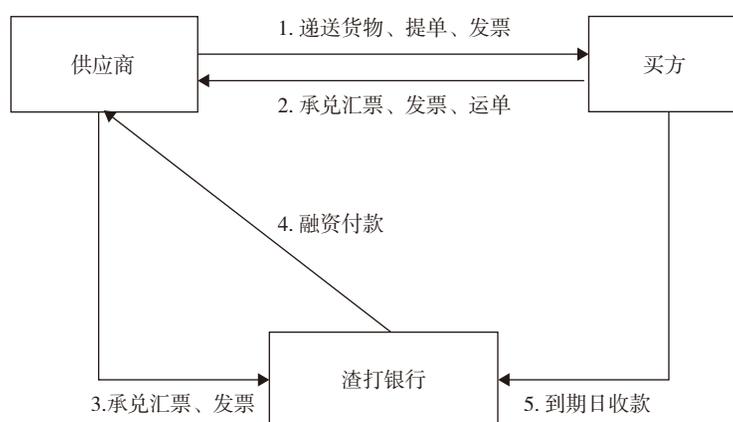


图1 买方融资业务流程

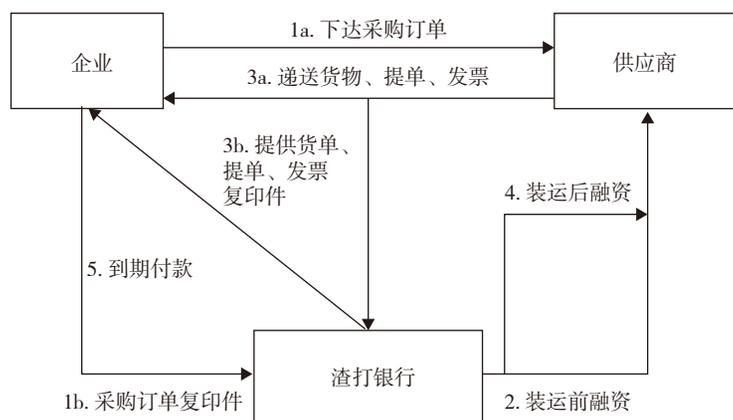


图2 卖方融资业务流程

渣打银行依托其在全球大部分地区百余年的经营经验，正在打造“供应链金融生态圈 2.0”，即通过更全面地获取企业在采购和销售方面的信息，结合最新的科技，为供应商、销售商或分销商提供更好的融资服务。而支持企业营造健康的金融生态圈，

<sup>①</sup> 谢世清、何彬：《国际供应链金融三种典型模式分析》，载《经济理论与经济管理》，2013（4）。



也有助于其防范风险，最终实现银企共赢。

国外供应链金融一方面降低了中小企业的融资条件以及融资成本，另一方面提高了金融机构的风险预警能力和风险承受能力。对于中小企业和金融机构来说，国外供应链金融是互惠双赢的创新性金融。

表 2 国外供应链金融与传统金融的比较分析

区别项目	供应链金融	传统金融
信用评级对象	整条供应链 / 单个企业	单个企业
评级方式	主体评级 / 债项评级	主体评级
评级范围	整条供应链	单个企业
授信主体	整条供应链 / 单个企业	单个企业
授信条件	以商业票据为主	以不动产质押为主、动产为辅
风险控制方法	实时动态风险控制	静态控制
动态风险控制难易度	容易	较难
金融服务效率	简单、直接、高效，适合中小企业短、频、快的融资需求	程序复杂、办理时间长、手续繁杂
融资成本高低	低	高
融资服务对象	整条供应链	单个企业
融资目的	解决整条供应链资金流动方案	单个企业资金流动
金融机构参与度	高	低

资料来源：张诚、李晓翠：《国际供应链金融模式与流程创新研究》，载《南方金融》，2015（463）。

### （三）国内供应链金融的发展现状

伴随着对外贸易的发展，国内供应链金融应运而生。经历了近二十年发展，国内供应链金融处于由规模化过渡到线上化的阶段，参与主体以商业银行为主、其他服务商为辅，与国外成熟的线上供应链金融相比还有不小的差距。总体注重业务品种拓展而轻视技术平台投入，一定程度延缓了发展速度。

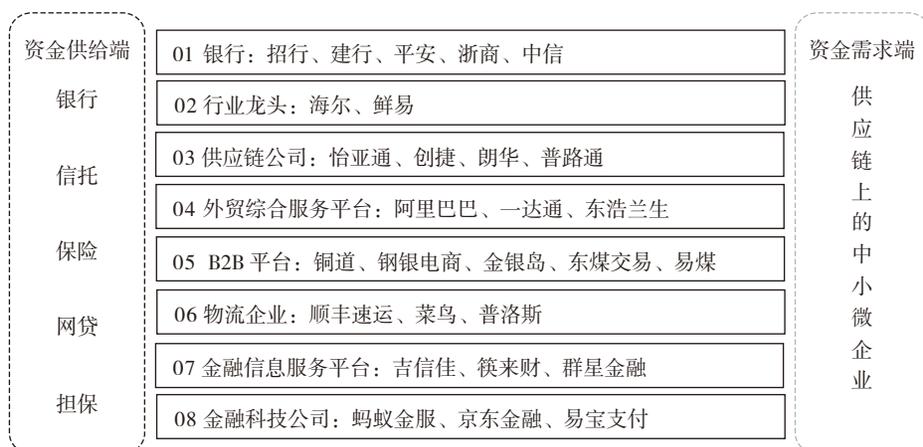
国内供应链金融也形成了五种主流商业模式，即以平安银行为代表的传统金融机构服务模式、以京东金融为代表的大流量电商主导模式、以海尔集团为代表的核心企业模式、以顺丰金融为代表的物流企业主导模式、以怡亚通为代表的供应链服务商合作模式。由于资金来源的短板，上述多数模式的发展均离不开商业银行资金的支持，因此发展规模均较小，仅传统金融机构服务模式具有一定的发展规模。平安银行 2017 年年报显示，其仅票据贴现规模就达 7 263 亿元，应收保理款项也有 528 亿元。



综合来看，国内供应链金融呈现三个特征：一是多元的线下供应链金融，二是以取得融资为核心的商业模式，三是集中的行业分布。

### 1. 多元的生态图谱

2018年，易宝研究院绘制了我国供应链金融生态图谱，具体如图3所示：



资料来源：易宝研究院《2018年供应链金融行业发展趋势研究报告》。

图3 我国供应链金融生态图谱

由于各家独立的企业信用评价体系和信息科技平台以及较不完善的企业管理制度，国内供应链金融发展出多头竞争的线下生态圈。如在企业的信用评价和风险评估方面，同一家小微企业在招行、平安及浙商的评级体系中均会有不同的表现，而反过来，由于信用体系不完备，在某家服务机构的交易记录并不能完善整体征信和信用管理。在信用管理、交易管理及供应链管理方面均欠缺具有公信力的组织或龙头企业，以致于各类服务机构虽已开始在线上操作，但却是各家独自在线上作业，而资金需求端如若要接入每类甚至每一家服务机构均需要大量的人力、物力，难免资源浪费。

一方面，多头竞争的线下生态圈通过多种方式服务供应链上资金需求端，有效补充大型金融机构信贷力量的缺陷，支持中小微企业生存发展；另一方面，生态圈内各类服务机构尚未形成合力以及部分无序竞争，形成多方混战、不稳定的螺旋式发展商业模式。

### 2. 迭代的商业模式

与国外追求供应链整体价值提升来获取超额利润不同，国内供应链金融还处于通过诸如应收、预付及货押等具象的金融技术为供应链上中小微企业实现融资的阶段。一方面，供应链上中小微企业的外部经营环境正处于剧烈变化中，企业自身的经营尚



不稳定，难以支持各类服务机构逐步实践和演进商业模式；另一方面，国内供应商之间异常激烈的竞争以及核心企业不甚重视上下游供应链管理，也导致常规的商业模式难以推行，从而使得各类服务机构退而求其次，牺牲某些交易要素以达成融资。

总体来看，国内供应链金融整体迭代较快，未来商业模式还有待观察。一是以商业银行为代表的传统金融机构服务模式正在紧锣密鼓地跟进线上化，各自结合自身经验及优势发展出具体的供应链金融服务类型；二是各类围绕供应链的大小服务商均在积极抢占市场，既通过自身资本或融资能力向上下游企业提供资金支持，又在利用获取的利润扩大经营规模、提升管理能力；三是大型金融科技借助信息及技术优势，既在快速切入供应链服务领域、集聚上下游企业资源，又通过技术输出高效服务上下游企业、增强平台黏性。

### 3. 集中的行业分布

国内供应链金融服务对象主要集中在大宗商品、ICT(信息、计算机、通信)、电力、物流、汽车、快消、医疗等行业领域。大宗商品行业，即能源商品、基础原材料和农副产品，包括原油、煤炭、钢铁、化工、有色金属等。大宗商品行业的核心企业多为主体信用极高的央企或国企，且行业体量大。其他行业的共同特点是市场容量较大，且市场需求稳定，受经济周期波动的影响相对较小。其中，ICT、物流行业的数据化程度较高；快消、医疗行业的信用较好；电力、汽车等货物的标准化程度较高。

由于以下特征约束，这些行业离不开供应链金融服务支持：一是相关行业终端产品资金需求较大，推动供应链管理需求；二是相关行业供应商/渠道商集中度低（ICT、快消），资源对接效率不够高；三是相关行业单笔成交大、运输成本高、专业性附加服务要求高，倒逼物流、供应链金融服务效率提升。

#### （四）供应链金融的主流商业模式

在我国供应链金融发展初期(2007—2013年)，商业银行是主导力量。2014年以来，在产业互联网大发展的背景下，掌握了供应链上下游企业真实贸易的电商平台企业及物流企业等各类参与主体利用自身优势，积极拓展供应链金融业务，成为新生主力。2018年以来，商业银行及产业龙头企业开始成为新的主导力量。尤其是股份制银行(如平安银行、光大银行、民生银行、浙商银行等)和中小银行(如贵阳银行、南京银行、众邦银行等)，纷纷发力供应链金融，并开始用平台方式运作供应链金融。产业龙头企业包括海尔、TCL、美的、联想、富士康等亦在抢滩供应链金融市场，开始建立供应链金融联盟。而之前火爆的电商平台主导模式，除头部平台发展较好外，部分平台，



尤其是中小 B2B 平台则由于资金链断裂问题面临困境。

课题组对国内五种主流商业模式进行了简要的比较分析，具体如表 3 所示：

表 3 供应链金融主流商业模式的比较分析

分类	服务对象	服务可得性	服务优势	服务劣势
传统金融机构服务模式	授信客户为主	视资产规模而定	业务种类全、资金成本较低	难以触达中小企业
产业龙头企业主导模式	自身产业链上下游客户为主	视产业链合作紧密度而定	产业理解透彻、风险把控具有主动权	可服务的行业有限
电商平台主导模式	平台客户为主	视电商平台上的信用而定	掌握数据信息、服务响应快速	融资利率较高
物流企业主导模式	物流客户为主	视物流订单规模而定	物流信息充分、利于管控	业务种类少、资本金不足
供应链服务商合作模式	某具体行业客户为主	视行业规模而定	服务方式灵活	可服务的规模有限、资本金不足

相较而言，国外供应链金融是以大型企业为出发点而发展出的系统性服务方式：或是大型商业银行藉由大型企业（如沃尔玛、亚马逊等）稳定供应链的目标，为其上下游企业提供系统性的供应链金融服务；或是大型企业（产业龙头企业或物流企业，如通用汽车、UPS 等）基于自身出发，成立供应链金融服务公司，专门服务上下游企业。而国内供应链金融最初是中小型商业银行为获取中小企业客户而发展出的金融服务方式。不同的产生背景、驱动因素以及不同的经济环境、企业经营模式带来了不同的供应链金融发展历程和发展现状。概括而言，国外供应链金融是自上而下，国内供应链金融则是“农村包围城市”。

以中小企业为出发点的发展路径，导致发展初期的各参与主体难以获取足以推动后续发展的合理利润，同时，覆盖中小企业金融服务的涉及面更广，所需的人力、物力、财力、金融基础设施建设等更是规模庞大，因此，短期内各种商业模式较难稳定发展。而自上而下的发展历程较易于产生稳定的商业模式，培育健康的供应链金融服务生态圈，打造出适宜中小微企业生存的产业链氛围。纵观国内供应链金融，不难看出市场空点是以大型企业为出发点而发展出的系统性服务模式。国内大型企业主要以国有企业为主，由于企业稳定供应链的动力不足，加之资产规模大、层级多，协调难度大，这种模式较难快速发展。

值得关注的是，2018 年以来，以大型企业为出发点而发展出的系统性服务方式已开始出现。一方面，商业银行间的业务竞争已从传统的核心企业蔓延到对产业链上



的中小企业、第三方供应链平台、互联网电商以及大数据、区块链等技术领域，如光大银行推出阳光融 e 链、阳光保函等在线供应链产品，平安集团下属金融壹账通发布“壹企链”智能供应链金融平台，中信银行推出供应链金融平台创新产品“信 e 链—应付流转融通”，民生银行则新设总行一级部门供应链金融事业部。另一方面，产业龙头企业也在通过旗下财务、保理、小贷公司介入供应链金融领域，并依靠自身的产业链、信息流优势打造出基于产业链的供应链金融服务平台，其中既有传统的保理类业务，也有通过建立平台公司、对接 ERP 系统以提供供应链金融服务线上化的业务，如 TCL 发起的简单汇平台、中国中车等央企发起的中企云链等。

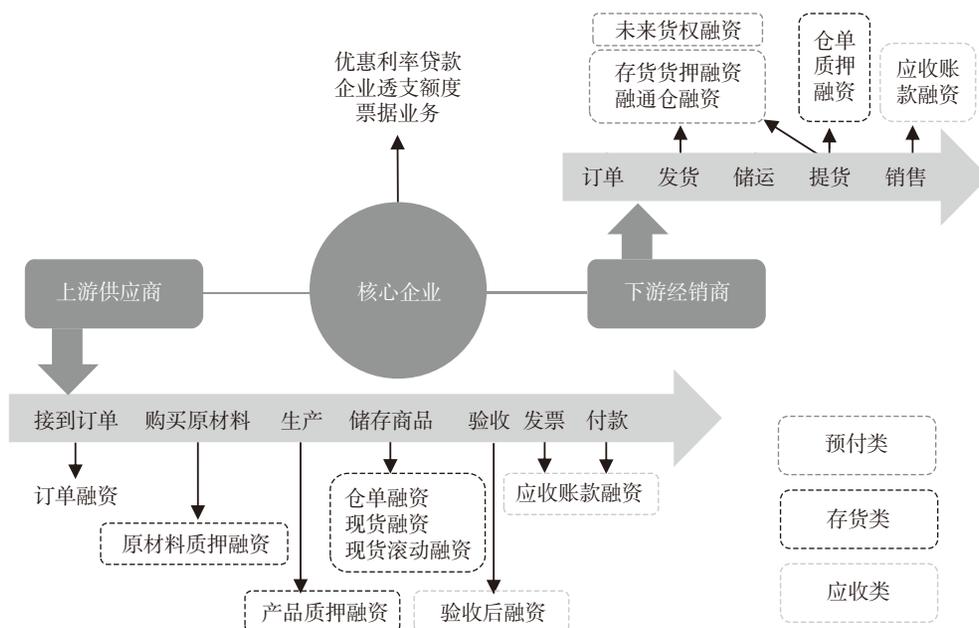
这种系统性服务方式的出现主要基于以下驱动因素：一是宏观经济形势下行局面下，银行等金融机构获利空间本就压缩，具有逆周期特性的供应链金融业务的重要性显得更加突出；二是金融去通道、去杠杆的环境下，供应链金融是银行较好的服务中小企业的方式，而这类客户原本是通过表外业务融资的；三是市场流动性收紧后，产业链上中小企业不断上升的融资成本以及极不稳定的资金链特征，对大型企业供应链稳定性的负面影响日益增多，使得大型企业稳定供应链的意愿上升；四是互联网、大数据及区块链等技术突破也为供应链金融的发展提供了客观保障。

以大型企业为出发点而发展出的系统性服务方式必将是未来主流发展方向。这种方式下，供应链金融中的各类参与主体都能通过这类综合性大服务平台发挥主业优势，银行发挥资金及风控优势，产业龙头企业发挥产业优势，电商平台企业发挥信息技术优势，物流企业发挥仓储及运输管控优势，供应链金融服务公司发挥细分领域服务优势，而供应链的整体价值链提升也将为各参与主体赋能。

### （五）供应链金融的主要业务类型

在供应链中，中小微企业需要将大量的资金用于货物采购、库存及应收账款，但由于自身较低的融资能力不能实现批量采购、销售不能有效实现、应收账款不能及时收回，将引发现金流危机，进而产生生存危机，最终将影响上游供应商的商品销售及消费者的产品供给，导致整条供应链的断裂。

对应上述三类现金缺口问题，供应链金融分别有三大类业务：预付账款融资、存货担保融资以及应收账款融资。这三类业务下更具体的金融产品已根植于供应链上各个环节，具体见图 4 所示。除此外，由于资金渠道和资金成本因素，还衍生出供应链金融资产证券化模式。



资料来源：网库研究院《2017“互联网+”供应链金融分析报告》。

图 4 供应链金融产品架构

### 1. 预付账款融资

预付账款融资是指供应链下游企业基于向上游核心企业预付账款才能取得原材料的贸易关系，向金融机构申请融资的模式。该模式下具体的金融产品包括先票 / 款后货、保兑仓、订单融资及未来货权质押等。

表 4 预付账款融资的具体分类

	类型	定义	风控核心	特征
核心企业的配合程度	差额回购模式	融资人交纳一定比例的保证金后，由金融机构代为支付差额部分采购货款，同时将货权转移给金融机构，若垫款到期时融资人未能全额偿还，则核心企业无条件退款或回购	核心企业风险共担，核心企业提供信用支持	契合双方交易习惯，借款人打款提货，核心企业可按贸易合同约定发货；通过双方意愿自治约定，核心企业承担退款或回购责任；核心企业无需签订担保合同
	先款后货担保提货	融资人从金融机构取得资金支付货款，需要在提货时向金融机构补足保证金差额部分，核心企业按照金融机构的指令向融资人交付货物，核心企业对未发货的货款承担退款责任	提货资金流与物流封闭对应，核心企业如提供变现支持则为保兑仓	货权仍在上游厂商，上游厂商履行监管责任，并承担货物风险；厂商对客户未按期打款提货部分（保证金差额）承担退款责任
	订单预付融资	在核心企业向金融机构推荐融资人（优质下游企业）并提供下游企业主要经营和交易信息的基础上，基于融资人向核心企业的采购订单提供预付款融资业务	交易可视化和贷后监测，核心企业提供信息支持	核心企业按交易合同发货；无须进行实物监管；借款人无须先打款再赎货；快消品行业，商品单品价值低、周转快，较适用此模式

根据是否有第三方监管仓储企业参与，预付类还可以分为两种类型：一是仓储参与模式，即金融机构预付采购款项给核心企业，核心企业发货给金融机构指定的仓储



监管企业，然后仓储监管企业按照金融机构指令逐步放货给融资方。二是仓储不参与模式，即核心企业承担监管职能，按照金融机构指令逐步放货给融资方。预付账款融资模式下，有的卖方就发货不足部分的价值承担向金融机构的退款责任，这被称为“卖方担保买方信贷模式”。该模式的出现有其特殊的背景，比如客户为了取得大批量采购的折扣，采取一次性付款方式，而厂家因为排产问题无法一次性发货；下游企业在淡季向上游核心企业打款，支持上游核心企业生产所需的流动资金，并锁定优惠的价格，然后在旺季分次提货用于销售。

总体看来，预付账款融资模式实现了中小企业的杠杆采购和核心企业的批量销售。因金融机构的介入，中小企业获得了分批支付货款并分批提货的权利，有效缓解了全额购货带来的资金压力；核心企业改善了财务报表，资金回流更加迅速。对于金融机构而言，供应链上游核心企业承诺回购，且有金融机构指定仓库的既定仓单质押，风险可控、收益可观，实现了多赢目的。

国内供应链金融主要是预付类，一方面是因在产能过剩的经济结构下，核心企业对销售端的重视和支持远高于采购端，更有意愿支持这类业务开展；另一方面是因赊销需做坏账计提，一旦下游企业出现信用风险，诸如法律诉讼等催收成本较高，而采用这种模式，核心企业无需考虑这些，风险由金融机构承担。

## 2. 存货担保融资

存货担保融资是指供应链的中小企业借助核心企业的担保和物流企业的监管，以存货为质押，向金融机构申请融资的模式。该模式下具体的金融产品包括静态质押、动态质押、标准仓单质押及非标准仓单质押等。

表 5 存货担保融资的具体分类

类型	定义	特征	适用范围
静态抵质押	融资方以自有或第三人合法拥有的存货为抵质押，金融机构委托第三方物流公司对抵质押商品实行监管，抵质押物不允许以货易货，融资方必须打款赎货	利用该产品，融资方得以将原本积压在存货上的资金盘活，扩大经营规模	适用于除了存货外没有其他合适抵质押物的融资方，且融资方购销模式为批量进货、分次销售
动态抵质押	融资方以自有或第三人合法拥有的存货为抵质押，金融机构对于抵质押商品价值设定最低限额，允许在限额以上的商品出库，融资方可以以货易货	对于融资方而言，在合理设定抵质押价值底线的前提下，盘活存货的作用非常明显	适用于库存稳定、货物品类较为一致、抵质押物的价值核定较为容易的融资方，也可运用于存货进出频繁、难以采用静态抵质押授信的融资方，实践中多用于生产型融资方
标准仓单质押	融资方以自有或第三人合法拥有的标准仓单为质押的融资业务	质押手续简便，成本较低，风险较低，利于处置	适用于通过期货交易进行采购或销售的融资方，以及通过期货市场套期保值、规避经营风险的融资方



标准仓单质押和非标准仓单质押区别在于质押物是否为期货交割仓单。非标准仓单质押授信是指融资方提供由仓库或其他第三方物流公司提供的非期货交割用仓单作为质押物，并对仓单作出质背书，金融机构提供融资的模式。

总体看来，存货担保融资模式特别适合小微企业的融资需求，对盘活企业存货、调整财务结构、加快资金周转有重要影响。但目前国内供应链金融开展存货类业务较少，主要原因是该类业务风险在 2011—2014 年的集中爆发，反映了以下深层次问题：一是《物权法》《合同法》等法律法规并不完善，存货担保融资的登记公示以及存货保管责任等有待明确；二是缺乏专业性的统一标准，现行的仓储服务及从业人员资质等标准尚不能完全满足管理担保存货的要求；三是行业监管确实，行政许可制度、开展担保存货管理的企业备案制度、资质条件要求及特殊仓储的管辖权等都无明确的说法。要确保存货担保融资风险可控，仅仅实行登记公示还不够，还得要实现存货信息、储位信息与仓单信息的对接，确保仓单的准确性与唯一性。这条路任重道远。

### 3. 应收账款融资

应收账款融资是指供应链的中上游企业基于与下游核心企业采用赊销方式交易形成的应收账款，向金融机构申请融资的模式。该模式下具体的金融产品包括应收账款转让融资和应收账款质押融资。

表 6 应收账款融资的具体分类

类型	定义
应收账款转让融资	即保理融资，是以债权人转让其应收账款为前提，集应收账款催收、管理、坏账担保及融资于一体的综合性金融服务
应收账款质押融资	指融资人将应收账款作为质押物，向金融机构申请贷款，以解决临时性的资金短缺，满足生产经营所需资金的模式

应收账款质押融资本质上仍为传统贷款模式，应收账款质押仅为保障手段，并非供应链金融业务的主流。从法律性质上来看，应收账款的出质人仍是应收账款的债权人，只是在其到期不能向质权人履行债务时才面临失权风险，实质上是一种权利质押，具有物权效力。对于质权人来说，若行使质权后，所收款项大于被担保的债权金额，须将余额退还出质人，如有不足，则金融机构有权向债权人请求偿还不足部分。在这种模式下，金融机构同时拥有对融资人的债权请求权和对应收账款的质权，两种信用叠加以降低金融机构承担的风险。本文我们着重讨论应收账款转让融资即保理融资。

按照是否承担债务人的信用风险，保理分为有追索权保理和无追索权保理。有



追索权保理指保理商在到期应收账款无法回收时，对卖方企业有追索权。有追索权保理可看作以应收账款为担保的短期借款。无追索权保理一般指贸易性应收账款通过无追索权形式出售给保理公司，以获得短期融资。保理商事先对与卖方有业务往来的买方进行资信审核评估，并根据评估情况对买方核定信用额度。由于债务人即核心企业的强势地位，根据是否将应收账款转让的事实通知债务人，保理又可分为明保理和暗保理。上述两种分类方式交叉形成四种业务模式，如图 5 所示：

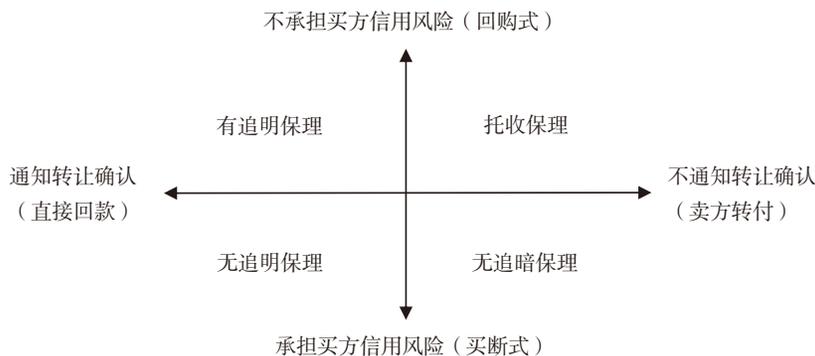


图 5 保理融资业务模式分类

根据实际融资人是卖方还是买方，保理又分为正向保理和反向保理。

正向保理模式是指债权人将贸易中形成的应收账款转让给金融机构，由金融机构提供应收账款融资、账务管理、承担买方信用风险等一项或多项的综合金融服务。正向保理又分为一对一模式下的正向保理和应收账款资产池的正向保理。一般来说，一对一模式较为适用单笔规模较大的工程类应收账款，应收账款资产池较为适用小额分散的贸易类应收账款。

反向保理模式是指针对资信水平很高的核心企业为付款人的应收账款，在核心企业同意推荐供应商名单和应收账款信息、同意供应商转让应收账款债权、同意按照保理商的付款指示进行款项支付等条件下，对供应商（即应收账款债权人）提供保理服务。由于具有较好的资信实力，作为债务人的核心大企业在整个运作中起着反担保作用，一旦中小企业出现信用问题，核心企业将承担弥补资金方损失的责任。

总体看来，应收账款融资模式尤其是保理融资，不但不会对企业形成债务负担，还有效盘活了现有存量资产，加速了资金周转率，极大地提高了资金使用效益，是全球公认的最适合成长型中小企业且风险较低的融资方式。

#### 4. 资产证券化

供应链金融资产证券化是指利用资产证券化产品，将供应链金融与资本市场相



结合，突破单纯依赖核心企业自身信用的供应链融资模式，围绕核心企业信用与底层债权自身分散性特点，平衡供应链上下游企业之间的利益，优化核心企业财务报表，并引入市场化资金，降低供应链两端的综合融资成本，促进闭环产业链的良性发展的模式。

按照基础资产类别，供应链金融资产证券化可以分为四种类型，具体见表 7：

表 7 供应链金融资产证券化的具体分类

类型	定义	备注
应收账款/保理资产证券化	应收账款的债权人将向下游客户提供产品或服务所取得的应收账款债权转让给特殊目的机构（以下简称 SPV），发行资产支持证券的融资行为	对于规模较小的债权人，可将应收账款债权通过保理转让给银行或保理公司，由其作为债权人发行资产证券化产品
应付账款资产证券化（反向保理）	上游供应商将为核心企业提供服务后获取的，经核心企业确认支付的应付账款债权转让给 SPV，发行资产支持证券的融资行为	该模式是在以供应商为核心的应收账款资产证券化基础上，围绕核心企业信用反向衍生的供应链金融资产证券化业务创新模式
融资租赁资产证券化	融资租赁公司以向上游企业提供融资租赁服务所产生的融资租赁债权转让给 SPV，发行资产支持证券的融资行为	该模式下，资产支持证券的基础是上游企业与核心客户稳定的业务关系
商票资产证券化	以企业日常结算中的商票开立及支付使用为基础，在银行给予信用增级（保证或保贴）的情况下，将标的票据项下的票据收益权转让给 SPV，发行资产支持证券的融资行为	该模式通过跨市场的资金募集改善出票人在传统信贷规模紧张的背景下的融资环境

资产证券化模式将基础资产直接对接资本市场，由于基础资产现金流较充足，专业机构参与较多，发行审核相对规范、严格，风险控制措施较为完备，业务风险相对较低。资产证券化模式为供应链金融生态圈打开了公开市场的资金供给渠道，为供应链提供可持续的、低成本的资金，可谓供应链上中小微企业直接融资的重要途径。

### 三、信托公司供应链金融业务发展现状

根据年报公开披露信息，截至 2017 年末，68 家信托公司中仅有 12 家涉猎供应链金融，其中中粮信托、英大信托最早布局供应链金融业务，这两家信托公司分别于 2010 年、2013 年在农业及电力行业开展供应链研究。也就是说，多数信托公司对于供应链金融业务尚处于观望中，还未将其作为发力点。

#### （一）信托公司开展供应链金融的必要性与可行性

2018 年 4 月 27 日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的落地意味



着一场金融行业的供给侧改革拉开序幕，资管行业步入统一监管的新时代。信托公司的竞争与发展也将从规模扩张步入精耕细作的新阶段，只有创新思维方式和发展模式，以服务实体经济为本源，持续增强资产管理能力，不断提升风险管理水平，才是实现高质量发展的必由之路。供应链金融“从产业中来，到金融中去”，颠覆了传统金融“基于金融而金融”的范式，兼具金融的爆发力和产业的持久性，尤其因其逆周期特点而颇受金融机构认可，是值得信托公司长期积累的“雪坡”。

### 1. 信托公司开展供应链金融业务的必要性

一是传统信托业务领域受到较大冲击，资产端业务面临调整压力。之前，在经济刺激和货币宽松政策环境下，房地产和政府平台基础设施建设领域是信托行业最重要的业务领域和收入来源，而上述领域又是当前受国家宏观政策和金融监管调整影响较大的领域。在经济新常态和金融改革的大背景下，如何由传统房地产、政信合作业务领域向支持实体经济的多元化方向拓展，如何找到支撑业务增长的资产端新领域，改善资产业务结构，是信托公司必须尽快解决的现实问题。

二是金融机构合作方式受到严格限制，金融同业业务规模萎缩。金融严监管指向的金融领域去通道、防套利，主要集中在交叉金融、同业业务、理财业务、表外业务等领域。长期以来，与金融同业合作是信托公司实现规模扩张、获取收入来源的重要途径。资管新规实行穿透式监管，禁止资管产品多层嵌套，之前诸多符合监管规定的银信合作、信证合作、信保合作等业务都受到严格限制，导致信托公司金融同业业务大规模缩减，截至 2018 年 4 月末，信托业仅银信业务就比年初减少 5 619.08 亿元。

三是传统信托业务模式面临转型压力，信托服务方式有待创新。传统信托业务总体上以投融资业务为主，与银行等金融机构业务同质性较高，在过去社会融资需求总量较大的情况下仍可利用错位竞争取得较快速度的增长。但是在经济新常态背景下，社会融资需求总量增速放缓，加上资管新规对于资管产品进行了统一规范，信托公司传统的投融资业务将面临更为激烈的同业竞争，信托业务的发展方式也面临从规模扩张向提质增效转变的压力。

### 2. 信托公司开展供应链金融业务的可行性

一是国内供应链金融的市场空间巨大。目前国内中小企业的融资成本大部分超过 10%，而社会融资成本平均仅 7.6%，国内的物流成本比发达国家高出 10%~15%，同时，ICT 指数（信息化投入占收入的比重）要落后发达国家 3%~4%。从供应链金融涉及的三个基本元素来看，金融方面融资成本仍有覆盖空间，物流成本方面有较大



的优化空间，信息化方面存在巨量成长空间。根据国家统计局及 Wind 数据，规模以上企业的应收账款总额自 2013 年（9.57 亿元）到 2018 年 6 月末（13.7 万亿元）增长 43%，平均每年增幅近 10%。截至 2018 年 6 月末，仅上市公司应收账款总额就达到 4.86 万亿元，较 2013 年增长 92%。海通证券研报预计，到 2020 年，国内工业企业应收账款净额可达 20 万亿元。供应链上下游企业巨大的应收账款规模是供应链金融业务发展的坚实基础。

二是供应链金融发展得到国家政策大力支持。自 2015 年国资委发布《关于中央企业开展两金占用专项清理工作有关事项的通知》以来，截至 2018 年 6 月末，国务院、央行及相关部委已陆续发布 12 份政策文件，供应链行业及相关企业迎来政策暖风期。2018 年 4 月，《关于开展供应链创新与应用试点的通知》提出，推动供应链核心企业与商业银行、相关企业等开展合作，创新供应链金融服务模式，发挥上海票据交易所、中征应收账款融资服务平台和动产融资统一登记公示系统等金融基础设施作用，积极稳妥开展供应链金融业务。

三是供应链金融相关服务机构发展迅速，为信托公司介入提供辅助 / 支撑。如互联网供应链金融平台利用互联网技术对于数据的收集分析处理能力，依靠数据的处理分析建立完善中小企业的信用评价，并且对核心企业实时上传的交易数据即时分析，从而预测把控中小企业的运营情况，极大地提高了交易效率和风控能力。物联网平台公司提高了供应链金融各方交易的透明度。区块链技术公司助力搭建平等协作的平台并建立信任环境，等等。

综上所述，供应链金融市场潜力巨大，当下正是快速发展期，信托公司作为金融行业的重要机构，开展供应链金融业务既符合业务转型的现实需求，也能够切实助力解决中小微企业“融资难”问题。信托公司唯有提高认识，响应政策鼓励的方向，倾尽全力支持实体经济发展。一方面，不留恋过去辉煌过的经济发展方式和产业发展方式，从行业普遍存在的、过度依赖赚取信用利差和期限利差的展业思路中跳出来。另一方面，注重金融工具创新，通过服务能力和水平的提高，切实帮助实体经济解决发展中遇到的困难和问题。

## （二）信托公司开展供应链金融的业务现状

结合走访调研情况，我们梳理了已布局供应链金融业务的信托公司，大致可分为三类：一是主要依托股东的行业背景，深入研究某些行业，挖掘行业中上下游企业



需求，这一类以英大信托（电力）、中粮信托（农业）、华宝信托（钢铁）、华能信托（煤炭、风电）为代表；二是依靠在其他业务积累的优势资源，探索扩展供应链上下游小微企业金融服务，这一类以中航信托、云南信托、中融信托、外贸信托为代表；三是主要在信息技术领域应用布局，这一类以建信信托、万向信托为代表。

### 1. 深耕行业型

供应链金融具有较强的行业属性，不同行业的供应链结构存在较大差异，可以为之服务的标准也不同。2017 年末，耕耘供应链金融领域近 20 年的平安银行，已建立了 957 个行业供应链金融服务体系。对于初进入这一领域的信托公司来说，借助股东行业背景既能快速展业，又能提升服务质效，从而扩大战果。

以英大信托为例，自 2013 年来，英大信托始终在电力产业链领域精耕细作，经过五年不间断的探索、研究和实践，创新性地提出了服务电网供应链“长周期、总授信”“订单融资+应收账款质押”的新模式，推出了电网供应链金融联赢系列信托计划，先后服务电网供应链企业，有效解决了电网供应商融资难问题，既提升了供应链价值，又有效保障了国网项目的建设，同时也为搭建电网供应链互动、交流、共享、合作的平台，共同提升供应链金融服务实体经济的能力，奠定良好基础。

在以上业务基础上，英大信托还设立了英大供应链金融投资发展基金，助力电网行业供应链的基金化、平台化、国际化、证券化发展。据介绍，未来英大信托还将借力电网庞大的供应链体系，以及精准的信息流、物流、资金流信息，在前期调研、交易结构设计、风控措施安排、中后期跟踪、风险处置等方面，打造电力行业供应链金融服务的绝对优势。

### 2. 资源扩展型

经过多年发展，信托公司已形成了各自的资源禀赋和风险偏好。一些信托公司凭借较强的业务研发能力，总结归纳以往成功展业经验，积极运用自身资源禀赋，在大周期行业和处于朝阳期的行业中扩展供应链金融业务。

以云南信托为例，自 2016 年来，云南信托一直积极探索供应链金融服务小微企业，不断深入研究各类模式、交易场景、跟进先进经验，在业务拓展、产品设计、风险控制等方面，致力于寻找业务便捷性和安全性的平衡点。最终，在风险可控的情况下，云南信托结合过往服务小微企业的系统资源优势，于 2017 年实现了业务落地，紧接着在农业、医疗、汽车、物流、餐饮等多个行业陆续开展了供应链金融业务。

据介绍，截至 2018 年 5 月末，云南信托服务小微企业的供应链金融业务规模已



超过 5 亿元，未来有望继续扩展。这些供应链金融业务切实解决了与民生息息相关的小微企业“融资难”的问题。

### 3. 信息技术型

信息技术的运用是供应链金融的突破点。做好供应链金融，其实就是如何有效的评估和控制链条上的信息流、物流、资金流。一些信托公司并不急于落地业务，而是积极在信息技术方面布局，着眼于未来的大规模应用。

以建信信托为例，其于 2017 年 4 月出资 15 150 万元，联合国网英大、中冶科工、三峡资本等多家产业巨头共同发起设立建信融通有限责任公司。这家互联网供应链金融信息服务公司，专门从事供应链相关的金融信息服务、数据处理等业务。该公司还于 2018 年 2 月设立了子公司融信通达（天津）商业保理有限公司。从上述信息技术及保理牌照的布局来看，未来建信信托一旦发力，其供应链金融业务的规模化发展将势不可挡。

在规模方面，截至 2017 年年末，中航信托采用供应链金融模式服务小微企业信托资产规模达 73.95 亿元，中粮信托以供应链模式累积发行规模 8.42 亿元。截至 2018 年 8 月末，国投泰康信托供应链金融存续管理规模达 13 亿元。

总体看来，当前信托公司的供应链金融业务尚处于探索阶段，落地规模与供应链行业相关性较强，比如与大宗商品相关的行业，供应链金融业务规模相对较大，但即使如此，单家信托公司发行规模也未超过百亿元；而与民生相关的如农业、医疗行业等，供应链金融业务规模相对小得多。简单对比规模近 15 万亿元的供应链市场，信托公司可实践的空间巨大。

### （三）信托公司开展供应链金融的典型案列

虽然信托公司的供应链金融业务尚处于起步阶段，并未规模化发展，但是通过走访调研，我们也了解到部分信托公司的实践经验，这里选取三个代表性案例进行说明。对于多数尚未涉足过供应链金融业务的信托公司来说，既可以参考这些典型案例结合自身行业资源有效拓业，也可以通过分析商业逻辑获得启发。

#### 1. 云南信托会泽 32 号农之家集合资金信托计划

云南信托围绕核心企业，结合具体的行业场景，以自主开发的小微信贷系统为支撑，对选定行业的供应链上下游企业进行融资，主要模式包括信托贷款及应收账款信托产品等。这里介绍的案例为云南信托农业供应链相关信托贷款产品。这单业务采用了 TOT 的方式，第一层信托为云南信托会泽 32 号农之家集合资金信托计划，信托



资金用于认购第二层单一资金信托。第一层信托计划由合格机构投资者认购优先级、哈尔滨中信现代农业服务有限公司认购一般级。第二层信托为云南信托普惠 32 号农之家单一资金信托，信托资金用于向符合条件的借款人发放信托贷款。贷款用途为农户种植贷，主要用于农民购买种子、化肥、农药等农资。交易结构如图 6 所示：

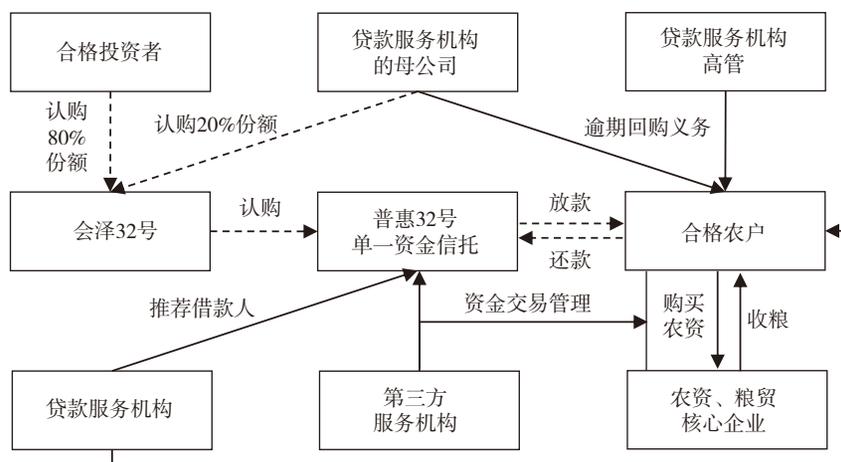


图 6 云南信托典型案例交易结构

该业务的亮点在于有效的风险控制措施，即通过与贷款服务机构合作，筛选出优质农户，向其发放种植贷款；依托核心仓储粮贸企业的信用，通过控制购买农资、收购粮食两大关键环节，辅以贷款服务机构关联公司为信托计划提供全流程系统运营支持，实现资金全流程的闭环交易，把控风险。此外，贷款服务机构的母公司也有逾期农户债权回购的义务。

在云南信托农之家项目的扶持下，农民申请贷款便利，审批后资金迅速到账，既解决了农户贷款难题，又让信托业务接地气、服水土。不仅农民获得了价格合理、便捷安全的金融服务，核心农业企业也扩大了农资销售量，受益人的权益进一步得到了有效保证，开创了一举多赢的局面。

这单产品的借鉴意义在于三个方面：首先，在农业供应链领域，云南信托也是从零起步，其依托研发力量准确把握了业务操作中的关键环节；其次，云南信托能够在不熟悉的领域、不擅长的操作环节中，借助外部力量实现供应链金融中的信息流、物流、资金流闭环，即贷款服务机构、核心企业与农户及信托公司之间的信息流的闭环，核心企业与农户的物流的闭环，引入第三方服务机构辅助管理的最重要的资金流闭环；最后，通过贷款服务机构的一般级份额认购、母公司逾期农户债权回购义务等交易安排设置了可靠的激励机制，能够有效锁定各方利益，规避潜在道德风险，助力



供应链可持续稳定发展。

## 2. 英大信托—联赢 X 号电网供应链某企业特定资产收益权集合资金信托计划

英大信托以国网产业链为依托，对供应链上下游企业进行融资，具体模式包括应收账款信托产品及信托贷款等。这里介绍的信托计划，其资金主要用于受让《某线路 ±1100kV 特高压直流输电工程铁塔采购合同》形成的特定资产收益权，用于该订单的原材料采购工作。在风控措施方面，一是以某企业持有的国家电网项目的应收账款债权设立质押，在信托存续期间，某企业应确保应收账款质押有效余额不低于实际融资额度的 1.2 倍。不足部分由某企业补充提供新的应收账款质押担保或安排提前还款，当《某线路 ±1100kV 特高压直流输电工程铁塔采购合同》形成应收账款后，可用于替代质押的应收账款；二是某企业法人及其配偶承担无限连带责任担保。

国网公司产业链中包括较多处于稳定发展期的设备供应商和工程建设企业，这类企业的应收账款在流动资产中占比较高，并且坏账率低、数额较大，通过应收账款信托的模式，能够有效帮助企业盘活流动资金。而电缆企业以中小企业居多，普遍存在银行贷款难、贷款成本高的问题。多数电缆企业以铜、铝等为主要原料，这些有色金属的上游供应商通常处于强势地位，加之电缆供给量大，下游企业多为国有电力企业，应收账款的债务人信用较高，以此开展供应链融资，安全性较好。

这一信托计划的借鉴意义在于英大信托的服务实体经济、主动挖掘客户的意识。虽然不是每家信托公司都能背靠股东产业资源，但是实际上信托公司在多年展业中已累计服务了不少优质实体企业客户，这其中既有传统业务领域，也有新兴经济领域，可是是否多数信托公司仍存有投机意识，哪个行业利润高就做哪个行业，或者做一单甩一单，从未尝试过深度维系老客户，或是用新模式解决老客户金融需求，或是从未主动引导客户重视供应链经营而是低质无序竞争，却是值得每家信托公司反思的问题。

## 3. 中国华能集团公司 2017 年度第一期资产支持票据

华能信托依托股东产业经验，利用供应链金融方式，不断开拓创新，对特定行业的供应链上下游企业提供金融服务，主要模式包括应收账款信托、预付账款信托以及资产证券化产品等。这里介绍一单由华能信托牵头发行的以核心企业应收账款作为基础资产的公募资产证券化产品。

该产品的基础资产为华能集团或其下属发电企业依据《中华人民共和国可再生能源法》《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》和《购售电合同》，经营可



再生能源发电业务而已经产生的可再生能源电价附加补助资金应收账款。通常这类应收账款因无法确权且投资收益较少而较难获得非标投资者认可，但通过证券化的交易结构设计如基础资产循环购买等安排，得以实现基础资产的可特定化，从而发行标准化产品，成功在公开市场募得低成本资金。该产品所募 5.3 亿元资金全部用于偿还核心企业债务，改善并优化了核心企业的债务融资结构。

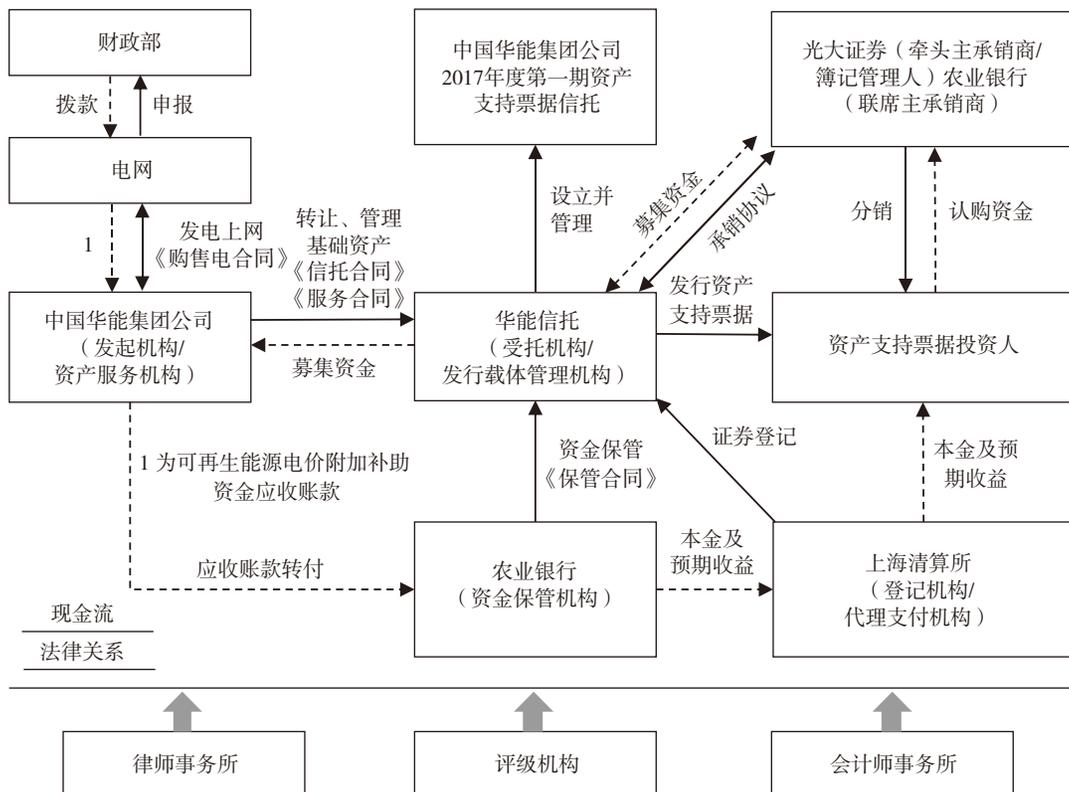


图 7 华能信托典型案例交易结构

作为国内首单完全出表型可再生能源电价附加补助资金资产证券化项目，该项目有以下创新亮点：第一，实现了入池资产全额出表；第二，设计了循环购买安排，不但提高了资金使用效率，而且循环购买的增量资产同样可以实现全额出表；第三，初始购买及循环购买均为平价购买基础资产，避免了因为折价购买而在账务处理中产生损失。

这一产品的借鉴意义在于，信托公司可以借助信托的风险隔离优势，通过不断创新服务方式，既有效服务传统业务领域的原有客户，又积累新业务领域的服务经验。华能信托一方面向风电新能源的上游设备供应商提供融资，帮助下游企业节省采购成本、减少资金占用，另一方面运用信托型 ABN 等证券化工具，助力供应链核心企业



盘活存量资产、降低融资成本、优化债务结构。

以上三个典型案例分别代表了实施不同业务发展策略的信托公司的供应链金融业务类型。它们的相同之处在于这三家信托公司均是“扬长避短”，即在自身现有优势基础上开展供应链金融业务，这样的益处在于：一是风险可控、收益适中，二是虽培育期长，但投入产出比合理，三是可采用创新服务手段满足了不同类型的客户的资金需求，增强客户黏性。而不同之处是，正由于三家信托公司的资源禀赋不一样，所以每家信托公司开展具体业务的服务对象、业务类型、服务周期并不相同，都各有特色，相信随着同类业务的逐步推广、实施，这三家必将积累更多的经验，迭代更具有风险收益比的业务品种。

#### （四）信托公司开展供应链金融的优劣势分析

在国内以间接融资为主的金融体系中，信托公司作为直融工具的载体，始终有效发挥了金融补充作用，缓释了政策调整时期经济波动的不稳定性。正是这种服务实体经济的能力，助力信托公司“因时而变、随事而制”。为此，本课题组认为，信托公司有必要结合自身实际厘清开展供应链金融的优势和劣势。

##### 1. 信托公司开展供应链金融的优势

作为持牌金融机构，信托公司因其独有的制度安排、经验积累、灵活便捷等多方面属性，形成了一些天然优势。

（1）制度优势。供应链金融业务的风险可控，本质在于有效锁定供应链上各企业某类经营业务的现金流，将不同业务属性的现金流区隔开，从而实现风险隔离。而《信托法》虽然对于信托财产权属的转移没有明确，但对于信托财产的独立性原则却是明确的，从立法角度已经确立了信托财产独立于委托人、受托人和受益人的法律地位，并且在实践中，司法机关对于信托财产独立性也给予了肯定的态度。信托在供应链金融资产的财产独立性、破产隔离等方面独具优势。

（2）经营优势。我国金融业实行分业经营，唯有信托公司是唯一能够横跨货币市场、资本市场和实业投资领域进行经营的金融机构。也就是说，信托公司具有资源整合的天然条件，可以有效整合不同行业供应链企业及其他金融机构等业务资源。信托公司可以通过发放贷款、债权受让、收益权投资等多种模式满足供应链的上下游企业筹集资金、盘活存量资产、降低资产负债率、提高资金周转率等多样化需求。

（3）组织优势。相较于其他持牌金融机构，信托公司形成了高效、灵活及颇具



合力的组织形态。经历多次监管洗礼，现今的信托公司不仅日常运营紧张有序，而且能够根据新的形势变化和要求及时转型攻坚；组织结构相对扁平，展业没有地域限制，集约化的运作方式有利于迅速推进业务，形成合力。这些特征使得信托公司的产品创新能力强，创新速度快，进而能通过不断的产品创新满足不同类型的供应链融资需求。

（4）错位竞争优势。信托公司始终是银行等金融机构的有益补充。从交易对手来看，信托公司在经年实践中不仅积累了不少不同于银行的中小企业客户群体，也积淀了具有多层次多手段的风险控制体系。从资金端看，银行对于中小微企业的授信额度有限，且银行资金使用起来限制较多，往往很难满足中小微企业资金需求，实际融资成本也远远高于账面贷款成本，而信托资金用途则较灵活，成本也在企业可接受范围内。这些服务中小微企业的经验既能够助力信托公司丰富供应链金融的风险管控思路，也能够帮助信托公司行稳致远。

### 2. 信托公司开展供应链金融的劣势

信托公司因资金来源、研发不足、IT 投入不够、发展惯性等因素，也存在一些后天劣势。

（1）资金获取成本较高，利润空间有限或难以有效匹配。资金属性决定可开展的业务类型。相较于银行等金融机构，信托公司的资金获取成本较高，并且资金获取难度越来越高，而银行等传统机构在这方面有天然的优势。根据用益信托网显示，截至 2018 年 6 月末，集合信托的平均收益率已达到 8.03%，随后仍在上涨，而同期银行一年期贷款基准利率为 4.35%。对于供应链上本身已受核心企业挤压了利润空间的中小微企业来说，信托公司较高的融资成本使其望而却步，而银行等传统机构又“店大不缺客”，对于这类中小微企业维系动力不足且普遍惜贷，从而使得中小微企业的融资困境始终难以改善。

（2）行业研究深度不够，难以支撑业务发展。供应链金融业务的盈利性在于整体价值链提升而产生的超额回报。各类行业的价值链模式及其上下游企业经营模式各不相同。游离在行业之外，就不能找准行业价值链提升的关键要素，也就无法设计出行之有效的供应链金融服务。换言之，无法深度理解某个行业，就难以把握链条上各个控制环节的安全性，也就只能一单一单地积累风险控制经验，否则规模化带来的只是安全性的塌陷。信托公司在行业方面普遍缺乏深度研究，既有高端人才匮乏的因素，也有研发的导向性问题，如有些研究部沦为专业写材料的部门。



(3) 信息系统开发不够, 无法满足交易需求。供应链金融属于高频次交易型业务, 并且对管理效率要求较高。一方面, 信息流、物流是供应链金融中重要的风险控制环节, 通过信息系统对接供应链环节, 方可实时掌握贸易的信息流、物流信息, 提升风险控制能力。另一方面, 通过信息系统实现业务的标准化、自动化操作, 才能降低操作风险, 提高业务效率。目前信托公司普遍缺少信息系统开发投入, 导致信息化建设既无法与业务协同发展, 更无从谈起引领这一领域成为新的业绩增长点。但是, 我们也看到多数信托公司已经意识到 IT 系统建设成为制约发展的重要因素, 并已在紧锣密鼓地规划、实施相关建设。

(4) 盈利路径依赖, 业务开展动力不足。多数信托公司仍然难以脱离传统业务领域的红利, 一方面基于生存和业绩考核压力的考虑, 另一方面也是发展惯性所致。抛开盈利空间较高的传统业务, 可能在供应链金融业务领域深耕多年, 仍难有较多利润回报。根据调研情况, 已开展过供应链金融业务的 12 家信托公司, 在这一领域的利润回报还无法与传统业务领域媲美。短期不能在供应链金融领域取得可观的收益, 既有宏观方面实体企业盈利性下降的原因, 也有该业务发展必须有一段投入期的缘故。

综上所述, 信托公司开展供应链金融具有如下特色: 在资产端, 信托公司可依托制度优势, 运用横跨三大市场的经营优势, 通过灵活的交易结构设计、高效的组织机构响应, 与其他市场参与主体进行差异化竞争。在资金端, 信托公司资金的市场化属性, 可为供应链金融业务匹配合适的资金期限与灵活的资金用途, 多层次资金营销渠道也可以满足不同业务规模、业务类型的资金需求。

#### (五) 信托公司开展供应链金融存在的问题

由于国内的企业信用评价体系尚不健全、信息技术应用不足且普遍缺乏对接意识, 以及诸如中小微企业财务制度的缺失此类较不完善的企业形态等因素, 以致于信托公司开展供应链金融存在以下问题。

##### 1. 经营理念亟待转变

由于诸多金融机构仍秉承大客户战略, 目前供应链上核心企业已占据了市场上绝大部分的金融资源, 这种资源既包括扩产时融资的易得性及多家机构拼抢授信的信贷额度, 也包括日常经营生产中不正常的对中小微企业现金流的占用。央行行长易纲在 2018 年 6 月的陆家嘴论坛中提到, 我国小微企业贡献了全国 80% 的就业, 70% 左右的发明专利权, 60% 以上的 GDP, 50% 以上的税收, 市场贡献已远超大型企业,



政府也在逐步推行积极的政策大力支持中小微企业的发展，因此信托公司的经营理念也应根据宏观经济政策的变化及时调整。

### 2. 竞争定位亟待明确

目前信托公司开展的供应链金融业务实施范围相对有限，业务的发展仅集中在开发部分产品，类别十分有限。即便是银行类金融机构，虽然开展的供应链金融业务名称各不相同，但在业务模式、产品体系、服务内容、产业链选择等方面，也都大同小异，缺乏对不同产业链运行特点与内在规律的深入研究，导致同质化竞争严重。通常我们了解到的供应链金融业务都是以传统的贸易融资类产品为主，业务缺乏特色，缺乏产品体系有效的整合。

### 3. 组织保障亟待加强

目前由于业务开展有限，所以各信托公司内部普遍缺乏专门的供应链金融职能部门，功能设置相对分散。例如营销和管理等职能部门分散，彼此缺乏协调，无法形成统一的指挥，使供应链金融业务的整体竞争优势被大大削弱。另外，供应链金融业务处理流程缺乏规范化管理，导致决策链条长、审批环节繁多，降低了业务办理的效率；负责审查审批的队伍专业化程度不足，缺乏与供应链金融业务相关的专业团队，造成项目经理与风险经理及其他责任人的职责不明晰，业务实施的整体管控能力有待提升。

### 4. 信息系统亟待整合

目前供应链金融中信息技术的科技含量水平还存在一定的不足。供应链金融业务要求多方实现高度的物流、资金流链接和及时的信息共享，但是限于国内生产企业、物流企业和相关金融机构技术应用水平发展程度不均衡，无法将供应链金融业务有效整合到一个技术平台上，导致贸易环节和融资环节滋生额外成本，挤压了供应链金融业务各方的盈利空间。另外，各方在发展自身信息化技术时开放性不足，导致信息系统化对接难度较大。

### 5. 风控体系亟待完善

目前国内还没有建立起一套完整的信用评估体系，导致企业之间缺乏可靠的信用保证。大部分信托公司仍主要以融资信息的简单静态分析为主，导致供应链金融业务政策与业务发展目标不匹配；信托公司迫于人力和资金等资源的限制，无法独立地收集、调查和分析供应链中所有企业的相关数据信息，对供应链的整体情况缺乏全面准确地掌握；面对供应链融资企业经营方式或政策的改变，无法及时调整相应的金融



服务方案。这些局限无疑都增加了供应链金融业务的风险管理压力。

## 四、信托公司供应链金融业务发展策略

面对着快速发展的、潜力巨大的供应链金融市场，尽管存在诸如资金短板、产业挖掘深度不足、风控经验欠缺及核心企业依赖度高等困境，信托公司仍可凭借制度优势、备受认可的灵活性以及在某些领域长期积累的资源经验，乘着政策推动和技术进步的东风，结合自身优势精耕细作，在供应链金融业务领域走出可持续发展之路。本章中课题组尝试提出一些发展策略供展业参考。

### （一）业务策略与业务来源

在当前经营环境下，信托公司应将供应链金融纳入到全方位金融服务体系中。供应链金融并不是一项独立的业务，信托公司在展业时应注意加强供应链金融与其他业务之间的协同，以供应链金融为切入点，发挥信托的制度优势，综合运用股权、债权、股加债、证券化等方式，为供应链中核心企业及上下游提供一揽子金融服务。在具体展业过程中，信托公司应结合自身优势，制定有效的业务策略，围绕核心企业、中小企业以及同业机构或同步，或分步展业。

#### 1. 展业策略

考虑不同的发展阶段及战略定位，信托公司应根据自身所处的发展阶段、战略定位及风险管理能力选择有效的策略切入供应链金融业务领域。具体而言，信托公司可从以下四个维度入手。

一是从核心企业入手，通过锁定核心企业信用围绕核心企业上下游开展供应链金融业务。核心企业是供应链金融业务开发最直接和常规的切入点。结合核心企业降低采购成本或营销成本、提高供应链稳定性、提升资本市场表现等需求为切入口，信托公司可以协助核心企业进行供应链财务管理设计。一方面，信托公司可从老客户出发，开拓供应链业务合作，对于有改善供应链意愿的客户尽快寻找可运作项目，促成落地；另一方面，对于新客户或暂时没有改善供应链意识的老客户，营销客户时要带着供应链思维，深入了解客户在日常经营过程中所面临的供应链管理困境，探索更多切入合作的可能性。

二是从中小企业入手，通过整合特定行业里中小企业的共性需求，开发设计标准化程度较高的供应链金融产品。信托公司可从供应链上的中小企业入手，以中小企



业获取融资或降低融资成本、提高资金周转等为切入口。一方面，服务中小企业客户，通过合理管控风险获得溢价；另一方面，营销中小企业核心客户资源，如利用分销商融资以改善经营连续性的需求，营销其核心供应商，从中获取长期业务机会，帮助特定行业中企业稳定供应链及可持续发展。

三是从同业合作入手，积极开展同业合作，通过同业间资源及优势互补扩大客户群。在营销同业时，信托公司需要引导同业达成共识，即当前供应链金融市场仍需多方努力、共同推动、深入合作才有更广阔的空间。一方面，信托公司可从其他金融业务合作方入手，通过合理的激励机制安排，扩大供应链金融业务，如从合作方处找到其落地存在障碍的供应链项目，通过信托灵活的产品设计能力为企业实现融资。另一方面，信托公司可从为供应链提供管理服务的企业入手，利用其自有资金不足、杠杆率限制等，受让债权，进而共同营销客户。例如，与保理公司、金融科技公司等合作，信托公司通过管控保理公司、金融科技公司获取安全收益。

四是从建立资源生态圈入手，关注在线技术的发展，积淀跨市场资源整合能力，推动供应链金融业务发展。对于长期看好供应链金融业务但资源稀缺的信托公司来说，一方面可以加入同业新搭建的生态圈，如平安银行开发的 SaaS 系统，建立基于该系统的供应链生态圈；浙商银行开发的基于区块链的应收账款链平台等，另一方面可以通过梳理渠道、整合资源、吸纳人才、开发系统，搭建自有生态圈。生态圈或平台一旦形成乘法效应，业务规模便可以快速扩张。但这也是起步最难的一种策略。

### 2. 行业布局

开展供应链金融需要理解需求客户所在的行业。唯有此，才能设计出符合客户实际经营需要且不干扰日常经营活动的供应链金融产品，也才能通过合适的交易结构安排有效管控操作环节中可能出现的风险。而如何选择适合开展供应链金融业务的行业，信托公司可结合两个原则：一是选择产业或贸易链条较长、可大宗交易的产业链，二是选择波动能合理预测、上下游供销关系较稳定的产业链。在具体布局时，信托公司可以参考以下五个维度<sup>①</sup>：

第一，行业政策。国家产业政策及发展策略是决定行业发展前景及发展速度的关键因素，也是信托公司选择行业的首要依据。如党的十九大报告提出的“构建现代

<sup>①</sup> 王和俊：《金融机构介入供应链金融业务路径解析》，载《资管高层决策参考》，2018（7）。



农业产业体系、生产体系、经营体系”，信托公司如何能够更好地推动农业现代化发展是值得深入的课题。

第二，行业成长性。这一维度主要的判断指标是行业规模和行业盈利水平。只有具有一定的规模效益才能覆盖展业成本，信托公司可根据自身定位，综合考虑所需系统开发、渠道搭建等各方面成本来判断；行业盈利水平则需要深入理解行业运作规律后才能判断，可能未来盈利空间较大的行业在当前时点却亏损。

第三，获客渠道。在特定的行业中，获客渠道决定了获客成本，进而决定了信托公司的服务方式及盈利空间。是否能够在该行业构建稳定、可持续发展的渠道，降低获客成本，或利用信息平台，或找到某个“核心企业”作为抓手，就成了是否布局该行业的关键问题。

第四，风控能力。信托公司应关注自身在特定行业的数据获取能力、风险判断能力和风险控制能力。布局行业时，信托公司尤其需要谨慎介入那些自身不具备优势风控能力的行业，以免盲目介入后带来不可挽回的损失。

第五，数据基础。传统线下供应链金融往往依赖人工对信息的获取及处理。信托公司若想利用技术手段服务客户，还需要关注产业链条是否已积累了足量、可靠的数据，并且确保数据的可得性，比如信托公司能否接入客户 ERP 系统、是否有核心企业或交易网站提供批量数据等，如此才能利用信息技术手段扩大服务规模、提升服务质效。

### 3. 核心企业

如前所述，核心企业是供应链金融业务开发最直接和常规的切入点。常规来看，在核心企业的选择方面，信托公司应关注核心企业的主营业务是否健康，其在产业链中的地位是否强势，是否有一定的财务实力等等。那么，如何选择核心企业较易切入供应链金融业务，信托公司可秉承两个原则：一是选择主体信用评级高、经营状况好、对上下游控制力度较强的大型国企或行业龙头。二是选择管理规范、信息化水平较高、有意愿梳理和稳定供应链资源的企业。对于前一类客户，其上下游话语权弱，适合营销供应链金融；对于后一类客户，其供应链管理的客观条件与意愿均满足，愿意开展供应链金融。在具体选择核心企业开展供应链金融服务时，信托公司可以参考以下三个维度。

第一，盈利能力稳健的大型集团企业。集团型企业可以运用多种链接纽带引导、决策、影响旗下诸多企业的发展战略、经营方向、产品类型及市场定位，对产业经



济发展有着重大影响，这类企业相比其他企业有着诸多优势，如规模优势、结构优势、品牌优势和开发优势，因此，此类核心企业一般经营状况稳定，盈利能力较为稳健。

第二，行业占有率较高的龙头企业。龙头企业往往能够集中市场优势，得以充分发掘、整合行业内部资源，以求得企业向更高阶段发展，市场占有率提升机会大于普通企业。此类企业随着行业地位的抬升，能够集聚一群上下游客户，围绕该类企业开展供应链金融更加有助于供应链稳定及整体价值链的提升。

第三，管理规范、成长性较好的科技型企业。科技型企业应用新型技术使得产业链潜在价值得以发掘，在我国整体供应链升级过程中，该类企业也将逐渐成为未来的大型企业。借助新兴科技，这类企业的规模化效应尤其显著，可延展性强，值得信托公司长期跟踪服务。

### （二）业务模式与风险控制

绝大多数信托公司囿于管理半径小、地域约束、人手有限及 IT 系统开发不足等因素，难以介入涉及复杂、实时、高频的中后期管理类供应链业务模式。现阶段适合信托公司开展的业务模式主要有以下两种，一是应收账款信托，二是资产证券化信托。而预付款信托和存货质押信托是信托公司值得尝试的业务模式，各家信托公司可根据自身客观物理设施、资源条件及管理能力的选择性开展。鉴于前文已具体介绍各种业务类型，本部分将以案例的形式描述业务模式与风险控制要点。

#### 1. 应收账款信托

应收账款信托是指债权人向信托公司转让其应收账款取得融资，信托公司通过应收账款催收及管理回收本金和利息的信托。因操作环节较为简便，不涉及复杂的物流、信息流管理，应收账款信托是信托公司可以大力发展的业务类型，特别是以核心企业为应收账款付款方（即债务人）的反向保理模式。

（1）核心企业为债务人。以某信托公司发行的大型建筑集团反向保理模式信托计划为例，大型建筑集团的供应商与项目公司即原始债务人签订贸易合同，并且原始债务人已完成合同义务；供应商的应收账款形成后，保理商对供应商开展保理业务，协助整理应收账款；信托计划受让应收账款，并向保理商支付转让对价；保理商再行支付给供应商。项目公司走内部系统提交付款信息，大型建筑集团按期支付款项。信托计划按期分配信托收益，到期返还信托本金。具体交易结构如图 8 所示。

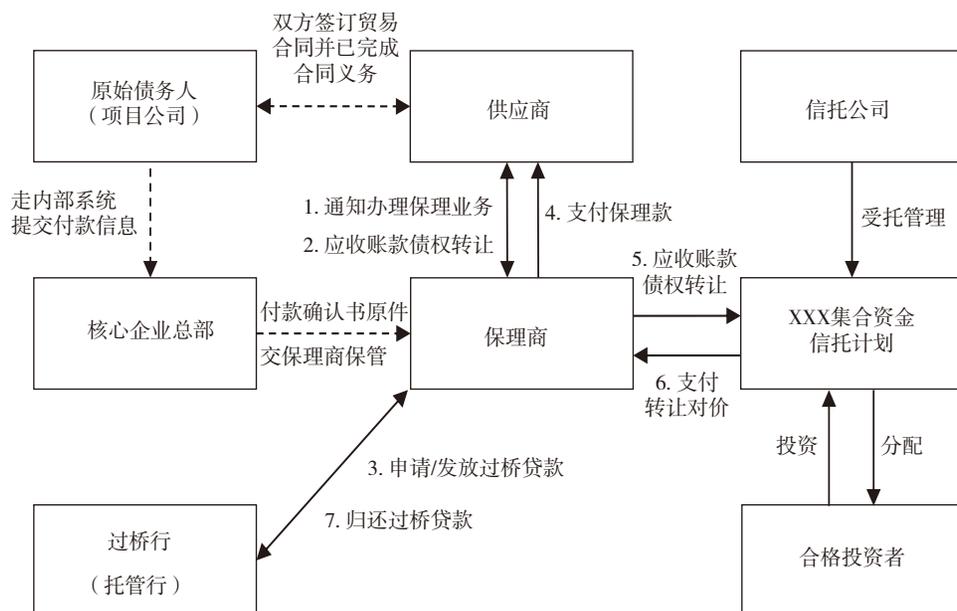


图 8 反向保理模式信托计划交易结构

该模式的操作要点有以下四个方面：

一是构建合理的融资成本分担机制。名义上的融资人为供应商，但核心企业递延账期产生的资金成本应由双方共担，核心企业的补贴有利于维系合作和开展业务，进而实现多方共赢。

二是选择与优质保理服务商合作。融资人多为中小供应商，贸易款项具有多、小、散、杂的特征，高效管理这些款项需要保理商具备较高的运营管理能力。

三是核心企业付款须无异议性。核心企业作为共同债务人具有无条件付款义务，且放弃了对商业纠纷的抗辩权。这样方可确保应收账款及其附属权利的合法有效性。

四是锁定资金流形成闭环。资金流闭环是业务风险管控的关键。信托公司应监管资金用途，并且核心企业回款应直接付至指定账户，以防止保理商挪用资金。

这种模式下，信托公司的风险控制关注重点为供应链下游企业即核心企业的还款能力、交易风险以及整个供应链的运作状况。该模式帮助中小企业克服了其资产规模和盈利水平难以达到银行贷款标准、财务状况和资信水平达不到银行授信级别的弊端，利用核心企业的资信实力获得了融资。

(2) 核心企业为债权人。在一对一模式下，以某大型工程类企业应收账款转让模式信托计划为例，核心企业与债务人之间的应收账款形成后，信托计划受让应收账款，并向核心企业提供融资；债务人到期支付货款，或是由核心企业到期回购应收账



款。信托计划按期分配信托收益，到期返还信托本金。具体交易结构如图 9 所示。

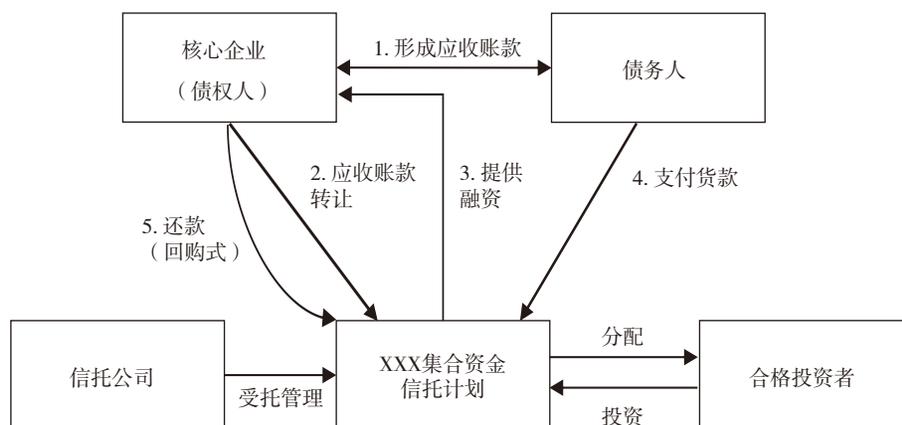


图 9 一对一应收账款转让模式信托计划交易结构

该模式的操作要点有以下三个方面：

一是应收账款确权，即债权转让需原债权人将债权转让行为通知到债务人才对债务人发生法律效力。在实际操作中，我们可以采用要求债务人在通知书回执上加盖公章的方式确保已通知到债务人；当然更好的方式是通过签署《债权债务确认协议》等三方协议的方式确认债权转让事宜并确认后续每笔债权的形成方式。

二是回款资金监管，视与债务人的协商难易程度，或是通知债务人变更回收款账户，或是安排原债权人账户过账转付，或是安排原债权人账户作为归集账户并进行监管。这三种方式监管效力递减，因此对债务人主体信用的要求是递增的。

三是确保应收款未来如期回款的保障措施，即在融资人未履行合同项下的供货义务或履行不足时，约定资金返还或差额补足。

这种模式下，核心企业的增信措施是必要条件，具体的增信方式视情况灵活设计。除此外，风险控制方面，信托公司还应重点考察债务人的还款能力以及信托公司对债务人是否有控制力，考察债务人是为了确保整个交易的安全性。

一对多模式下，以某贸易类企业应收账款资产池模式信托计划为例，核心企业与数家债务人的应收账款形成后，信托计划受让核心企业应收账款资产包，并支付转让对价。信托计划运行期间，信托公司定期梳理应收账款资产，不合格资产采用循环购买方式。信托计划按期分配信托收益，到期返还信托本金。具体交易结构如图 10 所示。

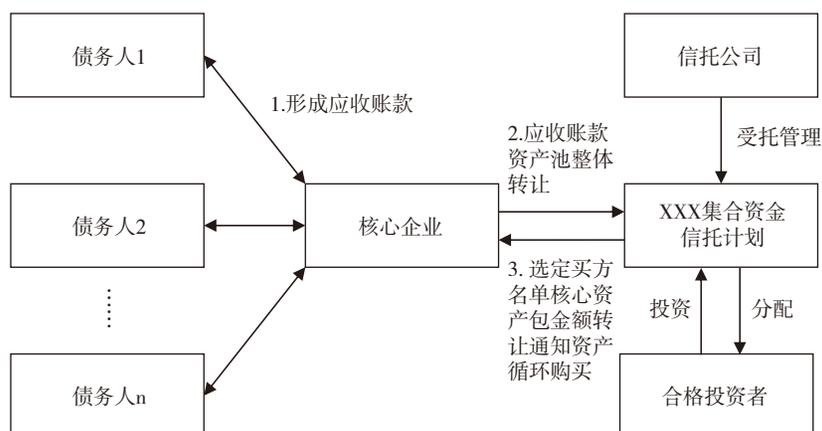


图 10 应收账款资产池模式信托计划交易结构

这种模式下，核心企业的增信措施也是必要条件。除此外，风险控制方面，信托公司还需严格定义资产入池标准、约束循环购买条件、对还款现金流进行合理测算及压力测试等。

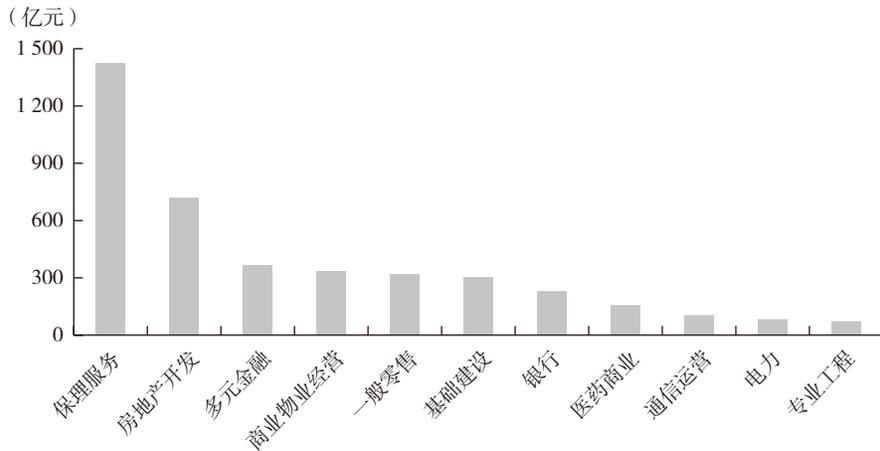
在应收账款确权方面，通常在强势的核心企业这里会遇到较大的阻力。由于核心企业话语权较强，其协助债权人进行确权的动力较弱，但确权仍是开展此类业务的重要风险控制基础。可以协商的方式是在确权不存在法律瑕疵的情况下，尽可能地减少核心企业的工作量，营销其配合；或是采用其他增信措施安排确保资金流的闭环。

纵向比较各类参与主体，与银行相比，信托公司交易方案设计灵活、审批流程，资金到位速度快；与保理公司相比，信托公司净资本规模大，业务空间大。随着供应链金融服务机构业务融合的趋势加强，一单风险可控、收益可观的供应链金融业务可能需要信托公司、银行及保理公司的共同参与，各方分工合作，合力为实体企业提供切实有效的投融资服务。

## 2. 资产证券化信托

资产证券化信托是指信托公司以原始权益人或发起人所持有的基础资产为基础，帮助原始权益人或发起人在银行间或交易所市场发行资产支持票据或资产支持证券的信托。资产证券化是值得信托公司大力开发的业务类型，并且 ABN 市场是信托公司具有 SPV 身份的市场。目前证券化市场较多是以应收账款为底层资产的证券化产品。根据 Wind 数据，截至 2018 年 6 月末，在沪深交易所、银行间市场以应收账款为底层资产发行的各类证券化项目累计 397 个、4 650.90 亿元。

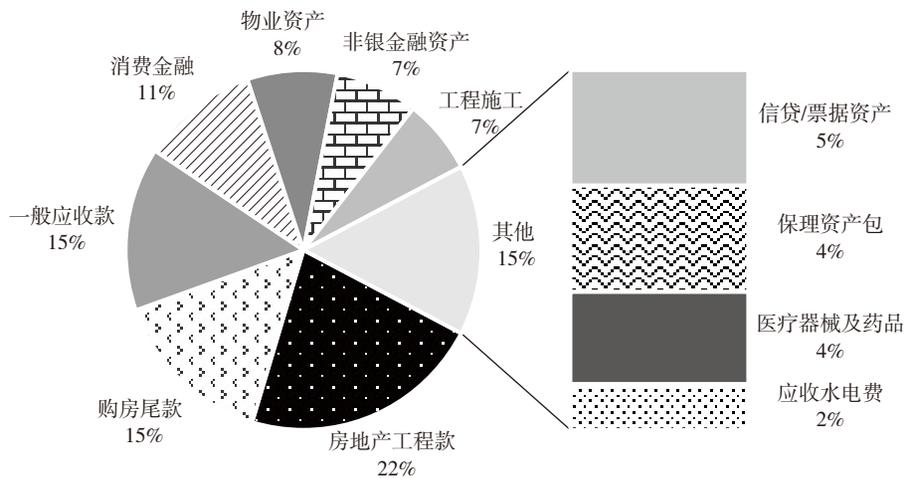
从行业分布来看，保理服务、房地产开发、多元金融、商业物业经营、一般零售、基础设施建设、银行、医药等 8 大行业占据全部发行规模的 80% 以上。



数据来源：根据 Wind 数据整理。

图 11 应收账款资产证券化现有发行情况的规模行业分布

从底层资产类型来看，房地产工程款、购房尾款、建筑工程款、消费分期、物业资产五大类底层资产发行规模超过 3 250 亿元，其中房地产工程款 1 015 亿元，主要通过反向保理形式发行。



数据来源：根据 Wind 数据整理。

图 12 应收账款资产证券化现有发行情况的资产类别分布

根据核心企业角色不同，信托公司开展应收账款资产证券化可分为三种模式：

一是核心债权人模式，即应收账款的债权人具有雄厚的实力背景，持有大量应收账款，为优化财务报表或融资需求而进行证券化。其中，以央企、国企为代表的债权人主要为满足出表需求，有以集团为原始权益人的，集团负责归集旗下数家子公司的应收账款并打包作为基础资产；有以集团旗下数家子公司作为联合原始权益人的，



将其应收账款打包作为基础资产。而以京东等电商平台为代表的应收账款 ABS/ABN 则主要是为了满足融资需求。

二是核心债务人模式，即应收账款的债务人具有雄厚实力背景，由核心债务人为应收账款 ABS/ABN 提供信用支持，主要以反向保理应收账款证券化为代表。

三是核心担保人模式，即应收账款的担保人具有雄厚的实力背景，主要以银行信用为担保的应收账款 ABS 为代表。其基础资产为企业所拥有的各种应收账款债权（贸易应收账款、工程应收账款等），其特点在于就每一笔应收账款债权而言，都有银行为其提供信用保证。

对于核心企业来说，资产证券化模式降低了全链条融资成本，提高了市场竞争力；降低了信用额度占用，还可赚取信用利差。对于上下游企业来说，资产证券化模式开辟了新的融资渠道，降低了对传统银行信贷依赖，并且资金使用更灵活。对于金融机构（银行/保理/租赁）来说，既可盘活存量资产，通过结构化产品实现资产出表，优化资产负债结构；又可变融资为投资，降低业务风险；还可通过市场化低成本资金，提升业务收益。对于投资人来说，这类产品期限灵活，满足了多元化投资需求；核心企业主体信用与结构化分层相结合，避免集中投资风险，风险收益更加匹配。

依托《信托法》赋予的制度优势，信托公司在资产证券化业务中拥有不可或缺的风险隔离角色，是重要的参与方，信托公司开展供应链金融资产证券化业务的空间广阔。同时，信托公司还可通过开展资产证券化业务，反向寻找适合证券化的供应链金融资产，发展前端的 Pre-ABS 业务。

### 3. 预付款信托和存货质押信托

预付款信托和存货质押信托是信托公司可以尝试的业务类型。这两种模式对信息化程度和过程管理要求较高，都需要融资人、核心企业、物流企业以及金融机构的多方配合。现阶段，在没有信息系统支持的情况下，信托公司可以尝试基于数据交易平台的去中心化模式。这种模式不存在核心企业，数据交易平台依托物流、商流、信息流的整合能力提升供应链整体债项信用水平。未来信托公司可基于自身的信息化建设情况逐步介入预付款信托和存货质押信托。

以某交易平台上的中小企业预付款信托计划为例，该交易平台的电子交易规模为行业第一位，是行业内多数企业的交易和信息服务平台，具备监督平台内企业交易、保管货物、资金回收和逾期处置的能力。交易平台能够全程监督管理融资人交易的真实性、合法性并负责按时回收融资本息。并且，在信托计划的结构设计上，交易平台



还可以通过认购劣后级的方式为优先级投资者提供保障。

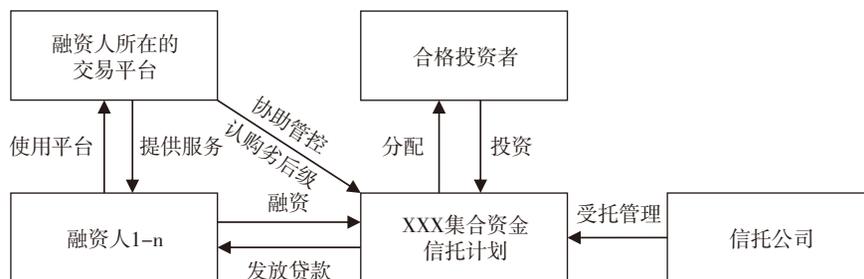


图 13 数据平台去中心化模式信托计划交易结构

该模式的操作要点有以下四个方面：

一是质押担保。在该交易中，融资企业以其拥有的存货或货权提供质押担保。

二是信息流掌控。信托公司依托融资人所在的交易平台来监控融资企业在平台上交易的全部信息。

三是质物保管及处置。由交易平台提供质物的仓储、物流等保管服务，提供质物盯市、变卖等处置服务。信托公司免于介入复杂的中后期管理事项。

四是交易平台提供增信。根据交易平台的主体信用等级或是提供担保，或是回购，还可以通过认购资金端劣后级的方式等提供增信。

归纳而言，适合开展这类业务的数据平台应具有以下特征。

一是平台控货和处置能力强。即此类平台应具备如下能力：具有行业龙头地位，市场认可度高；对行业内物流、商流、信息流把控能力较强；对现货进行盯市和管理，具有平台内货物处置等资源调配能力。

二是质押货物保值能力强、易处置。即此类货物一般具有以下特征：通用性强，不至于换个场景就无法使用；有成熟市场，变现能力强；有明确的市场价格，便于盯市管理；质量稳定，不易变质和损毁。

伴随各行业发展成熟度以及供应链服务平台的成长，目前各行业均涌现不少交易平台，信托公司可以各行业交易平台中的龙头企业合作，逐步深入各类行业，一方面可获取业务收入，另一方面，有利于累积行业的贸易数据资产，储备深入开展该行业的供应链金融所需的业务经验。

总体而言，当前阶段供应链金融业务的风险控制重点仍在于前端的业务梳理、方案设计及客户选择上，战略上重视供应链金融业务，但在战术层面仍应谨慎对待每一单项目，不应为了推进项目而牺牲风险控制的基本原则，确保项目安全落地更为重要。



唯有在业务发展初期，积累一段时间的业务经验及利润后，方有中后期资源投入的可能性。

### （三）运营保障支撑体系

供应链金融业务通常要处理大量的信息流、物流和资金流信息，业务的有效实施离不开良好的运营保障支撑体系。

#### 1. 组织架构与人员配备

供应链金融业务的发展需要信托公司内多个部门的共同协作与分工。信托公司应考虑与业务发展相匹配的组织架构与人员配备。这既包含日常业务流程如何处理的组织安排，也包括从事供应链金融的专业人员的配备。在业务发展初期，尚可与其他业务一视同仁、一司多职，一旦规模发展后，若组织架构与人员配备不合理，既妨碍业务推进效率，也影响中后期管理的安全性。

因此，在业务稳定发展后，信托公司应设置专业部门专司其职。目前数家信托公司已设立专门的供应链金融部门，如英大信托设立有供应链金融业务部；陆家嘴信托于2017年设立租赁保理部，拓展以租赁、保理为基础资产的供应链业务，主要发行以融资租赁车辆抵押贷款为底层资产的租赁保理项目。

#### 2. 激励约束机制

信托公司应在发展初期就对该类业务设置恰当的激励约束机制。供应链金融业务因其培育期较长，虽服务深入后客户黏性强、规模化利润可观，但早期投入产出比较低，甚至多年广种薄收。

一方面，良好的顶层设计既有利于信托公司内部该类业务运行机制的建立，也是激励和约束后续业务发展的重要手段。另一方面，合理的人事薪酬既能集聚该领域的专业人才，也能通过补偿机制保证人员稳定性。

具体措施方面，信托公司可考虑给开展该业务的部门一段时间的宽松期，在此期间，业务人员无需承担业绩压力；或者某行业的供应链金融业务，在考核收入时加倍计算；相关人员考核加分，或在升职、加薪时予以重点考虑等。但同时也要加强约束，一旦出现风险案例，将对相关责任人予以处罚等。

#### 3. 信息科技应用

目前供应链金融正朝着网络化、扁平化方向发展。物联网、区块链等新技术的接入，将有效融合上下游长尾业务与核心企业头部业务，加速线上线下场景融合，实现特定行业下的系统化风控应用与数据批量处理，高效解决人与人、物与物之间的联



系问题，推动线上供应链金融业务大踏步向前。信托机构应积极关注相关技术发展，必要时提前做好系统与技术支持。

信托公司还需关注企业供应链管理的优化升级，争取尽快实现信息化、智能化的系统对接，大量地减少中间操作成本，提高信息获取与分析效率，从而更好地为企业服务，并且实现对业务风险的有效管控。同时，在供应链金融业务开展过程中，信托公司也要重视与智能化管理配置机构的业务合作，为企业输出供应链服务管理方案，实现金融业务对实业发展的全方位支持。

#### （四）展望与建议

供应链金融未来的发展前景，应向贸易更顺畅、信用更可靠、法律更规范、IT 手段更发达、物流基础设施更完善这些方面推动。供应链上的交易更透明，可视度更高，交易更快速、更高频，从而资产周转速率更高，实体商业发展才会变得更繁荣，由此才会使得适应和支持这些商业的信托公司发展更蓬勃。

在风险控制方面，除了核心企业信用，确保交易真实性、票据真实性、货物真实性仍是供应链金融控制业务风险的关键因素，未来供应链金融有望通过金融科技赋能，比如在交易真实性方面，金融科技里的爬虫技术，可以从多种渠道获取交易相关信息，并结合自然语言处理和规则引擎进行判断，降低欺诈风险。此外，交易真实性还可以通过风控模型进行更加全局的监控。风控模型结合规则引擎，从多种数据源汇集不同维度的数据，从而判别交易是否存在异常行为；在货物真实性方面，物联网传感器和机器视觉方面的金融科技，从感知层面监控货物的物理状态，同时通过智能算法对货物的形态、移动、轨迹、位置等维度进行估计和测算，针对异常第一时间主动推送警告，赋予债权人在仓储监控和物流环节 24 小时全天候无人监控的能力；在票据真实性方面，机器视觉技术可以自动识别不同的证件和票据，通过自然语言处理智能化分档归类；通过 OCR 识别技术可以提取票据和证件中的结构化信息，减少人工操作，提高效率。同时，区块链技术也被越来越多的商业银行采纳，作为供应链金融方面主流落地产品的技术支持。随着法律法规的日渐完善，可以预见区块链账本将会被司法机关广泛采纳作为法律证据，进一步降低相关企业在商业纠纷中维权取证的难度和成本。

为推动信托公司供应链金融业务的发展，课题组尝试提出以下建议：

##### 1. 加快推进金融大数据标准相关制度建立与实施

金融行业是信息密集型、知识密集型和价值密集型行业，信托公司在经营过程中与整个社会各行业构成了巨大的交织网络，沉淀了大量数据。大数据的深入应用能帮



助信托公司从海量数据中发现价值，更有效的服务供应链实体企业。但同时，大量的数据在脱离数据所有者的控制范围内活跃着，面临着如何对数据使用者授权，如何保证数据共享、融合等过程中的保密性、完整性和可用性（CIA），以及在新的技术路线下如何保障系统的安全性等问题。针对这些问题，需要制定体系化的、操作性强的标准规范，既保障金融大数据战略的稳步实施，也帮助信托公司识别风险、加速创新、推动信托行业健康发展。

为此，提出以下建议：第一，由中国人民银行牵头建立金融大数据标准相关制度，完善法规制度建设；第二，加强大数据产业支撑力度。当金融机构为企业提供金融服务时，由数据监管部门授权为金融机构提供较宽范围的企业金融数据使用权限；第三，建立行业数据信息公有库，能够为信托公司开展供应链金融业务提供有效的行业数据参考。

## 2. 构建运营管理支撑体系助力中小微企业稳健发展

一方面，中小微企业虽然有订单、有市场，但由于“缺信用”“缺信息”“缺抵押”，相对于大中型企业，贷款成本高、风险大，金融机构想服务也往往力不从心。针对信用、信息不足的问题，现阶段即使通过供应链金融的交易结构设计，仍需要上下游的核心企业配合，否则难以确保相关风险得到有效保障。而纵观国外成熟供应链金融发展模式，多是因为信息流的有效性和完备性。

为此，建议：第一，建立中小微企业信用数据库等公益平台；第二，提取中小微企业的“数据画像”，包括不限于信用数据、经营信息、行为特征等，从圈层分布、地域分布、股权结构、KPI分析等多个维度；第三，对企业经营行为进行特征分析和风险监控，并持续更新“数据画像”；第四，完善风险定价机制。基于信用数据库，引导金融行业应用标准风险定价模型，尝试为不同级别的中小微企业评分，根据评分提供匹配的融资利率。

另一方面，中小微企业普遍存在企业管理不规范、财务制度缺失、内部控制不健全、合同管理不规范、人员素质差、信息技术落后等问题，这些问题通常阻碍了中小微企业取得供应链金融服务的机会。为此，建议开展中小微企业管理制度“扶贫”工程，帮助中小微企业强化企业管理意识，树立正确的财务管理理念，完善各项管理制度，加强管理人员的培训，学会现代企业管理知识。

## 3. 给予信托公司供应链金融业务一定的政策扶持

信托公司目前发展供应链金融仍以应收账款信托为主，主动管理的规模和能力



尚不够强，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，信托在供应链金融领域与银行是直面竞争，银行等传统金融机构在资金成本、资金获取方面具有天然的优势，而信托公司的资金获取成本较高，并且资金获取难度越来越高，同时还面临着严格的投资人监管要求。如信托产品的投资人首先必须是合格投资者，同时，集合信托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。

基于以上困境，我们建议监管部门在统一的大资管监管框架下，对于信托公司发展供应链金融业务给予一定的鼓励和扶持，如在有效控制风险的前提下，适度放松对供应链金融信托投资者的监管要求，降低发行端门槛；在税收缴纳等方面给予信托公司发展供应链金融信托一定的优惠。

#### 4. 推动商业承兑汇票相关管理制度及配套设施完善

商业承兑汇票是生产型企业、贸易类企业中常用的支付结算工具。对于供应链条上的中小企业来说，往往因为回收资金为商业承兑汇票，且账期较长，而出现流动资金紧张，产生融资需求。而信用等级高的大企业签发或背书转让的商业承兑汇票回款能力较强。同时，人民银行对 100 万元以上的商业承兑汇票须采用电子票据的管理规定，也极大地降低了因伪造、变造票据而带来的商业风险。

目前信托公司在操作商业承兑汇票上存在诸多障碍。比如，在合规性上，直接受让商业承兑汇票，有可能触及《关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》（银监办发〔2012〕70 号）关于信托公司不得与商业银行开展各种形式的票据资产转让业务的监管规定，因此，目前与票据相关的证券化产品均没有出现以票据债权作为基础资产的情况；再比如，信托公司接受票据质押的情况下，商业银行现有票据系统不能接受信托公司成为质权人。这些障碍直接影响信托公司所有涉及到票据的供应链金融业务的交易结构和风险控制手段的设计，也间接导致许多手持商业承兑汇票的中小微企业无法取得信托融资。

基于以上障碍，提出以下建议：第一，在监管层面明确银行承兑汇票和商业承兑汇票参与主体的范围，明确信托公司可以参与实体企业商业承兑汇票相关的投融资业务，以及因此类业务而与开票行发生的合作都属于合规的业务范围；第二，在立法上完善票据的无因性理论，同时建立和完善能够确定应收账款与商业票据之间联系的公示制度，避免出现一物二卖的可能性；第三，完善电子商业汇票系统（ECDS）功能建设，使信托公司等非银金融机构能够合法作为票据当事人的权利可以在该系统中



实现操作来体现。

#### 5. 健全存货担保融资相关登记制度及配套设施完善

2013年的上海钢贸诈骗案对供应链金融业务震动较大，数家主力监管企业都出现风险事件。之后涉及大宗商品存货质押的供应链业务大幅收缩，至今各家金融机构仍不敢轻易介入。同时，中小型的民营仓储公司迅速发展，中小型的担保公司、期货公司、资产管理公司等陆续进入这一领域，虽然数量较多，但经营规模普遍较小。担保存货管理的问题集中暴露，但存在的问题仍然没有得到解决。

基于此，提出以下建议：第一，完善存货担保融资的相关登记制度，明确要求存货担保融资应当登记公示，并要求在担保存货管理合同专门规定。第二，建立担保存货管理的专业性的统一标准，对担保存货的仓库技术、仓储作业、仓储服务与仓储从业人员资质等方面的标准，满足管理担保存货的要求。第三，对担保存货管理这一特殊仓储业态设立监管部门，并完善相关行政许可制度、企业备案制度，对从事担保存货管理的企业划定明确的资质条件要求。

#### 6. 推动信托公司建设与供应链金融业务相匹配的业务系统

由于供应链金融业务与实体企业具体运营关系密切，无论是交易结构中的风险控制手段设计还是业务中后期的运行管理均与信托公司传统的投融资类业务有所不同。对于信托公司而言，这种深入实体经济运营的业务带来的挑战还在于不同的行业，其运作方式和规则不同，同一个行业的不同企业，其管理和控制水平不一。

基于此，提出以下建议：第一，面对多种多样且充满活力的实体经济，信托公司应当深耕与自身风险偏好和管理能力相适应的行业，培育或引进相关人才，在特定领域做深做透；第二，面对科技与信息技术高速发展的当今时代，信托公司应当拥抱新技术手段，利用区块链技术、电子数据交换和企业管理系统等完善资产筛选及中后期管理手段；第三，面对实体企业多样化的金融需求，提高金融服务的效率和附加值。

## 参考文献

- [1] 宋华：《供应链金融》，北京，中国人民大学出版社，2016。
- [2] 雷蕾：《供应链金融理论综述与研究展望》，载《华东经济管理》，2014（6）。
- [3] 张诚、李晓翠：《国际供应链金融模式与流程创新研究》，载《南方金融》，2015（3）。



- [4] 谢世清、何彬：《国际供应链金融三种典型模式分析》，载《经济理论与经济管理》，2013（4）。
- [5] 谭军、杨慧：《信托在供应链金融中的应用探讨》，载《管理研究》，2013（3）。
- [6] 吕达因：《信托公司从事资产证券化路径研究》，北京邮电大学学位论文，2018。
- [7] 王和俊：《金融机构介入供应链金融业务路径解析》，载《资管高层决策参考》，2018（7）。
- [8] 国信证券：《2016 年供应链金融投资策略》，2016。
- [9] 中泰证券：《供应链金融行业深度报告》，2018。
- [10] 天风证券：《区块链：携手供应链金融共创新蓝海》，2018。
- [11] 中金公司：《供应链金融及其证券化》，2018。
- [12] 中泰证券：《供应链金融行业深度报告》，2018。
- [13] 联讯证券：《供应链金融手册》，2018。
- [14] 网贷天眼：《2016 互联网 + 供应链金融报告》，2016。
- [15] 信和研究院：《供应链金融及商业模式案例研究报告》，2018。
- [16] 易宝研究院：《2018 年供应链金融行业发展趋势研究报告》，2018。



中国信托业协会（以下简称“协会”）自 2012 年组织开展信托业专题研究工作已历时七年，共出版《信托业专题研究报告》七册，研究报告 112 篇，研究成果涉及行业监管、行业发展、公司治理、业务创新等诸多领域。信托业专题研究工作有效地引领和推动了行业研究工作的开展，其成果为监管部门制定行业监管规则提供了重要参考，也为信托公司加快创新转型提供了新的思路和探索路径。

2018 年是贯彻党的十九大精神的开局之年，受宏观经济运行和金融监管环境变化的影响，信托业的监管政策、经营环境、竞争格局和风险状况等方面也在发生深刻变化。面临上述新挑战与新机遇，信托业要更加坚定地立足服务实体经济，回归信托本源，创新业务模式，防控金融风险，借力金融开放，运用金融科技，以谋求信托业务的有效转型与长效发展。基于此，2018 年的专题研究紧密契合国家政策导向和当前热点、焦点问题，就资管新规背景下的转型发展、绿色信托、参与长租公寓市场的业务模式、受托人责任认定、风险管理智能化探索等课题开展研究，为行业发展转型提供了重要参考。

2018 年，协会在各信托公司提出上百个拟研究课题选题的基础上，经信托公司初选、行业研发领导小组最终遴选，确定了 12 个行业重点研究课题。同时，协会充分发挥行业研发领导小组的作用，为每个课题安排了指导专家，对课题组专题研究报告的调研、撰写以及修改等内容提供指导。各课题组也加大了对课题研究的重视与投入，多方引入相关专家、机构加入到课题的研究工作，通过调研、座谈、撰写、修改等环节，切实提高了课题报告的质量与深度。最后，经过课题组成员的现场答辩和行业研发领导小组专家的评审，评选出 10 篇有代表性的报告，汇编成册。2018 年的行业课题研究工作也得到了中国银保监会信托部的悉心指导，以及全体会员单位的大



力支持和积极配合，在此一并感谢！

下一步，协会将继续深入学习、宣传、贯彻党的十九大精神，继续凝聚行业智慧，整合业内外资源，努力探索信托业研究工作的可持续发展方向，为助推中国信托业持续健康发展尽绵薄之力。

因时间有限，难免有错漏之处，恳请批评指正。

中国信托业协会行业研发领导小组

2018 年 12 月