

信
托
业

报
告

2019 年专题研究

TRUST SECTOR RESEARCH REPORT 2019

中国信托业协会
编

《2019 年信托业专题研究报告》评审专家

中国信托业协会行业发展研究专业委员会

主 任：姚江涛

副主任：周瑞明 王道远 蔡概还

委 员：张树忠 伊力扎提 苏小军 刘景峰 陈 赤

顾 攀 宁晓龙 张丽平 周小明

目录

Contents

壹、服务信托业务研究——业务类型、功能定位与前景展望	1
课题牵头单位：中信信托有限责任公司	
贰、服务信托分析框架研究——范式创新与行业转型	55
课题牵头单位：中航信托股份有限公司	
叁、信托业务发展创新年度报告(2018—2019年)	123
课题牵头单位：中诚信托有限责任公司	
肆、信托公司财富管理业务体系发展研究	201
课题牵头单位：陕西省国际信托股份有限公司	
伍、信托公司信息安全管理建设研究	277
课题牵头单位：平安信托有限责任公司	
陆、信托公司与慈善组织合作机制研究	327
课题牵头单位：百瑞信托有限责任公司	
柒、信托公司债券承销业务创新研究	373
课题牵头单位：上海国际信托有限公司	
捌、信托公司资本市场业务研究	421
课题牵头单位：广东粤财信托有限公司	
玖、信托公司与银行理财子公司的竞争与合作	477
课题牵头单位：交银国际信托有限公司	
拾、信托公司固有资金资产配置与投资管理研究	515
课题牵头单位：江苏省国际信托有限责任公司	
后记	563



服务信托业务研究 ——业务类型、功能定位与前景展望

课题牵头单位：中信信托有限责任公司

课题指导专家：宁晓龙

课题组成员：

王道远 周 萍 张明玺 闫 旭

刘天启 鄢晓璠

徐学涛 靖东晓

陈 进

王和俊 冯露君

郭蕊华

尹小兵

中信信托有限责任公司

华能贵诚信托有限公司

交银国际信托有限公司

百瑞信托有限责任公司

云南国际信托有限公司

安信信托股份有限公司

华润深国投信托有限公司



摘要

2018年8月,中国银保监会信托部下发的《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》明确公益(慈善)信托、家族信托不适用于资管新规,为后续服务信托概念的提出做了铺垫。2018年末,中国银保监会在中国信托业年会上提出“信托业务坚持发展具有直接融资特点的资金信托,发展以受托管理为特点的服务信托,发展体现社会责任的公益(慈善)信托”。官方首次提出“服务信托”概念,暗示服务信托不同于资金信托。本研究旨在进一步明确服务信托的定义与内涵,总结境外的信托发展历程与实践经验,探索中国服务信托的功能定位、业务类型及商业前景,并提出相关的政策建议。

通过对英国、美国、日本与中国台湾地区服务信托的发展历程与业务结构的剖析,本研究总结出三点发展启示:一是服务信托在社会经济发展到一定阶段才成为主要信托业务,二是规模较大的服务信托业务包括证券投资服务信托、有价证券信托、养老金/年金信托、资产证券化信托,三是服务信托业务经营机构往往最终形成寡头垄断的市场格局。

本课题认为服务信托的功能应定位为维护社会诚信与公正,深入具有商业场景的金融受托服务。基于信托的商业属性,服务信托业务可划分为四大类:一是牌照型服务信托,二是代理型服务信托,三是交易型服务信托,四是混合型服务信托。服务信托的运营保障体系应从组织架构、模块化运营系统、流程与授权机制、人员素质等方面进行完善。针对中国既有的金融机构与监管格局,证券投资服务信托、年金/养老金信托、资产证券化信托、家族信托这四类服务信托具有较好的商业前景。

服务信托业务的发展壮大需要监管机构、信托行业与信托公司三个层面给予大力支持,为此本研究从信托财产登记制度、信托税收制度、保障基金缴纳、企业年金资质、受托文化建设、统一收费公约、IT能力建设、考核激励等方面提出相关政策建议。

关键词: 服务信托 业务类型 功能定位 前景展望



目 录

一、服务信托的研究价值与定义构想	6
(一) 服务信托的产生背景	6
(二) 服务信托的研究价值	7
(三) 服务信托的定义与内涵	8
二、境外服务信托的主要实践与启示	9
(一) 美国、日本及中国台湾地区服务信托业务概况	9
(二) 境外典型服务信托业务实践	12
(三) 境外服务信托的发展启示	18
三、中国服务信托的业务实践与发展障碍	19
(一) 中国服务信托的发展概况	19
(二) 中国服务信托的典型业务实践	21
(三) 不同机构的类服务信托比较	29
(四) 信托公司服务信托的发展障碍	34
四、服务信托的业务类型与运营保障	36
(一) 信托服务功能的定位	36
(二) 服务信托业务的主要类型	36
(三) 服务信托业务的商业价值	37
(四) 服务信托业务的参与方责任界定	38
(五) 服务信托业务的运营保障	40
五、具备商业前景的服务信托业务展望	44
(一) 证券投资服务信托	44
(二) 年金 / 养老金信托	45
(三) 资产证券化信托	47
(四) 家族信托	49
六、促进服务信托业务发展的相关建议	51



(一) 监管政策层面 51

(二) 信托行业层面 52

(三) 信托公司层面 53



一、服务信托的研究价值与定义构想

（一）服务信托的产生背景

2018 年末中国信托业年会上，中国银保监会首次提出服务信托的概念。服务信托的产生既是社会经济发展的需要，也是监管部门理清监管思路的需要，更是信托公司探索业务转型发展的需要。

1. 社会经济生活中受托人缺失现象广泛存在

当今社会消费形式日益多样化，各种预付款、押金、保证金等财产保管的场景普遍存在，比如，共享单车押金、美容美发、餐饮娱乐、房产预售等各种预付款保管，社区维修基金保管，税费缴纳代办等财产代保管与代缴，二手房交易保证金和 B2B 贸易保证金保管等。由于缺乏独立的第三方来负责资金的监督与管理，多数情况下用户资金直接转到商户开设的银行账户中，商家卷款跑路、挪用资金等事件屡见不鲜，严重侵害消费者或买卖双方的合法权益。信托公司凭借良好的社会声誉与信托制度的破产隔离功能，是这类商业场景中比较理想的受托人。

2. 监管机构引导信托公司实现转型发展

2018 年 4 月，资管新规正式出台，明确统一监管标准、规范非标投资、打破刚性兑付，信托通道业务面临萎缩；在中央“强监管、去杠杆”的政策引导下，政府融资平台信托与房地产信托业务相继受到冲击。截至 2018 年第四季度末，信托资产余额为 22.70 亿元，较 2017 年第四季度同比下降 13.50%，自 2011 年以来首次出现规模下降，同时 2018 年信托行业整体业绩有所下滑。在这样的背景下，监管部门开始思考与规划信托业的发展方向，强调行业回归“受人之托、忠人之事”的信托理念，并提出“信托业务要坚持发展具有直接融资特点的资金信托，发展以受托管理为特点的服务信托，发展体现社会责任的公益（慈善）信托”。2019 年 8 月中国银保监会下发“64 号文”，传达下半年监管重点为“去通道、控地产，优化结构”，提出要支持信托机构积极培育以受托管理为特点的服务信托，以及体现社会责任的公益信托，推动信托在财富管理、财富传承、慈善救济、社会稳定等方面发挥积极作用。

3. 信托公司拓宽展业范围的内在动力强烈

2018 年末，全行业信托资产规模出现近 8 年来的首次下降，全年整体经营业绩有所下滑。在传统融资业务不断受限的背景下，信托公司积极挖掘其他信托功能，拓宽展业范围的内在动力强烈，资产证券化、证券投资服务信托、员工持股信托、家族



信托等服务信托业务的关注度日益增加。随着金融科技与互联网技术的快速发展，消费信托、资金清结算等服务信托业务需求呈现上升态势。以信托关系作为法律保障，以信托账户作为基本工具，以互联网与金融科技作为技术支撑，信托公司正积极探索为客户提供多样化的财产保管及其衍生服务。

（二）服务信托的研究价值

1. 理清服务信托的制度障碍

目前服务信托处于研究探索阶段，涉及的业务类型广泛，属于一种新业务分类口径，制度体系建设还存在诸多不完善之处。首先，服务信托的开展围绕信托账户，即对客户开展的各类金融或非金融活动进行全面管理的“超级账户”，保证过程翔实、可追溯，真正实现对信托财产的有效保管。然而，监管部门还没有建立信托账户的制度安排。其次，服务信托依托于信托法律关系，信托财产独立性是开展服务信托的基本条件，而信托财产登记制度缺失。最后，在服务信托业务中，信托公司不提供投资理财或融资决策，但需要与主动管理信托产品一样缴纳保障基金。重视对服务信托的研究有助于推动制度体系建设不断完善，扫清服务信托展业中的制度障碍。

2. 构建服务信托的业务体系

服务信托是信托公司转型创新的重要方向之一，但对服务信托的定义与内涵尚未达成共识，有关服务信托的经验分散且缺少主线，从业者只能从既有行业经验推断哪些业务属于服务信托，对服务信托的概念和应用领域缺乏全面而清晰的认知，往往引来的是效仿而非创新发展。因此，关于服务信托的研究对于构建服务信托业务体系、指导信托公司业务开展具有重要意义。首先，可帮助信托公司了解服务信托的基本要素，比如，什么是服务信托？服务信托的基本定位？服务信托的业务类型？每一分类下都包含哪些商业场景？其次，提供服务信托优秀案例，指导信托公司业务实践。通过研究境内外服务信托主要业务类型与发展经验，总结服务信托的业务框架，为信托公司布局服务信托提供经验参考。最后，指导信托公司加强业务能力建设。（1）构建适应服务信托发展的组织架构。服务信托对运营管理能力要求高，需要加强人员配置和岗位设置。（2）加强提高服务信托运营能力的 IT 建设。多数服务信托业务具备普惠金融的属性，信托公司需建立强大的 IT 中心，通过信息技术实现电子对账、客户数据管理、大数据中心建设等支持服务信托业务发展。（3）设立符合服务信托特点的考核激励机制。服务信托需要依托规模效应和专业化的运营管理能力才能实现盈利，前期需要公司匹配合适的资源并辅以相应的部门考核机制，充分调动员工积极性。



(4) 匹配适合服务信托发展的审批流程和授权制度。需要根据不同服务信托种类,制定业务审批流程和授权制度,充分发挥信托制度的灵活优势,提高客户响应速度。

3. 探索服务信托的商业价值

服务信托商业价值的大小取决于应用场景对该业务的需求程度,这决定了信托公司开展服务信托业务的盈利方式和盈利能力。服务信托应用场景广泛,在金融领域中,可作为某些特定金融工具创设或资金投放的载体等;在贸易与消费中,除预付卡消费、共享单车押金等场景外,还包含二手房交易中的过户前资金保管、家族财产保管,以及劳务外包公司的薪资福利保管和供应链金融中预收款保管等;在法律与维权领域,维护持有某种财产份额较少的群体合法权利,比如,表决权、诉讼权/维权、经营权、财产分配权等。信托公司可深入不同商业场景,在提供财产保管及其衍生服务的基础上,为委托人提供诸如资产管理、财富传承、公司治理、风险控制、社会福利保障、组织激励以及估值、清结算等其他服务,使服务信托的应用场景进一步扩充,商业价值得到进一步体现。

(三) 服务信托的定义与内涵

1. 服务信托的定义构想

服务信托是指以信托财产独立性为前提,以资产账户和权益账户为载体,以信托财产安全持有为基础,为客户提供开户/建账/会计、财产保管/登记、交易、执行监督、结算/清算、估值、权益登记/分配、信息披露、业绩归因、合同保管等托管运营类服务的信托业务。

根据不同的信托目的(为投资/融资/支付/风险管理等金融活动提供服务、为传承/保障/公司治理/慈善公益等非金融活动提供服务),服务信托又可细分为证券投资服务信托、资产流动化(资产证券化)信托、贸易结算信托、家族信托、保险金信托、年金信托/养老金信托、消费信托、土地流转信托、职工持股信托(及股权激励信托等薪酬福利类信托)、股权信托(及表决权、经营权信托)、慈善与公益信托等。在服务信托业务中,信托公司主要提供托管、运营等管理服务,而非投资理财(或融资)决策或顾问服务。

2. 服务信托的核心内涵

首先,服务信托是以信托法律关系的核心要义即财产独立性为前提,以“信托账户”的财产保管为基础。其次,服务信托主要提供托管运营服务,而非投资理财(或



融资)决策或顾问服务,这种托管运营服务本质是财产保管及其衍生服务,偏向于事务性服务,而非投融资金融服务。再次,服务信托的信托目的具有多样性,金融与非金融目的均可,涵盖社会经济生活的方方面面。最后,服务信托对金融机构的信用与管理能力要求较高,对信息技术及金融科技的依赖程度较大,服务的质量与效率是核心竞争力。

二、境外服务信托的主要实践与启示

(一) 美国、日本及中国台湾地区服务信托业务概况

1. 美国的服务信托业务

由于美国没有独立的信托业,缺乏专门的信托业务统计数据。但依据美国联邦金融机构审查委员会(Federal Financial Institutions Examination Council, FFIEC)制定的《财务状况和收入综合报告的编制指南》《信托及相关服务》的要求,以资产或账户形式提供信托服务的机构应当定期完整提供《信托及相关服务》的统计报表。为更好地了解美国信托业务结构,本部分将以世界上最大的托管和保管服务提供商、美国信托服务领域的领军者——纽约梅隆银行(Bank of New York Mellon)为例,通过分析其信托账户的结构特点,以窥探美国信托业务结构特点。

在纽约梅隆银行的信托账户中,公司信托及代理账户的资产规模最大。2018年末该账户受托资产余额占比达50%以上,2018年该类信托业务收入占比达46%;员工福利与退休相关的信托及代理账户的资产规模次之,2018年末该账户受托资产余额占比达30%,2018年该类信托业务收入占比达24%。

表1 纽约梅隆银行信托及相关账户信息统计(2018年12月31日)

信托及相关账户	信托资产	
	余额 (百万美元)	占比 (%)
个人信托及代理账户	36	0.0
雇员福利固定缴费账户	123 173	4.68
雇员福利固定受益账户	459 474	17.46
其他雇员福利与退休相关账户	217 030	8.25
公司信托及代理账户	1 330 085	50.54
投资管理及投资顾问代理账户	3 642	0.14



续表

信托及相关账户	信托资产	
	余额 (百万美元)	占比 (%)
基金会与捐赠信托及代理账户	3 566	0.14
其他受托账户	494 607	18.79
信托账户合计	2 631 613	100
托管和保管账户	23 868 150	—

数据来源：纽约梅隆银行统一业绩报告（Uniform Bank Performance Report）。

美国的信托账户根据受托机构对信托财产的运用权利可划分为管理型与非管理型两类：一是管理型信托账户，即该受托机构对该账户的资产具有投资自由裁量权，自由裁量权是指确定信托账户购买或出售某项证券及其他资产的权利，受托机构包括被授权进行投资决策的机构和能够授权其他投资顾问进行投资的机构。二是非管理型信托账户，即受托机构对该账户的资产没有投资自由裁量权，受托机构仅提供投资选择的清单列表，但最终的决策权在账户所有人或其委托的其他投资经理。在纽约梅隆银行的信托账户中，非管理型信托业务占据绝对支配性地位，2018 年末管理型信托资产余额占比约为 4.1%，非管理型信托资产余额占比约为 95.9%。纽约梅隆银行 2018 年末的信托及相关服务的资产余额及账户数量情况见表 2。

表 2 纽约梅隆银行管理型与非管理型信托账户信息统计（2018 年 12 月 31 日）

信托及相关账户	信托资产余额 (百万美元)		信托账户数量 (千个)	
	管理型	非管理型	管理型	非管理型
个人信托及代理账户	2	34	12	12
雇员福利固定缴费账户	176	122 997	7	79
雇员福利固定福利受益账户	10 225	449 249	78	418
其他雇员福利与退休相关账户	63 797	153 233	76	368
公司信托及代理账户	329	1 329 756	75	28 637
投资管理及投资顾问代理账户	235	3 407	44	162
基金与捐赠信托及代理账户	772	2 794	16	10
其他受托账户	32 357	462 250	75	975
信托资产合计	107 893	2 523 720	383	30 661
托管和保管账户	—	23 868 150	—	32 477

数据来源：纽约梅隆银行统一业绩报告（Uniform Bank Performance Report）。



2. 日本的服务信托业务

在日本，近十几年来，资产管理型信托受托财产余额的增长速度远高于资产运用型。日本信托业务分为以下三类：一是运用管理型信托，就是受托者（信托银行等）自由裁量运用资产的信托；二是行政管理型信托（类似于服务信托），就是受托者依照委托者的旨意进行资产管理的信托；三是资产流动化型信托，就是为了资产的流动化，原资产保有者为了进行资金周转的一种信托。2001年9月末，日本的行政管理型和运用管理型信托受托财产余额分别是193.9万亿日元、154.5万亿日元，二者相差不多。截至2018年9月末，运用管理型余额下降至122.5万亿日元，行政管理型却大幅增至913.1万亿日元。

表3 日本信托业务——按照信托功能分类（2018年9月30日）

	余额（万亿日元）	占比（%）
运用管理型信托	122.5	10.6
金钱信托	41.0	3.5
年金信托	32.3	2.8
金钱信托以外的金钱的信托	1.8	0.2
有价证券信托	44.3	3.8
其他	2.8	0.2
行政管理型信托	913.1	79.0
金钱信托	81.3	7.0
年金信托	50.2	4.3
投资信托	204.9	17.7
金钱信托以外的金钱的信托	35.9	3.1
再信托	427.1	36.9
其他	113.5	9.8
资产流动化型信托	77.1	6.7
金钱债权信托	35.1	3.0
不动产信托	38.6	3.3
其他	43.4	3.8
合计	1 156.2	100.0

注：金钱信托是指信托设立时交付财产为金钱，信托终止时以金钱的形式将信托财产交付给受益人或者权利归属人的信托。金钱信托以外的金钱的信托是指信托设立时交付财产为金钱，信托终止时以信托财产的状态（比如，股票）直接交付给受益人或者权利归属人的信托。

3. 中国台湾地区的服务信托业务

中国台湾地区的信托业务分类方式与日本类似，即根据信托设立时委托财产的形式



式，将信托业务分为金钱的信托（约占 85%）与金钱之外的信托（约占 15%）。其中，规模较大的信托业务分别是证券投资信托（约占 48%）、证券 / 期货投资信托基金保管（约占 31%）、不动产流动化信托（约占 10%）、有价证券信托（约占 4%）、员工福利信托（约占 2%）、不动产投资信托（约占 1%），具体见表 4。

表 4 中国台湾地区的信托业务结构（2018 年 12 月 31 日）

	业务类别		金额 (百万新台币)
金钱 信托	证券 / 期货投资信托基金保管		2 460 443
	证券投资信托	投资国外有价证券	2 997 824
		投资国内有价证券	766 476
	员工福利信托		132 579
	不动产投资信托		72 456
	预收款信托		55 957
	不动产买卖价金信托		35 508
	保险金信托		493
	其他金钱信托		205 729
	金钱以外的信托	不动产流动化信托	
有价证券信托		313 233	
金钱债权及其担保物权信托		11 247	
其他金钱以外的信托		16 703	
合计			7 851 998

数据来源：“中华民国信托业商业同业工会”。

（二）境外典型服务信托业务实践

1. 预收款信托

随着经济社会的发展，在客运、酒店、餐饮及健身中心等消费领域广泛推出以礼券、磁卡、芯片卡、电子券等各种形式预先收取款项的消费形态，消费者预先支付款项，再递延获取商家提供的商品或服务。

预收款信托将信托关系与消费场景结合起来，有利于保障消费者权益，降低交易风险。以中国台湾地区为例，其预收款信托包括礼券预收款信托、不动产买卖价金信托、生前契约预收款信托、预售屋不动产开发信托等，并随着应用场景的拓展不断



发展，其业务模式值得借鉴。

(1) 礼券预收款信托。礼券预收款信托是指发行礼券的业者（委托人）在礼券发行前或发行时（依目的事业主管机关不同而有不同规定），将预计发行礼券面额的总金额信托于受托银行（受托人），双方签订信托契约，由受托银行依该信托契约约定管理或处分信托财产。

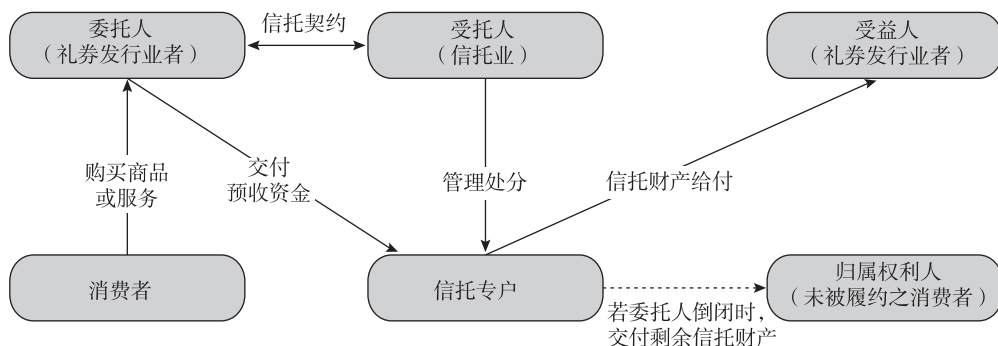


图1 礼券预收款信托架构

制度支持。中国台湾地区的“经济部”为强化消费者权益保障，依“《消费者保护法》”第17条第1项规定，于2006年10月1日修订“零售业等商品（服务）礼券定型化契约应记载及不得记载事项”，要求发行礼券业者必须在信托、银行履约保证、同业互保、公会连保、其他经济部许可并经行政院消费者保护处同意的履约保证方式五种机制中任选一项以保障消费者权益，并自民国2007年4月1日起实施。

(2) 预售房买卖价金信托。预售房买卖价金信托是指卖方（即建筑商或合建双方）与受托人（银行）签订信托契约并设立专户专用账户，由受托人于信托契约存续期间按信托契约约定办理工程款交付、缴纳各项税费等资金控管事宜。预售屋价金信托性质上属金钱的信托，其目的在于确保买方所缴纳价金的专户专用，使其信托的价金仅能用于建案，避免价金被卖方挪为其他非该建案目的使用，而增加建案无法完工的风险。

制度支持。中国台湾地区“内政部”为建立预售房交易安全机制，保障消费者权益，自2011年5月1日起实施预售房履约保证机制，其中预售房买卖价金信托为主管机关所规定的履约保证方式之一。具体规定为：“本预售屋将价金交付信托，由金融机构负责设立专户专用账户，并由受托机构于信托存续期间，按信托契约约定办理工程款交付、缴纳各项税费等资金控管事宜”“前项信托之受益人为卖方（即建方或合建



双方)而非买方,受托人系受托为卖方而非为买方管理信托财产,但卖方无法依约定完工或交屋者,受益权归属于买方”。

(3) 生前契约预收款信托。生前契约预收款信托是指消费者与殡葬礼仪服务业者签订生前殡葬服务契约,殡葬业者必须将其自消费者预先收取费用的 75% 的信托交予受托银行,由受托银行依信托契约约定进行管理或处分。

制度支持。为规范殡葬业销售生前契约商品市场,并保障消费者权益,中国台湾地区“内政部”于 2002 年 7 月 17 日公布施行“《殡葬管理条例》”,规定与消费者签订生前殡葬服务契约的殡葬礼仪服务业者须具备一定的规模:①具备礼仪服务能力之殡葬服务业;②实收资本额达新台币三千万元以上;③最近三年内平均税后损益无亏损;④于其服务范围所涉及直辖市、县(市)均置有专任服务人员,且在条例中规定,若有预先收取费用者,应将该费用的 75% 依信托本旨交付信托业管理,该强制信托措施自 2003 年 7 月 1 日起正式生效施行。

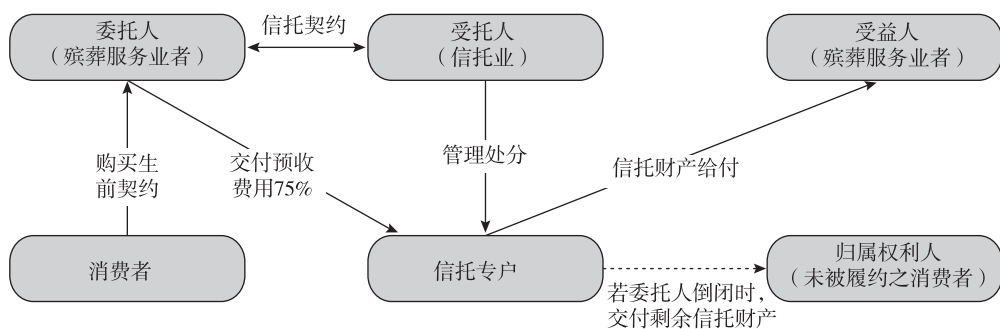


图 2 生前契约预收款信托架构

(4) 预售屋不动产开发信托。预售屋不动产开发信托是以开发不动产及预售为目的的信托,即建造商(委托人)与信托业者(受托人)签订信托契约,将土地及建造资金交付信托,设立专款专用账户,由受托人于信托契约存续期间按信托契约约定办理履约管理,并将兴建资金依工程进度支付信托契约所约定有关完成兴建开发、管理销售及处理信托事务所需一切支出,且该兴建资金不得供作其他用途。

预售屋不动产开发信托可确保兴建资金依工程进度专款专用,避免建商因财务危机或其他因素挪用兴建资金,以促进建造顺利完工,保障消费者权益;且交付信托尚可确保资产完整性,避免在兴建期间被建商或地主任意处分或遭其债权人强制执行而拍定于第三人,以致建案无法完成,对于预售屋买方权益保障具有重要的作用。

制度支持。中国台湾地区“内政部”2010 年 12 月 29 日的公告指出,由建造商



将土地及兴建资金信托于某金融机构或经政府许可的信托业者执行履约管理，兴建资金应依工程进度专款专用。

2. 养老金 / 年金信托

年金信托是境外信托机构的重要业务类型，无论是英国与美国，还是亚洲的日本与中国台湾地区，当人口老龄化问题日益严重时，均纷纷建立比较完善的年金管理制度，并大力鼓励年金信托业务的发展，年金信托已成为重要的境外信托业务之一。根据提供服务的范围，境外信托机构的年金信托业务可划分为两类：一是管理型，即信托机构既负责年金信托相关的行政事务管理，也负责信托财产的投资运用；二是非管理型，即信托机构主要负责年金信托相关的行政事务管理，信托财产的投资运用交由专业投资机构负责。以日本为例，截至 2018 年 9 月末，其年金信托规模约为 82.5 万亿日元（其中，非管理型 50.2 万亿日元，管理型 32.3 万亿日元），占信托资产规模的比重约为 7.1%，是仅次于投资信托与金钱信托的第三大信托业务。

制度支持。20 世纪 70 年代至 90 年代，日本先后出台《民营养老院设置运营指导方针》《看护保险法》《关于社会福利服务基础结构改革》等政策法规，在老龄产业发展过程中均发挥了较大的作用，为老龄企业融资提供了保障，创造了条件，在提供养老产业融资渠道上发挥了有效作用。如 2000 年 4 月实施的《看护保险法》，不仅从法律层面上将对老人的看护护理由家庭问题转化为由社会去承担和解决，更带动了老年用产品、养老设施和老年住宅、金融保险等多种行业的需求增加。

日本社会的养老保障体系以养老年金保险制度、看护保险和长寿医疗保险构成“一体两翼”格局。日本养老保障制度以公共养老金制度、企业补充养老金制度和个人储蓄养老金制度三大支柱构建而成。而公共养老金制度又具有双重结构，基础养老金和与个人报酬相关联的厚生养老金及共济养老金的双层次架构覆盖了不同的社会群体，提供了基础的养老保障。企业补充和个人储蓄类养老金是弥补公共年金的重要支撑。以信托为例，对于企业，有确定给付企业年金、厚生年金基金、确定缴费年金；对于个人，有国民年金基金、个人年金信托、财产形成年金信托等各类业务。护理保险制度通过缴费上采取“税收 + 保险金”的形式，把税金作为看护保险的财源在整体上保证了财源的稳定，同时又把保险作为国民看护支出的费用来源，分散和转移了国家基本养老保险面临的压力。

3. 证券投资信托

证券投资信托是指委托人交付资金给信托公司，信托公司按照委托人指定的投资



顾问的投资建议，将信托资金投资于多种有价证券的信托服务。受托人提供的信托服务主要包括开户 / 建账 / 会计、财产保管 / 登记、交易、执行监督、结算 / 清算、估值、权益登记 / 分配、信息披露、业绩归因、合同保管等服务。

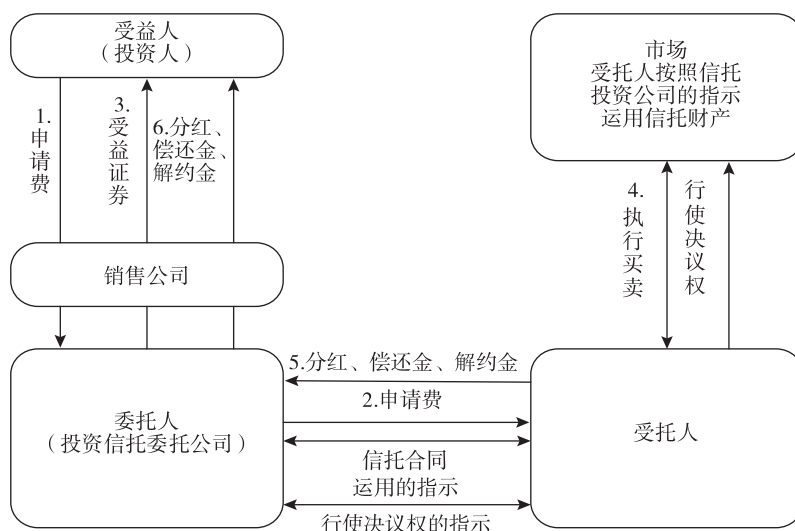


图 3 证券投资服务信托

中国台湾地区的投资理财信托是以投资理财为目的的特定金钱信托。委托人以金钱交付信托即为金钱信托，如果信托合同约定由委托人本人或其委任的第三人，对信托财产的营运范围或方法（包括投资目标、运用方式、金额、条件、期间等）提出具体特定的运用指示，由受托人依据该运用指示管理或处分信托财产，委托人保留对信托财产的运用决定权，即为特定金钱信托。为实现个人投资理财规划的目的，以特定金钱信托投资国内外有价证券的方式，办理由自己担任委托人及受益人，由信托机构担任受托人的自益信托，并指示受托人依自己的运用指示将信托财产投资于国内外有价证券，即为一般所称的投资理财信托。

以特定金钱信托方式办理投资理财信托可投资的目标主要可分为国外有价证券及国内有价证券两大类。

（1）以特定金钱信托投资国外有价证券。即投资人与信托业签订以自己为受益人的信托契约后，将资金交给信托业，通过信托业依据信托契约的约定投资到投资人所选择的各种国外目标中，信托业在取得投资人所应得的投资权益，并定期回报投资组合。当投资人想处分投资，只要指示信托业将投资目标卖掉后即可取回资金。通过特定金钱信托投资的国外有价证券目标种类十分多样化，凡是符合主管机关规定的境



外基金、外国股票、外国债券、境外结构型商品及外国指数股票型基金等，均为可选择目标。其中境外基金是最主要的投资目标。

(2) 特定金钱信托投资国内有价证券。以特定金钱信托投资国内有价证券的目标包括国内证券投资信托公司发行的证券投资信托基金、国内期货信托公司发行的期货信托基金、国内券商发行的结构型商品、股票、指数股票型基金等。

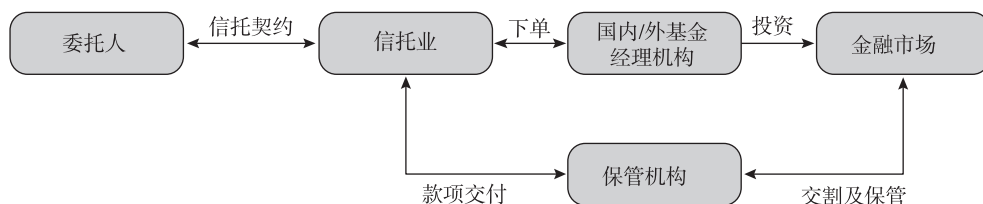


图4 特定金钱信托投资基金基本架构

4. 保险金信托

保险金信托是一项结合保险与信托的金融服务产品，以保险金为信托财产，由保险投保人和信托机构签订信托合同，当发生理赔或满期保险金给付时，由保险公司将保险金交付受托人（即信托机构），由受托人依信托合同的约定管理、运用，并按信托合同约定方式，将信托财产分配给受益人，并于信托终止或到期时，交付剩余资产给信托受益人。保险金信托在美国、日本和中国台湾地区发展已较为成熟。

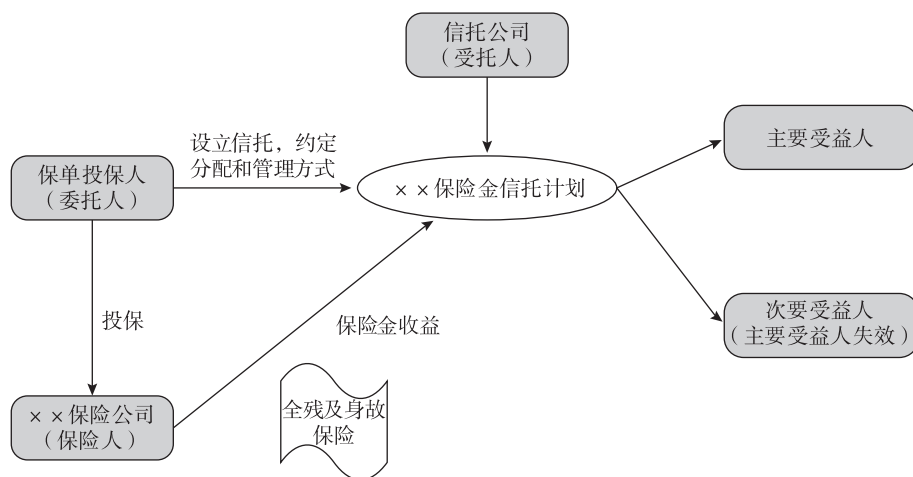


图5 保险金信托基础交易结构

目前常见的保险金信托运作方式为，保险的要保人（通常也为被保险人）投保后与保险公司约定，并在保险契约批注，一旦发生保险人身故发生理赔或满期保险金



给付，由保险公司将保险金拨入保险受益人的信托专户内，成为信托财产；信托业则根据与保险契约受益人（即信托契约之委托人及受益人）签订的信托契约内容，将保险金运用在债券、存款、共同基金、保险等具稳定收益风险性较低的理财工具，再逐年或定期把信托收益依信托契约约定拨付给信托受益人作为生活费或教育费，或于信托期间终止或到期时，交付剩余资产予信托受益人。

保险金信托主要目的是期望经由公正且可信赖的信托机构来管理保险理赔金，以确保受益人能受到妥善的照顾，其优点如下：（1）成立当下就可规划身后保险理赔金的运用方式。（2）让保险更保险，保险金免遭他人觊觎。（3）可事先约定保险理赔金的投资范围，避免年幼遗族面对投资理财问题措手不及。（4）可事先规划保险理赔金给付及分配方式，以免遗族短期耗尽理赔金。（5）可设信托监察人，以确实照顾想照顾的人，不被他人不当挪用。（6）财产可世代进行安全合法移转。（7）避免家族纷争。

（三）境外服务信托的发展启示

1. 服务信托在社会经济发展到一定阶段才成为主要信托业务

随着社会经济发展阶段的演变，不同国家及地区的金融需求重心在发生变化，信托工具的适用领域和功能定位也随之不断调整。比如，信托制度在英国诞生之初，主要在民事领域运用于规避封建法律对土地转移与处分的限制与负担，之后在营业信托阶段主要运用于以财产保管为基础的家族信托、遗嘱信托、公益信托等领域。美国商事信托在经历独立战争、南北战争乃至第二次世界大战以后很长一段时期内，均以发挥融资功能为主，但随着 20 世纪 90 年代起资本市场直接融资功能日益发达及社会日益严重的老龄化问题凸显，金融领域以财产保管及其衍生服务为主的需求日益增长扩大，信托机构开始主要为有价证券与养老金市场提供服务。日本信托行业从 19 世纪末至 20 世纪 90 年代，经历了明治维新、战后重建、经济腾飞等几个阶段，始终将其核心功能定位为帮助实体企业筹措资金、借款融通，引入了担保公司债信托、贷款信托、不动产（流动化）信托等业务类型，并将信托银行定位为长期金融机构，与商业银行实现错位经营。随着 20 世纪 90 年代日本资产泡沫破灭、经济增速放缓以及严重老龄化问题，信托公司融资功能逐渐淡化，日本信托业的功能趋同于美国，主要为资本市场投资与企业年金提供财产保管及其衍生服务。

基于境外信托工具发挥功能的演变历程，我们发现：当城市化进程基本结束、资本市场足够成熟、金融自由化基本完成、老龄化问题日益严重时，信托融资功



能往往因市场需求降低而逐渐弱化甚至退出历史舞台，服务信托最终成为主要信托业务。

2. 规模较大的服务信托业务包括证券投资服务信托、有价证券信托、养老金 / 年金信托、资产证券化信托

以美国信托服务领域的领军者——纽约梅隆银行为例，截至 2018 年末，资产规模排名前二的信托业务分别是有价证券信托（50.5%）、养老金信托（30.4%）；以日本信托业为例，截至 2018 年末，资产规模排名前三的信托业务分别是证券投资信托（17.7%）、年金信托（7.1%）、资产流动化信托（6.7%）；以中国台湾地区信托业为例，截至 2018 年末，资产规模排名前三的信托业务分别是证券投资信托及基金保管（79%）、不动产流动化信托（10%）、有价证券信托（4%）。

基于境外信托业发展成熟阶段的信托业务结构，我们发现：尽管服务信托业务涉及的种类繁多，但具有规模化效应与商业价值的业务类型主要包括证券投资服务信托、有价证券信托、养老金 / 年金信托、资产证券化信托。

3. 服务信托业务经营机构往往最终形成寡头垄断的市场格局

目前境外信托机构开展的信托业务以提供财产保管及其衍生服务为主，高度依赖受托主体的信用水平，这导致无论是混业经营的美国，还是分业经营的日本，其信托业务经营机构均已形成寡头垄断的市场格局。以美国为例，其信托市场大多数份额由兼营信托业务的大型商业银行信托部所占据，专业信托公司的数量较少。资料显示，美国排名前 100 位的商业银行管理的信托财产占全美信托财产的 80% 左右。以日本为例，除 7 家信托银行和 3 家商业银行之外，其他银行均不得经营信托业务，且近年来日本信托业不断合并重组，有进一步集中的趋势。

基于境外服务信托业务经营机构的市场格局，我们发现：形成寡头垄断是行业发展规律，这样不仅有利于提升受托机构的社会品牌信用，发挥规模效应，还便于监管机构集中管理和监督，净化行业发展生态。

三、中国服务信托的业务实践与发展障碍

（一）中国服务信托的发展概况

2018 年中国信托业年会上强调“信托业务要坚持发展具有直接融资特点的资金信托，发展以受托管理为特点的服务信托，发展体现社会责任的公益慈善信托”，服



务信托概念第一次由官方提出，但服务信托业务早有实践，目前总体概况如下。

1. 服务信托的业务覆盖范围广泛

基于本课题对服务信托的定义构想与中国信托业协会编的《2018 年信托业发展报告》，服务信托的内容被分为金融活动的服务和非金融活动的服务，将证券投资业务、资产证券化业务、清算结算业务划为金融活动提供服务的信托业务，将家族遗嘱信托、企业年金及账户管理服务、消费信托、员工持股信托、股权信托、慈善公益信托等划为非金融活动提供业务的范畴。无论是服务信托的定义还是业务类型，都对推动信托业进一步挖掘信托功能大有裨益。

2. 服务信托一直根植于传统业务中

服务信托的目的不在于实现信托财产的保值增值，而在于提供财产的保管与运营，在证券业务的主经纪业务（PB）、资产证券化业务的托管清收、消费金融的 PB 业务、小微金融、供应链金融等传统信托业务中，只要涉及财产权保管与运营的环节，服务信托都在发挥自身价值。受托人在管理运用信托财产过程中，有关交易、估值、盯控、核算、划款、信息披露、清算分配和档案整理这些内容属于“服务信托”的范围，信托公司通过强化 IT 支持、提升自动化水平、优化客户体验等举措，在传统业务中挖掘自身服务信托业务可能性。

3. 服务信托在高频商业场景中已有实践

总结来说，目前境内服务信托发挥作用的业务领域主要包括银信合作类信托、证券投资信托、资产证券化、家族信托等传统信托业务。此外，近年来，以中信信托为大股东的中顺易联合信托公司，依托信账宝互联网信托账户系统（以下简称“信账宝”），在高频账户管理以及运营服务领域的服务信托业务规模已逐渐增大^①，比如，福利保障、消费者权益保护、清结算服务、消费信托、慈善捐赠、资管类小额信贷资产投放等商业场景，在这些场景中引入信托的托管运营服务功能，可以有效提高交易效率、保障交易安全。

^① 关于服务信托结算业务平台的细节，目前账户服务信托与互联网合作方的运营包括多个参与方，实施过程中对业务操作流程可能产生影响的主体包括委托人、受益人、受托人（信托公司）、互联网平台、CFCA 电子签约认证、银行、第三方支付公司、系统服务商。开发服务信托结算平台的初衷是确保信托业务的任何一方均无法“独占”信息流、资金流或数据流，比对交易信息、验证业务数据、追溯操作流程，防止一方或多方恶意篡改数据信息以及其他被委托人交予的权益或者事务，规避交易中的信用和资金风险。



4. 服务信托的商业价值有待进一步挖掘

尽管银信合作类服务信托业务凭借业务规模大，为信托公司贡献了一定比例的收入来源，但资管新规要求“去通道、去嵌套”，这类服务信托业务的规模终将逐渐萎缩。目前规模与收入均相对可观的服务信托业务主要是证券投资服务信托，资产证券化信托、家族信托等服务信托业务均尚未形成规模效应，高频服务信托业务则仅停留在探索层面。总体来看，服务信托的商业价值尚不显著，需要从运用场景、收费模式、运营效率等方面进行挖掘。

（二）中国服务信托的典型业务实践

1. 银信合作事务管理类信托

2008年12月4日中国银监会印发的《银行与信托公司业务合作指引》中首次对银信合作业务进行了界定：银行将理财计划项下的资金交付信托，由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。在2017年中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，明确了银信类业务范畴，即商业银行作为委托人，将表内外资金或资产（收益权）委托给信托公司，投资或设立资金信托或财产权信托，由信托公司按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。

银信合作是银行与信托公司优势互补的实践产物，信托公司资金募集渠道较窄，但信托财产运用范围广泛，可开展融资、贷款、证券投资、股权投资等多种金融业务。银行资金来源丰富，但运用方式限制较多，表内贷款业务受资本充足率、不良率、拨贷比、信贷投放额度和领域等多种监管指标限制，表外理财业务无贷款资质。在前期合作中，银行往往以表外和表内资金通过信托计划为融资企业发放信托贷款，或通过投资票据、信托受益权或带回购条款的股权等非标资产，实现间接融资。此过程中银行是资金和资产（融资项目）的主导方，承担项目信用风险，信托公司利用牌照优势作为融资通道。在“去通道、去嵌套”的强监管政策引导下，传统银信合作通道业务规模不断收缩，当前银信合作业务主要由信托公司进行资产端开发，负责对项目尽调和筛选，对资产具有较强的把控力，银行负责提供资金，实现银行理财或表内资金的配置，比如，资金信托计划投资和财产权信托计划投资等。

2. 证券投资服务信托

证券投资服务信托是指委托人交付资金给信托公司，信托公司按照委托人指定的投资顾问的投资建议，将信托资金投资于多种有价证券的信托服务。受托人提供的



信托服务主要包括开户 / 建账 / 会计、财产保管 / 登记、交易、执行监督、结算 / 清算、估值、权益登记 / 分配、信息披露、业绩归因、合同保管等服务。

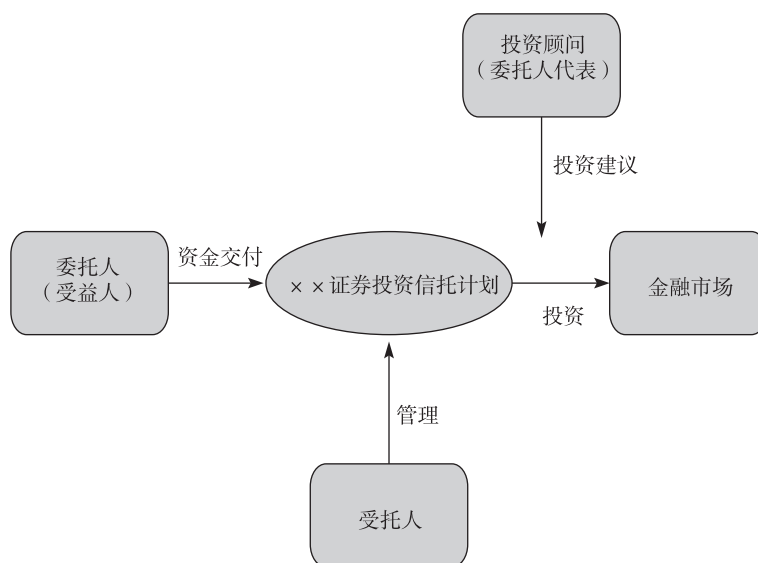


图 6 证券投资服务信托

目前，中国信托业市场中，证券投资信托业务的投资标的主要包括以下几类：一是国内证券交易所挂牌交易的 A 股股票；二是债券类金融产品，主要指政府债券、金融债券、企业债券、可转换公司债券、中期票据、短期融资券及债券逆回购等；三是基金类金融产品，即封闭式证券投资基金和开放式证券投资基金（含 ETF 和 LOF）；四是衍生金融产品，即股指期货等。

3. 资产证券化信托

资产证券化（ABS）信托是指基础资产持有机构作为发起人将资产包委托给信托公司，设立财产权信托，然后向投资者发行以信托财产为支持的资产支持证券，并以信托财产所产生的现金流为限支付相应税收、信托费用、投资者本金及收益。根据底层资产和发行市场的不同，资产证券化业务可以分为银行间信贷资产的证券化（CLO）、交易所企业资产证券化（ABS）和信托型资产支持票据（ABN）三大类型，信托公司主要参与第一类和第三类。业务参与主体包括发起人（原始权益人）、发行人、资产服务机构、承销机构、托管机构、监管机构、中介机构（会计师事务所、律师事务所、信用评级机构等）、投资者等，资产证券化业务的交易结构见图 7。

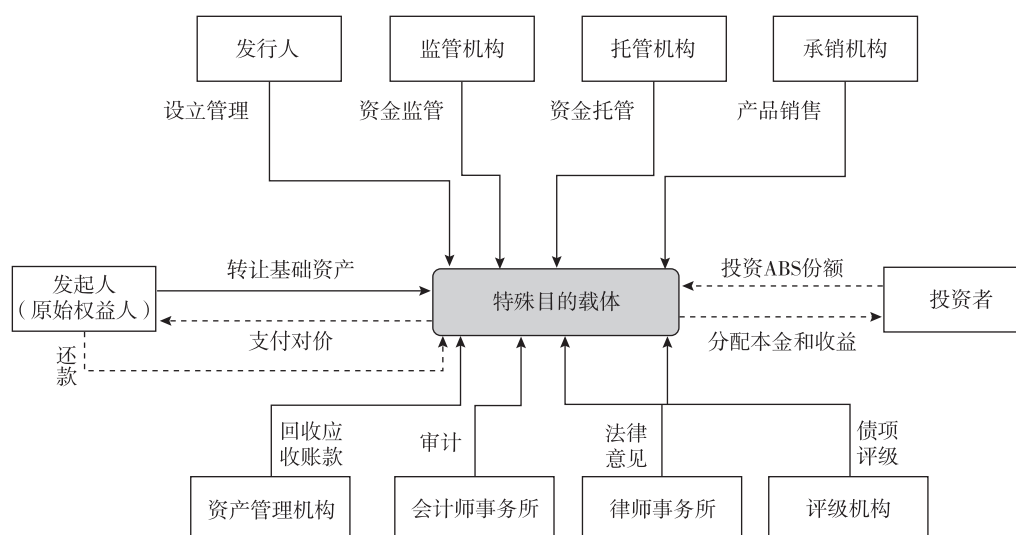


图7 资产证券化业务的交易结构

基于信托财产独立性与破产隔离功能，信托公司作为SPV与参与各方签订合同，提供项目报备、收付息等常规服务，同时参与基础资产的尽调、产品结构化设计、产品定价、资金募集等其他工作。

4. 家族信托

家族信托起源于英美等发达国家，其发展已相对成熟，包括财富传承、股权信托、子女教育信托、遗产信托、离婚信托等多种类型，以实现财产分配、破产隔离、遗产避税等为目的。根据中国银保监会信托部2018年下发的“37号文”，家族信托是指信托公司接受单一个人或者家庭的委托，以家庭财富的保护、传承和管理为主要信托目的，提供财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益（慈善）事业等定制化事务管理和金融服务的信托业务。自2012年中国设立首单家族信托以来，截至2018年末，约有34家信托公司开展家族信托业务，管理规模已近千亿元，受托财产以现金资产为主，少量涉及保单、股权、不动产及艺术品等。

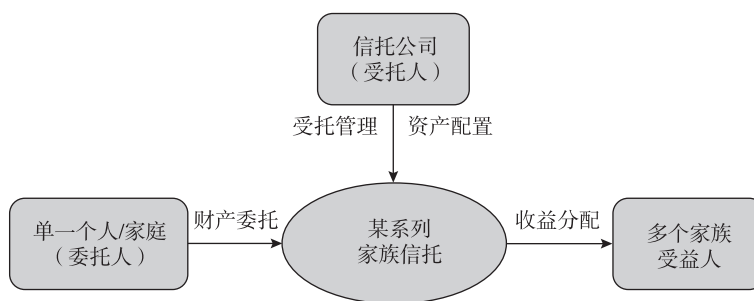


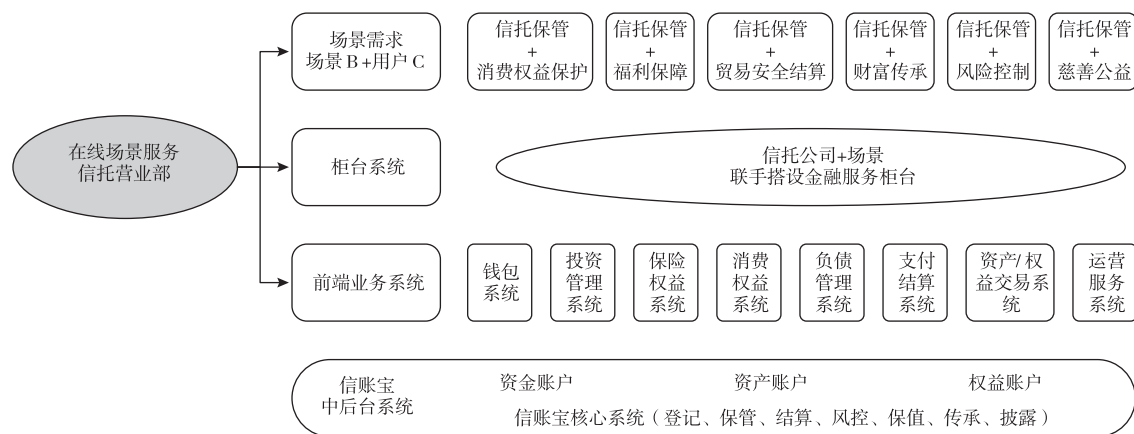
图8 家族信托业务的交易结构



家族信托主要目的是为委托人提供一整套合法科学的机制，将财富有计划地传承给受益人，受托人提供的服务功能包括：（1）婚姻风险防范；（2）企业经营风险隔离；（3）家庭成员关爱；（4）隔代传承，保障基业永续；（5）避免遗嘱继承引发的纠纷；（6）避免法定继承中的不确定性；（7）防范金融资产代持风险。从微观参与主体来看，家族信托可满足高端客户的财产隔离、财富传承、税务筹划等全方位需求，帮助信托公司拓宽收入来源，提升客户黏性，促进机构转型升级。从宏观经济社会发展来看，家族信托关于生老病死及财富传承的安排，在应对人口老龄化、防止财富空心化和促进资本积累等方面具有积极意义；家族信托的慈善功能是收入再分配、缩小收入差距、提高社会福利水平和弘扬传统文化的重要手段。

5. 几种高频服务信托业务

借助服务信托的账户系统，在不同的交易场景中引入信托的托管运营服务功能，可以有效提高交易效率、保障交易安全。一方面，信托公司作为持牌金融机构，开展的服务信托业务以财产信托保管为基础，受到信托法的保护，通过账户系统与客流、信息流、商流、资金流实现深入的结合，能够保证基础交易信息的准确性和交易的安全性。另一方面，服务信托的账户系统使得用户的基础交易更为透明，信托公司作为管理账户的第三方，能够降低交易双方的信息不对称。服务信托的账户系统，还能够为监管机构监管不同类型经济场景中的基础交易流向提供有效手段，为行业健康发展奠定基础。



资料来源：深圳中顺易金融服务有限公司。

图9 服务信托账户运用示例——中顺易信账宝系统

在不同类型的服务信托业务中，均可以看到对账户的运用。账户系统除了能够



为特定场景面临的问题提供个性化的解决方案以外，账户内的限制性资金还可以用来理财投资，获取增值收益。整个场景资金款项的统一结算，有助于打通上下游。在实现资金封闭运行的基础上，还能够与各金融机构合作为员工提供金融服务。

（1）福利保障信托。在公司薪资及福利发放场景中，信托公司通过设立薪资及福利发放账户体系，为企业、员工设立信托账户，实现发工资、消费、理财服务，并以信托账户他益优先受益权的创设和管理，为金融机构发放薪金贷、消费贷提供还款来源的封闭管理及风控服务。

通过设立信托账户进行资金保管及信托财产破产隔离的制度保护，解决了人力外包公司展业中存在的资金挪用、延迟发放、负债查封等风险隐患，能够有效解决企业及员工对于人力外包公司薪酬发放过程的安全性要求，并满足小型人力外包公司取信于大型企业及员工的双向需求。

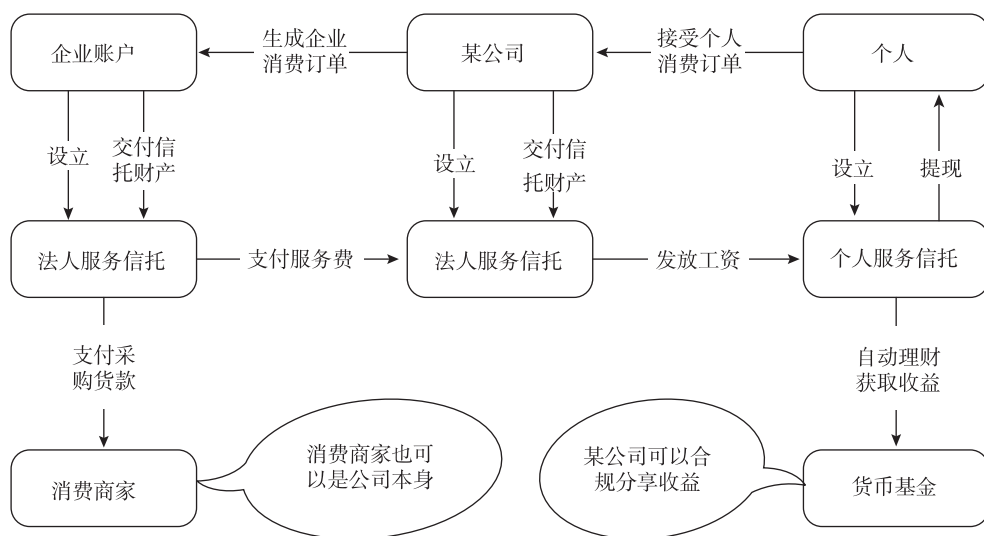


图 10 薪资及福利发放信托账户体系

（2）消费者权益保护信托。在社区居民预付款场景中，信托公司通过账户系统，为社区居民客户设立账户服务信托，保管客户交付的合法资金（即信托财产），按照客户的指令，运用信托财产支付结算其消费、物业费、购房等需求的费用支出，获取消费折扣，按照信托合同约定的分配规则，客户去世后将剩余信托财产分配给指定受益人。这实现了消费者长期预付款的保管，避免了提供服务的社区商家挪用、破产、其他债权人查封等风险出现时消费者权益受损，便于客户在社区周边及线上聚合商城购物结算，并实现了消费者去世时消费预付款的分配安排。

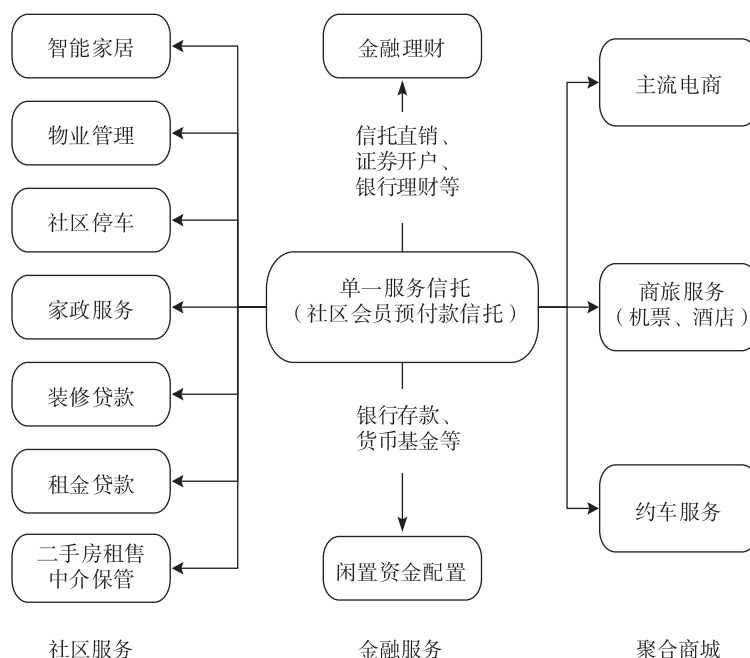


图 11 消费者权益保护信托架构

（3）资金清结算信托。结算清算服务信托是指委托人以满足结算清算需求（如日常收入及生活消费支出安排、商业活动应收和应付款的结算安排）为主要目的，以自有资金或权益交付受托人，由受托人以自己的名义，对客户进行的交易活动实施清算、结算的信托。

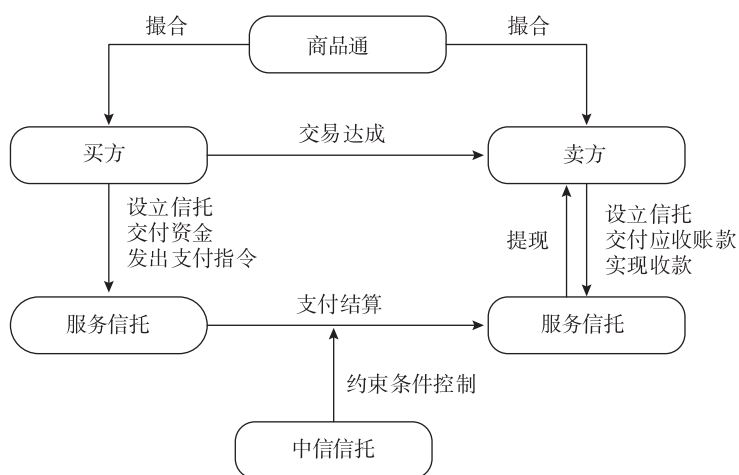


图 12 资金结清算服务信托示例

在第三方物流项目场景中，信托公司为加盟商、第三方物流公司设立信托账户，实现了交易全过程信托保管、结算、消费和理财服务，通过账户平台统一进行业务款



结算，打通了消费场景，能够有效防止以互联网物流平台账户清算运费面临的资金挪用、事实受托职责无人监督、破产隔离、服务结算纠纷蔓延等风险。

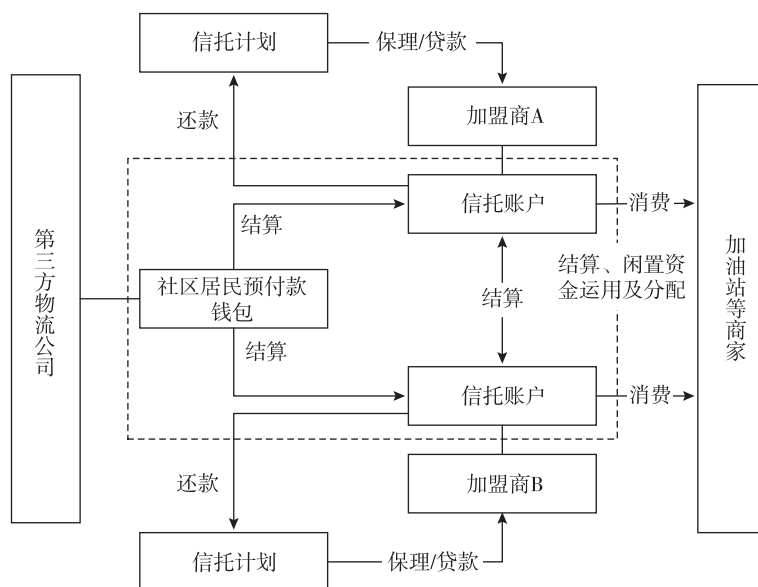


图 13 加盟商平台模式的账户体系

在互联网商品货物贸易平台场景中，信托公司为贸易商设立信托账户，实现交易全过程信托保管、结算、消费和理财服务，可以有效防控以互联网商品货物贸易平台账户清算运费面临的资金挪用、事实受托职责无人监督、破产隔离、服务结算纠纷蔓延等风险，实现加盟商保证金、预付账户的理财增值。

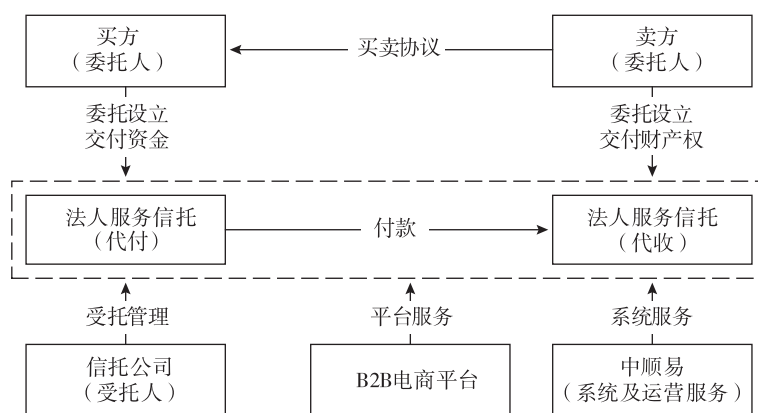


图 14 货物贸易清结算服务信托账户体系

（4）消费信托。不少投资者拥有的金融资产分散于各个资管机构，没有统一的登记结算平台，无法实现以金融资产作为消费或采购的结算工具。在这一场景中，信



托公司以金融资产设立财产权信托，以金融资产信托保管作为基础，引入能够承受金融资产风险的金融放贷机构，并设立以消费信贷、供应链金融债权人为优先受益人的账户管理类服务信托（负债管理、风险控制、财产安排），在消费、采购支付过程中，最终以金融资产作为结算工具。

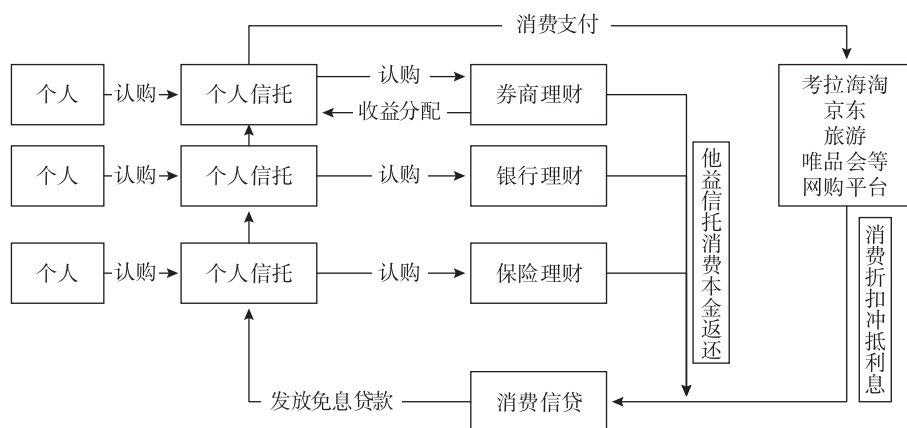


图 15 “理财花”项目中的信托账户

（5）慈善捐赠信托。在慈善捐赠场景中，信托公司以信托计划的委托人作为捐赠人建议基金（DAF）的捐赠人，以集合信托计划的部分投资收益作为慈善财产捐入 DAF，并由中顺易提供的慈善账户系统支撑，实现为捐赠人开立慈善账户。未捐赠资金由 DAF 委托信托公司在符合《中华人民共和国慈善法》的要求及相关规定下，进行闲置资金投资。在投资结束或配置到高流动性产品后，一旦捐赠人提出捐赠建议，则 DAF 按照慈善账户顾问的指令，将慈善财产划拨给公益项目执行机构。

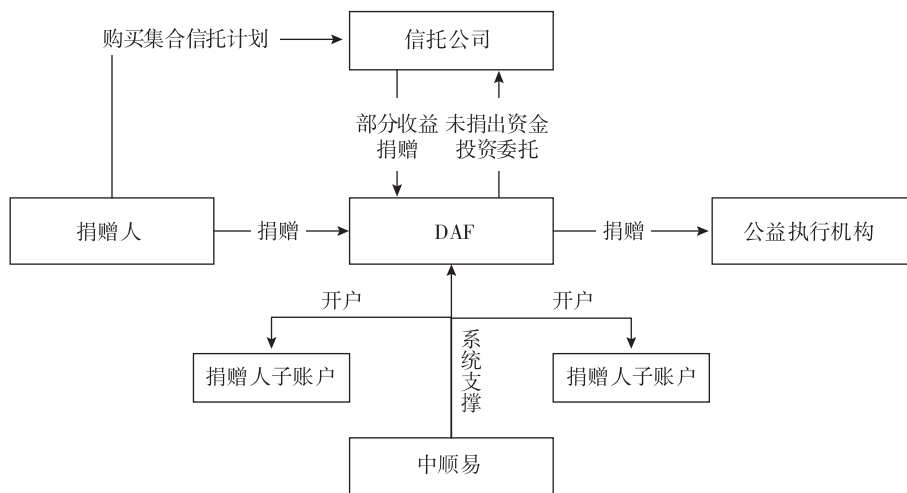


图 16 慈善捐赠中的信托账户



(5) 资管类小额信贷资产投放。在车险分期场景中，车辆运营商因持有大量商用车，一次性交付车险资金压力较大；车辆运营商主体信用相对较低，无法快速获取融资；而私家车车主需要对个人信用进行评判后才能获得车险消费分期贷款的可能。

在车险分期时采取信托结构，可以实现发放贷款与车辆投保合二为一。由信托进行投保，小额分散的保险权益由信托保管，当分期还款出现风险，立即退保进行还款保障债权人利益。

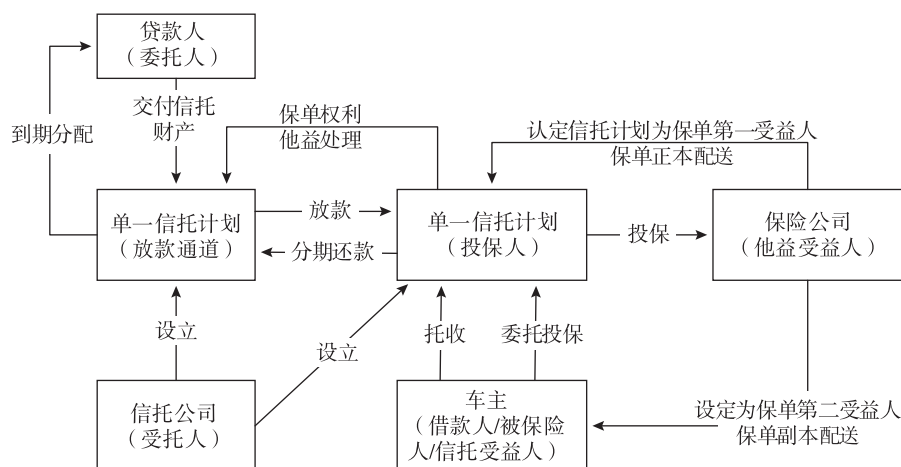


图 17 资管类小额信贷资产投放中的信托账户

（三）不同机构的类服务信托比较

1. 商业银行的类服务信托

商业银行资产托管业务是最为典型的类服务信托，根据中国银行业协会 2019 年 3 月发布的《商业银行资产托管业务指引》相关规定，商业银行资产托管业务是指商业银行作为独立的第三方当事人，根据法律法规规定，与委托人、管理人或受托人签订托管合同（包括但不限于明确托管权利义务关系的相关协议），依约保管委托资产，履行托管合同约定的权利义务，提供托管服务，并收取托管、保管费用的商业银行中间业务；“保管”专指托管银行按照法律法规规定和托管合同约定，独立保存委托资产的行为。其可通过合同选择性地约定以下服务内容：资产保管服务、账户服务、会计核算（估值）服务、资金清算服务、交易结算服务、投资监督服务、信息披露服务、公司行动服务和其他服务。按照中国银行业协会托管业务专业委员会统计口径，目前资产托管业务大类包括证券投资基金托管、基金公司客户资产管理托管、证券公司客户资产管理托管、银行理财托管、信托财产保管、私募基金托管、保险资金托管、养



老金托管、QDII 托管、QFII 托管以及其他资产托管，共约十余大类，几十细类业务品种。其服务客户由基金公司扩展到保险公司、证券公司、信托公司、养老金公司、企业年金客户、境外资管机构、产业投资基金、私募股权基金、商业银行、高端客户等。截至 2018 年末，中国银行业资产托管规模达 145.76 万亿元，较上年增长 3.01%。

目前，资管领域包括托管模式（即“强托管”）和保管模式（即“弱托管”）两种模式，前者主要指以公募基金、保险、全国社保、企业年金等为代表的托管业务中，托管人对投资过程的资金流和信息流进行实质监控和监督，全面履行资产保管、资金清算、核算估值、投资监督、信息披露等职责；后者是指在信托、银行理财、通道类的券商或基金子公司等资管产品中，托管人重点履行安全保管职责，仅对投资指令进行形式上的审核，信息披露、投资监督等职责较少。以信托财产保管为例，商业银行对信托公司发行的资金信托计划提供财产保管服务，主要服务内容包括：协助信托公司为单个信托计划在指定营业网点开立一个银行保管账户，用于保管信托资金；银行保管账户的预留印鉴卡、账户资料可以由银行保管；负责银行保管账户内资金的安全，根据信托公司提供的数据、资料进行审核；一般由银行全权为银行保管账户办理网银用户开户手续和使用网银方式办理保管资产的资金结算汇划业务。

随着“大资管”时代的到来，作为连接商业银行投资理财、代理推介、项目推荐等业务条线的纽带，各商业银行的资产托管业务通过建立集团内有效的合作联动机制，充分整合项目、资本及渠道等业务资源，优化业务流程和运作效率，将资产托管业务打造成为连接资产端与资金端的服务平台，致力于为终端客户提供产品设计、资产推荐、销售渠道等一站式的综合金融服务。

2. 证券公司的类服务信托

证券公司的类服务信托是指 PB 业务，即为机构投资者提供全方位、一站式、定制化服务，主要包括资产托管和运营外包服务等，帮助基金管理人从行政事务和资金募集等问题中解放出来，以便专注投资、提升业绩。其中，资产托管服务包括为资管产品提供产品备案、资产保管、投资清算、投资监督、估值核算、信息披露等服务，运营外包服务包括为资管产品提供估值核算、份额登记、账户监管、产品设计、政策咨询、运营培训、交易支持、研究支持、个性化报表、绩效分析、代销对接、杠杆融资等服务。

目前中国公募基金的托管由银行主导，证券公司托管份额占比约为 1%，券商 PB 业务的客户主要为私募基金。2014 年，《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试



行)》颁布,私募基金登记、备案工作正式启动,私募基金开始阳光化,私募基金可以自行发行产品,无须再借助信托、证券公司和基金专户等通道,这促进了私募基金蓬勃发展,也使私募基金 PB 业务市场焕发了生机。从 2014 年到 2018 年,中国私募基金数量由 7 665 只增长到 103 213 只,管理规模由 1.5 万亿元增长到 12.79 万亿元。截至 2018 年末,有 59 家券商获准开展私募基金综合服务。在托管及外包方面,招商证券一直走在行业前列。

3. 金融科技公司的类服务信托

金融科技公司运用自身的科技能力,为促进资产的保管和运营服务发挥不容小觑的力量,其可划分为三类,即金融机构背景类金融科技公司、互联网背景金融科技公司及独立的金融科技类公司,它们提供的服务内容有所差异。

(1) 金融机构背景的金融科技公司。这类金融科技公司主要由银行、证券公司、信托公司等金融机构作为直接股东或者控股股东所组建,以银行背景的金融科技公司为主力,比如,兴业银行成立的“兴业数字金融服务有限公司”^①、平安集团旗下的金融科技公司“上海壹账通金融科技有限公司”^②、招商银行组建的全资子公司“招银云创(深圳)信息技术有限公司”(简称“招银云创”)^③、建设银行组建的“建信金融科技有限责任公司”^④。对于信托背景的金融科技公司,关注度比较高的是围绕消金业务而组建的金融科技公司,比如,云南信托为辅助消费金融业务进行股权投资的“随地付”,其主要承担的是客户推送、资产核对、贷后管理、催收等一系列助贷服务功能。此外,还有为开展服务信托所专门设立的金融科技公司,比如,中信信托参与设立的中顺易,通过互联网平台、供应链业务参与到账户服务与管理中,辅助信托公司完成服务信托的相关工作。信托公司可通过中顺易信账宝账户的八大子系统,充分发挥登记、保管、结算、风控、保值、传承和披露七大核心功能,根据不同的信托目的,向委托人提供资金/财产保管服务基础之上的消费权益保护、福利保障、贸易安全结算、财富传承及财产安排、风险控制、慈善公益等各类服务信托业务,获

① 2016 年,在“银银平台”近十年来科技输出经验基础上,兴业银行依托母行优势,与兴业财富、福建新大陆、高伟达软件、深圳金证共同出资,在业内首次成立了金融科技子公司“兴业数金”,将“银银平台”的 IT 能力和服务打包向中小型金融机构输出。

② 依托平安集团获得的获客渠道,壹账通发挥自身的科技金融优势,产品体系围绕为中小银行的智能银行云服务,针对保险公司的智能保险云服务,为证券、基金等金融机构提供的智能投资云服务。

③ 招银云创全方位整合招银系金融领域的科技能力,并整合打包零售、交易银行、消费金融、直销银行(投融资)等领域的服务能力,以金融云的方式一并向招银系和金融同业输出。

④ 建信金科的产品包括一些标准单一产品的输出,例如,风险计量、人脸识别等;同时,通过搭建大型综合平台,解决客户在定报价、资金交易、客户管理方面的问题;此外,建信金科依托“新一代”核心系统为客户输出整体系统解决方案和专项咨询等服务。



取场景基础交易数据，深度挖掘更多金融业务。

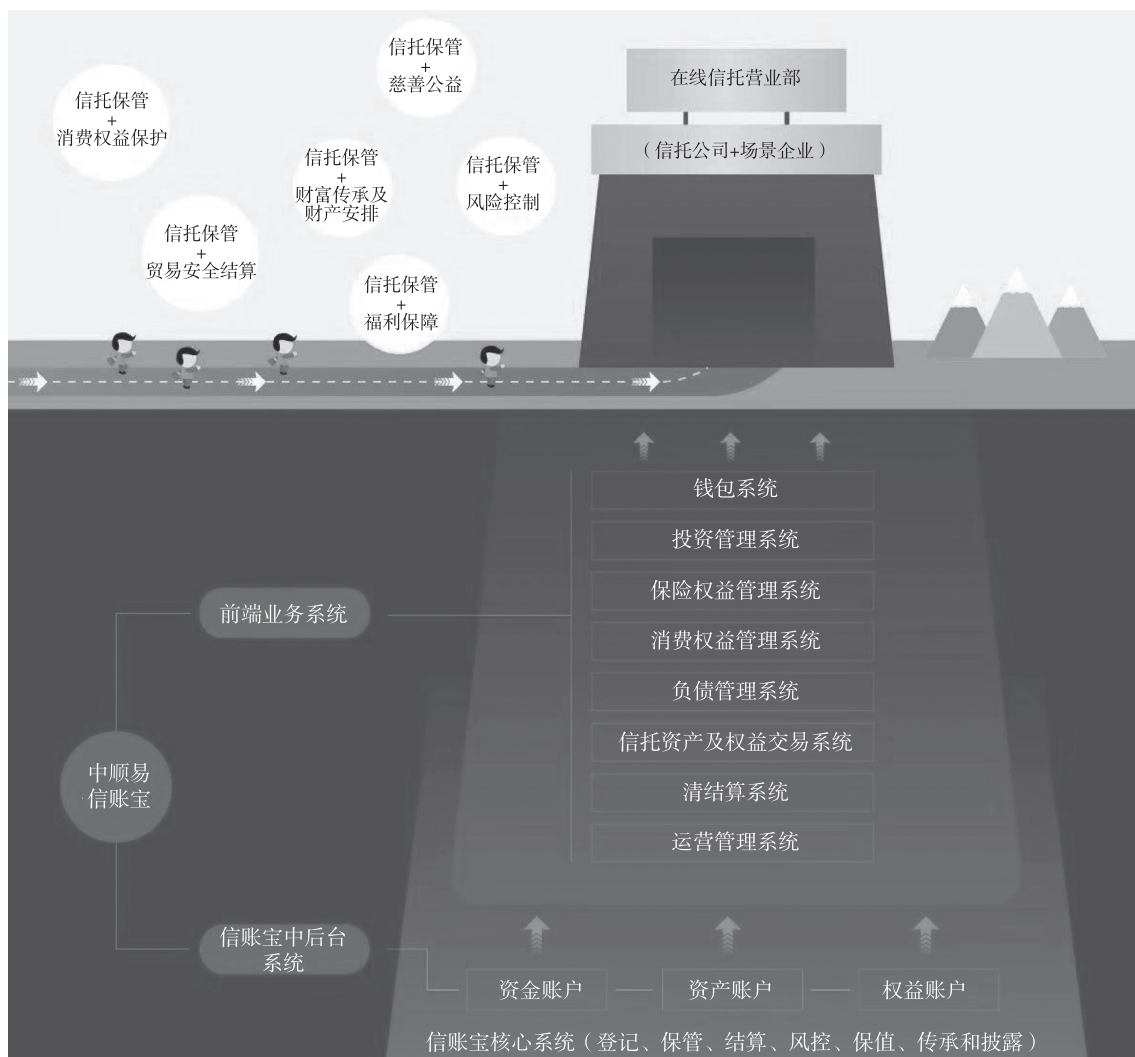


图 18 中顺易业务模式与产品体系

自 2017 年以来，受监管政策的影响，金融背景类金融科技公司所承担的功能逐渐开始去金融化，发展重心转向科技服务，产品体系主要围绕为金融机构的前、中、后台提供有效的科技服务，比如，为前台提供智能认证、客户识别、客户管理服务，为中台提供业务系统、交付平台、运营管理支持，为后台提供 IT 构建、风险防控、技术平台。

（2）互联网背景的金融科技公司。这类金融科技公司主要是指由互联网、实业、物流等领域企业成立的普惠金融事业部或者金融科技子公司，比如，腾讯金融科技、蚂蚁金融、京东金融、小米金融、顺丰金融、360 金融等，以辅助母公司拓展相关业务，



深度绑定客户，为客户提供全面、便捷、优质的金融服务。这类金融科技公司虽然已拆分为独立的经营主体，但仍主要依托母公司提供的场景支持，通过运用“实业+科技+金融”的综合力量，在资产保管、产品运营、征信信息采集管理方面具有较大的优势，对银行、证券、信托等传统金融机构冲击较大。

以蚂蚁金服为例，通过支付宝、余额宝、招财宝、蚂蚁聚宝、蚂蚁金融云，蚂蚁达客、网商银行、芝麻信用和蚂蚁花呗等主要板块，业务涵盖信贷服务、理财服务、数据安全、征信领域、客户服务、保险六大领域，提供的服务涉及数据完善、征信服务、客户服务等。截至2019年1月，支付宝正式对外宣布，支付宝全球用户数已超过10亿户，其中，在国内活跃用户中，70%的用户使用至少3项支付宝的服务。

（3）独立的金融科技公司。这类金融科技公司的股东不具有金融或实业背景，从成立之初就立足于自身金融技能的发挥，通过自身所积累的物流、信息流、资金流，运用移动互联网、大数据等技术，为金融机构提供获客、风险模型、资产分析、结算等多种服务，展现形式多样化，主要发挥金融服务平台的作用，比如，小赢科技、开心贷、宜信、挖财、金贝塔等。其提供的类信托服务主要包括：第一，通过提供自然人、小微企业的资金流水信息，记录个人以及企业信息以提供征信服务；第二，通过记账、理财、借贷、财商教育等服务，提供资产保管服务；第三，通过大数据以及开发模型，提供信贷的风险控制模型；第四，为提高运营效率，专注于提供电子签名、盯控、清算、信息同步、产品推广、产品管理等某一环节科技服务；第五，其他服务，比如，像银行一样为实体企业提供资金结算体系平台以及账户独立管理。

以中诚信智象为例，其为中诚信集团下属的聚集于消费金融、大数据风控和资产证券化领域的独立第三方信用科技服务商，中诚信智象的商业模式包括两种类型：一是结合特定消费场景，为消金业务引入独立第三方信用评估，基于大数据能力的专业化建模方法来解决消费金融资产信用信息不透明，投资人对底层资产“看不清、管不住”，难以准确衡量投资风险的难题，并通过输出专业技术产品和服务实现盈利目的。对于资产方，针对各类资产方的痛点，在大数据风控、技术能力、资金支持等方面，支持资产方快速、稳健的拓展业务，同时生成稳定优质的消费金融资产。对于资金方，依托中诚信智象公司的消费金融云平台，获取完善的基础资产生命周期表现数据，为投资机构的投资分析和资产管理提供支撑，减少信息不对称，优化风险回报。二是联合多家资产和资金机构共同搭建成熟的消费金融资产资金生态圈，中诚信智象通过专业的资产评估平台对各种资产包进行合理的估值和定价，并成立基金为消费金融资产



买卖双方提供流动性，打造消费金融生态圈。

整体来看，目前金融科技公司所提供的类信托服务范围广泛，每类主体擅长的服务项目不尽相同。金融科技公司凭借自身积累的大数据、IT 技能，或选择与金融机构合作，或专注于某一领域。

4. 信托公司开展服务信托的制度优势

《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》）第二条明确定义，“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”。从定义来看，委托人委托给受托人的财产权这一含义比财产本身更加广泛，与财产相关的权益和权利都属于财产权的范畴，这一定义也赋予了服务信托更广阔的拓展空间。与商业银行的资产托管、证券公司的经纪服务及金融科技公司的运营管理服务业务相比，信托公司服务信托业务因制度安排等具有一些独特优势。

一是信托财产的独立性优势。《信托法》赋予信托财产独立于委托人未设立信托的其他财产、独立于受托人的固有财产、独立于受益人的固有财产，确保信托财产与各方当事人的固有财产相独立。这一优势确保了服务信托能够实现如资产隔离、财产保管等信托目的，而其他机构提供的委托服务，一旦委托人或资管机构与其他主体发生诉讼纠纷，其项下的财产就可能被诉讼对手申请查封和扣押，直至强制执行，难以保证财产的安全性。

二是信托财产的多样性优势。信托财产可以是资金或证券，也可以是不动产等实物资产，还可以是各种财产权，信托公司受托财产的多样性使得服务信托的财产类型丰富。

三是信托目的的多元化优势。只要不违背法律强制性规定和公共秩序，委托人可以为各种目的而创设信托，运用领域广泛，比如，家族信托，其可能就涉及财富管理与传承、企业股权代持等多样化的金融需求。

四是信托管理的连续性优势。信托不会因为意外事件的出现而终止，这一安排，使信托成为一种具有长期性和稳定性的财产转移与财产管理的制度。这个优势可以保障如员工持股信托、表决权信托、遗嘱信托等永续存在，有助于顺利实现委托人的愿望，不致因委托人或受托人原因而承受无谓的损害。

（四）信托公司服务信托的发展障碍

尽管信托公司的服务信托具有一定的制度优势，但也面临一些发展障碍。



1. 尚未形成以服务为核心的信托文化

目前信托公司开展的营业信托是在“推倒重来”基础上，经“一法两规”明确清晰定位后逐步崛起成为中国金融业四大支柱之一。2007年修订的《信托公司管理办法》以及《信托公司集合资金信托计划管理办法》则明确了信托公司的定位是面向合格投资者，主要提供资产管理和投资业务等服务的金融机构。《信托法》允许信托公司开展以资金信托为主的具有投融资功能的商事信托，也可以开展以保护与传承家族财产为目的的私人信托，但中国信托业发展实践表明，中国的经济社会长期缺乏以服务为核心的信托文化和习惯。

2. 信托服务业务的盈利能力不足

在当前的法律法规制度下，信托公司是可以开展综合信托金融服务的金融机构。由于“推倒重来”后的信托业基本处于中国经济和投资高速发展的周期，以及社会经济发展对资金不断推升的投融资需求，信托公司长期以来业务收入主要来源于发行集合资金信托计划。信托公司盈利模式主要依赖于发行信托并为企业提供项目融资和借贷资金，从而收取手续费即息差的信贷模式。信托公司对于服务信托所依赖的核心运营服务能力未给予战略上的重视。

3. 配套制度不完善，政策支持力度不足

我国现有的信托法律法规偏重于以投融资功能为核心的资金信托，服务信托的概念提出时间不久，业务类型与监管思路尚处于讨论与研究中，不充分的业务实践也不利于行业建立服务信托领域的展业规范。信托财产登记、税收优惠等基础性制度的长期缺失，导致服务信托成本较高，功能发挥受阻。

《信托法》已颁布近二十年，受托人缺失的现象并不是因为制度缺失，而是因为制度执行缺位，许多受托行为均未纳入监管。单凭信托自行展业无法吸引企业进行自我约束，而消费者又属于话语权较弱或者不具备话语权的群体。政府管理部门或机构监管者应从消费者角度出发，制定一系列涉及受托行为的企业必须引入受托人的政策。从顶层设计出发，才能有效解决受托人缺位问题。

4. 专业人才储备不足、IT 建设总体相对落后

信托公司虽然在家族、养老、公益等服务信托领域进行了积极实践和探索，但人才结构尚未完全匹配和适应服务信托的需要，以家族信托为例，需要有关法律咨询、资产配置、税收筹划、高端医疗、子女教育等多个领域的专业化人才。

传统信托业务多数短平快，单笔业务规模大、信托报酬率高、配备人员少、信息



系统支持需求低。而服务信托业务往往信托报酬率偏低，唯有规模化、批量化发展才具备商业价值，对信息系统的能效要求较高，目前多数信托公司 IT 建设普遍相对落后，对服务信托业务实践形成制约。

四、服务信托的业务类型与运营保障

（一）信托服务功能的定位

不同于信托融资功能定位于丰富社会融资体系，润滑金融与实体经济供需缺口，资管功能定位于丰富资管市场产品线，关注高端客户的个性化需求，信托服务功能的定位应包括两个方面。

1. 维护社会诚信与公正

中国社会经济生活中诚信与公正缺失现象广泛存在，比如，在贸易与消费领域，企业之间、个人之间以及企业和个人之间经常发生支付、结算关系，但交易主体彼此缺乏了解与信任，缺乏特定的保管和支付结算服务，导致虚报账目、挪用资金、卷款跑路等各种社会乱象。信托公司可凭借自身品牌信誉，提供第三方财产保管及其衍生服务，维护社会诚信。在法律与维权领域，持有某种财产份额较少的群体难以单独行使自身诸如表决权、诉讼权、经营权、财产分配权等合法权利（如在员工持股信托、预收款信托、土地流转信托等领域）。信托公司可利用信托财产独立性法律地位，根据委托人意愿以自己名义集中行使财产权利，保护普通职工、农民等弱势受益人的合法利益，维护社会公正。

2. 深入具有商业场景的金融受托服务

随着我国经济社会的发展以及互联网技术的推广，各种场景金融服务需求日益增加。然而，商业银行不能提供现金以外的托管服务，证券公司不能提供证券以外的托管服务，而信托财产范围广泛，包括资金、不动产、财产权等。信托公司的服务功能恰能弥补商业银行与证券公司托管服务的局限性，并能深入具体商业场景提供针对性的财产保管衍生服务，比如，交易、结算、支付、估值、报告等。

（二）服务信托业务的主要类型

基于信托的商业属性，拟将服务信托业务划分为四大类：一是牌照型服务信托，二是代理型服务信托，三是交易型服务信托，四是混合型服务信托。



1. 牌照型服务信托

牌照型服务信托，核心是受托机构凭借监管机构赋予的某种业务资质，通过交易结构安排促成业务的达成，包括资产证券化信托、银信合作服务信托等。

2. 代理型服务信托

代理型服务信托，核心是受托机构通过持有信托财产或财产权，代理委托人管理与行使财产相关权利（比如，表决权、诉讼权 / 维权、经营权、财产分配权等），包括员工持股信托 / 股权激励信托、股权信托 / 表决权信托、遗嘱信托、土地信托、押金保管信托等。

3. 交易型服务信托

交易型服务信托，核心是受托机构通过保管委托人的（预付）资金或财产，实现贸易、消费、投资等场景下的安全交易，控制潜在交易风险，包括贸易结算信托、消费信托 / 预收款信托、证券投资服务信托。

4. 混合型服务信托

混合型服务信托，核心是受托机构在代理委托人管理与行使财产相关权利过程中，同时承担一定的财产保值增值等其他责任，包括家族信托、年金信托、保险金信托、养老服务信托等。家族信托属于服务信托的一种，但它兼具资金信托与服务信托的特征。例如，受托人既为委托人提供开户 / 建账 / 会计、财产保管 / 登记、结算 / 清算、估值、权益登记 / 分配、合同保管等服务，又对信托财产的投融资决策进行自由裁量和管理。因为服务信托业务的核心价值不在于信托财产的保值增值，而是基于信托财产、按照委托人的意愿、为委托人服务，这是服务信托的宗旨，也是家族信托的核心。

（三）服务信托业务的商业价值

1. 目标客户定位

服务信托所提供的服务虽然基础，但由于场景多样化、需求多样化，仍有大量个人与个人之间、个人与企业之间、企业与企业之间的基础金融服务需求尚未完全得到满足，“信托 + 服务”的市场空间巨大。

社会经济生活中信托服务功能的运用场景多元，在与银行、券商同质化的场景中，只能拼规模、拼效率、拼成本、拼服务。而从场景入手，信托公司可以与其他机构形成差异化发展，通过运营系统实现场景内用户的需求。

牌照型服务信托的客户定位为在创设或投资金融产品时需要信托计划作为特殊目的载体的金融机构；代理型服务信托的客户定位为持有某种财产份额较少、难以单



独行使自身合法权利的个人或机构；交易型服务信托的客户定位为在企业和企业、企业和个人、个人和个人之间的消费与贸易中，有保管、支付、结算服务需求，但彼此缺乏了解与信任的个人或机构；混合型服务信托的客户定位为有家族信托、保险金信托需求的超高净值财富的客户。

2. 收费模式设想

作为服务信托的一个子类别，保管服务信托的盈利模式有两种：一是收取系统服务费，以此覆盖业务前期开发成本，目前该类已经为行业普遍认可与接受。二是随着保管服务信托沉淀资金的不断增多，赚取银行同业存款利率。但这个环节中与银行商定有障碍，有赖于银行的重视程度，对账户体系的投入等因素，而银行的决策链条往往比较长，所以还需要公司高层出面沟通，加快对接过程。

表 5 不同类型服务信托业务的收费模式设想

收费模式	按保管金额	按交易频率	不特定事务服务	按收益分成
牌照型服务信托	√			
代理型服务信托	√		√	
交易型服务信托	√	√		
混合型服务信托	√		√	√

（四）服务信托业务的参与方责任界定

服务信托与资金信托在根本目的上的差异，决定了信托公司作为受托人在服务信托中的义务和责任，与信托公司在投融资信托等资金信托中的义务和责任有较大不同。

1. 受托人的主要责任

根据信托一般理论与中国信托法律，以及其他国家和地区信托法律规定，受托人的最核心义务就是完成信托事务，这也是信托目的实现的基本保障。为了确保受托人可以完成信托业务，需要对于受托人的行为具体规范，因此，法律又衍生规定了受托人的善良管理人的注意义务、忠实义务、公平义务、分别管理业务、选任和监督第三人的义务、报告义务等。

（1）受托人的主要义务。资金信托中委托人的目的是获取投资收益，服务信托中委托人的目的是财产安全保管和获得服务。资金信托中受托人承担主动管理职责，服务信托中受托人承担事务管理职责。这种职责上的不同决定了受托人的具体义务和



责任应当有所差异。服务信托是与具体的场景结合的，因此，服务信托中信托公司处理信托事务除了信托公司内部管理外，在某些具体业务中，可能还需要衍生的具体的场景和服务提供方。

善良管理人的注意义务是指受托人管理信托事务使应当尽到与其职业或地位相匹配的注意，通常要求比对自己财产更高的注意。在资金信托中，信托公司作为投资人应当尽到谨慎投资人义务；在服务信托中，受托人承担事务管理职责，相对而言，善良管理人的注意义务在资金信托中，对于受托人要求更高。

忠实义务是指受托人只为受益人的利益而实施行为，禁止自我交易等利益冲突、禁止同业竞争。在服务信托中，信托公司保管财产和提供服务只能是为了受益人的利益，除了收取信托报酬外，不可以掺杂自身利益。忠实义务在资金信托和服务信托中并无太大差异。

公平义务、分别管理义务和报告义务等在服务信托中对信托公司提出更高的要求。信托公司在服务信托中承担事务管理职责，主要是提供保管和其他服务。这直接涉及信托公司是否尽责履行义务的问题。

（2）信托公司义务与主要风险。信托公司在服务信托中应当履行的义务与其可能面临的风险是相辅相成的。信托公司义务比较重的地方，通常也是容易发生风险的地方。防范业务风险也应当从义务着手。从风险管理的角度来看，相对于资金信托，信托公司在服务信托中面临的信用风险和市场风险较低，其面临的风险主要是操作风险和声誉风险。从风险防范的角度来看，信托公司在服务信托中要特别关注项目存续过程中的管理。首先，信托公司要具备可以支撑业务开展的信息技术系统，这也是以保管和服务为核心的服务信托对金融科技依赖度比较高的原因；其次，信托公司要切实履行不同信托财产分别管理的义务，以及相关信托事务处理报告和账簿制作义务；最后，信托公司需要建立完备和系统的公司内部信托业务操作规则和具体流程。服务信托操作规则不仅不同于资金信托，而且针对不同业务的服务信托，其具体的操作规则也应当有所不同。

（3）信托公司可能承担的责任。义务违反的后果是要承担相应的责任。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）。可以看出，受托人对委托人承担的责任主要是恢复信托财产原状或赔偿责任，这与其他国家和地区信托法的规定



一致。

在服务信托中，信托公司违反法定或约定义务要承担恢复信托财产原状或赔偿损失责任，这与资金信托是一致的，不同点在于义务违反的情形和责任认定的标准可能有差异。

2. 委托人的主要责任

中国《信托法》第十一条规定了信托无效的情形，其中“信托目的违反法律、行政法规或者损害社会公共利益；信托财产不能确定；委托人以非法财产或者本法规定不得设立信托的财产设立信托；专以诉讼或者讨债为目的设立信托”四种情形，属于与委托人相关的可以导致信托无效的情形。

这几种情形在资金信托中并不常见，因为资金信托的信托财产是资金，信托目的是资金的增值保值，除了信托资金不合法之外，出现信托无效的可能性很小。但是在服务信托中，信托目的就是为委托人提供保管或其他服务，在设立信托时要考虑法律规定的信托无效的情形；信托公司作为受托人应当事先告知委托人信托无效的情形以及法律后果；因为委托人原因导致信托无效的，无效的法律后果应当由委托人承担。

在服务信托中，委托人首先要保证设立信托的目的不违反法律、行政法规强制性规定，不损害社会公共利益；其次要确保信托财产是自己合法财产并且信托财产具有确定性或可确定性，避免出现信托无效的情形。

此外，在服务信托中，委托人的权利和义务与资金信托中有很大的不同，服务信托的委托人以单一委托人为主，而且受益人可能并非委托人，也就是服务信托可以属于他益信托。因此，信托合同等信托文件的订立通常需要建立在受托人和委托人充分沟通的基础上，而非信托公司提供的格式合同。在信托存续过程中，委托人的参与度可能也会比较强，受托人处理信托事务需要委托人配合的情形可能也比较多。

概言之，与资金信托相比，服务信托中委托人的参与度可能比较高，相应地享有的权利和承担的职责也有差异，其具体的权利和职责可能因服务信托具体类型不同而不同。

（五）服务信托业务的运营保障

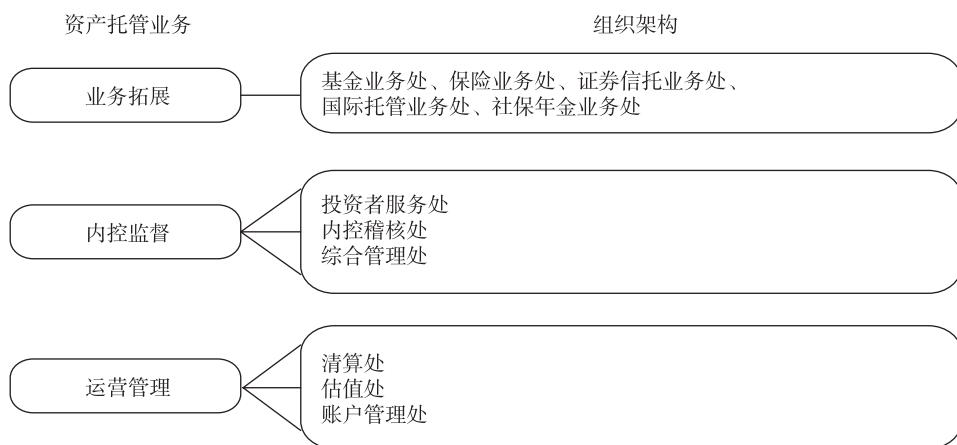
服务信托要实现较好的经济效益，必须走规模化、批量化发展之路，这要求信托公司建立强有力的运营保障体系，从组织架构、模块化运营系统、流程与授权机制、人员素质等方面进行完善。商业银行托管部的运营体系搭建起步早且相对成熟，对信



托公司服务信托业务的运营体系建设具有较强的借鉴价值。

1. 组织架构

以商业银行托管部的组织架构为例，其主要包括业务拓展、内控监督与运营管理三大职能。其中，业务拓展部门按照产品类型进一步划分，内控监督按照事前品牌推广与协议签署、事中监督管理人与托管人行为、事后统计与考核职能进一步划分，运营管理按照清算、估值与账户职能进一步划分。



注：根据监管机构对私募基金托管服务的独立性要求，另设置私募基金服务处，承接私募基金外包业务。

图 19 大型国有商业银行资产托管业务的组织架构

参考商业银行托管部的组织架构设计思路，结合目前信托公司内部治理架构的普遍现状，为了促进服务信托业务的发展，信托公司在组织架构设计上可考虑“两步走”：第一步，可在各业务部门之上设置业务总部，在业务总部的协调下，根据各个部门的资源禀赋，将不同服务信托业务指标下派到相应业务部门，作为创新任务进行业绩考核。可以考虑根据某类业务直接设置业务部门（比如：家族与慈善办公室、消费金融业务部等），体现业务的专业性。第二步，随着不同服务信托业务模式的逐渐成熟和规模的不断扩大，服务信托业务对于人员和 IT 系统的需求愈加强烈，可以考虑建立服务信托运营部，下设客户服务中心、产品中心、市场交易中心以及数据管理中心等。客户服务中心的主要职责是对接和维系客户；产品中心的主要职责是新产品的研发及测试，避免产品与市场脱节；市场交易中心的主要职责是根据产品和合约要求完成相关交易；数据管理中心的主要职责是完成所有数据的处理，涉及客户行为数据、交易数据、市场波动数据等，一方面确保日常业务处理的正确性，另一方面通过形成大数据，为客户服务、产品创新、风险绩效、投资监督等提供数据基础。



2. 模块化运营系统

以商业银行托管部的运营职能为例，其主要包括两部分：一是基本服务，包括资产保管、资金清算、会计核算、资产估值、投资监督、归集支付和信息披露等。二是增值服务，包括绩效评估、报表定制、信息资讯、风险控制及托管报告等。

信托公司服务信托运营职能与商业银行托管部具有一定的相似性，许多服务信托的运营管理本质上是若干基础功能模块的排列组合。通过构建专业化、标准化的公共模块，形成多样化的功能组合，才能高效满足各种服务信托业务的运营需求。服务信托的运营系统包括权益账户管理系统、资产保管与资金清算系统、估值与财务核算系统等，增值模块包括绩效评估、信息资讯、托管报告等。

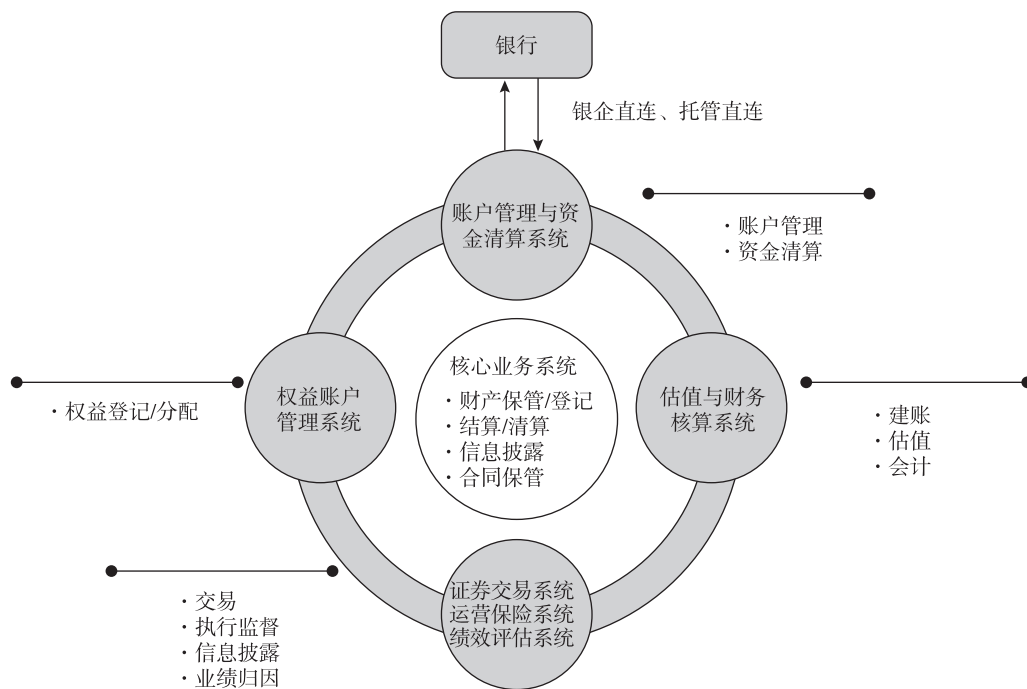
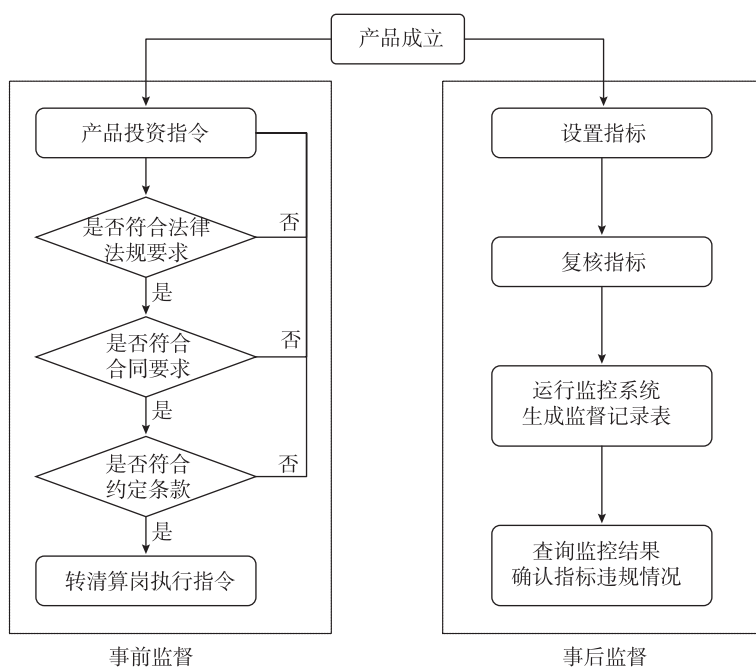


图 20 服务信托的运营系统设想

3. 运营流程与授权机制

以商业银行托管部的运营流程为例，一般包括以下九大步骤：（1）协议签署；（2）账户开设和管理；（3）托管业务数据传输、归档；（4）资金清算；（5）执行指令；（6）资产估值，会计核算；（7）投资监督，信息披露；（8）增值运营服务，如托管报告等；（9）协议续约、终止后的清算。



资料来源：中信银行资产托管部。

图 21 商业银行的投资监督流程

相较于投融资信托业务面临较高的信用风险和市场风险，服务信托业务主要面临操作风险和声誉风险，其运营流程与商业银行的投资监督流程类似。总体来看，应采用分级授权审批机制，简化操作流程，发挥内控在推进服务信托业务中的作用。由于服务信托高度依赖金融科技，对信息技术操作风险的防范应格外重视，需要在业务审批流程中进行相应的设计；不同商业场景下的服务信托业务提供的服务种类差异明显，比如，家族信托、消费信托、员工持股计划以及资产证券化业务等，需设计不同的服务信托操作流程，相应的规则应根据业务特点进行有针对性的设计。

4. 人员素质

以传统做融资类业务的思维很难做好服务信托，引进和培养专门的人才至关重要。信托公司应当以引入成熟的业务团队或者复合型金融人才为主要选择，帮助公司快速建立服务信托业务框架，探索服务信托业务场景，挖掘基础金融服务需求，助力信托公司差异化布局服务信托业务领域。信托公司还应该注重员工激励和约束机制的建立，以推动服务业务发展为核心，激发员工充分发挥个人价值与潜力，提升员工的认同感、归属感和凝聚力。服务信托高度依赖信息系统，对信息技术人才的引进也是加强服务信托人才队伍建设的重要方面。另外，考虑到服务信托可能存在人力密集型的一面，对于事务性或者操作性的工作，可以视工作的难易程度匹配不同层次的人才。



五、具备商业前景的服务信托业务展望

基于中国经济社会发展现状、金融监管架构与市场格局，并结合境外发达国家及地区信托行业与业务发展历程，证券投资服务信托、资产证券化信托、年金信托与家族信托这四类服务信托业务具备较强的商业前景，下文将从市场空间、主要优势与发展方向进行阐述。此外，其他服务信托业务类型也有一定的发展前景，如保险金信托、预收款信托、职工持股信托（及股权激励信托等薪酬福利类信托）、股权信托（及表决权、经营权信托）等。

（一）证券投资服务信托

证券投资服务信托是指由委托人（比如银行）确立作为投资顾问（比如第三方私募机构），同时提供资金，信托公司搭建产品法律架构，并提供交易（包括设置投资范围、预警线、平仓线等）、清算（包括申购、赎回、付费等）、估值、受益人信息登记、信息披露等证券投资运营服务。

1. 市场空间：不断扩张的私募投资基金对运营服务外包的需求增加

随着中国证券市场的不断完善，私募投资基金无论是数量还是规模均不断增加。截至 2018 年末，已备案私募基金管理人 24 448 家、私募证券投资基金 35 983 只，基金规模为 2.24 万亿元。资管新规要求资管产品实行净值化管理，对信息披露方式、内容、频率均提出较高要求，而大量中小私募机构往往信息系统建设相对薄弱，中后台运营服务能力相对薄弱，加之自身企业信用度不高，外包证券投资运营服务需求不断增加。

从发达国家及地区的经验来看，无论是美国的集合信托基金，还是日本的证券投资信托，其业务规模均较大，且主要以提供托管运营服务为主，信托机构自主进行投资决策的比重非常小，投资决策多由委托人指定的专业机构承担。

2. 主要优势：已建立良好的市场口碑，基础设施不断完善

一是阳光私募业务获得了较高的市场认可度。2009 年 1 月，中国银监会下发《信托公司证券投资信托业务操作指引》，证券投资服务信托业务开始成为信托公司参与二级市场的常规业务。其中，阳光私募型证券投资服务信托为重要业务类型，作为阳光私募业务的受托人，信托公司按照委托人指定投资顾问的指令进行交易，并提供估值、清算及受益人利益分配等运营服务。以华润信托、外贸信托、华宝信托与中信信托为代表的信托公司与市场上绝大多数的优秀私募机构均有过合作，积累了丰富的业



务经验，获得了较高的市场认可度。

二是证券投资运营相关基础设施建设不断完善。为满足不同风险偏好投资者对收益的不同追求，信托公司深度挖掘证券市场业务机会，部分公司组建组合投资团队，主动开发 FOF、MOM 等产品，部分证券投资服务业务领先的信托公司还发布具有自主知识产权的证券服务系统，大幅提高证券业务的受托服务水平。

3. 发展方向：寻找优质的私募机构合作，加强信息系统建设

一是寻找优质的私募机构合作，继续大力发展阳光私募业务。信托公司为阳光私募业务中第三方私募机构提供证券投资运营服务已超过 10 年，但国内私募机构能力与信用良莠不齐，信托公司开展证券投资服务信托应建立私募机构筛选标准与评级体系，寻找优质的私募机构，并建立战略合作伙伴关系，做大业务规模，形成良好的品牌信用。

二是加强证券投资运营服务系统建设。证券投资服务信托业务是信托公司重要的服务信托业务，主要提供交易、估值、清算及受益人利益分配等运营服务，对信托公司的信息系统要求较高。资管新规对资管业务的信息披露方式、频率以及内容均提出了更高要求，信托公司的托管、运营系统的响应程度直接决定服务效率与服务质量。因此，信托公司应加强信息系统建设，有效地与中小私募机构的信息系统形成无缝对接。

（二）年金 / 养老金信托

年金信托是指以开展补充养老保险的企业单位作为委托人，将计提的补充养老保险基金委托给信托公司，受托人按委托人的意愿，以自己的名义，为受益人的利益对受托资金进行管理、运用和处分的一种信托，其受益人通常是参加补充养老保险计划、已建立个人年金账户的企事业单位的员工。

1. 市场空间：老龄化问题日益严重，年金基金管理需求有望逐年上升

中国是世界上唯一老年人口超过 1 亿人的国家，且老龄人口数目正在以每年 3% 以上的速度快速增长。第六次全国人口普查数据显示，中国 60 岁及以上老年人口已达 1.78 亿人，占总人口的 13.26%；预计到 2020 年，中国老龄人口将达到 2.43 亿人，约占总人口的 18%。国家统计局数据指出，中国老年人口将在 2050 年达到最大峰值 4.37 亿人，对应人口占比为 31.2%。

从国际经验来看，无论是英国、美国还是日本，养老金信托均是信托机构的重要业务类型。与这些国家相比，受制于政策制度的影响，中国信托公司在企业年金业



务中的市场占有率较低，银行与保险公司占据支配地位，随着养老金相关政策的逐步完善以及与国际社会的接轨，中国年金信托需求有望逐年上升。

2. 主要优势：行业资管地位显著提升，非标信托产品受到年金基金的配置青睐，信托制度契合年金基金的管理架构

一是过去 10 年中国资管行业格局已发生较大变化，信托行业的资管地位显著提升。2007 年末信托行业管理的信托资产规模不足 1 万亿元，远远落后于公募基金与保险资管，2018 年末信托行业管理的信托资产规模接近 23 万亿元，信托已成为仅次于银行理财的第二大资管子行业。相较于 10 年前，信托行业的资管地位显著抬升，投资管理能力大幅提高，非标资产的投资管理优势尤为突出。

二是信托资产多元化且风险收益比较高，受到年金基金的配置青睐。（1）信托财产运用方式灵活，信托公司可采用债权、股权、夹层、收益权投资、资产证券化等多种金融工具，创设各类金融资产，标准化与非标准化资产并行发展，信托资产的多样化特征较好地满足年金基金的多元化配置需求。（2）非标信托凭借较高的风险收益比受到年金基金投资管理人的极大青睐，尽管政策要求年金基金配置非标信托的比重不超过 10%，但由于其不适用穿透监管原则，投资管理人往往通过嵌套其他资管产品提高配置非标信托的比重，几乎处于满配的状态，据不完全统计，年金基金配置非标信托的比重或已高达 25%~30%。

三是信托制度特征契合年金基金的架构设计。我国年金基金管理制度是依据信托法律架构而设计，《信托法》明确信托财产具有天然的独立性，信托财产的管理、运用与分配制度特征可充分支持信托公司在年金基金业务中更好地发挥财产隔离、受益人保护及税收筹划等事务管理功能。

3. 发展方向：加大信息系统建设力度，积极争取投资管理人与账户管理人资质，深入挖掘养老服务业务机会

一是加大中后台系统建设力度，提高年金账户管理效率。企业年金的账户管理较为繁杂，为避免人为差错，需全程采用系统化管理，包括受托系统、账户管理系统、投资风险管理系统、投资业绩评价系统及客户服务系统等。相关系统须符合行业标准与通过测评，例如，中国人民银行颁布的金融行业信息系统信息安全等级保护的行业标准、公安部授权测评机构的信息安全等级保护测评。因此，年金信托的业务特点决定了后台系统建设所需的大量资本投入。

二是积极争取企业年金的投资管理人与账户管理人资质。中国企业年金基金管



理涉及受托人、账户管理人、托管人与投资管理人四类机构主体，仅有 2 家信托公司（即中信信托与华宝信托）获得受托人资质，1 家信托公司（即华宝信托）获得账户管理人资质，没有 1 家信托公司获得投资管理人资质。信托公司应积极向人力资源和社会保障部申请投资管理人资质，从而在年金基金的管理中发挥更大的角色。

三是深入养老服务领域，提供附保障功能的养老服务信托产品。信托公司通过布局企业年金市场，可逐渐切入养老服务领域，提供附保障功能的养老服务信托产品，比如，医疗保健、家政、旅游、殡葬等，以提高老年人晚年生活质量，为其设计一整套信托服务方案，帮助老年人实现生前的生活类事务安排与身后的财富传承。

（三）资产证券化信托

资产证券化信托是指利用信托财产独立性和风险隔离的制度优势，构建 SPV，以该特殊目的载体为基础发行资产支持证券的业务。根据监管机构不同，中国资产证券化市场主要由信贷 ABS、企业 ABS 和 ABN 构成。信贷 ABS 和信托型 ABN 可以由信托公司直接参与担任 SPV，少数信托公司以获得企业 ABS 计划管理人试点资格。

1. 市场空间：盘活存量资产政策导向带动资产证券化需求巨大

从美国资产证券化产品在整体债券市场的占比来看，2001 年至次贷危机以前，资产证券化产品发行量占债券市场发行总量均超过 45%，峰值达到 56.37%。即使经过次贷危机，近年来美国资产证券化产品的发行规模占债券市场总量的比重仍然稳定在 30% 左右。在日本，资产流动化型信托是其三大类信托业务之一。其中，金钱债权信托是以盘活委托人持有的金钱债权为目的；不动产流动化信托是以盘活委托人持有的不动产为目的，通过资产证券化方式获得融资。截至 2018 年末，资产流动化型信托余额占比约为 6.2%，其中金钱债权信托占比为 2.9%，不动产流动化信托占比为 3.3%。

与美国、日本等更为成熟的资产证券化市场相比，中国资产证券化尚处于初级阶段，截至 2018 年末，中国债券市场余额约为 86.4 万亿元，其中资产证券化产品余额约为 2.7 万亿元，占比约为 3.13%。党的十九大报告指出，坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡。资产证券化作为盘活存量资产、优化杠杆的重要手段之一，对于增加资产流动性、优化存量资源配置具有重要作用，在政策引导和市场需求的双重推动下，中国资产证券化业务具有广阔的发展空间。



2. 主要优势：理想的特殊目的发行载体，业务实践经验丰富，承销资格与计划管理人资格试点不断推进

一是信托计划是承担 ABS 发行理想的特殊目的载体。资产证券化要求基础资产与发起人的其他财产相隔离，完全由基础资产本身产生的现金流偿还 ABS 产品持有人的投资本金与收益。而信托制度最为核心的功能就是信托财产独立性及其衍生出来的风险隔离和破产隔离，这一制度优势使当选择信托计划作为资产证券化产品的 SPV 时，基础资产“真实出售”，真正实现风险隔离的目的。

二是在信贷 ABS 与信托型 ABN 领域拥有丰富的经验。截至 2018 年末，已有近半数的信托公司开展信贷 ABS 业务，信贷 ABS 累计发行数量超过 500 只，规模超过 2 万亿元。信托型 ABN 累计发行数量超过 100 只，规模超过 1 500 亿元，参与的信托公司超过 20 家，涉及的基础资产包括企业应收账款、租赁债权、信托受益权、收费收益权、PPP 债权、委托贷款、票据收益权等财产权利以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利。丰富的实践经验为信托公司进一步开拓资产证券化业务奠定了良好的基础。

三是银行间市场承销资格与交易所专项计划管理人资格试点不断推进。目前已有 12 家信托公司获得银行间非金融债承销资格，已有中信信托与华能信托 2 家公司获得交易所专项计划管理人试点资格，这为信托公司更好地服务于资产证券化买卖双方创造条件，有助于引入更多优质客户进入银行间债券市场，为全链条参与资产证券化业务奠定基础。

3. 发展方向：打造资产证券化全链条业务，以及信托型 ABN 与 REITs 业务

一是打造覆盖资产获取、受托服务、承销、夹层投资的资产证券化全链条业务。

（1）Pre-ABS 业务。信托公司寻求直接与基础资产生产方合作，制定基础资产批发与采购标准，获取优质资产，例如，金融（类金融）机构零售业务形成的汽车金融、消费金融、融资租赁等，商业活动形成的应收账款、保理等，企业运营持有的长租公寓的租金。（2）债券承销业务。目前已有多家信托公司获得银行间市场的债券承销资格，信托公司可借此增强中间环节把控力，实现承揽、承做、承销一体化运作。（3）夹层投资业务。ABS 产品往往采用结构化设计，信托公司可成立专门的夹层投资基金，配置夹层 ABS 产品，兼具收益与安全，实现业务联动。

二是信托型 ABN、REITs 业务。中国房地产市场已由增量时代进入存量时代，充分发挥信托工具可受托管理不动产的专属制度优势，大力发展 REITs 业务，盘活商



业地产、租赁地产、养老地产等。积极争取承销牌照，运用信托型 ABN 工具推动“非标转标”，降低融资成本，拓宽展业范围，实现标准化与非标准化业务联动发展。

（四）家族信托

根据中国银保监会下发的《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》）的定义，家族信托是指信托公司接受单一个人或者家庭的委托，以家庭财富的保护、传承和管理为主要信托目的，提供财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益（慈善）事业等定制化事务管理和金融服务的信托业务。同时，《通知》要求家族信托财产金额或价值不低于 1 000 万元、委托人不得为唯一受益人、不以单纯追求信托财产保值增值为主要信托目的。

1. 市场空间：高净值人群对财富保护与传承的需求日益增加

招商银行和贝恩联合发布的《2019 中国私人财富报告》显示，2018 年中国个人可投资资产 1 000 万元人民币以上的高净值人群规模已达到 197 万人，2016—2018 年年均复合增长率达到 12%；预计到 2019 年末，中国高净值人群数量将达 220 万人。中国已经开始逐渐进入私人享有一定量财富的社会发展阶段，其财富管理和传承需求日益增强，寻找合适的财富管理和传承模式已成为非常紧迫的任务。根据《2017 中国私人财富报告》，在高净值客户中，36% 是创富一代企业家，36% 是职业金领，9% 是家族企业二代继承人。随着富一代企业家年龄增长，很多子女无意愿或者无能力接手家族企业资产，家族财富如何平稳地传承成为富一代企业家们需要重要考虑问题。

从境外信托发展经验来看，美国的家族财富管理信托发展非常成熟，属于典型的个人信托，遗嘱信托与生前信托均是家族信托的重要类型。通过对信托文化了解的加深，越来越多的高净值人群会选择家族信托。长远来看，家族信托业务有很好的发展前景，有望成为信托专属与主流业务。

2. 主要优势：信托制度优越性全方位满足家族信托客户需求

利用信托制度的优势，信托公司可以向家族信托客户提供有别于其他财富机构的全方位服务。

一是信托财产的独立性保证家族信托财产与委托人其他财产实现风险隔离。家族信托的委托人财富体量巨大，财产种类众多，这部分人群往往拥有自己的企业或持有企业股权，商业贸易往来频繁，面临一定的经济与商业风险。保证装入家族信托的财产与自身其他资产实现风险隔离是其重要需求，信托财产的独立性与该需求完美



契合。

二是信托财产的丰富性保证装入家族信托的财产类型灵活。除了现金之外，家族信托委托人往往持有大量的股票、不动产等非现金资产，在设立家族信托时，将这类资产装入家族信托是其需求之一，信托财产的丰富性与该需求相契合。

三是信托财产运用的灵活性可实现各类定制型家族事务安排。家族信托客户往往需求多样化，除了财富保值增值、传承等基本需求之外，往往还包括高端医疗、子女教育、休闲旅游等家族事务性需求，信托财产运用的灵活性与该需求完美契合。

四是信托受益的多元性可实现多个家族成员作为共同受益人。不同于其他资管产品只能是自益，信托计划可以是自益，也可以是他益。家族信托是以财富保护与传承为主要目的，受益人必然包括委托人之外的家族成员，信托的他益性特征与该需求完美契合。

五是信托财产管理的长期性实现家族信托的财富传承目的。家族信托的财产管理往往涉及跨代传承，信托财产管理的长期性保证信托既能管理委托人生前财产，又能管理其死后财产，为家族财富跨代传承提供有力的法律保障。

3. 发展方向：与私人银行紧密合作，建立生态服务圈，拓展保险金信托

一是与私人银行紧密合作，实现优势互补。凭借商业银行的社会信用与网点布局优势，私人银行是最早专门为超高净值客户提供金融服务的机构，并已积累较多的潜在家族信托客户资源。信托公司通过与商业银行私人银行合作，由私人银行提供高净值客户来源，自身负责设计家族信托法律架构，设立定制式、可撤销或可变更、委托人与受托人共同管理的家族信托，实现信托账户管理，提供家族综合金融服务，最大限度地实现客户资产保值增值。

二是建立覆盖法律咨询、资产配置、税收筹划、高端医疗、自律教育等多个领域的生态服务圈。家族信托客户往往具有财富保障、增值、传承及家族事务治理等多种需求，涉及法律咨询、资产配置、税务筹划、高端医疗、子女教育及保险等多个领域，需要信托公司构建专业化的家族信托服务体系，与市场上各领域的专业服务商建立紧密合作，形成以客户为中心的生态服务圈。比如，信托公司与养老服务机构合作推出养老消费信托，将养老、医疗以及信托服务相结合，拓展业务内涵，为客户提供多重增值服务。

三是拓展保险金业务，实现联动发展。近年来，中国家庭保险意识增强，保险产品需求量逐年增加，保单的财富属性日益凸显，已成为家庭财产的重要组成部分。



信托公司可将家族信托业务与保险金信托业务进行联动发展，丰富委托财产类型，发挥保险金信托的财富传承功能。

六、促进服务信托业务发展的相关建议

（一）监管政策层面

1. 出台信托财产登记制度，为信托公司开展股权、不动产等信托业务提供法律保护

由于信托登记制度缺失，信托公司开展股权（投资）信托或不动产（投资）信托业务时，工商登记部门不接受“信托”作为股权（不动产）变更登记主体。实践中，只能将股权（不动产）登记在受托人（信托公司）名下，契约合同法律效力仅存在于合同当事方，无法对抗实践中大量存在的善意第三方，导致这类业务的信托关系缺乏法律保护。当下关于股权（投资）信托只有《中华人民共和国公司法》进行约束，导致实践中关于这类业务的法律诉讼，不同法院针对同一案件会出现完全不同的裁决结果。

2. 针对交易过户、信托过户、继承（赠予）过户分别制定不同的税收制度

一是信托功能的发挥与税收制度紧密相关，从国际来看，财产过户包括交易过户、信托过户、继承（赠予）过户三种类型，分别配套不同的税收制度，信托过户享受税收优惠，这为家族信托、REITs 等业务的开展提供制度保障，而中国将信托过户等同于交易过户，无法享受税收优惠，极大地阻碍了信托功能的发挥，比如，中国 REITs 面临多重征税，尤其在设立和持有经营环节，客观上制约了 REITs 业务的发展。二是税收优惠细则的缺失阻碍慈善事业发展，比如，《慈善信托管理办法》明确指出慈善信托委托人、受托人、受益人享受税收优惠，但实践中，信托公司由于无法为捐赠人开具捐赠发票，只能绕道联合慈善组织开展慈善信托业务，增加交易成本。

3. 对不同信托产品设置差异化的保障基金缴纳费率，比如，服务信托业务不应缴纳或按较低的费率缴纳

按照目前的认购规则，信托项目按资金信托新发行金额的 1%、信托公司固有资金按财产权信托收取报酬的 5% 和按净资产余额的 1% 认购，这种无差别的缴纳方式未能体现公平性。在以单一委托人为主的事务管理型信托中，信托公司承担的风险责任和信托报酬率均较低，项目主导方处于强势地位不愿认购保障金，如由信托公司代为认购，其实际信托报酬率往往倒挂。因此，建议：对不同信托业务品种设置不同的



保障基金缴纳费率，比如，在服务信托业务中，信托公司承担的风险责任轻、获得的信托报酬低，不应缴纳或按较低的费率缴纳。

4. 基于现行企业年金管理制度，给予信托公司在年金业务中更多的参与资质，比如投资管理人与账户管理人资质

一是过去 10 年中国理财市场格局已发生较大变化，信托公司的投资管理能力显著提升，但仅有 2 家信托公司（即中信信托与华宝信托）获得受托人资质，1 家信托公司（即华宝信托）获得账户管理人资质，没有 1 家信托公司获得投资管理人资质。二是信托财产运用方式灵活，信托公司可采用债权、股权、夹层、收益权投资、资产证券化等多种金融工具，信托公司作为投资管理人可发挥信托资产的多样化特征，较好地满足年金基金的多元化配置需求。三是非标信托资产的风险收益比较高，可年金基金的投资收益。尽管政策要求年金基金配置非标信托的比重不超过 10%，但由于其不适用穿透监管原则，投资管理人往往通过嵌套其他资管产品提高配置非标信托的比重，几乎处于满配的状态，据不完全统计，年金基金配置非标信托的比重或已高达 25%~30%，信托公司直接作为投资管理人，可提高非标资产配置效率。四是头部信托公司的托管运营能力可完全满足年金信托的高频账户管理需求。近年来，信托公司对 IT 系统建设的重视程度日益提高，为支持证券投资、家族信托、消费金融等业务的发展，一些信托公司已搭建起比较高效的 IT 系统，尤其是头部信托公司。五是从事境外经验来看，年金信托是境外信托机构的重要业务类型。无论是英国与美国，还是亚洲的日本，当人口老龄化问题日益严重时，均纷纷建立比较完善的年金管理制度，并大力鼓励养老金 / 年金信托业务的发展，养老金 / 年金信托已成为境外信托机构的重要业务之一。

（二）信托行业层面

1. 强化行业受托文化建设，积极营销信托服务功能

中国信托业一直尚未形成良好的受托文化，信托制度优势难以有效发挥，行业长期在夹缝中成长。服务信托业务的持续健康发展离不开良好的受托文化，通过弘扬信义文化，增强受托管理能力，培育传承文化，打造信托受托服务品牌，才能实现信托功能从过去单纯“管钱”向综合“管事”转变。服务信托偏向于将管理职能在服务链条中后置，强化服务对象的特定意志，弱化自身决策偏好，这需要行业营造受托文化氛围，在社会上加强对信托受托服务功能的正面舆论宣传，营销信托服务功能，引导信托公司向信托服务角色转变。因此，建议：一方面，信托公司深入挖掘客户需要，



结合自身资源优势提供相应的服务方案，并将这种解决方案成功营销出去。另一方面，提升信托“破产隔离、安全保障”法律功能的认可度和接受度，加强机构间的合作发展空间，共同推动服务信托业务的发展。

2. 建立行业统一收费公约，避免恶性低价竞争

当前信托业务的报酬水平取决于两个方面：一是由于非标信托业务在操作上存在定制化差异，收费水平一定程度上仰仗信托公司资源；二是由于信托公司的受托人职责与其他资管机构相似，收费标准关联于其他资产管理行业的收费标准。服务信托的收费标准理论上取决于服务能力，即受托人满足委托人特定需求的能力，但目前对这种能力定价缺乏统一标准。因此，建议：一方面，行业协会在监管部门的指导下确立初步的价格分布区间，激活信托公司对于服务附加值的“想象力”和参与意愿；另一方面，通过收费公约，建立公开、透明的定价体系，辅助监管部门开展不当竞业行为管理，强化风险行为管控，帮助信托公司更准确地把握自身发展定位，实现市场格局的细分。

3. 增加与其他行业协会及监管部门的交流，争取相关业务资质

从境外服务信托的发展经验来看，服务信托业务可拓展的场景范围广泛，比如，消费与贸易领域的预收款/预付款强制第三方托管、有价证券的受托管理、年金基金的受托管理等。然而，中国金融业采用机构监管模式，信托业相对于其他金融子行业发展起步较晚，这导致一些具有规模化效应与商业前景的服务信托业务已被商业银行与证券公司所占据，或信托公司未获得充分的业务参与机会。因此，建议：在实践中增加与其他行业协会的交流，拓宽服务信托的应用场景；增加与监管部门的交流，争取相关业务资质，比如，企业年金投资管理人资质。

（三）信托公司层面

1. 打造服务信托业务体系，顺应服务信托业务规律

服务信托业务涵盖范围较广，各细分产品均有不同的业务属性，比如，虽然家族信托与消费信托均属于服务信托范畴，但委托人对财产管理的诉求差异较大。服务信托解决的是大量个人与个人之间、个人与企业之间、企业与企业之间深入场景的基础金融服务需求。信托公司应结合自身资源禀赋，制定服务信托业务发展战略，再基于战略目标建立与之相适应的业务体系，兼顾客户需求与业务发展。以消费信托为例，可以延展出财产保管、消费品挖掘、资金结算、财产安排和风险控制五个维度的场景，每类场景中信托均可提供相应的服务，隔离来看信托的资源整合优势难以体现，只有



打造综合的业务体系才能提高核心竞争力。

2. 加强内部 IT 能力建设，打造高效、安全的运营体系

服务信托产品的多元化、风险的有效管控、服务水平的提高以及财务体系的特殊性和复杂性等诸多因素，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，整合 / 优化业务流程，提高客户服务质量，提升资产运用效率与保障水平。以资金清结算服务信托为例，信托公司需提供经营链条上各企业间的结算服务、代收货款服务及余额理财服务等。若没有信息系统的支持，仅靠地面人员一对一设立信托账户，实现贸易全过程的保管、结算业务，显然难以满足客户对响应性与准确性的要求。通过信息技术和金融科技能力的建设，可有效提升客户体验，实现数据交互的安全准确高效，避免多头执行时可能造成的操作风险，提高信托业务运作效率。

3. 鼓励拓展服务信托业务，给予适当的考核倾斜与成本支持

不同于传统融资信托业务信托报酬率高、人力资本占用程度低、短期业绩见效快，服务信托业务的信托报酬率低，初期投入的人力资本较高，业务拓展速度慢，难以达到目前信托公司普遍采用的考核激励要求。然而，服务信托的客户黏性高，一旦形成规模化运作，盈利持续性较强，这要求信托公司前期需要投入大量的人力、物力与财力进行 IT 能力建设，提高托管运营能力。因此，信托公司可考虑给予开展服务信托的业务部门一定的考核激励倾斜，比如，给予一段时间的业务培育期、不以部门创收而业务规模为主要考核基础等，同时由公司承担一部分公共运营模块的开发成本。



服务信托分析框架研究 ——范式创新与行业转型

课题牵头单位：中航信托股份有限公司

课题指导专家：周小明

课题组成员：

袁 田 熊志远 郝晨旭

卢晓亮 宋 军 姚 瑶

薛小峰 吴明晰

白 洁 陈帅特 李雁荣

简永军 付宇翔 姜倩慧

中航信托股份有限公司

华宝信托有限责任公司

紫金信托有限责任公司

天津信托有限责任公司

上海国际信托有限公司



摘要

概念是认知的起点，也是话语共同体的通行证。信托行业对服务信托的研究在概念认知层面尚未达成共识，然而实践中以服务信托为名的各类创新实践屡见不鲜。有鉴于此，本课题将对服务信托的研究分为“本论”和“专题”两个部分。“本论”部分聚焦服务信托的认知层面，围绕研究服务信托的缘由、内涵、意义、特征、体系等基本认知单位，从理论认知角度搭建服务信托的分析框架，奠定研究服务信托的范式基础。“专题”部分聚焦信托业务对服务信托的丰富实践，选取有代表性的四类业务作为服务信托商业模式探索的可行路径。“基于个人全生命周期的服务信托”和“基于员工利益的服务信托”主要针对“人”，即探讨服务信托如何更加有效地实现委托人意愿；“基于账户管理的服务信托”和“基于资产证券化的服务信托”主要针对“物”，即探讨服务信托如何更加有效地通过资产管理与服务实现信托利益的最大化。四类业务既是信托业务实践中“看得见、摸得着”的可落地的信托实务，又是从服务信托的认知和分析角度亟待提升的“迭代与转型”。无论是服务信托的本论认知，还是服务信托的实践创新，对于信托行业都是有益的转型路径探索，对于信托公司都是支持可持续发展的有益创新尝试。

关键词：范式 受托人 委托人意愿 信托服务



目 录

一、服务信托本论	59
（一）研究服务信托的原因	59
（二）服务信托的内涵	59
（三）发展服务信托的原因	61
（四）服务信托的特征与类型	63
（五）如何构建服务信托的开放体系	65
二、服务信托专题	67
（一）基于个人全生命周期的服务信托业务模式	67
（二）基于员工利益的服务信托业务模式	83
（三）基于账户管理的服务信托业务模式	93
（四）基于资产证券化的服务信托业务模式	104
（五）推进中国服务信托业务发展的政策建议	118
参考文献	120



一、服务信托本论

（一）研究服务信托的原因

2018年中国信托业年会上，信托行业监管部门领导在阐述信托行业的未来发展定位和展业方向时，首次提出了资金信托、服务信托和公益（慈善）信托的划分方式，服务信托的概念也自此正式进入了信托公司广泛研究的视野，成为实践探索的发力点。但是对于服务信托的概念界定，迄今为止，无论是学术研究还是监管规范并没有给出既定的结论或规范意见。

区别于“常规”的资金信托业务，服务信托显然具有“反常”的特征，对服务信托的研究要具有开放性和拥抱不确定性，需要尝试用新的范式给出解决方案。因为往往越是基础的理念，越是模糊和抽象的，一定时期内也越是难以达成广泛共识。有鉴于此，研究服务信托的分析框架比得出服务信托的既定结论更有启发性和实践指导价值，鼓励服务信托的模式创新比固化服务信托的既定类别对行业转型更有借鉴意义。

（二）服务信托的内涵

欲厘清对服务信托的认知，首先要辨识清楚几组相关的概念，通过语义比较方式，彰显服务信托的语义辨识度。其一，服务信托与信托服务的关系。其二，服务信托与资金信托和公益慈善信托的关系。其三，服务信托的“服务”内涵是面向委托人——着重指以服务为信托目的，还是面向受托人——着重指受托人的受托尽职内容，抑或是面向信托监管机构——着重指“资管新规”适用范围之外的其他信托业务类型。

1. 服务信托与信托服务——种属关系

信托服务是受托人根据信托法律关系为信托当事人提供的专业服务，实质是受托人的服务行为和活动。无论资金信托、服务信托还是公益慈善信托都是受托人提供的信托服务，所以服务信托也是信托服务的一种，二者是种属关系，讨论服务信托不能脱离基本的信托关系，服务信托仍然需要遵循信托法律关系的基本架构和制度安排，不能超越信托关系和信托服务的范围而泛化服务信托的外延，也就是说，不能将信托公司^①提供的各种服务都定义为服务信托。例如，在家族信托业务开展过程中，信托

^① 本课题讨论的服务信托仅针对信托公司作为受托人的营业信托。



公司为提升客户黏性，面向客户举办的知识讲座、艺术品鉴赏、户外健步活动等辅助服务不是服务信托的内容，其核心判断标准是上述活动没有涉及信托财产的运用，本质上也就不是信托关系。

2. 服务信托与资金信托及公益慈善信托——基于不同判断逻辑的类型区分

如前所述，虽然资金信托、服务信托和公益慈善信托是监管部门新近提出的信托业务分类标准，但这三种类型的划分从逻辑上讲并不属于同一类别，因此可能会出现一定程度的差异和重合。具体而言，资金信托主要是从信托财产形式以及运用方式角度界定，即信托成立时，信托财产是以资金形式体现的，遵循信托财产同一性原则，信托关系终止时，通常也会以资金形式实现信托利益。相应地，公益慈善信托则是从信托目的角度判断的，即以公益慈善为信托目的而成立的信托关系。对比审视服务信托，显然不能采用与资金信托一致的判断标准，因为“服务”本身无法被直接量化为确定的信托财产；也不能以“服务”作为判断信托目的的依据，因为单纯的“服务”目的无法解释为委托人的意愿。可见，服务信托的判断标准既不是信托财产的形式，也不是信托目的的指向，而是取决于受托人的受托内容和信托财产管理方式，既不是以信托财产的增值收益为导向，也不是以慈善公益的分配为导向，而是以对信托财产专业的管理服务为核心。

3. 服务信托的“服务”内涵——可量化、可评价、可持续、可监管的判断标准

结合《说文解字》的注释，“服”着重是指运用、使用，“务”着重是指用力，为使命奔忙。“服务”强调了行为的主观能动性，突出了行为人的主动作为和主动管理。从文本意义上分析，服务信托中的“服务”着重是指受托人的行为和活动，通过受托人“尽心竭力”地管理信托财产，为受益人创造和实现信托利益。只有这种“尽心竭力”本身可以被量化、被评价、可复制，才可能被定义为服务信托，而非基于理财服务实现的信托财产保值增值。依此检视实践中的信托业务，可以形成较为清晰的判断标准。例如，在家族信托业务中，受托人按照委托人意愿制定与执行家族财富的传承分配方案即为典型的服务信托；在资产证券化业务中，受托人发挥特殊目的载体（SPV）的作用服务特定资产出表与破产隔离也是较为典型的服务信托。

上述“服务”是可以结合受托人管理的相关信托财产规模、主动管理程度等计量方式量化的，“服务”的质量也是可以通过客户反馈、同业竞争比较进行评价的，相类似的“服务”标准化操作也是可复制的，能够成为可持续的业务模式。这样的“服务”才可以构成服务信托的真正内涵。基于此，服务信托的实质内涵也就可以相对清



晰地从信托关系内外两个角度认知和判断。在信托关系内部，服务信托是从受托人的受托服务角度界定，区别于针对信托财产保值增值的理财服务，提供的是围绕信托财产的非理财服务，包括保管、分配、处分等在遵循委托人意愿前提下，能够产生附加价值的受托服务。在信托关系外部，从信托监管的角度，区别于主要利用资金形式通过开展投融资业务以获取资产保值增值收益为目的的资金信托，服务信托的展业逻辑是重服务管理，轻资产运作，因此需要建立区别于资金信托监管的新型监管体系与规则，结合监管科技的方法运用，着重对受托服务本身进行评价与监管。

综上，服务信托是指资金信托和公益（慈善）信托之外的，受托人提供的信托服务。对服务信托具体业务的认知和判断要符合一定的逻辑标准和分析框架，以信托关系为边界，以受托人受托行为为核心，以可量化、可评价、可复制、可监管为标准。

（三）发展服务信托的原因

改革开放四十年来，我国信托业作为金融改革和对外开放的重要窗口，充分抓住了经济高速发展的时代发展机遇，实现了从简单到多元、从体量微小到规模可观的历史性变革。信托业资产管理规模已经突破 22 万亿元，^① 成为我国金融体系的重要组成部分，在我国的经济社会发展和金融资源配置中发挥了历时性和现实性的重要作用。正是基于我国特殊的市场机遇和现实国情，信托公司传统的主导业务结构主要为融资业务，部分实务甚或是应对监管套利的“通道业务”。一方面，信托制度的本源优势没有得到应有发挥，受托服务的价值也没有得到应有体现；另一方面，简单的融资业务模式使得信托利益的获取与实现直接表现为基于息差的预期固定收益，相当程度上造成了信托产品的“刚兑”怪象，给教育与引导信托投资者带来巨大压力。

由此，发展服务信托实际上是对信托本源业务的拨乱反正，是信托制度应用的本源回归，是对服务实体经济和国民财富管理的专业价值体现与提升。探索和着力发展服务信托，从经济学、法学、文化等方面分析具有显著的经济价值和社会价值。

1. 提升潜在经济增长率——信托制度变迁的经济学视角

随着我国经济发展进入新常态，经济高速增长难以为继，尊重市场发展规律，保持经济稳定增长成为新课题。发掘和提升我国经济潜在增长率的重要因素在于提高供给侧的生产能力。生产能力由生产要素决定，包括劳动力、资本、技术、自然资源

^① 中国信托业协会官网发布的 2019 年第二季度末信托公司主要业务数据。



等，要提高增长潜力，就要提高这些要素的数量和质量。^①其中，通过制度变迁促进经济增长具有相当可观的空间。按照制度经济学的理论，在一个不确定的世界里，制度发挥着重要作用，市场的有效性直接决定于制度框架。法律作为最正式的制度安排，是现代经济增长的必要条件。^②

发源于中世纪的信托制度，作为英美法系的舶来品移植至我国，经历了历时性的时间检验和跨越法系的传统融合，具有丰富的制度弹性和适应性，受托“服务”的制度要素生产力提升仍有丰富的创新实践空间，“服务”要素的制度供给也需要从全要素生产率的角度重新审视。根据全要素生产率的理论，即全部生产要素（包括资本、劳动、土地等）的投入量都不变时，生产量仍能增加的部分就是全要素生产率。这个增量部分主要是技术进步和人力资本效能提升的作用使然。基于此，如何发掘和具象化服务信托的“服务”价值，提升信托的制度变迁力，促进信托业的持续稳定增长显然会成为信托业深化转型的重要投入方向。

只有以提升服务信托的服务能力和水平为前提，信托业才能提供更为丰富多元的信托服务供给，方才有能力服务实体经济的高质量发展和改善人民幸福美好生活。因此，发展服务信托是提升信托行业服务实体经济和人民幸福的新动能和新路径。

2. 回归信托本源——信托制度应用的信托法学视角

信托关系本质上是基于财富管理的法律制度安排。维持信托关系动态运行的核心角色在于受托人的受托服务，一方面遵循委托人意愿践行信托目的，另一方面获取信托利益以实现受益人利益最大化，这中间促成“质变”的关键因素就在于受托人的服务赋能。可以说，受托人的专业服务能力越强，信托制度的应用广度和宽度就越充分，信托制度的优势就越能有效发挥，所以发展服务信托的法学价值还担负着丰富信托制度应用场景和强化信托制度生命力的历史使命。近年来，行业内各种创新业务涌现，如家族信托、保险金信托、股权信托、遗嘱信托、知识产权信托等均是在受托服务的内容和范围上进行有益探索和突破，是服务信托应用的拓展和尝试，也能体现信托行业特色经营的差异化优势。

由此，开展服务信托有助于丰富我国信托制度应用角度的本源回归，在“资管新规”统一规范下还具有特别的现实意义，是重塑信托行业主营特色的差异化路径选

^① 徐远. 经济的律动——读懂中国宏观经济与市场（2018）[M]. 北京：中信出版集团，2019.

^② [美] 约翰·N. 德巴克、约翰·V.C. 奈. 新制度经济前沿（2003）[M]. 张宇燕等译，北京：中信出版集团，2003.



择。“资管新规”针对资产管理产品进行功能和特性划分，同类产品适用同等规则，最大限度地消除制度套利空间，资管产品向标准化、净值化、规范化方向迭代演进，也加剧了同质化资管产品竞争，对于具有“非标”传统优势的信托产品而言，转型阵痛尤为突出。如何通过开展服务信托另辟蹊径，以差异化的主营特色业务继续发挥信托制度的独特灵活性优势，是信托公司深化转型，实现可持续发展的必由之路。

结合境外信托业务的发展经验也可以清晰验证，理财信托与服务信托同等重要。例如，美国的管理型与非管理型信托、日本及中国台湾地区的资金运用信托与资金管理信托虽然具体表述不同，但均是采取“两条腿走路”的并行发展模式。换言之，只有同步发展理财信托与服务信托，才能较为完整地呈现现代信托制度应用的全貌。相形之下，中国服务信托的发展尚处在起步阶段，研究发展服务信托的必要性十分紧迫，服务信托业务的未来发展空间也十分广阔。

3. 重塑财富价值观和信任——信托文化培育的社会学视角

服务信托的核心价值在于受托人履行以“服务”为内容的受信义务，维系委托人、受托人、受益人等信托当事人之间的关系纽带不仅是信托财产，更重要的是信任关系和受信文化。相对于“理财”的显性信任，无形的“服务”不仅需要具象化的手段形成可量化、可评价、可持续的业务模式，更需要信任关系的培育与建立作为文化基础，尤其是在由陌生人组成的现代社会，涉及经济生活和金融领域的“信任”就更弥足珍贵，也更加脆弱。^①类似地，在服务信托业务中，更需要委托人将对受托人主体的人际和个体信任上升为对受托服务本身的制度信任，树立“专业人做专业服务”的健康财富管理价值观，服务于国民财富的科学可持续管理。

相对于对“理财信托”收益预期实现的结果导向型的信任，“服务信托”的信任更多表现为过程导向型的信任，对受托人的受托服务能力要求更高，信任关系建立与维护的成本更高，但是相应地信任黏性也越强。因此，服务信托的繁荣发展有助于信托公司更全面、更持续地建立并维护与委托人及受益人基于信托财产管理及服务的信任关系，对于促进行业深化转型，改善整个行业的受托文化水平大有裨益。

（四）服务信托的特征与类型

对于服务信托的认知不宜具象于专有名词的解释和界定，无论“服务”还是“信托”二者的内涵和外延都足够宽泛巨大，二者结合的语义也很难特定化为某类具体的

^① 郑也夫. 信任论 [M]. 北京: 中信出版社, 2016.



业务类型。从内涵角度，服务信托并不是围绕狭义的信托关系要素进行逻辑界定的信托术语，虽然其核心定位于受托人的受托服务，但是并没有明确的服务内容指向；从外延角度，服务信托本身就是开放的体系，具有导向性、过渡性、开放性特征，不是单一的业务类型能全面涵盖的。

1. 服务信托的特征

所谓导向性，是指服务信托是轻资产、重服务，有别于资金信托等理财及投融资目的的重资产业务，鼓励信托公司从简单的贷款融资类信托业务向聚焦受托服务的专业化和主动管理业务方向提升，不仅是信托公司可持续发展的展业方向，也是契合防控金融风险的严监管背景下，信托监管部门倡导信托公司转型发展的重要方向。

所谓过渡性，是指服务信托的商业模式现阶段仍在初步的研究探索和实践验证阶段，成熟的服务信托理念和可复制的业务模式尚未形成，信托公司对融资类信托和通道业务的路径依赖需要一定时间的调整期，相应的服务信托探索则需要相当长的过渡期，而且即便是服务信托的业务模式逐步成熟了，也需要与理财信托同步推进，立足均衡发展，这才是信托公司能够实现可持续发展的完整信托服务图谱。

所谓开放性，是指服务信托是需要业内逐步达成共识的类型化业务，在深化满足委托人个性化意愿的业务开展中，受托服务的内容不断在拓展，受托人服务能力的边界也在不断提升，信托制度基础设施和监管规则也会不断完善，对服务信托的理解和实践也必然会随之不断拓展，呈现动态开放趋势。例如，适应我国老龄化社会加速进程的养老信托、适应我国知识成果转化服务的知识产权信托、适应我国民生改善服务特殊需要群体的特殊关爱信托等，均是在回应特定社会需求过程中的服务信托探索创新。

2. 服务信托的类型

虽然现阶段认识服务信托的特征尚具有不确定性，但是依托财富管理、移转、处分的信托本质，聚焦受托人的主动受托服务，对服务信托的类型划分仍然可以找到逻辑分析和推理判断的路径，从信托关系中的资产端与资金端两个角度可以判断和划分服务信托的主要类型。

基于资产端的服务信托。主要是针对信托财产，受托人发挥信托财产独立性的制度优势，运用信托账户功能，而非投融资理财功能，提供信托财产的托管、配置、结算、分配等服务。实务中，该类针对“信托财产”本身的服务，简称“对物服务”



的信托类型可以包括资产证券化载体及服务、账户托管、针对保险金、养老金、企业年金的信托账户管理等类型。

基于客户端的服务信托。主要针对信托利益，受托人尊重信托目的自由设立的制度优势，除理财目的外，按照委托人个性化意愿，依托受托人主动管理，提供信托财产的管理、分配、处分、传承功能。实务中，该类针对“信托财产权力与权益”的服务，简称“对人服务”的信托类型可以包括家族信托、遗嘱信托、表决权信托、员工持股信托等类型。

当然，上述划分也可能有交叉覆盖的类型，例如知识产权信托和养老信托，即包括对权利人本身的权利行使和权利保障提供“对人”服务，也包括对知识产权本身或养老财产本身提供“对物”服务。核心判断标准就在于受托人基于主动管理的“服务”能否带来符合委托人意愿的额外价值，从而能够转化为体现受托人服务价值的、可量化的信托报酬，并形成可复制、可持续的服务信托业务模式。

（五）如何构建服务信托的开放体系

以服务信托的特征和类型的分析框架为前提，服务信托即是开放的体系，是对外交流合作的窗口。依托信托行业近二十年规范发展的历史积淀和管理经验，结合信托行业深化转型的发展机遇，服务信托的发展会迎来新的开放创新机遇。

1. 服务对象的开放——客户需求导向

反思信托业务现状，在以融资类信托为主要业务模式的传统信托中，尤其是集合资金信托计划的信托关系人之间，委托人作为信托计划认购人，往往表现为同质化的投资者，信托产品的收益与风险是投资者最为关心的核心指标，委托人意愿实际上已经让位于信托资产端交易对手的融资目的和信托财产的实际运用。随着服务信托的开展，委托人个性化的主观意愿会得到实质体现，以客户需求为导向的服务信托，将迎来更加多元的信托目的，服务对象的开放即为显著的表现。举例而言，最为明显的是家族信托业务中，在他益信托的业务模式下，随着家庭成员的变动，委托人与受益人不仅在人数方面存在动态调整的不确定性，由此各自权益的主张也会发生动态变化，服务对象及内容的调整均将成为受托人面临的新课题。

2. 服务内容的开放——境外经验借鉴

鉴于中国服务信托的探索刚刚起步，境外服务信托的类似模式显然具有积极的借鉴意义。无论是英美法系的英国信托和美国信托，还是大陆法系的日本信托和中国



台湾地区信托，对于中国而言，均须以兼容并蓄的心态积极研习实践，这可以说是不亚于信托创新领域的二次创业，每一种服务信托的创新模式既需要成熟的理论支持和实践验证，更需要符合展业实际，尤其是中国以营业信托为主导，信托功能兼具财富管理和金融功能，服务信托的内容开放也须兼顾两方面的考量。

相应地，建议信托监管部门和中国信托业协会能够采取包容创新的鼓励态度，采取类似沙盒监管的模式，鼓励一定试点范围的创新实践，在形成可复制的业务模式后，由中国信托业协会通过业务指引和自律规范等软性约束鼓励引导开放创新。同时，有助于服务信托业务开展的基础设施建设也应同步得以完善，例如信托税收制度与信托财产权登记制度的尽快完善，为服务信托内容创新提供基础的制度性保障。

3. 服务方式的开放——信托科技运用

服务信托的长足发展需要契合时代发展的需求与节奏，信托公司尤其需要借助于金融科技的运用，开展服务信托的方式创新，将信托科技作为促进信托深化发展的新型生产力要素，具体是指通过数字技术及方法应用赋能信托产品、服务和管理创新，进一步发挥受托人本源业务优势，提升受托人尽职能力，优化信托公司治理，增强信托公司竞争力。^①数字经济时代，有形的财富形式必然会向无形的数字财富迁移，没有数字化服务方式和手段支持的服务信托显然会无法适应社会的发展，因此，服务信托方式的开放需要紧密围绕受托服务的数字化转型与赋能。

4. 服务能力的开放——专业整合均衡

诚然，服务信托的本质仍是信托，受托人要坚守信托财产管理的边界。一方面，服务能力的开放不等于服务能力的跨界，非信托范畴的服务不是信托本源服务，受托人不能越俎代庖。例如，养老信托业务中，受托人可以遵照并执行委托人的意愿，将信托财产分配至专业的养老机构以实现受益人的信托利益，但是受托人不能在没有委托人授权自由裁量权的前提下，替代委托人筛选养老服务机构，甚至是自行聘任养老服务机构为委托人或受益人提供养老服务。另一方面，服务能力的开放也可能涉及非信托的服务，虽然其本身不是信托本源服务，但可通过非信托的服务优化客户体验，提升客户黏性。例如，信托公司为家族信托客户定期举办的线下交流主题活动以及与之相关的增值服务，本身不涉及客户信托财产的配置和处分，不是服务信托的应有内容，但却有助于服务信托更有效地开展。由此，要求信托公司在服务信托的能力建设

^① 姚江涛. 信托业如何“承信受托”谋转型[J]. 当代金融家, 2019(9).



方面，有张有弛，既专业又整合，均衡培育服务能力。

综上，服务信托的本论部分试图回答服务信托的内涵、意义、特征、逻辑结构等基础性问题，以期形成认知和分析服务信托的框架和判断标准。服务信托的专题部分将结合四类具体类型，将服务信托本论中的分析框架应用于具体类型的分析和演绎中，以期更加可视和具象地展示开展服务信托的价值，提供相应的实操方案。

二、服务信托专题

服务信托作为监管部门提出的创新概念，具有丰富的理论内涵和广阔的实践外延，但是对于服务信托明确的概念定义和业务模式业内尚未形成统一共识，仍在持续研究和合智探索。本课题基于信托关系中的资金端与资产端的分类，将服务信托创新性地划分为“基于客户端的服务信托”和“基于资产端的服务信托”，并各选取了两类具有代表性的创新性业务进行系统的研究分析，以期在服务信托范式创新研究的基础上，明晰服务信托的创新转型方向和探索服务信托商业模式的可行路径。

其中，“基于客户端的服务信托”，本课题选取了“基于个人全生命周期的服务信托”和“基于员工利益的服务信托”进行拓展研究，两类服务信托业务模式的共性在于其服务的内容主要是针对“人”，即探讨服务信托如何更加有效地实现委托人意愿；“基于资产端的服务信托”，本课题选取了“基于账户管理的服务信托”和“基于资产证券化的服务信托”进行详细例证，这两类服务信托业务模式的共性在于其服务提供的基础主要是针对“物”，即探讨服务信托如何更加有效地通过资产管理与服务实现信托利益的最大化。从服务的工具来讲，以上四类服务信托业务模式目前在中国已经具有较长时间的发展和较大规模的累积，具备形成可持续发展的商业模式业务基础，在信托公司积极探索实践中会逐步成熟。

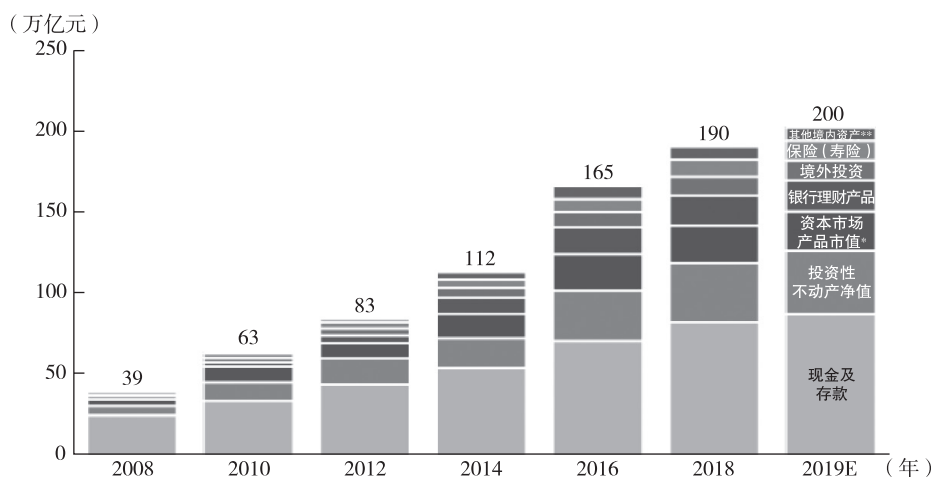
（一）基于个人全生命周期的服务信托业务模式

1. 基于个人全生命周期的服务信托需求分析

（1）基于资产类别视角：资产分散化衍生的资产管理需求。从资产分布来看，中国个人财富主要配置于现金、存款、投资性不动产、资本市场产品、资产管理产品、保险以及境外投资等。随着投资环境日趋复杂，投资者也更加成熟理智，对于资产配置组合的认知度进一步提升，对于各类配置类产品的配置也更加均衡。与此同时，随着中国国际化程度的提高，富裕家庭成员有不少开始在境外留学、工作、移民、



结婚，进而带来家庭成员身份国际化、资产全球化。这些资产类别多元，地域也高度分散，遍布全球，未来如何传承，税负如何缴纳将成为关注点。各国和地区对于财产取得、持有、赠予、继承等的相关法规和税务规定各有不同，需要进行集中统一管理规划。



资料来源：招商银行，贝恩公司，2019 中国私人财富报告 [R]，2019。

图 1 2008—2019 年中国个人持有的可投资资产结构

(2) 基于人口结构视角：加速老龄化衍生的资产管理及传承需求。随着生育率下行和寿命延长，老龄化是全球普遍现象，中国由于计划生育长期实行，人口老龄化速度前所未有。国际上通用的标准是将 65 岁及以上老年人口占总人口的比重大于等于 7% 作为进入老龄化社会的标准，这一比例达到 14% 即进入深度老龄化，达到 20% 则进入超老龄化。从老龄化过渡到深度老龄化，法国用了 126 年，英国用了 46 年，德国用了 40 年，日本用了 25 年；从深度老龄化到超级老龄化，德国用了 36 年，日本用了 21 年。中国 2001 年 65 岁及以上人口占比超过 7%，进入老龄化社会，2018 年占比达 11.9%，预计中国将用约 22 年，即于 2023 年前后进入深度老龄化社会，10 年后即 2033 年前后进入超级老龄化社会，2050 年这一比例将达到 30.0%，老龄化速度前所未有。由于人口基数大，中国老年人口规模也是前所未有。2018 年中国 65 岁及以上人口已达近 1.7 亿人，预计到 2050 年将达 3.9 亿人，届时平均每 3.3 个中国人中就有 1 个 65 岁以上的老人。随着社会的发展以及人口老龄化加速，“养儿防老”的方式已不再适用，需要未雨绸缪，对家庭财富的管理运用及传承作出整体安排，为能够安度晚年提供保障。

(3) 基于婚姻状况视角：离婚常态化衍生的财产明确权属的需求。根据民政部



披露的数据，2018 年离婚登记数为 380.1 万对，当年登记的结婚数为 1010.8 万对，中国的离婚率在 3‰左右，呈现上升趋势。从联合国收集的 2013—2017 年各国离婚率来看，英国、法国、德国等国家近五年的离婚率相对稳定在 2‰左右，美国的离婚率相对稳定在 2.5‰左右，日本、新加坡等国家的离婚率相对稳定在 2‰以下，韩国略高于 2‰，俄罗斯、白俄罗斯、乌克兰等国家的离婚率一般在 3‰~5‰。离婚已经成为一件很正常的现象，但是离婚带来财产分割、子女抚养等问题，若不能得到妥善解决，会给生活带来诸多问题。通过查阅中国裁判文书网相关判决书，可以发现，在离婚案中，不易分割的公司股权、不动产极易造成争议，有必要在婚前、婚内对财产进行合理安排，避免纷争。

2. 基于个人全生命周期的服务信托定义及特征

个人作为社会的一员，在不同年龄承担不同角色，大致可以分为三个阶段，分别为初始积累阶段、承上启下阶段和家庭传承阶段。在初始积累阶段，做子女，求学，找工作，遇到另一半结婚并建立小家庭；在承上启下阶段，挣钱养家，生儿育女，赡养老人；在家庭传承阶段，孩子长大成人，独立生活，自己也该谋划退休后的生活、照顾子孙，直至生命终了。信托公司可以基于个人在不同时期需求，有针对性地为其提供服务。以三代人为例，图 2 可以表示典型的代际关系。

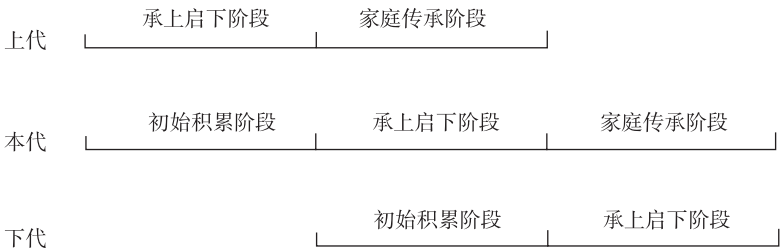


图 2 家庭全生命周期划分

（1）初始积累阶段。这一阶段主要是指到结婚生孩子前，这一阶段事业刚刚起步，同时刚建立自己的小家庭，需要满足所有家庭成员对物质生活资料的需求，需要有首次置业的支出、购车的支出，需要依靠负债扩张来支持资产的扩张。这一阶段，负债较多，有一定的投资理财的需求，由于未来可期，抗风险能力较强，现金流的管理至关重要。

①综合财富管理服务。在初始积累阶段，工作、家庭都刚刚起步，对于长周期的规划较少，可以为客户提供综合财富管理服务，一方面可以为客户提供与其风险偏



好相适应的资管产品，帮助其实现财富增值，另一方面可以协助客户做好现金流的管理，提高资金的使用效率，保障家庭财富的动态平衡。此外，信托公司还可以与银行、保险公司合作，为客户提供贷款咨询、保险咨询等。

②婚前财产隔离。设立婚前财产信托，将资产放入信托，实现婚前财产隔离。对于拥有公司股权的高净值客户而言，可以将股权放入信托，甚至可以用信托财产增资其公司，在这样的安排下，未来的分红、增值等均属于信托财产。

(2) 承上启下阶段。承上启下阶段主要是指孩子出生到上大学，这一阶段父母年龄渐大，事业进入稳定期，有较好的稳定的收入来源，子女的教育、医疗、生活、赡养老人是主要开支。有了更多金融投资经验，有能力去做一些投资。

①资产集中管理与咨询。家庭财富的积累表现在资产类型上，有固定资产（不动产、动产）、金融资产（证券、保单、资管产品）、股权类资产（上市公司股权、非上市公司股权）等。可以利用信托优势，以信托作为载体，与银行、保险公司等金融机构以及律师事务所、税务师事务所等中介机构合作，协助客户集中管理资产。

②境外资产管理服务信托。可以通过服务信托开展境内外资产集中统一管理。特别是对于有境内外资产组合的富裕家庭来说，财产持有方式和税务管理十分重要。若对资产权属登记没有系统性规划，有可能带来复杂的传承问题和高额的税收负担。通过境外资产管理服务信托，可以为客户境外置办资产提供咨询，协助客户管理已取得的境外资产。

③定制式资产配置。针对子女留学、再次置业、父母养老安排、风险保障等方面的需求，根据客户风险偏好开展定制式资产配置，为客户制订长周期的财务规划，帮助客户有计划地实现中长期各类财务目标。

④高风险投资前财产隔离。对于准备进行个人创业或开展高风险投资的家庭，由于中国现行法律并未提供家庭破产制度，可以通过信托安排实现资产的隔离保护。可以以现金为主设立信托，以子女作为主要受益人，以免投资失败影响家庭基本生活。

⑤财产权属与分割。对于婚姻关系发生变化的家庭，可以通过信托实现平稳过渡。大型企业创始人的婚姻关系直接影响到其控制企业的运作，对于社会存在较大外部影响，可以通过信托及早安排，实现平稳过渡。

(3) 家庭传承阶段。家庭传承阶段主要是指退休前后这段时间，债务已逐渐减



轻，收入也呈现见顶下降的趋势。这一时期子女已完全自立，家庭有了一定的积累，有能力、有需求开展资产管理，不仅需要为自身的退休后的生活做准备，也要为未来家庭财富的传承做好安排。

①养老保障。中国正处于人口老龄化持续加速阶段，养老资产有效管理运用和保证老年生活的品质是规划养老时考虑的两大主要问题。可以通过养老服务信托的模式，协助管理财产，实现养老资金的保值增值及有效利用，同时，信托公司可以与养老机构合作，为服务信托的客户提前锁定品质机构的养老服务。

②财富传承。财富传承是影响现代家庭稳定性的重要原因。可以根据客户需求，通过遗嘱信托或家族信托等方式进行财富传承安排。根据招商银行和贝恩公司《2019 中国私人财富报告》披露的信息，2019 年有 53% 的受访高净值人群已经开始准备或正在进行财富传承的相关安排，这一比例首次超过了未开始准备的高净值人群。通过家族信托的安排，可以帮助实现财产有序传承、防止继承人过度挥霍、扶助残疾和缺乏生活能力家庭成员等目的。家族信托正成为高净值人群培养下一代，进而实现更高层次精神财富传承的重要工具。

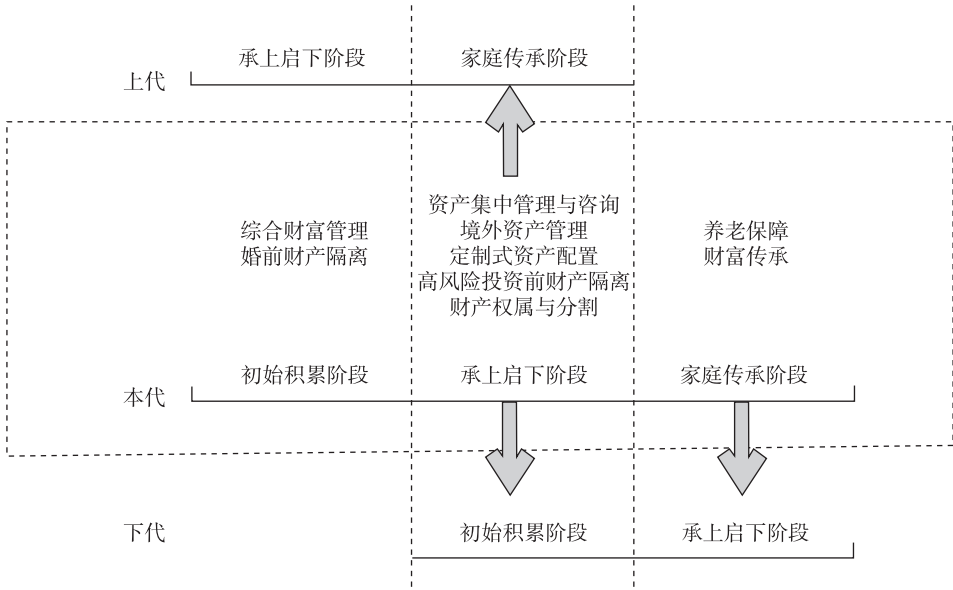


图 3 基于个人的全生命周期的信托服务

以中航信托为例，基于个人生命周期不同阶段的划分及人生里程碑现金流需求的不同，中航信托推出了“六合·鲲”标准型家庭信托系列之里程碑式分配（投资起点为 300 万元）。该家庭信托根据家庭成员的人生里程碑将信托收益分配划分为子女教



育分配、筑业拓路分配、琴瑟和鸣分配和健康养老分配四大类。该系列家庭信托根据分配对象各阶段现金流特征，采取差异化的财富分配策略，有效保障人生各个重大节点的基本开支和重要大额支出。在保障家人基本生活需求的同时，有效进行风险隔离，实现家族财富的隔代传承。

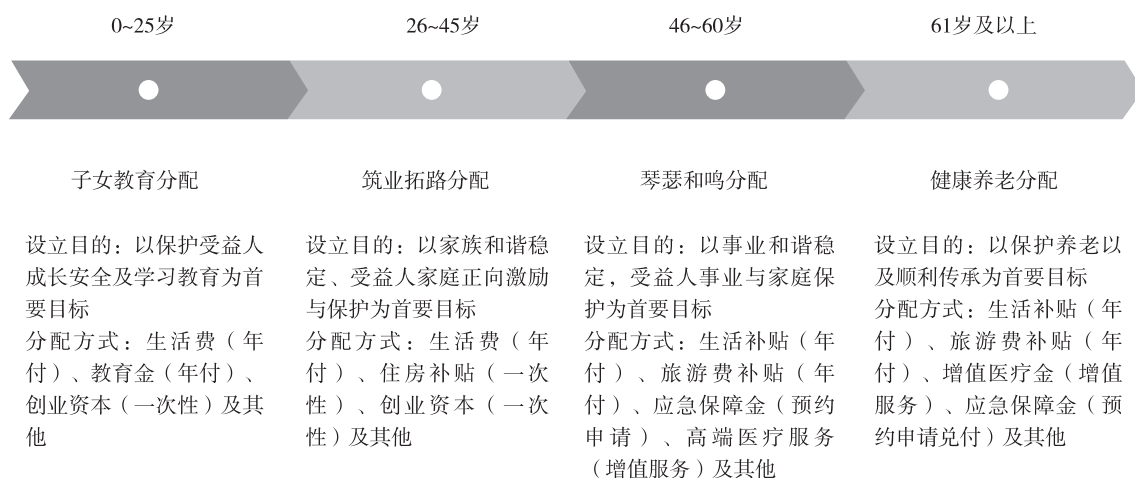


图4 中航信托“六合·鲲”标准型家庭信托系列之里程碑式分配

3. 基于个人全生命周期的服务信托境外实践经验

日本三井住友信托银行面向个人客户的全生命周期提供的一站式服务在行业内具有典型代表性，接下来将以日本三井住友信托银行的相应业务为例，对其进行深入剖析和经验参考。

（1）三井住友信托银行基本情况与业务概览。三井住友信托银行（SMTB）前身成立于1925年7月，是日本一家兼营信托、银行、不动产业务的大型金融机构，也是日本最大的信托银行，稳居行业领先地位，在国际金融领域具有广泛的品牌影响力。其利用自身的高度专业性和综合实力，给顾客提供多样的商品和高水平的服务等综合解决方案。

三井住友信托银行利用银行业务和信托业务的资源与专业知识，基于单个客户的特点、资产和负债及其相应需求，以成为客户的“最佳合作伙伴”为目标，为客户提供全面的咨询服务和准确的解决方案。其业务主要分为零售、批发、受托、全球市场、证券代行业和房地产六大条线。

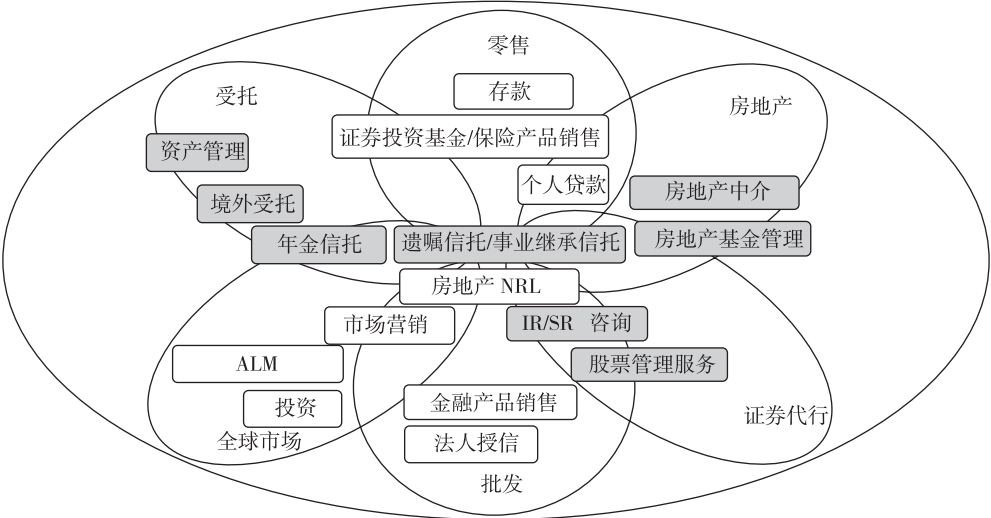
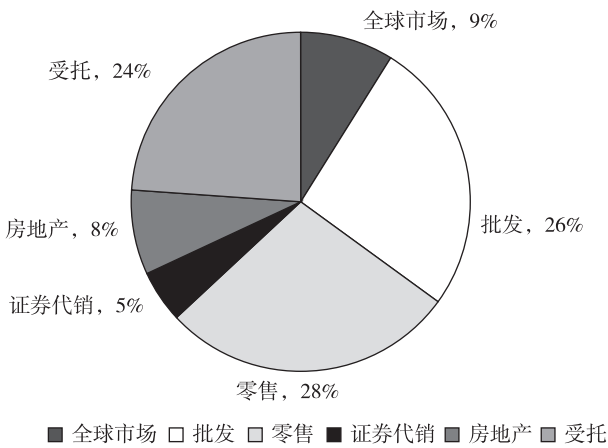


图 5 三井住友信托银行业务关系

在日本，由于负利率政策的持续，利率一直保持在极低水平，超低利率将对银行存贷业务造成冲击，信托业务的手续费收入成为三井住友信托银行在低利率环境下的竞争优势，有利于其获得稳定的收入来源。收入占比排名前两位的为零售业务和批发业务，占比分别为 28% 和 26%。



资料来源：三井住友信托银行 2018 年公司说明会。

图 6 2018 财年各业务线收入占比

(2) 个人业务商业模型：面向个人的全生命周期综合信托服务。①个人生命周期阶段划分。从生命周期的范畴来看，每一阶段的不同收入、消费情况决定了各阶段人们对于金融服务的不同需求。从静态的角度来说，资产形成阶段人群具有资产净值低、负债驱动的消费需求较大、接受金融产品创新的能力较强等特点；退休前后阶段

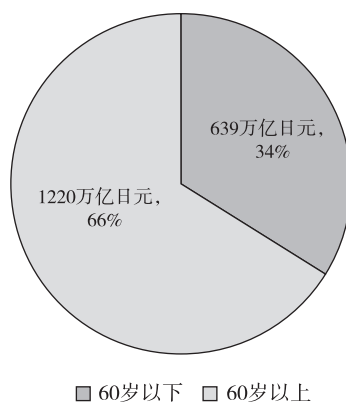


人群则对资产的保值增值要求较高，接受金融创新能力较弱。生命周期金融需求又是动态变化的过程，即从动态的角度而言，资产形成阶段的客户会逐步成为退休前阶段客户，退休前阶段客户会逐步转为退休后阶段客户，退休后阶段的客户会通过资产传承方式影响着下一代资产形成层的资产净值。三井住友信托银行把个人生命周期分为资产形成、退休前及退休后三个阶段。

资产形成阶段人群主要包括学生群体、刚参加工作的人群和中年客户群，这部分客户尚无固定收入，或虽有固定收入但承担较大的家庭责任，他们在拥有较好未来收入期望的同时，也有购房、购车、结婚生子和希望子女接受良好教育等资金需求，有财富增长、资产保值的较强愿望。

退休前阶段人群主要包括 45 岁至 60 岁的中老年人群，该阶段人群的职业生涯达到顶峰，其子女逐步走入社会，由于儿女开始经济独立，他们的购房、购车需求较低，贷款需求大幅下降，开始为退休生活和保持健康做准备。

退休后阶段人群主要为 60 岁以上的退休人群，该阶段人群积累了一定的财富，但生活消费、旅游、医疗开销大幅增加。在日本出生率下降和人口老龄化以及健康预期寿命延长的情况下，老年人拥有大部分家庭财富。根据三井住友信托银行公布的统计数据，日本 60 岁以上人群持有 2/3 以上的金融资产。老年人群的养老需求催生了养老金融产业巨大的发展空间，如何满足老年人群体日益增长的金融需求成为个人生命周期业务模式的重要课题。另外，日本有“富不过三代”的说法。这是因为日本的遗产税税率最高达到 55%，且遗产税税基的基础抵扣额较低，因此，日本的老年富裕阶层对资产的保值、传承有很强需求。



资料来源：三井住友信托银行 2018 年公司说明会。

图 7 日本家庭金融资产所持情况年龄分布



②个人客户全生命周期模型的内容。个人生命周期业务一站式服务指的是基于客户不同人生阶段对应的金融需求、消费特征、偿还能力以及信用状况，围绕客户的整个生命周期提供的全方位金融服务。与传统的金融业务相比，个人全生命周期业务模式克服了金融服务的断层性和空白期，强调为客户提供连贯的终身服务，有利于培养高黏性的客户群。

一直以来，三井住友信托银行都致力于关注社会环境的变化和消费者需求的变化，关注客户“全生命周期”，探索个人全方位金融服务，通过利用信托银行的优势，从机制、服务、产品、渠道、客户体验等方面高效整合资源，准确把握增长机会，实现可持续增长。该业务的独特之处在于，它关注客户的未来愿景，而不仅仅是现在，根据客户生命阶段进行精准咨询，提供包含客户资产和负债的全方位解决方案。

a. 资产形成阶段人群服务类型。三井住友信托银行为资产形成阶段人群提供的资产端服务分为不动产和金融资产两大类，金融资产类业务又细分为年金业务和保险业务。

不动产中介服务主要为客户提供购买不动产的中介服务。三井住友信托银行利用与主要房地产经纪人和互联网银行的关系，以有竞争力的价格提供抵押贷款，以支持客户形成资产。

金融资产项下的年金业务方面，作为企业年金计划的专业机构，三井住友信托银行为客户提供最佳的、量身定制的年金计划，包括待遇确定型（DB）年金计划和缴费确定型（DC）年金计划。三井住友信托银行支持公司客户的年金制度采用DC计划，并为其员工提供投资培训，为其撬动零售业务板块的发展提供了巨大的潜力，是提升整体客户黏性、维护客户关系的重要一环。

保险业务方面，2018年4月三井住友信托银行与法国巴黎银行共同成立了合资保险公司 Cardif Assurance Vie Japan。2018年6月，三井住友信托银行与 Cardif Assurance Vie Japan 合作开发了新产品“生命周期计划”，为资产形成阶段人群设计了住房信贷人寿保险，可以在保费水平很低的情况下同时对银行和借款人提供保障，使前者可以在出险时得到偿还贷款，后者可以确信保留住房。另外，Cardif Assurance Vie Japan 为该阶段人群提供了消费信贷保险方面的产品，为该阶段人群的高水平消费和资产形成提供支持。

三井住友信托银行针对资产形成阶段人群的负债端服务主要为住房贷款。此阶段人群有较大的购车、购房需求，总体偿债压力较大。三井住友信托银行提供抵押贷款，



并根据该阶段自然人的收入水平、信用特征、还款能力进行差别性定价，为客户的资产形成提供支持。

b. 退休前人群及退休人群服务类型。三井住友信托银行为退休前后阶段人群提供的服务主要为资产端服务，包括不动产中介服务、金融资产管理与运用服务和继承服务三大类，金融资产管理与运用服务又细分为资产运用业务、咨询业务和保险业务。

不动产中介业务是三井住友信托银行房地产业务的核心，其利用外部网络、区域金融机构和海外金融机构，根据客户的生命阶段，完善客户的房地产相关信息，为客户实现资产价值最大化。比如，为退休前后阶段的客户提供不动产改善性居住、出售不动产、提升不动产回报等中介服务。

处在退休前后阶段的人群积累了一定的财富，如何兼顾风险和收益实现财产保值增值成为他们越来越关心的问题，为此，基于金融资产的管理与应用，三井住友信托银行采用核心—附属策略服务个人客户。核心策略旨在通过分散资产，在确保获取稳定短期收益的同时进行长期管理；附属策略旨在选择热门的投资产品及适宜的投资时机，通过主动运用来提高收益性。三井住友信托银行根据客户的年龄、家庭收入、流动性偏好和金融理念等因素，合理评估其风险承受力，灵活运用核心及附属策略，调整各类账户中低风险投资和高风险投资之间的配比，有效提升了资产运用效率。

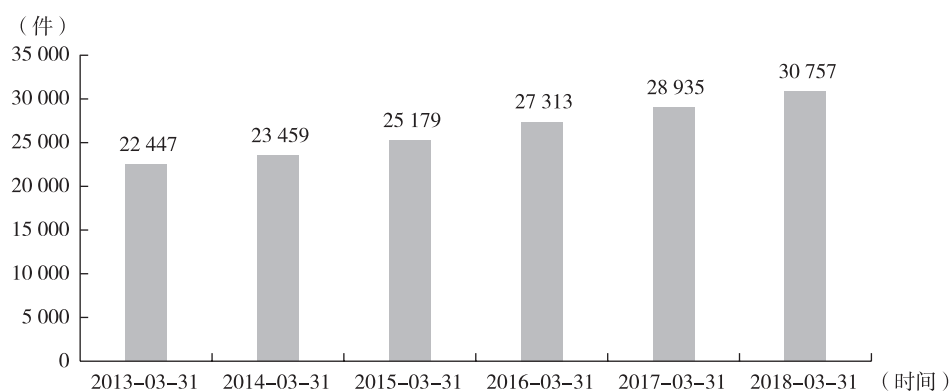
为了更好地为客户提供资产运用服务，2014 年三井住友信托银行与横滨银行、京都银行、群马银行共同设立了 JP 投信资产管理公司，2015 年与邮储银行共同设立了天空海洋资产管理公司。三井住友信托银行的合资资产管理公司为客户提供了更大附加值的资产管理服务。

对于个人投资者来说，在充满不确定性的市场选择合适的产品投资并非易事，投资者对风险性、收益性、流动性和时间性同自己金融需求往往会出现一定程度的偏差，三井住友信托银行利用信息和专业技能方面的优势，帮助客户收集、整理、分析和传播有用信息，促进客户闲置资源的优化配置、有利于提高投资者投资决策的科学性。三井住友信托银行与 Cardif Assurance Vie Japan 合作开发的“生命周期计划”，通过其简单易懂的产品设计，提供高质量的咨询服务和多样化的产品系列，以满足各种资产管理需求，包括可自由支配的投资管理产品、一次性年金保险和全寿险。通过公司的咨询服务，根据客户的不同收入情况和信用等级，他们将提供不同的保险产品，使客户能够更好地应对未来的不确定性。通过这种合作模式，三井住友信托银行旨在建立“信托银行独有的保险业务模式”（即信托银行保险），为退休前后阶段客户建



立社会保障制度和养老金制度。比如，随着人类预期寿命的延长，老年人的长期护理将成为未来主要的险种之一，寿命延长使老年人需要接受长期特别护理的原因更加多样化，由于国家难以承担长期护理不断增长的费用的重负，Cardif Assurance Vie Japan 为此设计了提供补充商业保险的专门产品。

由于社会老龄化和遗产税的征收，特别是 2015 年日本修订《遗产税法》^① 后，符合遗产税申报的人群大幅增加，三井住友信托银行顺应市场需求，提供了支持资产传承的遗嘱信托和家族关爱信托两种服务。截至 2018 年，三井住友信托银行管理的遗嘱信托超过 3 万件，进入执行阶段的遗嘱信托超过 600 件，管理和执行的遗嘱信托数量呈现逐年增加趋势。信托的财产隔离功能让遗嘱信托成为日本众多高净值客户的合理节税避税选择。相比于遗嘱信托，其家族关爱信托主要增加了资产管理运用的功能。涉及代际传承的业务潜力巨大，有利于信托银行了解顾客的家庭构成、资产状况，并可建立与下一代的关系。



资料来源：三井住友信托银行 2013—2017 财年年报。

图 8 三井住友信托银行管理的遗产信托数量

4. 基于个人全生命周期的服务信托业务能力建设

(1) 行之有效的商业模式开发。服务信托的开展，需要建立行之有效的商业模式。归纳起来主要有三点特征，即可复制形成规模效应、可发挥信托的制度优势、可发挥信托公司过往经营优势。

可复制形成规模效应。出于成本核算、资产管理的考虑，服务信托业务需要形

^① 2015 年 1 月 1 日，日本《遗产税法》实行了修订，遗产税计算的基础抵扣额发生了较大的变化，基础抵扣额由 2015 年前的“5 000 万日元 + 1 000 万日元 × 法定继承人数”降为“3 000 万日元 + 600 万日元 × 法定继承人数”。与平成 26 年（2014 年）以前相比，平成 27 年（2015 年）以后的基础抵扣额降低四成，增加了遗产税缴纳额。



成一定的管理规模才能实现盈利。不同于定制式、高度灵活的家族信托，基于个人的全生命周期的服务信托的服务对象是富裕家庭，需要提供标准化的产品架构，有助于客户经理开展营销，形成业务的规模效应。中国台湾地区就基于富裕家庭的需求，提供不同目的的可复制、标准化的服务信托，如子女教育信托、隔代赠予信托、资产保护信托、保险资金信托等，借由不同目的的服务信托的推广，向客户普及服务信托，然后从中筛选出有一定资产规模的客户，逐步开展家族信托。

发挥信托的制度优势及信托公司过往经营优势。中国从事资产管理、财富管理的机构有很多类，包括私人银行、保险公司、第三方财富管理机构，信托公司需要自身的制度优势，才能占有一席之地。首先，信托是财富管理的天然载体，以信托为载体，实现资产隔离，按照委托人的意愿管理运作，在制度层面拥有不可比拟的优势。其次，信托制度具有高度的灵活性，可以通过合理合法的制度安排，进行节税。仍以中国台湾地区为例，资产传承需考虑所得税、遗产税、赠予税、房地产土地增值税等。按照中国台湾地区的“《信托法》”，信托设立时，赠予行为即会产生赠予税，但在合理运用台湾地区信托税制里的折现原理，通过交易结构设计，可以把信托财产压缩，这样在信托设立时，无须缴纳赠予税。中国目前暂未征收赠予税、遗产税，未来若征收这些税种，可以考虑通过信托结构设计实现合理避税。最后，信托与多种金融工具相结合，如信托可以和保险做结合，将保险的功能绑定到信托。与保险相比，信托的制度优势在于可以跨越生死，在信托期限内，无论委托人生与死，信托都可以按照合同的约定管理资产。以保险金信托为例，目前市场上的保险金信托主要是在被保险人身故后，身故保险金划入信托转入，进行管理，这是较为简单的结构设计，未来可以结合委托人的需求，探索使用信托资金代缴保费，这样信托资金投保所衍生的保单权利都可以回到信托账户里。

（2）全覆盖的服务信托体系建设。信托公司要开展全生命周期的服务信托，需要建立起自身的竞争力，形成较深的护城河，这就需要建立全覆盖的服务信托体系。构建全覆盖的服务信托体系，信托需要建立起方案设计、资源整合、运营支持、增值服务在内的四大能力。

在方案设计能力方面：从客户提供的信息和纷繁复杂的需求中，提炼出能够通过服务信托实现的需求，综合考虑法律规范、税收规则、投资规则的约束后，帮助客户设计出一套切实可行的方案。

在资源整合能力方面：一方面涉及各类金融机构和非金融机构的资源整合。将



包括银行、保险公司、券商、基金公司在内的各类金融机构以及律师事务所、会计师事务所、税务师事务所等中介机构都纳入服务信托的平台。另一方面，涉及境内外资源的整合。需要从全局性视角，进行全面跨境、跨代传承的规划，考验信托公司整合境内外资源提供服务的能力。需要与这些机构建立良好的业务关系，能够根据客户的需求，进行结构设计、渠道对接、交易安排等，协调各类资源落地，实现客户的需求。

在运营支持能力方面：该类服务信托基于个人的生命周期，还涉及代际之间的传承，期限长、管理复杂，需要借助信息系统，最大限度地减少因参与服务信托管理的人员更替造成的风险。

在增值服务能力方面：针对超高净值客户，可以在“标准化”的服务之外，为客户提供有关家族企业管理、上市咨询、后代教育等方面的增值服务。

5. 基于个人全生命周期的服务信托业务开展面临的问题

当前中国经济正在经历由金融加杠杆驱动的高速增长阶段转向供给侧结构性改革推动的高质量发展阶段。在此背景下，中国信托行业也正在经历由传统加杠杆的商业逻辑，向适应平滑经济周期特征的商业逻辑转型。作为一个具有巨大发展潜力的崭新领域，面向个人客户提供全生命周期的服务信托在中国还处于理念构建阶段，无论信托公司自身还是外部发展环境，都面临较多的制约和挑战。

（1）信托公司面向个人客户的服务供给能力严重不足。由于全生命周期的服务信托在中国尚处于理念构建阶段，中国信托行业提供服务的种类严重匮乏，目前的组织架构和专业团队也不能适应此类业务的开展，对此类服务信托的基础性研究尚处于空白状态。

①提供的服务种类不足，需逐步建立全生命周期服务体系。全生命周期服务体系要求受托机构以个人客户（委托人）为核心，针对其在生命周期各阶段的资产、负债管理需求以及多元化资产管理运用、财富代际传承等，提出完整的、体系化的解决方案。这样的业务模式与目前以信托产品为中心的模式相比存在天壤之别。目前信托公司面向个人客户开展的业务以中短期限的金融资产配置为主，服务领域过于狭窄，不符合全生命周期服务的基本要求。信托公司首先需要从全生命周期角度对重点服务客群的需求进行详细梳理，其次需要明确机构在服务信托领域的战略定位，并提出建立全生命周期服务体系的推进梯次安排。通过持续不懈地推进，逐步建立较为完善的全生命周期服务体系。

②支持全生命周期服务信托业务的专业化团队建设不足。信托公司当前的主干



业务具有典型的私募投资银行业务特征，组织架构设置和专业化特征较强的前台以及中台人员配置也与此特征相适应。从全生命周期服务信托属性来看，其兼具一般金融服务（比如贷款业务）、非金融服务（比如房地产中介咨询、税务筹划）、信托特有服务（比如遗嘱信托）。相比较而言，服务信托覆盖领域更加广泛，不同服务之间的异质性更强。从传统私募投行业务向服务信托业务转换，需要在组织架构与人力资源配置上进行较大的调整。信托公司目前的组织架构与业务团队设置不能够支持全生命周期服务信托的开展。信托公司需要根据自身全生命周期服务体系的推进时序，分阶段建立起服务信托专业化团队。

③支持服务信托业务的基础研究力量亟待建设。虽然从表面上看中国全生命周期服务信托与日本的主要差距在于服务体系和专业化团队等方面，但是从深层次分析，根源在于信托机构对服务信托业务的基础性研究力量存在较大差距。日本信托银行机构围绕住宅类物业提供服务的内容涵盖房地产高效运用、买卖交易、以房换房、按揭贷款、REITs、房地产继承或赠予等系列化服务。要支持上述服务需要，日本信托银行需要在房地产法律规章、住宅等物业资产评估、建设与改造、物业中介与服务、房地产金融、遗嘱信托等多领域具备丰富的专业管理知识。日本信托银行通过建立不动产研究所等专业研究机构，源源不断地为机构提供不同领域的知识。

（2）信托公司目前客群定位不能适应全生命周期服务信托业务需求。目前，信托产品被认为是一类高风险、高收益的理财产品，相应地对信托产品的投资人提出了较高的要求。全生命周期服务信托与目前资金融通型信托在本质上截然不同。全生命周期服务信托适应客群范围广，费率平均水平低于传统信托业务，因此，客观上需要通过做大客群才能实现可持续发展。

①相比合格投资人，全生命周期服务信托适用的客群范围更广泛。按照监管机构提出的“懂得你的客户”的要求，信托公司为客户提供的产品和服务需要与客户自身的风险特征相适应。基于传统信托产品的风险特征，对客户设定合格投资人的标准。而全生命周期服务信托的非金融服务、信托特有服务等业务的业务风险特征与所有提出服务需求的客户相匹配。因此，客群范围更为广泛。

②服务信托商业模式需要大幅扩张客户基数实现盈利。目前信托报酬收取方式是按照信托资产规模乘以固定的信托报酬率，信托报酬收入与信托资产规模成正比。而全生命周期服务信托通常是对客户的每一项服务项目收费，呈现出小额、高频的特征。与传统信托业务相比，全生命周期服务信托业务的固定成本和可变成本投入更大。



因此，通过后者实现盈利必须极大地扩张客户基数。通过客户基数扩张，实现服务信托业务规模化发展。

③信托公司可以通过同业合作拓宽获客渠道。全生命周期服务信托要实现长期、可持续发展，需要在供给端与需求端相互配合。传统信托私募高端理财的定位及由此形成的客群与此类服务信托客群不一致。如何有效地拓宽客户来源，扩张客户基数？从日本信托银行的实践来看，由信托银行与区域性商业银行开展战略合作是一条有效的渠道。中国信托公司可以借鉴日本信托银行的经验，通过建立与股份制银行、城商行等商业银行的战略合作，快速打开有效获客通道。

（3）信托公司构建全生命周期服务信托生态面临巨大挑战。全生命周期服务信托包括金融服务、非金融服务、信托特有服务三大类。按照目前的中国金融监管体系，由中国银保监会对信托公司开展的金融或信托业务进行监管。如果信托公司开展非金融业务，那么对信托公司的监管模式也需要进行调整。这也将成为影响信托公司开展全生命周期服务信托的重要前置条件。

①信托公司进入非金融服务领域面临障碍。按照《信托公司管理办法》，信托公司经营范围既包括基于资产的信托业务，也包括居间、咨询、保管等业务。以往信托公司展业过程中更多地从事了各类资产管理类的信托业务，对其他业务介入较少。如果对全生命周期服务信托涉及的服务类型进行划分，有些服务可以归入信托公司经营范围，而有些业务无法纳入其中。按照《信托公司管理办法》，如果不属于经营范围，信托公司无法开展此类业务。这样的监管规定对信托公司以客户为中心提供全生命周期服务将形成制度性钳制。

②信托公司出资非金融机构面临政策限制。前文对全生命周期服务作分析，指出不同类型的服务具有异质性特征。这表明不同类型服务在业务模式、风险特征、办理流程，甚至行业主管、监管机构等方面具有显著差异。从日本信托银行的实践来看，通常将内聚性较强的同一类服务归入一个经营实体中是有效的做法。按照目前的监管政策，信托公司如果以固有资金出资非金融类机构，那么信托公司不得控股非金融企业，且持有五年必须退出等。如果不对上述政策进行修订，那么信托公司通过非金融类子公司提供更加多元化的服务将不可行。

③信托公司资本来源将在根本上形成制约。除了前述监管政策方面的限制，信托公司还面临资本来源的限制。从日本信托银行的实践来看，如果开展全生命周期服务信托，信托银行通常需要建立能够有效地提供三大类服务的不同类型的子公司或联营



机构。母公司与子公司、联营机构等共同形成良好服务信托生态。要形成这样的生态，信托公司需要投入大量资本。日本信托银行多为上市公司，有良好的资本补充渠道。而中国信托公司由于诸多原因，境内上市始终面临障碍，如何有效拓宽资本来源也是影响全生命周期服务信托发展的关键因素。

6. 推进基于个人全生命周期的服务信托发展的政策建议

信托公司发展全生命周期的服务信托既面临信托公司自身供给能力与客群资源等方面限制，又面临外部制度环境的制约。信托公司发展全生命周期服务信托是信托行业主动适应中国经济发展阶段转换的客观要求，同时也是在经济高质量发展阶段，信托行业更好地服务经济、满足社会需要的主动作为。完善监管，为全生命周期的服务信托发展提供良好的制度环境至关重要，刻不容缓。

（1）开展服务信托需要监管规章配套支持。首先，需要出台专门的《服务信托管理办法》。服务信托与以往的用于投融资目的信托业务截然不同，发展服务信托首先需要出台专门的管理办法，对服务信托定义、服务信托主要分类、服务信托风险特征、适用客群范围等进行说明。其次，修订《信托公司管理办法》等相关规章。服务信托，尤其是本报告主要探讨的全生命周期的服务信托的具体服务类型会涉及非金融服务。要开展此类服务信托，目前的《信托公司管理办法》《信托公司净资本管理办法》，以及信托公司以固有资产从事股权投资业务的政策等都需要进行配套修订。再次，协调中国证监会打开信托公司上市通道。据前文分析，信托公司开展此类服务信托将面临大量资本投入，需要监管机构之间加强协调，为信托公司与其他市场主体具有平等的上市机会创造条件。

（2）开展境外服务信托的业务资格问题。目前，中国财富人群的资产已经具备全球化配置特点。这在客观上需要信托机构能够跟随财富人群资产配置脚步，建立境外业务网络与服务能力。当前，国内金融监管机构主要通过合格境内机构投资者（QDII）资格及特许经营的业务范围对金融机构境外业务进行监管。QDII 有控制地允许境内机构（包括境外金融机构的境内分支机构）投资境外资本市场的股票、债券等有价证券投资业务。如何对信托公司在境外开展的服务信托等非证券投资业务进行监管需要制度支持。

（3）信托公司与社区、养老等机构联动的配套制度。全生命周期服务信托提供的各类服务中与老龄客群相关的服务占有重要比重。由于老龄人群在认知能力、活动范围等方面的客观限制，信托公司开展全生命周期服务信托需要与社区管理机构和区



域内养老服务机构建立联动发展机制，共同提高信托公司服务社会的能力。

（二）基于员工利益的服务信托业务模式

1. 员工利益类服务信托的定义、特征及分类

（1）员工利益类服务信托的定义及特征。“基于员工利益的服务信托”（以下简称“员工利益类服务信托”），是指委托人（企业员工）基于其企业在企业获取的收入以及其自身规划的目的，自愿将其获取的薪酬、福利、年金、养老金等收入部分，以企业为单位统一交付或自行交付于受托人（信托机构）进行各项服务管理运作，受托人依信托合同约定，为受益人的利益或特定目的，管理或处分信托财产的行为。

基于上述定义，员工利益类服务信托的委托人不同于传统的高净值客户，其委托人是企业员工或企业，受益人是企业员工。如委托人是企业员工，在现有信托制度和监管要求下，需满足合格投资人的条件；如委托人是企业，则需要信托与企业密切合作，通过他益信托的模式，来满足企业员工相关利益需求。

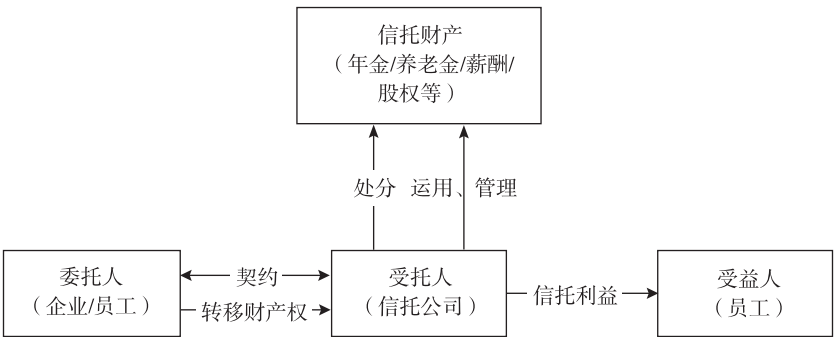


图9 员工利益类服务信托交易结构

（2）员工利益类服务信托的分类。按照员工利益的相关诉求，员工利益类服务信托主要包括以下三种类型。

一是针对员工保障性部分，例如企业年金信托、养老金信托等，主要体现为员工权益的未来保障；二是针对员工薪酬或福利延付部分的保值增值，例如延付薪酬信托、储蓄性信托等，主要体现为对延付部分的员工权益的保障；三是对于员工持股、员工保险、教育、消费等持续性需求，可通过服务信托的形式予以满足。

按照员工利益的资金来源及投向，其可以分为员工持股信托、年金信托、薪酬福利信托、养老金信托、保险金信托等。

针对境内已开展的员工利益类服务信托的情况，目前主要包括养老金信托、企



业年金信托和员工持股 / 激励信托三种类型。养老金信托指信托机构作为受托人，接受企业员工定期缴纳的养老基金，提供各项信托服务，在雇员退休后定期向其支付退休金的一类信托服务业务。养老金信托是以养老金制度的建立为基础设立的。企业年金信托是指信托机构作为受托人，接受企业员工及企业定期缴纳的企业年金和职业年金，提供各项信托服务，根据相关管理办法在特定的触发条件下，向其支付的一类信托服务业务。企业年金信托是以企业相关年金制度的建立为基础设立的。员工持股 / 激励信托是企业员工通过各种方式获得本企业股份，或者是企业将其员工激励股权直接委托给信托机构，企业通过结构化设计委托信托机构通过定增或二级市场方式获取部分的企业股权，通过财产权信托、结构化信托等方式，使满足条件的企业员工获得股权激励，并参与企业经营管理，进而提高员工的积极性及企业活力。

2. 员工利益类服务信托的服务信托属性及受托人服务价值

员工利益类服务信托是在员工获取企业收入的基础上产生的，目的是充分发挥服务信托的各项服务属性，来保障或提升员工利益。受托人的服务价值主要包括以下四个方面。

其一，发挥主动管理、资产隔离等灵活信托制度优势，运用信托手段，以满足员工养老、年金、股权、保险、消费等需求，保障或提升员工利益，实现信托制度的普惠。

其二，作为现有员工权益保障制度的重要补充，鼓励员工和帮助职工积累财产，并且在合适的机会下，开辟员工保险金信托、员工消费信托、员工教育信托等新的服务信托领域，保障员工权益，提高员工利益。

其三，员工利益类服务信托有利于同时满足劳资双方的利益。一方面对员工而言，可以激励其在一定程度上参与企业管理，分享公司经营利润；另一方面对企业来说，员工利益类服务信托是企业公司激励雇员的积极性，提高劳动生产率的重要工具。

其四，可以在合法合规的情况下，为员工及企业实现一定的税收优惠，进而提高员工利益，增加公司收益。如美国，在信托财产的积累期间，信托财产的收入和资本利得免交州和联邦政府的所得税，起到吸引优秀员工，企业与员工均享受税收优惠的目的，进而为其该类信托的发展提供了宽松的政策条件。

3. 员工利益类服务信托的境外实践经验

由于员工利益类服务信托的分类方式和相关政策法规的差异，境内外对该类业务没有统一的模式及实践。由于股权激励方式在员工利益中较多被使用，因此，本文以员工持股信托为例，对境外的相关实践进行阐述。



从境外实践来看，员工持股信托大体可分为直接持股模式、间接持股模式以及混合持股模式。直接持股模式主要是指员工个人持股；间接持股模式则通过代理机构持股，主要为职工持股会、壳公司以及信托持股模式；混合持股则是综合运用直接持股和间接持股的一种持股模式。

（1）员工持股信托模式与其他类型的区别。员工持股信托模式是指由具有受托资格的信托机构代替员工持股，负责收购股权的管理和收益分配，定期向员工及相关部门提供信托财产信息的信托服务模式。在此种模式下，受托机构代替员工行使股东权利，或者接受员工组织的指导行使股东权利，解决了股权分散和企业决策效率低下的问题。同时，受托机构在股权管理和收益分配方面具有专业技术和平台，能够充分维护员工利益。此外，受托机构需要接受来自政府部门的严格监管，具有较高的安全性和可靠性。美国、英国的员工持股广泛采用信托模式，日本也正在积极推广员工持股信托模式。

而个人持股是员工持股计划最直接、最简洁的形式，法国、英国等国都实行这种模式。职工持股会模式比较常见于日本、新加坡，该模式在企业内部建立员工持股会组织，统一代表员工参与股权认购和股权管理。壳公司持股模式，是指通过成立一家壳公司完成对本企业股权收购的目的，并代员工进行持股和管理股权。

相比而言，员工持股信托模式在运用资产隔离制度保护员工持有股权财产、员工持股利益、员工持股管理专业性、方案的灵活性等方面具有较大的比较优势。

（2）主要发达国家的员工持股信托模式实践。①美国员工持股信托模式发展经验分析。美国员工持股的渠道多种多样，美国的员工持股信托主要是随着 401（K）计划等相关政策法规的实施而推广开展的。401（K）计划适用于私人企业及部分非营利组织，其目的是鼓励企业雇员增加长期养老储蓄资金。401（K）计划的主要政策优势在于税收优惠，不仅雇主缴费能获得税前扣除，雇员缴费也在个人所得税的税前扣除，只有当个人账户资金被取现或退休领取时，雇员才缴纳税款。因此，401（K）对雇员来说具有税收递延的效果。401（K）计划允许员工养老储蓄购买本企业股份从而实现持股，员工股权购买计划则允许员工以一定价格购买本企业股份，员工股票期权则允许获得期权的员工未来以一定价格购买本企业股份。据不完全统计，美国近 30% 的私营部门通过各种形式实现了员工持股。美国员工持股计划的管理形式多样，不过《员工退休收入保障法案》规定，私营部门员工退休计划资产必须由信托基金持有，定期向政府部门提供管理报告进行公开信息披露，并在一定条件下可以享受税收



优惠政策。

美国最为成熟、最为典型的员工持股信托模式就是员工持股计划（Employee Stock Owner Plan, ESOP），这也是美国员工退休储蓄的一种重要形式，受《员工退休收入保障法案》监管。美国员工持股计划信托主要可分为杠杆型信托和非杠杆型信托。非杠杆型员工持股计划主要是企业不借助外部融资，而是无偿向信托基金提供股份或者一定资金购买本企业股份，受托人以受益人利益最大化为目标管理所持有的股份。杠杆型信托模式是指员工持股计划通过信贷融资等形式进行外部融资购买企业股份的方式，一般由企业提供融资担保或者企业融资后转贷给员工持股计划，企业每年提供一定贡献金用于偿还外部融资，待偿还外部融资后，员工获得相应股份或者现金。统计数据显示，美国 70% 的员工持股计划都是杠杆型信托模式。

杠杆型员工持股计划设立流程主要包括：准备阶段，企业需要明确实施员工持股计划的目的，然后聘请评估机构评估股权价值，为未来交易设计、股份购买奠定基础，同时还需要评估员工持股计划可能对企业现有股权结构产生的影响。在实施阶段，企业需要设计员工持股计划方案，包括计划目的、参与者要求、公司贡献金金额、计划资产分配公式、决策权力、受托人职责、信息披露等。企业为员工持股计划选择合适的外部融资渠道，或者企业从银行等金融机构借款，然后再转贷员工持股计划信托，并安排好还款计划。员工持股计划一切就绪后，需要将计划方案和相关文件提交至政府部门，以获得税收优惠政策的享受资格。员工退休、死亡或者离职时可获得个人账户中的股份，对于非上市企业而言，需要回购此部分股份。

②英国员工持股信托发展经验分析。英国员工持股实践包括员工收购、股权激励计划、收入储蓄计划、公司股权期权计划、企业管理激励，其中后四项可以享受政府税收优惠政策，这也进一步鼓励企业通过更为规范的员工持股模式进行操作。其中，股权激励计划和收入储蓄计划针对所有员工，而企业股权期权计划和企业管理激励主要针对管理层等特定员工。

英国一般意义上的员工持股信托即为企业将部分股权无偿信托给受托人，或者企业及员工将资金信托给受托人由其购买企业股权，代替员工长期持有或者逐步将股权转让给员工，与美国员工持股信托模式大体相当。但是，英国员工持股信托有两个特点：一是受托人选择方面，主要是个人，诸如不具有利益冲突的员工、具有专业管理技能的个人等，或者壳公司；二是还可以设立离岸信托，即将员工持股信托设立在英国以外，主要是规避资本利得税，不过离岸信托的设立和管理成本较高。如果要设



立能享受政府税收优惠的员工持股信托，诸如适用于股权激励计划，那么就需要满足更多合规要求。根据规定，股权激励计划包含三种形式的股份，分别为无偿股、合伙人股、匹配股。其中无偿股是指企业能够每年给予员工价值 3 000 英镑的股份，合伙人股是指员工每年税前能够购买价值 1 500 英镑的股份，匹配股是指企业能够无偿给予员工所购买的合伙人两倍的股份。如果员工能够将所拥有的股份在计划内保持至少 5 年，那就不需要缴纳所得税。如果员工离职或者因为其他原因在 3~5 年离职，也不需要对于股份增值部分缴纳所得税。同时英国海关税务总署需要审批企业股权激励计划以及信托架构，一般需要 2~3 个月才能获得审批结果。

（3）境外员工持股信托发展总结。美国员工持股计划是个人养老体系的重要组成部分，员工基本不承担相应支出。美国、英国持股资金来源主要依赖企业自有资金或者无偿股份，充分体现了员工持股信托的福利性质。与此同时，员工持股信托计划在满足特定要求后，企业和员工能享受税收优惠政策。政府在推行员工持股过程中有效利用信托制度的实践成为推动员工持股信托模式发展的重要力量。

总体来看，境外的员工持股信托服务模式与法规制度、税收配套、员工福利、养老制度密切联系。

4. 员工利益类服务信托的境内实践及典型案例分析

（1）员工持股信托。2014 年 6 月，中国证监会下发了《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，指出“上市公司可以自行管理本公司的员工持股计划，也可以将本公司员工持股计划委托给下列具有资产管理资质的机构管理：①信托公司；②保险资产管理公司；③证券公司；④基金管理公司；⑤其他符合条件的资产管理机构”。员工持股计划在我国有着较广泛的市场空间和旺盛的市场需求，必将成为金融机构的又一个业务蓝海以及转型的重要切入口。以上市公司披露信息为例，根据 Wind 的统计，截至 2019 年 7 月末，2019 年共有 82 家 A 股上市公司推出了员工持股计划，初始资金规模合计 106 亿元。已披露的员工持股计划的股票来源主要包括竞价交易、认购非公开发行、上市公司回购、定向受让等。在其中，信托公司可以通过信托架构设计为其员工提供多样化的事务管理信托服务。

在具体的员工持股信托业务模式上，以带有杠杆的业务模式为例，员工持股信托计划按照不高于 1:1 的比例设立优先级份额、劣后级份额。集合信托计划以受托人的名义通过直接或间接（投资于单一资金信托或资管计划）在二级市场购买（包括大宗交易以及竞价交易等方式）等法律法规许可的方式取得并持有目标上市公司股票，



不用于购买其他公司股票。

在增信措施方面，单一信托计划设置预警线和止损线，逐日盯市管理。上市公司控股股东或实际控制人对信托计划优先级份额的本金、最高目标收益及信托计划的各项税费提供差额补足，对在信托计划清算时劣后级份额剩余本金的差额部分提供补足责任。

在该类业务模式中，需要严格遵守资管新规等监管要求的杠杆比例。根据人民银行等多部门联合下发的“资管新规”，开放式私募产品、投资于单一标的的私募产品（投资比例超过 50% 即视为单一）、投资债券、股票等标准化资产比例超过 50% 的私募产品不得进行份额分级，这规定了目前采用分级杠杆方式发行员工持股信托 / 资管产品的最高杠杆比例。

除了上述带杠杆的员工持股信托业务之外，华宝信托创新设计了以信托模式参与员工持股计划业务模式，从服务信托的角度和功能出发，发挥信托的灵活性和破产隔离功能，并使用不加杠杆的方式进行操作。该模式主要是由企业作为委托人，计划受益人为委托人指定的企业员工，资金来源于委托人和受益人。华宝信托作为受托人和账户管理人按信托合同约定及委托人指令投向目标公司股权，进而实现员工股权激励和员工参与企业管理等。

（2）企业年金信托。企业年金作为我国养老保障体系的第二支柱，在业务模式、资金来源、领域投向、运营管理、交易架构和风控措施等方面均须依据年金相关规定运作。我国企业年金业务的开展始于 2004 年 5 月 1 日《企业年金试行办法》的施行。

年金信托业务的开展需要相关机构具备受托人、账户管理人、投资管理人、托管人等监管要求的业务资质。《企业年金试行办法》明确了企业年金的相关机构包括委托人、受托人、账户管理人、投资管理人、托管人和其他为企业年金基金管理提供服务的自然人、法人或者其他组织。从人力资源和社会保障部公布的数据来看，2018 年具备企业年金基金法人受托人资质的机构共 14 家，其中包括 2 家信托公司、5 家银行、6 家养老保险公司和 1 家养老金管理公司；具备企业年金账户管理人资质的机构共 20 家，其中包括 1 家信托公司、10 家银行、1 家寿险公司、7 家养老保险公司和 1 家养老金管理公司；具备企业年金托管人资质的机构共 10 家，全部为银行；具备企业年金投资管理人资质的机构共 23 家，其中包括 11 家公募基金、1 家证券公司、1 家券商资管、2 家保险资管、6 家养老保险公司、1 家养老金管理公司和 1 家投行公司。

在年金信托模式中，是由设立年金信托计划的企业和职工委托具备管理资格的



法人受托机构管理和处分企业年金，承担企业和职工缴纳年金的投资、管理及其他相关事务。在具体运作中，委托人与某信托签订《企业年金受托及账户管理合同》，其员工作为受益人。信托公司选定银行作为托管人，保险、基金等机构作为投资管理人。相关年金信托架构如下：

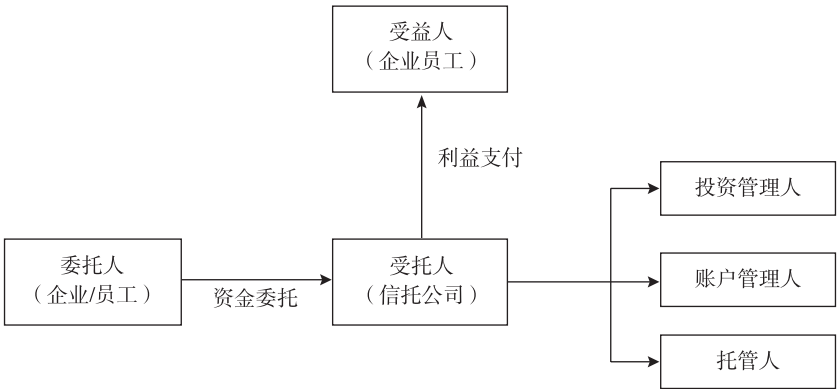


图 10 企业年金信托业务架构

整体来看，近五年信托公司在企业年金业务方面参与度不高，受托企业数、职工数和管理规模在整个企业年金业务市场中的市场份额逐年下降，截至 2018 年底，三项指标的市场占比均不足 1%。

目前，信托行业仅有 2 家信托公司拥有企业年金管理人资格，其中华宝信托拥有企业年金受托人、账户管理人资格，中信信托拥有企业年金受托人资格。两家信托公司共管理 256 家企业、超过 12 万人的企业年金，管理规模约为 93 亿元，受托企业数、职工数和管理规模三项指标的市场占比分别为 0.39%、0.76%、0.94%。

表 1 信托行业受托管理企业数与行业情况对比

单位：家，%

企业年金基金管理机构	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
华宝信托	300	328	352	240	239
中信信托	31	20	20	20	17
信托公司小计	331	348	372	260	256
年金市场合计	48 135	51 187	56 016	59 997	66 261
信托类机构的市场占比	0.69	0.68	0.66	0.43	0.39

数据来源：人力资源和社会保障部。



表 2 信托行业受托管理职工数与行业情况对比

单位：人，%

企业年金基金管理机构	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
华宝信托	152 313	152 399	151 541	121 882	117 344
中信信托	6 086	4 793	4 592	4 394	3 263
信托公司小计	158 399	157 192	156 133	126 276	120 607
年金市场合计	11 973 324	12 209 492	13 330 098	14 092 505	15 875 630
信托类机构的市场占比	1.32	1.29	1.17	0.90	0.76

数据来源：人力资源和社会保障部。

表 3 信托行业受托业务规模与行业情况对比

单位：万元，%

企业年金基金管理机构	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
华宝信托	706 749	825 787	874 294	857 552	901 375
中信信托	37 491	29 626	32 242	36 689	28 050
信托公司小计	744 240	855 413	906 536	894 241	929 425
年金市场合计	46 134 985	57 348 978	69 277 212	82 235 074	99 304 150
信托类机构的市场占比（%）	1.61	1.49	1.31	1.09	0.94

数据来源：人力资源和社会保障部。

5. 员工利益类服务信托业务的商业可持续性分析

（1）员工基数大，员工文化提升，对员工利益类服务信托的需求增多。2017 年中华全国总工会第八次全国职工队伍状况调查结果显示，我国职工总数已达 3.91 亿左右。本次调查显示，职工队伍年龄整体出现小幅增长，平均年龄为 37.1 岁。“70 后”“80 后”仍是职工队伍主体，两者占比合计达 66.9%。“90 后”职工大幅增加，已占职工队伍总数的 16.6%。此外，“00 后”也逐渐进入职工队伍。城镇职工平均年龄为 38.8 岁，农民工平均年龄为 34.1 岁，职工队伍年龄结构处于合理区间。调查显示，职工平均受教育年限达到 13.6 年。从上述调查结果来看，全国员工呈现的特点是基数大、年轻化、文化水平提升，因此其对员工利益的需求必然增多。发挥信托资产隔离、专业投资、个性化设计等优势，通过制度设计，实现信托制度普惠化，能够让众多员工都能享受到员工福利和利益。

（2）员工利益类服务信托是对养老制度、员工福利等制度的重要补充。中国目前基本建成以基本养老金、企业年金（职业年金）、自愿性个人储蓄养老金计划三支



柱为主，辅之以低保、社保基金以及非经济援助的养老金制度。

2015年8月，国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，明确各省、自治区、直辖市养老基金结余额，可预留一定支付费用后，确定具体投资额度，委托给国务院授权的机构进行投资运营。并且规定了基本养老保险基金的投资范围，主要包括银行存款、同业存单、债券、养老金产品、基金、股票、股权、国家重大工程和重大项目建设等。在实际操作中，养老保险基金的投资运营一直采取十分审慎的态度，即便是用来购买国债的比例都非常小，几乎所有资金都放在财政专户里享受银行一年期存款利息。用一年期银行的定期存款利率来大致估计养老保险基金的收益率，对比同期的物价指数，实际收益率较低，难以实现保值增值的目的。

从境外经验来看，健全的养老和员工福利制度，离不开国家政策和金融工具整合服务相结合。中国信托行业在“一法两规”颁布实施之后，取得了近二十年的快速发展。信托行业从资产管理规模、资产管理水平、内部风控合规体系、相关信息系统建设等方面，均形成了相对完备的体系。根据用益信托网的统计，近十年信托收益保持在6.21%~8.55%。信托行业整体运作稳定、风险可控、收益可观。

因此，将中国养老和员工福利制度与信托特色优势相结合，依托员工利益类服务信托，形成中国员工养老和员工福利等员工利益保障和提升体系，将极大地促进中国保障体系的完善，更好地促进企业进步和员工幸福度提升，进而提高中国经济活力，加快经济转型步伐。

（3）员工利益类服务信托能够满足员工多样化需求。员工利益类服务信托具体实现形式多种多样。从整体来看，由于信托制度本身所具有的特点和优越性，员工利益类服务信托模式得到了较为广泛的应用和发展，是促进员工利益发展的重要推动力。

信托公司可以有效帮助企业解决在建立和实施员工利益方案中面临的各类问题，包括计划方案设计、个人账户日常管理、计划资产管理，个人账户信息查询、员工沟通和投资者教育等。设计和实施企业年金计划、员工福利计划、员工持股计划等成为众多企业实现人力资源管理目标的重要手段。员工利益类服务信托有利于优化企业股权结构、员工层次，提供长期激励措施，吸引并留住人才，提高企业经营管理效率和业绩。

6. 员工利益类服务信托业务能力和支撑体系建设

总体而言，员工利益类服务信托具有投入大、盈利周期长、对系统和运营要求高、



同业竞争激烈等特点，刚进入该领域的信托公司通常在短时间内很难盈利。而且，从员工利益类服务信托的服务对象、业务模式来看，其还具有相对分散、周期较长、需求多样、业务模式复杂等特点，因此该类业务对信托公司的账户系统、投资管理能力等均提出了较高要求。以华宝信托为例，华宝信托开展的员工利益类服务信托业务包括年金信托、养老信托等。为更好地支持相关业务的开展和运营，华宝信托在已有的账户系统基础上，单独开发了企业年金账户管理等系统。经过十多年的业务实践，华宝信托根据该类业务发展不断升级完善并形成业内领先的该类信托业务系统，该系统也成为华宝信托服务信托业务的核心竞争力之一。

7. 员工利益类服务信托业务开展面临的问题

（1）缺乏顶层制度设计。目前，我国员工利益类服务信托缺乏统一的顶层设计。首先，在当前的养老保障配套制度中，服务信托的概念鲜有提及，员工福利信托还未有相应的制度建设。其次，相应的税收优惠政策尚未出台，员工利益类服务信托在展业范围、合作对象、交易结构设计等方面均受到一定影响。

（2）现有模式竞争力不足。相比养老保险公司、大型商业银行、公募基金公司等机构，信托公司在员工利益类服务信托的展业经验、销售能力、权益投资能力、组合投资能力、账户管理信息系统等方面仍有不小的差距，这也将影响委托人对信托公司业务能力的信任和评价。

（3）相关法规对员工利益类服务信托的杠杆比例限制、投资门槛限制。2018 年 4 月中国银保监会等部门联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即“资管新规”），12 月中国银保监会信托部向各银保监局下发《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》，该通知也被称为是“资管新规”的“信托细则”。从内容来看，“资管新规”对杠杆比例、投资者门槛等做了限制与规范，“信托细则”明确了过渡期内信托业务监管工作的基本原则，其中提及服务信托不属于“资管新规”的管辖范围。但在实际操作中，由于员工利益类服务信托投资范围涉及股票（如员工持股信托、员工股权激励信托等），且服务信托概念提出伊始，尚未形成概念有效的一类业务，所以未能突破“资管新规”规定的杠杆要求。另外，信托产品的合格投资人门槛等要求，也对信托公司向特定企业的特定员工开展员工利益类服务信托业务造成一定限制。

（4）部分业务的投资范围限制。在信托公司与养老金、企业年金等机构资金的合作过程中，由于该类资金的相关监管要求，其对部分业务投资范围具有较大限制。



以企业年金信托为例，2013年3月，人力资源和社会保障部等部门联合发布的《关于扩大企业年金基金投资范围的通知》（以下简称“23号令”）虽然对信托产品给予了投资范围准入，但对投资信托产品限制过多。“23号令”要求，“投资信托产品的比例，不得高于企业年金计划基金资产净值的10%”。这导致在实际运作中，企业年金的投资范围受到较大限制，不利于企业年金保值增值、稳定收益的目的。

8. 推进员工利益类服务信托业务发展的政策建议

（1）完善员工利益类服务信托相关信托制度的顶层建设。加快完善员工利益类服务信托的顶层建设，有效嵌入信托制度，营造良好的市场氛围和规则。特别是建议在后续拟修订的《信托公司资金信托管理办法》中，能够开放员工利益类服务信托的委托人的资质，使信托公司能够对特定公司的特定员工设立信托计划，降低委托人门槛，能够让企业员工充分享受到信托制度优势，进而促进服务信托有序、健康发展，真正发挥其应用价值，以此提高政策要求和合规性监督，保障员工利益，实现信托制度普惠。

（2）提供税收优惠支持，激活员工及企业活力。要通过员工利益类服务信托，更好地激活员工及企业活力，实现“普惠大众”，在养老、年金、薪酬延付、消费型信托等设计方面，能够获取税收优惠支持。建议考虑参照2018年4月发布的《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》的相关要求，将员工利益类服务信托产品参照纳入递延税收优惠范围。

（3）放开年金、养老金等资金对信托的投资范围限制。在“一法两规”实施后至今，信托业经营规范、运作稳健，在财富管理方面为受益人创造了持续、稳健的收益。同时，信托公司在资产配置类业务和流动性管理方面已经有了相当的业务基础和实绩，能够满足员工利益类服务信托的审慎投资、规范运作要求。鉴于此，建议放开满足一定稳健经营条件的信托公司的具备稳健收益特征的信托产品投资，从而能够为相关机构或资金提供安全、稳定的收益。

（三）基于账户管理的服务信托业务模式

1. 账户管理类服务信托的定义、特征及分类

（1）账户管理类服务信托的定义及特征。账户管理类的服务信托主要是基于对账户的管理，是指以信托财产独立性为前提，以信托账户为载体，以信托财产安全持



有为基础，为客户提供开户、建账、会计、财产保管、项目登记、交易、执行监督、结算、清算、估值、权益登记、分配、信息披露、业绩归因、合同保管等托管运营类金融服务的信托业务。

(2) 账户管理类服务信托的分类。这里所讨论的信托账户，可分类为个人信托账户、公司信托账户、家族财富传承相关的信托账户、基金与捐赠信托账户、托管和保管账户等。其中，托管和保管账户的服务对象可以包括个人与机构，托管和保管账户其实是一种代理账户，受托人会行使代理职能，比如持有资产、处置收益及赎回、记录保存与客户报告服务等。对上述的账户类别，根据受托机构对信托财产的运用权利，受托机构可以对这些信托账户进行主动管理型或非主动管理型的处置。

①主动管理型信托账户（Asset under Management, AUM），即该受托机构对该账户的资产具有自由投资处置权，即确定信托账户购买或出售某项证券及其他资产的权利，包括被授权进行投资决策的机构、能够授权其他投资顾问进行投资的机构。

②非主动管理型信托账户（Asset under Administration, AUA），即受托机构对该账户的资产没有自由投资处置权，受托机构仅提供投资选择的清单列表，但最终的决策权归其账户所有人或其委托的投资经理。

保管和托管账户属于信托服务附带活动的代理账户，在这里也把它列入信托账户的分类中。我们所探讨的账户管理类服务信托，指的是非主动管理型的账户管理类信托。账户管理类的服务信托，其特征主要是根据委托人的意见和要求，受托人不会对账户内的信托资产作出主动的管理和处置行为，只对于信托账户进行托管运营，不去主动承担市场风险、信用风险等，仅承担操作风险和系统风险等。

2. 账户管理类服务信托的境外实践经验

(1) 美国账户管理类服务信托业务实践及经验借鉴。美国的账户管理类服务信托是在美国信托业发展到成熟期后才出现的一种信托业务模式。美国的信托业起源于 18 世纪末，当时信托制度从英国传入美国，整个行业从 19 世纪 30 年代开始了初步发展，经历了将近 200 年的发展和改革，直到 20 世纪 90 年代的现代化成熟阶段，才出现账户管理类服务信托的形式。20 世纪 90 年代之后，美国经济持续稳定发展，进入新经济时代。1999 年美国颁布《金融服务现代化法案》，提出由机构监管转向功能监管，彻底废除分业经营制度，全面开启混业经营格局，各类金融机构业务相互交叉。

在混业经营的背景下，信托业作为独立金融行业的概念逐渐被模糊，银行兼营信



托业务和信托机构从事银行业务十分普遍，信托业务主要集中于商业银行信托部与少数信托公司。这一时期，个人信托与法人信托并重，托管与保管信托账户占比近七成，信托投资工具不断创新，账户管理类服务信托大力发展。按照信托账户属性，美国的信托及相关账户可分为个人信托及其代理账户、退休金相关信托及其代理账户、公司信托及其代理账户、投资管理及其投资顾问代理账户、基金与捐赠信托及其代理账户、托管与保管账户六大类。其中，托管与保管账户规模最高，公司信托及代理账户次之。纽约梅隆银行是美国历史上非常具有代表性的金融机构，接下来将以美国纽约梅隆银行为例，探究其账户管理类服务信托的发展和现状。

纽约梅隆银行是由纽约银行和梅隆金融公司两家银行于 2007 年合并而成的。纽约梅隆银行在发展过程中逐步出售信贷、信用卡、投资银行、零售银行等一系列商业银行业务，转而专注于资产托管、资产管理、信托等业务，后来成为全世界最大的托管和保管服务提供商、美国信托服务领域的领军者。

纽约梅隆银行的前身之一纽约银行是全美历史最悠久的银行。1988 年，纽约银行与纽约人寿保险公司合并，开始进入信托及托管业务领域。在 2006 年，合并后的纽约银行以零售银行业务换取摩根大通的公司信托业务后，传统银行业务被彻底剥离。纽约银行在环境变换中找到新定位，逐步成为一家专门服务于资本市场结算、托管和投资绩效评估的信托和银行混业经营机构。纽约梅隆银行的另一前身，梅隆金融公司则始建于 1869 年，1946 年合并了联合信托，此后又合并了多家银行以开展信托业务。1971 年，为了满足梅隆家族需求，梅隆开始进入家庭办公室业务，为首次进入该领域的美国信托银行。

2006 年底，梅隆金融与纽约银行宣布进行合并，这次合并诞生了全球最大的信托托管银行以及最大的资产管理公司之一，合并后的纽约梅隆银行进一步剥离传统业务，聚焦于主业。

纽约梅隆银行的托管业务范围仅局限于托管、交收清算等基础性服务，而是为客户提供以托管服务为中心的一体化解决方案。投资服务则包括资产托管及相关的服务组成一系列的金融服务解决方案：托管、基金服务、证券借贷、投资管理外包、业绩评估、另类投资服务、证券清算、抵押管理、公司信托、支付服务、流动性服务等。服务对象主要包括机构、公募、政府机关、公益基金会以及全球的金融机构，通过覆盖全球的办公网络为客户提供服务。

现在，纽约梅隆银行托管资产规模达 20 万亿美元，是全球最大托管银行和美国



最大的养老金信托托管机构，是美国及全球证券清算的领导者，参与超过 100 个交易市场。以美国资产管理商 SQM 为例，该机构指定由纽约梅隆银行负责提供全球外汇托管及相关服务，其主要客户为机构，包括大学捐赠基金、慈善基金会和养老基金。纽约梅隆银行将为 SQM 提供一整套美国核心标准的托管服务，包括实时信息访问、定制报告、全球信托和托管、会计、绩效评估、资本管理、流动性和资本市场等服务。可见，纽约梅隆银行能够做到为客户进行全方位定制化服务，外汇托管只是该公司开展的托管业务之一。

截至 2019 年上半年，除去托管和保管账户的资产规模，纽约梅隆银行的信托业务资产合计 2.98 万亿美元，账户数量合计超过 3 万户。

表 4 纽约梅隆银行信托资产账户（2019 年上半年）

信托及相关账户	资产余额		账户数量	
	金额（百万美元）	占比（%）	数量（个）	占比（%）
个人信托及代理账户	38	0.001	18	0.06
雇员福利和与退休有关的信托和代理账户：				
a. 雇员福利固定缴费账户	129 207	4.33	201	0.67
b. 雇员福利固定福利受益账户	518 506	17.38	498	1.65
c. 其他雇员福利与退休相关账户	277 215	9.29	398	1.32
公司信托及代理账户	1 400 239	46.94	27 466	91.23
投资管理及投资顾问代理账户	3 690	0.12	210	0.70
基金与捐赠信托及代理账户	4 469	0.15	26	0.09
其他受托账户	649 720	21.78	1 288	4.28
信托账户合计	2 983 084	100.00	30 105	100.00
托管和保管账户	25 106 800	—	33 750	—

数据来源：联邦金融机构报告、纽约梅隆银行统一银行业绩报告。

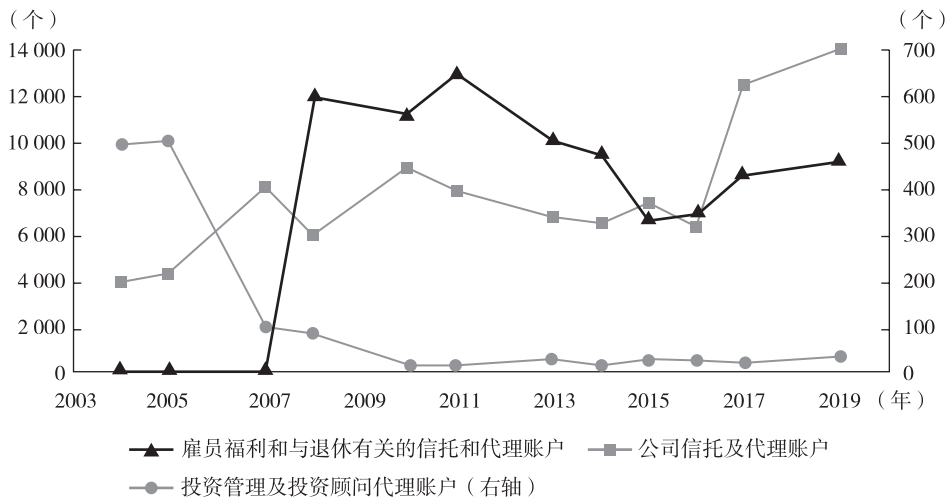
从细分数据来看，信托资产规模中，非主动管理型信托资产为 2.85 万亿美元，占比达 95.57%，管理型信托资产为 0.13 万亿美元，占比仅为 4.43%；信托账户数量合计 30 105 个，其中非主动管理型信托账户数为 29 726 个，占比 98.74%，主动管理型账户仅有 379 个。可看出非主动管理型信托业务占全体信托收入的绝对总量。在信托账户中，公司信托及代理账户的资产规模最大，2019 年上半年末该类账户受托信托资产余额占比 46.94%。



表 5 纽约梅隆银行信托资产账户细分情况（2019 年上半年）

信托及相关账户	信托资产余额 (百万美元)		信托账户数量 (个)		收入	
	管理型	非管理型	管理型	非管理型	收入 (百万美元)	占比 (%)
个人信托及代理账户	2	36	8	10	0	0
雇员福利和与退休有关的信托和代理账户：						
a. 雇员福利固定缴费账户	21	129 186	6	195	11	3.03
b. 雇员福利固定福利受益账户	10 822	507 684	85	413	44	12.12
c. 其他雇员福利与退休相关账户	78 928	198 287	53	345	23	6.34
公司信托及代理账户	381	1 399 858	66	27 400	171	47.11
投资管理及投资顾问代理账户	286	3 404	53	157	1	0.28
基金和捐赠信托及代理账户	1 618	2 851	16	10	0	0
其他受托账户	40 180	609 540	92	1 196	113	31.13
信托账户资产及梳理合计	132 238	2 850 846	379	29 726	—	—
信托账户收入合计	—	—	—	—	363	100
托管和保管账户	—	25 106 800	—	33 750	2 232	—

数据来源：联邦金融机构报告、纽约梅隆银行统一银行业绩报告。



数据来源：联邦金融机构报告、纽约梅隆银行统一银行业绩报告。

图 11 纽约梅隆银行信托账户资产变化趋势

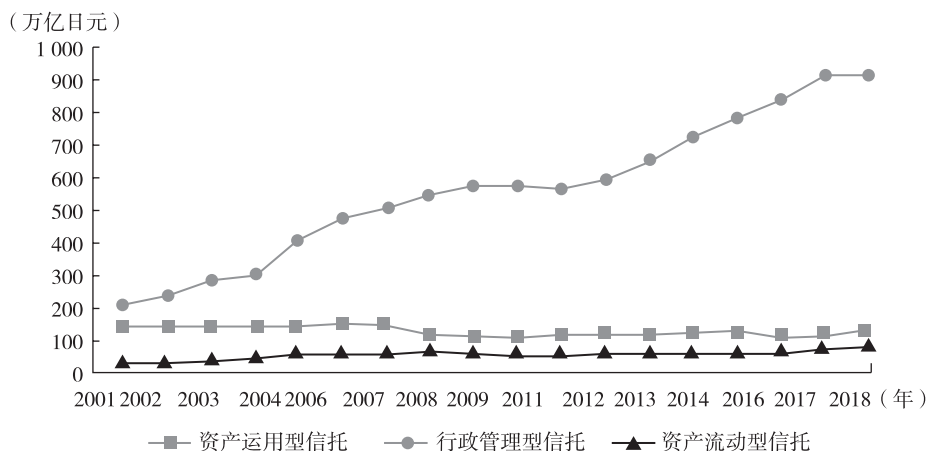
从数据可以看出，包含非主动管理类信托账户的账户管理类服务信托，是纽约梅隆银行信托业务及信托收入的绝对主力。近年来，公司信托及代理账户类信托资产规



模持续走高，2019 年上半年末达到 1.40 万亿元，几乎是信托类账户资产的 50%，可见机构客户是其中的绝对主力。而且，尽管账户管理类服务信托的佣金要低于主动管理类的信托业务佣金，但若能做到绝对体量较大，将会是极其稳定且丰厚的收入来源，并且因为不承担主动管理的风险，可以有效对抗外部的市场波动风险。

（2）日本账户管理类服务信托业务实践及经验借鉴。不同于美国金融行业混业经营的情况，日本的金融行业实行严格的分业经营体制。按照信托功能划分，日本的信托业务可分三类，即运用管理型信托、行政管理型信托和资产流动化型信托。其中，行政管理型信托是指受托人根据委托人的指示来管理资产的信托，即服务信托业务。2001 年以来，日本的非主动管理型信托余额显著增加，截至 2018 年末占比约为 80%；主动管理型信托余额有所减少，目前占比约 10%。

尽管美日的信托业态和发展历程不尽相同，但日本信托业在成熟期也呈现出与美国信托业相同的格局，主动管理类模式的信托业务规模下降，而非主动管理类信托的规模占到绝对主力。2001 年以来，日本的非主动管理型信托余额显著增加，截至 2018 年末占比约 80%；主动管理型信托余额有所减少，截至 2018 年末占比约为 10%，而日本的资金信托业务则已经不再存在了。



数据来源：日本信托业协会。

图 12 2001—2018 年日本各信托业务余额变化

由此可见，当美国和日本的信托业发展到一定的成熟时期后，主动管理类信托业务规模均有所下降，而服务信托业务等轻资本为主的业务规模则会上升，并且账户管理类服务信托业务模式得到大力发展。对比我国的信托业发展历程和业务情况，或许能够有所启发。我们以美国为例，研究他们的账户管理类服务信托展业模式以及选



取代表性案例进行分析和学习。

3. 账户管理类服务信托的境内实践及典型案例分析

(1) 我国账户管理类服务信托的发展状况。中国的金融行业体制属于分业经营，信托行业的发展始于 20 世纪末。1978 年党的十一届三中全会后，中国开始实行对内改革、对外开放的政策，1978 年末中国开始经济体制改革，逐步探索从计划经济向市场经济转变，1979 年 10 月，中国第一家信托机构——中国国际信托投资公司宣告成立，直属国务院领导，可以办理国际信托投资和金融业务。1980 年 7 月，《国务院关于推动经济联合的暂行规定》提出，试办各种信托业务。信托机构采取以银行业务为主营业务、金融实业并举的混业经营方式，为改革开放和经济发展筹集社会资金，提供多样化金融服务。在这约 40 年历史中，不少公司在信托账户托管及账户管理类服务信托方面都有值得借鉴的业务模式。

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，逐步跳出单一的当面签单、账户登记，以及线下直销或者外部代销的账户管理模式，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。在平台上，信托公司的线上平台不提供产品信息展示和持仓查询的功能，正在逐步具备真正的线上账户管理、增进信托资产流动性的能力。

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进展，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，信托公司收集转让需求，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、剩余期限的情况在平台上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。

此外，有一部分信托产品通过信托公司的交易平台，转让方能够自行寻找对手方并交易，更能满足客户的需求，并且能够以较为便捷的方式交易。

(2) 中信登对账户管理的探索。中国信托登记有限责任公司于 2016 年 12 月在上海成立。中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。成立中信登是加强信托业服务平台建设的重要举措，是厘清市场责任和强化市场纪律的内在需要，有助于规范和完善信托产品的信息查询与披露，有助于改进监管部门对信托业运行实时监测，也有助于信托业规范有序发展、回归业务“本源”。目前，中信登全面提供信托产品登记服务，也正在加快推进信



托受益权账户体系建设与信托产品发行交易平台建设等相关事宜。

以建立信托交易平台为例，中国信登探索建立行业专属平台，在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。

（3）账户管理类服务信托典型案例——上信赢通平台。上海信托的赢通平台在打造完整全流程的线上账户与财富管理平台方面，进行了较早的探索。目前，平台实现了在线身份认证及远程视频开户、在线进行产品购买并进行电子认证存证、在线进行产品预约、在线进行账户查询、在线进行证件等信息更新等，为信托互联网化、高端财富账户管理线上化提供了可供行业借鉴复制的路径和模式。同时，平台创新性地推出信托产品在线转让功能，旨在为信托产品交易流通提供流动性保障，逐步解决信托产品封闭期限长、交易金额大、非标准化的问题。

上信赢通平台为合格投资者（包括个人客户和机构客户）提供在线财富账户管理和资产配置服务。截至 2017 年末，赢通平台机构客户数超过千户，个人客户有 4 万户中高端客户，为其提供查询、交易、预约、转让等各类服务。

平台目前主要为客户提供各类信托产品进行在线购买或预约，主要包括现金管理类理财产品、固定收益类产品、浮动收益类产品、海外投资类产品以及另类投资等其他类型产品，同时针对新客户给予专享产品体验。此外，针对机构客户以及超高净值个人客户，平台也提供个性化定制化产品服务，完成定制服务后即可实现线上购买和查询。

上海信托在风险管理规章制度中明确界定各部门、各级机构和各层级风险管理人员的具体权责，各司其职。各部门、分支机构和全体员工之间要有效沟通与协调，优化管理流程，不断提高管理效率。公司实现信用风险敞口在地区、行业、产品、期限和币种等维度上的适度分散，防范集中风险。严格遵循监管标准，审慎核定单一客户和关联客户授信额度，有效控制客户信用风险集中度。公司实现市场风险敞口在国家、地区、市场、产品、期限和币种等维度上的适度分散，并采用适当的方式实现市场风险的有效分散。公司统一管理流动性，建立分层次的流动性储备体系，确保资金来源渠道的多元化。同时，公司持续不断地检查和评估内外部经营管理环境和竞争格局的变化及其对公司全面风险管理所产生的实质性影响，及时调整风险管理政策、制度和流程，以确保风险管理与公司业务发展战略等相一致。

上信赢通平台依据《赢通平台机构会员管理办法》采用严格的会员准入体系，



每一位机构会员的准入均需通过专人审核。审核过程严格遵循合格投资人准入门槛与人民银行反洗钱相关要求规定。同时，针对机构客户和个人客户，在开户及每一次登录平台时，均会同步调用反洗钱系统，进行反洗钱及涉恐名单筛查。

4. 账户管理类服务信托业务的商业可持续性分析及发展展望

（1）账户管理类服务信托业务模式的商业可持续性分析。账户管理类服务信托具有极大的发展前景，并已成为信托公司或银行重要的中间业务。账户管理类服务信托的业务形式可以从单一的账户被动管理，发展到现金管理、证券借贷、绩效评估等增值服务，而收入来源也从托管收入扩展到资金沉淀收入、证券借贷差价收入、资金沉淀收入等方式。当前，海外账户管理类服务信托业务呈现出行业集中度不断上升的趋势。

账户管理类服务信托业务是典型中间业务，资本消耗少，并能有效地提升非息收入占比，通过非主动账户管理与信托投资业务、资管业务的联动提升综合盈利水平。可以说，发展账户管理类服务信托业务是信托公司向轻资本转型的一个重要方向。

轻资本转型能够提升信托公司对金融风险的抵御能力和对资本的依赖程度。2008年国际金融危机爆发后，美联储曾多次组织银行业压力测试，非主动账户管理类专业的信托银行在压力测试中表现出色，纽约梅隆银行位列仅有的三家可以抵御经济恶化情景的银行之中。并且不论外部形势如何变化和市场如何波动，不承担市场风险的账户管理类服务信托业务可以做到我自岿然不动，专心做好信托账户的非主动管理，提升专业水平，聚焦本源业务。

（2）账户管理类服务信托业务未来发展展望。对于未来发展，账户管理类服务信托的内容可以由基础服务向增值服务延伸。账户管理类服务信托主要分为基础服务与增值服务两大类。作为账户管理类服务信托最基本的业务，受托人对托管账户的资产及产生的资本利得等进行保管，保证被托管账户的安全性与独立性，并且作为账户的保管人需要监督管理人的投资运作行为。运营与清算是受托人在资产管理人进行投资运作时负责办理相关资金划拨与证券交割手续，由此带给银行支付结算收入。会计核算服务是由受托人依据托管资产运作情况进行会计核算，编制相应会计报告。受托人需定期对托管资产及负债进行估值，确定公允价值等。

除基本服务外，受托人还可为账户所有人在投融资、收付款、账户管理等方面提供差异化的增值服务。典型的账户管理类服务信托的增值服务有：

现金管理服务是受托人依据协议及相关规定，以其管理的账户为载体向客户提



供资金管理服务。当客户的账户日终有剩余资金时，按照协议规定将账户中的剩余资金投资于账户管理人或所有者指定的货基等短期工具，且提供垫资服务；当客户账户出现投资时，受托人给予透支额度，透支额度按照约定的利率定期收取利息等。

信息服务是受托人定期为客户提供信息数据、资本市场信息及咨询服务。其业务实质的服务是受托人将合同中约定好的信息或账户所有者感兴趣的信息提供给客户，这些信息均是受托人从公开渠道等处获取的并且按照委托人的需求进行提供。

底层资产估值、绩效评估服务是信托公司可以大力发展的一项账户管理类服务信托的增值服务。其主要内容是受托人定期为客户提供信托底层资产的估值分析以及各类绩效评估报告，因为信托公司在这方面有专长，对于信托资产的了解和研究也更加深入，其他的绩效评估包括收益比较、风险分析及投资运作分析等一类的评估。但也要注意不同信托公司的评估体系、评估风格有差异，若是客户要进行不同信托公司估值报告的横向对比，还需要对不同公司的风格和体系有一定了解。

账户管理类服务信托，从客户服务的角度，也将会极大地提升信托资产的流动性以及高效专业管理性。除了传统的托管、运营、清算等，可做客户的信托计划转让及交易等，并且给出专业化的服务，如评估底层资产、风险系数这一系列增值服务。

5. 账户管理类服务信托业务能力和支撑体系建设

（1）重视风险管理能力，保障平台运营安全性。以证券账户托管和交易的核心场所为例，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。相对应地，若要账户管理类服务信托模式的运行，需要制定各种风险控制措施，来防范控制展业过程中面临的法律风险、运营风险、流动性风险、系统风险、技术风险等各类风险。

（2）以制度建设为先导，为业务发展提供基础保障。目前针对该信托业务模式的界定十分模糊，边界不够清晰，但任何业务的发展不仅要根据市场、监管等需要，还要以法律、法规和部门规章为基础来开展，依靠多层次制度体系，规定强化业务的展业模式。比如，各家信托公司开展账户管理类服务信托业务，产品登记、发行、账户管理、信息披露等各个方面都需要有统一的标准，若有展业不规范的地方也会有法规、法律等作为依据进行改正或警示。这样，才能在开展业务时做到有法可依、有据可循。

（3）强化信息科技能力，提升业务开展的高效性。做账户管理类的服务信托，其信息科技能力是重中之重。建立系统、系统对接监管机构及交易场所、及时反馈账



户变动信息、准确高效清算运营等业务环节，都对信息科技能力提出了高要求。若是能建立高效先进信息平台，不仅能够开展账户管理类的服务信托业务，对于其他业务形态都有正向促进、事半功倍的作用。

6. 账户管理类服务信托业务开展面临的问题

现在，账户管理类服务信托业务的开展主要遇到业务边界不清晰、概念难定义等问题。信托公司现有系统及平台不能完全支持该项业务的大力发展，需要加强信息科技能力建设。风控和合规需要有统一标准，监管政策也要及时出台，为业务发展提供依据。同时，底层信托资产难估值，信托产品具有私募属性，流动性不足等问题也给账户管理类信托发展除托管运营外的其他增值服务形态带来困难。与此同时，信托公司也需要协调好与信托产品登记托管机构的关系，划分各自的权属和服务范围等。

（1）信托账户的标准化程度低。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，信托账户也以定制化所著称，信托本身就较难做到统一模式的账户管理，也欠缺相关的操作指引规则。

（2）信托产品流通转让制度存在空白。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。

（3）部分业务开展受到监管政策制约。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，而且大多数信托资产托管于商业银行，在一定程度上限制了账户管理类服务信托的业务开展。

（4）新型信托投资工具有待开发创新。现在的信托市场面临投资工具不足、业务模式较为单一的问题，急需找到行业转型的出口和方向。若是能有更加多样化的丰富信托产品，这也会大幅扩大信托账户的种类和数量，有利于账户管理类服务信托的发展。

7. 账户管理类服务信托业务模式发展的政策建议

（1）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。

（2）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。在规划开展账户管理类服务信托业务的过程中，应重点建立和完善相关的制度规则，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，确定好账户管理类服务信托业务的内容和边界，不仅有利于该业务模式的发展，也有利于信托行业的本身的规范发展。

（3）加快补足信托投资工具的补足。现在存在的信托市场投资工具不足、业务模式较为单一的问题，也会成为制约账户数量和账户管理规模发展的一个因素。借鉴国外的成熟经验，可开发的信托投资工具较多，如货币市场互助基金（ MMMF ）、现金管理账户（ CMA ）、共同信托基金（ MTF ）、融资租赁业务以及将信托资金投资于大额存单（ CD ）、商业票据（ CP ）、国库券（ TB ）等短期资金市场等。

伴随新技术革命的到来，以及在信托转型的时代背景下，相信信托业为适应市场变化、满足投资者对资金运用的要求，业务和形态都会不断扩展，持续壮大，为我国金融业及实体经济的建设贡献力量，切实服务好国家和广大人民群众。

（四）基于资产证券化的服务信托业务模式

1. 资产证券化的定义、特征及分类

（1）资产证券化的定义。资产证券化是指将一组缺乏流动性但预计可以创造稳定现金流的资产，通过对其风险和现金流进行结构性重组，并实施一定的信用增级，从而将其预计现金流转换为可出售、可流通的证券产品的过程。根据《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》和《信贷资产证券化试点管理办法》的有关规定，资产证券化是银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。资产支持证券由特定目的信托受托机构发行，代表特定目的信托的信托受益权份额。资产支持证券在全国银行间债券市场上发行和交易。



资产证券化将基础资产转让给特殊目的载体（SPV），实现基础资产与原始权益人经营的风险隔离，拓宽了融资人的融资渠道，以较低的融资门槛盘活企业的存量资产，有利于提升经营效率和融资效率。

（2）资产证券化业务的基本特征。虽然资产证券化的定义基于发行方和底层资产的不同而略有变化，但其都发源于资产证券化的一般原理，主要具有三大特征，即资产真实出售、破产隔离，稳定现金流支持，结构化安排、信用增级。

①资产真实出售、破产隔离。破产隔离是资产证券化产品的核心内容。在资产证券化业务中，通过设立特殊目的载体，并将基础资产真实出售给特殊目的载体，实现基础资产的信用与发起机构自身企业信用的隔离，也是将发起机构其他资产的风险与基础资产的风险相隔离。通过向特殊目的载体真实出售基础资产，实现在发起机构破产清算的情况下，发起机构信用风险不会传导至资产证券化所依据的基础资产。

资产证券化的主要问题在于产品的底层基础资产信息披露不充分，投资者对于资产缺乏实际有效控制等。如果不能从实质上实现基础资产与发起机构的隔离，则投资者承担的风险将会大大增加。因此资产证券化的表外模式一般都采取设立特殊目的载体的方式，使得资产证券化产品投资者仅承担基础资产的风险，实现提供产品信用级别的效果。

②稳定现金流支持。资产证券化是对基础资产进行结构化安排或信用增级，以基础资产所产生的现金流为偿付来源的过程。稳定、可预期的现金流是资产证券化的基础。基础资产应选择彼此现金流相互独立、现金流可预测、可特定化的合法真实资产，保证基础资产稳定现金流足额覆盖资产证券化产品的收益。

③结构化安排、信用增级。结构化安排是指将基于同一基础资产的资产证券化产品根据风险收益特征对份额进行分级，其中优先级份额是指存在劣后级份额为其提供一定的风险补偿的分级份额。资产证券化产品可以通过产品结构化安排或其他内部、外部手段，提升产品的信用等级。

（3）资产证券化业务的分类。根据监管机构分类，我国资产证券化的主要模式包括中国人民银行和中国银保监会监管的信贷资产证券化、中国证监会监管的企业资产证券化、交易商协会监管的资产支持票据和中国银保监会监管的项目资产支持计划四大类。

信贷资产证券化一般是指由银行作为发起机构，将原本不流通的金融资产转换为可流通的证券的过程。银行将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持



证券的形式向投资者发行证券并募集资金，以该财产所产生的未来现金流支付资产支持证券相应的收益。通常来说，信贷资产证券化是将一组流动性较差的信贷资产，如银行的各类贷款，经过重组使其产生可预期的稳定现金流，再配以相应的信用担保，在此基础上把这组资产所产生的未来现金流收益权转化为可以在金融市场上流动的信用等级较高的债券型证券。

企业资产证券化一般由非金融企业发起、以实物资产或财产权为基础发行证券并上市的过程。企业以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券。企业资产证券化发起人的范围更加广泛，包括小贷公司、融资租赁公司、商业保理公司、城投公司、产业类公司等，其可证券化的基础资产类型也更加丰富，主要包括财产权利，如企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权、动产及不动产收益权、基础设施、商业物业等，以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。

资产支持票据一般是指非金融企业在银行间债券市场发行的，以基础资产所产生的现金流作为还款支持的债务融资工具。资产支持票据属于债务融资工具，通常由大型企业、金融机构或多个中小企业把自身拥有的、将来能够生成稳定现金流的资产作为基础资产从而发行资产支持票据，并向投资者出售以获得所需资金。从目前的发展情况来看，企业发行资产支持票据一般需要通过特定载体来发行，以避免出现混同风险。

项目资产支持专项计划一般由保险资产管理公司作为受托人设立发起，以基础资产现金流为偿付向投资者发行受益凭证。项目资产支持计划的受托人按照约定从原始权益人处受让或者以其他方式获得基础资产，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向合格投资者发行受益凭证。资产种类限于信贷资产（企业商业贷款、住房及商业性不动产抵押贷款、个人消费贷款、小额贷款公司发放的贷款、信用卡贷款、汽车融资贷款）、金融租赁应收款以及每年获得固定分配的收益且对本金回收和上述收益分配设置信用增级的股权资产。^①

根据大类基础资产分类，资产证券化可分为资产支持证券、房地产抵押贷款支持证券、住宅地产抵押贷款支持证券等。

按照实践操作中资产证券化对于主体信用的不同划分，可以分为以核心企业为

^① 恒大研究院. 资产证券化：新型融资方式的崛起 [R]. 2018.



中心的资产证券化和以小额、分散、稳定债务人为主体的资产证券化。前者是基于核心企业的稳定运营，以核心企业的稳定现金流为还款来源的证券化；后者的债权人拥有的债权表现出的特征为小额、分散、还款稳定、资产不良率较低等。

根据国务院知识产权战略实施工作部际联席会议办公室于2019年6月发布的《2019年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》，鼓励海南自由贸易试验区探索知识产权证券化，鼓励雄安新区开展知识产权证券化融资。这种知识产权资产证券化的基础资产将不再是实物，而是无形资产，会进一步扩大我国资产证券化基础资产的适用范围，为更广大的经营主体提供资产证券化服务。

2. 资产证券化的服务信托属性及受托人服务价值

受托人是资产证券化业务交易结构的核心，是现金流的管理者，负责托管基础资产及与之相关的一切权益，受托人不仅是服务商与投资人的中介，也是信用增级机构与投资人的中介。受托人利用财产权信托的法律结构可实现风险隔离和资产出表，进一步实现从“主体信用+资产信用”到完全“资产信用”的过渡。

除此之外，在我国当前新“一法两规”的框架下，信托公司除了可以提供上述受托人服务，发挥自身本源优势和制度特性之外，还可以通过财务顾问、承销等方式，提供资产证券化业务所需的其他金融服务，具有广阔的应用空间。

（1）实现真实出售和破产隔离。目前，根据《信托法》等法律法规设立的信托SPV架构无疑是最合适的破产隔离载体。根据《信托法》及其一般原理，一般情况下信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别、与属于受托人的固有财产相区别。选择信托SPV架构，可以有效隔离发起机构与基础资产的风险，隔离资产证券化管理人与基础资产的风险。另外，利用财产权信托的法律结构可实现风险隔离和资产出表。

（2）实现包括承销在内的统筹管理职能。长期以来，信托公司在资产证券化中的角色主要以提供法律上的资产隔离为主，承担证券发行与存续期受托管理的职责，参与产品设计、交易文件拟定及报送、沟通等具体工作。但目前整体看信托公司缺乏相应的专业人才，在资产筛选、现金流切割、证券分层设计等环节参与程度不深，导致信托公司开展证券化业务时，所提供的服务仅限受托服务，比较单一，附加值偏低，进而在一定程度上影响了市场地位和影响力。未来信托公司应在受托服务基础上，丰富其他金融服务的职能，可着重加强产品设计和机构客户承销推介等两方面能力的提升，这两项能力的价值回报也较高。



3. 资产证券化的境外实践经验

(1) 美国资产证券化业务发展实践。美国资产证券化的兴起源于 20 世纪 30 年代美国进入大萧条时期，经济下滑物价上升失业率居高不下，此时政府采纳凯恩斯经济学理论实施政府对经济全面干预的一整套政策刺激经济反弹复苏，其最重要的方向就是推动房地产市场全面发展，为此其成立了为住房贷款发放机构（储蓄银行）专门提供资金支持和风险保障的三个机构，并持续实施宽松的低利率政策，整体经济很快得以稳定并逐步回升。但在此后 40 年中美国经历了很多内部外部的巨变，包括美联储独立、战争动荡和经济腾飞，其市场利率持续上升，公众也逐渐将储蓄银行的钱取出来通过共同基金购买收益率更好的理财产品，出现金融“脱媒”。提供住房抵押贷款的储蓄银行此时因为其发放的贷款均为长期贷款且居民储蓄的持续性流出造成储蓄银行发生存贷款期限错配，为了提高住房抵押贷款市场的流动性，美国国会在 1968 年通过《住房与城市发展法案》，允许经营房屋信贷的银行发行住房抵押贷款证券，并为此成立三家住房抵押贷款证券化公司，即房利美、房地美和吉利美，并发行住房抵押贷款支持证券（MBS）开启美国资产证券化先河。

美国资产证券化在前期还只是简单的住房抵押贷款转手证券（MPT）和住房抵押贷款转付证券（MPS），但随着证券化公司对证券化产品的不断改良和创新，MPT 逐渐退出历史舞台，取而代之的是市场中出现了住房抵押贷款支持证券（MBS），1983 年担保债务凭证（CMO）的推出成为资产证券化历史上最大的一次创新，实现住房抵押贷款转付证券的现金流打包重组为期限不同的债券以满足不同持有时间和利率喜好的投资者需求，1986 年 CMO 产品再次创新为一个产品包打入仅支付利息债券（IO）与仅支付本金债券（PO）两种新的证券化产品模块，以满足不同风险喜好的投资者对收益的购买需求，1989 年推出商业抵押贷款支持证券（CMBS）并成立重组信托公司（RTC）为以后房地产信托投资基金（REITs）的形成和发展奠定基础。

而后随着担保债务凭证（CDO）的发展让资产证券化逐步进入快车道，现金型、混合型、合成型三类担保债务凭证的形成和高收益公司债方向的担保债券凭证（CBO）、银行贷款方向的担保贷款凭证（CLO）、合成资产池方向的合成担保债务凭证（Synthetic CDO, SCDO）、对冲基金及私募基金投资方向的担保基金凭证（CFO）、大宗商品衍生工具方向的担保商品凭证（CCO）和外汇衍生工具方向的担保汇率凭证（CXO）和资产抵押商业票据（ABCP）的推出极大地繁荣了资产证券化市场。



在 30 年发展中逐渐形成以 MBS、CDO 和 ABS（狭义的 ABS）为核心的三大类数十种资产证券化产品，同时也根据不同基础资产期限属性发展出“固定型”和“循环周转型”两大类资产池模式，其基础资产也不仅仅只是特定的应收账款，企业的收益权、收费权甚至 RMBS、CMBS 都纳入进来。并利用 20 世纪计算机技术的腾飞和数理金融学的发展针对于各类型融资者设计了种类繁多的资产证券化产品，并面向各种投资风险喜好和收益要求与持有时间期限资产配置诉求优化原有产品架构体系创新收费模式衍生出更多的资产证券化产品并在尝试，加入传统的金融操作工具（如回购与逆回购）的概念精髓与其中的同时更加积极掺入很多金融衍生品概念于其中，这些金融衍生品本身是一种标准化的金融合约，具有杠杆效应属性，信用衍生品是为结构化金融产品提供“保险”服务的一类杠杆化金融产品，也是美国次级抵押贷款市场崩溃的导火索，在次贷危机中扮演了举足轻重的角色。^①

危机后，美国资产证券化行业通过积极调整进入新的发展阶段，逐步通过积极改革监管架构强化宏观审慎监管，同时通过金融机构资产证券化基础资产风险自留的产品要求，间接促进金融机构在发放贷款时严格执行实质性风险审核，通过监管措施加强评级机构的独立性要求。这一时期美国各项与资产证券化有关的金融监管改革体现出美国意欲建立更加稳健的监管体系并不完全割裂原有资产证券化业务优势，改革措施进一步提高资产证券化产品的透明度，同时也相对增加资产证券化交易成本，金融机构对于基础资产选择更加谨慎、产品设计更加完善，这在一定程度上抑制了一部分市场活力及投机者，但更重要的是促进了次贷危机后美国金融市场的恢复与健全。

（2）日本资产证券化业务发展实践。在亚洲地区，日本最早出现了资产证券化，但最初发展缓慢。日本金融体制的改革催生了资产证券化制度的建立，其制度根源于美国资产证券化实践经验，并结合本国金融实际情况，最终形成了具有日本国家特色的资产证券化金融体系。

1998 年亚洲金融危机之后，资产证券化基础资产原始权益人的破产风险传导至基础资产，证券化市场几近萧条，日本政府经研究废除原于 1992 年制定的《特殊债权法》并推出《特殊机构公司法》，保证基础资产与原始权益人之间的相对独立，为资产证券化的发展打下良好的基础。

^① 资产证券化之美国发展历程——创新、金融危机与人性 [EB/OL]. https://mp.weixin.qq.com/s/9rMi9--KoJbg_I_90liMoA. 2019-09-27.



1998 年亚洲金融危机也为资产证券化行业的发展带来新的契机。由于资产证券化可以改善社会资产流动性缺失的问题，许多金融机构开始将负债入池并卖出以缓解流动性风险压力，资产证券化市场获得蓬勃发展。2000 年日本的《资产流动化法》颁布，其作为资产证券化领域的基本法，放松了政府对于证券市场的管制，减少了金融产品创新的障碍，使得资产证券化市场得以爆发性增长。

在日本，日本信托银行除作为“通道”为资产证券化成立特殊目的机构、管理基础资产外，信托银行也直接从事资产证券化业务，且信托银行发行的优先受益权份额可以接受评级机构信用评级，产品份额具有较高的流动性。

(3) 中国对美国及日本资产证券化发展的经验借鉴。中国资产证券化业务起步在亚洲来说相对较晚，伴随着监管创新及市场的需求及配套规则的完善，中国的资产证券化业务从试点开始逐步推广，市场规模及影响力不断扩大。借鉴日本信托银行在资产证券化领域的信托银行模式，目前我国信托公司开展的私募投行业务，按照资产证券化的思维创新转型，可以有效解决非标准化信托产品不透明、不规范、不流动的问题，可以有效地提升业务规模，更好地体现信托公司价值，充分发挥信托公司在盘活低流动性资产中的作用。通过将份额化的信托受益权进行信用评级及信用增级并向投资者发售，信托产品的流动性较现在而言获得大幅提升。

4. 中国资产证券化的实践及典型案例分析

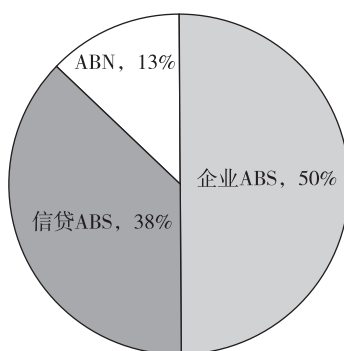
中国资产证券化起步较晚，从 20 世纪 90 年代末开始进行初期探索。2004 年，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》提出“积极探索并开发资产证券化品种”，中国资产证券化业务由此拉开序幕。2005—2008 年资产证券化试点开启，2004 年发布的《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》和 2005 年发布的《信贷资产证券化试点管理办法》为资产证券化发展提供了制度基础。2009—2011 年受国际金融危机影响，资产证券化产品发行叫停，2012 年，人民银行、中国银监会、财政部联合发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，重启证券化试点；2015 年，业务监管从逐笔审批制走向备案制、注册制，对企业 ABS 实施负面清单管理，基础资产范围极大拓宽，资产证券化步入快速发展阶段。2017 年下半年以来，监管部门陆续出台了“委贷新规”“资管新规”“理财新规”等监管文件，但对资产证券化业务整体而言，支持大于限制。^① 目前，信贷资

^① 万和证券. 我国资产证券化回顾及展望 [R]. 2019.



产证券化、企业资产证券化、资产支持票据均呈蓬勃发展之势。从规模数据来看，资产证券化的市场在 2014 年由信贷资产证券化带动步入快速发展期，2016 年企业资产证券化后来居上，成为新的增长主力。

2019 年上半年，中国资产证券化市场继续保持快速增长的态势。共发行资产证券化产品 9 474.64 亿元，同比增长 38%，市场存量为 34 312.54 亿元，同比增长 45%。其中，信贷资产支持证券（ABS）发行 3 567.80 亿元，同比增长 17%，占发行总量的 38%；存量为 16 044.37 亿元，同比增长 51%，占市场总量的 47%。企业资产支持证券（ABS）发行 4 706.70 亿元，同比增长 36%，占发行总量的 50%；存量为 15 482.20 亿元，同比增长 28%，占市场总量的 45%；资产支持票据（ABS）发行 1 200.14 亿元，同比增长 226%，占发行总量的 13%；存量为 2 785.97 亿元，同比增长 169%，占市场总量的 8%。^①



注：占比数据存在四舍五入，加总不等于 100%。
数据来源：中央结算公司、Wind 资讯。

图 13 2019 年上半年我国资产证券化市场发行结构

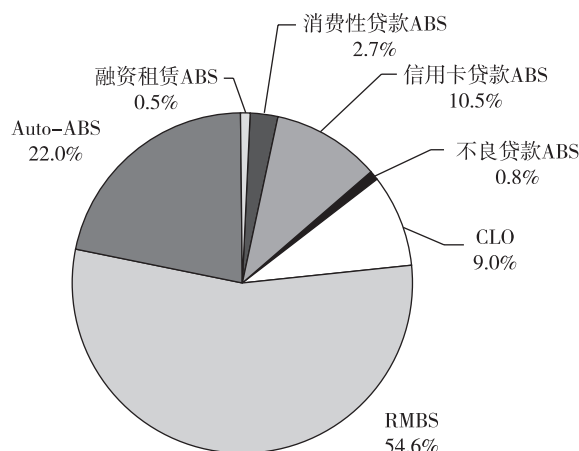
（1）信贷资产证券化案例分析。信贷 ABS^② 中，2019 年上半年个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）延续快速增长势头，发行 1 946.93 亿元，占信贷 ABS 发行量的 54.6%；个人汽车抵押贷款支持证券（Auto-ABS）和信用卡贷款 ABS 分别发行 783.64 亿元和 375.13 亿元，占信贷 ABS 发行量的 22.0%和 10.5%；公司信贷类资产支持证券（CLO）发行 319.56 亿元，占 9.0%；消费性贷款 ABS、不良贷款 ABS 和融资租赁 ABS 分别发行 96.53 亿元、26.82 亿元和 19.20 亿元，分别占信贷 ABS 发行量

① 东方金诚，中债登，2019 年上半年资产证券化发展报告 [R]，2019。

② 信贷 ABS 分项数据存在四舍五入，加总不等于 3 567.80。



的 2.7%、0.8% 和 0.5%。^①



数据来源：中央结算公司、Wind 资讯。

图 14 2019 年上半年我国信贷资产证券化产品发行结构

其中，公司信贷类资产支持证券（CLO）实现了资产证券化市场的初衷，即为实体经济提供可靠的、相对低成本的融资渠道。尤其是对于信用评级较低的小微企业来说，CLO 能最大限度地满足其融资需求，有针对性地服务于实体经济。和同评级的其他资产证券化产品和信用债券相比，也有较为客观的收益表现。虽然从目前看，在规模上与住房抵押贷款支持证券相差较大，但其对宏观经济和投资者的重要意义愈发得到监管层和市场重视，未来发展可期，是服务信托创新的典型案例和重要方向。本部分将以信托与某银行合作企业贷款证券化案例，深入剖析信托在信贷资产证券化中的业务模式、功能意义与未来的创新方向。

①交易基本描述。由某银行以部分信贷资产发起设立特定目的信托，信托公司作为受托机构和发行人在全国银行间债券市场发行资产支持证券，并以信托财产所产生的现金流支付证券本息。

资产支持证券仅代表特定目的信托受益权的相应份额，不构成发起机构、受托机构或任何其他机构的负债，投资者的追索权仅限于信托财产。

发行人向全国银行间债券市场投资者发行代表信托项下信托受益权的资产支持证券，并以信托财产为限支付资产支持证券的本息及其他收益。发行人所发行的资产支持证券分优先档资产支持证券和次级档资产支持证券，其中优先档资产支持证券包

① 东方金诚，中债登：2019 年上半年资产证券化发展报告 [R]，2019。



括优先 A 档资产支持证券和优先 B 档资产支持证券。发起机构将根据监管部门的相关规定持有不低于本期资产支持证券总发行规模的 5%。发起机构持有各档资产支持证券的期限均不低于相应各档资产支持证券的存续期限。

②交易结构。

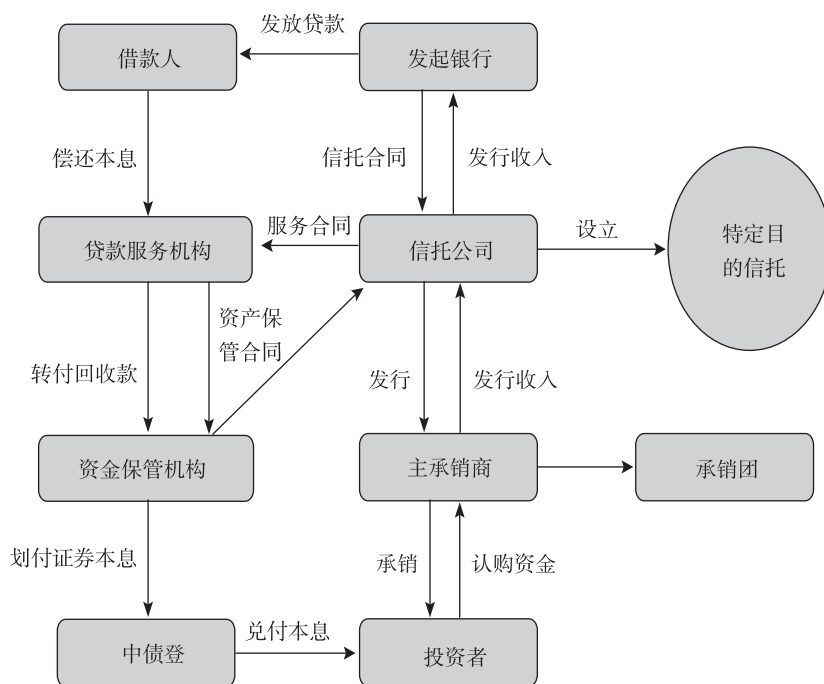
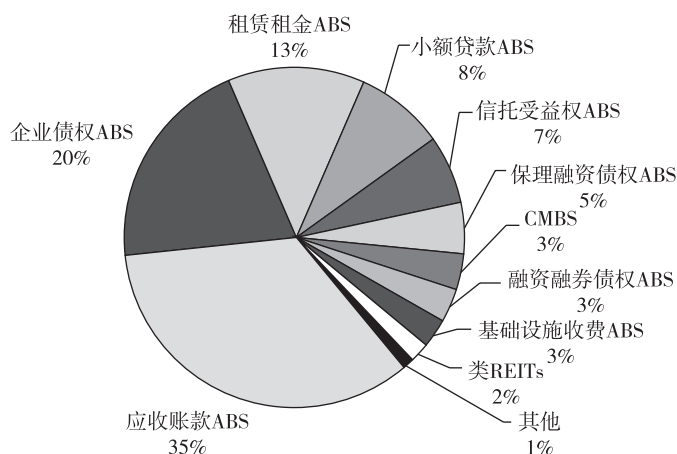


图 15 信贷资产证券化业务交易结构

（2）企业资产证券化案例分析——供应链应收账款 ABS。在企业 ABS 产品中，应收账款 ABS、企业债权 ABS 和租赁租金 ABS 上半年发行规模较大，分别为 1 624.25 亿元、949.51 亿元和 615.77 亿元，分别占企业 ABS 发行量的 35%、20% 和 13%；小额贷款 ABS、信托受益权 ABS、保理融资债权 ABS、CMBS 和融资融券债权 ABS 分别发行 395.34 亿元、319.66 亿元、226.09 亿元、161.68 亿元和 155 亿元，占企业 ABS 发行量的 8%、7%、5%、3% 和 3%；基础设施收费 ABS 发行 127.31 亿元，同比增长 203%，占比为 3%；类 REITs 发行 88.46 亿元，占比为 2%；由保单贷款、委托贷款、门票收入 ABS 组成的其他类产品合计发行 43.63 亿元，占比为 1%。^①

① 东方金诚，中债登，2019 年上半年资产证券化发展报告 [R]，2019。



数据来源：中央结算公司、Wind 资讯。

图 16 2019 年上半年我国企业资产证券化产品发行结构

应收账款资产证券化作为供应链金融 ABS 的主要产品，有助于为上游企业开辟新的融资渠道，降低对传统银行的信贷依赖，并加快资金回笼，对中小企业盘活应收账款资产，解决中小企业融资与服务实体经济有重要意义。本节将以某银行作为债权人代理人，与信托合作发行应收账款证券化为案例，剖析应收账款 ABS 的业务流程。

①交易基本结构描述。发起机构将其合法持有的应收账款通过代理银行委托给受托人设立特定目的信托。信托期限内，受托人根据交易文件及法律法规的规定对信托财产进行管理、运用和处分。受托人以信托财产所形成的收入或权益作为信托收益的来源。受托人以信托作为特定目的载体发行资产支持票据，资产支持票据代表信托受益权的相应份额。根据不同的存续期特征和现金流匹配原则，信托项下资产支持票据设置多档优先档票据。发起机构之代理人指定由受托人按照《信托合同》的约定向银行间市场的机构投资者发行资产支持票据。资产支持票据投资者有权按《信托合同》的约定享有与其所持有资产支持票据类别和数额对应的信托受益权。

②交易结构。

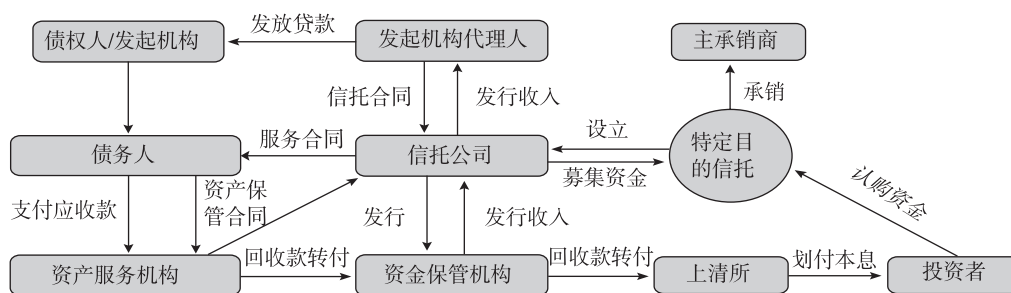


图 17 企业资产证券化业务交易结构



5. 资产证券化的商业可持续性分析及未来发展展望

资产证券化业务对于信托业回归本源、开拓新的利润增长点意义重大。信托公司在行业牌照逐渐褪色的大背景下，突出服务职能，着力发展资产证券化业务，有利于信托业和整个国家金融体系的良性健康发展。

（1）商业可持续性分析。

①需求端市场前景广阔。原则上讲，只要是具有稳定可预测现金流的基础资产都可进行证券化。随着资产证券化市场的探索发展，涉及证券化的基础资产类型越来越广泛，包括商业物业租金、应收账款债权、小额贷款债权、基础设施收费权、公交车票收费收益权、供应链金融（保理应收账款）、保障房建设项目资产、港口收费权、机票等基础资产类。资产多样化、融资成本低、资金使用灵活等特点极大地激发了发起人参与证券化的积极性，催生了资产证券化市场的繁荣。

②提升市场非标业务水平，推动标准化产品市场创新。资产证券化产品是标准化证券，拥有稳定的可预测的现金流作为偿付支持，可通过结构化设计、超额覆盖、差额补足等内外部增信措施使产品获得高于原始权益人的评级，具有风险隔离、安全性高、流动性好的特点，是机构投资者重要的资产配置手段。

目前信托公司开展的私募投行业务，如果可以按照资产证券化的思维推动，可以有效解决非标准化信托产品不透明、不规范、不流动的问题，可以有效地提升业务规模，更好地体现信托公司价值。

③利好政策保驾护航。“资管新规”对资管产品在期限错配、净值化管理、多层嵌套等方面作出了严格的规定，唯独对资产证券化产品进行了豁免，同时中国银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》也明确将资产支持证券列入理财产品的投资范围，彰显了监管层的重视程度和大力发展资产证券化的决心。另外，中国银保监会、交易商协会同年又发布了一系列的相关制度文件，强化了信息披露和风险控制要求，规范完善了资产证券化的规则体系，为资产证券化市场的长远健康发展扫清了障碍。^①

（2）未来发展展望。

①政策鼓励发展 REITs 产品。以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理的信托基金即房地产投资信托基金（以下简

^① 信托公司资产证券化之路 [EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/TN5IqoVOTgPUJQkyLVQiNw>, 2019-08-14.



称“REITs”）符合监管机构所支持的不动产资产证券化范畴，在一定条件下可以实现降低企业资产负债率的目标，优化融资结构，控制资产规模的优质选择。

长期以来政策对 REITs 均持鼓励态度，目前类 REITs 产品已经形成了一定规模。2018 年的资管新规、委贷新规等一系列政策都对类 REITs、CMBS 业务产生影响，并且总体是利好趋势。预期未来 REITs 是信托型资产证券化的重要发展方向。

②主动管理优势转化为资产证券化业务领域优势。在资产端，一方面，信托公司可以梳理现有企业客户融资需求，挑选符合发行标准化债券的客户及资产，以专业化服务引导客户进行资产证券化融资；另一方面，公司可以加强银信合作，通过融合协同开展资产证券化业务。在资金端，信托在传统投融资业务中积累了大量的机构投资者，但其投资偏好并非完全与债券市场相匹配。信托公司可以梳理资金端客户的投资需求，量身定制标准化产品，同时与信托主动管理的标品信托相结合增强金融整合服务能力。

6. 资产证券化业务开展所需的能力与支撑体系建设

（1）业务能力建设。

①产品设计及研发能力。资产证券化业务不受“资管新规”的限制，是各家信托公司转型的重要方向之一，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，时刻关注国家宏观政策、行业发展趋势与脉络、信托行业领先者的业务动向和研究成果。二是公司业务团队与研究部门应对资产证券化业务具有足够敏锐的嗅觉，通过多种渠道获取业务相关的信息，及时发现公司可能借鉴参考、模仿复制的行业业务模式与展业思路，在此基础上形成公司自己的业务操作规范。

②专业团队建设。一是业务团队建设。信托公司在传统的通道业务和主动管理类业务上积累了大量的经验，但在资产证券化业务中话语权不高，常常作为 SPV 赚取一定的手续费。从长期来看这不利于信托公司进入资产证券化业务的主动管理市场。面对如此潜力巨大的业务品种，信托公司应抓紧时间培养自己的业务团队，以增强信托公司的综合实力，更好地为投融资双方提供服务。二是风控团队的建设。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。尤其是对于从未接触过的新业务，更应严把风控关，风控团队建设的重要性并不亚于业务团队建设。

长久以来，信托业务风控重资产、重抵押物、轻现金流分析，但资产证券化业务



则截然相反，底层资产产生现金流的稳定性对于付息和分配等有着直接的影响。纵观68家信托公司的规模扩张历程，强调业务发展是主基调，抓紧一切机会抢占市场份额，在业务增长背后却隐藏着较大的风险。集中表现如下：业务结构同质化积聚风险，业务创新和转型给风险管理带来新的挑战，“重业务、轻内控、轻能力建设”的管理模式导致风控合规与业务增长不能同步发展。

（2）支撑体系建设。

①培养创新文化。对于信托公司来说，资产证券化是“资管新规”大力推广的创新型业务，但信托公司是否有意愿开展创新型业务，与公司是否具有创新文化和创新精神有很大关系。长期以来信托公司部分业务发展不规范、多层嵌套，利用牌照红利大量开展通道业务而轻视培养主动管理能力。公司需要做的就是加大鼓励创新的力度，完善对于开展创新业务人员的激励机制，因为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，信托公司应该鼓励创新，大力培养创新型人才，树立公司创新型企业文化。

②提升公司综合实力。目前创新业务开展得比较好的一般都是头部信托公司，头部公司拥有资本实力强，业务品种多样化程度高，人员齐备性、内控制度完善性较好等特点。从内部看，这些特点使其拥有较强的抗风险能力和盈利能力；从外部看，其行业知名度和投资者品牌认可度较好。这些因素都将使信托公司更加有信心、有精力去开展创新业务。

③技术能力支持。资产证券化交易的实际操作要求信托公司要具备良好的追踪报告、资料加工和信息处理能力。这些方面的要求决定了交易各方参与交易的可能性及交易总体的可行性和时间安排，这些要求构成了资产证券化的物质前提。

对于以现金流量为基础的交易，一般要求的技术支持应具备以下功能：确认资产销售；确认属于所售资产的周期性支付；将以上获得的周期性支付转移到特定账户；每月报告所得的本息及其预付和提前偿付，以及本金损失、决策失误等情况；对一些特殊操作的资产一般要求具备特殊的报告功能（如对本金按月再投资，对资产证券化交易实施惯常盯市的程序等）。

7. 推进资产证券化业务发展的政策建议

中国资产证券化历时九年、两次试点工作，为未来业务的常态化开展建立了初步的基本制度，积累了重要的监管和市场经验。应该认识到强化监管政策的作用，真正做到疏堵并举。尤其是，即便当前金融监管部门简政放权的市场化改革方向获得了



社会各界的肯定，但市场化改革更加需要监管在创新和风险之间寻找平衡。

(1) 打通银行间和交易所市场交易渠道，提高交易效率。银行间市场和交易所市场相互独立是我国资产证券化产品交易所市场的重要特征，也是造成市场流动性不足的主要原因。其对投资者的天然阻隔降低了资产证券化产品的活跃性。因此，进一步专门的资产证券化产品转让平台，将 MBS 和 ABS 同时投放，可以顺利解决信息传播问题，明晰产品特点，降低搜寻成本。

(2) 建立做市商制度。由具备一定实力和信誉的法人充当做市商，不断地向投资者提供买卖价格，并按其提供的价格接受投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行交易，从而为证券化资产提供即时性和流动性。

具体来说，对于流动性不高的产品，采用传统做市商制度有助于提升资产证券化市场流动性，驱动循环报价，为市场参与者提供更多选择空间。

(3) 积极构建中国 REITs 发展的政策环境。大力发展 REITs 交易市场及产品，需要更进一步细化相关监管规定，完善政策环境，也鼓励推动权益类和债权类等类型 REITs。为发展公、私募 REITs 扫清障碍，特别是推动明确税收相关政策，设法取消一些重复纳税的规定，参考国际惯例，遵循税收中性原则，对设立、运营和退出等各环节的税负给予优惠待遇，推动 REITs 发展。

(五) 推进中国服务信托业务发展的政策建议

1. 明确服务信托规范定义，确立服务信托业务准入标准

2018 年中国信托业年会上，服务信托的概念首度被信托行业监管部门领导提出并逐渐进入行业广泛研究的视野，实践中以服务信托为名的创新实践也屡见不鲜，但是关于服务信托的定义内涵业内一直莫衷一是。为达成行业共识，统一监管思路，规范行业发展，建议监管部门尽快通过研究厘清服务信托的规范定义，明确服务信托的监管标准，根据服务信托具体业务类型，科学设定服务信托客户及信托财产管理的准入标准，确定好服务信托业务的内容和边界，加强针对信托公司开展服务信托业务的行为监管与审慎监管。

2. 完善相关法律法规，为服务信托发展营造良好制度环境

法律法规制度建设是服务信托业务发展的先导和基础保障。作为一个具有巨大发展潜力的崭新领域，服务信托在国内尚处于理念构建阶段，国内关于服务信托相关的展业、监管等法律法规制度建设亟待完善。针对已经在一定程度上达成共识的服务信托类型，例如家族信托、账户管理类信托可以先行出台业务指导细则或试点管理办法，



为服务信托业务开展营造良好的法律和制度环境，引导信托公司对服务信托业务发展模式形成稳定预期，促进服务信托业务规模持续增长。

3. 加快相关基础设施建设，为服务信托发展提供便利条件

依据信托与生俱来的制度优势，服务信托具有广阔的运用场景和多元的商业模式。但就目前落地的服务信托商业模式看，均较难以形成可持续的规模发展，其中配套性制度支持的供给不足是一个重要因素。如信托财产登记相关配套机制缺失，信托财产的非交易过户问题仍未解决，使得财产权信托在开展过程中举步维艰；信托业务相关税收制度不健全，使得信托设立和运营的税负大大加重。建议在规划开展服务信托业务的过程中，应重点建立和完善相关配套制度建设，在行业现有基础配套制度之上，应加快制定和完善信托财产登记过户、受益权账户、登记托管、产品流通转让、信息披露、税收优惠、信托监管评级等针对服务信托业务开展的制度规则，助力服务信托业务有序创新。

4. 强化受托人义务履行，防范服务信托业务操作风险

信托公司开展服务信托业务强调以客户为中心，针对其个性化、多样化的信托财产管理和运用需求提出完整的、系统的解决方案，受托人的主动管理能力和专业化服务能力是核心，受托人的自由裁量权基于不同的服务信托细分领域差别较大。这就要求信托公司履行受托人义务，既要坚守忠实、勤勉、审慎的普遍标准，又要结合具体展业的服务信托业务领域，同时，履行个性化、专业化的受信义务，旨在有效防范受托人操作风险，提高服务供给的有效性和丰富性。

5. 培育服务信托投资者，保护服务信托客户合法权益

服务信托是以充分尊重和满足委托人意愿为前提展开的信托服务，加强投资者教育，切实保护投资者权益是服务信托长足发展的基础。委托人的信任是服务信托发展的基础和源泉。服务信托投资者的教育与培育，不是以聚焦信托财产的保值增值为主要目的，而是以为客户提供综合化的信托服务和解决方案为主要目的。

这就要求信托公司作为受托人在服务信托业务开展过程中须始终坚持以客户为中心，将资产配置逻辑、财富分配与管理、账户托管与运行等信托服务的内容和方式与委托人进行充分有效沟通，在委托人充分知情且确认的基础上，为委托人提供整合金融服务，引导委托人科学认知并尊重受托人开展的服务信托。

6. 聚焦金融科技赋能，构建服务信托开放体系

服务信托可持续发展的要义在于对“服务”的判断要建立可量化、可评价、可复制、



可监管的标准，金融科技的有效运用是实现上述标准的关键所在，也是能满足客户需求、获取服务价值的基础。通过区块链、人工智能、云服务金融科技运用，提升信托账户管理、提供偏好服务、创建合作生态、深入场景互动，形成服务信托的开放体系，为客户提供即时、集成、极致的专业服务。

这就要求信托公司须确立金融科技赋能的服务信托战略，促进内部管理数字化转型，以合规和风控为底线，配合监管科技的系统要求，建立服务信托的合作生态体系。

参考文献

- [1] 周建堇. 预付款信托：信托保管 + 权益保护 [J]. 金融博览（财富），2019（8）：59-61.
- [2] 王涛. 信托业转型：从资产管理到财富管理 [J]. 银行家，2019（8）：124-125.
- [3] 李帅通，陈雪萍. 我国企业年金信托受托人角色之重塑 [J]. 长春师范大学学报，2019，38（1）：60-66.
- [4] 沈卫群. 中国信托业改革发展 40 年：变迁、成长与展望 [J]. 福建金融，2018（11）：11-17.
- [5] 初婧. 我国资产证券化市场发展初探 [J]. 北京金融评论，2018（2）：232-242.
- [6] 吴海波. 信托业转型下一站：积极布局资产证券化 有效服务实体经济 [J]. 中国银行业，2018（3）：94-96，6.
- [7] 波士顿咨询公司. 未来信托机构制胜核心将在“服务”二字 [J]. 中国战略新兴产业，2018（7）：54-56.
- [8] 牛成立. 信托服务实体经济模式 [J]. 中国金融，2018（4）：28-30.
- [9] 盖雪. 资产证券化外部增信问题：基于案例的分析 [J]. 中山大学法律评论，2016，14（4）：3-26.
- [10] 肖瑶. 论经济增速换挡期的信托业转型策略 [J]. 金融经济，2018（24）：10-11.
- [11] 陈一松. 拓展信托业务新形态 有效服务实体经济 [J]. 中国银行业，2017（12）：100-102.



- [12] 左英利, 李奇, 闫瑾. 信贷资产证券化流动性支持机制国内外实践与启示 [J]. 债券, 2017 (6): 15-19.
- [13] 潘文富. 中小企业资产证券化管理模式研究 [D]. 北京邮电大学, 2017.
- [14] 曹彬. 中国资产证券化模式、定价及监管问题研究 [D]. 中央财经大学, 2017.
- [15] 杜海玲, 何昭仪. 论信托产品的设计——基于企业生命周期角度分析 [J]. 现代商贸工业, 2017 (11): 45-47.
- [16] 闻贡源. 企业年金信托产品发展研究 [J]. 金融经济, 2016 (22): 140-141.
- [17] 谢润泽. 企业员工持股信托模式研究——以中国平安员工信托持股计划为例 [J]. 法制与社会, 2016 (22): 107-108.
- [18] 郭跃芳. ESOP 在公司理财中的作用 [J]. 财会学习, 2015 (17): 175-176, 179.
- [19] 林莹钰, 商子楠. 浙江省中小企业的企业年金信托养老模式研究 [J]. 经营与管理, 2015 (4): 83-86.
- [20] 袁吉伟, 莫健闻. 员工持股信托实践的国际经验和启示 [J]. 海南金融, 2015 (2): 28-32.
- [21] 王玉国. 养老信托与养老市场发展 [J]. 中国金融, 2014 (12): 53-54.
- [22] 袁吉伟. 生命周期、财富传承与家族信托——长期视角下的家族财富发展研究 [J]. 内蒙古金融研究, 2013 (10): 47-55.
- [23] 袁田. 我国上市公司员工持股计划的信托建构 [J]. 证券市场导报, 2013 (10): 55-62.
- [24] 袁田. 别说, 服务信托能做的事儿可真多! [EB/OL]. https://mp.weixin.qq.com/s/HD1BmvzMVMsDg_v6ecJ_6A, 2019-02-17.
- [25] 姚江涛. 信托业如何“承信受托”谋转型 [J]. 当代金融家, 2019 (9).
- [26] 恒大研究院. 资产证券化: 新型融资方式的崛起 [R]. 2018.
- [27] 中诚信国际. 信贷资产证券化 2018 年回顾与 2019 年展望 [R]. 2019.
- [28] 恒大研究院. 金融供给侧结构性改革: 防风险, 支持实体, 助力新经济 [R]. 2019.
- [29] 东方金诚, 中债登. 2019 年上半年资产证券化发展报告 [R]. 2019.



[30] 郑也夫. 信任论 (2016) [M]. 北京: 中信出版社, 2016.

[31] 徐远. 经济的律动——读懂中国宏观经济与市场 [M]. 北京: 中信出版集团, 2018.

[32] [美] 约翰·N. 德巴克, 约翰·V. C. 新制度经济前沿 [M]. 张宇燕等译, 北京: 经济科学出版社, 2003.



信托业务发展创新年度报告(2018—2019 年)

课题牵头单位：中诚信托有限责任公司

课题指导专家：姚江涛 陈 赤

课题组成员：

和晋予 沈苗妙 崔继培

周 萍 李晓光

毛艳琼 刘璐洁

张 毅 周 末

邓 婷

江如青 王 俊

陶斐斐 付 饶

王和俊 杨巧伶

王乃苗

中诚信托有限责任公司

中信信托有限责任公司

中航信托股份有限公司

五矿国际信托有限公司

长安国际信托有限公司

陆家嘴国际信托有限公司

中国对外经济贸易信托有限公司

云南国际信托有限公司

天津信托有限责任公司



摘 要

2018—2019 年，信托业发展处于增速回落、结构调整的关键时期，处于由高速增长向高质量发展阶段转换的关键时期。信托业顺应新时代发展，主动加大业务转型创新力度，不断提升自身专业能力，努力形成未来发展的新动力。在融资信托领域，信托公司通过开展供应链金融、产融结合、国企混改、纾困基金、小微金融、普惠金融等业务加大了服务实体经济的力度，通过产业基金、资产证券化等方式助力新基建、国家大型基础建设工程项目。在投资信托领域，信托公司的股权投资信托业务更加注重多领域、多模式探索，与股东等形成显著的战略协同效应；证券投资信托业务应用科技赋能、探索新兴投资管理方式，提升自主管理能力。在以资产证券化为代表的服务信托领域，持续拓展资产和资金来源，拓展交易市场，丰富证券化产品类型，全面提升业务专业能力。同时，全面强化信托本源业务，积极开展财富管理及家族信托业务，打造以账户为核心的一站式资产配置、财富传承、公益慈善等解决方案，满足客户综合化的财富管理需求。

为保障转型创新的顺利进行，信托公司在内部机制措施方面也做出了努力。将创新战略嵌入发展战略，保持战略定力促进信托业务创新的实施和拓展；调整组织架构，构筑扁平化的管理方式、差异化的激励机制促进信托业务的发展创新；信息科技保障和金融科技赋能并进，适应新经济、抓住新经济下的金融科技业务机遇；调配发行资源、人力资源、评审资源和股东资源支持信托业务创新，全力保障信托创新业务的孵化和壮大。在实践中，不少信托公司也以此创新了新的利润贡献点，实现了创新促发展，发展保障创新的良性循环。

展望未来，信托业将继续坚定推进转型创新，以回归本源业务为核心，以服务实体经济为根本，以服务人民美好生活为目标，坚持发展具有直接融资特点的资金信托，发展体现专业能力的投资及资产配置信托，发展以受托管理为特点的资产证券化、家族信托、慈善信托等本源业务，提升发展质效，努力顺应新时代。

关键词：信托业务 发展创新 资金信托 服务信托 公益慈善信托



目 录

一、导言	128
(一) 信托业务发展创新的驱动因素	128
(二) 2018—2019 年信托业务发展创新实践的总体特征	132
(三) 本课题的写作思路	136
二、信托业务发展创新的整体环境	138
(一) 实体经济发展的新需要	138
(二) 居民财富管理的新需求	139
(三) 市场竞争环境的新变化	141
(四) 相关监管政策的新导向	142
(五) 金融科技水平的新提升	144
(六) 信托公司发展的新基础	145
三、各类信托业务发展创新的主要进展	146
(一) 资金信托领域的发展创新	147
(二) 服务信托领域的发展创新	164
(三) 公益慈善信托领域的发展创新	169
(四) 信托业务的综合发展创新	172
四、信托公司推动业务发展创新的机制措施	182
(一) 战略创新引领	182
(二) 组织架构调整	183
(三) 金融科技赋能	185
(四) 发行能力支撑	186
(五) 人力资源保障	188
(六) 激励机制优化	189
(七) 评审决策支持	190
(八) 股东资源协同	191



五、信托业务发展创新的问题与展望	192
（一）信托业务发展创新存在的主要问题	192
（二）信托业务发展创新所需的制度和政策支持	194
（三）信托业务发展创新的未来趋势展望	196



一、导言

信托制度作为一种舶来品,在我国普遍发挥了财富管理等金融职能。自 2001 年《信托法》颁布实施以来,真正意义上的信托业务的法律体系正式确立,信托业开始了持续规范和快速发展之路。尤其是十几年来,信托业抓住了国民经济和居民财富快速增长的历史机遇,在国内金融不断深化的过程中,凭借信托制度优势和信托金融工具优势,成为国内最具创新型、灵活性的金融机构。在国际局势复杂严峻、国内经济增速放缓、金融机构加速转型的当下,更需要分析信托业发展创新的驱动因素,梳理信托业务发展创新背后的机制支撑,探索信托业转型创新发展的未来趋势。

在此背景下,中国信托业协会 2019 年行业专题研究将“信托业务发展创新年度报告(2018—2019 年)”作为重点研究课题,并在未来按年度定期进行研究,对信托业务的发展创新、信托公司的持续转型具有十分重要的意义。中诚信托有幸作为本年度此课题牵头单位,在课题指导专家的全面指导下,与参与课题的行业同仁一道,以金融创新理论与信托业务创新的结合为出发点,分析了 2018—2019 年信托业务发展创新的内外环境,从资金信托、服务信托公益慈善信托以及信托的综合创新等领域,总结梳理了 2018—2019 年信托业务的产品创新、模式创新、领域创新等进展情况,并从战略引领、组织架构、金融科技、发行能力、人力资源、激励机制、评审决策、股东资源等八个维度,全面分析了信托公司推动业务发展创新落地的关键机制和保障措施,最后提出了对未来信托业务发展创新的趋势展望和措施建议。作为年度报告,本课题力求较为全面、充分地反映信托业务发展创新取得的成果,努力为信托乃至资管行业各类机构提供有价值的信息参考。

(一) 信托业务发展创新的驱动因素

信托业务发展创新理论体系既离不开传统的金融创新理论,又与信托业务的实践特征充分结合。从历史回顾来看,我国信托业务的发展创新受到内外环境的综合驱动,尤其是在弥补传统金融服务的不足、服务实体经济和人民美好生活、加强金融同业合作等方面,体现出了较强的制度和功能优势。

1. 信托业务发展创新驱动因素的理论借鉴

目前,我国信托公司开展的信托业务绝大多数为营业信托业务,属于一类典型的金融业务,因此信托业务的发展创新离不开传统金融创新理论的指导,尤其是借鉴经济学家对金融创新诱发成因的分析,可以同理归因信托业务发展创新的驱动因素。

当代金融创新理论起源于 20 世纪 50 年代熊彼特的创新理论。经济学家熊彼特在《经济发展理论》中对创新进行了定义。创新是指新的生产函数的建立，也就是企业家对企业要素实行新的组合。熊彼特提出，创新的目的是获取潜在的利润，创新的类型包括新产品、新方法、新市场、新供应源和新产业五大类。金融创新的概念由熊彼特对创新的观点衍生出来，即把创新的概念运用于金融，具体包括金融支付创新、金融组织结构创新、金融企业管理创新、金融业务创新、金融监管创新等。

许多学派和经济学家对金融创新进行了研究，其解释的角度主要是对金融创新的诱发成因角度，具体包括规避管制、规避风险、竞争驱动、交易成本驱动、技术驱动、财富驱动、制度驱动等。综合来看，当代主要的金融创新理论如下。

（1）规避管制理论。规避监管理论认为，金融创新主要是由于金融机构为了获取利润而规避政府的管制引发的。许多形式的政府管制与控制，性质上等于隐含的寻租和税收，阻碍了金融机构从事已有的营利性活动和利用管制以外的利润机会。金融机构通过创新来规避政府的管制。当金融创新可能危及金融稳定和货币政策时，金融当局又会加强管制，新管制又会致新的创新，两者不断交替，形成相互推动的过程。

（2）制度改革理论。从制度学派观点看，政府行为也是金融创新的成因，金融创新的内涵扩大到包括金融业务创新与制度创新两个方面。制度改革理论认为金融创新是一种与经济制度相互影响、互为因果的制度改革，金融体系和因制度改革而引起的变动都可以视为金融创新。金融创新的成因可能是降低成本以增加收入，也可能是稳定金融体系及防止收入不均的恶化。

（3）技术推进理论。技术创新论认为，信息处理和通讯技术加快了资金调拨速度，缩短了交易时间和空间距离，从而降低了交易成本，促进了全球金融市场一体化。但技术创新论受到当时技术的限制，他们的研究对象仅限于自助提款机，而对计算器、电子通讯等技术创新的相关性研究不足，也难以解释技术以外的其他金融创新。

（4）财富增长理论。财富增长理论主要是从金融需求角度探讨金融创新成因。财富增长理论认为，财富增长带来的客户需求，是金融创新的动力来源。在美国金融业发展史中，科技进步引起财富增长，人们对资产安全、财富管理和金融交易的需求和愿望随之增加，促使金融创新不断增加，同时金融创新也促进了金融资产的不断增加。

（5）货币促成理论。货币促成理论认为是货币方面的因素促成了金融创新的出现。20 世纪 70 年代，汇率、利率以及通货膨胀的反复无常波动，是金融创新的主要



成因。为了避免汇率、利率和通胀率等货币因素的冲击，出现了对汇率、利率和通胀具有高度敏感性的金融工具，包括可转让支付命令账户（NOW）、外汇期货，外汇期权、浮动利息票据、浮动利息债券、与物价指数挂钩的公债等。

（6）交易成本理论。交易成本理论认为，降低交易成本是金融创新的主要动因。交易成本理论包含两层含义：一是降低交易成本是金融创新的首要动机，交易成本高决定了金融业务和金融工具的创新是否具有实际价值；二是金融创新实质上是对科技进步导致交易成本降低的反应。

从上述金融创新理论来看，各种理论在一定程度上解释了理论出现当时金融体系、金融市场的部分创新，但是其解释的金融创新的生成机理都侧重于某一方面，缺乏综合研究，因此上述理论显得较为片面。金融创新最主要是为了促进金融机构运作效率和经营效益的提高，以及有效规避风险，通过拓展金融工具、金融业务和金融交易的方式满足不同的需求。从最终的结果来看，在金融创新中，金融机构的资产增长速度和盈利水平不断提高。

2. 我国信托业务发展创新驱动因素的实践表现

以上国际主要金融创新理论对信托业务发展创新理论提供了有力的理论支持。在供给方面，技术进步、降低交易成本是促使金融创新的内在动力；在需求方面，财富增长、货币因素促进了金融创新的需求基础；在监管和制度约束方面，规避管制和制度改革在金融创新的监管方面给予支持。借鉴国际金融创新理论，信托业务发展创新同样受内生动力、外部需求和监管制度的影响，具体的实践体现包括以下三个方面。

（1）我国信托业务发展创新的制度基础。信托业务凭借信托制度的灵活性、信托财产的独立性、投资范围的广泛性等诸多先天优势，在资产管理行业中最具创新性。

一是信托的灵活性和广泛性为信托业务的多样性和丰富性创造了条件。信托公司是国内最具创新空间的金融机构。在目前我国的分业经营体制下，信托公司是唯一可以同时运用贷款、投资等多种投资工具的金融机构，是为数不多的可以同时涉足资本市场、货币市场和产业市场的金融机构之一。这意味着，信托公司可以使用多种金融工具将委托财产管理运用投入金融市场和产业市场，体现了信托工具的灵活性和信托运用的广泛性。

二是信托财产的独立性为使用信托工具实现破产隔离创造了条件。这也是资产证券化中利用信托工具实现真实出售的原因。信托财产的独立性是信托财产具有的独立于其他财产的性质，具体包括：信托财产与受托人的固有财产相互独立，如受托机构

解散、被撤销或破产，信托财产不属于其清算或破产财产；信托财产与委托人的其他财产相互独立，即受益人不因委托人破产或发生债务而失去对信托财产的受益权利；不同委托人的信托财产或同一委托人的不同信托财产相互独立。

三是信托的权利重构功能为通过信托工具实现各类财富管理和资产管理需求创造了条件。信托制度下的所有权和受益权分离，信托财产处于受托人的直接管理和支配之下，依靠法律和合同保障受益人的受益权。基础财产或相关财产权利通过信托架构可以重构风险和收益，重构所有权、控制权和受益权，以满足各类财产管理和财产转移要求。信托的这一权利重构功能，通过对财产权利的分割和重构，受托人能够灵活设计信托架构和信托产品，以满足委托人个性化的需求。

（2）我国信托业务发展创新的内生动力。国内的信托公司成立伊始，出于改革的需求，信托公司便被赋予金融改革“试验田”的使命，因此在实际经营中带有了相当的灵活性，具备了一定的金融全能属性。同时，为了促进社会融资，主要把信托公司作为融资机构看待，使用了办银行的办法办信托，因而信托公司带有了强烈的银行色彩。后来，信托业在历次膨胀—整顿的循环中，也始终没有跳出融资工具的圈子。自第五次清理整顿后，国家才在制度层面重新确立信托公司的功能定位，并建立起信托公司的监管体系。

“一法两规”实施后，中国的信托业进入了规范发展时期。但是，信托公司作为金融机构，并没有专属的业务领域，且由于规范发展起步较晚，在资金端和资产端都形成了后发劣势，因此多年来信托业一直处于为寻找生存空间和提高盈利而与其他金融机构错位竞争、行业内部激烈竞争的局面，并尝试开展各种金融补充、努力开拓市场空白等，这是信托公司发展创新的初始动能，并贯穿规范发展阶段信托公司发展创新的整个过程。前述特性结合信托制度的灵活性，也令信托公司成为最具创新性的金融机构。

（3）我国信托业务发展创新的外部环境。我国的信托业务主要被界定为信托公司作为受托人、以信托计划为产品载体开展的业务，信托业务的发展创新的外部影响因素主要有需求因素、竞争因素和监管因素等主要因素。

第一，财富管理需求和投融资需求是影响信托业务发展创新的需求因素。财富管理需求和融资需求，决定了信托业务中信托财产的来源和管理运用信托财产的去向，是信托业务赖以发展的基础。财富管理需求与我国私人财富和机构财富的发展直接相关，私人财富和机构财富的快速增长直接促进了财富管理需求的爆发。根据《中国私



人银行 2019》的数据，截至 2018 年末，国内居民可投资金融资产总额达到 147 万亿元人民币，预计未来五年，2023 年个人可投资金融资产有望达到 243 万亿元人民币。满足社会在生产过程中的投融资需求是金融市场的基本功能，金融机构本身也是为了满足社会发展内生的融资需求和投资需求而产生的。信托公司作为一类可以同时运用投资、融资等多种金融工具的金融机构，通过提供各种金融产品和服务以满足经济发展中政府、企业、居民各部门的融资需求，促进理财资金向生产生活性投资的转化。从规模来看，截至 2018 年末，信托资产规模达到 22.70 万亿元，其中信托贷款规模达到 7.85 万亿元。从服务质量和效率来看，信托公司在与其他金融机构的错位竞争中，不断满足传统金融服务空白和传统金融服务不足的领域。

第二，竞争因素是信托公司在竞争中发展创新的重要因素。全国共有 68 家信托公司，由于股东背景、资本实力、资源禀赋的不同，不同信托公司之间也呈现较大差距。信托业规范发展以来，信托业强者恒强和弯道超车的竞争格局持续存在，不少大型信托公司存在综合竞争优势，中小信托公司也出现了多个差异化发展形成显著竞争优势的案例。除此之外，自 2012 年以来，大资管行业的规模呈爆发式增长，参与主体和产品形式急剧增加，各类资管机构竞争激烈。尤其是资管新规重塑行业格局，在统一监管后各类资管机构和资管产品将站在同一条起跑线，信托公司面临的竞争将更加白热化。

第三，监管因素是信托公司发展创新的重要因素。我国的金融体系和金融市场的政策导向十分明显，金融业务的发展带有明显的监管驱动特点，信托公司也不例外。自“一法两规”实施以来，信托业务的几次规模大增，均与监管政策有关。相应地，信托业的发展创新历程，与监管政策密不可分。2003 年，人民银行出台“121 号”文件开始收紧房地产相关的信贷，地产信托开始盛行，并成为主要的信托业务。2007—2008 年，为应对经济过热，人民银行加强了对银行的监管调控，信托公司开始补充银行信贷融资的不足，银信合作增加，此后信托公司多次在银行信贷管控收紧时期规模迅速增长。2017 年，中国证监会对券商资管、基金子公司业务收紧，资管业务回流信托公司，也促进了当年信托资产规模的快速增长。

（二）2018—2019 年信托业务发展创新实践的总体特征

党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。信托业作为金融行业的重要组成部分，自 2018 年以来处于增速回落、结构调整、由高速增长向高质量发展阶段转换的关键时期。2018—2019 年，信托公司主动加大业务发展

创新力度，不断提升自身专业能力，努力形成未来发展的新动力，主要呈现以下特点。

1. 信托业务发展创新已经成为行业转型发展的共识

自 2018 年以来，在强监管和严监管的环境下，信托业管理信托的资产规模从 2017 年第四季度末的高点 26.25 万亿元连续回落，至 2019 年第二季度末减少到 22.53 万亿元，距离最高点下降了 14.17%。随着行业主动压缩通道业务、压降管理资产规模，信托业务转型创新成为信托长期可持续发展的必由之路。

从监管导向来看，创新是信托业顺应新时代发展的必然要求。2018 年中国信托业年会上提出，“要认清职责使命，站在新的历史方位找准转型发展方向。信托行业要坚持更好地服务实体经济，服务人民美好生活，服务现代金融体系建设；信托业务要坚持发展具有直接融资特点的资金信托，发展以受托管理为特点的服务信托，发展体现社会责任的公益（慈善）信托；信托公司要坚持高质量发展，继续推动行业深层次改革，继续推动行业全方位创新”。行业一致认为，信托业未来要肩负起新的历史使命，在资管新格局背景下开启新的征程，更加坚定地以回归信托本源为核心、以服务实体经济为根本、以转型创新为驱动、以助力人民美好生活为目标，提升发展质效，努力顺应新时代。

从公司经营来看，不少公司对信托业务创新作出专门部署。一方面，在战略规划中强化创新意识和创新思维，明确提出有重点地布局、培育、壮大转型创新业务，通过创新转型提升核心竞争优势，通过创新实现长期可持续发展；另一方面，将信托业务转型创新作为年度重点工作任务，综合资源禀赋及公司发展阶段，确定若干重点转型创新业务方向，调动公司资源集中突破，落地落实。

从创新效果来看，信托业务创新促进了信托公司经营业绩稳步增长。2018 年经营业绩增长较快的信托公司，离不开信托业务大力创新。中航信托深耕绿色产业、数据产业等特色投资领域，大力发展资产管理业务；中信信托大力发展资产证券化、财富管理、家族信托等本源业务；五矿信托深入房地产股权投资业务、大力拓展小微金融业务；平安信托积极参与服务国家重大战略的基础设施投资。这些创新业务为信托公司业绩增长带来了重要支撑。

2. 信托业务创新的领域和模式不断丰富

一是加大传统业务领域转型创新力度。在房地产领域，信托公司在以往开发贷、前端融资等业务基础上，进一步延伸房地产投融资链条，在运用方式上向真实股权投资、ABS、REITs 等方向转型，在基础资产上由住宅向商业地产、存量房产、城市更



新等领域拓展。在小微金融领域，借助系统优势，深入消费细分场景开展业务，通过信用数据体系和风险模型来识别、控制风险，提高小微金融业务专业化水平。在工商企业领域，发挥信托综合金融服务优势，通过投贷联动、债转股等多种转型创新方式，满足企业投融资需求。

二是积极发展投资及资产配置业务。在股权投资领域，股权投资方向进一步多元化，积极布局国家战略新兴产业，加强与实体企业的投贷联动，通过与子公司协同发展等模式实现专业化经营；在证券投资领域，进一步提升主动投资能力和资产配置能力，加快开展 FOF、MOM 等组合配置业务，借助智能投顾等创新方式，满足不同风险偏好客户的需求，成为客户信赖的专业投资机构。

三是加快资产证券化业务的发展。开展资产证券化、财产权信托业务，可以充分发挥信托制度优势，有效盘活各类资产存量，得到了监管机构的鼓励支持。关于资产证券化业务，一方面，信托公司积极拓展基础资产来源，提高基础资产领域的专业水平和产品设计能力，提升自身价值；另一方面，拓展交易市场、丰富证券化产品类型，全面提升在银行间市场、交易所市场资产证券化业务能力。

四是推动家族信托、慈善信托等本源业务发展。开展家族信托、慈善信托等本源业务，是信托业回归信托本源、提升发展质量的重要体现。在家族信托领域，信托公司不断加大发展力度，推出了全权委托、家族传承等一系列产品，家族信托客户数量也有显著增长。在慈善信托方面，截至 2019 年第二季度末，慈善信托备案数量已达到 197 单，财产总规模超过 20 亿元，在脱贫攻坚、污染防治、教育医疗、文化发展等领域发挥了积极作用。

五是探索信托综合金融服务创新。探索资金信托与资产证券化业务联动的 Pre-ABS 业务，在此基础上打造“融资+证券化+投资的资产证券化”业务闭环，构建企业、资产服务机构、投资者、中介机构等共同参与的资产证券化生态圈。打造以账户为核心的综合化财富管理业务，发挥信托制度优势，以单一信托账户为载体，为客户提供一站式资产配置、财富规划、财富保障、财富分配、财富传承、公益慈善等多方面服务，满足客户综合化的财富管理需求。

3. 信托业务创新的机制保障要求进一步提高

一是加强战略引领。信托公司首先在管理理念上强调业务创新的重要性，在战略部署上突出对创新业务的支持，营造鼓励创新的企业文化。信托公司通过战略规划明晰转型创新方向，通过体制机制安排，对虽需经过长期培育，但对公司整体发展具

有战略价值，对公司经营业绩可持续增长的转型创新业务的培育发展提供保障。坚持战略定力，着眼于公司长远发展持续投入推动转型创新，不因短期业绩波动而调整反复。信托公司精细化开展转型创新的任务分解，加强转型创新执行推动的跟踪与监督，及时发现问题解决问题，确保信托业务转型创新落地落实。

二是调整组织架构。创新业务的灵活性和不确定性，对组织的弹性能力提出更高要求。既要保持组织架构的扁平化，保证内部沟通效率，保持对市场的敏感和前瞻性，又要前、中、后台密切配合，保障创新业务从可行性研究到最终落地的支持与配合。对此，信托公司探索了业务部门分散创新、事业部内创新、设立统一创新部门等组织架构，并随转型创新业务的培育和发展动态调整组织架构，适应转型创新业务发展。

三是完善考核激励机制。信托公司根据创新业务的特点制定差异化的激励机制，包括给予创新业务团队一定考核保护期；提高创新业务业绩提成比例；对资产证券化业务、家族信托等短期盈利性不强的创新业务，初期强调规模指标考核；对期限较长且收入兑现较晚的股权投资业务，探索建立跟随投资和业绩报酬分享机制；定期组织创新业务评选并对获奖创新业务单独奖励等方式。

四是优化风险管理支持。信托业务创新必须坚守合规经营及风险可控的底线。为提高创新业务决策效率，加强创新业务风险控制，首先，组建单独的创新业务决策机构，提高业务决策专业性，特殊事项一事一议；其次，风控前置，项目风控人员与创新业务团队共同参与项目尽调，充分识别项目风险；最后，加强项目过程管理，搭建统一的项目中后期管理的运营平台，做好全程全面风险管理。

4. 信托业务创新需要更多资源支持

一是人力资源保障。信托公司通过挖掘内部创新人才与引进外部专业人才相结合的方式获得转型创新所需人才。在挖掘内部潜力方面，通过“举手制”等方式在内部选拔优秀人才，并建立起在业务一线培养锻炼人才、识别发现人才的良性用人机制；通过建立部门与员工双向选择机制，形成内部创新业务人才市场。此外，信托公司保持开放的态度，积极引进外部专业人才，与公司原有人才形成互补合力。

二是资金资源支持。提升产品自主销售能力，加大个人客户和各类机构客户的开拓力度，不断提升信托公司财富管理品牌影响力和知名度。大力支持创新产品销售，对客户进行分层分类，更加精确匹配创新产品销售对象；由信托业务人员主动路演，更好地推动权益类、净值化产品销售效果；对财富营销人员销售创新产品给予额外激励。加大固有资金对创新产品发行的支持力度，调动公司全员力量推动创新产品销售。



三是金融科技投入。信托业务转型创新离不开信息系统的配套支持。在消费金融、证券服务、家族信托等特定转型创新领域，高效的信息系统成为重要的竞争力。对此，信托公司普遍加大信息科技投入，2018 年信托公司信息科技投入最高的超过 1 亿元。同时，信托公司更加关注金融科技发展，提出金融科技赋能理念，探索区块链技术应用，逐步发掘新的、可持续的利润增长点。

四是股东资源协同。加强与股东的战略资源协同，为信托公司转型创新业务领域的战略布局提供资源支持。加强与股东的客户资源协同，为信托公司转型创新业务拓展客户来源，提供资金资源支持。加强与股东的渠道资源协同，共同服务客户的综合投融资及金融服务需求。

5. 创新业务推广加快，持续创新才能保持竞争力

部分信托业务创新在行业内快速复制和推广，给了其他信托公司快速学习和追赶的机会。因此，业务创新并非一劳永逸，信托公司必须持续创新才能保持先发优势。例如，在家族信托方面，自 2012 年中国诞生首单家族信托以来，截至 2018 年末，已有超过一半的信托公司开展了家族信托业务，多家公司管理的家族信托资产规模超过百亿元。领先的信托公司通过加大业务系统投入、加强股东资源协同、开展非货币家族信托创新等多种方式，巩固家族信托的业务优势。在消费金融领域，2018 年新增开展消费金融业务的信托公司达 12 家，截至 2018 年末，近 40 家信托公司开展了消费金融业务，6 家信托公司接入央行征信系统，消费金融业务竞争日趋白热化。领先的信托公司通过升级战略客户合作、加大金融科技布局、延伸业务链条等方式构筑业务创新的护城河。

（三）本课题的写作思路

从 2001 年《信托法》颁布实施至今，信托业已走过十多年的历程。对加速探索信托本源业务、服务实体经济的信托业来说，系统性总结、拆解信托业务在过去一年的发展创新，是记录历史、承载当前，在新的历史机遇期展望未来的重要一笔。

1. 本课题的研究目的

（1）梳理总结自 2018 年以来信托业务发展创新的实践成果。本课题对信托业务创新的具体表现做梳理总结。自 2018 年以来，信托业务创新主要表现在业务模式、产品形式和业务领域等方面，具体体现为模式创新、领域创新和产品创新。模式创新主要是受托人管理运用信托财产的方式，从传统的投资、融资、服务等向多样化、综合化运用的创新，例如，房地产信托业务从传统的开发融资模式到投贷联动模式，再

到股权投资模式。领域创新主要是信托资产端的创新，主要是信托资产运用领域不断扩大。产品创新主要是信托财产来源、信托资产管理运用方式和管理运用领域的综合性创新，例如，净值型信托产品、地产股权投资类产品等。

（2）深入分析信托业务发展创新背后的动力和机制。信托公司内部的机制支撑是信托业务创新的重要支撑，本课题从信托公司内部管理角度，对信托公司推动业务发展创新的机制措施进行了分析。业务创新要求高、难度大、试错成本高，需要信托公司在孵化和开展创新业务的过程中，坚持战略定力，内部通过构建适宜的组织架构，提供适宜的人力资源、差异化激励、评审决策、信息系统等支持，以及发行安排、股东资源等方面协同支持安排。

（3）充分展示信托公司业务创新的典型案例。本课题采取了实证分析和案例结合的写作思路。在写作的过程中，在中国信托业协会和行业同仁的帮助和配合下开展了大量的调研尤其是案例调研工作。通过翔实、丰富、生动的项目案例，叙述各信托公司的实战经验和操作细节，有利于进一步展现信托业务的发展创新，有利于行业同仁和其他资管机构开展业务交流和经验借鉴。

2. 本课题的基本思路框架

本课题从借鉴国际金融创新理论、明确我国信托业务创新实践的驱动因素出发，总结描述自 2018 年以来在社会经济、金融市场的整体环境下各类信托业务的创新实践，挖掘信托业务创新背后的机制支撑，并在此基础上展望未来一段时期信托业务的创新趋势。

本课题共有五部分，分别为导言、信托业务创新的整体环境、各类信托业务创新的主要进展、信托公司推动业务创新的机制措施、信托业务创新的问题与展望。其中，导言部分主要在国际主要金融创新理论的基础上，分析我国信托业创新的驱动因素，总结当前我国信托业创新实践的主要特点，并对本课题的写作目的和思路框架加以说明。在信托业务创新的整体环境部分，从实体经济、居民财富、市场竞争、监管政策、科技水平五个方面，总结信托业务创新的内外环境基础。在各类信托业务创新的主要进展部分，从资金信托领域、服务信托领域、公益（慈善）信托领域、综合创新领域总结主要信托业务类别的业务创新实践。在信托公司推动业务创新的机制措施部分，从信托公司内部的战略引领、组织结构、风控评审、激励机制，以及人力、资金等各类资源方面，总结各类机制措施的表现和效果。最后一部分为信托业务创新的问题与展望，总结目前信托业务发展创新存在的主要问题，呼吁相关的政策支持，并对融资



类信托、投资类信托、信托本源业务的整体发展创新方向作出展望。

二、信托业务发展创新的整体环境

自 2018 年以来，我国社会经济保持稳健增长，实体经济稳定增长和居民财富持续快速增长，为信托业务创新奠定了良好的基础，新的监管导向为信托业务创新夯实了制度基础，支持信托业务在合规边界内探索和延展，金融科技水平的快速提升和普遍运用支持了信托业务创新的开展和运营，并广泛支持了信托公司新领域、新模式的拓展。

（一）实体经济发展的新需要

金融机构的发展必须以服务实体经济为根基。在当前国内经济转型发展的关键时期，实体经济对金融服务具有多元化和灵活性要求，要求信托公司充分发挥自身制度优势和功能优势，顺应市场需求，推动业务创新，助力实体经济发展。

1. 服务实体经济是信托业务创新的根本要求

服务实体经济是金融机构生存发展的客观需要和功能转型意义所在，加强金融创新才能更好地服务实体经济发展。实体经济是国民经济发展的基础，大力发展实体经济是全面建成小康社会，实现社会奋斗目标和中华民族伟大复兴的重要保障。引导金融回归本源，服务实体经济已经成为当前金融工作的一项重要任务。金融行业要想获得长期利润，必须与实体经济紧密结合，相互促进。大力支持和高效服务实体经济发展，既是实体经济健康发展、优化升级的需要，也是金融机构创新发展的必然要求。在我国面临经济发展新常态背景下，创新金融服务和产品，助力实体经济发展，是信托公司等金融机构责无旁贷的责任。

2. 实体经济的稳定增长是信托业务创新的重要动力

近年来，我国经济持续增长。根据国家统计局的数据，2019 年上半年我国 GDP 增速为 6.3%，其中第一季度增长 6.4%，第二季度增长 6.2%，国民经济运行在合理区间，延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，同时增长动力更为多元化，在新型工业化、城镇化、信息化、农业现代化的协同推动下，中国经济正向国内消费需求拉动转型。

实体经济的稳定增长为信托业务创新奠定了基础。一是为信托等金融机构提供了广阔的业务空间。在供给侧结构性改革下，工业和消费领域的韧性增强，国内经济结构更加合理，经济增长的动力更加持续。在供给侧结构性改革过程中，重点领域资



金需求较为突出，龙头企业频繁通过市场化手段实现“三去一降一补”。随着生活水平的提高，我国居民消费已由商品消费向服务消费转变，居民用于医疗、教育、旅游、娱乐等服务性消费的支出持续攀升。二是为信托业务创新的基础上防控风险、化解风险奠定了基础。在经济稳定增长的基础上，金融风险的发生概率降低，同时在发展中化解风险的难度降低。

3. 实体经济发展质量提升为信托业务创新提供广阔空间

在供给侧结构性改革的大背景下，信托业不断加大产品设计和业务模式的创新力度，提升服务实体经济的广度和深度，为实体经济发展起到了支撑作用。信托资金运用基本覆盖了实体经济的各个行业，在支持国家重大战略、促进经济结构转型、解决企业融资难融资贵等方面起到了积极作用，为实体经济发展起到了重要支撑作用。

实体经济发展质量上升，为信托业务创新提供广阔空间。尤其是“一带一路”“京津冀一体化”“长江经济带”“中国制造 2025”等，为信托公司创新业务模式、完善信托服务提供了较好的机遇，通过运用债权融资、股权投资、投贷联动、产业基金、资产证券化等多种工具和手段，为信托丰富资产类型、提升专业能力等提供了新途径。同时，信托业务创新、服务实体经济，也为信托回归业务本源、实现转型升级提供了新思路，指明了新方向，拓宽了金融服务视野，提升了金融服务效率。

（二）居民财富管理的新需求

随着我国居民财富积累水平不断升高，资产管理意识逐步提升，居民对理财产品需求不断增加。同时，部分高净值客户对于资产配置、家族财富传承等个性化财富管理需求持续上升，为信托公司受托服务创新、财富管理业务转型提供了良好机遇。

1. 高净值人群持续增长进一步释放财富管理需求

我国高净值人群数量及个人可投资资产规模持续增长，财富管理需求处在高速增长期。2018 年我国人均 GDP 接近 1 万美元，理财市场的环境与 40 年前的美国非常接近，均处于起步高速增长的阶段，投资者对财富如何保值增值有着浓厚的兴趣。根据招商银行与贝恩公司联合发布的《2019 中国私人财富报告》，2018 年我国高净值人群数量达到 197 万人，与 2016 年相比增加约 40 万人，年均复合增长率为 12%，其中超高净值人群（可投资资产规模超过 1 亿元）规模约为 17 万人，可投资资产 5 000 万元以上的人群规模约为 32 万人。从财富规模来看，2018 年我国高净值人群共持有 61



万亿元可投资资产，年均复合增速为 12%，人均持有可投资资产规模约为 3 080 万元。截至 2018 年末，全国有 23 个省（市）的高净值人群人数已超过 2 万人，广东、上海、北京、江苏、浙江、山东六省（市）处于第一梯队，高净值人群人数均超过 10 万人。

随着宏观经济增速放缓，市场波动不确定性加大，高净值人群对市场风险的认识更加深刻，避险情绪不断加强，更多高净值人群将“保证财富安全”和“财富传承”作为最重要的理财目标。同时，在《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”）打破刚性兑付、单一资产类别风险上升的大背景下，更多投资者需要在风险与收益之间做出权衡，以往依赖单一热门资产快速获取高收益的时代已经过去，财富管理需要进行专业且长期的配置、积累，并进行动态调整才能实现保值增值。

目前高净值人群理财意识和意愿大幅增强，更多投资者愿意将财富委托专业机构进行管理和运用，财富管理市场空间不断扩大，高净值人群与信托公司在理财、融资及其他金融服务方面的合作进一步拓展。信托具有与生俱来的制度优势、宽泛的投资领域和灵活的交易安排，在增值需求的推动下，大额资金更愿意向信托靠拢将是一种长期趋势。

2. 家族财富传承与管理需求井喷

自改革开放 40 多年来，社会财富快速积累，随着市场对投资者的教育不断加强，在金融市场的不确定性显著提升的背景下，高净值人群对财富传承的需求呈现井喷。根据招商银行与贝恩公司联合发布的《2019 中国私人财富报告》，2019 年超过 50% 的受访高净值人群已经开始进行财富传承的相关安排，该比例首次超过了尚未开始准备的高净值人群。同时，财富传承观念也呈现向年轻化发展的态势，提前规划与安排财富传承目标与框架已成为大势所趋。在准备财富传承的超高净值人群中，33% 为 40 岁以下人群，较 2017 年水平提升了 10 个百分点。随着传承安排的普及，高净值人群对财富传承需求进一步成熟，其在关注财富管理和保障的基础上，对企业投融资、家族税务筹划、法务咨询、家族慈善等服务需求不断提升。

在进行财富传承安排时，最常用的方式是创设家族信托。由于家族信托具有财产安全性高、财富管理灵活性强、信托安排私密性好等特点，在家族财富管理与传承中具有天然的独特优势，因此得到了快速发展和广泛运用。相关数据显示，家族信托在各类财富传承安排方式中的提及率已经从 2015 年的 16% 提升至 2019 年的 20%，社会对家族信托的认可度得到显著提升。家族信托可以根据委托人的自由意志和实际



需要，灵活设定期限、收益分配条件和财产管理运用方式，实现保值增值、权益保障、财富传承、子女教育、税务规划、家族企业治理以及家庭成员生活保障等各类功能，帮助完善子女财富观念建设，培养子女创富能力，实现更高层次的精神财富传承。目前已有多家信托公司成立了专业化团队开展家族信托业务。与传统资金信托相比，尽管家族信托的收入和利润贡献率仍处于较低水平，但其是信托公司客户黏性最高、最稳定、最长期的可持续业务类型，一旦形成规模，可成为信托公司新的利润来源。

（三）市场竞争环境的新变化

在资管新规的统一监管下，大类理财产品同质化程度越来越高，客户需求对市场的决定性作用越来越大，市场对客户的争抢也越来越激烈。

1. 资管机构之间的竞争促进信托业务创新发展

资管新规强化市场公平，努力消除监管套利，有利于改善资管市场的竞争环境。资管新规对商业银行、券商、保险、信托、基金等各类资管机构的统一规范，令资管行业在统一的竞争起跑线展业，弱化了信托的牌照优势，信托公司加快了创新转型步伐，积极发挥信托资源禀赋优势，力求在产品设计、财产权信托、高端客户综合服务等方面寻求更大突破。一方面，信托公司继续加强财富管理能力建设，转变财富管理理念，在产品发行、直销能力、团队布局等方面加大投入，积极面对银行、证券、第三方理财机构等成熟财富管理机构竞争；另一方面，主动收缩传统通道类业务，提升资产主动管理水平，优化业务结构，降低债权融资类业务占比，发展以证券投资、并购投资、项目股权投资、PE 投资、投贷联动等资产管理业务，重点对接标准化债权资产、权益类资产投资，提升发展质量。

自资管新规实施后，银行理财子公司获批，进一步驱动信托公司创新转型。2018 年中国银保监会正式发布了《商业银行理财子公司管理办法》，银行理财子公司的经营范围包括公募、私募理财、咨询和顾问服务等，公募理财可直接投资股票和债券，在销售渠道和投资者适当性管理方面，理财子公司的产品可以通过银行业金融机构代销，此外，还可以在一定额度内（不超过理财产品净资产的 35%）开展非标资产投资。可以说理财子公司的业务范围与信托公司具有一定的重合度，两者之间存在较强竞争关系。考虑到银行理财子公司在业务资源、客户资源和品牌等方面具有先天优势，其对信托将产生较大影响：一方面，理财子公司的到来会削弱信托传统的通道类业务，加速信托去通道的趋势；另一方面，理财子公司还会在优质非标资产、高净值客户等方面与信托公司争抢，降低信托公司的市场空间。



2. 创新转型已成为信托公司的重要核心竞争力

创新是信托公司生存和发展的内生动力，信托公司必须通过创新转型，不断探索新领域、新模式，才能适应不断变化的外部环境。

创新转型已经成为信托公司的重要核心竞争力，近几年领先信托公司和增长较快信托公司的发展更加印证了这一点。受内外部环境多重因素的影响，自 2017 年底信托资产规模达到 26.25 万亿元后，信托资产规模不断下行，截至 2019 年第二季度末，信托资产规模降至 22.53 万亿元，行业整体上信托业务收入及利润承压，固有业务也受资本市场影响较大。领先的信托公司拥有更强的创新能力，持续保持较大的竞争优势。信托行业固有资产全面增长但公司之间固有资产规模差距仍然较大，信托行业信托资产规模下降，但领先信托公司更强的信托业务开拓能力和经营管理能力进一步凸显，集合资金信托规模的行业集中度也持续提高。另外，在行业整体信托资产规模下行的情况下，仍然有部分信托公司通过聚焦政信、消费金融领域等方式实现了快速增长，还有部分信托公司通过大力开拓资产证券化及打通资产证券化业务价值链建立了竞争优势。

（四）相关监管政策的新导向

近两年信托行业监管新政频出，严监管态势仍在持续。以资管新规对信托行业影响最为深远，在降杠杆、去通道的大背景下，彻底打破刚性兑付、禁止产品多重嵌套等规定，让信托公司经历了转型阵痛。同时，监管所带来的行政处罚也层出不穷，2018 年中国银保监会共开具 24 张信托罚单，合计处罚金额达 1 450 万元，较上一年同期罚款总额增长 55.08%。随着强监管时代的到来，信托业发展面临一个重要拐点，如何顺应市场和监管变化挖掘新的业务模式，已成为行业需要解决的首要任务。

1. 资管新规的实施为信托业务创新提出新要求

2018 年 4 月，由人民银行牵头，层级高、统筹性强、涉及资管行业所有子领域的资管新规正式发布。资管新规从套利频繁、多层嵌套、杠杆不清等问题入手，进行顶层设计，首次界定了资产管理业务范围，提出了统一的规范制度。为进一步落实资管新规相关要求，2018 年 7 月人民银行再次发布了《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》，就过渡期有关具体操作问题进行了明确，允许公募产品适当投资非标债权类资产，支持符合条件的表外资产回表。

资管新规的出台标志着新的监管框架形成，其在非标投资、打破刚性兑付、消除多层嵌套、净值化管理、统一杠杆水平等方面对信托产生较为深远的影响，倒逼行



业调整业务结构，推进业务转型升级。

在资管新规的背景下，一些创新业务有望成为信托业务新的增长点。一些信托公司着手打造资产证券化全业务链条，充分发挥信托风险隔离制度优势，在立足基础资产、提高产品设计能力和内部运营效率等受托服务能力的基础上，拓展 ABS 上下游业务机会；一些信托公司发展消费金融业务，增加消费金融供给，助力消费升级，通过与小额贷款机构或与垂直细分领域消费平台合作，在充分了解细分消费领域风控模型、行业特征、资产质量等信息基础上，建立专属业务系统，多维度评估借款人信用风险，降低违约概率；一些信托公司积极探索新型服务信托业务，发挥信托财产独立性优势，发展证券服务、家族信托、慈善信托、年金信托、消费信托、员工持股信托等，努力提升受托管理水平。同时，也有部分信托公司不断寻求与优质私募机构合作，加强证券投资运营服务系统建设，发展阳光私募受托服务，并在此基础上联合发展主动管理类的 FOF 和 MOM 产品。

2018 年 8 月，中国银保监会信托部发布《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”），对信托稳妥推进过渡期内整改工作、防范风险进行了统筹安排。根据资管新规和“37 号文”，资产证券化、家族信托等不属于资管新规的规范范围，监管导向鼓励了信托本源业务的开展。

2. 房地产行业监管趋严为信托业务创新提供新导向

房地产金融监管政策趋严。2019 年 5 月，中国银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（以下简称“23 号文”），明确禁止为不满足“四三二”条件的房地产项目融资，禁止为房企缴交土地出让价款提供融资，不仅提出了具体的监管内容，而且还制定了组织实施措施，整治工作执行力度大、监管决心强。2019 年 7 月，中国银保监会对房地产信托下达窗口指导意见，要求对房地产项目实施余额管理，2019 年第三季度末房地产信托规模不得超过第二季度末余额。在此政策环境下，下半年房地产信托新增规模大幅萎缩，信托公司开展此类业务更加谨慎。

房地产信托监管政策的改变也在促使信托公司在合规情况下努力向多元化方向发展，在展业领域和展业方式上不断创新。部分信托公司开始尝试房地产供应链融资业务，以项目公司下游的购房尾款、上游的真实应收账款作为基础资产进行融资；部分信托公司开始尝试房抵贷业务，探索转型发展新方向。此外，在房地产信托余额管



理窗口指导下，各家信托公司的新增额度非常有限，驱动信托公司积极开拓主动管理型房地产项目，提升项目报酬率。同时，在“23 号文”的影响下，土地融资政策收紧，部分信托公司积极探索地产真实股权投资，加快由非标债权向股权投资模式转型，满足监管新要求。

3. 信保合作新规为信托业务创新提供新空间

信保合作新规落地。2019 年 6 月，中国银保监会下发《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》，进一步规范保险资金投资集合资金信托计划，新规内容有紧也有松，信保合作门槛放宽是最大边际变化，但同时也提高了投资集合资金信托计划的风控要求，对信用级别、增信措施、集中度等均提出了较高要求。此外，还明确了保险资金投资信托产品的合规要求，禁止通道业务，加强多层嵌套监管，禁止投资信托劣后级受益权。

信保合作新规将推动保险资金进一步进入信托体系，尤其有利于信托公司加强对国家战略领域、重大工程项目金融服务的拓展。考虑到险资具有规模大、长久期、低成本等特点，未来信保合作将重点聚焦高级别融资主体和重大工程项目，通过设立产业基金、参与政府引导基金等方式，灵活运用资产证券化、投贷联动等金融工具，积极参与“一带一路”“京津冀一体化”“粤港澳大湾区”“长江经济带”等重大项目建设，支持实体经济发展。

（五）金融科技水平的新提升

金融科技与信托业跨市场、多工具、灵活性的经营方式具有良好的契合关系，两者之间具有更加广泛的融合发展空间。随着我国经济进入新时代，以大数据、云计算、区块链、人工智能等为代表的新一代信息技术，有效赋予了信托业向数字化、信息化、智能化转型发展的能力，是回归本源的有力支撑。

1. 金融科技提升信托业务创新能力

金融科技快速发展可促进信托公司业务创新，满足创新业务后台对创新业务的管理支持需求，提升信托公司主动管理水平。在资产证券化方面，信托公司可运用大数据、区块链等科技手段，积极培育快速梳理和筛选底层优质资产、及时掌握基础资产运行情况的核心能力，有效解决风险发现、风险计量、产品定价、存续期管理等方面存在的问题。在家族信托方面，信托公司可借助金融科技手段具备的智能化、交互化、普惠化的特点，逐步突破家族信托面临的制度缺位、专业能力不足、推广乏力等瓶颈，实时掌握客户需求，调整优化业务模式，降低信息不对称，搭建更加开放的宣传平台。

在慈善信托方面，利用金融科技可进一步推动慈善信托健康发展，通过大数据分析，可实现捐助者与受捐者之间的精准匹配，利用区块链技术，可实现对整个过程的信息公开透明化，提升社会形象和公信力。在消费金融方面，凭借大数据、征信等金融科技技术运用，信托公司可有效提升包含场景、支付、征信、授信、催收等业务运营效率，运用大数据分析，可对客户还款意愿、还款能力、担保情况进行综合评估，提升反欺诈效果。

2. 金融科技提升信托风险管理效率

金融科技在风险管理层面的运用，主要基于面向全资产、全流程的管理思想，建立从项目立项到投资估值的事前、事中、事后全过程实时监控。在信息技术的协助下，可实现对客户信息的及时采集、加工和传递，保证信息的合理性，提高流程运行效率和对新风险的反应速度，节约人力与时间成本；同时，通过固化信息系统业务流程，将风控覆盖到各类信托项目全生命周期，迅速对交易对手进行评级与归类，并给出相应的风控关注点和费率建议，使风险管理在系统内部得到落实，有效提升信托公司在项目运作过程中的市场风险识别和风险规避能力。

3. 金融科技提升信托业务客户服务体验

金融科技可有效提升客户服务效率，解决客户痛点，优化客户体验，实现由单方向服务向交互式服务转变，提高客户满意度和忠诚度。一方面，信托公司可利用移动互联网、人工智能等科技手段，构建移动设备、网点柜面、远程客服立体联动的渠道体系，打通线上、线下的服务渠道，扩大客户服务边界；另一方面，可依托金融与科技的深度融合，针对不同客户提供定制化、个性化的产品与服务，使每一位客户的产品需求与愉悦体验得到满足。

（六）信托公司发展的新基础

自 2018 年以来，尽管受宏观经济、资本市场和监管政策等综合影响，信托公司管理的资产规模和经营业绩有所下滑，但是在转型发展的过程中，信托公司主要经营指标的结构进一步优化，发展质量有明显提升，但行业分化持续，先进公司唯有创新转型才能保持竞争优势，落后公司唯有创新转型才能谋求生存和发展。

1. 资本实力不断提升

不断提升的资本实力令信托公司的创新转型、防范风险的基础更加稳固。自 2010 年以来，信托行业资本实力不断提升，固有资产和实收资本逐年增长。截至 2018 年末，全行业固有资产达到 7 193.15 亿元，实收资本达到 2 654.15 亿元，平均



每家信托公司为 105.78 亿元和 39.03 亿元，较上年分别增长了 9.34% 和 9.78%，较 2010 年增长了 384.90% 和 259.73%。截至 2019 年第二季度末，全行业固有资产和实收资本继续保持增长，分别达到 7 342 亿元和 2 734.14 亿元。

2. 业务结构不断优化

全行业集合资金占比提高、主动管理能力水平提高，信托支持实体经济力度持续较大。一是集合资金信托占比提升明显，截至 2019 年第二季度末，集合资金信托占比超过单一资金信托、财产权信托占比，达到 43.57%。二是信托业务的主动管理水平有所提高，在 2018 年行业信托资产规模整体下降的情况下，主动管理型信托规模也出现了一定程度的下降，但是与被动管理型信托规模相比，主动管理型信托规模下降幅度更小，主动管理型信托资产规模占比也有明显提升，截至 2018 年末这一比重达到了 32.72%，比 2017 年的 29.74% 提高将近 3 个百分点。三是信托资金对实体经济的支持力度不断加大，工商企业是信托资金运用的最主要领域，截至 2019 年第二季度末，投向工商企业的信托资金余额 5.61 万亿元，占比 29.46% 居于首位。

3. 内部经营管理能力不断提高

新增主动管理业务占比提高，信托业务收入占比提高。2018 年新增信托业务中主动管理业务占比提高，新增主动管理型信托资产规模占比达到了 40.40%。在新增主动管理业务的贡献下，信托业务收入占比进一步提高。

4. 竞争格局不断分化

近年来，信托行业竞争格局持续分化，领先信托公司在行业资本实力、信托资产规模中的占比持续较大并出现加强态势，在主动管理业务、集合资金信托中的市场占有率不断提高，创新能力也远高于行业平均水平。在全行业创新转型的背景下，领先信托公司的竞争优势不断强化，落后信托公司的业务空间不断被挤压，唯有精准定位、创新转型才能谋求生存和发展。

三、各类信托业务发展创新的主要进展

自 2018 年以来，国际、国内形势复杂多变，国内经济增速放缓，去杠杆持续开展。信托业站在新的历史方位寻找转型发展方向，持续开拓创新业务。在新的历史机遇下，信托公司谋求高质量发展，坚持以信托本源为本，充分发挥制度优势，专注信托主业，以更好地服务实体经济、服务人民美好生活、服务现代金融体系建设为基础，同时发



展具有直接融资特点的资金信托、以受托管理为特点的服务信托，以及发展体现社会责任的公益（慈善）信托。在此背景下，自 2018 年以来，信托公司在资金信托、服务信托、公益慈善信托等领域的业务创新均取得了较大进展。

（一）资金信托领域的发展创新

1. 工商企业领域

工商企业类信托发展与宏观经济形势及行业发展紧密相连。自 2018 年以来，宏观经济下行压力加大，融资条件逐步收紧，实体企业特别是民营企业融资渠道受到影响较大。信托公司在供应链金融、产融结合、参与国企混改等方面加大了创新力度，有力地支持了实体经济发展。

（1）开展供应链金融。针对工商企业融资难的问题，信托公司在工商企业领域开展了针对以核心企业上下游之间的债权、物权融资为特点的供应链金融，并针对特定行业开创性地缓解了工商企业特别是中小企业的融资压力。

在工商领域中，信贷资源往往存在结构性紧缺，资金向核心企业倾斜与集中，大型企业信用资质较好，偿还能力强，授信额度较高，而中小企业经营时间短，也难以提供合格的抵押品，很难获得授信。在融资结构性分化的背景下，信托公司加大了供应链金融业务的展业力度，借助供应链上核心企业的信用，为上下游企业提供流动性支持等融资服务。

案例 1：中信信托山东银桥项目

2019 年 2 月，中信信托完成对山东泉兴银桥光电科技发展有限公司首笔供应链金融贷款，为这家中国高铁电缆领域快速发展的民营企业提供有力支持。自 2018 年下半年以来，山东银桥凭借过硬的产品和服务陆续中标多个高铁电缆项目。中信信托创新业务团队联合中信梧桐港供应链管理有限公司，借助互联网和云平台科技管理手段，创新金融业务模式，为山东银桥实现产能扩大、技术升级提供全面金融解决方案。

案例 2：华能信托·中林 3 号单一资金信托

2018 年 2 月 12 日，华能信托与中国林业集团有限公司合作设立“华能信托·中



林 3 号单一资金信托”，信托规模为 3 亿元。信托资金用于受让中林集团全资子公司中国林产品公司持有的应收账款。华能信托通过以供应链金融的交易模式，促进中林集团内部资金有效运转，助力其结合“走出去”战略，获取海外优质林地资源，推动深化国有资本投资运营，增加国家战略性资源储备。

案例 3：中航信托·天启（2016）33 号一润供应链信托贷款集合资金信托计划

2018 年，中航信托发起设立“中航信托·天启（2016）33 号一润供应链信托贷款集合资金信托计划”，募集资金向一润发放贷款，由一润用于农业、有色等领域的供应链金融业务。

（2）促进产融结合。本着金融服务实体经济的本源，以及全面落实中央关于金融服务实体经济战略部署、落实国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点以及关于国有金融资本管理战略部署，落实国资委、监管机构有关“产融结合、以融促产”等指示精神和决策要求的初心，行业相关公司在平衡服务集团主业发展业务和发展市场化业务中做出卓有成效的探索。在 68 家信托行业中有 13 家公司拥有产业背景，中航信托、华能信托、英大信托等均一方面加强与集团公司主营业务的融合，服务于主业发展，产融结合，以融促产；另一方面又坚持市场化的原则，按市场规律办事，走市场化发展道路。通过股权、债权、投资基金、资产证券化等多种金融工具的组合运用，与集团内企业实现业务协同发展。

案例 4：中航信托创设产融服务新场景

中航信托通过承办“2018 中国通用航空创新创业大赛”，精准服务“双创”活动，激发通航企业“双创”活力，开创产业发展新局面。该服务场景的创设，对通航产业在发展过程中的技术提升、模式创新及价值增长需求，使信托机构从“投资培育、专业整合、战略支持”三个维度，通过债券融资、股权投资、产业基金、资产证券化等多金融工具的整合，聚合优质资源，以资本的力量全面服务通航产业发展的价值链条，赋能通航产业的专业化发展，充分发挥了信托金融资本的催化作用。

（3）支持国企混合所有制改革。国家战略和国家政策对国企混合所有制改革的



大力支持吸引了信托公司的积极参与。党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》强调，积极发展混合所有制经济。2016 年中央经济工作会议明确提出，混合所有制改革是国企改革的重要突破口。自中国联通后，信托行业内的地方国企北方信托自身也完成混合所有制改革。目前，在中央企业中混合所有制改革企业占比已达 70%，而继续推进混合所有制改革仍有较大的空间，不仅有近 1/3 的企业没有混合所有制改革，已经混合所有制改革的企业中国有股权的变动仍有一定的余地。庞大的市场潜力也吸引了信托行业的积极参与，引导社会资本助力混合所有制改革公司治理结构的改善。

案例 5：紫金信托·南京港务集合资金信托计划

紫金信托·南京港务集合资金信托计划为地方国企混合所有制员工持股计划，通过多层次的创新设计，运用信托制度的优势，充分满足混合所有制改革的各种需求，助力江苏省首单国企混合所有制改革项目——南京港务工程公司股份制改革。该项目首期募集规模为 3 712 万元，在风控合规的基础上，充分考虑产品需求，在各个环节进行多重创新，体现了信托的灵活性与传承，是南京市国企混合所有制改革的创新探索。一是在交易结构层面，设计了灵活的退出机制，为人事变动等原因造成的股份变动提供了操作渠道。二是设置了预留股份的机制，建立健全了核心员工的动态调整制度。三是该项目设计为股权投资类产品，不设固定的收益分配节点及预期收益率，在收到港务公司分红指令时向届时登记在册的受益人分配信托收益，建立起了员工与企业利益共享、风险共担的市场化机制。四是采取了个性化的风险管控要求，贴合混合所有制改革项目的内在特点，除了把控好委托人资格和资金来源，还严格落实国有企业增资扩股的各项要求外，为协助员工参与完善公司治理，在信托计划层面，将员工持股计划最高权力机构持有人大会与信托计划嫁接，设置了“受益人代表”，有效行使员工参与治理公司的权利。

（4）参与纾困基金。2018 年受资本市场下行影响，股票质押风险不断暴露，多家上市公司爆发流动性危机。为解决上市民营企业融资难问题，信托公司也参与到驰援民企的纾困基金中来。例如，为积极响应省委省政府推动民企纾困的号召，湖南信托全力推进民企纾困业务，设立了一系列被动管理类集合资金信托计划，项目总规模预计约 100 亿元。其中，2018 年已通过纾困系列项目向拓维信息实控人发放信托



资金 1 亿元，向天舟文化大股东发放信托资金 2.842 亿元，向楚天科技发放信托资金 2.68 亿元。除此之外，华鑫信托、苏州信托、东莞信托、长安信托、兴业信托、建信信托等多家信托公司也参与其中。

2. 基础产业领域

2018 年 7 月 23 日，国家微调政府融资监管政策，在防风险框架下保障融资平台合理融资需求以后，信托公司的基础产业信托业务自 2018 年下半年开始出现快速增长，并在 5G 等新基建领域、基础产业资产证券化等方面进行了创新探索。信托公司拓展政信业务，具体方向上主要关注两类：一是国家级重大项目的融资需求，基础产业信托服务于“一带一路”建设、京津冀一体化发展、粤港澳大湾区建设、推动长江经济带发展等重大建设项目；二是优质地区的新型基础设施项目。

（1）关注新基建领域探索。中央经济工作会议把 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设列为 2019 年经济工作重点任务。5G、工业互联网等新基建的内涵更加丰富，涵盖范围广，能够更好地带动全产业链发展，推动中国经济转型升级。对此，信托公司在推进传统基础产业信托业务的同时，也开始开拓新基建领域的信托业务，采取信托贷款、股权投资、资产证券化、产业基金等多种或综合形式，促进新基建项目的开展。

（2）参与多种形态的基础产业基金。信托公司参与基础产业产业基金主要包括与地方政府合作设立产业基金、与投资机构合作设立产业基金和与产业企业合作设立产业基金三种模式。自 2015 年以来，在政策引导下，信托公司不断发挥资金优势，助力满足地方在完善基础设施和公共服务供给方面的投融资需求。随着基础产业信托的加速开展，信托公司通过发起设立和参与基础产业基金、PPP 基金以及政府投资基金的方式为地方经济建设、“一带一路”建设、“长江经济带”、“京津冀一体化”等国家重点支持领域的基础设施项目提供了支持。

案例 6：徽元产业基金

国元证券 2018 年 3 月 6 日发布公告，国元证券的全资子公司国元股权投资有限公司拟与国元农业保险、安徽国元信托、安徽省翁格玛利资产管理有限公司、安徽富煌建设有限责任公司、扬中市金融控股集团有限公司等出资人共同发起设立徽元产业基金。根据公告，徽元产业基金规模拟设为 5.5 亿元，均为货币出资，徽元产业基金拟委托国元股权作为基金的管理人，主要投资方向是具有高竞争性和成长前景的行业



或产业，其中优先考虑符合国家产业政策及《安徽省战略性新兴产业“十三五”发展规划》中所涉及的新一代信息技术、高端设备和新材料、生物和大健康、绿色低碳、信息经济五大产业。

案例 7：中铁信托参与宜宾新机场连接线 PPP 项目

中铁信托接受四川新宜建设投资集团有限公司的委托，设立规模为 3.6 亿元的单一信托计划，与中铁交通投资集团有限公司，四川中铁交通成达建设投资有限公司及宜宾市投资集团有限责任公司合作发起设立“宜宾新机场至中心城区项目投资建设有限公司”，信托占项目公司 75% 的股份，信托期限为 16 年。中铁信托根据委托人四川新宜建设投资集团有限公司的指令在项目公司中履行相关职责。

（3）基础设施领域资产证券化。2016 年 12 月 21 日，国家发展改革委和中国证监会联合印发了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（发改投资〔2016〕2698 号），支持运营 2 年以上的 PPP 项目进行资产证券化。与此同时，资管新规对于资产证券化业务予以特别支持，不纳入资管新规的管理范围，也鼓励了基础设施类资产证券化的开展，信托公司在基础设施领域的资产证券化业务取得创新发展。

案例 8：外贸信托徐州水司资产支持票据信托

徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据，由外贸信托担任发行载体机构。徐州粤海水务有限责任公司根据资产合同对徐州市水务局（即付款义务人）合法享有的原水供应服务费收费权。徐州水司项目核心创新为基础资产类型，为国内首单水务收费权的资产支持票据产品，通过基础资产的创新，有效解决了发起机构的资产盘活问题，为下一步继续扩大生产提供了基础。

（4）基础设施信托业务综合化开展。尽管目前基础设施信托主要以融资为主，但随着信托在基建领域的深耕，其创新着力点向专业化、综合金融服务靠拢是必然趋势。从功能上来看，传统政信合作主要是为基建工程提供流动性支持，对项目整体运营和管理参与不深。具体来说，传统的基础设施信托主要基于清晰的债务关系，因而



在管理方面主要集中于信用风险评估及流动性管理，其关注点也主要集中于信用担保、财产回购等信用风险控制安排，对基础设施其他环节参与较少。实际上，基础设施项目的特征是融资规模大、建设周期长，且随着社会资本的参与，在项目建设和运营过程中必然会对综合化融资方案与平台提出需求，而信托机构灵活的制度优势契合了项目需求，能够实现多种融资形式、融资结构与项目方偿付能力的匹配，也提升了信托公司的回报。

因此，对于信托公司来说，基建领域专业化发展既具有发展基础也具有成长空间，从发展方向上来说，其需要从通道角色转换为城市建设的参与者，协调各方资源，立足自身的资源优势，从项目筛选、资金筹集、架构设计等全产业链环节选择切入点，并针对细分市场加强业务人员专业技能，特别是在项目方案评估、风险识别及现金流测算方面，提供更加具有市场竞争力的金融服务。

3. 房地产领域

自 2018 年以来，在“房住不炒”的政策基调下，房地产信托延续了传统模式深耕细作的创新趋势，通过优化交易结构满足房地产企业多样化融资需求，强化在抵押担保、交易对手选择、资金监管等方面的风控措施，在已有的房地产贷款业务经验上进一步优化传统业务的风控模式，稳步推进房地产股权投资，并通过开展城市更新、资产证券化等业务在存量市场不断创新。

（1）股权投资模式普遍开展。股权投资是近年来信托公司在房地产领域的重要创新。房地产股权投资信托以股权方式投资于房地产项目公司。与贷款及夹层融资模式不同，信托计划真实地持有项目公司股权，全面履行股东在公司经营管理中的各项权利，承担房地产从开发、建设到销售各个环节相关风险，并在项目实现退出后分享开发收益。对于信托公司而言，房地产项目整体运行逻辑较为清晰，投资收益高，且股权模式也符合监管及信托公司管理层引导和鼓励的投资模式。对于房地产企业而言，股权模式虽然增加了经营管理中的审批监管流程，但对于资金紧张、急于实现资产出表的地产公司来说，是效率较高的融资模式。

在合作模式方面，一般信托公司会选择与经营稳健、开发经验丰富、财务规范，具有较强品牌优势和运营能力的房地产企业合作，开展真实股权投资业务。从地产公司角色来看有两种模式。一种是共同开发模式，即合作主体作为项目公司股东，提供全流程的开发服务，与信托公司共担风险，共享收益；另一种是代建模式，即合作主体不作为股东，而是作为经营管理者角色，通过专业运营和品牌号召力提供全流程的

开发，收取代建管理费和品牌使用费，获取固定收益。在交易结构层面，项目公司的资金投放形式主要涉及股权投资、股东借款和永续债等，具体根据公司对标的项自的前景判断以及项目资金实际需求进行配置。信托公司对项目公司的持股比例在 50%~100%，均为同股同权同分红；在债权出资方面，原则上信托公司与其他股东按股比同比例向项目公司提供债权融资，对债权部分的增信一般为股权质押及合作主体方的保证担保。

在现阶段的监管环境下，股权投资类房地产信托已经具有一定市场基础，可以作为未来信托公司重点展业方向之一。一是真实股权投资地产业务不受监管对房地产融资类项目“四三二”的硬性要求，能够满足部分资金紧张的房地产公司融资需求与轻资产运作诉求，实现信托公司与地产公司的双赢；二是满足投资者的高收益要求，由于股权投资类信托在收益上能够分享整个项目利润，信托报酬高于其他交易模式；三是信托公司能够积累股权投资项目经验与管理经验，为开展多元化房地产业务奠定基础。

案例 9：中建投信托·保利地产股权投资 1 号集合资金信托计划

中建投信托通过发行信托计划认购有限合伙份额投资保利集团开发的温州某地产项目，信托计划规模约为 3 亿元，由中建投信托委派人员参与项目公司董事会，对项目公司重大决策行使表决权，并定期审核项目公司经营月报和财务报表，同时监管销售回款账户。

（2）存量房地产信托业务持续探索。随着我国经济高速增长及城市快速扩张的阶段性结束，我国房地产目前正经历从增量到存量的变迁，即传统重资产开发商向轻资产运营商、服务商的转变。一方面，目前在一二线城市建设基本完成，土地资源紧张的大背景下，传统拍地、开发、建设商业模式的市场空间缩窄。另一方面，房地产市场在宏观调控以及市场供需转弱的前后夹击下，从初期的开发竞争走向运营和资本竞争。再加上传统融资市场对地产行业金融监管趋严，高压调控下房企自身高周转、高杠杆的应对策略，为了盘活存量资产获得资金流动性，转而谋求资产证券化等新型融资服务。与此同时，商业地产、物流地产、长租公寓等模式开始兴起，为这些新型基础资产服务的金融产品设计也相继出现。

①城市更新业务。信托公司开展城市更新类业务有助于盘活城市的存量资产，



提高使用效率和物业价值，改善城市面貌，实现土地价值的边际改善。通过合理的资金组织和灵活的结构安排，解决各方在参与城市更新业务中所面临的资金需求大、期限长等难点，满足多方诉求。

案例 10：中融信托太阳宫中融广场项目

太阳宫百盛广场是中融长河操盘的首个改造项目，预计退出时间为 2021 年。2016 年 9 月，百盛集团将旗下太阳宫百盛物业公司北京华德胜物业管理有限公司全部股权及相关股东债权出售，受让方为深圳前海图蓝投资中心及上海长昆投资管理有限公司（同属中融长河资本控股）。同期，中融信托发行中融长河盛世 3 号集合资金信托计划，总规模为 10 亿元，信托资金用于认购深圳前海蓝图基金 LP 份额，最终用于收购北京百盛百货太阳宫店。项目收购完成后，中融长河邀请世界知名的建筑设计公司 Gensler、RTKL 等参与本次商场改造项目的概念设计投标工作，并联合其他诸多国际一流专业机构共同参与项目管理，已获得美国绿色认证体系 LEED（Leadership in Energy and Environmental Design）金级预认证。中融信托广场地上共有 7 层，地下有 3 层，每层平面面积约为 6 000 平方米（其中地下单层面积为 9 000 多平方米），对标周边甲级写字楼价格（20 元 / 平方米），按照 70% 的使用率及 90% 的出租率来计算，年租金收入约为 1.93 亿元。

案例 11：爱建共赢—上海广场项目集合资金信托计划

爱建共赢—上海广场项目集合资金信托计划规模为 16.3 亿元，资金用于购并改造上海广场项目，信托计划期限为“3+1+1”年。该项目与专业的资产管理团队合作。资产的区位选择方面，选择的是一线城市核心地段的资产，流动性强、租金水平较高，最大限度地降低流动性风险。该项目由信托控制收购主体公司股权，收购完成交割后，委托 Nova 团队、爱建资管入场全封闭管理。SPV 和项目公司董事由爱建派驻一名，重大事项一票否决。同时设置对赌条款，信托满 6 个月内，项目获得施工许可，清租率达 90% 并启动改造，若未达成，则爱建信托有权单方面出售项目公司股权以实现信托退出，Nova 在同等条件下拥有优先购买权。

②存量地产资产证券化。开展房地产类资产证券化业务可以有效协助工商企业



盘活存量物业资产，符合国家政策导向。允许信托公司承担资产支持专项计划管理人职责，可以增加企业资产证券化业务产品结构的多样性，有助于工商企业更好地借助证券交易场所实现直接融资。同时，具备多样性的产品结构对投资者更有吸引力，有助于活跃债券市场，对于提高资产支持证券产品的流动性有重要作用，有助于降低实体企业的融资成本，对支持和服务工商企业更具实际意义。

案例 12：红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据

“红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”于 2019 年 5 月 8 日在银行间债券市场成功发行。该产品是全国家居行业首单资产支持票据项目，融资规模为 13 亿元，期限为 18 年，优先级产品评级为 AAA。平安信托作为该资产支持票据的发行载体管理机构，底层资产为家居商场的未来租金收入。红星美凯龙是国内领先的家居装饰及家具商场运营商，主要通过经营和管理自营商场和委管商场，为商户、消费者和合作方提供全面服务。

案例 13：华能信托北大科技园资产支持票据

2018 年 4 月，华能信托作为受托人发行北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据，基础资产为北大科技园持有的北大科技园创新中心及北大博雅国际酒店的未来的经营收入，是全国首单产业园区商业地产抵押贷款支持票据。该资产支持票据荣获 2017—2018 年度资产证券化·介甫奖——“最佳风控信托受益权资产证券化产品奖”。北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据成功探索出了产业园区商业物业的 CMBN 模式，为同类企业开展此项业务提供了参考和借鉴。

4. 小微金融领域

小微金融业务提供的金融服务包括小微企业融资、个体工商户融资、农户融资以及面向个人的消费金融业务等。从信托公司实践来看，自 2018 年以来，信托公司小微金融业务的创新主要包括以下四个方面：一是通过供应链金融模式，对核心企业上下游的小微企业、个体工商户或农户提供融资服务；二是通过“场景+大数据”模式，对小微企业、个体工商户、农户或个人进行信用资质审核，并在此基础上对其提供信



贷融资服务；三是在消费金融领域，信托公司加强对 C 端底层资产的风控，自主把握消费金融风险，直接对 C 端客户进行放款；四是通过资产证券化方式将小微企业等的融资需求对接公募市场，为其提供低成本融资服务。

(1) 拓展小微企业供应链金融服务。在传统融资模式下，信托公司在为企业或个人提供服务时，主要基于企业或个人的信用、资产负债情况及抵押物对其提供融资服务，小微企业、个体工商户、农户等缺乏抵押物的群体难以获得传统融资服务。为提高小微企业、个体工商户、农户的信托服务可获得性，信托公司突破原有的融资模式，采用供应链金融模式对小微企业、个体工商户、农户提供服务。在供应链金融模式下，信托公司评价融资企业的还款能力时，不再基于其自身信用、资产负债情况及抵押物等，而是基于真实的供应链交易，依靠供应链上核心企业信用，对供应链上下游的小微企业、个体工商户、农户等提供融资服务。

从信托公司业务实践来看，目前已通过供应链模式为小微企业、个体工商户或农户提供融资服务的信托公司包括华能信托、外贸信托、云南信托等。

案例 14：云南信托通过供应链金融模式服务小微企业

2019 年 1 月，云南信托成立“云南信托云链 × × 号 A 小贷集合资金信托计划”，信托资金用于向品牌代理经销商发放贷款，最终用于其购货及经营周转使用。云南信托在对这些品牌代理经销商进行资质审核时，并不依靠品牌代理经销商自身的资产负债等情况，主要看重该品牌代理经销商供应链上游所代理的品牌的信用情况。该信托计划的借款人大多为与品牌厂商建立了长期稳定合作的优质经销商。通过资质审核的借款人可申请的贷款额度大、纯信用、放款快，申请后 T+1 日贷款即可到账，资金用途灵活。项目发放的信托贷款不仅能够帮助经销商缓解账期压力，应对计划外的进货需求，尤其是对于单价较高、资金占用量大的如家电、高端白酒行业，经销商能够用贷款扩大进货量，不至于在暑伏、春节等消费高峰期因为货量不够掣肘销售，助力小微流通企业的发展与成长。

(2) 创新大数据等金融科技的多场景运用。由于小微企业、个体工商户、农户、个人等的信息难以有效掌握，信息不对称使得信托公司在过去对这些群体提供服务时，对于其中存在的欺诈风险等难以有效识别。随着金融科技的运用，信托公司采用了“场景 + 大数据”模式对上述群体提供服务。在这种模式下，信托公司通过第三



方真实场景所提供的交易数据对其进行交易真实性评估、反欺诈评估，并配合各类第三方征信、人行征信、支付数据等大数据，对上述群体进行信用评估、风险定价，为其提供信贷支持。除了能有效识别欺诈风险外，在运用“场景+大数据”模式时，往往还可以实现批量获取客户，既降低了信托公司的获客成本，也扩大了信托公司的获客量。

在信托业务创新实践中，运用这一模式的信托公司包括云南信托、外贸信托等，如云南信托通过场景及大数据风控，对餐饮、农业、教育等多个领域的小微企业进行融资服务。

案例 15：云南信托普惠 ×× 号单一资金信托计划

云南信托设立“普惠 ×× 号单一资金信托计划”，信托资金用于向符合云南信托放款条件的农机手、农业种植户发放信托贷款，资金用于购买农机或农资。云南信托通过贷款服务机构 M 公司推荐客户，M 公司深耕农业领域多年，业务区域覆盖国内多个省份，品牌农机厂商合作覆盖率也较高，合作的农户数量也较多，并积累了农户的多维度数据。云南信托在 M 公司推荐的农户基础上，运用多维度数据对农户信息进行交叉验证以评价农户的信用资质及还款能力。在信托公司对农户的贷款审核通过后，相关资金并不直接支付给农户，而是支付给农机或农资经销商，以此避免农户将信托资金挪作他用。同时，为了避免贷款服务机构 H 公司的道德风险，云南信托还要求 H 公司提供了担保，以保证项目回款，维护投资人利益。

（3）延伸小微资产证券化业务链条。通过参与资产证券化业务全链条挖掘资产证券化业务各环节价值是信托公司资产证券化业务的重要方向。传统模式中，信托公司开展小微金融资产证券化主要扮演的角色是发挥 SPV 角色。自 2018 年以来，信托公司在资产证券化模式创新方面，主要表现为从单一 SPV 角色向资产证券化业务全链条增值服务转型，如华能信托、外贸信托、中航信托介入小微金融资产证券化的资产生成、证券化、承销、投资等一个或多个环节。2018 年，华能信托在小微金融资产证券化基础资产形成、证券化、承销、投资等环节均有参与。外贸信托将其受托管理的小微金融资产的信托受益权，打包设立财产权信托，向合格投资者发行。

信托公司获得非金融债承销资质助力开展资产证券化业务全链条服务。2018 年之后，信托公司开展小微金融业务增多，信托公司在小微企业资产证券化业务的基础



资产生产环节就已经开始介入，开展的业务环节也有所增多。2018 年，银行间市场开放非金融债承销资质，这为信托公司从此前单一的 SPV 角色向资产证券化全链条服务提供了支持。已有 12 家信托公司获批非金融债承销资质。

案例 16：外贸信托普盈小微贷资产支持票据

前海国铭商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第一期飞驰—普盈小微经营贷资产支持票据成功发行，项目项下的信托财产为外贸信托在信托计划项下发放形成的房抵贷资产。外贸信托基于对该类资产的长期跟踪及全流程管控，将上述信托计划项下的非标资产打包组合成基础资产池。普盈小微贷项目实现信托计划项下非标资产的转标，并在这一过程中不断进行基础资产的梳理，规范完善了相关运营管理流程和标准，进一步提升了资产质量，并最终实现标准资金的对接。

案例 17：华能信托惠淳 2018 年第一期资产支持票据信托

2018 年 8 月 24 日，华能信托作为发行载体管理机构，在银行间债券市场成功发行“惠淳 2018 年第一期资产支持票据信托”，发行规模为 20 亿元。惠淳惠淳系列资产支持票据 2018 年注册 400 亿元额度以来，截至 2019 年 6 月 30 日，已累计为网商银行平台下的小微企业成功募资 185 亿元。从 2019 年开始，华能信托同时作为本资产支持票据的承销机构，参与本资产支持票据的承销工作，每次都在销售阶段贡献相应的额度。

（4）更加深入小微金融底层资产。信托公司自 2007 年开始探索面向个人提供消费信贷的消费金融业务，截至 2019 年上半年，已有约 40 家信托公司开展消费金融业务。其中，消费金融业务的典型模式是通过与 B 端资产服务机构合作的方式对 C 端客户提供信贷服务，在风险控制方面也主要与 B 端贷款服务机构合作的方式对 C 端客户进行风险控制，直接对 C 端客户进行风控的能力较弱。这一模式自 2018 年以来有所突破。从 2018 年至 2019 年上半年的实践来看，部分深耕个人信贷领域的信托公司开始自主构建基于大数据的反欺诈能力和风控能力，自主掌控 C 端客户的风险，并开始直接对 C 端客户提供信贷服务。此前，消费金融业务的典型模式是信托公司通过与 B 端资产服务机构合作的方式为 C 端客户提供信贷服务，在风险



控制方面也主要采用与 B 端贷款服务机构合作方式，直接对 C 端客户进行风控的能力较弱。

自 2018 年以来，包括外贸信托、云南信托、渤海信托等多家信托公司的消费金融业务，已经开始向构建对 C 端客户的自主风控能力方向进行业务转型。以外贸信托为例，自 2018 年以来，外贸信托小微金融业务不断加强对底层资产管理能力的建设，在小微金融事业部下设了数据部和贷后部，从前端资产准入的筛选和后端资产催收和处置两头严格把控风险，上线了反欺诈和多类资产的信用评估模型，并应用于小微金融项目的贷款审批之中。

案例 18：外贸信托“先先呗”直接面向 C 端客户放款

2018 年以来，外贸信托向自主构建基于大数据的反欺诈和风控能力的方向转型，并在 2018 年下半年推出了“先先呗”这一直接面向 C 端客户放款的现金分期产品。外贸信托先先呗产品通过人脸识别等对用户身份进行认证，并通过联合建模、数据风控等对 C 端个人的信用资质进行评估，并可实现线上审批及支付等。

5. 股权投资领域

近年来，在资管新规叠加监管进一步趋严的大背景下，各类传统债权资产受到严格监管，信托机构纷纷开始加强自身的主动管理能力以及投研能力，信托资金也逐步在股权投资领域寻找机会。2014 年 4 月，中国银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99 号），鼓励信托公司大力发展真正的股权投资，支持有条件的信托公司设立直接投资专业子公司。

私人股权投资信托在总体信托资金中的占比并不高，但与整个私人股权投资市场的发展息息相关。截至 2019 年第二季度末，我国私人股权投资信托规模为 457.167 亿元，占整体信托资金的比例为 0.20%，较上一季度规模和占比均有下降。从近 3 年的数据可以看出，股权投资信托的规模在 2017 年有所上升，超过 700 亿元，随后又逐步下降；其在整体信托资金中的占比也从 2016 年第一季度的 0.4% 下降至 2019 年第二季度的 0.20%。根据清科集团以及中商产业研究院的统计数据，2017 年中国股权投资市场投资总量超过 8.7 万亿元，占我国 GDP 的比重达到 1.5%，较 2016 年提升 0.5%，创历史新高。随着股权投资市场的整体繁荣，股权投资信托也在 2017 年迎来发展小高峰。2018 年，我国经济从高速增长向高质量增长转型，受资本市场、权益市场、



监管政策等多方因素叠加的影响，股权投资信托的发展有所放缓。

从股权投资信托“募、投、管、退”全流程来看，目前该业务的发展呈现出四大趋势：一是资金来源宽泛化，二是投资领域多元化，三是业务模式特色化，四是投资能力专业化。

（1）资金来源广泛化。一般来说，股权投资信托的项目周期较长，在资金募集的过程中需要寻找长期的投资资金与之匹配。因此，与传统的融资类项目相比，股权投资信托的资金募集难度较大，这也一直是制约股权投资信托发展的痛点之一。随着资管新规的落地、信保合作的深化、投资者教育的加强以及刚性兑付的预期被打破，部分资金投向偏好将会逐步转向长期的权益类产品，股权投资信托的资金来源也将进一步向高净值客户资金、保险资金、实体企业资金、其他金融机构资金甚至是境外资金等领域扩展。

（2）投资领域新兴化。在国家推动混合所有制改革以及债转股以降低企业负债率的过程中，股权投资业务迎来了趋势性发展机会。推进供给侧结构性改革是当前我国经济工作的主线，化解过剩产能、培育壮大新动能、促进产业转型升级，是目前我国经济发展的重中之重。以支持实体经济为指导，以推动产业转型升级为核心，股权投资信托业务的投资领域进一步多元化，积极布局高端制造、大数据、云计算、半导体、新能源汽车、人工智能、新材料、生物医药、5G 等战略新兴产业，通过加大股权投资的力度，参与企业的并购重组或者产业整合，控制债务规模，助力“稳杠杆”。

（3）业务模式特色化。经过近几年的发展，股权投资信托业务模式展现出了新的特色和创新。一是传统的专业投资顾问模式中，投资顾问角色不再仅限于 VC/PE 基金，部分信托公司加强了与实体行业龙头企业的联动，拓展龙头企业作为投资顾问，实现产融联动；二是与子公司协同发展的模式逐渐成熟，中融信托、中信信托、长安信托、北京信托等均积极运用该模式发展股权投资信托业务，一方面有利于实现投资风险的隔离，另一方面能够实现专业化经营发展；三是与银行等其他金融机构的合作联动有所加强，通过投贷联动的方式，充分发挥信托的制度优势和专业优势，切实服务实体经济。

（4）业务协同战略化。在业务转型的过程中，部分信托公司的股权投资业务发展实现了与战略业务发展的深度协同，通过发挥股东优势或专注自身所擅长的领域，在前期业务合作的基础上积累投资经验，于战略业务的相关布局领域挖掘投资机会，



实现股权投资业务与战略业务的双赢。

案例 19：建信信托“股权投资 + 银行信贷”联动模式

建信信托依托控股股东建设银行采取“股权投资 + 银行信贷”相互联动的模式，从信贷客户中发掘实体经济产业链优质股权项目，以股权投资带动银行综合信贷业务，践行支持实体经济尤其是中小微企业发展的国家政策，积极探索金融服务实体企业的创新模式。

2018 年，建信信托与深圳国资委旗下远致投资联合设立了投贷联动基金，积极推进股权投资 + 银行贷款联动模式，投贷联动基金与控股股东建设银行的各地分行合作，积极发掘建行的客户资源，重点布局高端制造、半导体、新能源等战略新兴行业。2018 年上半年，某地分行向投贷联动基金推荐了五株科技项目，建信信托围绕企业进行了深度尽调，最终决定投资。投资后，五株科技的银行授信额度由 1 亿元提升至 3 亿元，其流动性得到了较大改善，叠加公司经营改善和行业发展势头良好等因素，五株科技业务增长迅速。

案例 20：新东方教育文化产业基金

2018 年 8 月，中信信托及其全资 PE 子公司中信聚信联合新东方教育科技集团共同发布“新东方教育文化产业基金”，总规模为 15 亿元，中信聚信联合新东方集团成立合资公司与新东方投资团队共同担任基金管理人，出资方包括工商银行、张家港政府以及前程无忧、尚德机构等产业资本，基金将主要聚焦教育产业及延伸的泛教育文化领域 A 轮及以后轮次的成长型企业。

6. 证券投资领域

自 2018 年以来，信托公司按照资管新规的要求推进信托产品的净值化。在资管新规和其他监管政策的标准化、净值化的导向下，证券投资信托已经成为信托公司现阶段展业的战略方向之一。对此，信托公司在提高投研水平、提升自主投资管理能力等方面持续努力，并通过提高科技含量，努力向量化投资、人工智能等方向迈进。

（1）提升自主投资管理能力。专业化主动管理能力，是海外成熟资产管理机构的成功法宝。自泛资管大幕开启后国内信托行业的制度红利逐渐弱化，资管新规的颁



布，倒逼行业快速进行自我革命。而证券投资信托产品更贴近“标品”属性，且更易于标准化、规模化、集约化和透明化，同时财富管理市场孕育的巨大需求，为信托公司提高运作效率，降低开发、运营成本，实现规模效益提供了丰沃的土壤。

近年来，多家信托公司加快主动提升自主投资管理能力的步伐，包括投研团队的建设、投研管理水平的提升，并提供与之相适应的考核激励机制等制度保障。推动行业证券投资信托从“通道化”向“平台化”提升。例如，民生信托通过组建专业投资团队，开展证券投资信托业务，并独创了证券投资领域的三层次估值模型体系，以科研式的深度研究与知行合一的价值投资，追求绝对收益，业务涵盖权益投资、量化投资、固定收益投资等方向，打造专业化的投资管理平台。

案例 21：民生信托证券投资总部的专业化团队设置

民生信托证券投资总部（前身为资本市场总部）为民生信托的一级管理总部，创建于 2014 年，专注于主动管理证券投资业务。证券投资总部下设权益投资部、量化投资部、固定收益部、研究部、市场部、产品发展部 6 个专业化团队，共计 30 余人，均毕业于国内、国际知名一流院校，在各大券商、保险资管、基金等金融机构有过丰富的从业经验，平均从业年限为 8 年，核心人员从业年限为 10~20 年，1/4 为博士、博士后。其中，研究团队有十余人，覆盖申万一级行业几乎所有行业。民生信托在风控、合规、运营、财务等各中后台总部，均设有专门的二级部门支持证券投资业务。成立近五年来，该团队累计管理过数十只产品、数百亿元规模，为投资人创造近百亿元的投资回报。

（2）探索新兴投资管理方式。近年来，随着人工智能、FinTech 等技术的快速发展，指数基金、量化基金、智能投顾等新兴投资管理方式得到了迅猛的发展。以科技赋能，以高度的敏感性和前瞻性探索新兴投资管理方式，指数基金及低成本的交易运营模式和精细化的产品线在信托行业发展，并通过充分发挥信托行业资金端的优势，以在白热化竞争区的资管行业中高起点地发展。

案例 22：中信信托·睿泽稳健量化金融投资集合资金信托计划

“中信信托·睿泽稳健量化金融投资集合资金信托计划”为中信信托于 2018 年 5 月 23 日成立的首只主动管理的量化对冲策略信托计划，成立规模为 1.62 亿元，主



要面向专业机构投资者销售。该产品为量化型产品，定位在为客户提供非标替代的绝对收益产品。2018 年股票市场持续下跌，上述产品一直秉承谨慎的投资风格，在大类资产中进行灵活配置，严格控制权益仓位，并适度增加了债券资产的投资比例。2018 年上述产品大多数取得了正收益，最大亏损不超过 4%，并大幅超越市场同期同类资管产品的平均水平。

（3）围绕客户需求投资优质资产。不同投资人的风险偏好各异，信托公司围绕不同客户的需求，从单一时间点到长周期维度考虑来创设安全资产，通过大类资产配置，分享周期内不同时点的优质资产，进而降低资产类别的相关性，有效降低投资风险。

案例 23：民生信托·聚利 16 期证券投资集合资金信托计划

2019 年 4~5 月，民生信托与中信建投证券公司合作，设立了聚利 16 期证券投资集合资金信托计划。该信托计划为平层的净值型证券投资类产品，期限为 10 年，主要投资于证券二级市场的股票、债券、基金等，可开通港股通业务功能、可开展转融通证券出借交易业务。该产品无预期收益率，客户收益完全与产品净值挂钩。

中国目前正处在一个全球资产配置的时代，同时金融开放的速度加快，如何抓住境内金融市场重塑的机遇，帮助境内高净值客户进行全球化的资产配置开放信托平台，引入高质量的国际投资管理人或吸引境外的投资人，加快全球业务布局，也成为行业内公司的业务着力点之一。例如，民生信托证券投资团队已发行两只境外 A 股基金，民生信托作为投资顾问，主要投资于境内 A 股市场，华宝信托也对 QDII 集合产品进行升级，为客户提供更好的境外资产配置的解决方案。

案例 24：华宝信托·境外中资概念债 V 号 QDII 集合资金信托计划（2019 续）

华宝信托结合市场动态和客户需求，利用多年来 QDII 业务发展积累的经验和资源，自 2018 年 12 月起逐步对 QDII 集合产品进行了升级。华宝信托·境外中资概念债 V 号 QDII 集合资金信托计划于 2019 年 3 月设立，投资顾问基于对全球和中国宏观经济的研究，通过自上而下和自下而上相结合、定性分析和定量分析相补充的方法，同时结合量化模型确定各个债券资产配置比例。分析各个行业，动态跟踪行业最新变



化，同时运用久期策略、信用债策略等多种投资策略，构建债券投资组合。受托人根据投资顾问指令投资于境外发行的中资概念债券组合及其他可投资产品，在风险可控的前提下获取信托财产增值。此外，该 QDII 集合产品可接受客户多币种认购与申购，为客户提供较好的境外资产配置解决方案，和不同于境内银行美元定存的外币投资选择。

（二）服务信托领域的发展创新

中国信托业过去多年的发展主要满足社会经济发展过程中产生的大规模的投融资需求，主要发挥的是信托的投融资职能。近年来，随着经济结构调整和去杠杆的推进，以风险隔离功能为基础的资产证券化业务取得一定发展。目前阶段，投资者的财富管理需求更加多元化，老龄化社会逐渐来临，家族财富管理信托、养老信托、财产权信托和实质的事务管理信托等为个人或机构提供各种类型的事务管理服务的服务类信托有望迎来发展空间，信托的管理服务属性会得到更充分的发挥。

1. 资产证券化领域

信托公司针对各类机构的需求，进一步拓展基础资产类别和资金来源，并努力实现从资产获取、产品设计、项目报审、承销发行到资产配置全流程闭环运作，打通标准化业务全产业链运作。

（1）中小企业贷款资产证券化。自 2018 年以来，国务院、中国银保监会、中国银行间市场交易商协会对中小企业贷款资产证券化给予了政策引导，中小企业贷款资产证券化得到了发展，信托公司也积极参与其中，或通过开展该类基础资产的类资产证券化业务，提供高质量的中小企业金融服务。2018 年初，中国银监会下发《关于 2018 年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》，要求各银行业金融机构可在依法合规、风险可控的前提下，通过信贷资产证券化、信贷资产转让和收益权转让等试点业务盘活小微企业信贷资源，进一步拓宽小微企业不良资产处置渠道。在 2018 年 8 月 22 日的国务院常务会议上，也明确支持发行小微企业贷款资产支持证券。2018 年 10 月，中国银行间市场交易商协会则对小微企业贷款资产支持证券信息披露指引进行了更新，进一步细化须披露的小微企业贷款信息。截至 2019 年 7 月，中国银行间市场的小微企业贷款资产支持证券已发行 10 笔，规模合计达 195.39 亿元。



案例 25：中融信托·中小企业贷款资产财产权信托

中融信托 2019 年 5 月同某银行合作开发“中小企业贷款资产财产权信托项目”，基础资产为合作银行筛选的其合法拥有的、符合合格标准的小微企业贷款，信托作为 SPV 承担事务性管理责任，委托资产服务机构负责基础资产管理与循环购买、贷款催收及不良资产处置等事宜。委托另一银行作为资金监管机构对贷款回款与运用进行监管，委托会计、律师、评级机构负责相关事宜，向信托受益人充分披露风险与财产信息。信托受益权于银登中心进行挂牌转让，合作银行作为初始受益人将标的信托受益权转让给受让方。

（2）不良资产证券化。在国内经济增速放缓、金融监管趋严的背景下，商业银行对公和同业板块增长放缓，零售板块成为银行转型发力的重点，而在整体金融风险逐步暴露、部分金融资产违约风险水平升高的背景下，商业银行信用卡不良贷款的处置压力上升。不良资产证券化的创新为商业银行处置不良贷款提供了批量化、市场化、透明化的方式。信托公司利用资产证券化工具实现了商业银行对存量不良信用卡资产的市场化处置，有利于其降低不良率，分散其金融资产风险，符合国家逐步消除系统性金融风险的政策导向，为新的优质信贷投放腾挪了信贷额度，既有利于促进市场化出清，又有利于金融助力供给侧结构性改革。

案例 26：华能信托工元至诚不良资产证券化信托

2019 年 6 月，华能信托作为受托人的工元至诚 2019 年第一期不良资产证券化信托成功发行。该资产支持证券由工商银行作为发起机构，以其持有的不良贷款资产作为基础资产在银行间市场发行。工元至诚 2019 年第一期不良资产证券化信托利用资产证券化工具实现了工行对存量不良信用卡资产的市场化处置，有利于其降低不良率，分散其金融资产风险，符合国家逐步消除系统性金融风险的政策导向，为新的优质信贷投放腾挪了信贷额度。

（3）拓展境外资金渠道。随着境内标准化债券市场的不断完善和创新，越来越多的境外投资人接触和认可境内企业，信托公司参与的资产证券化业务逐渐吸引了境外投资者的资金。为推进中国债券市场进一步对外开放，2017 年 7 月“债券通”的“北



向通”开闸，境外投资者可通过香港与内地债券市场基础设施机构连接直接参与银行间债券市场发行认购，目前其已成为国际投资者投资中国债券市场的重要渠道。为积极响应债券市场对外开放的监管政策，满足客户融资需求，拓展融资渠道，信托公司作为受托机构，配合企业及各中介机构通过“债券通”ABN项目成功引入境外投资人，进一步开拓了企业的国际化融资渠道。

案例 27：华润信托海通恒信资产支持票据

为满足客户融资需求，拓展融资渠道，积极响应债券市场对外开放的监管政策，华润信托作为该项目的受托机构，配合海通恒信及各中介机构，成功发行海通恒信国际租赁股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据（债券通）。项目注册规模为 20 亿元，发行规模为 10 亿元。该项目是在人民银行《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》发布之后成功发行的第一单资产支持票据项目，境外投资者可以通过“债券通”参与本次资产支持票据的认购。海通恒信通过该次“债券通”ABN项目成功引入境外投资人，并获得境内外投资人的踊跃参与，进一步开拓了企业的国际化融资渠道。

2. 家族信托领域

近年来，国内家族信托的认可度不断提高，客户对于家族信托的功能需求已经突破货币管理的单一层次，开始向非货币领域逐渐拓展。同时，国内家族企业也迎来了“交班”的高峰期，如何实现企业管理和传承已经成为国内高净值客户群体面临的迫切需求。家族信托业务若要充分回归本源，就必须主动打破信托财产的单一性，满足不断多样化、复杂化的财富管理新需求。自 2018 年以来，信托公司积极创新开展股权、房产、车辆等非货币型财产家族信托业务。同时，国内的金融机构为了更好地维护高净值客户和超高净值客户的资产，解决客户自身的财富传承的需求，也希望同信托公司合作家族信托。面临越来越激烈的市场竞争，各家信托公司主动出击创设能够满足高净值人士多元化需求的业务模式产品。

（1）遗嘱信托。遗嘱信托是通过遗嘱行为而设立的信托，也称为“死后信托”，即委托人在遗嘱中将遗产的分配、管理、运用等予以详细明确，遗嘱生效时将财产交付信托，由受托人根据委托人的遗嘱管理处分信托财产。为了保障遗嘱信托的真实性和有效性，往往会对遗嘱信托进行公证。

案例 28：北京信托“遗嘱信托”

2018 年，北京信托设立了全国首单“遗嘱信托”，首次创设了将非现金资产以遗嘱形式委托至家族信托的模式。项目委托人以目前持有的房产、股权、车辆等非现金财产，设立“遗嘱信托”；并明确客户身故后，根据公证遗嘱及家族信托合同的约定，将相关财产或处置财产的收益作为信托财产交付至北京信托，其子女作为家族信托的受益人之一，按照信托合同约定享有家族信托的信托受益权，该等信托受益权对应的该部分信托收益仅作为该子女的个人财产，不属于夫妻共同财产。受托人北京信托同时承担着遗嘱受益人与遗嘱执行人两项重要职责，切实按照客户意愿，将遗嘱中的财产或处置财产收益完整装入信托，实现了受托人角色的增加与转换，开创了“遗嘱信托”公证的先河。

（2）股权家族信托。自 2018 年以来，股权家族信托取得了突破。股权家族信托的实践性探索，一方面为业界对股权家族信托的操作提供了实践性参考，另一方面也可以帮助委托人如下实现三大功能：一是提升公司股权安全性，对现有股权进行重新梳理，在家族企业中引入了现代企业治理结构，在保障股权管理灵活性的同时，实现家族企业管理的规范性；二是通过引入信托制度安排，可构建控股平台管理模式，一定程度上实现经营权、所有权和分红权的分散，实现家族财富对于公司主营业务的支持和放大功能；三是通过信托持股方式，也能够一定程度上协助家族企业释放财务管理空间，实现财务管理优化，提升信托作为企业税务筹划工具的功效，为企业后续财富再创造提供良好的基础。

案例 29：华能信托股权家族信托

2018 年，华能信托家族办公室第一单股权家族信托成功落地，本单家族信托采取了“股权信托 + 监察人 + 家族宪章”的传承方案，将委托人家族企业股权作为最终标的设立家族信托，由家族成员共同管理、共同决策、共同受益。华能信托创新地引入家族委员会制度作为家族信托最高权力机构，实行集体决策管理，家族委员会有权决定信托财产投资、信托利益分配、聘任、解聘监察委员会成员以及解聘、选任受托人等事宜，家族委员会表决事项须所有参会委员的三分之二投赞成票方为通过，受托人依照家族委员会决策为受托人事宜。本单家族信托还设立了监察人委员会，由专



业的经济、金融和法律界人士为家族成员提供服务和支持，根据客户的理念起草设计了《家族宪章》，家族成员在监察人的辅助下，按照宪章的精神和约定管理家族企业，真正实现家族成员同心同德，保证家业恒昌。

案例 30：中航信托股权家族信托

中航信托已有股权家族信托生效的成功案例。根据委托人的家族诉求和标的企业集团目前股权管理现状，首先，中航信托协助委托人对现有公司股权结构进行梳理，构建家族信托控股平台结构，实现家族股权的信托化处理；其次，通过信托控股 SPV（有限责任公司），再由 SPV 控股公司业务运作单元（子公司），进而实现家族其他关联公司的关系梳理和调整；最后，凭借信托分期管理、独立核算等制度和构架优势，为后续员工股权激励、产业基金搭建提供了稳定的平台，实现了公司日常事务处置、信托集约管理和家族治理结构的有效整合，实现了家族企业内外部资源高效融通。

（3）保险金家族信托。保险金信托是信托公司与保险公司开展业务创新合作的重要窗口，保险制度项下，投保人等主体实现了风险分散化管理，并同时取得财富的杠杆效应。保险金信托业务结合了保险和信托的双重制度优势，一方面实现了保障目的，另一方面对保险金请求权益作出管理和传承安排，实现家族传承的需要，充分发挥保险产品的杠杆特征与信托财产独立性特征，将客户保险投资需求与家族财富代际传承安排有效地结合起来，将保险金请求权“装入”家族信托，确保在未来保险理赔发生时保障家族财富能够按照委托人意愿或信托目的进行安排。

案例 31：华能信托·保险金家族信托

华能信托一方面借助合作银行渠道客户优势，另一方面积极与国内外知名保险机构合作，2018 年保险金信托成功落地，实现了华能信托在这一领域的新突破。在已落地的保险金信托项目中，投保人通过将保险受益人变更为受托人（信托公司）实现信托财产的交付，合作商业银行以财务顾问角色参与到保险金信托中，与受托人共同对保险金信托运营事宜进行管理。考虑到保险金信托财产和中后期管理的特殊性，借助华能信托已上线的智能化业务管理系统，实现保险金信托存续期管理的数字化，避免了时间久远等因素引发的管理风险，有效提升了受托人长期受托能力。



案例 32：外贸信托混合财产家族信托

外贸信托设立了“现金 + 保险金请求权”的混合财产家族信托，即委托人交付的信托财产类型包含现金和保险金请求权两类信托财产，其中现金类信托财产用于金融产品的投资以使得财富保值增值，向委托人指定的家族成员进行信托利益支付以满足家族成员的生活、教育、养老等需求；保单类信托财产可用于委托人（同时作为保单的投保人和被保险人）质押借款，借款资金由委托人自行使用。通过这种架构的设计，可以满足委托人家族财富隔离保护、代际传承的目的，同时也可以利用保单质押融资的功能，实现财富杠杆效应，即通过一个法律架构实现多重目标。

3. 证券服务信托领域

随着不断加大对信息科技的投入，证券服务信托也得到了快速发展。信托行业持续主动加大证券投资系统的基础性信息化投入，围绕证券投资信托业务系统建设，加大对综合资产管理业务系统、PB 业务系统和业绩归因与绩效评价系统等信息化投入，行业投资交易端的系统呈现多样化，综合资产管理、资金交收、统一风控及中台运营管理等证券投资体系渐趋成熟，且系统具备扩展性，可根据监管变化进行适应性调整。

案例 33：外贸信托自动化估值系统

2018 年 8 月，外贸信托联合业内知名厂商，打造信托行业首个实现全面自动化功能的估值系统。自动化估值系统能够进行 7×24 小时无人值守自动工作，通过图像识别等新技术自动完成“数据接收—估值核算—智能复核—报表发送”的全套业务流程，并能够根据事先设定的业务逻辑，实时将证券投资数据流与资金流交联融通；同时，精准程度显著提升，能够智能复核自动甄别问题并将问题分类处理，此外新系统具有更为强劲的性能，支持海量资金规模和账套数量。

（三）公益慈善信托领域的发展创新

慈善信托是信托公司服务实体经济，回归本源业务的重要体现。截至 2019 年 6 月 30 日，全国已备案慈善信托 197 单。信托公司利用自身优势积极开展慈善信托创新，在脱贫攻坚、污染防治、发展教育等方面发挥了积极作用，有力地促进了我国公益慈善事业的发展。自 2018 年以来，公益（慈善）信托的信托财产来源不断丰富，信



托治理机制不断完善，运用的方式和目的也更加多元，并通过扶贫慈善信托助力脱贫攻坚等。

1. 大额股权慈善信托

《慈善法》实施后，信托公司探索为慈善事业引入多样化财产来源，开展以非货币财产设立慈善信托的尝试，先后设立了股权慈善信托（国投泰康信托 2017 年真爱梦想 2 号教育慈善信托，信托财产为非上市公司企业股权）、艺术品慈善信托（万向信托—艺酷慈善信托，首期信托财产为 41 幅画作）、金融产品（中国银行·外贸信托·满堂红教育慈善信托，信托财产为现金和金融产品）。

2018 年，以非货币财产设立信托取得进一步突破。万向信托作为受托人设立“鲁冠球三农扶志基金慈善信托”，是我国规模最大的股权慈善信托和单笔慈善信托。

案例 34：股权慈善信托——鲁冠球三农扶志基金慈善信托

鲁冠球三农扶志基金慈善信托委托人为万向集团实际控制人鲁伟鼎，初始信托财产是委托人持有的万向三农集团有限公司 100% 的股权，对应出资额为 6 亿元，创我国慈善信托规模之最。信托期限为永续，信托目的为“让农村发展、让农业现代化、让农民富裕，以影响力投资、以奋斗者为本、量力而行做实事”，开展扶贫、济困、扶老、救孤、恤病、助残、优抚、救灾等慈善活动，促进教育、科技、文化、卫生、体育、环保等事业发展。

本股权慈善信托具有重要意义。一是实现了家族财富及慈善精神传承，慈善信托是为了纪念万向集团公司创始人、万向董事局主席鲁冠球先生，并且遵循他的意愿，由其子鲁伟鼎先生设立和命名。二是通过信托安排实现股权平稳转移。根据万向三农旗下上市公司关于公司股东设立慈善信托的提示性公告，慈善信托设立不会导致上市公司控股股东、实际控制人发生变化，上市公司控股股东仍为万向三农，间接控股股东将变为鲁冠球三农扶志基金，实际控制人仍为鲁伟鼎。慈善信托设立也不影响公司发展战略和日常生产经营。三是为开展慈善事业带来稳定资金来源。作为信托财产的万向三农集团有限公司对外投资了 14 家企业，其中 3 家上市公司（承德露露、航民股份、万向德农）的相应持股价值就已达 55 亿元左右。

2. 创新助力脱贫攻坚

信托公司发挥慈善信托优势，助力脱贫攻坚事业，探索了风险补偿、双重扶贫、



股权分红等模式，建立产业扶贫长效机制，促进扶贫资源精准对接。

案例 35：中国信托业·长安慈·四川慈善总会·定点扶贫慈善信托

“中国信托业·长安慈·四川慈善总会·定点扶贫慈善信托”，通过农户小额贷款风险损失补偿金的形式，与甘肃临洮、和政地区的商业银行合作，向那些有意愿，并有能力希望通过自己的劳动致富但缺乏原始生产资料的农户发放贷款，贷款产生的坏账，由该慈善信托资金与合作机构各承担 50%，从而降低授信门槛，扩大授信客户范围，为贫困农户提供生产经营所需的资金。风险补偿模式可充分发挥慈善信托的资金带动作用，为贫困地区群众发展生产脱贫致富引入更多融资资金支持。如果以贷款风险损失补偿金的 10 倍规模发放扶贫贷款，100 万慈善信托资金至少可撬动 1 000 万元扶贫贷款资金。

案例 36：中诚信托 2018 年度善爱扶贫慈善信托

“中诚信托 2018 年度善爱扶贫慈善信托”探索了“产业扶贫 + 精准扶贫”的双重扶贫模式探索。在产业扶贫方面，信托资金以市场化的方式为甘肃临洮县百合特色产业中的龙头企业提供融资支持，支持企业扩大百合加工和收购规模，带动更多贫困群众通过种植百合实现增收；同时也向贫困群众提供更多就业岗位，增加群众的就业收入。在精准扶贫方面，企业使用贷款资金向慈善信托支付利息，全部用于精准扶贫，精准资助因病、因学返贫以及丧失劳动能力的特殊困难家庭。

企业带动模式在产业扶贫中具有明显优势，可以充分发挥贫困地区特色产业发展的造血机制，持续为贫困群众提供增收和就业，扶贫效果持续稳固。

案例 37：中航信托·中扶贫临洮百合百家慈善信托

“中航信托·中扶贫临洮百合百家慈善信托”进行了收益分红模式扶贫探索。该慈善信托以入股合作社的方式，支持甘肃临洮地区百合专业合作社建设百合气调保鲜库，稳定百合销售价格，保障百合种植贫困户的利益；专业合作社的收益则直接向贫困户分红。

收益分红模式在实现可持续扶贫效果方面具有显著优势。慈善信托捐赠出资入



股专业合作社，使贫困群众成为专业合作社的股东，并通过合作社经营发展持续为贫困群众提供稳定分红。慈善信托入股资金用于解决专业合作社规模化发展中的资金需求，并可在提升农产品品牌、提高农产品经济附加值和市场竞争力方面发挥积极作用。

3. 慈善信托科技赋能

中航信托中慈联科技扶贫慈善信托率先尝试运用区块链技术为慈善信托科技赋能，不仅提高了慈善信托公信力，还简化了项目的中间流程，降低了运营成本，为助力脱贫攻坚探索新的科技运用模式。

4. 探索慈善先行信托

信托公司与慈善组织合作，探索慈善先行信托模式，丰富了财富管理与公益慈善的协同促进。慈善先行信托是家族信托的一种模式，虽然并不是严格意义上的慈善信托，但是可以满足慈善捐赠和剩余财产分配的双重诉求，且设立和实施程序简便，对高净值人群颇具吸引力。

案例 38：慈善先行信托——孟想非凡·慈善先行信托

2019 年 6 月 19 日，国内首单慈善先行信托“孟想非凡·慈善先行信托”正式成立，该单由中国著名主持人孟非设立，善款用于资助云南贫困地区的学生完成大学学业。慈善先行信托（Charitable Lead Trust, CLT）起源于欧美，是指委托人设立永久存续家族信托，信托利益优先用于公益慈善捐赠。此次受孟非先生的委托，中信信托进行国内首单“慈善先行信托”试水，将依照委托人的意愿进行受托管理，每年分配 100 万元人民币信托利益用于慈善捐赠。在首个为期 4 年的捐赠周期内，委托人选定中国光华科技基金会作为捐赠执行人，以每人每年 1 万元的标准发放给受捐赠人，资助 100 名云南大学贫困新生至本科毕业。作为国内知名主持人，孟非设立“慈善先行信托”的举动也将形成一种示范和辐射效应，引发更为广泛的社会影响。

（四）信托业务的综合发展创新

步入转型发展的新时期后，各信托机构在监管框架内，契合经济发展新动能，结合自身的经验积累以及资源禀赋积极探索业务转型路径，根据自身的比较优势选择差异化发展战略。信托业务的开展领域呈现出多样化、综合化发展的创新趋势，更多地聚焦到了绿色环保、股债结合、财富管理等领域。



1. 绿色信托

绿色信托得到了较为快速的发展，以投贷联动、基金化运作、资产支持票据等创新模式开展的绿色信托业务多点开花，为新能源、可再生能源的开发利用、危废物处理等创新领域的发展提供综合化的金融服务。根据信托业协会的调研数据，截至 2018 年末，共有 11 家信托公司专门设立了绿色信托业务部，持续探索信托支持节能减排、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，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。

经过持续研究与实践，绿色信托逐渐形成了多元化金融工具运用的新局面，业务模式日益丰富，创新推出了多种绿色信托产品，主要包括：绿色信贷、绿色股权投资、绿色资产证券化、绿色供应链、绿色产业基金、绿色权益市场交易、绿色公益慈善信托等。通过持续的行业深耕，打通产业链上下游资源，为绿色环保产业提供综合的金融整合服务。

绿色信托是信托业与我国社会经济发展新形势相结合的重要业务模式，既有利于信托业服务实体经济绿色转型，也有利于信托公司发掘新的盈利增长点。树立绿色理念以及在公司战略层面规划发展绿色信托，对信托创新业务的开展具有直接导向意义。部分信托公司在转型发展的过程中，将绿色信托纳入了未来战略业务发展的重要方向之一，绿色信托也成为信托业创新转型的突破口。例如，中航信托作为在行业内首次系统性地提出绿色信托概念的信托公司，自 2014 年开始便将“绿色信托”列入专章写入年报。在理论研究方面，连续三年持续研究和推出绿色信托主题报告，并作为绿色信托标准制定小组的牵头单位，在中国信托业协会的组织领导下积极推进绿色信托标准制定工作；在业务实践方面，依托信托制度优势，灵活运用债权、股权、产业基金、慈善信托等多种方式推动绿色产融结合，探索公司可持续发展和行业深化转型。

案例 39：中航信托·航盈碳资产投资基金集合资金信托计划

2018 年 7 月，中航信托携手某世界 500 强能源公司、上海盈碳环境技术咨询有限公司，共同发起“中航信托·航盈碳资产投资基金集合资金信托计划”，信托计划认购上海航盈碳企业管理合伙企业（有限合伙）10 亿元有限合伙份额，通过有限合伙参与国内碳资产市场控排企业碳配额购买及回购业务，盘活控排企业的碳配额资产，增强碳资产流动性，在推动完善全国碳交易市场体系的同时，助力中国完成减排目标。



在绿色信托的具体实施过程中，部分信托公司结合自身的资源禀赋，走出了一条综合化的特色发展之路。例如，兴业信托发布了《兴业国际信托有限公司绿色信托集合融资业务评审指引》（以下简称《指引》），将绿色信托的风险管理措施进一步明确和细化。《指引》明确合规审查环节需注意绿色信托融资项目需满足项目资本金比例、国家产业政策中鼓励和支持的节能减排等相关绿色产业等；将绿色信贷划分为水资源利用和保护、清洁能源和可再生能源、大气污染治理、固废处理、公园和景区管理等五大行业，并强调严防以“节能减排”等绿色信托概念作为幌子，将资金挪用于“两高一剩”领域；对“两高一剩”行业客户不扩产的节能减排项目采用有区别鼓励政策等。同时，兴业信托还积极贯彻兴业银行总行印发的《兴业银行绿色金融业务属性认定标准 2018 版（试行）》，进一步完善了绿色信托体系，优化绿色金融服务的业务范畴。

随着绿色理念的不断深化，绿色信托这一新兴业务逐渐受到信托公司的青睐，包括中信信托、中融信托、外贸信托、重庆信托、华能信托、长安信托等在内的信托公司均积极探索绿色信托业务发展模式，以信托工具来推动传统产业绿色化转型，支持绿色环保项目和低碳环保经济。

案例 40：龙源电力集团股份有限公司 2018 年度第一期绿色资产支持票据

华能信托携手龙源电力集团股份有限公司，于 2018 年发行“龙源电力集团股份有限公司 2018 年度第一期绿色资产支持票据”。该项目是首单以可再生能源电价附加补助收益权为基础资产的绿色资产支持票据产品。项目采用全平层结构，无外部增信，首期发行规模为 10.1 亿元，期限为 36 个月，获得 AAA 评级，发行票面利率为 4.95%。

案例 41：中国华能集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信托

2018 年，华能贵诚信托依托华能集团股东背景和电力行业的资源优势，紧跟国家重大战略导向，参与发行“中国华能集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信托”，规模为 4.9 亿元，是其继 2017 年发行首单以可再生能源电费补贴款为基础资产的资产支持票据后的第二单产品，累计发行规模达到 10.2 亿元。该系列产品通过创新的交易结构设计，实现入池补贴应收账款的出表，并通过循环购买安排及相关权利转移，实现资产的平价交易以及国有资产的保值，也为其他电力企业开展同类型业务起到良好的示范效应，有效支持了国家绿色金融战略实施及实体经济发展。



2. 股债结合

股债结合是指信托公司以股权和债权相结合的方式为融资方提供资金，既获取固定利息收入，也通过持有股权而分享企业利润。股债结合业务主要有两种模式：一是内部股债结合，即信托公司通过信托计划同时以“股权 + 债权”的方式为企业提供融资支持，或是通过“信托计划 + 有限合伙基金”的方式，分别以债权和股权的方式为企业提供融资支持；二是信托公司通过信托计划、PE 子公司通过股权投资基金分别以债权和股权的方式为企业提供融资支持。

信托公司开展股债结合业务的驱动因素包括政策驱动、市场需求驱动和信托公司内在转型升级驱动。一是政策驱动。早在 2014 年，中国银监会在《关于信托公司风险监管的指导意见》中就明确鼓励信托公司开展股权投资和并购业务。近几年，越来越多的信托公司开始布局股权投资业务，目前已经有十多家信托公司设立私募股权投资专业子公司。股权投资是直接融资的重要方式之一，在支持科技创新、成长型企业发展方面具有重要作用。党的十九大报告提出，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。科创板的推出是推动直接融资发展的一项重大改革，目前科创板已经正式运行，这将有力促进我国股权投资市场的发展，吸引更多的社会资本支持实体经济的发展。二是市场需求驱动。企业在不同生命发展阶段具有不同的融资需求，在发展初期更多需要股权融资，在成长期既需要股权融资也需要通过加杠杆加快业务拓展，成熟期更多是债务融资，保持合理的杠杆水平，提高 ROE。三是信托公司升级业务模式的内在驱动。信托公司现有业务模式以提供债权融资为主，属于类信贷业务，这与我国投资驱动的经济增长方式相匹配。在过去十年中，信托公司规模快速增长很大程度上受益于房地产、基建投资的持续增长以及由此带来的巨量资金需求。但是随着我国进入经济结构转型升级以及去杠杆阶段，单一的债权融资业务模式面临着风险递增、收益递减以及竞争越来越激烈的挑战。此外，政府基建和房地产这两大业务领域也面临着持续的政策调控风险，业务发展空间受政策影响较大。信托行业亟待通过业务模式的转型升级拓宽业务领域，提升发展的可持续性，从单纯提供债权融资向股权投资、股债结合转型是行业转型发展的必然。

股债结合业务模式的创新对信托公司而言具有重要意义。一方面，有助于提升信托公司服务企业全生命周期融资需求的能力，更好地满足客户的需求；另一方面，信托公司在为企业提供债性融资的同时，也可以通过股权投资分享企业成长的价值，



获得更高的信托业务报酬。但股债结合将对信托公司的专业水平和主动管理能力提出更高的要求，需要信托公司在人力资源、激励机制以及组织构架上提供有力支持。

案例 42：建信信托发起设立投贷联动基金支持科创企业发展

2018 年 1 月，建信信托与建设银行、深圳市远致投资有限公司合作设立建信远致投贷联动基金。基金首期规模为 10 亿元，与建设银行合作，探索“股 + 债”结合融资模式，服务中小型科创企业发展。该基金已分别于 2018 年 6 月、2019 年 1 月投资一家印制电路板制造企业、一家智能家居企业，出资金额合计为 1.1 亿元。本项目的股债结合属于外部结合模式，由建信信托联合母公司建设银行设立投贷联动基金，通过基金以“股 + 债”的方式为中小型科创企业提供融资支持，这种模式有助于发挥信托公司与母行各自的资源优势，更好地支持科创企业发展。

3. Pre-ABS

Pre-ABS 业务是指在 ABS 发起之前，由信托公司、商业银行等金融机构或 Pre-ABS 投资基金等为资产证券化的原始权益人形成基础资产提供资金，并以资产证券化募集的资金作为回款的一种业务模式。Pre-ABS 属于 ABS 业务的前端，对于信托公司而言，可以发起设立单一或集合信托计划（信托公司募资或是其他机构提供资金），满足原始权益人的融资需求，在前端获取较高利差的同时锁定基础资产和交易对手，后期可以帮助企业通过发行 ABS 或 ABN 盘活资产，获取双重收益。Pre-ABS 主要包括 CMBS、CMBN 和类 REITs、消费贷款、融资租赁、保理公司债权形成的前端贷款业务，通常设计风险缓释措施，提高项目增信，经典的风险缓释措施包括抵质押、资金监管。此外，还要额外约定如未成功发行 ABS 的情况下的还款方式。例如，以融资方自有资金、未来稳定的现金流收入 / 应收账款及其他第三方的担保还款或差额补足等方式。

Pre-ABS 是一种资金信托和资产证券化业务联动的业务，驱动 Pre-ABS 业务发展的主要推动力有两个方面：一是资产证券化市场的发展壮大。企业 ABS 及 ABN 市场容量的持续扩大以及融资能力、融资效率的提升为开展 Pre-ABS 业务提供了有力的支持，资产证券化市场广度和深度的提升，信托公司得以利用资金优势切入并通过 ABS、ABN 退出。近几年，在监管政策支持下，企业 ABS 以及银行间市场 ABN 持续快速增长，成为企业盘活存量、提升流动性、加快资产周转的重要渠道，这是推动 Pre-ABS 业务发展、促进资金信托业务与 ABS 业务联动的最重要推动力。Wind 数据



显示，自 2015 年企业资产证券化发行正式实施备案制以来，企业资产证券化市场迎来了大发展，融资功能和融资效率不断提升。2016 年，企业 ABS 发行规模达 4 747.8 亿元，同比翻番；2017 年继续高歌猛进，发行规模增至 8 218 亿元；2018 年，在高基数上，ABS 发行规模同比增长 16.4%，达到 9 564.05 亿元，存续余额为 13 877.87 亿元，企业 ABS 已经成为债券市场具有举足轻重地位的子板块。作为银行间市场的企业资产证券化融资工具，ABN 同样也经历了高速增长。自 2016 年 ABN 发行指引修订以来，ABN 市场迎来爆发式增长。2012—2016 年，ABN 合计只发行了 32 单，募资 396 亿元；2017 年开始大幅提速，全年发行 35 单，募资 585 亿元；2018 年进一步增至 96 单，融资额高达 1 257 亿元，规模翻番。二是受信托公司资产证券化业务转型升级驱动。在企业 ABS 以及 ABN 业务中，信托公司此前主要扮演的是通道角色，缺乏附加值，信托报酬非常低。为了提升在资产证券化业务中的主动管理参与度，提升自身价值，信托公司通过 Pre-ABS 业务向资产证券化业务的前端延伸，一方面可以通过资金信托业务掌握原始基础资产，获取资金价差，还可以作为发行人，参与后续的资产证券化业务，实现非标与标的联动，提升资产证券化业务的整体价值贡献度。

在 Pre-ABS 业务中，信托公司的角色有两种：一是单纯作为第一层 SPV，帮助构建符合 ABS 发行要求的基础资产；二是信托公司主动管理，通过募集资金为原始权益人提供融资，支持其进行业务扩张，后续主导推进原始权益人发行 ABS，信托公司同时担任 ABS 财务顾问及计划推广人的角色。在前一种角色下，信托公司只是单纯的通道；在后一种角色下，信托公司通过前端参与基础资产形成并向下游的 ABS 延伸，实现了对优质基础资产的把控和对 ABS 业务全链条的拓展，更能体现信托公司的资源对接优势和专业能力，有助于信托公司为客户提供更丰富的融资解决方案，帮助客户降低融资成本，并提升信托公司自身的价值。未来随着债券市场广度和深度的进一步提升，资产证券化市场的容量和效率将进一步提升，有利于 Pre-ABS 业务的进一步发展。同时由于资管新规限制非标债权投资进行期限错配，未来资管机构对于标准化资产的配置需求将显著提升，更多非标转标将是大势所趋。Pre-ABS 的作用在于创设出符合资产证券化要求的非标基础资产，然后再借助资产证券化工具将非标资产重构为标准化债券资产，这类业务的需求将非常旺盛，未来信托公司应积极提升资产获取能力和专业管理能力，通过全链条展业建立在资产证券化业务上的竞争优势。



案例 43：华能信托积极开展 Pre-ABS 业务

2019 年 2 月，华能信托发行“华能信托·融智集合资金信托计划”，信托计划募集资金用于向深圳前海联捷商业保理有限公司（以下简称“联捷保理”）发放流动资金贷款，以便为联捷保理提供过渡资金，用于受让一些大型企业的供应链应收账款资产。之后，联捷保理作为原始权益人将前述底层资产作为基础资产，在上海证券交易所发行资产支持专项计划。此外，华能信托还发行了“华能信托·微粒 1 号集合资金信托计划”，信托资金用于向深圳前海微众银行股份有限公司推荐的个人贷款客户循环发放贷款。之后，华能信托作为前述信托计划受益人的代理人，将信托受益权作为基础资产转让给华泰资产管理股份有限公司设立的“华泰资管—华能信托诚惠信托受益权资产支持专项计划”，并于 2018 年 1 月 29 日在上海证券交易所成功发行资产支持专项计划。

案例 44：长安信托与易鑫租赁开展 Pre-ABS 业务

2018 年，长安信托设立“长安宁·天风易鑫流动资金贷款集合资金信托计划”，信托资金用于向易鑫租赁发放流动资金贷款，易鑫租赁将获得的信托贷款资金用于发放汽车融资租赁款，并将形成的租赁资产包质押给长安信托（代表集合资金信托），资产包形成后，易鑫租赁作为原始权益人将质押给长安信托的租赁资产以及易鑫租赁现有存量资产作为基础资产，发起设立资产支持专项计划，在交易所市场发行并将募集资金用于偿还信托贷款，风控措施包括租赁资产质押、结构化分层安排以及鑫车投资有限公司为主债权提供担保等。信托公司通过设立信托计划，为投资者投放信托贷款提供了载体，可以收取管理费，募集资金投资信托计划优先级，为投资者提供了优质资产，并且长安信托还担任了后续 ABS 项目财务顾问和计划推广人的角色。

4. 以账户为核心的综合化财富管理业务

信托既是一种财产管理工具，也是财产转移和财富管理的手段。信托公司不仅产品端投资范围广，还拥有功能强大的信托账户。信托账户功能多样，不仅具有理财功能，还可以帮助客户实现风险隔离、财富分配、财富传承等多种目的，使得信托公司在开展综合化财富管理方面具有独特优势。



基于信托的制度优势，信托公司在积极探索为客户提供一站式资产配置服务的同时，还以单一信托账户为载体，将客户在财富规划、财富保障、财富分配、财富传承、慈善等多方面的需求整合进入信托构架中，实现客户综合化的财富管理需求，典型代表为中航信托推出的财富信托、华润信托推出的家庭信托以及外贸信托推出的全权委托单一信托、资产配置信托。

信托公司开展财富管理业务综合化创新的主要驱动力来自两方面：一是客户需求，二是差异化竞争的需要。从客户需求的角度，根据建设银行与波士顿咨询联合发布的《中国私人银行 2019》，高净值人士的首要理财目标已从追求个人财富的快速增值悄然转变未追求财富安全稳健和长期收益，对 50 岁以上的高净值客户来说，财富的进一步增值带来的边际效益已经变得不那么明显，财富保障诉求领先财富增值诉求的幅度越来越大。同时，越来越多的客户开始接受资产配置理念。传统的产品销售驱动的财富管理模式已经无法满足客户的多元化需求，财富管理机构需要依托自身的资源禀赋、专业能力优势为客户提供涵盖客户多种财富管理目标的综合服务。从竞争的角度，相比银行、券商等其他财富管理机构，信托财产独立性、信托架构稳定性、持续性等方面具有显著优势，可以为委托人提供跨期的财富保障、财富传承安排。信托公司需要充分利用信托制度优势和信托账户的功能，在为客户提供多元化资产配置服务的同时，实现客户在财富规划、保障、传承等方面的综合化需求。

案例 45：中航信托推出“鲲鹏账户”财富信托

2018 年，中航信托推出了“鲲鹏账户”财富信托，该产品改变了原有单一认购理财型信托产品的传统方式，为客户提供独立的、一站式的账户管理服务。财富信托依托线上化系统和数字化工具，以账户为载体，实现包括风险评估、信托开户、投资配置、动态调整、信息披露、到期续投等全流程服务。财富信托的核心在于“账户”，通过信托账户实现以客户需求为导向的资产配置服务。财富信托依托中航信托的产品创设能力以及资产端资源优势，在为客户进行风险评估后，结合宏观经济、细分市场运转情况，为其定制匹配其风险承受能力的组合投资比例。财富信托的亮点还包括有效连接和交易闭环，不仅将产品认购流程化繁为简，还可以实现产品到期与认购的无缝对接，大幅提升客户资金的使用效率。



案例 46：五矿信托为客户提供一站式账户服务

2018 年，五矿信托启动“零售客户营销服务电子渠道建设”专项工作，围绕公司“双核驱动”战略的核心客户端，满足信托项目资金对接的展业需求，强化提升信托产品的直销能力，以电子渠道与客户 APP 为切入点，全面、高效提示客户服务能力与外部获客能力，推动产品销售规模快速增长，助力提供客户一站式财富管理服务，以 APP 作为客户的主账号，为客户提供注册、开户、绑卡、认购交易等全面的账户服务，通过 APP 平台不断充实产品类型及种类，为客户提供一站式财富服务。

2019 年 6 月，五矿信托 APP 发售了线上第一只信托产品，实现了客户自助完成注册、登录、实名认证、绑定银行卡、填写风测问卷、预约信托产品、在线双录、签订电子合同等销售全流程操作，并可自助查询信托产品、个人订单信息、个人持仓信息、信息资讯等内容。另外，在产品排期中未来已安排多只产品在客户 APP 中发售，满足客户多类型产品的资产配置服务要求。

5. 信托业务交叉创新

信托业务的交叉创新主要是指信托公司运用财产独立制度、破产隔离保护、法定 SPV 载体、跨市场投资、交易结构灵活、多金融工具集成等优势，与银行、私募基金公司、保险公司、券商等机构进行交叉合作，在客户、数据、资源、金融工具等方面优势互补，实现业务领域、交易结构和服务方式等方面的创新。具体来看，目前信托业务交叉创新的主流模式包括：信托公司与银行合作开展的事务管理类业务、信贷资产证券化业务，信托公司与私募基金公司及银行等合作开展的证券信托托管服务，信托公司与私募基金公司合作成立的私募股权投资基金、产业基金和并购基金，信托公司与券商合作的证券投资业务和信贷资产证券化业务等。

自 2018 年至今，信托公司与各类机构的交叉合作不断深化，呈现出主体多元化、手段多样化的特点。例如，基于 SPV 主体的交叉创新、与保险机构的交叉创新等不断涌现。同时，随着银行理财子公司的设立，与银行理财子公司的交叉创新也将成为信托业探索的重要新方向。

第一，在监管政策的鼓励下，银行间市场针对非金融企业的信托型 ABN 发行规模持续扩大，信托公司作为资产支持票据的发行载体管理机构，在中介选取、结构设计、项目协调等方面的主动管理能力不断增强，角色逐渐由“通道”向“主导”转



变，与股东、银行、证券、评级等机构开展广泛的交叉创新。例如，2018 年 12 月，华能信托协同华能集团公司以华能新能源公司提供的可再生能源补贴应收账款作为基础资产成功发行了中国华能集团有限公司 2018 年度第一期资产支持票据信托。另外，目前华能信托和中信信托已获得企业 ABS 管理人资格试点，未来预计有更多信托公司获得该资格，信托公司可以在银行间和交易所市场的 ABS 业务上与银行、证券等金融机构和评级机构、律师事务所、会计师事务所等开展广泛的交叉合作。

第二，监管对信保合作持鼓励态度，信托与保险机构的合作内容不断深化、范围不断延展。首先，信托将充分利用自身的资产获取和资产管理能力，为保险机构供给优质资产以实现资产配置，而保险机构资金久期长短均覆盖、成本低，为优质资产提供期限长、收益稳定的资金支持。例如，建信信托为合作的保险公司提供主动管理的非标债权产品为主，目前合作规模超过 300 亿元；平安信托与平安养老险开展合作，在产品层面做投顾，出具投资建议、进行项目推介。其次，信托与保险机构在产品开发设计领域的合作将更为多样化，包括保险金信托、资产证券化业务、家族信托业务领域等。比如，中航信托与信美人寿推出首单保险金信托，在资产隔离、信托资产多元化配置和险种等方面实现创新。中信信托推出“家庭保单”保险金信托，打破了目前市场上“单一被保险人+单家保险公司+信托”的模式，为客户打通了不同保单间的壁垒。

第三，虽然银行理财子公司与信托公司在资金端和资产端均将形成激烈的竞争，但两者基于各自优势，也不乏合作机会。首先，信托公司与理财子公司可实现客户资源共享、交叉销售。银行理财子公司可充分利用母行渠道，获取广泛的客户资源，但在基础资产的挖掘、风控方面不具备明显优势。信托公司则可以为理财子公司推荐优秀基础资产，形成固定收益、固定收益+权益、权益类等多层次产品体系通道，在资产配置方面满足理财子公司的需求。在高净值客户挖掘上，信托公司可进一步与理财子公司在家族信托、慈善信托等信托本源业务方面开展合作，提供产品设计、财富传承等服务，广泛整合资源，提升合作层级。其次，信托公司可以在资产证券化领域与银行理财子公司开展交叉合作。过往信贷 ABS 业务主要在商业银行资管部开展，其业务思路更多从满足银行内部信贷资产的盘活需求出发，根据理财子公司管理办法规定，商业银行理财子公司自身不能开展资产证券化业务，而信托公司作为信贷 ABS 的法定 SPV 主体，在资产证券化业务的开展方面具有制度优势，未来信托公司可进



一步加强与理财子公司的合作，满足 ABS 产品资金配置需求。

四、信托公司推动业务发展创新的机制措施

为探索和推进创新业务的开展，信托公司在内部机制方面也做出了许多努力。一是战略引领方面，始终保持可持续发展的远景和蓝图，坚持战略定力，在外部环境和公司自身禀赋下引领创新；二是管理适配方面，调整组织架构，优化创新业务的管理方式和沟通效率，推动前中后台对创新业务开展、落地、期间管理、退出全流程的协作配合；三是资源倾斜方面，适当调配公司的发行资源、人力资源、激励资源、评审资源、股东资源等支持创新业务的发展。

（一）战略创新引领

随着信托业转型发展至关键时期，信托牌照红利正在减弱，边界垄断逐渐被打破，行业从自然竞争向战略竞争过渡，越来越多的信托公司开始重视战略引领，以及利用自身禀赋、股东资源等多元化、差异化发展。

调研显示，信托公司的战略引领对创新业务的拓展和实施开展了积极的作用，具体包括以下三个方面。

1. 战略方向清晰化

信托公司战略方向的制定和明晰可进一步明确公司的禀赋与市场判断，有助于创新业务团队根据公司与团队自身的禀赋，挖掘业务机会，并获得公司相应的资源支持。自 2018 年以来，不少信托公司强化了战略转型的方向，例如平安信托聚焦 B 端机构需求推进业务创新，华能信托则聚焦打造“华能信托资产池”开展投行撮合、ABS 等创新业务。同时，部分信托公司的发展战略对业务创新机制也有指导，包括构建战略性业务分类创新机制、建立创新业务的孵化机制、充实战略和创新服务职能等工作。

2. 战略定力长期化

坚持战略定力，深化公司现有战略，持续创新转型，是各家信托公司可持续发展的必然要求。公司的战略业务应是长期培育的、对公司整体具有战略价值的，能够获得可持续发展的业务。例如，中铁信托持续深耕地产业务，寻求细分领域的创新，包括地铁商业、养老地产、物流仓库及冻库、资产证券化和 REITs 等，即是在战略的指引下，基于现有业务，长期持续强化模式升级，以战略驱动创新



发展。

3. 战略管理方式的精准化

信托公司通过多种战略管理方式引导和推动创新业务的发展。例如，华能信托每年将倡导的创新业务方向进行宣贯，并要求各信托业务部门在展业过程中积极拓展符合公司发展战略和创新导向的优质资产，将公司发展战略融入业务拓展和创新过程中。在战略执行的跟踪与督战方面，部分信托公司建立相应的业务指引、建立创新业务孵化机制等进一步保证业务落地，各信托公司会对战略业务的落实实施月度或季度跟踪，每年会有战略会议和回顾当年的战略执行和落地情况，同时会有不定期的战略业务讨论和部署会议。除此之外，在战略管理中还会通过评估和考核工具给予创新业务支持。例如，相比传统业务，华能信托在风险可控的情况下更加注重引导与支持，平安信托在配套机制、创新文化方面予以较大支持。

（二）组织架构调整

在组织架构上，信托公司根据已有的客户、人才、专业、地域等方面的资源禀赋，制定差异化发展战略，充分考虑创新业务发展需要，制定与之相适应的组织架构，打造专业化部门，推动业务做大、做专、做优、做精。

创新业务的开展在组织架构的要求方面具有一定独特性。相比事业部制、团队制的组织架构，创新型的业务更加灵活和不确定，对组织的弹性能力要求更高。因此，要求信托公司在组织设计上，一方面，要保持扁平化，保证内部沟通效率完善，对市场保持敏感和前瞻；另一方面，创新业务往往涉及多个部门的配合和孵化，需要前、中、后台的密切配合，从可行性研究到最终落地，需要较多的资源支持与配合。

根据中国信托业协会的调研材料，目前开展创新业务在组织架构设计上，目前有以下三类典型组织模式。

1. 垂直混合模式

垂直混合模式，即在事业部制内部的创新迭代。部分事业部制体系较为成熟，分工较为明确，可跨部门形成创新小组、弹性小组，重点推进，在内部不断进行迭代升级。此类模式可在事业部成熟模式的基础上持续迭代、优化创新，通过客户升级、产品升级进行优化；但创新方向聚焦于所在事业部聚焦的领域。

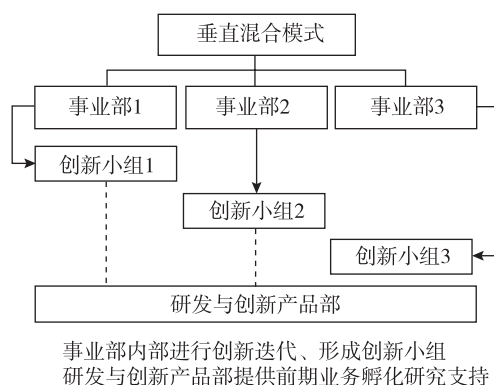


图 1 创新业务组织结构设计中的垂直混合模式

2. 分散模式

分散模式，即在业务部门内部开展创新业务。例如，华能信托、中航信托等，探索创新业务实践，此类部门可能并不局限其业务发展方向，在前期会给予创新业务一定指引及风控的指导，在业务实践中鼓励创新业务发展，给予创新业务更高的考核权重，以减少创新与绩效之间的不平衡。此类业务模式较为灵活，可与市场结合更加紧密，但问题是：其一，绩效考核压力较大，难以形成长期培育的、可复制模式的创新；其二，创新较为分散，资源、精力占用较多。

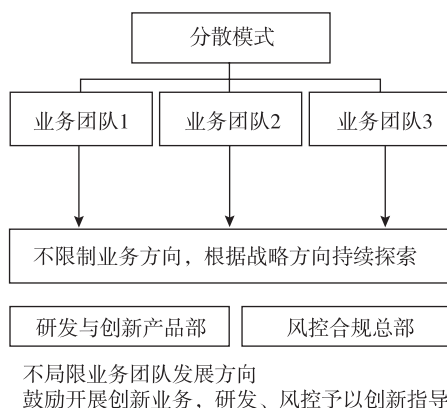


图 2 创新业务组织结构设计中的分散模式

3. 集中化模式

集中化模式，设立独立的创新业务部门专门开展创新业务。例如五矿信托，公司通过设立创新业务部作为一级业务部门负责公司创新业务，如成熟则组建单独的事业部。该部门一方面跟踪行业创新型业务动态，对创新型业务模式进行分析研究，出具创新业务的工作报告，另一方面实践创新类业务，落地公司创新创新型项目。此类组

织的优点是便于最大限度地利用资源，便于基于战略导向，有效落地公司级创新项目；而缺点是与事业部或其他业务团队之间难以形成有效协同。

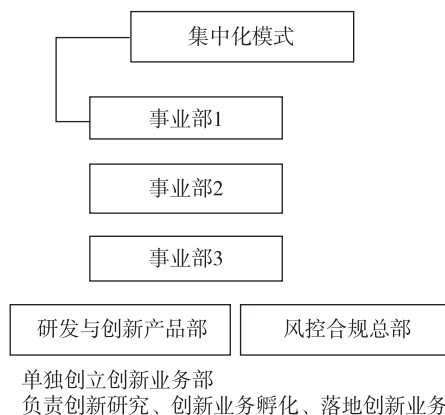


图 3 创新业务组织结构设计中的集中化模式

前台部门创新分为垂直混合模式、分散模式、集中化模式，同时在中后台需有相匹配的中、后台部门支撑。部分公司通过设立研发与产品创新部，专门负责创新业务的孵化和可行性分析，而部分公司是通过风控部门制定研究相应的创新业务的风控标准，在风险可控的情况下进一步支持业务部门开展创新业务发展。

未来，随着信托展业的更进一步深化，创新业务对组织架构最大挑战是要求组织要素不断调整与优化从而适应业务的发展。创新业务发展到成熟业务一般要经历从“创新小组→创新业务→特色、战略业务→产品迭代创新”的过程，因此必须要求组织架构的灵活和弹性，通过组织要素的调整进行业务的升级和迭代，与业务螺旋上升。

（三）金融科技赋能

信托创新业务的开展从产品创新、领域的拓展、内涵的丰富等多维度均离不开金融科技的支持。信托领域的金融科技赋能，目前主要是以信托既有业务为基础，提升金融科技的具体应用，以及实现现存业务的线上化水平。未来，将金融科技与各信托业务场景充分融合，最终形成有机结合体，以促进信托业务发展成为一种更加面对未来的数字化信托商业模式则是大势所趋。信托对科技的需求是内生的，在当前经济面临下行压力的环境下，金融机构负债成本的提升、信用风险的下沉，也使得借力科技提升风险识别与运营效率成为必然。

自 2018 年以来，信托公司继续加大对金融科技的投入，并通过金融科技支持运



营管理，引领业务创新。

1. 加大金融科技投入

根据中国信托业协会的调研材料，包括五矿信托、华润信托、中融信托等在内的多家信托公司在 2018 年金融科技投入均在 3 000 万元左右，科技投入较 2017 年有超过 80% 的增幅。信托公司科技投入主要以各公司的信息科技部门为主体，在信息科技制度制定与执行、需求分析、开发、测试、运维等科技创新全流程开展工作。各家信托公司将金融科技投入聚焦于消费金融、财富管理、风险控制等重科技业务领域和决策环节。例如，中融信托财富运营支持中心、消费金融部专门配备了相应的技术人员负责本业务所需的基础技术支持，负责财富发行和消费金融业务等相关系统的建设及运营管理。

2. 通过金融科技提升客户服务水平

自 2018 年以来，各家信托公司基于金融科技开展业务创新取得一定成效。例如，五矿信托通过强大的营销中台业务系统和统一的电子渠道接入系统，对接自建财富 APP 和多家头部互联网金融公司，综合运用人工智能、电子签章的技术，打通线上线下数据流，将线上客户行为数据实时同步到线下理财经理 APP，开展信托产品 O2O 直销模式，满足不同客群的不同诉求，增强客户黏性，提升用户体验。

3. 运用金融科技强化风险管理

例如，华润信托在普惠金融业务的信用风险管理方面，基于自身展业所积累的业务数据和人民银行征信等外部数据源，依托 Logistic 回归、机器学习算法等数据建模工具，建立差异化的反欺诈规则及信用评分模型，降低底层资产信用风险。

4. 依靠金融科技提升管理效率

信托公司创新业务要求内部管理的透明化与高效化，通过金融科技赋能中后台管理，加强工作协同，使创新业务的参与方同时获得相关信息、缩短沟通决策流程。

5. 推动金融科技应用，引领信托业务创新

金融科技技术日益成熟，已达到爆发式的增长阶段，各类金融业务正向数字端转移，互联网载体金融科技的重要性在不断凸显，大数据、云计算、区块链、人工智能等为代表的新一代信息技术，支撑信托公司开展数据多元化、场景丰富化、管理透明化的创新业务，有效赋予信托向数字化转型的动力与能力。

（四）发行能力支撑

信托创新业务的开展离不开发行能力的支持。目前信托创新业务主要有浮动收益

或“固定+浮动”收益的权益类信托、净值化的现金管理类信托、家族信托、消费信托等。这些创新业务探索初期由于收益存在不确定性、模式不够成熟，市场接受度普遍不高，发行可能存在一定困难，需要信托公司拓展代销渠道，提高直销能力。

目前不同信托公司主要结合营销的资源禀赋开展创新业务产品的发行。例如，上海信托的房地产股权基金结合浦发银行的代销和自身的直销进行发行，四川信托的家族信托和慈善信托则依托开放的产品资讯平台“锦绣财富”和自身强大的营销能力实现了自主营销。根据调研，信托公司对创新业务产品的发行支持措施主要包括以下三个方面。

1. 提升整体销售能力，支持创新业务产品的发行

在发行渠道方面，随着市场竞争愈发激烈，信托公司积极拓展代销渠道，努力在银行、券商、互联网、第三方销售机构等渠道打开局面。在直销方面，一方面，信托公司加强财富管理人员培训，让财富管理人员充分了解多元化资产配置对客户的重要性，同时做好创新业务的专业培训，不断提升财富管理人员的专业水平；另一方面，信托产品向净值化转型已是大势所趋，信托公司以提升创新业务的发行能力为契机，通过发行权益类浮动净值产品，逐渐引导客户适应净值化产品模式。

2. 提高创新产品发行的有效性

信托公司在产品设计、财富人员培训、投资者教育、客户分层、系统开发等方面发力，不断提高创新业务产品发行的有效性。在产品方面，信托公司不断丰富产品线，为客户提供多元资产配置，加强与券商、基金等专业投资机构交叉合作，提供有竞争力的产品。在培训和教育方面，做好资产配置理论的培训和普及，让财富人员和客户充分理解净值化产品的特性，认可组合投资理念。针对创新业务产品的特点，提前开展发行工作，例如股权投资类产品的发行，在前台开展业务的过程中即启动推广和路演工作。在客户分层方面，确保客户风险承受力和产品风险匹配，根据客户特点提供适宜的个人资产配置组合。在系统开发方面，改造线上系统，满足线上网站、APP、微信等终端的推介、咨询、信息披露和直销需求。

3. 对于创新产品的销售给予一定的考核支持

对于创新产品的销售给予一定的考核支持，包括给予创新业务考核倾斜措施例如，上海信托财富板块内会设置权益类产品销售积分，其相较于传统债性项目而言提奖比例更高；长安信托自创新产品发行一个月内，将财富中心留存发行费部分用以激励一线发行人员；中信信托对创新产品的直销会调整相应销售系数、开展销售



竞赛等。

（五）人力资源保障

信托公司的业务创新离不开人才的支持。人力资源的支持是信托公司进行业务创新的重要驱动因素之一。信托公司在开展业务创新时，会根据创新业务的需求给予人力资源保障。根据中国信托业协会调研，信托公司针对创新业务时给予人才支持的方式包括激发信托公司内部人才的潜力和招聘外部成熟人才两种方式。不同的信托公司在进行人才支持时对上述两种方式的运用有所不同。例如，华能信托等对创新业务进行人才支持时，主要以激发现有人才潜力方式为主；中航信托、外贸信托、华润信托、建信信托等则采用激发公司原有人才的潜力与招聘外部人才相结合的方式。

根据调研，信托公司创新业务人力保障措施主要包括以下四个方面。

1. 信托公司创新业务人力资源保障充分遵循公司战略或创新的整体要求，根据公司计划推进

部分信托公司从战略层面对创新业务人力资源保障给予专项支持，将创新业务纳入公司的战略重点，充分肯定创新业务的重要性，并给予专项的人才资源、薪酬资源支持。

2. 加大创新业务内部培训力度，内部培养创新人才

部分信托公司通过内外部培训的方式提高公司内部创新业务人员的专业性，对前中后台人员加大培训力度，提高对创新业务的认识，掌握创新业务的市场情况和操作要点。

3. 对特殊的专业化较强的创新业务专业人才，根据公司要求进行外部招聘

信托公司对外聘人才的要求一般要符合公司整体人才标准，认同公司企业文化，同时在创新领域拥有专业经验，具备相关岗位所需的能力，能够与公司原有人才形成互补。以外贸信托为例，外贸信托对于外部招聘的人才主要考察四个方面：一是既往工作经历与项目成果能否适应岗位要求，二是知识、能力、技能等综合素质能否达到岗位的任职资格要求，三是资源与客户能否有效迁移到公司，四是个人的价值观、个性特征等能否匹配组织与团队要求。不过，外部招聘人才相比内部既有人才，价值观、文化理念存有差异，需要时间去适应与融合，对公司既有管理制度、流程与风控标准等要求需要进一步学习与理解，因此，信托公司需要帮助外部招聘人才尽快度过与公司的磨合期。



4. 建立公司内部创新业务人才市场和双向选择机制

部分信托公司强化员工危机意识，通过组织改革、部门与人才“双向选择”、员工“跟岗交流”等方式，积极构建内部人才市场，强化员工危机意识，激发员工持续创新提升的工作积极性。例如，华能信托、五矿信托在推进业务创新、激发内部人员潜力时均采用了该类做法，自 2018 年以来，将消费金融业务、资产证券化业务作为公司的业务创新方向，在团队建设方面，主要通过举手制的方式，激发公司既有人才的潜力。

（六）激励机制优化

信托公司为支持创新业务的发展，根据公司情况，差异化地实施多种创新业务激励措施、建立创新业务激励机制。部分公司通过正向激励取得了良好的效果。根据调研，信托公司创新业务激励机制优化措施如下。

1. 设立创新业务考核保护期限机制

信托公司在对创新业务进行考核时，给予创新业务团队一年到两年的保护期，在保护期内针对考核给予一定保护，如华润信托采用转型创新业务团队的财务指标占年度业绩合同总比例低于传统业务部门、关键管理主题指标占比较传统业务部门更高的方式进行考核；外贸信托在创新业务培育期内采用不以业绩指标考核为主，而是关注其成长性与发展潜力的方式进行考核。

2. 设置不同于传统业务的考核激励机制

为鼓励创新业务开展，信托公司在对创新业务进行激励时，采取了不同于传统业务的激励方式。如中航信托在对创新业务进行激励时，会对财务等指标得分加乘一定系数；建信信托针对短期内创造收益较低、尚处于培育期的转型创新业务部门，会建立基于目标薪酬和 KPI 考核为主的激励体系，鼓励业务部门着眼长远发展，正确处理短期效益与中长期转型发展的关系；华润信托会对转型创新项目在业绩提成相关系数上倾斜，并对转型创新部门的奖金总额在培育过渡保护期给予一定差异化的保护机制；华能信托在对创新业务进行考核时，采用以信托业务实现的收入作为核心指标，并纳入了新客户开发和存续规模管理两项导向性指标，同时，对于信托业务收入指标，以鼓励业务部门开展公司倡导的信托业务为出发点，对公司倡导的信托项目收入制定相应的指标权重进行加成考核。

3. 根据创新业务的不同特点建立差异化的考核机制

例如，华润信托在对供应链金融与消费金融业务等创新业务进行激励时，参考



与这两类业务类似的结构金融的业绩提成机制，在对家族信托业务等创新业务进行激励时，参考与这类业务类似的财富管理业务进行提成。建信信托则针对资产证券化、标品业务、国际业务等转型创新业务，制定相比传统业务更高的绩效工资挂钩系数；针对股权投资业务，探索建立跟随投资和业绩报酬分享机制，突出业务差异化。

4. 定期对创新类业务进行评比和奖励

例如，建信信托、中信信托等根据业务类型、效益贡献、可复制性等综合维度对公司创新业务进行年度评比，对获奖的创新类重点业务予以单独奖励。

（七）评审决策支持

创新业务有别于传统业务，对信托公司的前中后台有不同的考验和要求。创新业务的“创新”意味着市场上没有可参考的标准和案例，或者可参考经验过少，信托公司必须对创新业务潜藏的风险有深入了解，因此需要投入更多的时间、人力、精力对创新业务风险进行研判。在对创新业务风险的把控方面，信托公司整体上坚持不降低风控标准、不牺牲安全为代价的原则支持创新。

在评审决策支持方面，信托公司对创新业务的支持主要体现为有章可循、“一事一议”等方面。

1. 信托公司制定相关的创新业务管理办法、创新业务策略指引、操作流程指引，通过明确规定，引导创新业务的开展

创新业务有章可循，并在合法合规、尽职谨慎管理的前提下，坚持与公司其他业务同等的风险偏好，充分论证、审慎评估，做好尽职调查及风险预案，控制好业务初期规模及业务开展节奏，向信托当事人及监管部门及时、准确、完整地披露相关信息，有序稳健开展创新业务。如华润信托在进行业务创新时制定了相关的策略指引，明确创新业务的准入标准。同时，华润信托根据内外部条件变化制定了各类创新业务的风险管理政策、指引，明确指导各业务部门严守风险、合规底线，围绕服务实体经济的核心来开展创新业务。

2. 坚持“一事一议”，加强过程管理

在项目评审过程中，大部分信托公司通过“一事一议”、集体决策的方式，有针对性地评审创新项目。部分信托公司采取了风控前置措施，项目立项阶段实质解构项目，充分识别项目风险，评估风险程度，制定应对预案进行控制，提升项目的可行性。多家信托公司还采用了风险前置的方式对创新业务进行风险管理，要求风控人员深入业务一线，提前介入项目，发挥风控人员的优势，对创新业务的风险研判



做好智力支持。同时，建立创新项目投贷后全程跟踪管理机制，后期管理风控人员主动提前介入项目，全面披露项目运行风险，做好风险预警，制定风险应对预案，以保障项目如期安全退出。除此之外，信托公司重视创新业务风险资产的处置。在化解存量业务风险的同时，不断总结经验教训运用于新业务的准入和后期管理，确保新增项目风险可控。

另外，在信托业务决策委员会构成方面，多数信托公司的业务决策会成员与传统信托业务的业务决策会成员一致，也有信托公司就传统业务与创新业务分别设立了不同的业务决策会。根据调研，建信信托私募股权投资信托业务运用与传统业务不同的展业逻辑，判断项目风险时考虑的维度也有不同，故而，建信信托针对债权业务和股权业务分别设置了债权项目审批委员会和股权投资决策委员会。其中，建信信托针对股权项目的投资决策委员会由中层领导和专家参加，高管不参与审批，同时建信信托总裁对上会项目保留一票否决权。

3. 部分信托公司建立了创新业务容错纠错机制

例如，中诚信托、外贸信托等对员工在创新业务开拓中出现的因不可抗预见因素未能实现预期目标或出现一些偏差失误建立了容错纠错机制。

（八）股东资源协同

信托业开展创新业务时，与股东的资源协同主要体现为战略资源协同、客户资源协同、渠道资源协同等。根据调研，信托公司协同股东资源开展创新业务的具体措施如下。

1. 战略资源协同

信托公司与股东在相同或类似领域的一致经验奠定了资源协同的基础。例如，云南信托切入医疗、教育、农业、科技等领域与股东涌金集团的战略一致，涌金集团长期跟踪及投资医疗、教育、农业、科技等行业，对于行业的了解、跟踪时间较长，积累了一定的行业经验，为云南信托切入上述领域进行战略布局提供了资源支持。再如，外贸信托开展农业信托与股东中化集团提出的服务于中国农业现代化的“MAP 战略”方向一致，外贸信托以信托资金向农户 / 合作社 / 农企提供便捷及低成本的金融服务，中化农业向农民提供专业的种植技术，辅以中化农业板块的种肥药销售及粮食收储等业务，向农民提供全方位的产业链服务。目前外贸信托已落地了中化现代农业—外贸信托产融结合系列信托计划、外贸信托—中化惠农系列单一资金信托项目、惠农 3 号系列信托等多个产品，提供包括农资贷、农产贷、农机贷等信贷服务产品，用于农业



经营者 / 农户购买农资、采购农机、粮食收购，从种到收的农业种植产业链一条龙金融服务，解决农业融资难、融资贵的问题。

2. 客户资源协同

股东的业务特色和支持力度支撑了双方客户资源的协同。银行系信托公司的股东给予了资产证券化、股权投资业务等的客户资源支持，央企系信托公司的股东给予了企业融资等的客户资源支持，综合金融控股集团性质的股东给予了多方面的客户资源支持。例如，建设银行设有专门的对口管理部门面向子公司，建信信托以此开展了多个与建行合作的信贷资产证券化项目；华润信托与华润集团内的多个主体合作，包括与华润网络合作开展的普惠金融业务、与华润租赁开展华润租赁绿色资产支持票据业务等；华能信托与华能集团合作开展资产证券化业务等；中信信托与中信集团旗下中信保诚人寿合作开展保险金信托业务等。

3. 渠道资源协同

渠道资源协同主要集中在银行系、保险系信托公司或者股东旗下有其他金融机构的信托公司，例如，建信信托在开展私募股权创新业务时，通过建设银行的渠道募集长期资金以支持股权投资业务；云南信托在开展消费金融业务时，通过控股股东涌金集团旗下的国金证券代销消费金融产品等。

五、信托业务发展创新的问题与展望

自 2018 年以来，信托业在监管引导下主动调整业务机构，积极开展转型创新，在传统业务升级和创新业务开拓方面都取得了一定成果，迈向了高质量发展道路。与此同时，信托业的转型创新也面临宏观经济环境下行压力和政策限制。为持续鼓励和推动信托业务创新，有必要在法律和政策层面出台一系列支持性举措，推进信托公司业务转型发展和回归本源。展望未来，信托业站在新的历史方位，将更加坚定地推动转型创新，更好地服务实体经济，服务人民美好生活，服务现代金融体系建设。

（一）信托业务发展创新存在的主要问题

在当前宏观经济环境面临下行压力的宏观环境下，信托公司发展创新也面临更大压力；信托公司开展转型创新，尤其是主动投资类项目的专业能力仍需提升；信托登记、信托税收等政策的缺失阻碍了本源业务发展创新。

1. 宏观经济下行压力增加发展创新难度

自 2018 年以来，我国经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力，增加信托发展创新难度。信托公司资产端的业务领域集中于房地产、政信业务、工商企业等领域。这些领域受到经济周期和资管环境的影响深刻。房地产调控不断升级，“房住不炒”成为共识。房地产开发和销售高度依赖信贷杠杆、房地产行业集中度加速提升等问题，导致信托公司在房地产领域展业难度明显加大。地方融资平台经营存在项目建设周期长、回款较慢、自身现金流较弱、盈利能力不强的特点，被剥离为地方政府融资的职能后，依靠自身实力进行项目融资存在还款来源不确定，且存在能够接受的资金成本与信托产品不匹配的问题。工商企业受到实体经济下行压力加大影响，企业盈利能力较低，企业信用风险、流动性风险提升。这对信托公司发展创新时的风险控制能力、短期增长和长期发展平衡等方面提出了更高的要求。

2. 信托业务发展创新的专业能力仍需提升

一是在专业人才方面。投资信托业务，尤其是股权投资信托业务周期较长、专业要求高、投后管理严格，信托公司在开展业务过程中，往往需要投入更多的专业人力资源，也需要专业化的人员对于标的企业的财务状况、管理运作情况、盈利状况进行管理和跟踪，对于人员的财务背景、法律知识、管理经验都有一定的要求，这样的专业人员在信托公司开展主动投资的信托业务中仍较为紧缺。二是风险控制有待强化，投资信托业务项目操作复杂、退出周期长，要求信托公司对于项目有较强的把控能力，对于投资标的企业的经营情况具备分析研判能力，对于项目正常退出有较强的风险处置能力。信托公司需要进一步提高风险控制水平，包括项目风险审查、运作流程、投后管理等。

3. 信托业务发展创新受到一定的法律政策制约

（1）信托财产登记制度缺失限制财产信托创新。实践中尚未出台信托财产登记的配套制度，有关登记的机关、登记主题、登记内容、登记流程等事项均未明确，导致实践中以动产、不动产、无形资产等需要信托登记的财产为标的信托业务无法开展，作为重要金融创新工具的不动产投资信托无法发挥在社会经济生活中应有的作用，需要办理财产登记的家族信托业务的开展也会受到严重阻碍。

（2）信托税收制度不健全增加信托创新成本。实务中，税务机关往往直接依据现行税法规定，不区分“名义转让”和“实质转让”，对名义转让行为也予以课税，导致重复征税问题突出。例如，信托设立阶段，就信托财产所有权的“名义转让”要



求履行纳税义务，例如增值税、契税、印花税等；在信托存续过程中信托收益的所得税和流转税纳税义务与信托终止时或信托收益分配时的所得税和流转税纳税义务相重复；信托终止时就信托财产所有权的“名义转让”（如原状分配信托财产）要求履行纳税义务，例如增值税、契税、印花税等。信托税收制度的不健全，已经成为制约不动产信托、股权信托等信托活动发展的重要因素，阻碍了信托公司本源业务创新的开展。

（3）信托计划参与股权投资业务面临政策障碍。信托计划参与资本市场相关的股权投资业务存在政策障碍，主要体现在信托计划不能作为 IPO 发起人。目前信托计划作为主体进行股权投资，IPO 审查过程中要求拟上市企业须在申报前清理契约型私募基金、资产管理计划和信托计划持有拟上市公司股票，因此，信托计划直接参与拟通过 IPO 退出的股权投资存在障碍。

（4）信托公司国际业务受到较为严格的监管约束。信托公司开展国际业务的投资限制更多。与证券公司、基金公司等金融同业相比，信托公司开展境外业务面临的监管制度更加严格。在 QDII 业务的可投资范围和投资比例上，信托公司也面临高于其他金融机构的监管标准。信托公司 QDII 无法在境外高收益证券、私募股权、衍生品、房地产等传统优势业务领域进行投资。

（二）信托业务发展创新所需的制度和政策支持

健全的配套法律政策是信托业转型发展的重要保障；信托业发展过程中遇到的诸多困扰与配套制度的不健全有重要关系。为破解信托业发展难题、推进信托公司业务转型发展和回归本源，有必要在法律和政策层面出台一系列支持性举措。

1. 建立并落实信托财产登记制度

根据《信托法》第十条的规定，依法应当办理登记手续的财产设立信托，应当办理信托登记。中国信托登记有限责任公司的成立解决了信托产品的登记问题，提供为不需要办理法定权属登记的信托财产登记的公示服务，但对于应当办理登记手续的财产的信托登记，以及对于不需要办理登记手续的信托财产的范围及其公示方式，目前仍然有待法律法规的进一步明确。建议与相关财产登记部门协调沟通，就信托财产登记和公示的具体操作出台法规依据。信托财产登记的重要目的之一是信托财产非交易过户。建议与有关财产登记部门协调沟通，明确信托当事人持信托文件等相关资料即可到有关登记、注册机关办理信托财产非交易过户手续。

2. 进一步合理健全信托税收制度

当前，我国的信托税制仍不明确，有关部门对纳税主体、纳税环节、纳税基数等问题的认识和理解存在差异，导致信托业务中的重复征税问题较为突出，既增加了信托业务的运作成本，也不利于信托税收筹划功能的发挥。建议与财税部门就信托税收制度进行沟通，明确纳税主体、纳税环节、纳税基数、慈善信托活动的税收等具体问题，本着同类活动同等待遇、不增加信托活动的税负负担的原则，以此推动信托制度在家族财富传承、养老等更广泛领域的应用。为了避免重复征税，建议我国的信托税收制度遵循受益人纳税原则、税务无增减原则、实质课税原则和慈善信托税收优惠等基本原则。

3. 探索推进信托产品交易市场建设

建立统一的信托产品发行和交易流通市场，可以为有效解决信托产品的流动性奠定基础，有效拓宽资金来源，提高信托业务的透明度和认知度，提升信托在资管市场中的竞争力，推动信托业务健康稳定发展。随着中国信托登记有限责任公司的成立及其被赋予信托产品发行与交易平台的功能，统一的信托产品发行和流通市场的建设迎来了重要机遇。适时出台信托产品交易流通管理办法，明确信托产品在中国信托登记有限责任公司平台上的发行和交易模式，助力信托业转型升级。信托业务可以借助中信登平台，以基础资产为依托发行信托受益权，创新开展资产证券化业务，从而更好地发挥信托制度优势，丰富企业的融资手段，带动信托公司业务转型发展。

4. 适时出台信托公司专业子公司管理政策

信托公司的专业化经营和差异化发展是信托业务转型创新的趋势。近年来，面对传统信托业务发展压力增加的经营环境，信托公司无论在组织架构还是在展业模式等方面都出现了差异化发展的迹象。其中，设立专业子公司展业，并设计差别化的激励机制，成为一个较为明显的特点。通过设立专业子公司，信托公司可以结合自身优势在诸如特定领域进行深耕，可以在私人股权投资等业务模式中积累起丰富经验，还能实现有效的风险隔离。建议研究并适时出台信托公司专业子公司管理规定。

5. 争取消除信托参与资本市场业务的业务壁垒

一是推动放开定增业务准入限制。信托产品无法直接参与上市公司的定向增发，实践中出现了信托产品间接通过有限合伙、证券公司或基金公司子公司资管计划的模式进行，增加了展业成本和法律风险。建议协调中国证监会取消限制信托产品参与定向增发的规定。



二是协调沟通私人股权投资信托的 IPO 退出。私人股权投资信托通常追求以企业的发展实现投资增值，IPO 上市退出是私人股权投资信托实现退出的重要选项。在信托计划、契约型基金和资产管理计划是否可以持有拟主板 IPO 企业股权方面，中国证监会尚未出台正式政策予以明确，但从实践来看，前述“三类股东”通常被要求提前予以清理。建议与中国证监会积极协调沟通，顺畅私人股权投资信托的国内 IPO 退出渠道。

（三）信托业务发展创新的未来趋势展望

展望未来，信托业务将继续坚定推进转型创新，以回归本源业务为核心，以服务实体经济为根本，以服务人民美好生活为目标，坚持发展具有直接融资特点的资金信托，发展体现专业能力的投资及资产配置信托，发展以受托管理为特点的资产证券化、家族信托、慈善信托等本源业务，提升发展质效，努力顺应新时代。在业务领域上，主要在于积极响应国家战略，发挥信托制度优势，服务实体经济融资需求，包括为“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设等提供资金支持和金融服务；拓展小微金融、供应链金融、消费金融等普惠金融业务，加强与普惠金融相关的风控能力和信息系统建设；持续深耕房地产业务领域，积极参与物业改造、城市更新、房地产并购等存量房地产市场业务。对于未来的信托业务创新，在信托功能上，融资类信托将趋向投行化和标准化，投资类信托将趋向专业化和策略化，本源业务将趋向规模化和品牌化。

1. 融资类信托的投行化、标准化

未来融资类信托会升级现有的业务模式，向投行化、标准化方向发展。一方面，以客户需求为中心，通过综合解决方案满足客户的融资需求，优化提升融资类信托金融服务；另一方面，不断探索标准化融资类信托金融服务，充分发挥信托的证券化功能。

融资类信托的投行化，即融资类信托的商业模式将由“产品为中心”向“客户为中心”、由“获取利差”向“获取服务报酬”、由“信用中介”向“服务中介”的转型升级，信托业务将以投行思维为核心，为客户融资需求提供整体性的解决方案。例如，通过资产证券化模式、结构化设计，进一步降低企业融资成本，丰富企业的融资渠道；积极开展投贷联动业务，通过融资信托业务发现企业价值，通过投资方式提供长期支持，增强对经济创新发展的金融支撑力度。

融资类业务标准化，即充分发挥信托的财产独立、破产隔离等制度优势，充分

发挥 ABN 的业务优势，挖掘更多领域、更多类型的适宜基础资产，将其构造为标准化的资产支持票据在相关的交易场所发行。未来信托公司还可以充分利用中国信托登记公司统一平台，建立标准化信托产品发行交易平台，创设信托直接融资工具，统一发行交易品种，统一发行标准，统一法律文本，统一各方权利和义务，建立连续报价及信息披露体系，使融资信托向标准化产品转变，从根本上解决信托产品标准化和流动性的障碍，促进融资信托业务的持续发展。

2. 投资类信托的专业化、策略化

未来投资类信托将继续在股权投资、证券投资领域进行更为专业的展业，不断升级业务模式和产品模式，通过专业化、策略化提高投资类信托业务的竞争力。

股权投资信托和证券投资信托将更为专业化。在股权投资信托领域，未来资产领域将更加细分化。信托公司在具备一定的行业理解和行业经验后，继续深入行业，精准把握细分行业及细分市场的市场投资机会。与此同时，股权投资信托业务在“募、投、管、退”等各阶段的专业化趋势会越来越明显。尤其在资金来源方面，未来股权投资将会呈现丰富多样的投资资金来源。除了传统的银行资金、企业资金、自然客户之外，还将扩展至更多的超高净值客户、保险资金、境外资金等领域，使股权投资业务开展得到充分的资金支持。在证券投资信托领域，未来信托公司将逐渐减少对结构化产品的依赖，向主动投资管理方向转型，组建专业投研团队，持续跟踪资本市场。

投资类信托将根据信托的优势实施更为多样的投资策略，包括配置化策略、“固收+”策略等。

一是配置化策略。现金管理业务和家族信托中的资产配置业务是信托公司的优势业务，信托公司将开发债券投资、股票投资、组合配置、策略对冲等不同领域、不同策略的净值化产品，充分利用金融科技提高投资类信托业务的风险管理水平和运营效率，通过不同的业务策略满足各类客户的配置需求。信托公司也将继续扩展全球视野，积极开展国际业务，将投资范围扩展到大宗商品、境外不动产、对冲基金、FOF、MOM 等领域，加强主动资产配置能力，满足特定企业海外投融资需求和机构客户、高净值客户的全球资产配置需求。

二是“固收+”策略。信托公司是少数可以同时运用债权、股权工具等多类金融工具的金融机构之一，信托公司可以充分发挥投贷联动的优势，通过股债结合、一二级市场联动，打造“股权+债权”“股权+债券”“定增+大股东担保”等类型的“固



收+”或类“固收+”业务。

3. 本源业务的规模化、品牌化

信托本源业务是信托公司的重要基础业务，是信托公司持续发展创新的重要方向。未来的本源业务创新，一是做大规模，并通过做大规模促进专业能力和运营能力的提高，形成规模收入的同时不断降低边际成本，使之成为信托公司的重要业务基础；二是做好品牌化运作，更好地吸引客户和留住客户，以优质、专业、高效的信托服务实现品牌和业务的共同升级，通过构筑强大的品牌优势强化竞争优势，获取更大的市场份额。

第一，资产证券化业务将不断扩大规模，随着业务链条的不断延伸，将以规模化形成信托公司的重要收入支撑。

以信托型 ABN 为典型代表的资产证券化业务前景广阔。信托型 ABN 是信托公司为企业提供标准化融资服务的自留地，是开展资产证券化业务的重要业务领域。信托型 ABN 作为在银行间市场发行的标准化债券，为信托直接融资工具、信托型公募债券业务探索打开了市场空间。虽然目前信托型 ABN 业务体量在资产证券化市场中的占比仍难以与信贷 ABS 和企业 ABS 相比。但是，对于信托公司而言，信托型 ABN 业务的开展为信托公司参与非金融企业资产证券化提供了切入点，扩大了信托公司参与资产证券化业务的交易对手范围和业务领域。已经获得非金融企业债务融资工具承销资质的信托公司，还可以通过参与债券的承销工作，进一步延伸资产证券化业务链条，提高业务附加值。

信托公司将利用信托功能优势和在房地产领域的专业优势，探索不动产投资信托并实现规模化发展。在探索 REITs 业务的过程中，信托公司可以充分利用自身优势，以多种模式参与 REITs 业务。信托公司长期专注于房地产融资领域，与大量房地产企业形成了战略合作关系，在交易对手和客户资源方面具有较大优势。在充分加强自身主动管理能力和产业理解能力的基础上，信托公司发挥自身在项目论证、交易结构设计、募集资金等多方面的能力，主导 REITs 项目操作。此外，信托公司还可以机构投资者身份，募集信托资金或以自有资金投资 REITs 产品，或者为 Pre-REITs 收购提供过桥资金支持。

第二，信托公司将在家族信托及公益慈善信托等本源业务领域建立并强化品牌优势。在资管新规的业务格局和新的历史定位下，信托公司将明确以本源业务作为转型发展的重点方向，强化委托人的主体地位，发扬按照委托人意愿进行管理处分的受



托文化，开展以实现受益人利益最大化为信托目的的信托业务。

家族信托和慈善信托的需求增加。随着家族财富传承进入高峰期，“创一代”到达年龄关口，超高净值人士的代际传承需求强烈。据《中国私人银行 2019》的数据，有接近 10% 的高净值人士和超过 20% 的超高净值人士已经使用家族信托。社会公益慈善意识提升，通过公益慈善机构和信托公司合作等模式开展慈善信托，在拓展慈善财产来源、规范运作慈善项目、提高公益慈善信息透明度、精准高效发挥慈善作用等方面起到了极大的促进作用。

家族信托兼具事务管理和金融服务职能，不仅可以实现财富的增值与传承，而且可以实现精神和文化的传承，并且财富传承需求通常伴随着慈善需求，二者结合对于整个社会长久、和谐发展有积极意义。从国外的信托发展经验来看，美国的家族财富管理信托发展非常成熟，日本的教育资金赠予信托、部分残疾人信托等也属于家族信托的范畴。通过对于信托文化了解的加深，会有越来越多的高净值人群选择家族信托、慈善信托作为财富传承、慈善精神传承的工具。深耕家族信托业务的信托公司将继续稳步扩大家庭信托业务规模，助力公司经营业绩的长期稳定增长，助力财富管理品牌的持续提升。



信托公司财富管理业务体系发展研究

课题牵头单位：陕西省国际信托股份有限公司

课题指导专家：刘景峰

课题负责人：王 琮

陕西省国际信托股份有限公司

课题组成员：

王维华 刘 刚 王春艳 涂远博 杨 洋 白丽群 张 悦 穆智雷 赵艺华 宁 靖
钱 鑫 孟创斌 王禹心 杨紫月 艾颢宇 杨 寰 刘昭艺 鹿星航 李 想

陕西省国际信托股份有限公司

张 刚

国通信托有限责任公司

李凯更

浙商金汇信托股份有限公司

黄婷儿

中建投信托有限责任公司

刘天启

华能贵诚信托有限公司

季 燃

中融国际信托有限公司

袁 田

中航信托股份有限公司

游健聪

华澳国际信托有限公司

尹 璐

北方国际信托股份有限公司

杜迎辉

中原信托有限公司

朱闵铭

中国对外经济贸易信托有限公司

周 萍

中信信托有限责任公司

钱宇樑

渤海国际信托股份有限公司

华文伟

德勤华永会计师事务所

廖翌强

福建顶点软件股份有限公司

谢家佳

韬睿惠悦管理咨询（深圳）有限公司北京分公司



摘要

本课题从行业角度对信托公司财富管理业务进行了研究分析，借鉴了国内外财富管理业务特征，对信托公司财富管理业务的战略定位、运营管理和业务系统建设进行了全面的分析。课题以实际问题为导向，主要分为三个部分。

第一部分首先剖析了财富管理战略定位问题，提出信托公司在当前及未来转型中的战略定位，包括顶层战略、核心业务以及财富中心运营战略体系。之后，在国内外信托业务演化发展分析的基础上，总结思考信托公司财富管理业务的发展和转型问题。

第二部分总结分析目前信托公司财富管理部门 / 中心运营体系的建设，包括运营模式选择、财富中心布局、组织架构、岗位体系设计、考核激励、运营流程及制度建设，提出了不同阶段不同模式运营管理模式选择和实施不同路径。

第三部分重点分析信托公司财富管理的核心业务，首先分析信托公司财富管理业务的产品体系及客户服务体系发展；其次在全面风险管理体系下重点剖析财富管理业务过程中的风险问题及相关措施；最后在数据信息化背景下，分析信托公司在财富管理业务发展中信息化建设现状及面临的问题，提出在产品导向向客户导向发展中的相关建议。

关键词：财富管理 战略定位 运营机制 产品及服务 风险管理 信息系统



目 录

第一部分 信托财富管理业务发展演化与战略定位分析	206
一、信托公司财富管理业务的战略定位	206
(一) 财富管理顶层战略定位	207
(二) 财富管理业务核心战略布局	208
(三) 财富管理中心运营战略	209
二、境内外信托财富管理业务发展演化与特征分析	209
(一) 信托制度的财富管理优势分析	209
(二) 英国信托业务演化及财富管理特征分析	210
(三) 美国信托业务演化及财富管理特征分析	211
(四) 日本信托业务演化及财富管理特征分析	213
(五) 中国台湾地区信托业务演化及财富管理特征分析	215
(六) 境内信托财富管理业务发展演化及特征分析	217
三、信托公司财富管理业务发展与启示	219
(一) 发达国家和地区的经验借鉴	219
(二) 信托公司财富管理业务转型	220
第二部分 信托公司财富管理运营管理研究	221
四、财富中心运营管理模式定位	221
(一) 成本中心与利润中心运营模式选择	222
(二) 成本中心运营机制及考核	223
(三) 人为利润中心运营机制及考核	224
(四) 利润中心运营机制及条件	225
五、财富中心布局及组织架构	225
(一) 信托财富中心发展现状	225
(二) 财富中心组织架构设计	227
六、财富中心岗位体系设计及考核激励	229
(一) 财富中心岗位体系设计	229



(二) 财富管理人员薪酬考核	230
(三) 财富管理人员绩效激励	232
(四) 财富管理中心考核激励案例分析	234
七、信托公司财富管理运营流程及制度	235
(一) 前合理财师销售业务流程	235
(二) 中台发行管理业务流程	237
(三) 后台运营管理业务流程	238
(四) 财富中心内部运营制度建设	240
第三部分 信托财富管理核心业务系统建设	241
八、信托公司财富管理产品体系	242
(一) 信托产品演化与发展	242
(二) 信托财富管理产品分类及发展数据	243
(三) 家族信托发展及业务分析	247
(四) 慈善信托发展及业务分析	250
(五) 消费类普惠信托业务发展	252
九、信托公司财富管理客户服务体系	254
(一) 信托财富管理客户特征及需求变化分析	254
(二) 信托客户会员服务体系建设	258
(三) 信托公司理财师专业及服务	260
十、信托行业财富管理的风险管理	261
(一) 信托公司财富管理风险管理现状分析	261
(二) 全面风险管理体系下财富管理业务风险	262
(三) 信托财富中心运营风险及管理措施	262
(四) 财富销售过程风险梳理及控制措施	263
十一、信托公司财富管理业务信息化建设	264
(一) 信托公司财富管理信息科技发展现状	264
(二) 信托财富管理业务信息化建设	269
(三) 信息科技在财富管理场景的未来发展探索	271
十二、总结	272
参考文献	275



第一部分 信托财富管理业务发展演化与战略定位分析

中国信托业历经 40 年的发展，已经成为资产管理规模仅次于银行的第二大资管子行业。信托公司将逐步回归资产管理、财富管理和受托服务三大本源业务领域。信托公司在所有权及收益权分离重构、财产独立性、及风险隔离上的制度优势，使得信托公司在回归本源业务中将财富管理作为其转型的重要战略方向之一。

问题导引：

- ① 信托公司财富管理发展中公司管理层和股东对顶层战略定位认知是否清晰，能否做到知行合一？
- ② 当前的财富管理核心业务战略是否为客户导向顶层战略的转变做好准备，如何规划建立完整的战略体系？
- ③ 信托公司财富中心运营机制是否与目前的发展相匹配，如何根据自身发展及战略规划，建立产品、客户、风险及信息管理的核心业务运营体系？
- ④ 英国信托发展中以个人为受托人的信托业务对我国未来信托公司财富管理业务发展和监管有何借鉴和启示？
- ⑤ 美国信托业账户管理对我国信托财富管理信息系统建设和综合账户管理的借鉴思考。
- ⑥ 中国台湾地区的预付款信托与目前消费信托和服务信托有哪些区别和联系，对普惠金融业务有何启示？
- ⑦ 信托公司转型发展中如何将资产业务与财富管理业务联动发展？

一、信托公司财富管理业务的战略定位

我国信托公司财富管理业务起步较晚，财富管理业务的发展需要在人员、时间和资金上进行持续投入，这一特点与传统的信托业务盈利模式不同。信托公司的管理层和股东都需要加强对财富管理业务特点的理解。

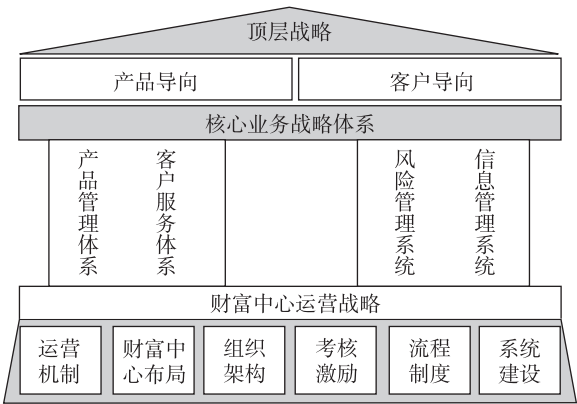


财富管理业务是以客户为中心，针对客户投融资需求，设计全面的财务规划。与资产业务不同，财富管理业务更加体系化和系统化，业务系统包含组织架构、客户服务、产品体系、网点渠道、内部管理、信息系统等方面的建设。

信托公司财富管理业务发展首要问题是战略定位，战略定位决定着公司核心业务系统建设，包括产品与客户管理、风险与信息管理系统建设，也决定着财富中心运营体系，包括运营机制、组织架构、考核激励、流程制度方面的建设和实施。

（一）财富管理顶层战略定位

信托财富管理业务发展战略包括财富管理顶层战略、核心业务战略、财富中心运营战略。目前大部分信托公司对财富管理顶层战略定位是以产品销售为中心的“销售媒介”，即采用直销方式，主要解决信托公司的资金来源问题。随着业务发展转型，信托公司将以产品销售为中心发展到以客户为中心。



资料来源：课题组整理。

图 1 信托公司财富管理发展战略设计

1. 产品导向战略定位

信托公司财富管理业务发展初期以产品销售为中心，即以销售为媒介，重点关注如何提高本公司的产品项目质量及销量，信托公司和财富中心也主要从本公司产品中获取收入和利润。

2. 客户导向战略定位

以客户为中心是以客户需求为中心，更加关注客户开发和维护，满足客户需求进行产品创设。发达国家和地区的财富管理业务发展模式多以客户为中心，获得利润的方式来源也呈现多样性，从管理客户资产管理费、咨询费到产品的佣金、利差等。

回归信托本源的战略定位是信托公司财富管理业务发展的必然之路，从产品销售



导向逐步回归信托本源，即走向以客户需求为核心的资产管理、资产配置和受托服务。两种战略的主要区别见表 1。

表 1 两种战略定位对比

	产品导向	客户导向
收入来源	主要是公司产品的销售佣金(内部发行费转移)	客户资产管理费、咨询费、内外部产品的佣金、利差收入
运营模式	强调理财师销售能力，重点推介公司内部产品 客户处于被动地位	理财师专业素养高，以客户需求为主进行产品设计与资产配置，强调品牌建设
考核激励	主要以销售业绩为主要指标	多维度考核指标，客户管理规模、客户数、利润等
产品管理	业务端进行产品创设，增加产品特点与种类，吸引客户	以客户需求为中心进行产品创设，并进行资产配置、受托服务
客户管理	信托公司内部客户进行划分，重视销售服务，忽视客户后续综合维护	品牌建设吸引客户，对客户内在需求进行分析，划分客户类别、提供多元化服务，关注客户关系维护
风险管理	注重信用风险、市场风险、销售风险	全面风险管理(包含法律声誉风险、操作合规及系统风险等)
信息建设	需求简单，信息化程度较低	功能全面，信息化贯穿业务全流程，账户管理及人工智能应用

资料来源：课题组整理。

(二) 财富管理业务核心战略布局

1. 产品与客户管理核心战略

采用以产品导向为战略定位的信托财富管理业务，一般负责资金端产品的推介，信托公司业务部门进行业务端产品的创设。而采取以客户为中心的财富管理业务，则会更侧重于客户的需求，在充分了解资金端产品偏好、风险偏好等基础上进行产品的创设，增加产品多元化及客户资产配置。

以产品导向为战略定位的财富管理业务在客户管理和维护方面，往往重视销售业绩而忽略了客户综合金融服务及关系维护的重要性。回归信托本源的战略定位则是以客户为中心，对不同客户的需求进行系统性、层次性分析，形成差异化服务体系。更加注重客户关系的维护，针对客户的内在需求进行不断挖掘，提高客户的稳定性与满意度。

2. 风险与信息管理核心战略

以产品导向更加注重产品的信用风险与市场风险及产品销售过程中的道德风险。以回归信托本源作为战略定位的财富管理中心，公司需逐步建立起全面风险管理理念，不仅要注重业务人员在产品销售中面临的风险，也要关注整套业务流程中的风险管控，从事前、事中、事后进行全面风险管理。另外，由于随着受托类业务规模的不断增长，业务涉诉的可能性会不断增加，信托公司应更加关注法律风险、声誉风险、操作风险及合规风险。



以产品导向信息系统需求一般较为简单，可以辅助客户经理将客户信息直接录入并进行后期管理。以回归信托本源为战略定位的财富管理中心，更加注重根据客户需求，对客户信息需进行分层管理，这也就要求信息系统功能更加全面，需要贯穿整个业务流程，同时客户账户管理及人工智能应用更加深入。

（三）财富管理中心运营战略

信托公司在发展过程中成立财富中心进行财富业务的运营和管理，包括财富中心的运营模式定位、财富中心布局及组织架构、考核激励机制、运营流程制度等内容。

1. 运营模式定位

以产品销售导向的财富管理中心运营模式，主要完成本公司产品销售，初期通常以成本中心运营，财富中心的权限较小，逐步发展成人为利润中心；以客户为中心的财富管理中心产品线开放，以利润为中心运营，财富中心在人员、产品、考核方面具有独立自主权。

2. 财富中心布局及组织架构

以产品销售导向的财富中心需要根据公司资产端的能力决定财富中心布局。以客户为中心的财富中心以客户需求为核心，产品线逐步开放，布局规划更加具有前瞻性。

3. 考核激励机制

大部分以产品销售导向的财富管理中心对员工的激励考核方式主要以销售业绩为导向。对于客户导向的财富中心，还应结合市场中其他实际因素，如客户的观念、维护市场的难易程度、客户的满意度等，进行多维度全方位的考核，并形成相应的激励政策。

4. 运营流程制度

定位为销售导向的财富管理中心在运营流程制度上，基本以业务人员主动向潜在客户推介公司已有产品为主，突出产品销售过程及合规性。以回归信托本源作为战略定位的信托公司财富管理中心流程制度，需从客户需求、风险偏好、资产配置个性化需求等进行设计开发。

二、境内外信托财富管理业务发展演化与特征分析

（一）信托制度的财富管理优势分析

财富管理的需求是多层次和综合性，主要体现为财产保障需求、财富积累需求，



财富传承需求和慈善需求，信托作为一种法律契约，其“代人理财”的信托制度是财富管理的天然承载者。信托财产具有权益分离、独立性、有限责任、连续性等特点，独有的制度优势应用于财富管理保证了实现财富需求过程中的灵活性、稳定性以及安全性。

表 2 信托制度特征与财富管理优势

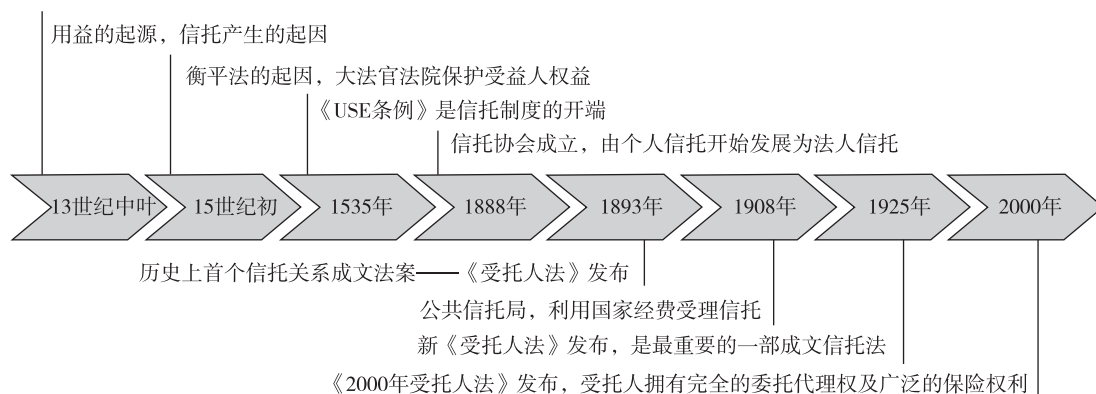
制度特征	信托制度特点	财富管理优势
所有权收益权分离	信托财产所有权在受托人和受益人之间分离	有利于受托人独立管理，发挥管理人专业优势实现财富保值增值
信托财产独立性	信托财产从委托人、受托人和受益人的固有财产中分离	有利于财富风险隔离及实现财富管理意愿财产安全性
信托目的自由性	信托计划设计灵活，实现委托人信托目的	有利于综合个性化财富需求，如传承需求慈善需求等
信托存在连续性	不因委托人和受托人本身的意外变化而结束	有利于长期连续财富管理，有利于保障及传承需求

资料来源：课题组整理。

（二）英国信托业务演化及财富管理特征分析

1. 英国信托业务历史演化

1535 年英国《USE 条例》是信托制度的开端，“衡平法”又为英国的 USE 制度的发展奠定了法律基础。英国还颁布了《受托人条例》，开始构建信托法律体系，信托立法日趋完善。在漫长的历史演进中，英国的信托财产由最初的不动产逐渐扩展到动产、资金、股权等各个类型。受托人从最初的自然人逐渐向自然人和法人均可成为受托人转变，受托人职责也从消极型向积极型演化，信托法判例也逐渐向成文法的方向发展。其历史演化过程及重要事件见图 2。



资料来源：课题组整理。

图 2 英国信托财富管理业务演化过程重要事件



2. 英国信托主要产品种类及财富管理特征

个人信托是英国信托财富管理的重要内容，占信托总量的 80%。最初英国的信托是由个人作为受托人，主要处理私人财产和事务。英国的信托是建立在非营业信托基础上发展起来的，个人担任不收取报酬的受托人的特色至今仍未改变。个人作为受托人时，受托人主要是由社会地位较高的牧师、律师或值得他人信赖的人担任。

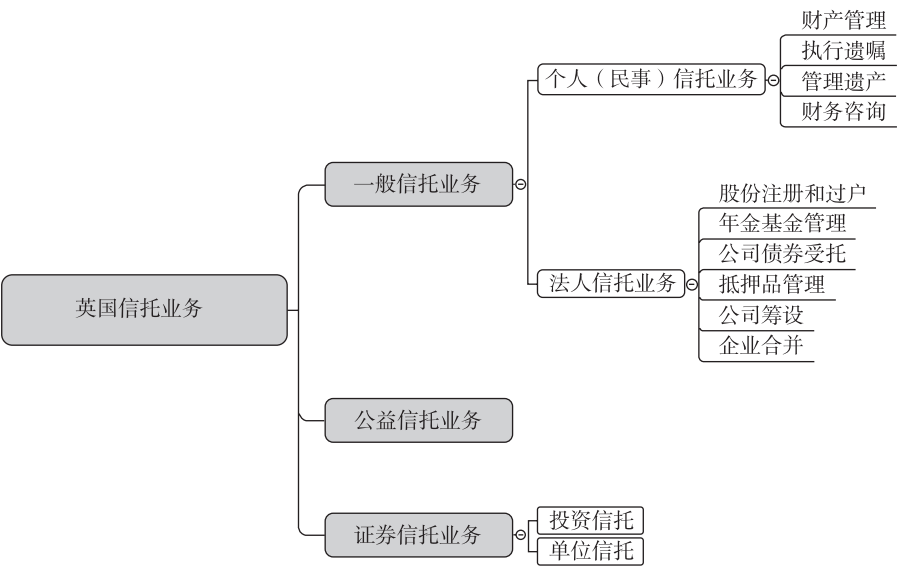


图 3 英国信托业务分类

个人信托业务作为英国信托业最显著的特点，主要涉及财务咨询、财富管理、执行遗嘱、管理遗产等领域。信托文化也体现英国传统的荣誉感和良心观念塑造的荣誉底色。目前英国的信托业务主要分为三类：一般信托（个人信托和法人信托）、公益信托、证券信托。法人信托即由法人作为受托人的信托。法人信托主要包括股份注册和过户、年金基金管理、公司债券受托、抵押品管理、公司筹设、企业合并等。法人信托主要是银行和保险公司的兼营业务，高度集中在大银行所设立的信托部。

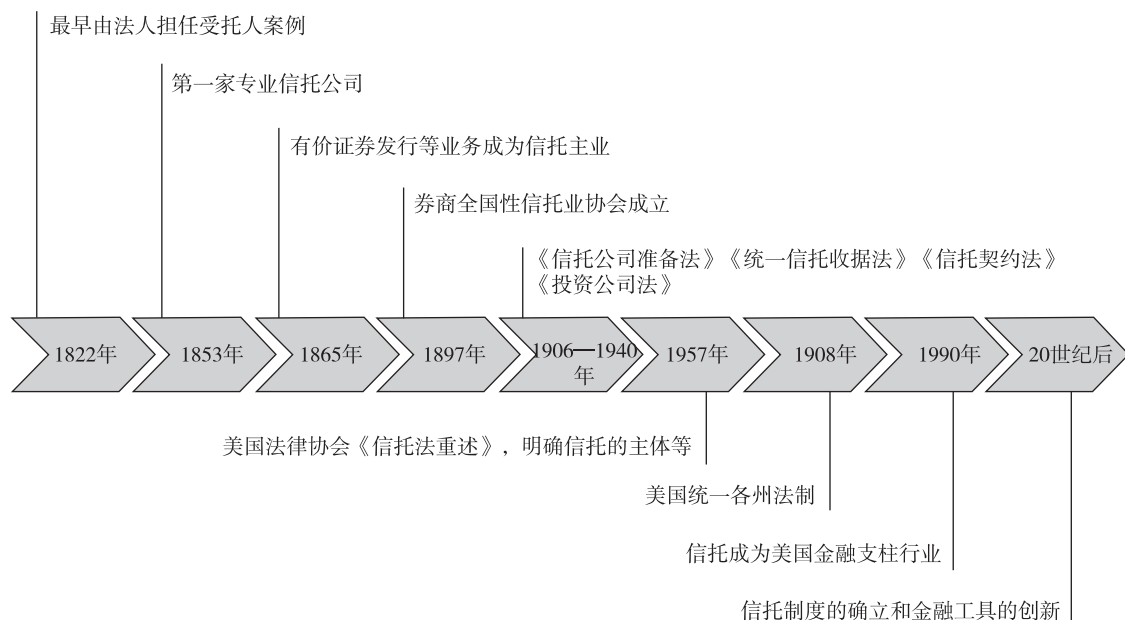
（三）美国信托业务演化及财富管理特征分析

1. 美国信托业务历史演化

美国与英国信托的发展有很大区别，英国以民事信托为主，而美国则以商事信托为主，美国信托资产中 90% 以上都属于商事信托。信托在美国最初以民事信托为主，后逐渐从个人信托向法人信托转变。英国的受托人主要以个人为主，而美国则以法人为主，其根源在于两国文化基因的差异。英国的绅士文化倡导社会荣誉，而美国的商



人文化则决定了创新发展出以营利为目的的商事信托，并进一步地将商事信托，从契约型发展为更为稳定的公司型。在美国信托业务最初是由保险公司运营管理，后逐步变为由银行为主，其历史演化过程及重要事件见图 4。



资料来源：课题组整理。

图 4 美国信托财富管理业务演化过程重要事件

2. 美国信托产品分类及财富管理特征

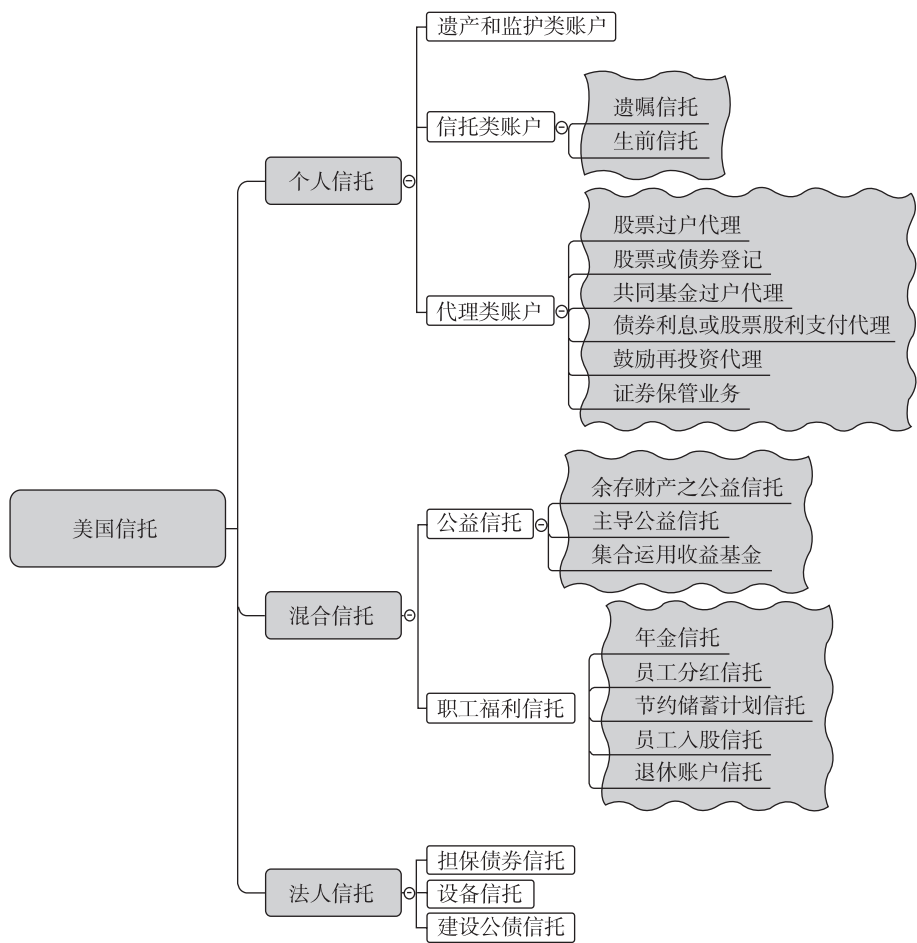
美国信托业务主要包括个人信托、法人信托、混合信托。此外，美国还创新了许多信托投资工具，如共同信托基金（MTF）、货币市场互助基金（MMMF）、商业汇票（CP）、大额存单（CD）、国库券（TB）、现金管理账户（CMA）、短期资金市场以及融资租赁业务等。

美国信托财富管理业务的主要特点如下：

第一，客户账户管理特点，账户管理美国信托业务主要集中在个人信托及代理账户、退休相关信托及代理账户、集合投资基金以及托管与保管账户四大类。客户管理系统的开发与建设先进，客户体验好。

第二，注重客户积累及客户资源整合，对不同资金量级、不同职业客户进行分级分类管理，并分别建立标准化管理流程。

第三，美国银行兼营信托业务，并高度集中于银行，信托业务与证券市场紧密结合，信托业务创新程度较高。



资料来源：课题组整理。

图 5 美国信托种类划分

（四）日本信托业务演化及财富管理特征分析

1. 日本信托业务发展历史演化

日本信托业的发展历史可大体分为三个阶段，即早期发展阶段（1905 年至第二次世界大战结束）、高速成长阶段（第二次世界大战结束至 20 世纪 80 年代）和调整与创新阶段（20 世纪 80 年代至今）。

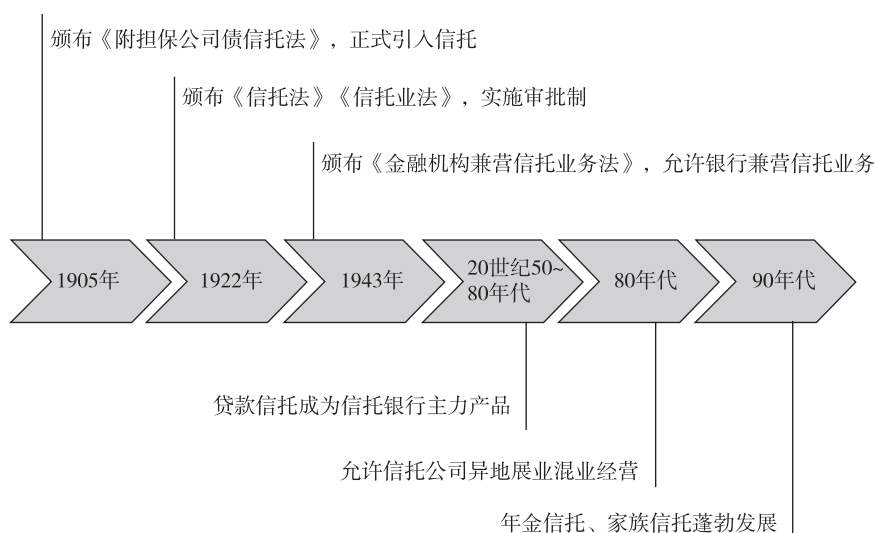
1905 年日本出台《附担保公司债信托法》，正式引入信托制度；1922 年出台《信托法》《信托业法》，规定信托业经营实施审批制，大幅提高行业准入门槛；1943 年颁布《金融机构兼营信托业务法》允许银行兼营信托，为信托银行开展信托业务提供了法律依据。

在 20 世纪 50 年代至 80 年代，日本长达三十年的经济高速增长期，日本信托业也进入高速成长阶段，贷款信托成为信托银行的主力产品，被日本业界称为“贷款信



托时代”。

自 20 世纪 80 年代起，日本信托业进入调整与创新阶段。日本政府不断放宽信托业的市场准入，推动信托业由原来的分业经营走向混业经营。为应对泡沫经济破灭后经济形势的变化，日本政府在 90 年代开展金融体制改革，通过“从储蓄到投资”战略鼓励国民更多参与金融市场投资，这一阶段也是年金信托、家族信托的蓬勃发展时期。信托从金融中介功能转向金融功能与财产管理功能并重。



资料来源：课题组整理。

图 6 日本信托财富管理业务演化过程重要事件及意义

2. 日本信托产品分类及财富管理特征

日本信托产品种类众多，以客户类型为标准，可细分为面向个人的信托产品与面向法人的信托产品，^① 见图 7。

在日本信托产品中，金钱信托在日本信托财富管理中居于核心地位，占全日本信托财产的 90% 以上。金钱信托是把金钱作为信托财产交给受托人。在信托期限内，信托银行可以将受托的金钱用于经营贷款、有价证券和不动产等。当信托期满时，仍将金钱交付受益者。

日本信托财富管理的主要特征：

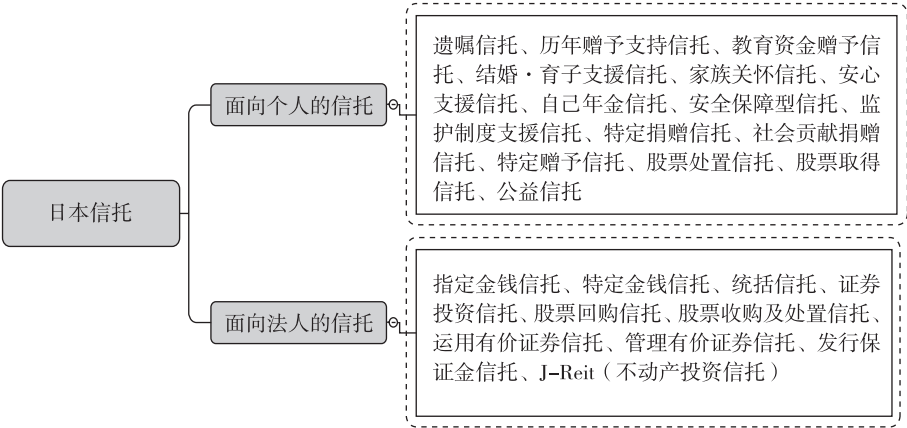
第一，完善的信托基础法律和配套制度是日本信托财富管理得到有效发展的重要基础。

^① 浙商金汇信托股份有限公司. 我国台湾地区和日本信托业发展研究 [M]. 杭州：浙江人民出版社，2019.



第二，日本信托财富管理实践较为重视老年人的财富管理需求。

第三，产品设计结合时代需求，例如金钱信托逐渐消失，刚性兑付逐渐打破。



（五）中国台湾地区信托业务演化及财富管理特征分析

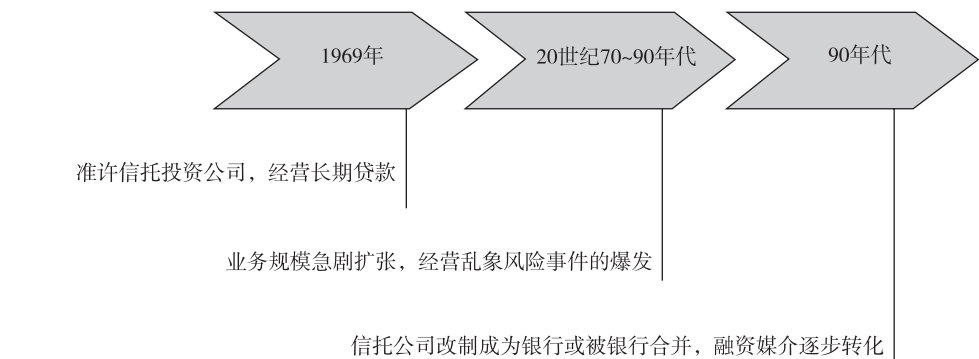
1. 中国台湾地区信托业务发展演化

中国台湾地区信托业的发展历史可大体分为两个阶段，即以信托投资公司营业为主的阶段（20 世纪 70 年代至 90 年代末）和以银行兼营信托业为主的阶段（21 世纪初至今）。^①

从 20 世纪 70 年代开始，中国台湾地区进入经济腾飞时期，此时期银行数量较少，且监管要求不得开展长期贷款业务。1969 年开始出台相关规定，准许信托投资公司设立，为企业提供中长期资金。20 世纪 70 年代末，信托投资公司吸收的信托资金占全部金融机构存款余额的 7.75%，放款占全部金融机构的 9.1%。由于业务规模的急剧扩张，风险管理手段未及时跟上，最终导致多起风险事件的爆发。

20 世纪 90 年代后，中国台湾地区开启金融改革，原有信托公司改制为银行或被银行合并。有 56 家金融机构从事信托业务，其中 44 家银行、11 家券商（开展证券投资信托业务）、1 家信用合作社。信托业在台湾金融格局中的地位也有所调整，从中长期融资媒介逐步转变为着重于利用制度优势保障财产安全的金融工具。

^① 浙商金汇信托股份有限公司. 我国台湾地区和日本信托业发展研究 [M]. 杭州: 浙江人民出版社, 2019.



资料来源：课题组整理。

图 8 中国台湾地区信托财富管理业务演化过程重要事件

2. 中国台湾地区信托产品分类及财富管理特征

中国台湾地区“《信托业法》”以信托财产的类型为标准，在具体实践中，中国台湾地区的信托产品较为丰富，且兼具财富管理和社会服务等多重功能，例如预付款信托、员工激励及福利信托等。

预付款信托是中国台湾地区的特色信托业务。厂商作为委托人，以消费者预付的全部或部分消费款项作为信托财产。消费者基于对厂商的信赖预先付款，然后厂商提供商品或服务，最后根据实际消费情况与厂商进行结算。预付款信托的资金运行管理过程中，受托人不得进行具有投资风险的运用，其实质上更像是高比例保障基金和准备金制度。

中国台湾地区信托财富管理特征：

- 第一，财富管理的产品类别丰富，平民化特征显著。
- 第二，银行兼营信托业务，资产证券化信托业务发展较快，与保险合作紧密。
- 第三，信托业务从金融媒介逐步向保障财产安全转变。

表 3 信托产品分类（按服务领域分类）

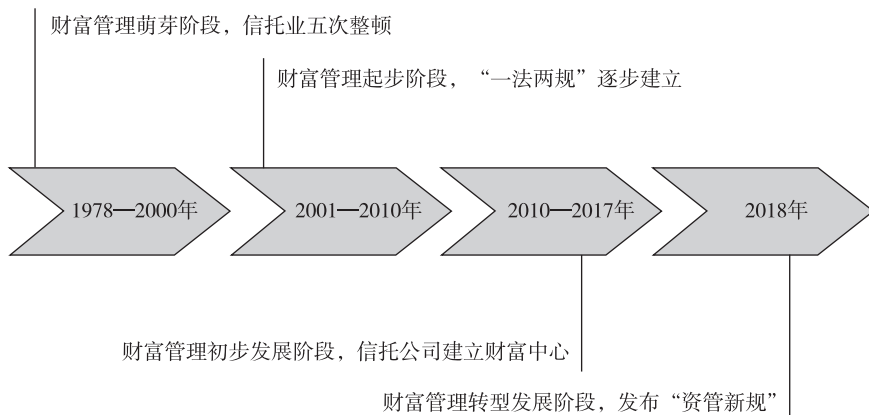
领域	产品
财富管理领域	家族信托、传承信托、安养信托、退休信托、保险金信托
财产安全保障领域	预付款信托
建设领域	不动产开发信托、都市更新信托、建设保证金信托
服务员工领域	员工激励信托、员工福利信托、公职人员信托
其他	不动产证券化信托、金融资产证券化信托、公益信托



（六）境内信托财富管理业务发展演化及特征分析

信托业务在中国境内的植根和成长始于 20 世纪 20 年代，信托公司的经营范围包括信托存款、信托投资、证券信托、遗产信托、代理信托等。新中国成立后对旧中国的金融信托接管改造，与英美不同，中国境内信托法律实行大陆法系。

中国境内信托财富管理业务起步较晚，可分为四个阶段：



资料来源：课题组整理。

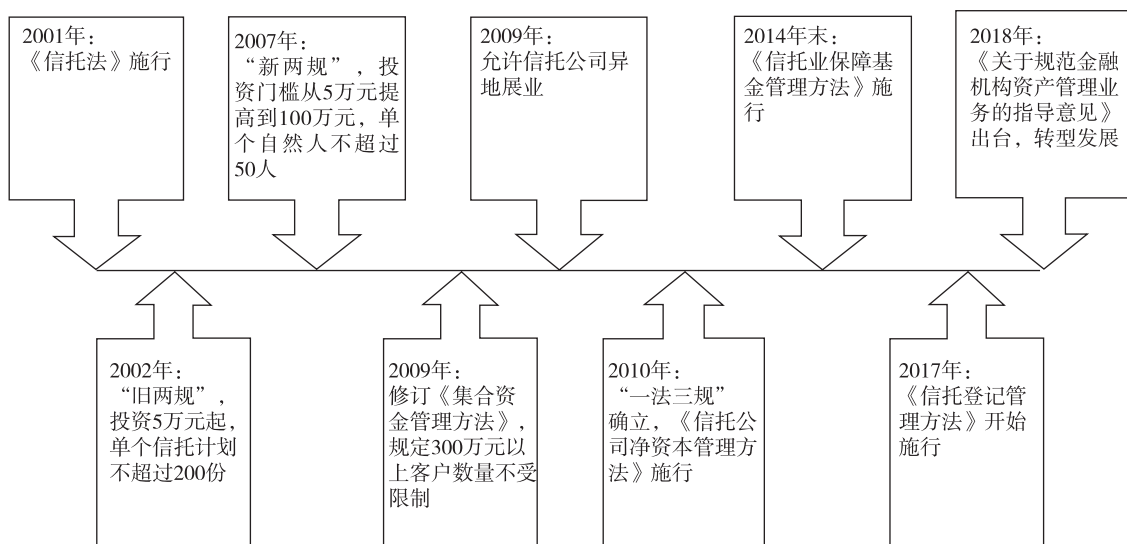
图 9 信托财富管理业务发展重要事件及历程

第一阶段：财富管理业务萌芽阶段。1979 年中国境内信托业恢复，第一家信托机构中国国际信托投资公司成立。信托投资公司的业务从最早同业拆借、信贷业务、高息揽储、国库券的买卖，逐渐发展成兼营银行业务、证券业务、投资经营业务的“金融百货公司”，最多时有 1 000 多家。随后人民银行先后对信托业进行五次大整顿。直到 2001 年《信托法》颁布之前，有 210 多家信托机构退出市场，59 家获准重新登记，13 家拟保留未重新登记。在此过程中，信托公司也积累了一部分客户，但财富管理业务没有真正开展，处于萌芽阶段。

第二阶段：财富管理起步阶段。2001 年《信托法》为促进中国境内信托事业奠定了制度基础，2002 年《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托管理暂行办法》（以下简称“旧两规”）颁布，首次明确信托公司“受人之托、代人理财”的职责。但由于办法对信托的限制较为严苛，规定集合资金信托计划不得超过 200 份信托合同、每份合同金额不得低于人民币 5 万元，信托公司难以依靠自身力量解决大规模信托项目的资金募集。2007 年《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》（以下简称“新两规”）正式颁布，信托才逐步打开多元化资金渠



道，推动信托行业迈入快速发展期。2009 年中国银监会修订了《信托公司集合资金信托计划管理办法》，进一步放开合格投资者人数限制，规定单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，但单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者和合格机构投资者数量不受限制。这条变动对于信托财富管理发展至关重要。但由于当时的信托公司信托业务中主动管理的集合信托规模占比不高，这一时期第三方理财市场发展较快，成为信托公司重要销售渠道之一，信托公司财富管理处于起步阶段。



资料来源：课题组整理。

图 10 我国信托财富管理业务发展的制度基础

第三阶段：财富管理初步发展阶段。2011 年是信托公司财富管理发展的元年。由于第三方理财的不规范销售问题逐步显现，促使监管的严格限制。2011 年《关于规范信托产品营销有关问题的通知》出台，鼓励信托公司发展直销业务，各家信托公司纷纷建立客户服务中心、财富管理中心发展财富管理业务。

第四阶段：财富管理转型发展阶段。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》（以下简称“资管新规”）正式印发，财富管理业务发展成为信托公司回归本源的重要业务之一。2018 年 9 月中国银保监会信托部的《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》明确指出，公益（慈善）信托、家族信托不适用“资管新规”相关规定，一些信托公司开始从传统的房地产信托、基础设施信托等转型进入资产证券化业务、家族信托、慈善信托等领域，培育新的利润增长点。



在此阶段，信托公司、银行、证券包括第三方财富机构和基金子公司都在财富管理行业展开激烈竞争，信托公司在投资范围方面具有竞争力，但在项目和销售渠道方面较为有限。各类金融机构财富管理业务发展优劣势对比，见表 4。

表 4 中国境内各金融机构财富管理业务优劣势对比分析

金融机构	优势分析	劣势分析
信托公司	投资范围广，产品收益高稳定	项目与销售渠道有限，客户积累小
银行机构	客户群庞大，产品丰富	管理模式，投资渠道有制约
证券公司	资金来源稳定，客户规模大，投研优势	影响力不足发展定位不清晰，通道业务占比大
第三方财富机构	产品丰富，制度灵活	风控体系弱，政策限制多
银行理财子公司	可做私募与公募理财产品	不可做信托公司相关业务

资料来源：课题组整理。

三、信托公司财富管理业务发展与启示

（一）发达国家和地区的经验借鉴

从英国、美国、日本及中国台湾地区信托业务发展的历史和实践看，结合目前信托公司财富管理业务发展，有以下借鉴和启示：

1. 信托财富管理职能多元化。发达国家和地区将信托的财产管理和受托人服务作为业务重点，包括财产管理各项业务、客户账户管理以及咨询业务等，从生前到身后整个客户及家族的生命周期，从家庭财产安排到商业化金融化发展。中国境内目前信托产品和服务相对单一，需从以产品销售为导向向满足需求多样化个性化的客户导向转变。
2. 信托财富管理重视国际化。全球化推进信托财富管理国际化进程不断深化，以日本为例，日本借鉴了美国的营业信托做法，并根据国情进行改造，允许年金账户配置外国国债、信托账户下配置以外币计价的证券，开展跨国信托业务和家族信托业务。中国境内信托财富管理也应重视国际化。
3. 信托财富管理工具普惠服务。与中国台湾地区和日本相比，中国境内现阶段信托财富管理仍是以高净值人群作为主要目标客户，未来信托业在财富管理领域的服务范围更大，服务种类更多，让信托财富管理从高净值人群走向普惠大众。

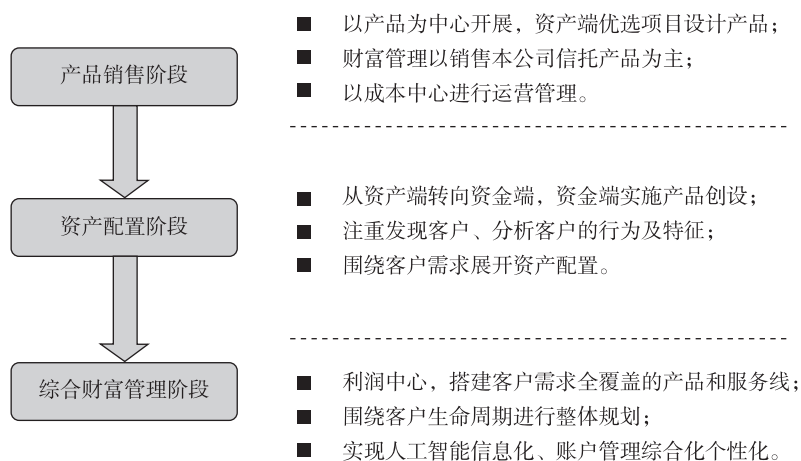


4. 适时布局与老龄化社会相关的信托财富管理业务。从日本的经验来看，信托财富管理在老龄化社会具有重要意义。中国也在逐渐转向老龄化社会，应该以老龄化为背景布局养老信托、保险金信托、安养信托、传承信托等信托财富管理服务体系。

5. 信托财富管理的综合账户管理和信息化发展。从美国经验来看，未来财富管理业务发展对信托公司账户管理、信息系统建设提出了全新的要求。

（二）信托公司财富管理业务转型

信托公司财富管理业务将以客户需求为导向，加强主动管理能力，客户服务体系建设，由传统的信托产品销售向资产配置转变，最终向综合财富管理转变。信托公司财富管理业务是围绕客户的生命周期进行整体规划的依托信托制度为满足委托人在财产转移、财产管理方面的需求而开展的受托服务业务。



资料来源：课题组整理。

图 11 财富管理转型

随着信托财富管理的转型升级，信托业务功能也在发生深刻的转变。信托业务转型可分为三个方向：一是传统信托业务转型升级成投资银行业务，可以在各个环节为不同风险偏好的客户提供不同收益的产品和服务，满足客户差异化的需求；二是以金融服务功能为基础构建资产配置平台，大力发展资产配置业务，可以为财富管理进行客户资产配置提供更多优质资产；三是利用信托制度拓展社会服务，利用财富管理制度优势开展财富规划和财富传承业务。未来，信托业务逻辑也将更侧重于财富管理（客户维度）和资产配置（产品维度）的联动，信托公司将构建以客户需求为中心的产品和服务线，构建信托公司在财富管理市场的核心竞争力。



第二部分 信托公司财富管理运营管理研究

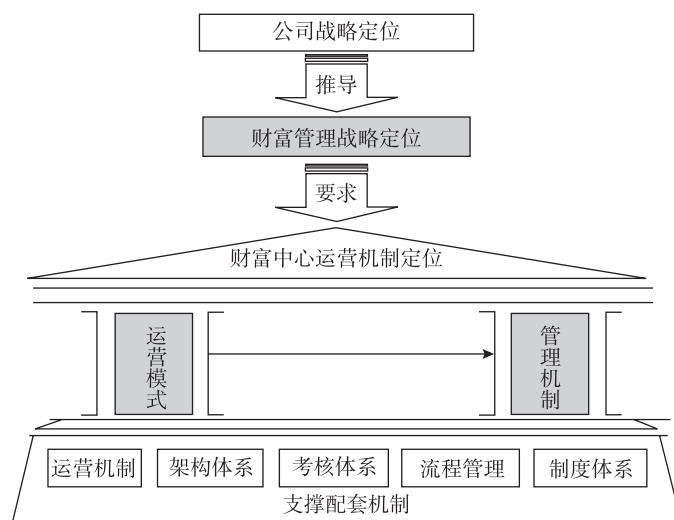
近年来随着信托公司财富管理业务的发展，大部分信托公司成立的专门的财富管理部门，如财富中心营销管理部 / 客户服务部。尤其加大了财富中心的建设。信托公司财富运营管理体系包含了运营机制、架构设计、考核激励、流程制度等；需要结合公司的战略定位，综合考虑公司的资源禀赋、市场情况、内部管理诉求等来确定。

问题导引：

- ①信托财富中心运营机制的选择是以成本中心、人为利润中心还是自然利润中心？选择的依据和条件是什么？公司是否需给予相匹配的资源？
- ②信托财富中心组织架构是选择垂直型、偏平型还是事业部制？是否与其业务发展阶段相适应？
- ③成立财富中心产品研发部的时机和定位，人员选择及考核机制如何设定？
- ④财富中心不同发展时期的考核重点有何不同？如何根据市场及公司具体情况进行财富中心的考核调整？
- ⑤如何根据不同时期财富中心的考核重点制定相应的理财师及管理者的考核政策，如何根据市场和同业变化进行调整？
- ⑥如何长期解决信托公司财富管理人员流动性大，队伍不稳定问题？
- ⑦如何通过梳理财富中心运营流程综合提高财富中心的运营效率与合规精细化管理？如何进行内部制度化建设及管理？

四、财富中心运营管理模式定位

信托财富中心运营管理体系包括运营模式和管理机制，具体包含构建和完善相应的运营机制、架构体系、考核体系、流程管理、制度体系等。



资料来源：课题组整理。

图 12 财富中心运营模式定位（课题组整理）

（一）成本中心与利润中心运营模式选择

建立财富中心首先面临的第一个问题就是运营模式定位问题，究竟是利润中心还是成本中心？从实践来看，财富中心前期是一个投入和积累的过程，初期采用成本中心的定位。发展 3~5 年，在财富中心具备一定规模之后，可以逐步过渡到人为的利润中心，即准事业部制，此时可以通过内部转移价格独立核算，但其本质还是成本中心。只有当产品线丰富、人员和客户充分积累时，才能真正转为市场化的利润中心，即事业部制或者子公司制。

1. 运营模式要点分析

管理大师德鲁克指出，“企业内部只有成本中心，没有利润中心。”也就是说，确定利润中心与成本中心的关键是收入或资源是否来源于企业外部。因此，尽管目前信托公司大部分属于成本中心，但信托公司在实践中出现了人为利润中心，即通过人为规定的内部结算来发挥利润中心的激励机制。

表 5 信托财富中心运营模式要点比较

财富中心定位		产品选择权	收入来源	目标考核
成本中心	自然成本中心	公司审批产品，不直接外采产品	固定发行费收入	统收统支费用预算制
	人为利润中心	公司审批准入，可少量引入外部或通过 FOF 产品引入	内部谈判竞价或分润比例，内部转移收入	独立成本核算（小包干）绩效费用，固定比例提成
利润中心	自然利润中心	内设产品部独立选择产品，外部引入丰富产品线	顾问费管理费佣金等，内部及外部产品服务收入	大包干制，营销费全部发放，自负盈亏

资料来源：课题组整理。



2. 运营模式选择影响因素

影响信托公司运营模式的主要因素包括产品线、市场占有率、客户、理财经理、股东背景等。通过对比分析财富中心成本中心、利润中心要点，结合信托公司自身特点，进行模式定位，从而进一步进行机制、组织、考核、流程、制度等设计。

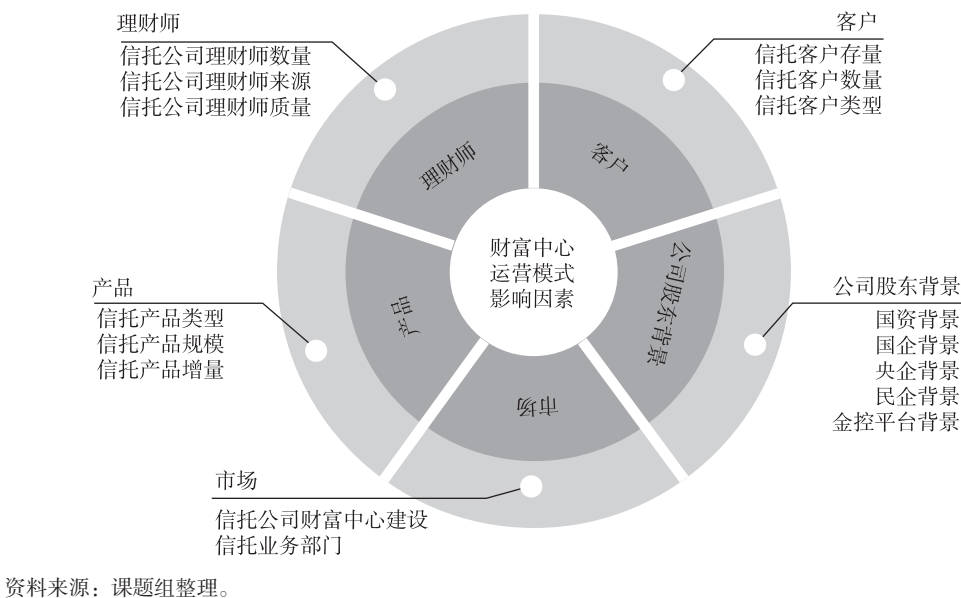


图 13 财富中心运营模式选择影响模型

(二) 成本中心运营机制及考核

1. 收入支出管理

成本中心也称费用中心，采用成本中心运营的信托公司财富中心，其收入主要为信托产品的发行费。发行费是指公司根据财富管理总部发行及管理的信托项目，按照一定比例计提，主要用于财富管理总部发行管理、绩效等费用。成本中心发行费通常由公司统收统支，实行预算管理支出。

在发展初期往往根据发行规模计提发行费收入，计提公式如下：

产品销售规模 × 发行费比例 × 产品期限 = 发行费收入

发行费计提比例通常为固定比例，可以根据产品类型进行设置；产品期限可以按年收取，也可以按天数收取。

财富中心费用支出主要包括人力成本费用、营销运营费用、网点固定成本费用、品牌宣传费等。



发展初期营销运营费用、品宣费用及绩效奖金通常与发行规模挂钩，基本工资及网点支付采取预算制，后期随着指标调整费用支出也会更多与相关考核指标挂钩。

表 6 财富中心的费用支出

类别	明细
人力成本费用	员工基本工资、绩效奖金、员工福利、五险一金等
营销运营费用	差旅费、招待费、会议费用等
网点固定费用	装修、房租、水电费、办公用品等
品宣费用	宣传费、客户活动及维护费用

2. 成本中心绩效考核

采用成本中心运营的财富中心，其考核与发行费收入并不完全挂钩，发展初期信托财富中心的考核指标主要以规模指标为核心，而对其他类型指标关注较少。当财富中心发展到一定阶段，信托公司会对财富中心考核指标进一步完善，引导财富中心及其团队关注客户结构、合规运营、组织发展等工作。

表 7 财富中心主要考核指标

考核指标		评价说明
业绩指标	销售规模指标	产品销售总规模、新增销售规模、特定重点产品销售规模
	客户数量指标	存量客户数、新增客户数、家族信托客户数
管理指标	运营管理指标	团队建设及培训、品牌宣传、客户管理、信息系统管理等
	合规管理指标	合规操作管理、客户投诉、反洗钱、消费者保护

（三）人为利润中心运营机制及考核

经过一定程度的发展，为了提升财富中心的盈利能力，财富中心可建立人为利润中心。人为利润中心其实质还是成本中心，还是主要销售公司产品。但在信托公司内部，财富中心可以通过切分信托报酬，结算发行费收入，实现内部利润的责任中心。

财富中心运营业绩的考评关键在于内部结算价格（发行费收入切分比例）的制订。发行费收入计算如下：

$$\text{信托产品收入} \times \text{切分比例} = \text{发行费收入}$$

财富中心与业务部门通常以内部谈判等方式来确定收益分配比例，可以是固定



比例，也可以是浮动比例。

在此运营机制下，信托公司从发行费收入中计提相应的人员工资、绩效、运营管理费用等，通常网点初期成本由公司承担。以人为利润中心运营的财富管理中心及二级中心在费用与奖金的分配上权限也相对较大。

（四）利润中心运营机制及条件

真正的利润中心也称自然利润中心，是一个责任中心，财富中心自负盈亏。同时从战略和组织角度，财富中心在人员管理、费用使用，尤其是产品控制方面，包括产品销售的选择权，产品价格制定权、产品收入决策权都有很高的独立性和自主权。

采用利润中心运营的财富中心，首先需要多样化的产品和较强的产品风险管理能力。除了内部产品线，还将从市场上筛选比较优秀投顾，增加股权、权益类产品多样性。成为利润中心不仅需要丰富的产品线、成熟的组织架构，还要有一定规模的销售能力和充分的客户积累。目前，现有大部分信托公司财富中心在人员、产品、客户数量三方面都还没有足够条件支持市场化的利润中心。

五、财富中心布局及组织架构

（一）信托财富中心发展现状

信托公司财富管理业务是从主要依靠渠道到发展直销客户的过程。2011年，《关于规范信托产品营销有关问题的通知》鼓励直销业务发展，信托公司纷纷开始筹建自己的销售渠道，并设立了产品营销、客户服务和财富管理相应的职能部门。

2014年前后随着《关于信托公司风险监管的指导意见》的实施，信托公司加快了异地财富中心建设，但大部分信托公司依然主要是属地管理。

从2016年开始，随着第三方理财市场整顿，各家信托公司纷纷加强在全国布局，增加高端客户市场占有及资金端主动权。

1. 信托公司财富中心发展

据统计2017年有35家信托公司成立了财富中心，不同地区数量合计204家。2018年有59家信托公司设立财富中心，不同地区数量合计362家，其中25家信托公司下设二级部门。



表 8 2018 年末前十大区域财富中心城市分布（61 家信托公司）

序号	城市	财富管理员工（人）	财富中心数量（个）	总部数量（个）
1	北京	835	38	17
2	上海	718	39	9
3	杭州	481	21	4
4	成都	338	18	2
5	西安	248	11	3
6	深圳	246	22	2
7	南京	218	15	2
8	广州	193	19	2
9	天津	123	8	2
10	苏州	99	11	1
前十大区域财富中心小计		3 499	202	—
61 家信托公司合计		4 899	347	—
前十大区域财富中心占比（%）		71.42	58.21	—

数据来源：《中国信托业发展报告（2018—2019）》。

2. 信托公司财富管理人员发展

信托公司财富管理人员也在逐步扩大。截至 2018 年末，有 14 家信托公司财富管理员工人数超过 200 人。

表 9 2018 年末信托公司财富管理部门人数分布（61 家信托公司）

财富管理人员分布（人）	信托公司数（家）	占比（%）
大于等于 1 000	1	1.64
大于等于 500，且小于 1 000	0	0
大于等于 200，且小于 500	3	4.92
大于等于 100，且小于 200	9	14.75
大于等于 50，且小于 100	8	13.11
小于 50	40	65.57

数据来源：《中国信托业发展报告（2018—2019）》。

3. 信托公司财富中心布局特点

信托公司布局也从属地布局发展到全国布局。从总体上看，信托公司财富中心



的地域分布特点与银行、证券和保险等金融行业是一致的。具体体现如下。

（1）主要以一、二线城市为主，高净值人群主要集中在大城市中，客户对各类理财产品的认知程度更高，有利于财富中心开展业务拓展客户。

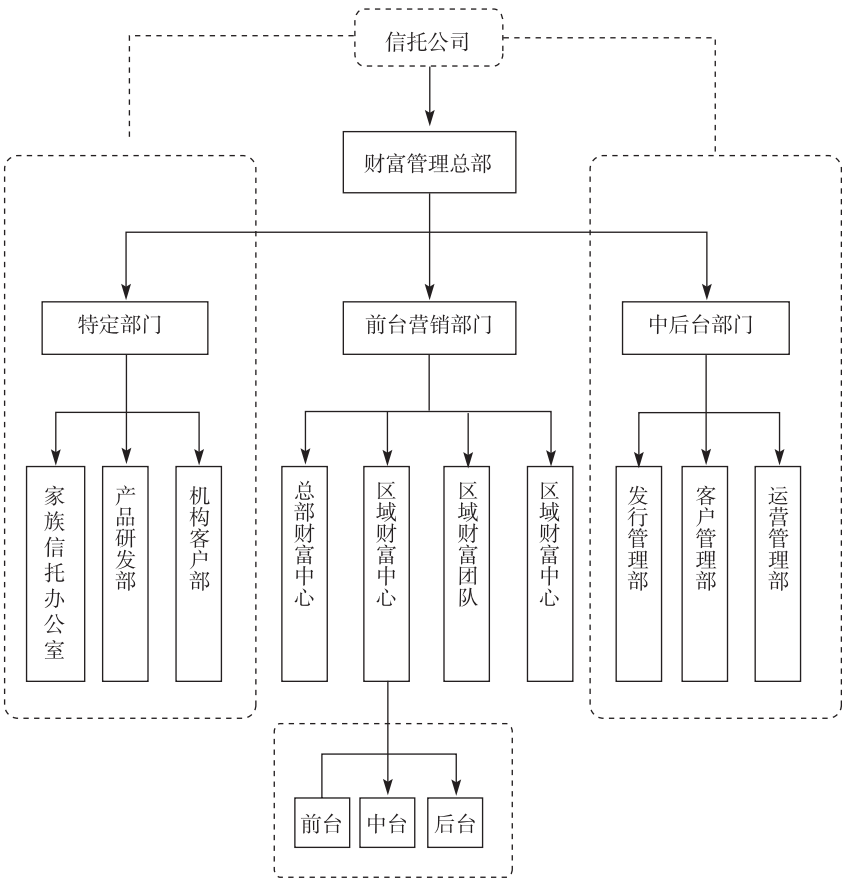
（2）信托公司更加关注高净值人群、金融机构和工商企业的集聚程度，尤其在广东、上海、北京、江苏和浙江地区更是如此。

（3）南方城市集中在长三角地区，以上海为核心辐射江南的苏锡常地区和钱塘江流域的杭嘉湖地区，北方以北京地区为主，西部集中在西安、成都。

（二）财富中心组织架构设计

1. 财富中心组织架构及职责

目前信托公司财富中心组织架构，主要包括前台营销部门、中后台部门、特定部门。



资料来源：课题组整理。

图 14 财富中心组织架构



表 10 某信托公司财富中心主要职责

职能	信托财富中心主要职责
战略规划及制度建设	1. 负责拟定公司营销战略和策略 2. 负责拟定公司信托产品营销及内部机构相关管理制度
营销管理	1. 负责统筹协调省内外营销部门做好信托产品营销工作 2. 负责培育挖掘潜在的客户群体特别是高端客户群，向客户提供理财咨询及资产配置服务，建立广泛的产品营销网络 3. 统一负责信托产品销售合同的全程管理工作 4. 负责掌握客户动态情况，制定突发性事件及应急措施方案
客户开发与维护	1. 负责客户开发与维护 2. 负责通过客户管理系统集中管理客户信息等 3. 负责了解掌握最新的信托产品的推介模式及信托募集兑付方式，为公司信托资金的募集、兑付工作提供全方位的支持服务 4. 负责信托项目资金端信息管理，具体负责客户账户开户、信托合同管理、成立分配兑付、期间交易的录入及复核工作
运营操作	1. 负责制定信托募集、兑付等方面的方案、统计及相关的业务分析和业务资料的收集、相关档案的保管 2. 负责安全保管信托产品募集和兑付期间的信托资金 3. 负责完成信托资金到期兑付工作 4. 负责办理客户受益权转让及客户资料信息变更事宜
客户服务	1. 负责客户活动及品牌宣传。 2. 负责处理客户投诉、合同纠纷等问题，定期回访客户搜集相关信息，并及时反馈客户意见及建议
培训及品宣	1. 负责组织部门内部及客户的信托业务培训及品牌宣传及推广工作 2. 负责信托产品反洗钱合规管理及打击非法集资宣传教育等工作 3. 负责日常消费者权益保护宣传、投资者教育等有关工作

其中财富中心中后台主要包括发行管理部、客户关系管理部、综合管理部。其主要职能如下：

表 11 某信托公司财富中心中后台主要职能（课题组整理）

中后台	发行管理部	客户关系管理部	综合管理部
主要职能	1. 信托产品发行上架定价管理 2. 营销管理 3. 财富培训管理	1. 客户关系的管理 2. 品牌宣传 3. 消费者权益保障 4. 公共客户服务	1. 财富条线运营管理 2. 收益分配、综合管理 3. TA 数据维护及合同管理 4. 财富条线反洗钱工作

资料来源：课题组整理。



2. 组织架构模式选择

各信托公司依托自身资源禀赋，探索信托财富管理业务，选择不同的组织架构。

（1）财富中心总部直管架构。其主要特点是中后台及异地财富中心由财富管理总部直接管理，优势在于财富中心集中管理，信息传递速度快，较容易贯彻落实公司发展理念，执行力强，且管理成本较小。这类财富中心往往也采取成本中心运营模式。

（2）平行型财富中心的组织架构。平行型通常前台营销与中后台独立，区域财富中心、家族信托及产品部也相对独立，组织架构更加扁平化。这种结构有利于更加独立进行决策和专业化管理，但管理成本和沟通成本较高。

（3）事业部制及财富子公司。随着财富中心的进一步发展，或公司财富重要战略转型，组织架构也可采用事业部或子公司制，实现财富中心的自主经营和自负盈亏。

3. 平台型组织架构探索

信托财富人员流动性过高是信托公司在管理上面临的重要难题问题。探索平台型组织架构，信托搭建产品及服务平台，前台团队采用合伙人制度，即通过“财富合伙人”将长期服务的绩优员工深度分享公司通过财富管理获得的利润，来吸引转化精英化队伍，鼓励理财师与公司一起不断突破发展。这种架构通过激励财富管理人员长期服务，从客户长期利益考虑，更好地保护客户利益，留住客户，使公司获取长期利益。

六、财富中心岗位体系设计及考核激励

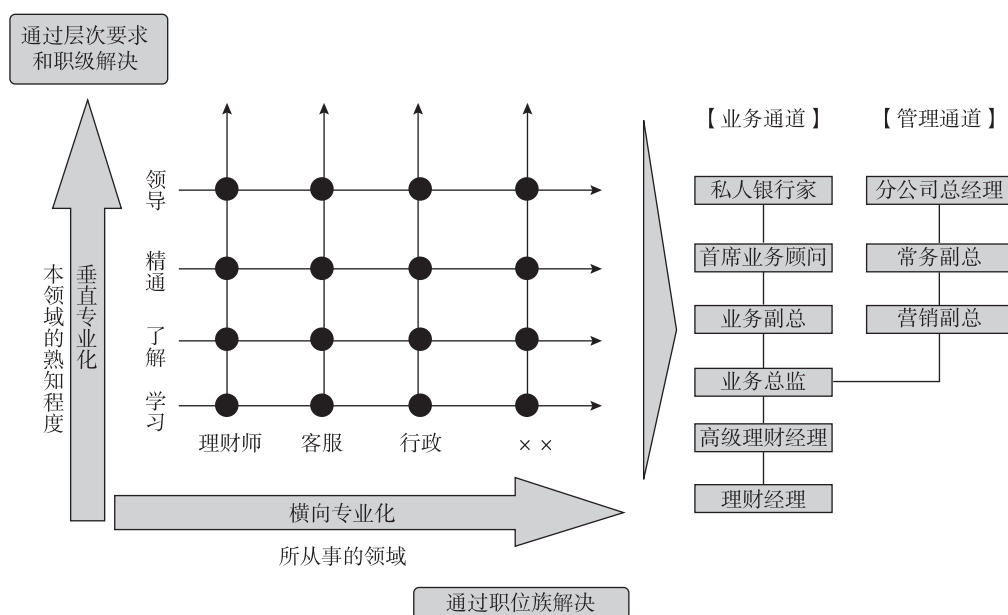
信托公司财富中心岗位体系设计、考核激励是整个财富运营管理模块的核心组成部分，不同的财富中心运用模式和组织架构引发其管理权限的不同，考核激励也不同。

（一）财富中心岗位体系设计

1. 双通道岗位设置

通过职责分析厘清横向和垂直专业化专业序列的相关要求。横向专业化主要是指专业化细分的程度，垂直专业化主要是指在所从事领域的精通和影响程度。

根据财富中心岗位设置情况，为理财师提供良好的职业发展，设置双通道职级发展体系，业务通道和管理通道，并搭配任职资格要求。



资料来源：课题组整理。

图 15 岗位双通道职级设计

2. 理财师任职资格

从业绩指标和资格指标两个方面对理财师任职资格提出要求。

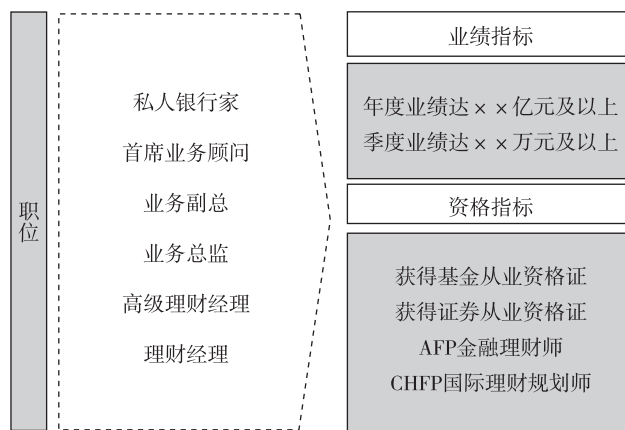
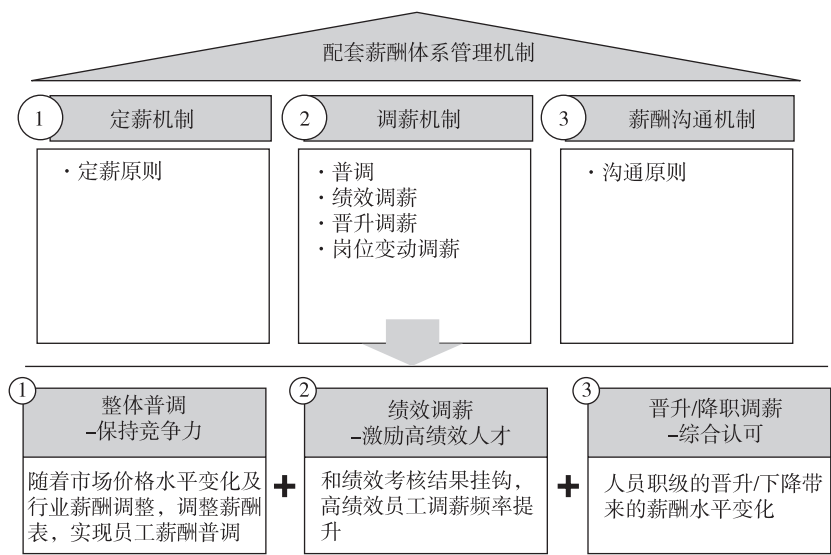


图 16 理财师任职资格指标

(二) 财富管理人员薪酬考核

1. 配套薪酬体系管理机制

财富中心人员薪酬体系建设与财富管理部门中心定位保持一致，从定薪、调薪、薪酬沟通三个角度分析配套薪酬体系管理机制。

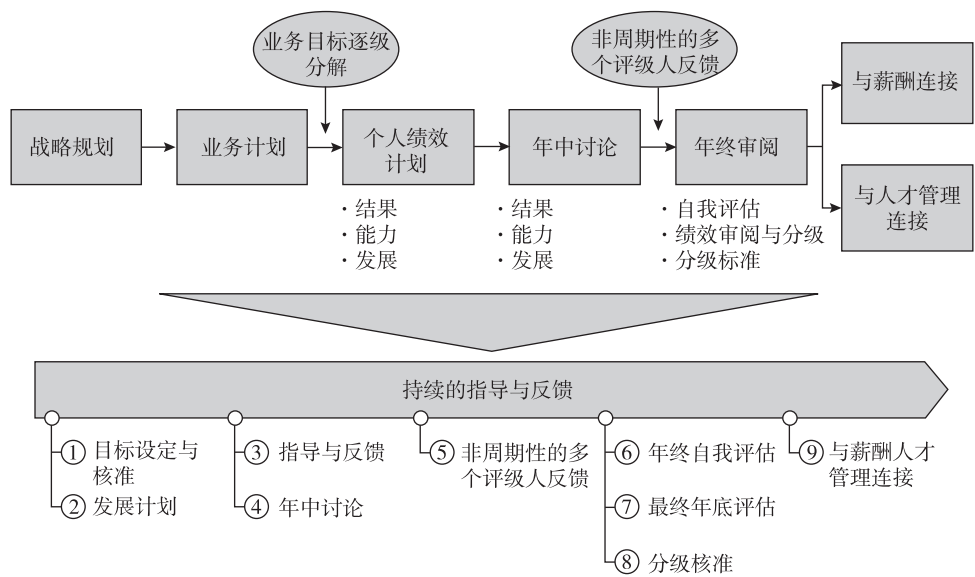


资料来源：课题组整理。

图 17 配套薪酬体系管理机制

2. 薪酬考核流程

薪酬考核需要信托公司高层管理者、人力资源部、计划财务部通力配合，形成一套完备的薪酬考核流程。



资料来源：课题组整理。

图 18 薪酬考核流程

3. 薪酬考核指标

在财富中心发展初期，其考核指标主要关注新增销售规模，销售团队的零售新



增销售规模和综合销售规模。在发展到一定阶段后，需要引导团队关注客户结构、合规运营、组织发展等。

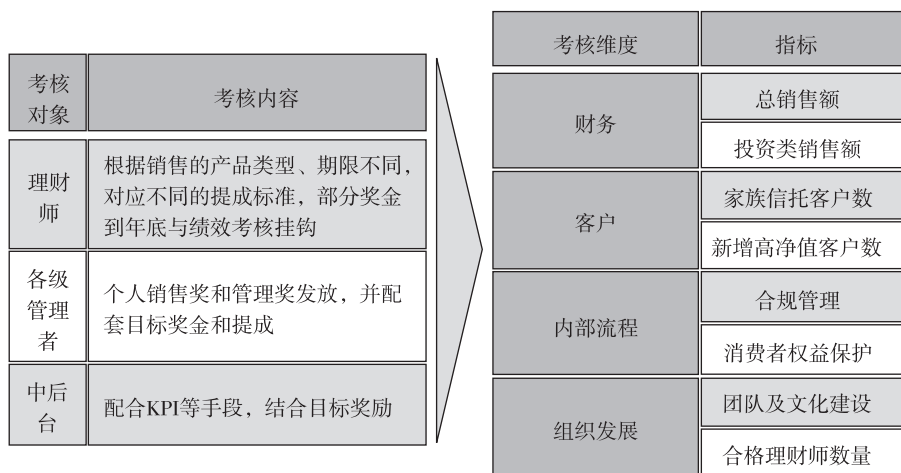


图 19 某信托公司财富中心考核指标体系

（三）财富管理人员绩效激励

1. 销售人员绩效薪酬

销售人员包括前中后台以及管理者中参与到销售活动中的人员，但财富管理中心的销售人员更多是指财富管理中心前台理财经理。

一般地，理财经理的薪资构成为：基本工资 + 绩效工资 + 福利补贴。

例如，某信托公司制定基本工资占 40%，绩效奖励或销售提成占 60%。部分信托公司将绩效工资的一部分如 20% 作为年终奖发放。

（1）基本工资。理财经理的基本工资或底薪根据职级定岗定薪，岗位等级对应的年度规模，信托公司销售人员基本工资可根据自身及市场变化进行半年、年度调整。

（2）福利补贴。补贴包括：油费、话费、餐饮补贴、交通补贴、住房补贴等。福利包括：五险一金、保险、出国旅游等。

（3）绩效奖励或销售提成。绩效奖励是理财师重要的激励措施，绩效奖励根据营销人员的业绩考核绩效确定，发展初期根据销售规模计提营销奖励比例。

$$\text{销售规模} \times \text{销售计提系数} = \text{绩效工资}$$

$$\text{销售计提系数} = \text{产品系数} \times \text{客户系数} \times \text{增量系数} \times \text{期限系数} \times \text{基础奖励标准系数}$$



某信托公司绩效考核示例如表 12 所示。

表 12 某信托公司绩效考核计提系数

	系数类别	计提系数
期限系数	1 年期	1.0
	1 年<产品期限< 2 年	1.2
	2 年期	1.5
增量系数	新增客户	1.0
	存量客户	0.5
客户系数	金融机构和准金融机构客户	0.45
	企事业单位	0.5
	自然人客户	1.0
产品系数	基金类产品	2.0
	固收类产品	1.0
	净值型标准化产品	0.5
	家族信托产品系数	2.0
	股权类产品	2.0

2. 管理者奖励绩效

一般情况下，管理者的薪资构成为：基本工资（职级）+ 绩效工资 + 管理津贴 + 福利补贴。

管理者的管理津贴或管理奖金是管理者薪酬的特有部分。

采用成本中心的管理津贴主要体现的是团队的规模业绩，采用利润中心主要体现团队的利润业绩，其次还会根据各公司的需求通过考核其他指标如团队新增客户数量、理财经理的任务完成率等进行一定系数调整。

$$\text{管理津贴} = \left\{ \begin{array}{l} \text{成本中心} \\ \text{团队年度规模} \\ \text{利润中心} \\ \text{团队年度利润} \end{array} \right\} \times \text{计提奖励系数} \times \text{管理考核 KPI 系数}$$

3. 中后台绩效薪酬

中后台人员的绩效工资考核分为两种：一种与公司中后台挂钩，进行综合考核评分，这种适用于成本中心运营模式；另一种根据财富中心收入或利润进行比例切分，这种适用于人为利润中心或自然利润中心模式。



（四）财富管理中心考核激励案例分析

某信托公司以人为利润中心运营，财富中心以资产配置和财富管理为核心，为客户提供综合金融解决方案。多元化的产品涵盖 PE、证券、房地产、矿产、基建等领域。财富中心辐射华北、华南等核心城市。除理财团队外，财富中心还针对高净值客户设置资产管理 / 高端财富管理业务线，并专门设有投资顾问团队。其考核体系列示如图 20 所示。

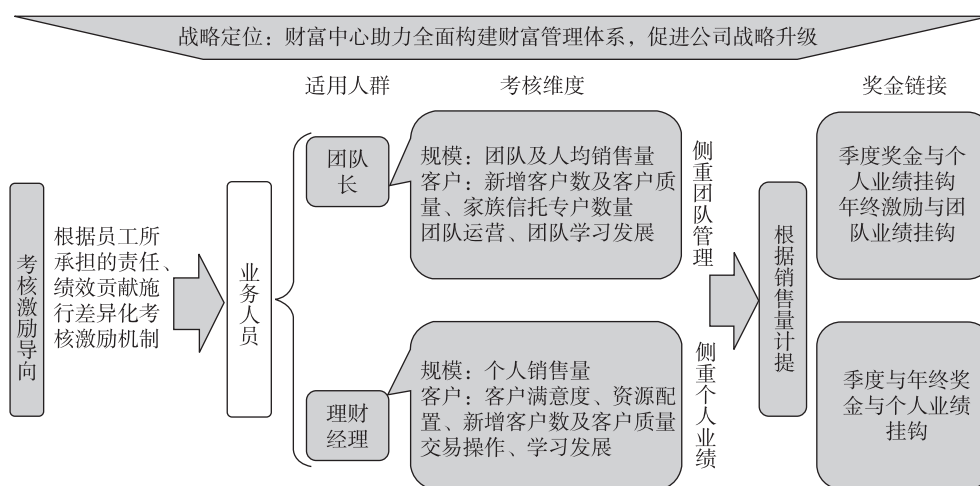


图 20 某信托公司财富管理中心考核激励总体框架

该财富中心销售人员绩效按照季度计算销售奖励，季度销售奖励采用累进计提方式，剩余的奖金，在年终进行核算。

表 13 某信托公司销售奖励累进计提方式

个人实际季度销售量（元）	对应计提比例（%）
<5 000 万	A
5 000 万 ~1 亿	B
1 亿 ~2 亿	C
2 亿 ~3 亿	D

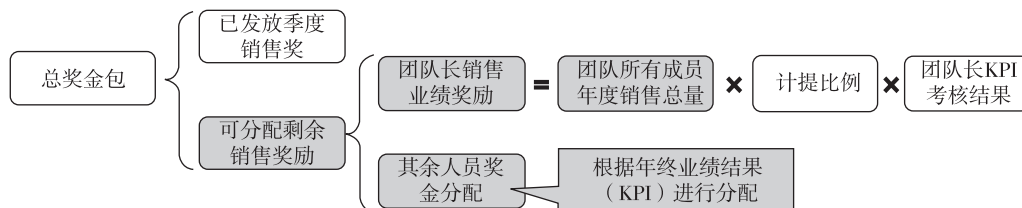


图 21 某信托公司年终核算可分配剩余销售奖励



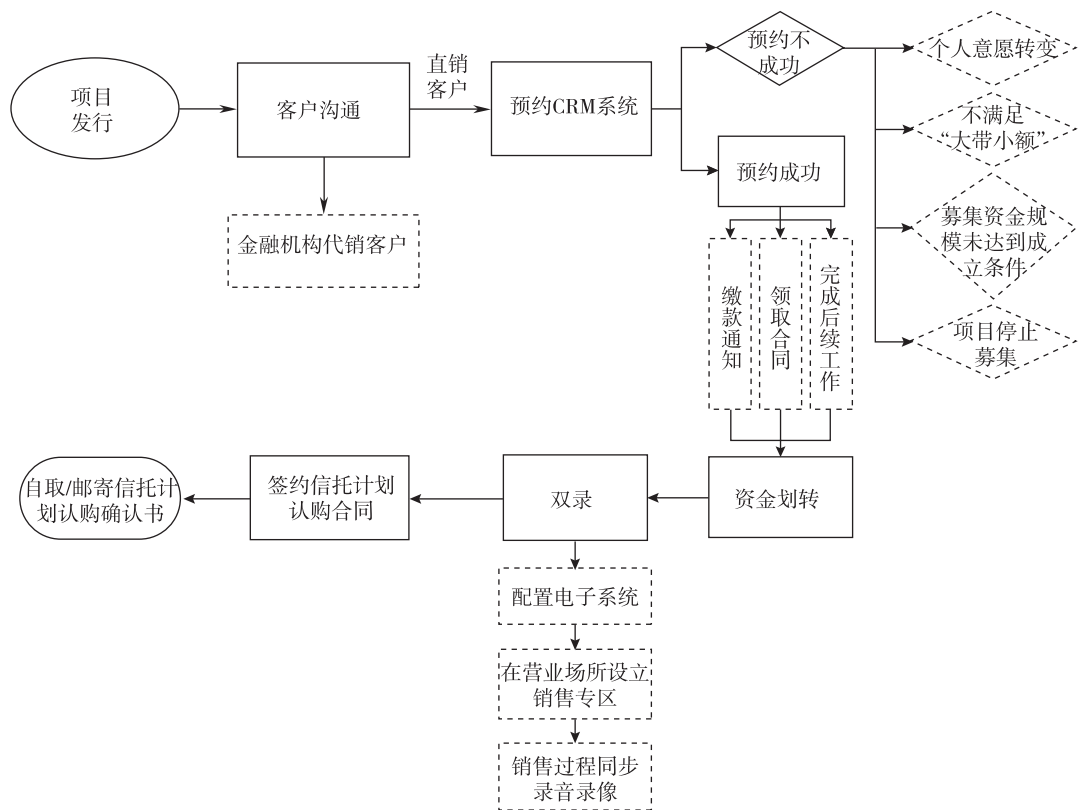
七、信托公司财富管理运营流程及制度

（一）前台理财师销售业务流程

1. 项目募集流程

（1）前期准备。理财师根据项目寻找合格、合适的意向客户或根据客户需求进行项目匹配。意向客户包括自然人客户，即合格投资人客户；机构客户，包括金融机构客户和非金融机构客户。信托产品可以通过金融机构代销，目前监管下必须是银行、证券等有金融牌照的金融机构。客户与项目匹配需要遵循适当性原则。

（2）CRM 系统预约。理财师确认客户后在 CRM 系统上完成产品预约。如果遇到客户个人意愿的转变、不满足“大带小额”，或募集资金规模未达到成立条件、项目停止募集等情况而使预约不成功的，理财师应进一步与客户沟通，做好客户维护以及客户安抚工作；若预约成功，理财师会收到中台的缴款通知、领取合同继续开展后续工作。



资料来源：课题组整理。

图 22 项目发行流程



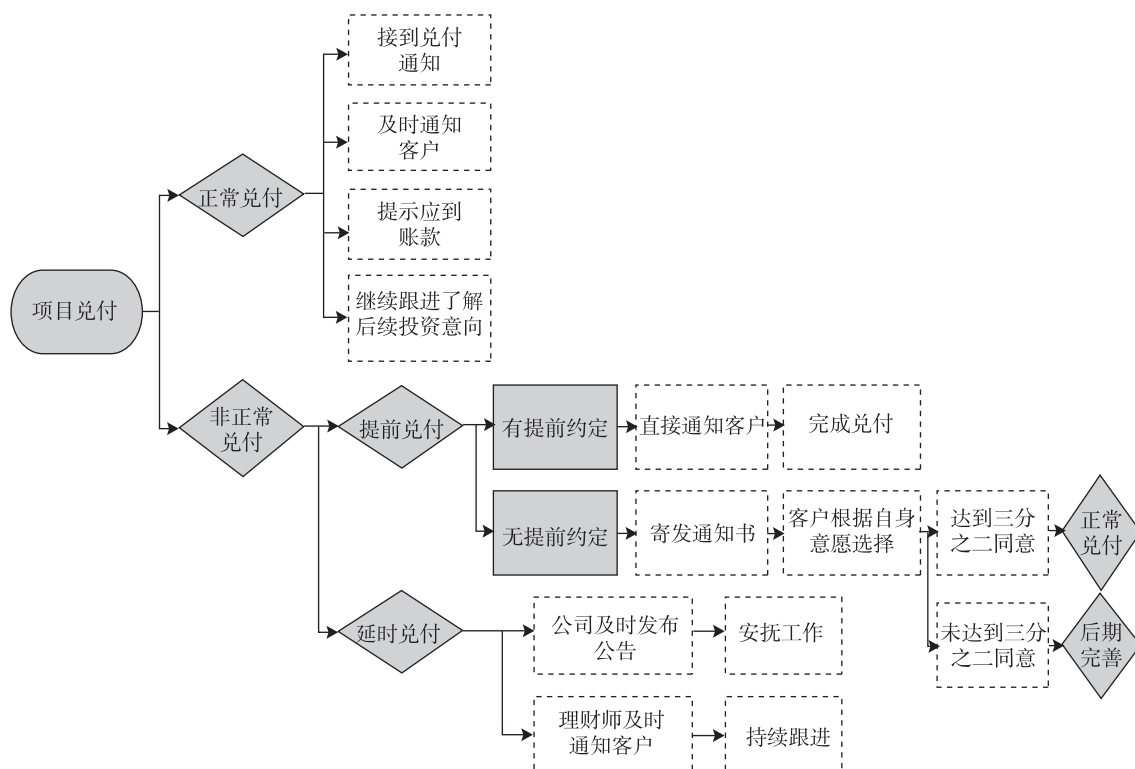
(3) 缴款及合同双录签订。CRM 系统预约成功后，客户通过刷卡或银行电汇的方式划转资金，在查询资金到账情况后理财师应带领客户做好双录、签约信托计划认购合同，项目成立。随后，理财师将信托计划认购确认书由自然人客户选择的自取或寄送方式交给客户。

2. 项目兑付流程

项目兑付分为正常兑付及非正常兑付。

(1) 正常兑付：信托计划到期，理财师应做好事后管理工作。及时通知客户到账时间、金额及本息计算，并继续跟进、了解客户的后续投资意向。

(2) 非正常兑付：信托计划未能正常兑付分为提前兑付以及延时兑付两种情况。信托公司为主动降低风险，或是项目融资主体出于对资金需求问题缓解、置换更低成本资金等原因的考虑，提前兑付结束信托计划。当项目现金流不足、政策影响等原因导致信托公司未能按时收到信托收入时，延时兑付的情况即会发生。非正常兑付需要按照信托合同约定进行相关操作及信息披露。项目非正常兑付需要根据信托合同约定来决定是否召开受益人大会等流程。



资料来源：课题组整理。

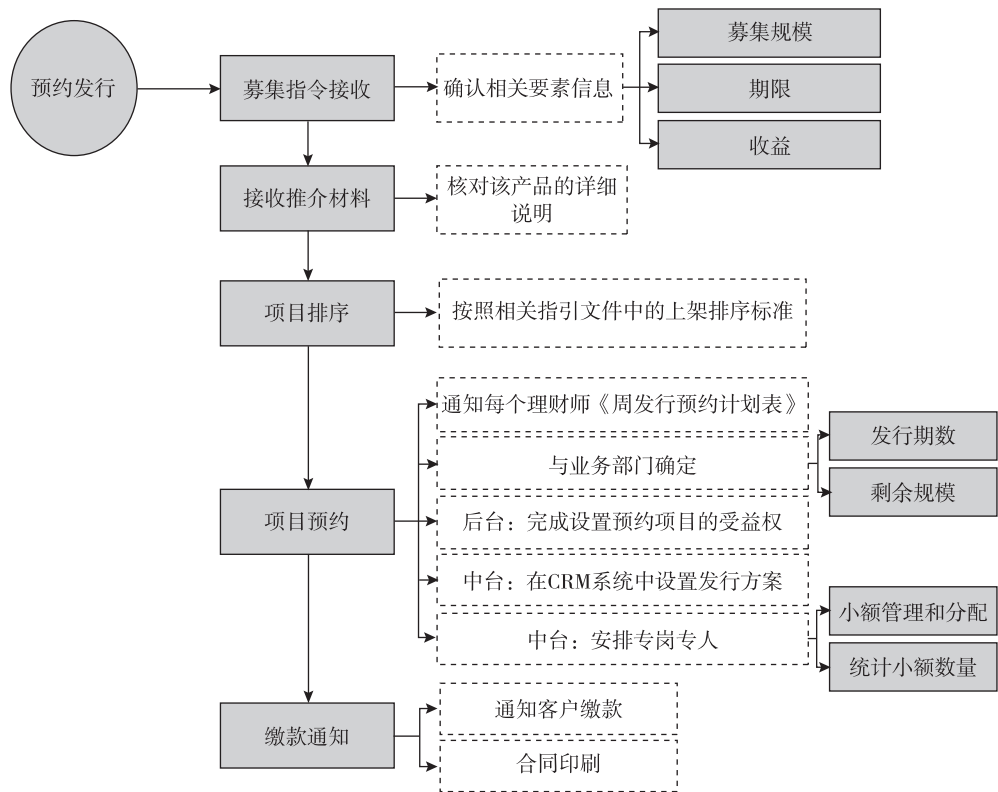
图 23 项目兑付流程



(二) 中台发行管理业务流程

1. 发行管理流程

发行管理从接收项目部门发送的募集指令开始，到通知理财师进行缴款、后台合同印刷结束，包括募集指令接收、接收推介材料、项目排序、项目预约、缴款通知等几个大环节。

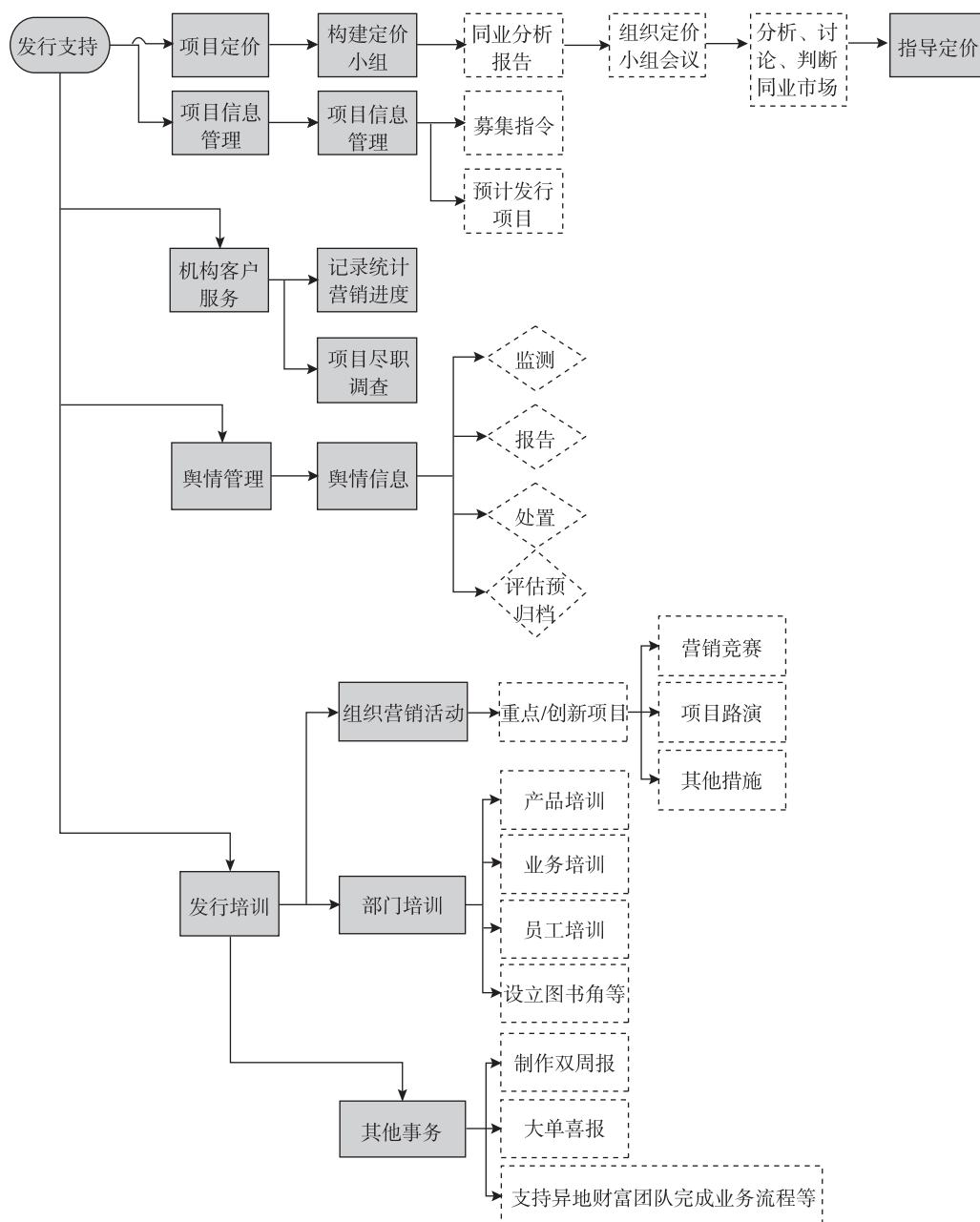


资料来源：课题组整理。

图 24 发行管理流程

2. 发行支持管理

- (1) 项目定价：定价小组组织定价小组会议，指导定价制定原则或基础价格等。
- (2) 项目信息管理：项目综合信息整合，便于总结发行数据发现相关问题。
- (3) 机构客户管理：进行统一管理规则制定，节约资源成本。
- (4) 舆情管理：贯穿在集合信托产品营销的全过程，达到管理舆情信息，提前缓释潜在舆论风险，安抚客户情绪等目的。
- (5) 发行培训管理：部门培训管理是提升理财师综合素养、培养专业理财师团队的重要手段。可分为组织营销活动、部门培训以及其他事务。



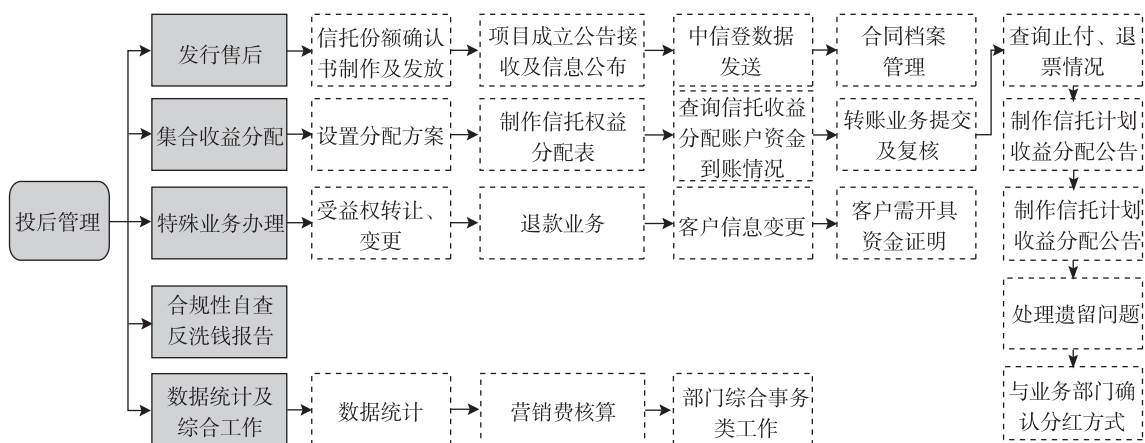
资料来源：课题组整理。

图 25 某信托公司发行管理部工作流程

（三）后台运营管理业务流程

1. 售后管理

在产品成功发行成立后，需要完成一系列事务性投后管理工作，包括投后跟踪、分配信托收益，受益权转让和账户变更等事项、合规性自查、数据统计等工作。

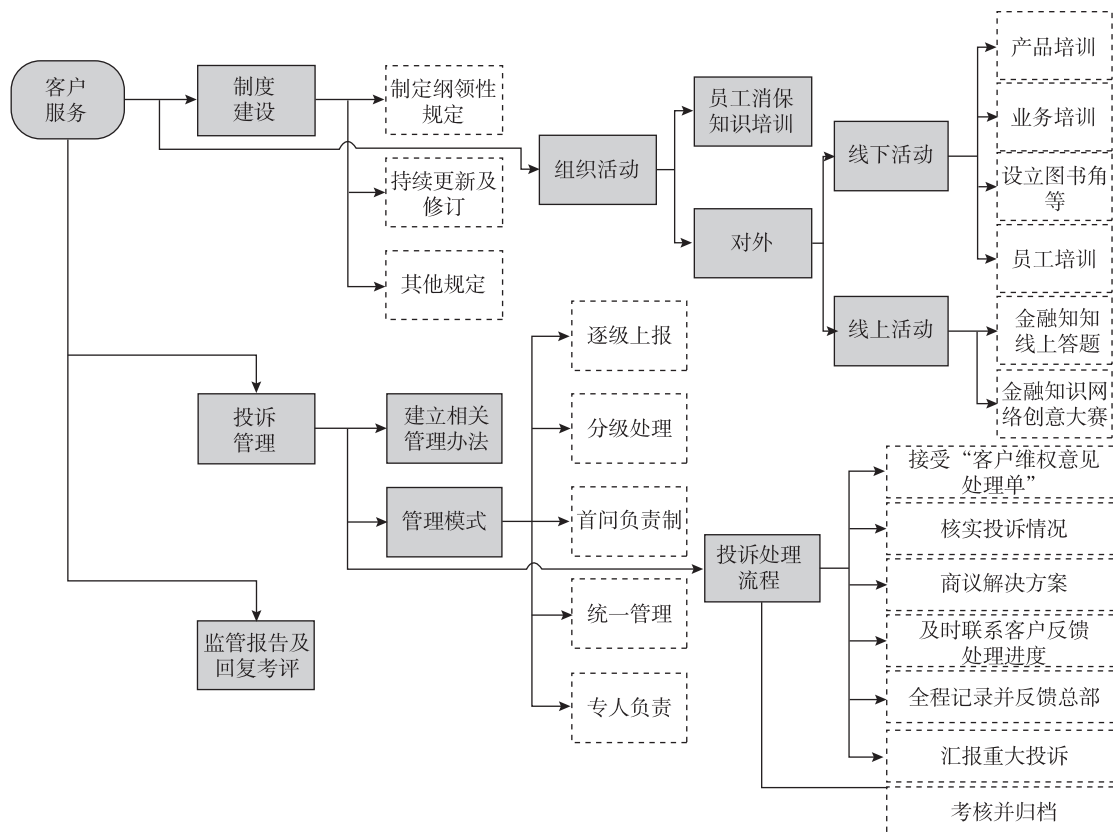


资料来源：课题组整理。

图 26 投后管理业务流程

2. 消费者权益保护

中国银保监会要求各信托公司必须做好消费者权益保护工作，信托公司消保主要工作流程如下。



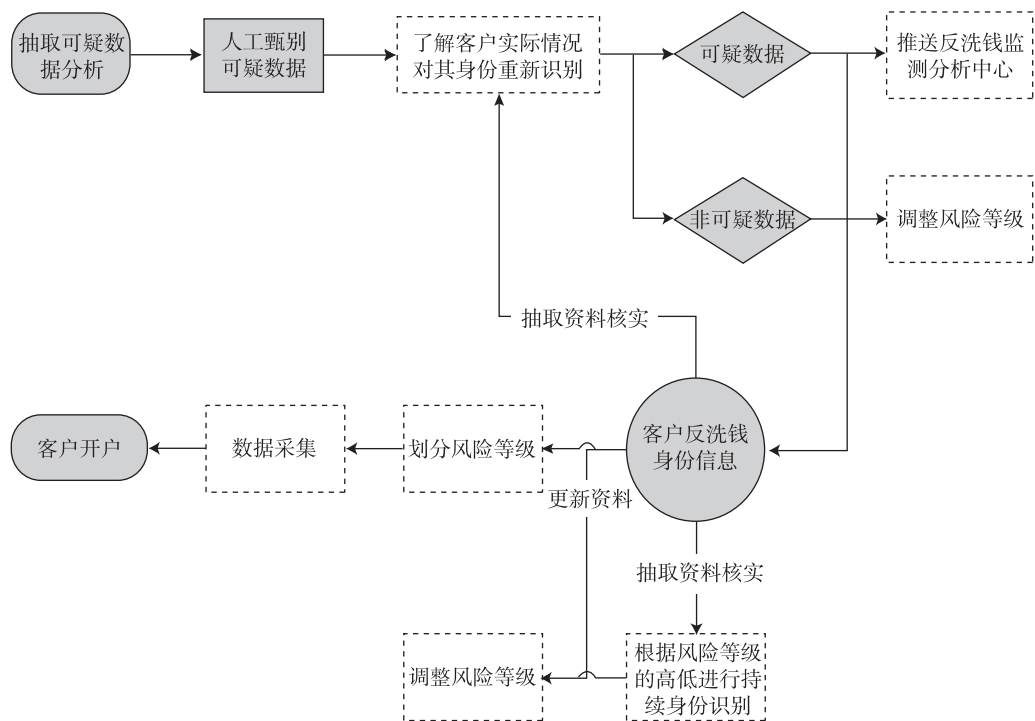
资料来源：课题组整理。

图 27 某信托公司消费者权益保护



3. 反洗钱管理业务流程

各家信托公司对反洗钱工作高度重视，依据相关法律法规，制定反洗钱工作操作规程。



资料来源：课题组整理。

图 28 反洗钱工作操作流程

（四）财富中心内部运营制度建设

为了规范财富管理工作，加强日常管理，依据公司制度及财富管理业务的运营工作流程制定相关内部制度及管理细则进行日常管理。内部管理制度和细则指引需要根据市场变化及时调整。

表 14 信托公司财富中心运营相关制度

对象	制度名称	主要内容
财富中心 管理及考 核	《信托公司财富管理体系建设实施方案》	战略定位、财富中心考核激励
	《财富管理业务架构与职能实施细则》	财富组织中心架构、管理职能
	《财富中心理财师管理实施细则》	理财师岗位薪酬体系
	《财富销售绩效考核管理办法》	营销相关奖励制度，包括理财师、管理序列及中后台及全员营销



续表

对象	制度名称	主要内容
发行管理	《发行费管理办法》	发行费收取模式、具体比例时间等
	《发行定价管理实施细则》	产品定价策略、不同产品价格基准等
	《发行上架管理实施细则》	发行上架原则、顺序，特殊事项处理流程
	《客户归属管理实施细则》	客户归属、调整、分配等
	《小额客户分配管理实施细则》	小额分配原则
运营流程	《信托受益权转让操作细则》	受益权转让流程、要件
	《代销业务操作管理细则》	代销管理、操作流程
客户管理	《客户投诉处理管理办法》	客户投诉流程、职责、具体要求
	《宣传管理及客户活动实施细则》	品牌宣传客户活动具体要求、流程
	《财富管理会员俱乐部管理办法》	会员划分、权益等
反洗钱管理内控制度	《一区双录工作管理实施办法》	双录要求、话术、检查等
	《客户身份识别和客户身份资料及交易记录保存管理办法》	客户身份识别具体要求、管理规定、检查
	《反洗钱客户风险等级划分标准及操作指引》	识别客户风险等级标准、上报流程
	《关于信托发行反洗钱尽职调查义务事项的专项说明》	尽职调查具体要求、流程
消保制度	《关于防范打击非法集资及消保宣传实施方案》	消保相关要求、职责等
其他	《理财师日常工作手册》	着装、日志管理、信息管理、合规管理
	《营销费用使用实施细则》	部门及二级部门费用标准流程等
	《异地财富财富中心建设指引》	异地财富中心成立条件、相关费用及支持

资料来源：课题组整理。

第三部分 信托财富管理核心业务系统建设

随着信托公司财富管理业务和财富中心的发展，核心业务系统建设成为提升信托财富管理业务的核心竞争力，包括产品体系、客户服务体系、风险管理系统及信息系统。



问题导引：

①信托公司在回归本源业务中如何以客户为中心进行产品研发和创设，如何结合自身资源优势建立其产品体系？

②家族信托业务对信托公司有怎样的战略意义？结合战略定位及特征选择什么路径发展家族信托业务？家族信托如何结合慈善信托进行发展？

③消费信托如何区分消费型和投资理财型？其低门槛理财部分的合规性如何界定，理财及服务风险责任如何界定？

④如何运用信托制度普惠服务大众客户需求？普惠服务需要信托公司及监管建立哪些配套支撑体系和监管制度？

⑤如何以客户为中心建立客户服务体系？如何从理财师专业度和服务两方面提高信托财富管理客户服务质量？

⑥信托公司全面风险管理中财富业务面临哪些风险？如何在整个销售过程中防范这些风险？

⑦如何通过信息建设提高财富中心的运营效率及合规性？如何前瞻性布局信息系统为公司业务及财富管理业务转型发展作准备？

八、信托公司财富管理产品体系

目前大部分信托公司财富中心仍以销售公司自身产品为主，产品情况并不能完全满足“高净值”客户的需求。因此，产品的供给与客户需求存在一定程度的不匹配。在以客户为中心的业务发展理念模式下，产品的多元化和个性化服务就显得非常重要。

（一）信托产品演化与发展

信托产品演化与我国信托相关政策变化息息相关，从单一结构的固定收益产品向货币基金、固定收益类、权益类、衍生品类等全谱系产品体系过渡。

2001年至2010年，从“一法旧两规”到“一法三规”，监管部门对信托业法律法规的不断修订、补充使信托产品在政策导向下逐步标准化、合规化。这个时期的信托产品种类比较单一，以通道类产品为主，集合资金信托计划逐步开展。

2011年至2017年，信托业主动适应经济发展趋势，信托产品投向趋于多元化，



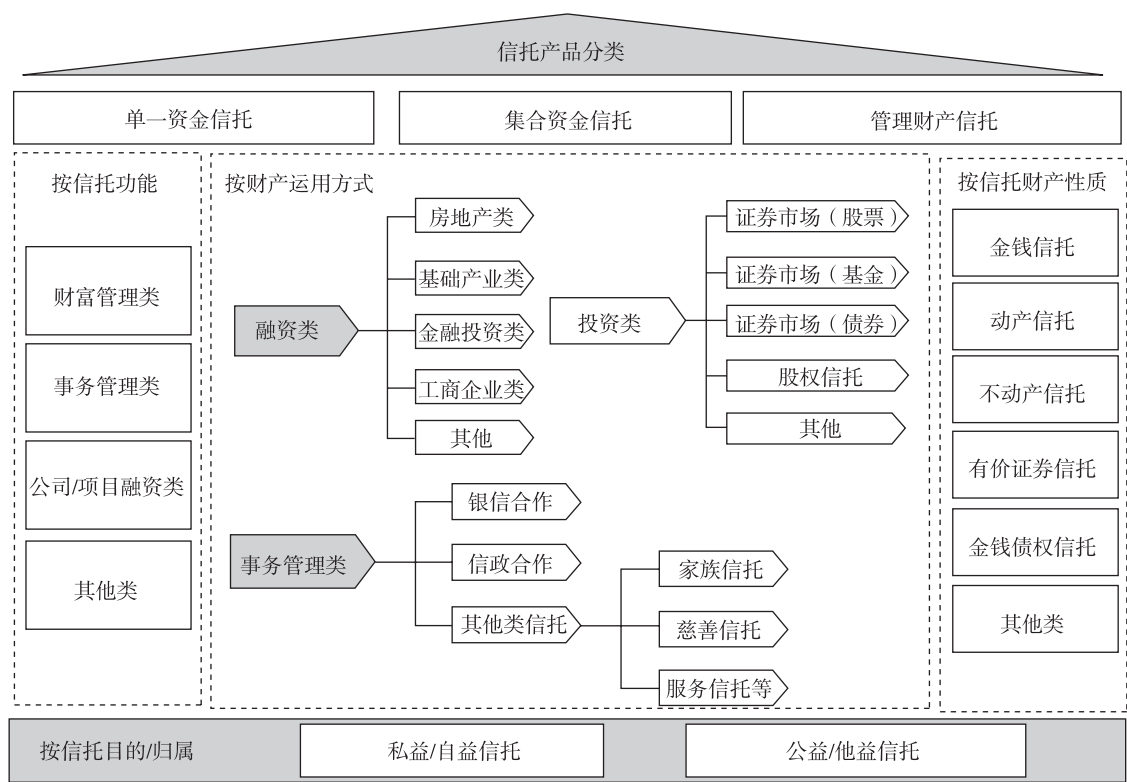
包括基础设施建设信托、房地产信托、工商企业类信托、金融同业信托、证券投资信托、上市公司股权质押信托等。但主要集中在债权类，其他业务有所探索，但规模发展有限。

2018 年随着“资管新规”回归本源趋势，监管部门在打破刚兑、去杠杆、去通道、消除多层嵌套等方面提出了更加严格的要求，债权类信托产品将逐步向“净值化”发展，同时信托公司探索信托制度优势，不断拓展家族信托、养老信托、慈善信托、服务信托等本源业务。

（二）信托财富管理产品分类及发展数据

1. 产品分类

本部分从五个维度剖析信托产品类型。



资料来源：课题组整理。

图 29 信托产品分类

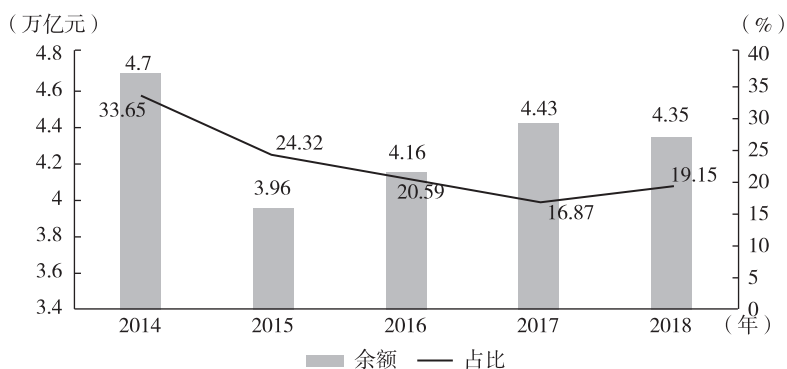
2. 融资类信托产品的发展

融资类信托产品主要是固定收益债权投资项目，其目的一般在于寻求固定收益。信托资产主要运用模式包括信托贷款、附带回购、回购选择权或有担保安排的股权融



资、信贷资产受让等。

一般来说，这类产品的收益中等，但比较稳定，风险较低。贷款类信托产品在整个信托产品中占有重要地位，也是固定收益类产品的主要类型。2014—2018 年融资类信托产品规模先下降又缓慢上升。

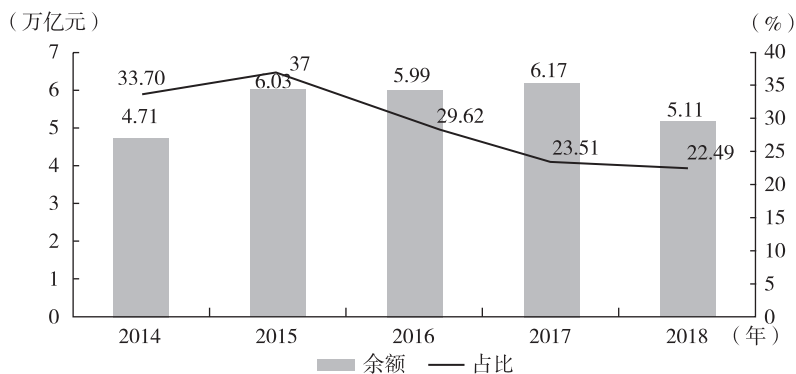


数据来源：中国信托业协会。

图 30 融资类业务数据

3. 投资类信托产品的发展

投资类产品在整个信托规模中基本稳定在一定的范围内波动。目前信托公司投资类产品主要是证券通道类，公司财富中心客户主动配置或公司主动管理的投资类产品并不多。



数据来源：中国信托业协会。

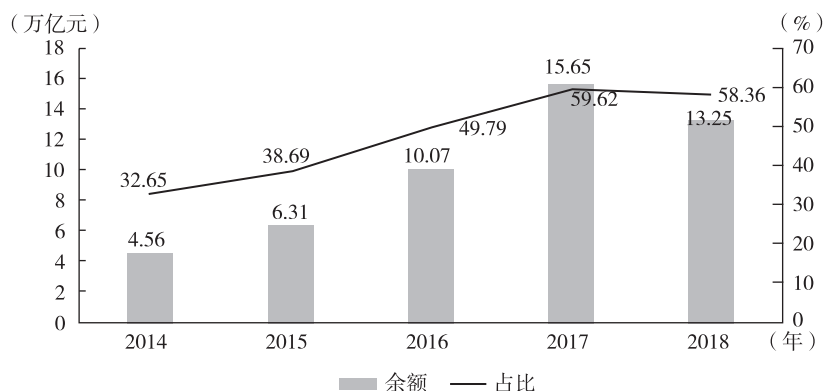
图 31 投资类业务数据

4. 事务管理类信托结构的发展

(1) 事务类信托发展分析。近年来，银信合作业务等作为单一通道业务，在信托公司的争相发展下，规模增长较快，随着行业的规范，2017 年通道类事务管理信



托规模明显下降，未来回归信托本源的事务管理类信托将成为发展的重要方向。



数据来源：中国信托业协会。

图 32 事务管理类业务数据

事务管理类信托公司不具有信托财产的运用裁量权，根据委托人的指令进行财产管理和处分，也就是被动管理。目前主要包括银信合作、证信合作等通道业务，这也是近年来事务管理类占比较高的主要原因。未来事务管理类信托主要通过设立动产信托、不动产信托、股权代持信托、家族信托、遗嘱信托等来实现客户事务管理目的。另外，结合互联网科技，提供账户资金清结算管理也是事务类信托发展方向之一。

(2) 养老信托交易结构。财富拥有者将其财产委托信托公司，受托人根据客户需求及财产情况，为其量身定制养老计划并选择合适的养老机构。同时，针对客户的信托财产制订管理和投资方案，实现信托财产的保值增值，直至受托人去世安排后事，并根据信托协议进行财产处置和分配。

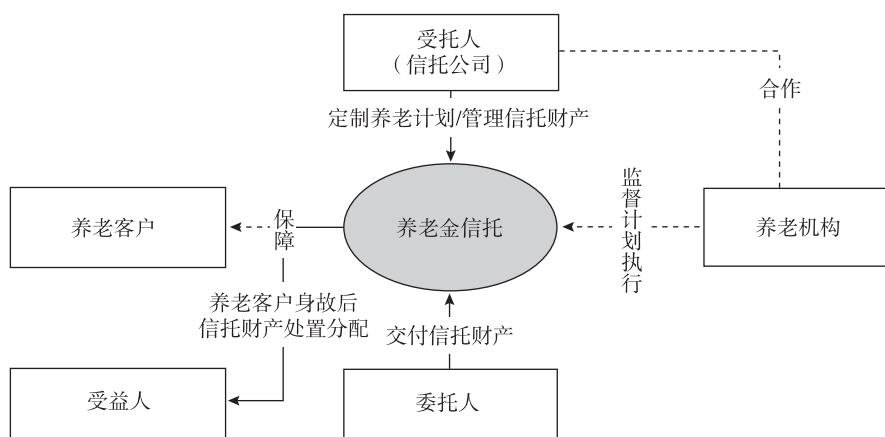


图 33 养老信托交易结构



(3) 保险型信托交易结构。信托公司与在保险公司投保人身伤害保险的客户及其保单上的受益人签订信托协议，将人身伤害保险赔偿金纳入信托资产。在客户未来受到人身伤害或死亡时，受托人按照协议的约定向侵权人或相关责任方主张权利，要求对方支付赔偿金，并将理赔保险金作为信托财产进行管理。同时，向保单上的受益人支付信托收益或移交信托财产。

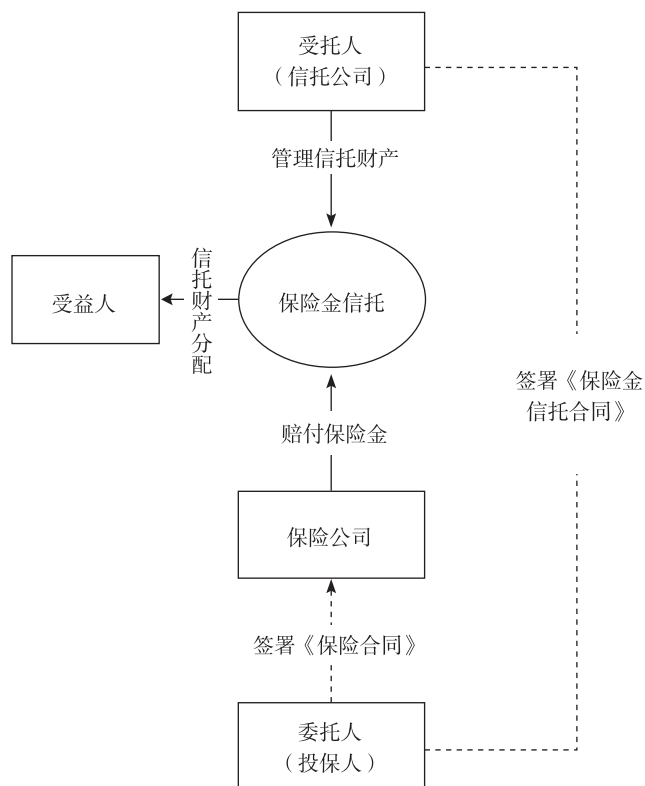


图 34 保险型信托交易结构

(4) 传承型家族信托交易结构。第一，家族财产合格继承人信托。委托人并不指定某个家族成员为家族财产的继承人，而是通过设立信托计划，激励培养家族成员成为合格的继承人，以实现家族企业的延续和正常运营。第二，遗产管理信托。委托人在世时设立遗嘱信托，由受托人依据委托人的意愿，保障在委托人去世后该家族企业仍能可持续发展。避免因继承人之间的财产纠纷或者无法胜任而对家族企业造成不利影响。第三，离岸信托。家族企业管理者将家族财富交给信托公司，通过离岸信托的方式实现合理避税，或制定特别条款，委托信托公司管理家族财富，避免家族财富在传承中的损失。

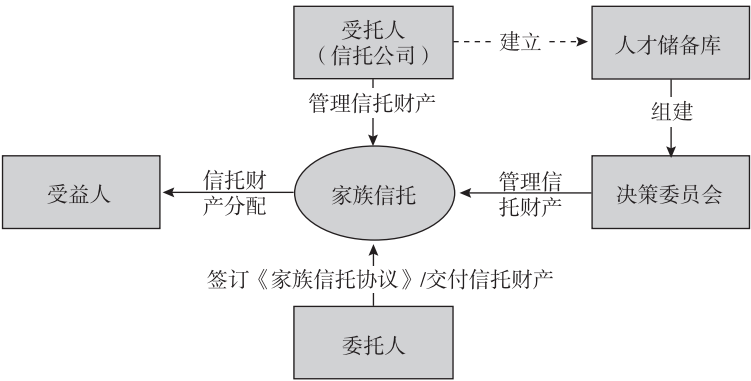


图 35 传承型家族信托交易结构

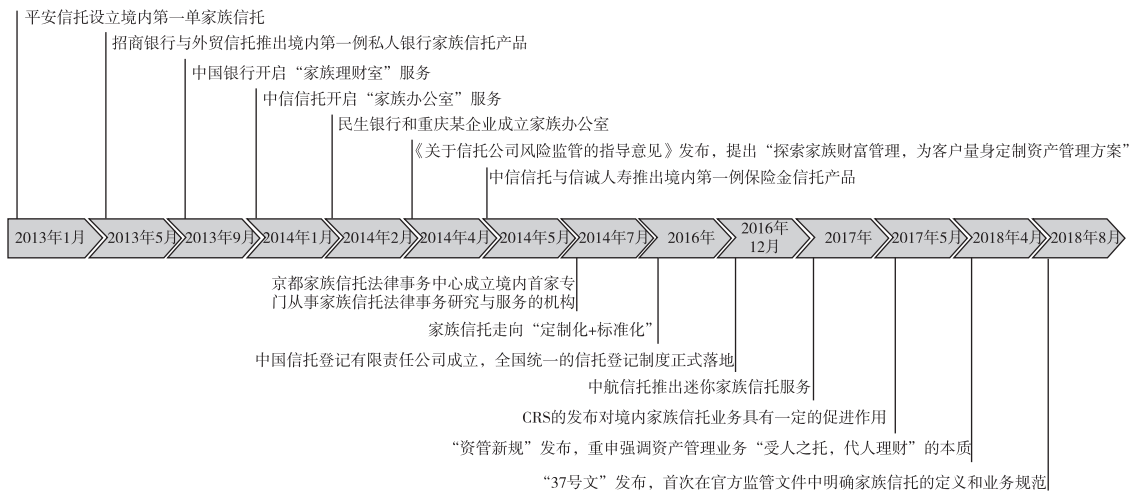
（三）家族信托发展及业务分析

中国高净值人数及私人财富总额迅速增长，预计未来五年高净值客户可投金融资产将达到 132 万亿元，家族信托市场规模保守将达到 3 500 亿元。

1. 家族信托业务对信托公司的战略意义

家族信托是真正的事务管理信托业务，是信托公司的本源业务。清晰的战略定位，匹配的资源投入，有效的策略实施，能使这项业务持续健康发展。

（1）信托公司开展家族信托业务的发展历程。



资料来源：课题组整理。

图 36 家族信托大事记

（2）信托公司发展家族信托的战略意义。第一，回归本源，带动财富转型，提升资管能力。家族信托是财富管理能力的综合体现，其发展不仅能够带动信托公司从



单一销售向真正财富管理转型，还能够提高和体现受托人的资产管理能力。第二，开发和维护高净值客户。信托公司可与银行、保险公司和第三方渠道合作获取高端客户资源，以高净值客户需求为导向开展家族信托，这样既能提高公司的客户服务品质，又能有效吸引市场中新的高净值客户。第三，培养专业人才，稳定财富团队。家族信托业务过程中的架构设计、资产管理、法律税务规划等能够培养和提高财富管理人员的综合能力，该业务能带动财富团队的培训，给理财师提供学习和晋升的途径。

2. 家族信托业务财富管理功能及特征

（1）家族信托财富管理功能特征。信托天然的制度优势使家族信托在针对不同家族提供差异化的财富管理服务的同时，具有相对普通财富管理工具更全面的特性与功能。

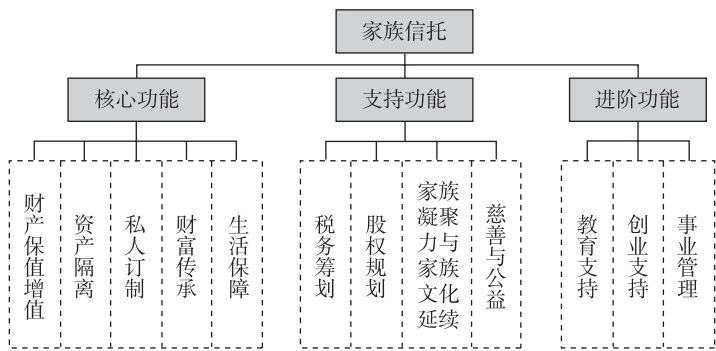


图 37 家族信托财富管理功能的特征

（2）资金型与财产权型家族信托比较。

表 15 资金类家族信托与财产权类家族信托对比

	资金类家族信托	财产权类家族信托
信托财产形态	现金	不动产、有价证券、其他财产等非资金形态，可用货币衡量的权利内容
公允价值的判断	现金资产规模	根据市场行情，依托专业评估机构进行公允价值的认定
管理模式	以保值增值为目的，对现金资产进行配置组合	按照信托文件约定，管理、运用和处置信托财产
现金流来源	资产配置投资所产生的收益	按照信托文件约定对信托财产进行管理、运用和处置后获取的增值收入

3. 信托公司发展家族信托路径分析

（1）信托公司家族信托业务发展瓶颈及主要风险。家族信托与合法来源财产的



转移、保护、传承、管理有关，有诸多发展瓶颈。

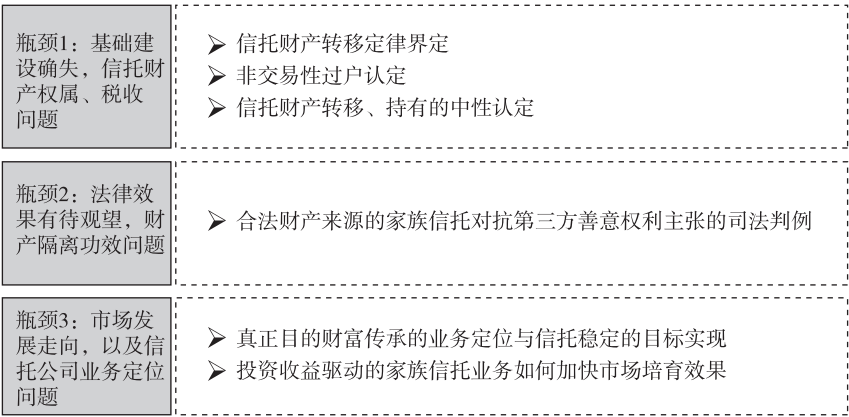


图 38 家族信托发展瓶颈

第一，防范法律和声誉风险。家族信托是委托人与受托人之间长期复杂的法律契约，以当下的“确定”去应对未来的“不确定”。由于目前相关法律体系还不完善，如《公司法》《继承法》《婚姻法》，以及相关税法对信托财产设立执行等的规定仍有空白甚至冲突，因此前期法律架构与合同条款设计是一个非常专业化精细化的工作，要防范可能产生的法律风险。

第二，数据信息管理和操作风险。家族信托客户私密性要求非常高，目前信托公司在客户信息安全和信息保密方面存在一定的风险隐患，比如家族信托的设立中，信托公司与银行的信息交互、信托公司内部流程审批或档案管理、监管资料报备等，都有可能存在客户信息泄密的风险。应对这些风险需要信托公司和监管机构共同完善修订相关流程和制度，并建立对信息泄露的相应问责和处罚制度。

第三，规避合规和受托责任履行管理风险。由于家族信托资金量大，结构复杂，潜在的洗钱风险和委托人的债务风险不可忽视，尤其在家族信托设计尽职调查中，审查资金来源、确定信托财产的合法性和归属是合规的关键问题。尽职调查不充分、不合规有可能导致未来家族信托难以实现受托人目的的风险。

（2）家族信托发展模式选择。目前信托公司家族信托发展模式大概有三类：

第一，渠道主导的事务管理型家族信托。这是信托公司最早探索的模式之一，也是目前占据较大规模的家族信托业务。这类业务中，客户的主要来源是银行等渠道，投资顾问的角色也是以银行渠道为主，信托公司开展这类家族信托业务的重点是渠道服务能力和信息系统能力。



第二，资产隔离传承型家族信托。随着信托公司自有客群建设，信托公司开始更多关注以传承为主要目的的家族信托。这类家族信托主要是根据委托人意愿进行传承类的事务管理，包括抚养费、成家创业给付、身后事务处理等，甚至还涉及股权、受益权、古董字画、不动产等财产管理运用。信托公司从传承型家族信托入手，可以发挥信托的牌照和专业优势，培养长期持久的综合服务能力。

第三，主动投顾财富管理型家族信托。这类家族信托通常起点比前两类更高，需要建设资产配置体系，建立相应的资产配置授权分层机制和管理流程，以更好地满足家族信托财产的长期保值需求。

信托公司需要根据自身情况，有所为有所不为，选择适合自身的路径发展。

表 16 家族信托发展路径选择及关键思考因素

定位	路径选择	关键思考因素
战略定位	是公司重要战略还是探索创新尝试？	财富转型、公司转型、资源禀赋
组织架构	以事业部制还是财富中心二级部门设置？	战略定位、短中期投入、人才储备
考核激励	按照公司中后台考核还是准前台考核？	客户状况、理财师团队、收入成本测算
业务模式	渠道服务型、主动传承型、财富管理型？	资源优势、策略选择、服务能力
客户选择	渠道客户还是直销客户？	团队能力、系统能力、产品研发能力
团队建设	内部培训还是外部招聘？	激励机制、战略定位、人才培养策略
系统建设	单独建立系统还是整体信息系统规划？	战略定位、成本预算、系统投入规划
产品策略	标准化产品、半标准化产品、定制产品？	考核目标、产品研发能力、客户基础
投资权利	委托人、受托人、第三方机构？	信托目的、资管能力、风险管理能力
风险管理	信托公司内部审核管理、外部专业机构联动？	风险管理能力、信托业务模式

资料来源：课题组整理。

（四）慈善信托发展及业务分析

1. 信托公司拓展慈善信托业务及优势分析

2016 年《慈善法》正式实施，依据金融理念助推公益的理念，信托公司及财富管理机构开始创新探索。目前，信托财产运用方向基本集中在扶贫、助残、环保、教育、医疗、航空等领域。截至 2019 年 6 月末，在“慈善中国”网站公示的备案慈善信托项目数量共计 198 单，财产总规模共约 21.76 亿元。



优势1： 受托管理的 尽责文化和 运行体系	➤ 信托公司的资产管理信托运行体系在市场上建立起优势突出的财产管理模式
优势2： 多功能的资 产管理专业	➤ 较其他金融机构，信托公司可合法合规运用债券类、股权类、证券化类、量化类金融工具，为信托财产提供专业、组合的资产管理
优势3： 结构设计构 架灵活	➤ 慈善信托会根据委托人的意愿和需求，在合法合规的范围内，通过信托文件自行确定相关事宜，作为贴切的符合委托人、公益慈善领域的实际需求
优势4： 透明的监督 约束机制	➤ 每个慈善信托的构架可运用信托结构中原生的制约机制，同时实施第三方监督，形成内外部结合的风险控制监督机制

图 39 信托公司慈善信托优势

2. 慈善信托发展模式

（1）普惠慈善信托。普惠慈善信托是信托业践行普惠金融的重要探索方向，以“扶贫济困”为慈善目的的慈善信托数目最多，占比为 29%，且呈逐年大幅增长态势。信托公司可与现有慈善基金会合作，也可以与从事公益事业的组织机构及民政部门合作。

表 17 普惠慈善信托的典型模式

模式	说明	典型案例
直接捐赠	地方政府或慈善组织提供受益人名单和资助标准，通过地方政府或慈善组织将信托利益支付给受益人	陕国投·助力脱贫攻坚慈善信托
杠杆撬动	信托公司与贫困地区的担保公司、商业银行等机构合作，为金融机构发放贷款提供风险补偿	大爱长安·陕西银行业普惠金融扶贫慈善信托
企业带动	慈善信托资金通过融资、投资等多种方式支持贫困地区龙头企业发展，带动当地贫困群众增加就业	国投泰康信托·2018 甘肃临洮产业扶贫慈善信托
收益分红	提高贫困地区农户生产的风险抵御能力，以专业合作社为依托，慈善信托捐赠出资入股农业合作社，合作社利润分配时直接向困难群众分红	中航信托·天顺 2018 86 号中扶贫临洮地区百合专业合作社

资料来源：课题组整理。

（2）超高净值客户慈善信托。超高净值客户开展公益慈善有着自然、迫切的需求。信托公司与家族信托的高端客户资源合作，设计推出专项慈善信托产品。超高净值人士从事公益慈善一般是全过程参与，慈善信托具有财产独立、财产类型广泛、专户管理、金融投资、受益人专项支付、信息披露、监察人监督等管理特点，与传统的公益



慈善基金会管理明显不同。

3. 慈善信托发展瓶颈及支持建议

从慈善运行体系来讲，目前与信托财产转移、持有、分配、清算有关的法律政策制度瓶颈表现在信托财产登记、信托财产转移税收方面，需要在未来建立完善相关制度体系支持慈善信托业务发展。

瓶颈1： 法律、法规、 监管体系	➤ 信托财产转移、持有、分配、清算有关的信托财产登记 ➤ 需要建立高效、完善的慈善信托运行监督体系
瓶颈2： 税收政策	➤ 信托财产转移税收
瓶颈3： 公益慈善项目 执行	➤ 建立符合委托人、受赠人需求的收益人、项目筛选、过程管理等信托目的 ➤ 实现专业慈善项目执行体系
瓶颈4： 稳定的信托 运行机制	➤ 信托设立、追加、运行、投资、筛选、分配、结构考核等体系健全、确定
瓶颈5： 持续捐赠和 受赠需求	➤ 持续的社会慈善捐赠意愿和受赠需求

图 40 慈善信托发展瓶颈

（五）消费类普惠信托业务发展

结合信托破产隔离、方式灵活等优势，信托公司除了提供高净值客户财富管理业务也能介入普惠金融服务，服务的领域包括个人、个人经营主体、小微企业、创业企业、老年人、弱势群体。近年来，信托公司在普惠金融领域做了积极创新和尝试，推出消费信托、土地流转信托、服务信托、消费金融普惠贷款信托业务。

普惠金融业务需要信托公司具备两方面能力：一是在满足风控要求前提下运用金融科技等手段降低获客成本；二是创新业务模式使其能够规模化展业，业务模式能够可持续。

1. 消费信托发展及合规性分析

（1）消费信托交易结构。消费信托是在互联网与金融相互结合的大时代背景下诞生的。简单来讲，消费信托是“理财+消费”，为消费而进行的投资理财，信托公司从消费者需求出发，接受消费者的委托，通过甄选消费产品，向生产厂商进行集中采购。同时，利用沉淀资金集中投资获得超额收益，补充生产运营成本，分担消费



者的消费成本,从而让消费者获得高性价比的消费权益。其间,通过对产品运营和资金运用的监管,以达到保护消费者权益、实现消费权益增值的目的。

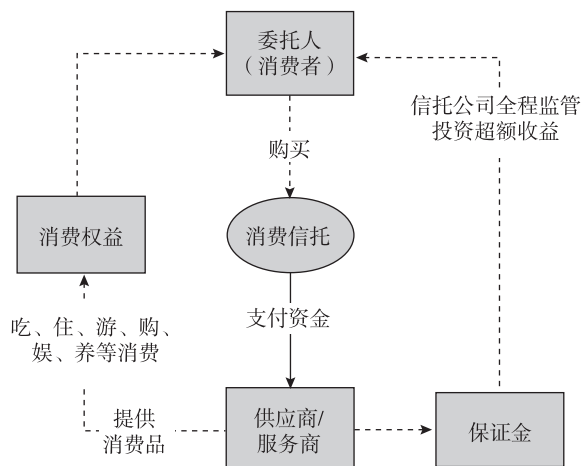


图 41 消费信托交易结构

（2）消费信托合规性分析及风险管理。从本质上讲，消费信托是一种单一事务管理类信托产品。但在实际操作中一些信托公司发行低门槛产品，用未消费部分进行理财投资，在合规方面是否突破“合格投资者”没有清晰界定。

合规界定可以考虑以下因素：第一，消费权益占比，用消费权益在整个产品的占比来确定是消费型事务管理还是理财投资型；第二，闲置资金的投资方向，闲置资金投资货币市场还是债权市场。

另外，消费信托起点低，客户管理及服务品质也是影响其发展的重要因素，发展消费信托需要在合规性、产品标准化、服务、信息系统等方面进行探索。

2. 普惠消费金融信托业务发展

信托参与普惠金融业务主要包括小微企业主 / 个体工商户房屋抵押经营类贷款、小微企业主 / 个体工商户信用经营类贷款、个人消费信用贷款、汽车消费金融贷款、消费场景分期、信用卡代偿业务等。截至 2018 年末，已有 40 家信托公司进入普惠金融领域。目前信托公司参与普惠金融业务的模式主要是助贷模式，信托公司通过设立单一 / 集合信托计划，与借款人签订贷款合同（抵押合同）等交易文件，贷款服务机构向信托提供客户推荐、资质初步审核、还款提醒、逾期催收等服务。信托通过建立普惠金融信贷系统、大数据风控系统等完成对普惠金融业务的贷前、贷中与贷后运营、管理与风控。

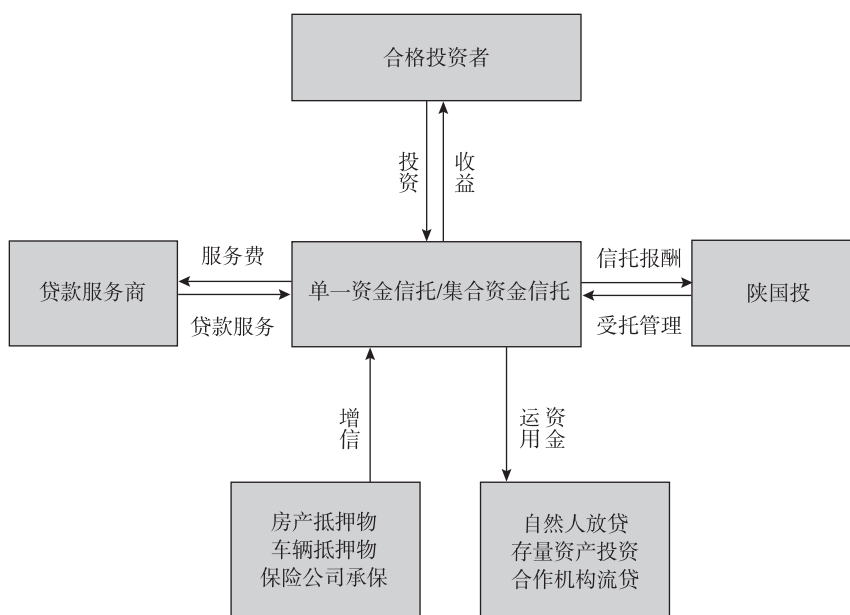


图 42 普惠金融交易结构

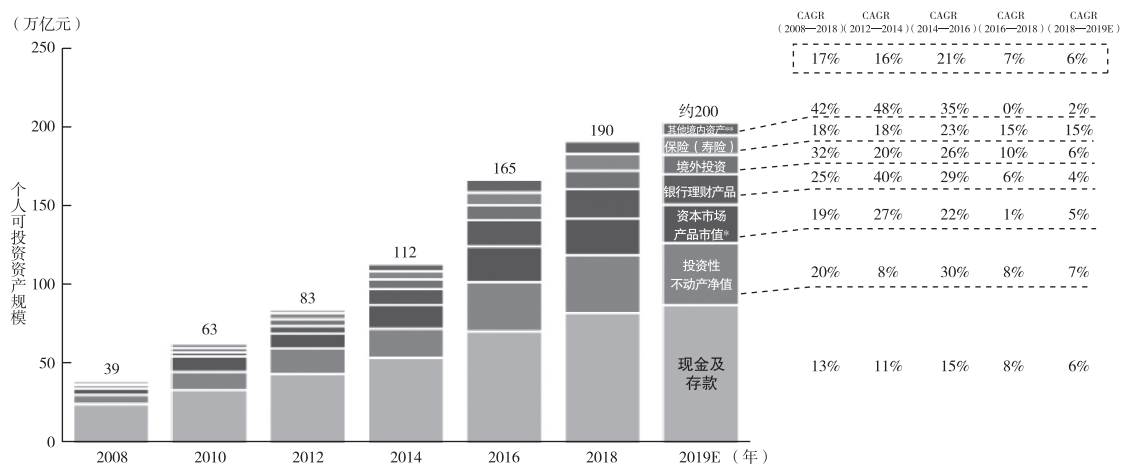
由于普惠金融业务服务群体主要是长尾群体，传统风控技术完全无法满足普惠金融风控要求。普惠金融业务的发展需要金融科技支持，主要包括普惠金融信贷系统建设、大数据风控、智能风控模型等方面。内部需要提高项目审批效率、自主风控能力，加大系统建设投入，加强专业人员配备。在外部个人信用记录或小微企业财务信息采集不完整、房屋抵押权核实大部分只能线下办理等一系列情况仍需相关适度的健全和完善。

九、信托公司财富管理客户服务体系

信托财富管理业务从产品导向逐步转换为客户导向，以客户的需求和投资理念作为服务的目标和方向。

（一）信托财富管理客户特征及需求变化分析

2018 年高净值人群数量达到 167 万人，预计到 2023 年将增长至 241 万人。过去十年中国私人财富增速达 130%，中国是私人财富增长最快的国家，预计未来十年中国私人财富增速将达 120%。近年来，投资领域由现金管理类、固定收益类产品转向二级市场、现金管理类、信托、PE/VC 等。



注：“资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券，“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股权投资产品、黄金、私募股权、互联网金融产品等，2019 年为预测值。
数据来源：招商银行—贝恩公司高净值人群调研。

图 43 2008—2019 年中国个人持有的可投资资产分布

经过十多年的发展，信托公司客户投资门槛逐步提高，目前的客户主要是富裕人群，家族信托针对高净值人群开展。

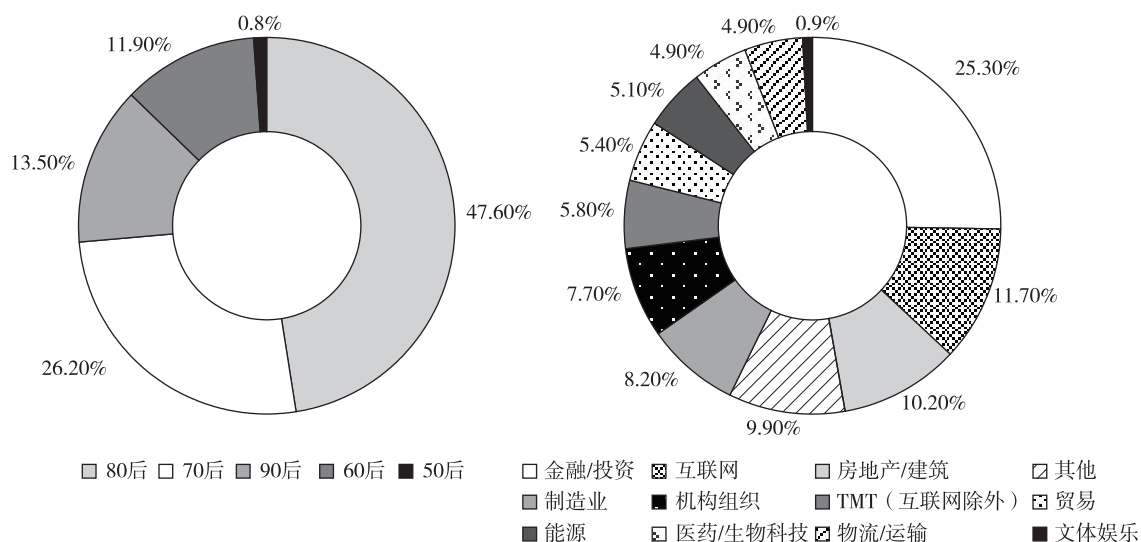
表 18 信托客户投资门槛变化（课题组整理）

年份	相关规定	投资理财类信托产品门槛
2002	《信托投资公司资金信托业务管理暂行办法》	资金信托合同不得超过 200 份（含 200 份），每份合同金额不得低于人民币 5 万元（含 5 万元）
2007	《信托公司集合资金信托计划管理办法》	投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币，或者其他能够提供相关财产及收入证明
2018	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	满足年收入 40 万元或者是金融资产 500 万元，并约定合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元
2018	《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》	家族信托财产金额或价值不低于 1 000 万元

1. 投资人群特点：“80 后”成主力，“90 后”崛起，客户格局变化

《2017 中国大众富裕阶层理财趋势报告——全球化、互联网化》显示，在大众富裕阶层中“80 后”占 47.6%，“90 后”占 13.5%。从行业分布来看，互联网、金融、房地产成为大众富裕阶层的前三大行业，总占比接近一半。

未来财富管理从业者需要更好地适应用户习惯，并将重塑大众富裕阶层理财的市场格局。

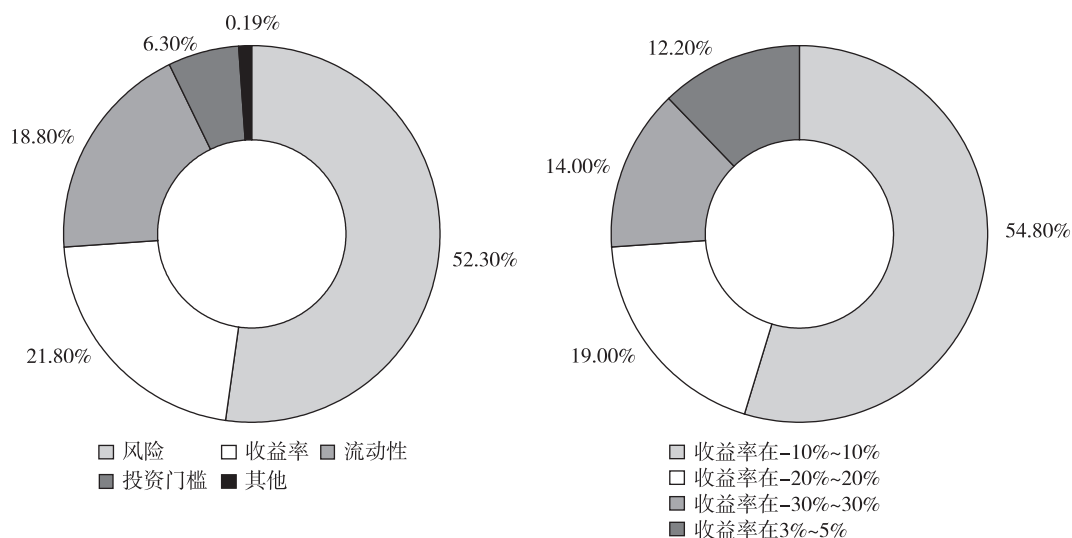


数据来源：《2017 中国大众富裕阶层理财趋势报告——全球化、互联网化》。

图 44 大众富裕阶层年龄构成和从事的行业

2. 理财需求增强，理性投资及风险意识加强

随着大众富裕阶层壮大、个人可投资资产增加，理财需求上升。据统计，主要理财目标是财富保值增值（76.1%），其次是消费和提高生活品质（44.9%），再次是家庭责任和养老保障（34.8% 和 33.3%）。投资目标也使他们更看重风险而不是高收益，有超过一半的大众富裕阶层投资者表示最关注投资产品的风险，大约 50% 的受访者投资预期为收益和亏损在 10% 以内。



数据来源：《2017 中国大众富裕阶层理财趋势报告——全球化、互联网化》。

图 45 大众富裕阶层投资理财的关注点和理想收益范围

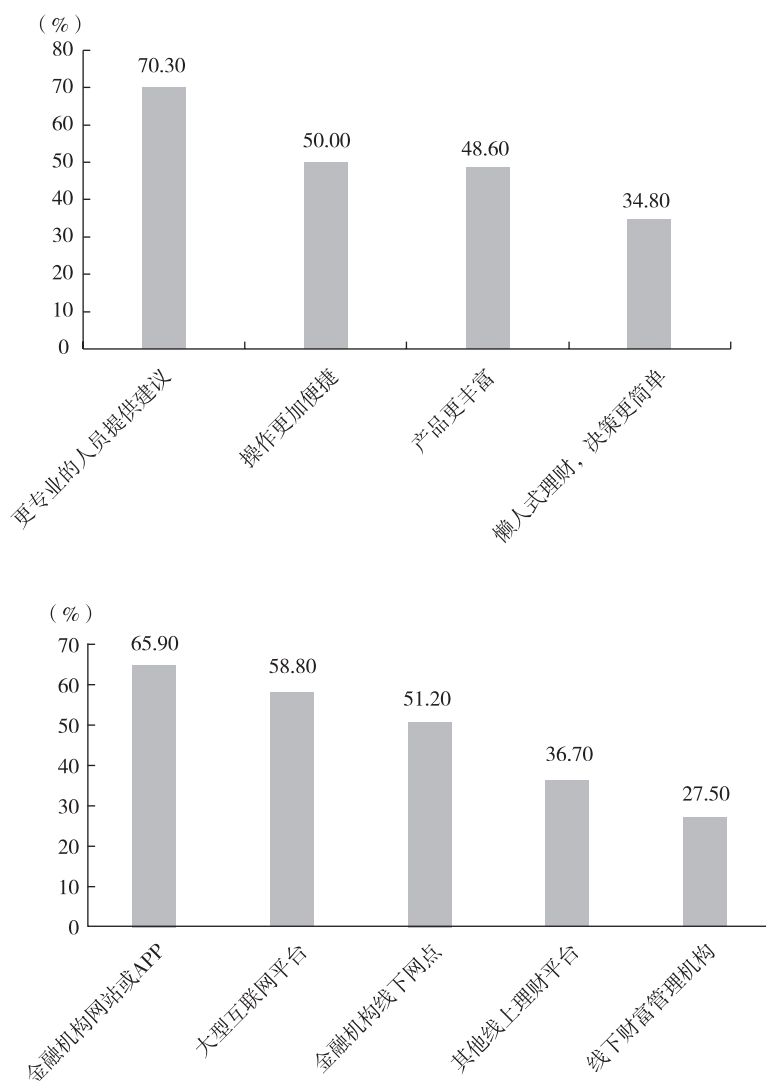


3. 信托等固定收益类、基金、股票依然是首选，境外资产配置增加

从目前发展来看，信托等固定收益类、基金及股票产品是富裕阶层最青睐的三种境内理财产品。采取组合投资的资产配置策略，境外资产配置增加。

4. 关注金融科技互联网化财富线上平台

近年来，互联网理财行业市场容量快速增长，社科院联合腾讯发布的报告预测2020年行业规模将达到16.74万亿元。互联网已经成为大众富裕阶层理财的最重要的手段之一。同时，平台专业的建议、便捷的操作、丰富的产品等成为主要诉求。



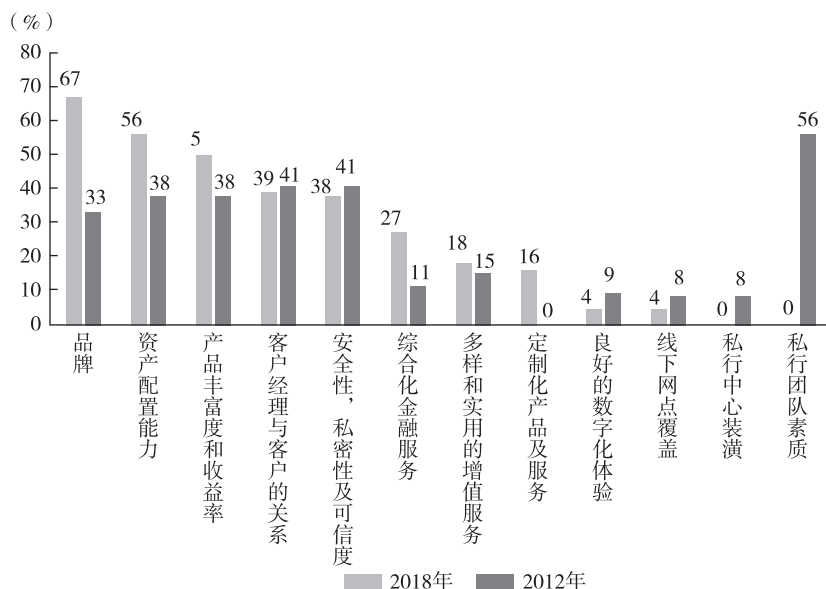
数据来源：《2017 中国大众富裕阶层理财趋势报告——全球化、互联网化》。

图 46 富裕阶层的理财诉求和理财平台选择



5. 客户对金融机构的选择变化

伴随着财富管理目标和投资理念的转变，高净值人士对金融机构的定位和态度也发生了相应的转变，专业性成为最重要的衡量指标。据《中国建设银行：中国私人银行 2019》，客户在挑选私人银行机构时最看重的三项指标依次是“品牌”“资产配置能力”和“产品丰富性收益率”。



数据来源：中国建设银行——波士顿咨询公司私人银行客户调研。

图 47 私人银行客户选择金融机构最看重的前 10 个因素

（二）信托客户会员服务体系建设

与银行相比，信托客户服务体系建设相对较弱，随着财富业务的发展，客户会员服务体系也逐步完善。

1. 会员服务标准

会员分级服务是建立会员服务标准的首要工作。

表 19 某信托公司会员级别

级别	客户群体	主要信托产品
普通	零售客户	消费、慈善信托
金、银	大众富裕客户	集合类信托
铂金、钻石	高净值客户	高净值客户家族信托

2. 会员权益

针对不同级别的会员提供不同的服务标准。



表 20 某信托公司会员权益

会员权益	钻石	铂金	金卡	银卡	普通
信息获取（每周通过公司内部刊物、微信、短信，以及网站发布）	●	●	●	●	●
最新产品推送	●	●	●	●	●
会员活动信息推送	●	●	●	●	●
积分礼品信息推送	●	●	●	●	●
兑换礼品	●	●	●	●	
节日祝福、生日礼品	●	●	●	●	
专属理财师、产品优先定制等服务	●	●	●	●	
免费会员期刊	●	●	●	●	
家族财富办公室咨询服务	●	●	●		
特定信托计划专属开放权	●	●	●		
每年一次国内旅行兑换	●	●	●		
享受家族财富办公室服务财富传承规划、养老计划、税务筹划、法律咨询	●	●			
出国金融咨询	●	●			
每年一次欧亚地区旅行兑换	●	●			
每年一次境外高端旅行计划特定信托计划专属开放权	●				

3. 会员活动

会员活动可以增加客户对公司的黏性，目前信托公司客户会员活动主要集中在公益类、亲子类、投资者教育类等，将活动与信托产品结合。

表 21 某信托公司会员活动

活动分类	具体活动	意义
公益类	结合慈善信托项目支援贫困地区	通过组织一系列的公益活动，能够满足会员承担社会责任的心理需求，履行服务社会的义务
	小小志愿者活动	
	组织慰问福利院、敬老院	
关怀类	给会员提供健康体检服务	体现公司对顾客的关怀，提高顾客对品牌的认同感
	在节日、生日给会员送上礼品和祝福	
	提供旅游、观影等服务	
亲子类	网点内亲子活动	让顾客在接受服务的同时也感受到家的温暖
	走进校园社区等活动	
	周末亲子活动	
	宣讲金融知识、安全知识	
品鉴类	组织画展、艺术藏品及大师讲座活动，联合举办知名乐团音乐会、马拉松等有影响力的活动	通过艺术、体育活动这一交流媒介，加强客户与公司的信任 and 了解，有效实现客户对公司品牌及理念的识别和认同
投资者教育类	针对不同客户需求，组织投融资产品及特色产品路演和投资分析	提升客户专业投资能力，深入挖掘客户需求



4. 信托公司财富管理品牌建设

财富管理品牌形象有助于信托公司在客户心中的良好形象，在近几年的发展过程中，各家信托公司开始着手打造自身独特的财富管理品牌。在第十一届中国优秀信托公司评选中，外贸信托、中融信托、四川信托、浙商金汇信托、建信信托、万向信托荣获了“2018 年度优秀财富管理品牌”奖。品牌建设越来越成为信托公司以客户为导向的重要工作之一。

（三）信托公司理财师专业及服务

财富管理客户服务中理财师的专业性和服务对客户来说尤为重要，发展财富管理业务需要重视理财师的专业素质和职业操守的培养。

1. 信托理财师的专业资质

除了中国信托业协会的培训及考核，也要注重金融行业相关内容的学习及资质。

表 22 理财师资质

类型	发证部门	资质名称	等级
国内资质 考试	中国信托业协会	信托从业资格证	初级
	中国证券业协会	证券从业资格证	
	中国证券投资基金业协会	基金从业资格证	
	中国银保监会	保险从业资格证	
	中国银行业协会	银行从业资格证	
	理财规划师国家职业资格认证	助理理财规划师（国家职业资格三级）	高级
		理财规划师（国家职业资格二级）	
		高级理财规划师（国家职业资格一级）	
		中国注册会计师协会	
国际资质 考试	国际金融理财标准委员（FPSB）	金融理财师（AFP）	
		注册理财规划师（CFP）	
		注册私人银行家（CPB）	
	金融分析师联合会（FAF）	特许金融分析师（CFA）	
	理财师专业委员会（CHFP）	理财规划师（FP）	

资料来源：课题组整理。

2. 客户的沟通及情绪管理

客户的情绪管理是提升客户服务水平的重要环节。“无法控制情绪的投资者是不会从任何投资中获利的”（格雷厄姆）。如果专业的理财服务是“硬件”，客户的情绪管理就是“软件”。以有效的情绪管理手段提高与客户的沟通效率，引导客户做



好情绪管理，理智地看待市场。

财富管理中投资风险是不可避免的。面对风险和亏损，客户很容易产生负面情绪，理财师作为客户身边的人，与客户共情，一起面对困难和危机，帮助管理情绪是理财师重要职责，也是建立长期信任客户关系的基础。

3. 理财师的提升与进阶

（1）第一阶段：服务解读型。初级信托理财师首先做好服务工作。对客户的服务态度热情，帮助客户做好产品宣讲、解读、购买、赎回等服务。

在此阶段理财师重点做到给客户“解读”信息。投资的方向上，给出这一方向或行业目前和未来的发展信息，指出市场风险；投资的微观主体上，要给出企业在行业中所处地位和目前财务情况，指出信用风险；产品的风险控制措施上，给出这些风控具体抵质押情况和法律效应，与客户探讨该产品的风险收益特征与客户的投资目标是否匹配、产品的风险与客户的承受是否匹配。服务解读不仅仅是解释或宣讲，更重要的是与客户的互动。

（2）第二阶段：规划顾问型。理财师能够根据每个客户所处的不同阶段、不同情况，帮助客户做出正确的规划并坚守投资纪律。对客户财富管理的过程不仅包括坚持理性的财务规划过程，还包括温馨柔软的人文关怀过程。理财师在这个阶段引导客户不仅关注某个产品的收益，更加聚焦自身整体财富的保值、增值和传承。

（3）第三阶段：专家型（私人银行家）。理财师具备了主动解决问题的能力，身边不仅聚集了很多高净值客户，而且聚集了不同行业领域的专家和资源，能够发现需求和机会，并整合调动这些资源为客户解决问题，并能将多年积累的知识和信息贯通，对一些潜在的行业机会和风险进行预判。

十、信托行业财富管理的风险管理

财富管理业务作为信托公司的重点发展业务，其风险管理也将会影响信托公司的整体风险管理状况。

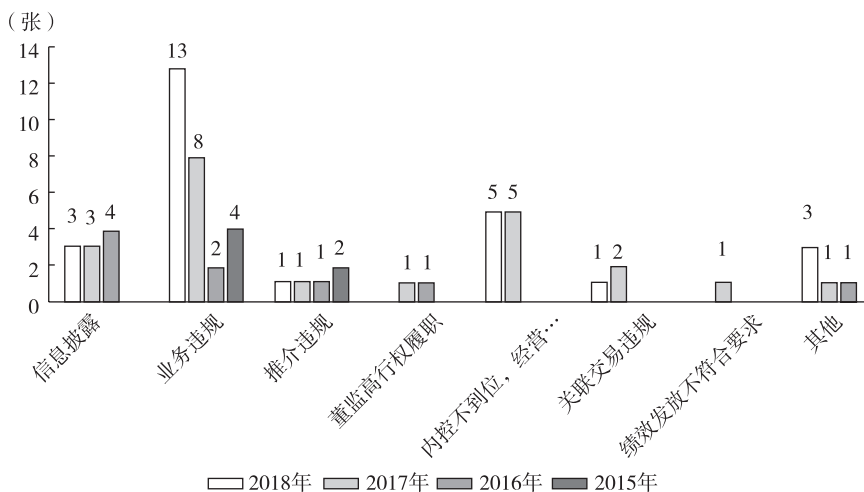
（一）信托公司财富管理风险管理现状分析

目前，信托行业的风险管理仍较为粗放，精细化程度不够，主要是以信用风险为核心的风险管理模式。近年来，中国银监会连续出台多项监管政策，对于金融机构的风险控制标准提出了更高的要求。据不完全统计，2018年中国银保监会向信托公



司开出的 24 张罚单，合计处罚金额 1 450 万元，相较 2017 年的 22 张行政处罚，同期罚款总额增长了 55.08%。

根据各年的处罚分析，发现业务违规的情况急剧增长。此外，内控不到位、经营不审慎和信息披露不符合要求成为信托公司高频违规事项；违规推荐、关联交易违规的情况也时有发生。



资料来源：中国银保监会。

图 48 信托公司罚单数量涉及的处罚原因分布

（二）全面风险管理体系下财富管理业务风险

目前，大多数信托公司处于全面风险管理体系建设工作的起步阶段。根据 44 号文规定，银行业金融机构面临的风险可分为十大类，包括信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险、国别风险、银行账户利率风险、声誉风险、战略风险、信息科技风险以及其他风险。同时，各金融机构应该考虑各类风险之间的关联性，审慎评估风险之间的相互影响。而在同年颁布的“58 号文”中，监管部门强调信托公司要重视信用风险、流动性风险、市场风险、操作风险以及交叉产品风险防控。财富管理业务需要在全面风险管理体系下梳理相关风险点，并进行防范与控制。

（三）信托财富中心运营风险及管理措施

各家信托公司建立财富中心发展财富管理业务，财富中心发展过程中面临产品定位风险、客户维护风险和人员管理风险。

1. 产品定位风险及管理

目前的信托公司财富管理中心仍以销售公司自身产品为主，产品定位风险较为



显著，主要因为信托行业尚未形成其他行业的主营业务和产品体系，一旦客户资金端出现变化，现有的产品体系可能无法满足客户的投资需求。

信托公司财富中心逐步建立专业、开放的产品平台，充分了解资金端的产品偏好和需求，为信托公司在资产端产品创设提供有益的依据和建议，降低产品定位风险。

2. 客户维系风险及管理

随着大资管时代来临，在同业竞争与监管收紧的双重压力下，客户稳定性受到极大影响，信托财富管理面临客户流失风险。财富管理中心作为信托公司的产品发行与客户服务部门，是客户关系维系的纽带，为客户提供专业化、差异化的财富管理服务至关重要。客户维系的风险管理应从客户细分策略、理财师服务与品牌建设等方面进行。

3. 人员管理风险及管理

目前国内的信托公司财富管理中心大多以自然人销售为主，由于激励机制相对透明，造成同类型公司竞争激烈，人员流动较快，导致公司产生战略风险、运营风险等。同时，招聘人员与需求不匹配、与团队风格不匹配，可能引发公司战略发展风险。对于绩效考核方面，公司应建立多维度的考核标准，参考其他行业的递延奖金发放机制，增加员工黏性，探索新的管理模式和激励措施。

（四）财富销售过程风险梳理及控制措施

在业务流程中，营销过程是目前财富管理业务的核心。从销售的事前、事中与事后各阶段梳理业务流程中相关风险点并提出相应建议。

1. 财富管理事前风险及控制

关于财富管理事前风险控制中存在的潜在风险点，各信托公司有不同的细分标准。

为了保证财富管理的高效性与合理性，信托公司财富管理中心应对信托项目的准入做事前风险控制，避免出现发行产品与市场资金募集的不匹配。对于从业人员的准入标准做进一步的把控，同时加强投资者教育，提高投资者的金融知识水平和风险意识。目前，信托公司是唯一能进行跨市场投资的金融机构，因此面临较高的洗钱风险，信托公司需要充分认识反洗钱工作的重要性和相关业务环节的风险点，针对不同风险等级客户，在持续监控过程中应适时调整客户风险等级划分，对可疑交易进行监控并完成上报。



2. 财富管理事中风险及控制

关于财富管理事中风险控制中存在的潜在风险点，各信托公司有不同的细分标准。

财富管理风险事中控制。信托公司应加强信托产品风险等级评定，在有效评估投资者风险承受能力和投资需求的基础上，不得误导投资者。在销售专区实施录音录像，加强对金融机构销售产品的过程管理，更好地防范操作风险与道德风险的发生。为保证信托财产专户的安全性、信托资金划转的合法合规性，相关人员应对专有资金账户实行专人负责、及时追踪与监控。

3. 财富管理事后风险及控制

关于财富管理事后风险控制中存在的潜在风险点，各信托公司有不同的细分标准。

财富管理事后风险控制的客户信息保密工作是最重要的环节之一，应当建立客户信息保密制度与信息查询权限的区分，降低相关风险的发生，确保客户信息不外露。同时在售后过程中确认书面内容正确并按时送达、兑付方案与划款准确，从而避免纠纷，减少公司声誉风险。

对于风险项目的跟踪过程，公司应建立明晰的事件分级处理等级划分机制、快速建立合理的应急工作预案、成立权责分明的应急小组，预防或最大限度地减少经济损失或声誉风险的发生。同时，将舆情管理纳入全面风险管理，规范信托公司信息披露行为，切实维护投资者合法权益，尽可能规避公司声誉风险与操作风险的发生。

十一、信托公司财富管理业务信息化建设

随着互联网信息技术的发展，金融与信息科技的融合度也越来越高。一方面，信息系统的安全性、可靠性、有效性直接关系到公司运营；另一方面，如何借助信息科技的发展赋能，推动回归本源的财富管理业务发展，已然成为各家信托公司关注的核心要点。

（一）信托公司财富管理信息科技发展现状

1. 财富管理信息平台发展现状

成熟的财富管理平台将信托公司分散的客户信息进行统一的采集与管理，实现对客户全生命周期的管理，对产品的“募投管退”进行全流程支持。



平台在设计层面与财富管理组织架构类似，分为前台、中台、后台、基础设施四层架构。

前台系统向客户、营销人员提供各类服务，释放中后台的资源，通过自助、移动展业等多样化的服务渠道支持形式，实现以客户为中心的各类服务。

中台系统包括营销服务系统（以下简称 CRM）、登记过户系统（以下简称 TA），定位为支撑公司内部运营的核心业务系统，通过组件化的管理，实现客户、产品、团队等业务内容的管理功能。

后台系统包括资金清结算系统、估值核算系统、投资交易系统，主要作为运营保障。

在基础设施服务层，通过数据采集、清洗、转换平台（ETL），将分散、零乱、标准不统一的数据整合到一起，加载到数据仓库，形成以 CRM 系统为核心的数据服务支撑体系，实现与信托公司 TA 系统、项目管理系统、估值系统等关联业务系统数据的互联互通，为前台和中台业务提供数据支撑，为营销服务管理一体化架构奠定数据基础。

2. 财富管理前端获客渠道现状

财富管理前端获客渠道主要分为直销渠道和代销渠道。直销渠道指的是信托公司直接通过自己的销售渠道获客，包括公司官网、400 电话、柜面直销、APP 端、微信公众号等。代销渠道指的是信托公司通过同业合作对接获得客户，主要分为银行推介、券商推介、基金公司推介等方式。

通过调研，信托公司 APP 作为主要的移动展业平台，满足全销售流程的线上化。而微信公众号多作为通过资讯等信息发掘客户，是营销的辅助手段。

表 23 移动展业平台的一般性功能

序列	APP 一般性功能	微信公众号一般性功能
1	查询理财产品推介和持有产品	管理客户的个人账户
2	查询信托营销网点	介绍信托财富管理与产品
3	核实员工信息	介绍企业基本情况
4	信托销售录像录音系统	介绍财富中心分布情况
5	行业专业资讯分享	宣传、分享信托财富品牌
6	公司事务通知	客户活动通知
7	介绍 VIP 服务的推荐和优惠活动	信托基本知识分享
8	全销售流程	离散信息传达



APP 功能使用现状及效果分析及上线情况如图 49 所示。

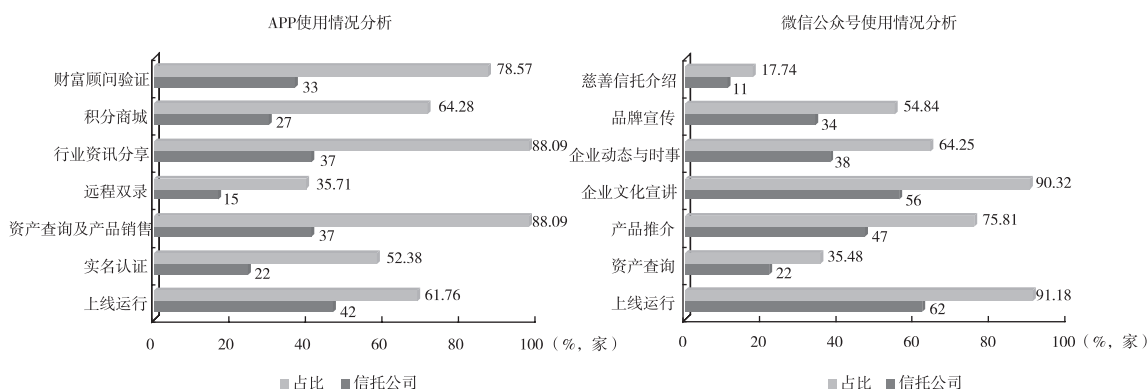


图 49 APP& 微信公众号使用分析

3. 财富管理中后台运营管理系统现状

财富管理平台中后台运营管理系统包括具有营销服务功能的呼叫中心（Call Center）、CRM 系统；具有客户份额登记、交易记录、过户功能的 TA 系统；进行募集兑付资金清结算的资金管理系统；与资产管理相关的，进行资产核算的管理人估值系统；进行投资交易资产运用管理的系统；具有数据整合功能的 IT 基础设施的数据中心。综合来看，信托行业依然停留在扩宽资金端募集能力方面，同时各家机构在差异化的竞争模式上不断探索，通过布局信息科技树立财富管理品牌，建立竞争优势。

表 24 财富管理中后台运营管理系统

系统名称	系统功能模块	建设现状
CRM 系统	●客户管理 ●产品管理 ●销售过程管理 ●绩效管理 ●工作管理	基本都已建设
Call Center	●集中式的客户营销服务功能	少数配套建设
TA 系统	●登记客户信托资产信息和份额信息 ●提供客户收益分配功能 ●提供客户信托资产账户的管理、交易、过户功能 ●支持开放式、结构化、封闭式等信托业务结构	基本都已建设
资金管理系统	●实现自动化的资金拨付、自动化查账，提供多银行、跨银行的资金管理服务 ●实现资金监控、余额查询、电子回单、电子对账等业务 ●实现全方位监控、安全管控、到账提醒功能 ●实现内部账户资金归集、内部结算等功能	根据业务规模及运营复杂程度配套上线



续表

系统名称	系统功能模块	建设现状
资产估值系统	●电子数据处理 ●账务处理 ●资产估值 ●与保管行直联对账 ●财务管理	根据业务类型的估值需求配套上线
投资交易系统	●资金管理 ●风险控制 ●投资策略	根据业务类型开展及规模的增长配套上线
数据中心	●元数据定义 ●数据采集 ●数据清洗 ●数据转换 ●数据分析 ●数据建模	目前都处于建设阶段

资料来源：课题组整理。

4. 信息科技推动财富发展的作用 and 意义

银行、券商等机构在“互联网+”背景下结合自身发展，多样化创新，不断加快数字化转型。而信托公司在转型压力与互联网金融业务的冲击下，开始从初步的尝试转向寻求解决业务存在的痛点。

（1）吸引客户参与信托业务。小众化、高门槛以及高昂的运行成本，导致信托获客及客户交互不足，如何通过互联网的便利方式，拉近与客户的现实距离，提升客户参与度，从单纯的服务提供模式向融入客户的社交化模式转移。

（2）提高运营效率。信托业务规模不断扩大、存续产品数量持续增加，导致信托公司管理加压，人员冗余，成本较高，而事后管理的各项工作自动化程度较低，倒逼信托公司探索如何科技赋能，释放运营人员的资源并有效控制运营成本。

（3）解决产品流动性问题。信托份额的流动性不足，信托登记体系仍在完善的路上，如何依托移动展业形式搭建平台，集中多种投融资服务，增加信托产品的流动性仍在探索。

（4）保障合规性。对合格投资者调查、纳税声明、消费者保护、反洗钱、风险匹配等尽职问题，如何达到非面对面的尽调，非现场监测方式的预警，实现内控管理、操作风险管理等工作的全面线上化，对各项业务活动及员工的异常交易行为进行及时的监测分析，减少合规管理成本。



(5) 推动财富管理改革发展。近来监管趋严,信托业务受限后又如何发挥制度优势,利用金融科技(FinTech),回归“受人之托、代人理财”的本源,始于资金需求,终于资金供给。

5. 信息科技建设面临的问题

由于信托公司财富管理业务起步较晚,多数信托公司已经加强了信息系统建设,但在实践中还存在一些问题。

(1) 信息科技投入呈现离散性。中建投信托 2017 年、2019 年的两次 IT 调查数据显示,2018 年 4 月至今,行业 IT 人员占公司人员比例呈上升趋势;IT 人员占比超过 2.5% 的公司数量从 2018 年的 51.5% 上升至 61.96%,意味着 1 个 IT 员工要服务 40 位从业人员。按照 2019 年各家信托公司 IT 预算口径,信托公司预算投入平均在 1 500 万元左右,有 10 家信托公司投入超过 4 000 万元,一些中小型信托公司在金融科技方面的资金投入在数百万元。

信息科技投入虽然近年来逐步提高,但其对经营管理的重要程度和作用短期难以凸显,甚者在短期内导致经营成本提升,使信托公司整体 IT 投入呈离散化,而阶段性的投入造成短期收益大于短期成本,导致中长期发展难以持续。

(2) 信息科技投入缺乏制度及体系支持。根据中建投信托 2019 年中 IT 调查,有 8 家公司尚未设立独立的信息技术部,占比 11.76%,24 家公司尚未设立信息科技委员会,占比 35.29%,未能保证信息化体系的顶层设计。

2019 年 9 月 6 日,中国人民银行印发了《金融科技(FinTech)发展规划(2019—2021 年)》,指出我国金融科技发展不平衡、不充分的问题依然存在,顶层设计和统筹规划有所缺乏,各类市场主体在科技能力、创新动力、人才队伍、体制机制等方面相对失衡。

信托公司需要平衡业务发展与信息科技投入的同步推进,重视信息科技作为核心竞争力要素建设的必要性,配套信息化治理体系与制度的建设。

(3) 信息系统建设前瞻性不足。创新业务对业务系统的依赖性逐渐提高,如普惠金融业务、家族信托业务的快速增长,但信息系统的建设经常由于迭代的特性跟不上创新业务的发展,自动化、流程化应用滞后于业务需要,限制创新业务快速扩容。

(4) 信息科技建设复合人才匮乏。信托行业内尤其缺乏信托业务与科技精通的复合型人才,引进和培养金融科技人才、数据分析人才,同时加大信托公司内部发掘,将业务精英与科技人才复合培养。



（5）行业标准化信息系统建设缺乏。当前仅有少数信托公司具备自主研发能力，遇到信息科技建设投入时，通过系统建设外采。建设行业内成熟的标准化业务系统，可以最大化地控制成本，实现一定的灵活性，同时选择业内专业的软件公司降低风险。

而遇到与信托公司内部业务贴合紧密的信息系统建设，通过自建研发团队可以加强内部技术和业务复合力量的积累，形成独特的技术优势，使信托公司抢占先机。

（二）信托财富管理业务信息化建设

1. 信托财富管理平台架构设计

在财富管理平台建设方面，信息科技是提高合规风险管理质量和防范业务人员操作风险的技术保障，也是一种展业形式的提升。财富管理全业务体系通过构建财富管理行业生产线，打通客户、客户经理、职能部门之间的工作闭环，完成拓展展业形式、强化合规风险控制、优化管理流程，提升工作效率等目标。

2. 信息科技在财富管理体系下风险管控

财富管理体系建设在既定的逻辑关系下，对业务操作、管理流程起到了刚性的控制作用，使合规风险可信息化管理的部分得到了控制，将风险控制在一定可预计的范围内。

在 IT 基础设施铺设的基础上，对财富管理实现事前、事中、事后全流程的管控，深度参与改造财富管理的全链条。

表 25 信息科技在财富管理体系下的应用

基础设施铺设	事前管控	事中管控	事后管控
业务连续性保证	销售渠道扩展	KYC 与信托产品风险评级匹配	智能客服
数据中心	反洗钱 客户尽职调查	资金资产匹配（撮合）	会员服务
数据管理	智能客服	销售过程的规范化	自动化运营管理
数据应用	远程开户	实名认证	绩效分析
数据安全	智能投顾	远程双录	报表统计
云服务	智能呼叫	电子合同	资产监控
等级保护工作	精准营销：外部客户数据分析	反洗钱指标建立及系统监控模型的应用	精准营销：内部客户数据分析

资料来源：课题组整理。

（1）信息科技事前风险管控重点。对于财富管理业务中，事前控制中与业务紧密相关的是反洗钱系统。信托公司应建立反洗钱指标并进行系统监控，防范在业务进



行过程中出现的洗钱风险。信托公司应完善定性与定量相结合的可疑交易标准，在反洗钱系统中进一步细化数据收集、外部/人行黑名单关联、指标添加、阈值设定、账户信息、人工筛查与案例管理模块，并结合信托行业中已发生的洗钱案例，分析其交易信息信号，并固化在系统中，持续建设基于客户行为分析的动态、主动、智能的模拟数控系统。

(2) 信息科技事中风险管控重点。在财富管理业务的事中控制中，营销环节是财富管理业务中最重要的一环，同时也是风险较容易出现的一个环节。随着信息科技的不断发展，信托公司可以制定一定的标准，如量化风险指标参数，通过确定客户的资金来源和保障程度，将客户风险等级通过信息系统进行细化。同时，随着公司产品进一步多元化的发展，将符合客户要求的产品通过信息系统进行匹配，从而更好地满足客户需求，也可以降低误导销售的风险。同样地，将整个销售流程，从客户营销、双录、签约过程均以信息系统进行辅助，使得销售流程规范化，减少可能产生的操作风险与合规风险。

(3) 信息科技事后风险管控重点。在事后控制中，客户信息的管理是重要部分，而客户信息管理的本质是数据治理。数据治理的核心是在发展和风险之间求平衡，信托公司应加强数据治理工作，与全面风险管控工作相结合，加强公司内外部数据的收集、整合及应用。第一，建立常态化的数据清洗、审核和钩稽关系验证机制，严把数据的准入质量关。第二，贯通各系统间数据，实现各条线、部门间信息共享。第三，提高相关数据的可应用程度，将非结构化数据最大程度上结构化、标准化。第四，多方式、多渠道收集外部数据，建立内外部数据相互补充、互相钩稽验证，缓解信息不对称，提高风险管理的效率和效果。

3. 信息科技应用在财富管理体系下的路径发展

(1) 资金端革命：线上化展业（S1）。第一，增强客户黏性，更好地服务客户。将传统信托业务移至线上展业，在线上完成信托产品全业务流程，提供便捷的客户体验。

第二，降低获客成本和资金成本。通过多渠道方式获取客户资源，移动展业提供交易便利性，更好地留住客户。

第三，给予一定的流动性。建立转受让平台，使信托份额具有一定的流动性，开展受益权质押融资业务，为客户提供短期融资便利。

第四，扩展代销渠道。借助外力，如私人银行、券商、基金公司强大的物理网



点优势，建立同业合作框架，代销信托产品，拓宽销售物理限制，沿用中信登技术及数据规范，简化代销流程，实现自身的业务创新。

（2）资产端革命：构建多层次产品体系（S2）。传统信托业务主要投向于政信、房地产，项目审批时长、放款时限的敏感度都不高，经常性历经几个月的审批或者多次风控措施的变更，难以响应客户即时的资金投配需求。而互联网金融开展后，信托资产端呈现量大、规模小而且分散的特性，可以实现客户资金与资产的匹配。同时，客户需求日益增长，不再满足长期的固收及权益类产品，需信托公司开发多样性的信托产品，丰富产品体系，从信贷模式转向投行模式。

（3）双重革命：一揽子金融服务（S3）。信托公司在完成资金及资产的双重革命后，迈向精细化发展道路，在内部项目立项评审阶段就提前介入，在客户服务过程中开展交叉营销，筛选资产或匹配资金，实现资金和资产的相互转化。进而逐渐细分客户和市场，提供差异化服务，构建一体化账户体系，为客户量身提供信托产品及外延型金融产品的投融资组合。

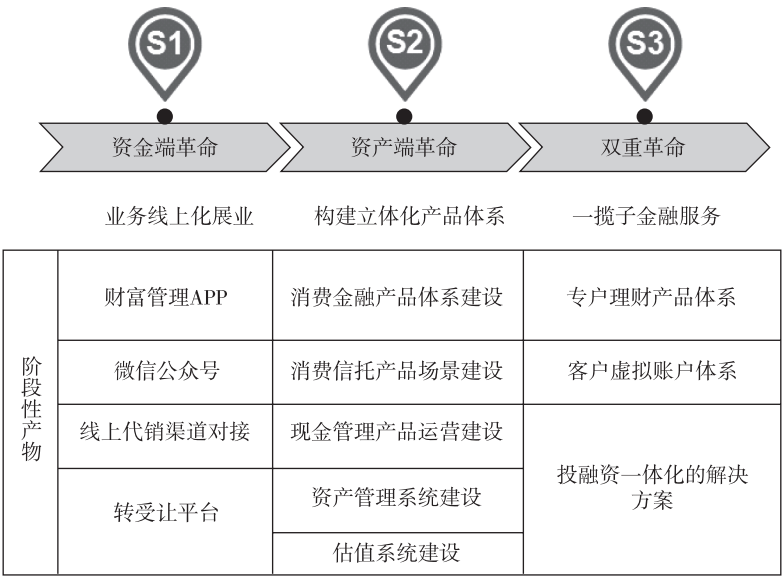


图 50 财富管理下的信息科技应用路径演化

（三）信息科技在财富管理场景的未来发展探索

1. 构建客户数据治理与挖掘

结合内部和外部数据，对单客户进行全维度分析，进行事前投资者认定，事后根据客户线上线下的交易特征和风险偏好，整合客户的全要素数据，勾勒客户画像，



进行客户识别（KYC）与产品识别（KPC），实现精准营销。同时，由单个客户逐渐演化到客户群体的维度细分，实现对客户群服务的标准化、流程化。

2. 智能投顾场景的应用

将资产端的产品通过产品筛选策略进行深度筛选，形成产品优选池，建立相关模型、策略，结合不同类型客户的财富管理服务方案，实现智能化场景。利用信托公司现有产品和外部合作渠道，根据客户的风险收益偏好和期限选择，为客户提供定制型建议及资产组合配置方案，构建开放式平台，提供一站式的产品投配服务。

3. 风控智能合约相结合

有别于信托业传统的以抵质押定性管理为主的项目风险控制体系，通过人工智能运用、大数据分析建立起风险指标量化管理的全面风险管理体系，可以预测及监控业务风险。再辅以智能合约，设置特定业务关系，设定运行逻辑，在场景较为单一，执行较为简单的客户资产再投配体系中应用，能够严格执行、动态追踪、及时调整投配策略。

4. 财富管理与 5G 结合

移动展业使得营销人员与客户不再局限于物理位置的相隔，能够更快地融入客户的社交体系，5G 网络的高速传输和低延迟性将带来更多的“实时属性”，如人脸识别、即时支付、远程多方双录人机交互等。

十二、总结

随着国民收入不断增长，人民对美好生活的追求，财富管理日趋旺盛的需求成为信托公司财富管理业务转型发展的“源动力”。同时，信托公司在回归“受人之托，代人理财”本源中，财富管理业务具有非常重要的意义和广阔的空间。同时财富管理是一项长期业务，需要信托公司根据自身的资源优势和发展的战略进行系统化、体系化建设。

首先，要有战略思想与市场化思维。根据自身发展战略及资源禀赋确定公司财富管理的战略目标定位及中长期规划，并坚定不移地执行，并在实施过程中根据市场情况制定相应的策略与计划。

其次，以客户需求出发向客户导向转变。信托公司开展财富管理业务从产品销售转向客户导向，并以满足客户需求为出发点进行业务拓展是业务发展的核心理念。



最后，系统化统筹建设与数字化前瞻布局。财富管理业务开展是一项系统工程，从产品体系、客户服务、组织架构、激励考核、流程制度、风险管理、信息建设等系统性建设；尤其我们身处数字化信息化和智能化时代，信托公司财富管理业务也将拥抱“互联网+金融”时代。



附录

《信托公司财富管理业务体系发展研究课题调查问卷》

调研模块	调研大类	具体调研内容
信托财富管理 发展背景	境内外信托 财富管理发展	境外发达国家和地区信托财富管理业务及特点有哪些借鉴？ 信托公司发展财富管理业务最重要的问题和难点是什么？
财富中心 现状分析	财富管理组织 结构类型	财富管理中心运营模式属于哪类？
		各个部门的设置及管理职责？
		是否有异地财富中心？如何运营？
	财富管理考核 激励	财富管理中心前中后台职责范围、考核制度、业绩核算、激励制度
		财富管理中心管理层、理财师数量、前中后台人数比重、人员流失情况
		财富管理中心团队业绩对比分析
	产品条线及 销售渠道	信托产品规模：集合、单一占比，机构客户、自然人客户占比
		信托产品类型占比：固收类、浮动类、创新类
		是否存在产品定价委员会？如何定价？效果如何？
		财富中心上架产品类型、上架、定价、业绩核算
	财富管理 品牌建设	销售渠道有哪些？直销、代销、第三方的占比？
		信托品牌规划（公司品牌、财富中心独立品牌）是否有？效果如何？
		品牌宣传模式（互联网、传统），效果如何？
		品牌宣传投入产出情况
	财富管理信息 技术系统	信息系统的完备性（前中后台管理系统）
		选择哪家业务管理系统（业务管理、客户管理、数据管理、财务管理）的供应商？是否满意？
信托客户 管理	财富管理 客户结构	财富管理中心的客户总数、机构客户总数、个人客户总数、新增客户总数、流失客户总数（总部、异地数据统计）
		活跃客户的定义、存量
		机构客户中金融和非金融客户的规模、数量
		本地客户、异地客户的规模、数量
		非金融机构中，上市公司、国企各占比，所处行业分类占比；3 000 万元以下、亿元以上机构的数量占比
		个人客户：高净值（300 万元以上）、超高净值（1 000 万元以上）客户的数量年龄分布，是否对高净值及超高净值定义不同？
		客户投资经验、年龄、性别、职业等画像分析
		总部优势型信托公司在总部与异地中的机构客户、个人客户
信托客户 管理	财富管理中心 客户开发	是否有财富管理中心品牌活动，活动类型有哪些？次数？费用？
		个人客户中来源于家族信托、消费信托、慈善信托等特色信托项目占比（来源于其他平层机构，如律师事务所、商场酒店等）
	财富管理 客户管理	是否给客户提供增值服务？增值服务有哪些？
		是否对客户分类？怎样进行差异化管理？客户会员体系建设如何？ 理财师是否有上岗准入规范？执行情况如何？



续表

调研模块	调研大类	具体调研内容
信托行业 财富管理的 风险控制	财富管理风险 事前控制	信托项目准入标准（包括具体按照什么标准对产品进行准入？是按照受托人报酬高低，项目总贷款利率高低，还是其他？）
		信托项目预约安排、上架情况（按照企业性质、收益率、时间期限）
		公司的反洗钱系统架构、设置情况是否完备？运行情况如何？
		公司在财富角度是否有风险管理的构建？风控指标、维度有哪些？
	财富管理风险 事中控制	“一区双录”的方式有哪些？直销：APP、本部财富中心等
		代销的合同管理、双录检查
		优秀账户监管方案：房地产、政府平台、工商企业、家族信托、消费信托、慈善信托账户监管流程
	财富管理风险 事后控制	是否有 24 小时客服坐席受理客户投诉？
		对于理财师是否有投诉惩罚机制？是否建立信息保密制度及相关处罚措施？
其他	家族信托	家族信托开展的主要困难？家族信托的组织及人员考核奖励机制？
		是否引入外部产品？资产配置及增值服务有哪些？如何收费？
	消费、慈善	目前消费信托、慈善信托发展情况及面临的问题有哪些？

参考文献

- [1] 陈赤. 资管新规与信托转型 [J]. 中国金融, 2017 (23): 25-27.
- [2] 姚江涛. 促进信托行业提质增效——读《美国信托监管指引：资产管理》与《日本信托银行年报与信托税制》 [J]. 中国金融, 2019 (2): 98.
- [3] 陈赤. 半是寂寥半澎湃——亲历信托业的低谷与高光时刻 [J]. 中国金融, 2019 (14): 19-21.
- [4] 周小明. 信托制度比较法研究 [M]. 北京: 法律出版社, 1996.
- [5] 陈赤. 信托文化的价值精髓 [J]. 金融博览 (财富), 2018 (10): 56-59.
- [6] 李宪明. 信托的社会源起和人文追求 [J]. 中国银行业, 2014 (12): 120-122.
- [7] 张传良, 鲍新中. 财产保护类家族信托模式及其产品设计 [J]. 金融理论与实践, 2015 (3): 101-105.
- [8] 蔡概还, 陈进. 发展家族慈善信托 解决家族企业管理与传承痛点 [J]. 中国银行业, 2019 (4): 93-95.
- [9] 蔡概还, 邓婷. 中国家族慈善信托发展的关键问题 [J]. 清华金融评论,



2018 (10) : 23-25.

[10] 周瑞明 . 新资管时代家族信托业务的资金供给侧机遇 [J] . 中国银行业, 2018 (2) : 92-94.

[11] 姚江涛, 袁田 . 智能时代信托公司的数字化转型 [J] . 中国银行业, 2019 (1) : 92-94.

[12] IMOLA DRIGA, DORINA NITA, IOAN CUCU. Private Banking and Wealth Management Services Offered by Banks [J] .Annals of the University of Petrosani: Economics, 2009 (1) : 227-231.

[13] Steven L. Schwarcz. Commercial Trust as Business Organizations: An Invitation to Comparatists [J] . Duke Journal of Comparative&International Law, Vol. 13, 2003 (326) .

[14] Koebel J T. Trust and the Investment Adviser Industry: Congress' Failure to Realize Finra's Political to Restore Investor Confidence [J] . Seton Hall Legis J., 2010, 35: 61.



伍

信托公司信息安全管理建设研究

课题牵头单位：平安信托有限责任公司

课题指导专家：王道远

课题负责人：李江波

平安信托有限责任公司

课题组成员：

叶 兵 黄潼辉 葛吉虎

平安信托有限责任公司

余 翼

中铁信托有限责任公司

申 磊

百瑞信托有限责任公司

林 琨

华润深国投有限公司

周明若

华鑫国际信托有限公司

乔 弘

华能贵诚信托有限公司

张小威

广东粤财信托有限公司



摘要

为推进网络强国建设，国家相继发布了《网络安全法》和《国家网络空间安全战略》。2019年恰逢新中国成立70周年，上半年国家密集发布了《数据安全管理办法（征求意见稿）》、“网络安全等级保护制度2.0标准”、“APP违法违规收集使用个人信息专项治理”等一系列监管要求。公安部也组织对金融、电力、电信、交通等重点行业开展“护网行动”，筑牢网络安全防线。国家对信息安全重视程度明显增强，信息安全已成为“一把手”工程。

由于监管政策的变化，信托以房地产作为业务支撑的模式将难以为继，业务转型迫在眉睫。信托必须以产品创新转型促进金融创新，提升主动管理能力，回归资管业务本源。金融科技业务场景面临着更加严格化、体系化的信息安全监管要求以及更加严峻的信息安全风险，而信托公司在信息安全领域基础薄弱，缺乏统一的行业安全标准。为此，我们选择信息安全作为专项课题，提出适用于不同规模信托公司的最佳实践，用于指导信息安全相关工作。

为确保本课题的全面性、客观性及可落地性，在中国信托业协会的支持下，我们对48家信托公司信息安全现状及痛点开展行业层面的调研。对平安信托、中信信托、华润信托、百瑞信托、中铁信托、华能信托、华鑫信托、粤财信托等8家代表行业不同规模的信托公司进行了深入的现场访谈及研讨，获取了大量关于信息安全工作的建议，并以此作为本次课题研究的依据。

本课题以保障信托业务安全，建立“信托法理+安全可靠”的行业形象为目标，通过深入分析行业信息安全现状及需求，借鉴国内外金融行业成熟的信息安全标准及最佳实践，构建适用于信托业务的信息安全体系，促进信托行业信息安全制度化、标准化、智能化发展，推动信息安全协作机制建设，提升全行业信息安全水平。

本课题的核心要点主要体现如下：全面评估信托行业信息安全现状及问题，并与银行业进行了对标。分析了信托公司开展跨行业展业时将会面临的金融行业信息安全技术门槛障碍，并提出相关建议。分享了平安信托信息安全最佳实践，提出了适用于不同信托公司的信息安全体系，设计了信息安全成熟度模型，能够客观量化地评价信息安全工作成效。为响应众多信托公司建立信托行业信息安全标准的迫切需求，提出了行业信息安全标准建设的规划建议，填补行业空白。由于不同信托公司信息安全



投入及能力差异巨大，提出建立信托行业信息安全协作机制的建议，提升行业整体的信息安全水平。

关键词：金融行业信息安全技术门槛 信息安全管理体制 信息安全成熟度模型 信托行业信息安全标准 信息安全协作机制



目 录

一、 金融科技及信息安全形势分析	283
(一) 金融科技发展新形势	283
(二) 国家层面安全监管要求	283
(三) 金融行业安全监管要求	285
二、 境外信息安全监管政策分析	286
(一) 美国信息安全监管分析	286
(二) 欧盟信息安全监管分析	287
(三) 中国香港信息安全监管分析	287
三、 信托行业信息安全现状	288
(一) 信托行业整体信息安全现状	288
(二) 信息安全威胁及挑战	291
(三) 信息安全体系及标准建设的必要性和可行性	294
四、 信托行业信息安全体系研究	295
(一) 银行业信息安全体系建设经验	295
(二) 信托业信息安全架构及管理体系设计	296
(三) 典型业务场景安全控制建议	308
(四) 信息安全体系预期效果与展望	312
五、 平安信托数据安全实践分享	313
(一) 安全管理策略	313
(二) 运营安全管理	314
(三) 数据安全治理	315
(四) 安全智能实践	317
(五) 安全成熟度	318
六、 信托行业信息安全标准建议	320
(一) 国家及金融行业信息安全标准	320



(二) 信托业信息安全标准建议	322
(三) 标准制定和实施保障措施	323
七、 信托行业信息安全协作机制	323
(一) 威胁情报共享	324
(二) 安全实践经验分享	324
八、 信托行业信息安全工作整体建议	324
(一) 严格落实各类监管要求，着力提升信息安全合规水平	324
(二) 坚持信息安全底线思维，防范化解重大安全风险	324
(三) 积极推进信托行业信息安全标准体系建设	325
(四) 关注上下游业务链的安全，重点关注外包安全管理	325
(五) 掌握核心技术，提升信托行业信息技术自主可控能力	325
(六) 充分利用现代科技手段，促进安全防护智能化	325
参考文献	326



一、金融科技及信息安全形势分析

（一）金融科技发展新形势

当前，我国金融科技呈现跨越式发展态势，在零售支付、网络借贷、财富管理、数字货币、区块链、云计算、人工智能等领域处于全球前列。

中国金融科技发展在经过前期爆发式增长后，行业发展在规范化和标准化方面的滞后性越发突出，导致金融科技应用风险日益凸显，尤其是 P2P 网贷、数字货币等领域的违规风险不断累积，出现了一系列对社会经济影响极为不良的金融风险事件。P2P 网贷平台风险事件频发，说明互联网金融在经历了粗放型的井喷式发展之后，金融风险不断凸显并爆发。

在此背景下，国家对于金融科技应用的监管政策不断深化完善并逐渐趋严，中国金融科技产业正在进入规范化发展阶段，对金融科技风险的识别、管理将更加细致严格。但整体而言，国家政策依然持续鼓励金融科技在合法合规的条件下的创新发展和应用。

（二）国家层面安全监管要求

国家对网络安全建设非常重视，中央网络安全和信息化领导小组曾提出，没有网络安全就没有国家安全，没有信息化就没有现代化。

2017 年 6 月 1 日，《网络安全法》正式实施，首次将信息安全提升到国家战略层面。这是第一部网络安全领域的基础性法律，具有里程碑意义。此后，中央网信办、工信部、公安部、人民银行、银监会等国家相关部委相继出台了一系列配套法规与举措。

表 1 国家信息安全监管要求

政策发布部门	颁布日期	政策名称
全国人大	2016 年 11 月 7 日	《网络安全法》
	制定中	《个人信息保护法》（草案）
网信办	2017 年 1 月 10 日	《国家网络安全事件应急预案》
	2017 年 4 月 11 日	《个人信息和重要数据出境安全评估办法（征求意见稿）》
	2017 年 5 月 2 日	《网络产品和服务安全审查办法》（试行）
	2019 年 5 月 21 日	《网络安全审查办法（征求意见稿）》
	2019 年 5 月 28 日	《数据安全管理办法（征求意见稿）》



续表

政策发布部门	颁布日期	政策名称
网信办	2019 年 6 月 13 日	《个人信息出境安全评估办法（征求意见稿）》
	2017 年 7 月 10 日	《关键信息基础设施安全保护条例（征求意见稿）》
	2019 年 8 月 22 日	《儿童个人信息网络保护规定》
公安部	2018 年 11 月 30 日	《互联网个人信息安全保护指引（征求意见稿）》
	2019 年 5 月 13 日	《信息安全技术 网络安全等级保护基本要求》（GB/T 22239-2019）

以上法律法规及制度中，《网络安全法》、《个人信息保护法》（草案）、《数据安全管理办法（征求意见稿）》、《信息安全技术网络安全等级保护基本要求》（GB/T 22239—2019）对信托行业各公司影响最大，以下重点解读：

1. 《网络安全法》

《网络安全法》确立了网络安全法的基本原则，包括网络空间主权原则，网络安全与信息化发展并重原则，共同治理原则；提出制定网络安全战略，明确网络空间治理目标，提高了我国网络安全政策的透明度；进一步明确了政府各部门的职责权限，完善了网络安全监管体制；强化了网络运行安全，重点保护关键信息基础设施；完善了网络安全义务和责任，加大违法惩处力度；将监测预警与应急处置措施制度化、法制化。

2. 个人信息保护相关法律法规

党的十八大以来，国家出台多项法律法规和政策保护个人信息数据安全，2017 年《网络安全法》、《关于办理侵犯公民个人信息刑事案件适用法律若干问题的解释》的出台极大程度上促进了我国在个人信息保护方面的立法进程。2018 年 5 月 1 日实施的《信息安全技术 个人信息安全规范》提出了超过 130 项具体的个人信息保护措施，成为我国个人信息保护工作的国家推荐性标准。

2017 年 3 月，《个人信息保护法》（草案）提交全国人大审议。该草案提出七项个人信息保护的基本原则，包括合法原则、知情同意原则、目的明确原则、限制利用原则、完整正确原则、安全原则、可追溯、可异议、可纠错原则。草案明确了九项个人信息权，包括信息决定、信息保密、信息查询、信息更正、信息封锁、信息删除、信息可携、被遗忘，依法对自己的个人信息所享有的支配、控制并排除他人侵害的权利。

2019 年 5 月，国家互联网信息办公室起草的中国版的 GDPR（《数据安全管理办法》）



办法（征求意见稿）》），明确了数据安全的监管主体和个人信息收集使用规则，提出安全责任人制度、约束授权捆绑相关行为，对网络爬虫、用户数据的保留、合成等内容要求等做了规定。

3. 网络安全等级保护制度 2.0 标准

等级保护是我国网络安全保障的基本制度，2007 年 6 月 22 日国家发布《信息安全等级保护管理办法》。为适应新技术发展趋势，2019 年 5 月 13 日，国家推出了网络安全等级保护技术 2.0 版本（以下简称等保 2.0），等保 2.0 较旧版本有了突破性的更新，在技术要求和安全管理要求的内容上有升有降，有增有减，更加贴近当前的科技发展和网络环境，同时也更强调落实到系统建设全生命周期的每个环节，从系统定级、系统备案、建设 / 整改、等级测评、再到监督与检查，新版安全要求在原有通用安全要求的基础上新增安全扩展要求，主要针对云计算、移动互联、物联网和工业控制系统提出了特殊标准。

（三）金融行业安全监管要求

从信托行业监管层面来看，原银监会针对银行业金融机构网络安全颁布了一系列监管指引文件。2014 年发布了《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》（银监发〔2014〕39 号），推动建立银行业网络安全可控信息技术的长效机制，要求境内银行机构的安全可控信息技术使用率在 2019 年末达到 75% 的“红线目标”。2017 年发布了《关于加强网络信息安全与客户信息保护有关事项的通知》（银监办发〔2017〕2 号），明确提出银行业应部署多层次网络安全技术防护体系，首次针对客户信息安全防护提出系统性监管要求，并要求金融机构按期完成自查。一系列监管指引有助于银行业金融机构建立网络安全保障组织架构、安全制度体系与重要数据保护机制等网络安全防范体系，有效抵御网络风险。近年来银保监会发布的主要信息安全监管要求如下：

表 2 金融业信息安全监管要求

政策发布部门	颁布日期	政策名称
人民银行	2012 年 7 月 6 日	《金融行业信息系统信息安全等级保护实施指引》
	2017 年 12 月 25 日	《条码支付安全技术规范（试行）》
	2018 年 4 月 24 日	《关于进一步加强征信信息安全管理的通知》
	2018 年 8 月 27 日	《关于开展支付安全风险专项排查工作的通知》
	2019 年 10 月	《个人金融信息（数据）保护试行办法》



续表

政策发布部门	颁布日期	政策名称
银保监会	2014 年 9 月 3 日	《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》（银监发〔2014〕39 号）
	2016 年 6 月 27 日	《关于开展银行业网络安全风险专项评估治理及配合做好关键信息基础设施网络安全检查工作的通知》（银监办发〔2016〕107 号）
	2017 年	《关于加强网络信息安全与客户信息保护有关事项的通知》（银监办发〔2017〕2 号）
	2018 年 5 月 21 日	《关于印发银行业金融机构数据治理指引的通知》（银保监发〔2018〕22 号）
	2019 年 5 月 22 日	《关于开展银行业和保险业网络安全专项治理工作的通知》（银保监办发〔2019〕129 号）

信托行业适用于银保监会发布的非银相关的信息安全监管要求，但由于监管要求比较宏观，缺乏结合信托业务场景的行业指导性信息安全标准，导致信息安全工作的统一性和可操作性有待进一步提升。

二、境外信息安全监管政策分析

（一）美国信息安全监管分析

美国国会的网络信息安全立法是一项系统工程，内容复杂、覆盖面广，美国颁布的与网络空间安全相关的联邦法律近 50 部，例如，1974 年《隐私权法》，1977 年《联邦计算机系统保护法》、1984 年《伪造接入设备及计算机欺诈滥用法》、1986 年《电子通信隐私法》，以及 1987 年《计算机安全法》；“冷战”结束之后，1996 年《健康保险携带性和责任法案（HIPAA）》、1999 年《统一电子交易法》、2002 年《联邦信息安全管理法》、2012 年《儿童互联网保护法》、2012 年《网络安全法案》、2018 年《加州消费者隐私法案》等。美国信息安全法律法规覆盖的领域也从早期的规范网络色情开始，不断发展到网络知识产权保护、关键基础设施保护、数据保护和打击网络恐怖主义等各个方面，已形成了一整套较为完善的法律法规体系。

基于公共领域分散立法、细分领域行业自律的原则，美国联邦政府三部门分工合作，分别制定了众多细分领域的信息安全标准。国土安全部以 NIPP 风险管理框架进行管理，商务部以 NIST 作为联邦政府信息系统安全测量的推动者和技术提供者，依



据 FISMA、FIPS199, FIPS200, 发布 NIST SP800 系列。美国国防部以 TCSEC/CC、DITSCAP/DIACAP、IA-CMM 标准衡量信息系统安全。

（二）欧盟信息安全监管分析

从 20 世纪 90 年代至今, 欧盟发布了数个关于网络和信息安全的立法文件, 即 1992 年《关于信息安全决议》、1995 年《个人数据保护指令》、1999 年《关于计算机犯罪的协定》、2002 年《关于打击信息系统犯罪的框架决议》和 2004 年《关于建立欧洲网络和信息安全机构的规则》, 对欧盟的网络建设与信息安全发挥了重要作用。

2018 年 5 月 25 日, 欧洲联盟出台《通用数据保护条例》(GDPR), 是隐私与数据保护领域 20 年来最引人瞩目的立法变革, GDPR 是欧盟个人信息保护的核心法律。GDPR 具有强制实施效力, 构建了一套完善的个人信息保护体系, 能够直接应用于欧盟全境。在保护范围上, 个人信息的外延得到延展, 医疗健康、生物标识等都成为保护对象。在用户权利上, GDPR 引入被遗忘权、可携带权、删除权等新型权利, 与知情权、同意权、访问权、反对权等共同构成用户享有的基本权利类型。在隐私政策制定上, 企业必须确保“隐私设计”(Privacy By Design) 的原则贯穿到整个数据处理过程中, 在产品和服务的全业务周期流程中做到保护个人信息安全。在数据控制者的义务上, GDPR 设计了隐私影响评估、数据泄露预警和业务流程记录等要求, 可以理解为数据控制者必须采取“足够的措施”来确保数据安全。总的来看, GDPR 赋予用户充分的个人信息自决权, 而企业及其他掌握数据资源的主体必须承担更多的义务。从产业链条的逻辑来看, 整个数据链的上下游各利益主体都会被问责, 以此实现全方位的保护。

（三）中国香港信息安全监管分析

中国香港拥有完善独立的法律制度, 还设有亚洲唯一的个人信息保护机构——香港个人隐私专员公署, 其于 1996 年实施的《个人资料(隐私)条例》(PDPO), 是亚洲首个就个人资料隐私专门制订的法例。作为中国香港个人信息保护的主要法规, 《个人资料(隐私)条例》规定了个人信息的收集、持有、处理和使用的规则, 适用于所有产业和所有类型的个人信息, 但不适用于法人隐私。

2016 年, 香港金融管理局(即金管局)公布网络防卫计划, 旨在提高中国香港银行的网络安全水平。包括: 首先, 设立网络防卫评估框架, 务求以一套共通、风险



为本的框架，让银行评估自己风险状况，并促使其网络防卫能力最终达到与自己风险状况相符的水平；其次，推出一个专业培训计划，透过举办培训和认证计划，为香港培养更多合资格的网络安全专业人才；最后，建立一个全新的网络风险资讯共享平台，希望银行之间能通过这个平台，分享网络威胁的风险资讯，加强同业合作，提升中国香港银行业整体的网络防卫能力。

在信息安全标准方面，中国香港政府资讯科技总监办公室（OGCIO）制定了一系列信息安全标准指导信息安全落地实施，例如《IT 信息安全准则》（G3）、《IT 安全基线》（S17）、《系统安全评估和审计指南》（ISPG-SM01）、《信息安全事件处理指南》（ISPG-SM02）、《移动安全指南》（ISPG-SM03）和《云计算安全指南》。

三、信托行业信息安全现状

（一）信托行业整体信息安全现状

为客观全面地了解信托行业整体信息安全现状，基于国标《GB/T 22080—2016 信息安全管理体系要求》，通过问卷形式对 48 家信托公司进行了调研，调研问卷覆盖安全投入、安全体系、安全规划、数据安全、系统安全等领域的 10 个问题。根据问卷统计结果，我们选择了部分典型性问题分析如下：

第一，在信息安全人员配备方面，57% 的公司没有专职信息安全人员，由其他岗位人员兼职。

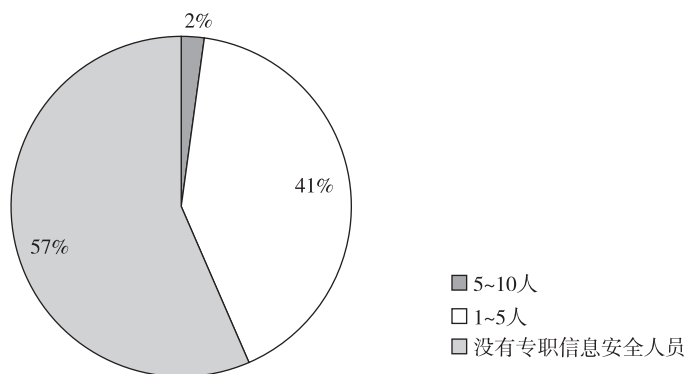


图 1 信息安全人员配备

第二，在信息安全投入（包括产品和服务）方面，68% 的公司不足 100 万元 / 年。

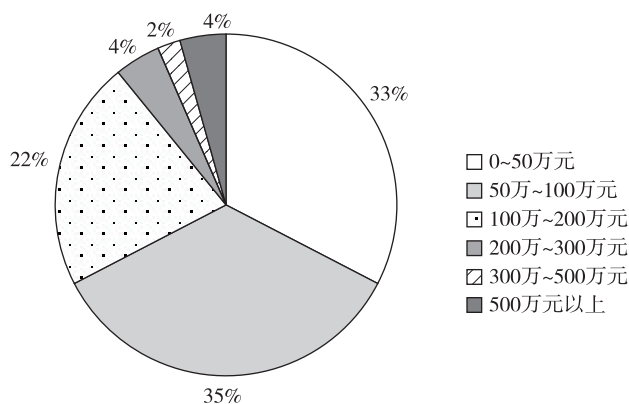


图2 信息安全投入

第三，在信息安全制度体系方面，65% 的公司的安全制度未有效落地。

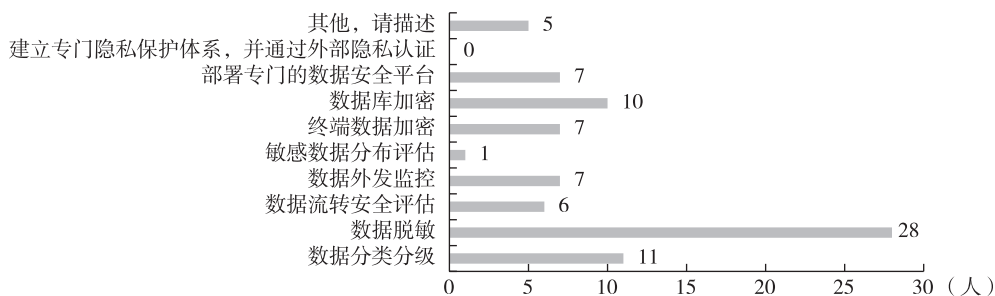


图3 信息安全制度体系

第四，在数据安全方面，大部分公司已采取了数据脱敏、数据分类分级等零散的管控措施，但没有一家公司建立完整的数据安全体系。

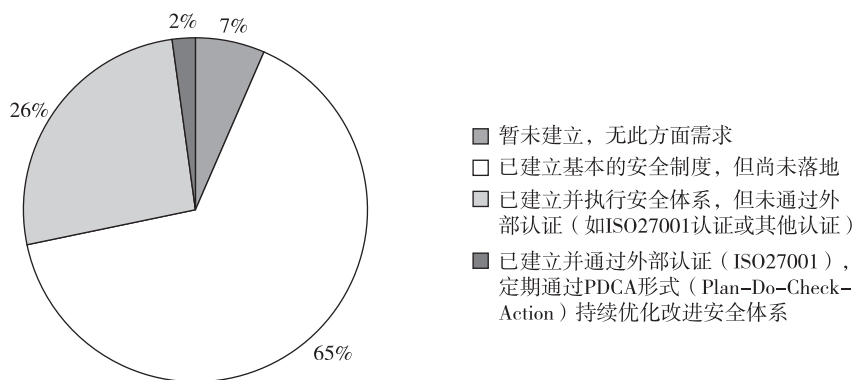


图4 数据安全管理体系

第五，在安全问题的原因追溯方面，主要体现在安全投入不足、安全体系不完善、安全意识薄弱等方面。

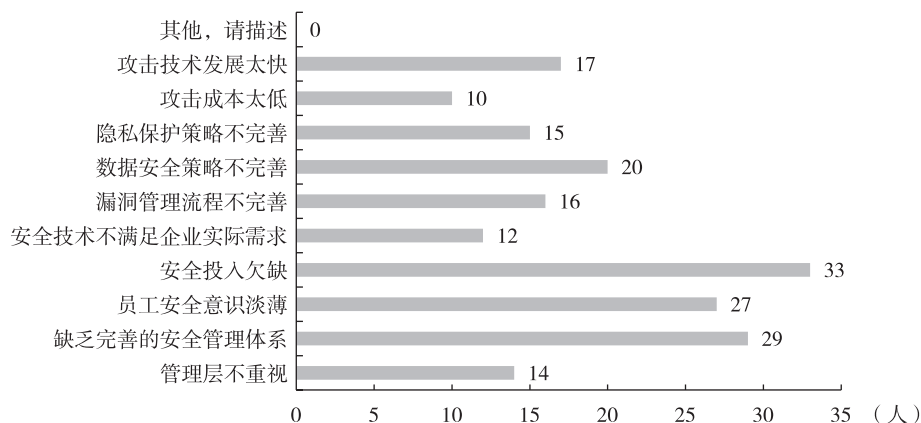


图 5 安全问题原因分析

第六，在行业方面，期望在信息安全工作方面提供哪些支持的问题回复主要体现在“希望制定信托行业信息安全标准”（占比 48%）、“增加人员和资金投入”（占比 22%）以及“强化行业先进经验交流分享”（占比 10%）等方面。

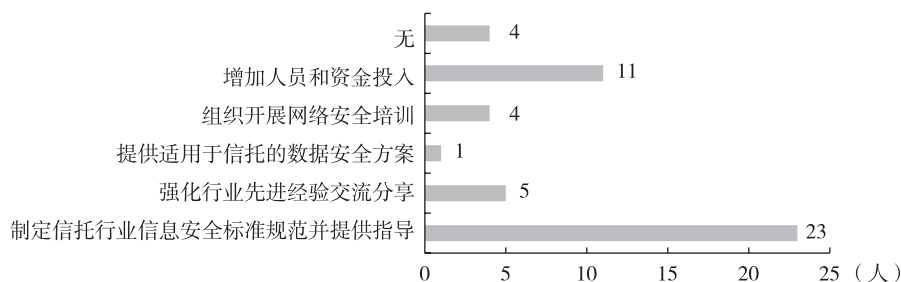


图 6 信息安全需求

通过对各公司评估数据分析，整体而言，行业内各公司信息安全水平差异较大。样本数据中，平安信托、中信信托等公司信息安全成熟度相对较高。其中平安信托依托平安集团强大的信息安全资源优势和技术能力，于 2018 年建成了完善的信息安全管理体系并通过了 ISO 27001 信息安全管理体系认证，成为国内第一家获得国际认证机构颁发 ISO 27001 信息安全体系认证的信托机构，标志着平安信托信息安全管理已与国际接轨，符合国际标准。同时通过设计商业化安全产品和平安集团自研安全技术平台构建了事前预防、事中监控、事后审计的纵深安全技术防御体系。

但部分信托公司受制于预算、资源、技术等方面的限制，信息安全基础性工作仍有待加强，例如在基本的安全制度、专职安全人员、系统开发生命周期安全、安全合规、供应商安全等方面存在明显不足。

（二）信息安全威胁及挑战

1. 外部信息安全威胁方面（网络安全黑色产业链）

根据国家互联网应急中心（CNCERT）于 2019 年 4 月发布的《2018 年我国互联网网络安全态势综述报告》指出，当前网络安全威胁日益突出，其中关键信息基础设施、云平台等面临的安全风险仍较为突出，且网络安全事件频发，例如华住旗下酒店 5 亿条信息泄露、圆通 10 亿条用户信息数据被出售等。

根据本次针对 48 家信托公司信息安全调研问卷结果，2018 年 57% 的公司受到信息泄露、DDOS 攻击、网站内容被恶意篡改、挖矿攻击等不同类型的外部安全威胁。网络安全攻击已形成完整的产业链，图 7 是腾讯《2017 年度网络黑产威胁源研究报告》中发布的“网络犯罪黑色产业链”。

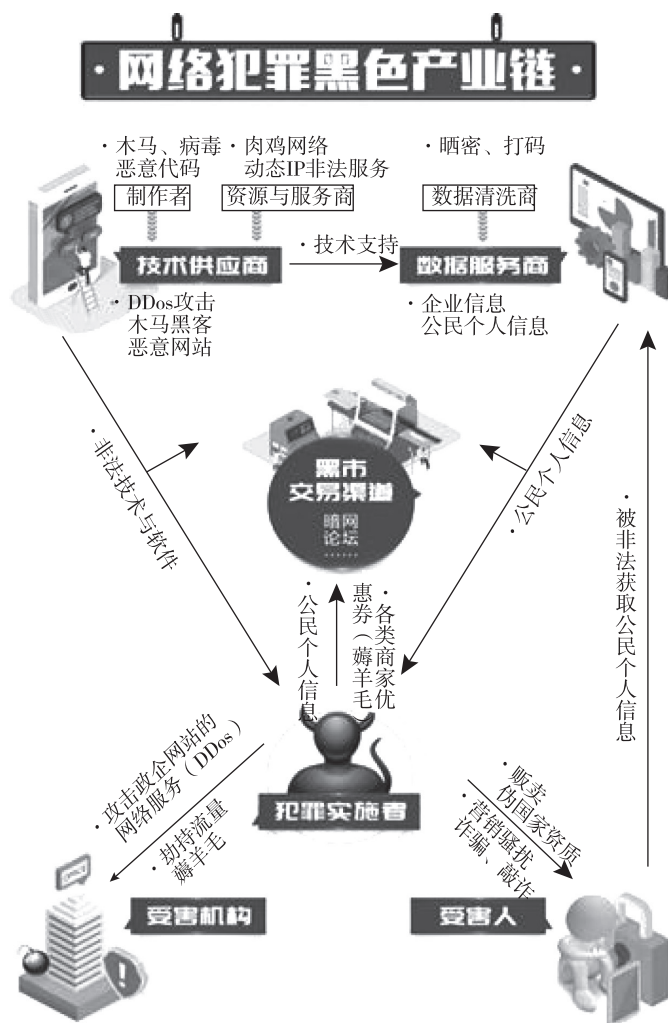


图 7 网络犯罪黑色产业链



该报告指出“网络犯罪黑色产业链”在专业化发展过程中呈现出五大趋势：

一是国际化。随着我国对网络犯罪打击力度的不断加大，一些大型黑色产业链团伙（以下简称“黑产团伙”）为了逃避打击，纷纷逃往国外设立据点，同时，跨境犯罪的类型也从最初的电信诈骗，发展为 DDoS 攻击、网络赌博、网上招嫖、制作木马、黑客渗透等多种方式和手段。

二是智能化。人工智能等先进技术已在网络犯罪中应用：如嫌疑人使用基于神经网络模型的深度学习技术，搭建分布式 AI 验证码识别系统，能够快速识别当前互联网上 80% 以上的验证码，识别正确率达 90% 以上。

三是平台化。平台化的黑色产业（以下简称“黑产”）软件替代人工操作，降低了犯罪成本，提高了犯罪效率。如批量识别验证码的“打码平台”，旨在绕过互联网公司“IP 判定策略”，自动实现秒级重复拨号、不断变化 IP 地址的“秒拨”动态 IP 服务。

四是公司化。黑产团伙成立专门的公司作恶的例子增多，各环节有专门人员负责，常打着正规经营的幌子进行大规模黑产犯罪。

五是涉众化。越来越多的线下犯罪向线上犯罪转移，在互联网场景下对人群的影响被放大，影响面更广。

2. 信托业面临的信息安全挑战

信托业应正视当前日趋严峻的信息安全形势，积极应对。资管新规落地后，信托公司利用金融科技支撑业务转型将是提高信托项目运营的效率与准确性的重要举措。但在金融科技落地执行的过程中，整个信托行业仍面临着较大威胁及挑战，具体体现在以下几个方面：

（1）信息安全投入不足，缺乏专职安全人员，兼职现象普遍。根据麦肯锡报告，国际领先银行科技人员占比在 8%~25%，科技投入占比普遍在 8% 以上。根据银保监会的统计数据，2018 年银行对科技总投入同比增长 13%，信息科技人员同比增长近 10%。一些股份制银行科技人员同比增长超过 20%，科技人员占比超过 4%。

国内银行在金融科技方面的平均投入从此前普遍占总营收的 1% 升至 2%。平安银行科技投入占总营收比例是 2.2%，信息安全投入占科技投入比例为 3%；招商银行科技投入占总营收比例是 2.78%；交通银行科技投入占总营收比例是 5%，未来计划提升到 10%。

从信托行业来看，金融科技投入距离银行及券商有较大差距。多数公司的金融科

技投入都在千万元级别，一些中小型信托公司在金融科技方面的资金投入只有数百万元。具体在信息安全投入方面，68% 的公司每年不足 100 万元，57% 的公司没有专职信息安全人员，由其他岗位人员兼职负责信息安全工作。即使配备信息安全专岗的信托公司，团队规模很小，无法覆盖信息安全管理各个领域，并且缺乏信息安全专业知识和技能。

(2) 信息安全已成为商业银行及大型互联网公司业务合作准入门槛。2019 年“两会”期间，《关于保持金融监管“适当性”、加强金融监管“适应性”的建议》的提案中要求制定金融科技信息安全行业标准，提高金融科技企业的安全准入门槛，同时还要明确金融科技行业的准入和退出机制。

当前信托行业进行转型升级，需要加强与商业银行及大型互联网公司的合作，利用其客户资源及流量优势，开拓新的业务。但商业银行及大型互联网公司的信息安全标准明显高于信托机构，为确保自身信息系统及数据安全，商业银行及大型互联网公司在与外部机构进行合作时，均会提出明确的信息安全准入条件作为合作前提要素，甚至要求必须接受其信息安全审计，审计结论作为双方合作的重要参考依据。因此，信息安全能力强的信托公司将在业务合作过程中捷足先登，抢占市场先机。

(3) 核心技术无法自主可控，严重依赖供应商，第三方外包风险上升。部分信托公司业务进行数字化转型，面向互联网应用大幅增加，建立合作关系的第三方机构数量日益增多，各方信息系统关联逐步加深，但各机构科技标准和运维水平存在不匹配。容易因第三方机构系统故障、缺陷、数据泄露或业务风险影响信托公司内部的信息系统安全稳定运行。

此外，信托公司核心业务系统、关键基础软硬件等重要外包活动存在集中度较高、依赖性较强的情况，信托公司科技部门缺乏话语权，处于相对弱势地位。

(4) 信息系统安全风险较大，漏洞较多。信托公司信息技术发展与信息安全防护能力发展不匹配的问题，导致在业务连续性管理、开发及生产运行安全存在隐患：信托公司互联网应用开发、代码审核、安全测试等工作不规范，变更管理不足，投产方案不完善，重要运维操作风险评估不足，应急预案准备不充分。

根据《FreeBuf 2018 金融行业应用安全态势报告》，在金融行业系统安全漏洞方面，命令代码执行类处于首位，其次是 SQL 注入、XSS 漏洞，拒绝服务攻击等领域；在安全漏洞数量方面，逻辑漏洞数量最多，其次是 SSRF（服务器端请求伪造）、目录遍历开始出现。



(5) 数据保护能力薄弱, 个人信息保护体系缺失。相对其他金融行业, 信托公司多为高净值客户, 对个人隐私保护要求更高。但行业各公司普遍未建立数据安全体系, 没有从数据的产生、使用、存储、流转、销毁等生命周期进行梳理和管控, 各环节均不完全满足国家最新发布的有关隐私保护相关的监管要求, 例如《个人信息安全规范》(GB/T 35273) 等, 存在客户信息泄露风险。

(三) 信息安全体系及标准建设的必要性和可行性

1. 必要性

(1) 要满足日趋严格的信息安全监管要求。通过前文中国家层面以及金融行业安全监管要求分析的结论可以了解, 有关部门近期发布了多个有关信息安全的监管要求, 监管趋严, 信息安全监管要求作为“红线”, 是信托行业各公司长久健康发展的基石。

(2) 信息安全已成为业务合作准入门槛。中国银保监会每年依据《商业银行金融科技监管评级定量和定性标准》对各类商业银行进行金融科技监管评级, 其中信息安全考核分数占 14 分, 评级结果影响到各家银行业务许可范围。2014 年, 中国银监会发布了《关于加强商业银行与第三方支付机构合作业务管理的通知》, 明确了在与第三方支付合作过程中保护商业银行客户信息安全的具体要求。2018 年, 人民银行下发《关于进一步加强征信信息安全管理的通知》, 进一步加强对企业和个人征信系统运行机构和接入机构征信信息安全管理。2018 年, 全国金融标准化技术委员会发布了《聚合支付安全技术规范》, 规定了合作方在安全技术、安全管理、风险控制等要求。在此背景下, 商业银行普遍增强自身信息安全能力, 同时为防范因外部合作导致的安全风险, 对合作方提出了明确的信息安全门槛要求。因此, 信托公司如期望加强与银行、大型互联网机构的业务合作, 必须符合相关领域信息安全标准。

(3) 建立信托行业指导性的信息安全标准需求迫切。本次课题的信托行业信息安全调研结果显示, 信托公司普遍面临专职信息安全人员配备较少, 资源投入不足, 专业能力有限等行业现状, 在开展日常信息安全工作时经常遇到各类困惑(例如, 等保 2.0 新标准发布后, 在本公司如何落地困扰着众多信托公司)。各信托公司对于建立信托业信息安全标准并以此指导各公司工作实践的需求十分迫切。

2. 可行性

信息安全管理体系已在部分银行和信托公司成功落地。已有多家银行(如中国银行、农业银行、招商银行、民生银行、交通银行、浦发银行等)和个别信托公司(平



安信托、中信信托）建立了信息安全体系并通过 ISO 27001 认证，信息安全体系建设具有丰富的实践参考经验。

四、信托行业信息安全体系研究

（一）银行业信息安全体系建设经验

由于金融科技的广泛应用，信息安全历来受到银行业高度重视。银行业通过建立完善信息安全治理体系、加强制度建设、提升自身安全技术和数据保护水平，切实保障银行系统持续稳健运行。经过多年发展，众多大型国有银行、股份制银行、政策性银行、城商行等均已建成信息安全管理体系统，持续增强信息安全能力，在信息安全体系建设及持续改进方面积累了丰富的经验。我国银行业信息安全体系整体呈现以下特点：

1. 建立和完善了信息安全治理体系

银行业普遍构建“三个层面，三道防线”的全面信息安全组织体系。董事会、高管层、业务部门和各级分支机构各司其职，从制定战略、明确管理职责和规范体制机制到具体落实执行，网络风险管理逐步融入全面风险管理体系。以信息科技部门、信息科技风险管理部门、信息科技审计部门为主体的“三道防线”的作用日益显著。网络安全保障队伍初具规模，大中型银行普遍建立了信息安全专业处室和专职安全管理团队。

2. 信息安全管理制度不断完善

银行业以监管指引为依据，建立起较为全面的网络安全制度体系，涉及物理安全、网络安全、系统安全、终端安全、数据安全、开发安全、运行安全、外包管理、风险评估、应急管理等多方面，网络安全管理基础进一步夯实。例如，民生银行参考业界标准不断优化制度框架，华夏银行建立 5 大类 50 项相关管理制度。

3. 信息安全技术防护水平持续提升

银行业建立健全网络安全风险监测预警、信息通报和应急响应机制，不断完善从互联网到内部系统的纵深防御安全架构。一方面，积极开展防攻击、防病毒、防篡改、防瘫痪、防泄密的检测及处置工作，另一方面，主动针对不法分子活动的重点领域，开展舆情收集、暴力猜解监控、钓鱼网站后台数据分析等工作，挖掘潜在受害客户。例如，建设银行阻断暴力猜解攻击，已累计使 214 万客户免受密码泄露损失。



4. 数据安全防护手段不断增加

银行业积极构建数据安全保护机制：首先，建立形成较完备的数据治理制度，通过定义规范数据标准，实行数据质量管理要求，建立企业级数据模型，提高业务数据的准确性和一致性。其次，强化数据信息全生命周期控制，做到操作有记录、权限有审批、事后可审计，确保各类数据在生产、使用、传输、存储、销毁整个生命周期的信息安全。

5. 关键信息基础设施业务连续性水平明显提升

银行业持续加强对关键基础设施的业务连续性和灾备建设，全国性银行和一些规模较大的中小银行已基本建立“两地三中心”的灾备架构，同时积极开展“双活”应用系统建设。此外，银行业积极开展真实切换演练和应急演练，充分加强应急处置能力。

（二）信托业信息安全架构及管理体系设计

1. 信息安全架构

信息安全体系是保障公司信息系统有序建设并安全投产运行的基础，在对标银行业的同时，信托业信息安全体系建设应着眼于信托行业现状并具有前瞻性，力争满足未来三年发展需求，以下是信息安全总体架构：

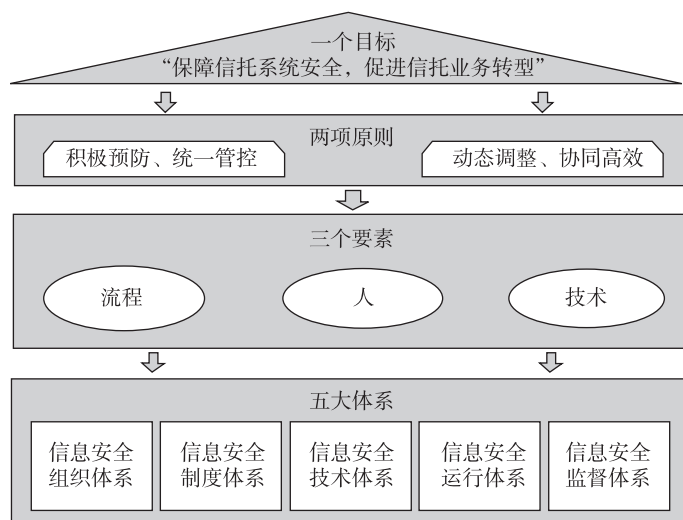


图8 信息安全架构

“一个目标”是指“保障信托业务系统安全，促进信托业务转型”，必须以保证信托业务系统的机密性、完整性和可用性为安全根本出发点。

“两项原则”是指坚持“积极预防、统一管控”原则和“动态调整，协同高效”原则。



信息安全必须采取主动预防的方式及时发现排除风险隐患，根据最新的威胁形势动态调整安全防护措施，采取集中的安全管理机制统一防范各类威胁。要根据业务发展需求及时调整信息安全控制措施，保证业务运营效率。信托公司通过与中国信托业协会、安全服务商协同配合，充分利用外部资源优势建立信息安全联防联控机制。

“三个要素”是指人、流程和技术，依据信息安全领域的“三分技术、七分管理”理念，信息安全工作必须坚持以人为本，强化自身信息安全能力。通过建立信息安全制度体系促进信息安全要求与业务融合，通过各类安全技术手段支撑信息安全体系落地。

“五大体系”是指开展建设全面信息安全管理体的五个核心部分，包括信息安全组织体系、信息安全制度体系、信息安全技术体系、信息安全运行体系和信息安全监督体系。

2. 信息安全组织体系

国家信息安全有关监管规定明确要求设置信息安全专门管理机构，设立信息安全管理岗位，对于信息安全职责要清晰定义。成熟的信息安全组织架构包括决策机构、管理机构、执行机构和监督机构四个部分：

（1）信息安全决策机构。是信息安全工作的最高决定者，负责从整体角度对信息安全方面的工作进行指导和控制。

（2）信息安全管理机构。负责信息安全日常管理和监控，同时为决策机构提供决策所需信息。

（3）信息安全执行机构。负责具体信息安全控制措施的落地。

（4）信息安全监督机构。负责对企业内部信息安全工作的开展情况进行独立的审查和监督，它可以是企业内部审计部门，也可以是独立的外部第三方审计机构。

相比国有商业银行及股份制商业银行，目前绝大部分信托公司信息化建设仍处于初级阶段，大部分系统仍以采购为主，仅少数几家比较领先的信托公司正在进行合作开发或自研。各家信托公司在对信息系统建设的财力和人力投入上也有较大差别，信托公司信息科技部门人数从几个人到过百人不等，差异较为明显。鉴于以上情况，在参照成熟的银行信息安全组织架构的同时，信托公司可立足于行业及公司现状，规划对应的信息安全组织架构，但不论何种配置，必须满足以信息科技部门、风险管理部门、稽核检查部门为主体的“三道防线”基本要求，不同规模信托公司的信息安全部门设计建议如下。

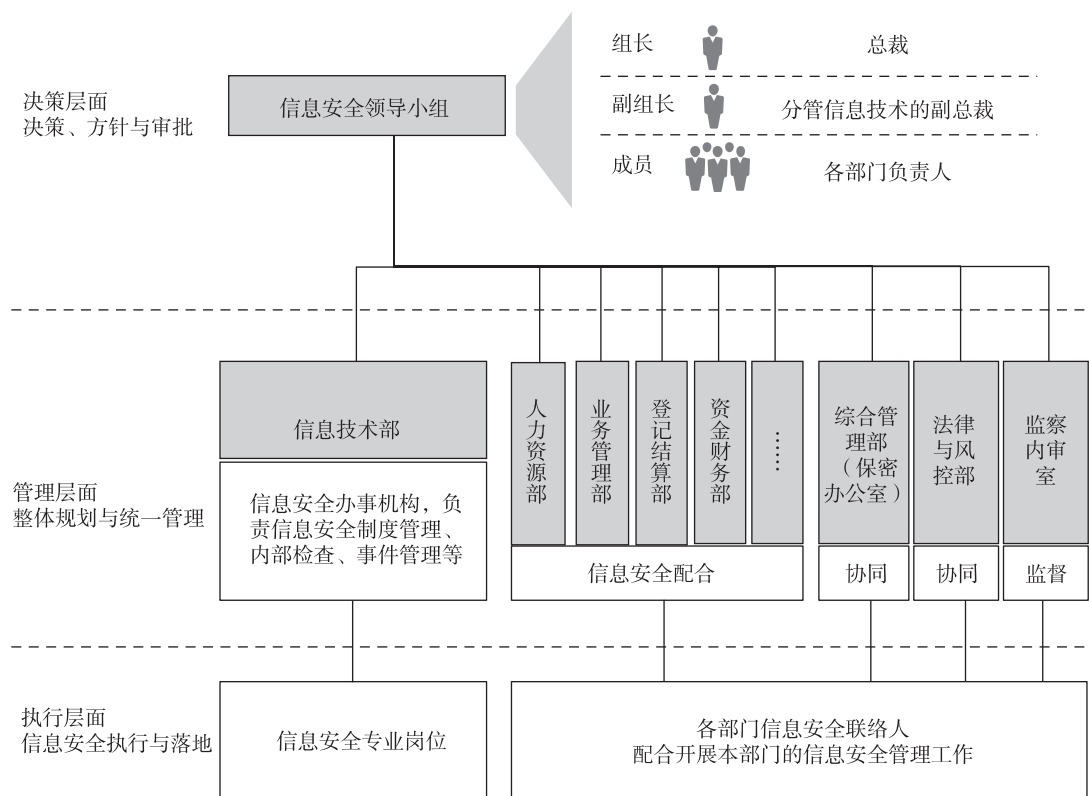


图 9 信息安全组织架构最佳实践示例

表 3 信息安全部门架构设计

公司规模	信息安全部门架构设计	备注
大型 信托公司	1. 成立信息安全委员会或在信息科技委员会下设信息安全领导小组，负责统一领导全公司信息安全工作，听取信息安全汇报，进行信息安全相关重大决策，提供必要的资源支持； 2. 信息科技部门设置专职信息安全人员，至少包括 1 名安全管理人员、1 名安全技术人员，负责公司日常信息安全合规、管理、安全运维等工作； 3. 信息安全人员专业能力应覆盖信息安全合规、信息安全管理、代码审计、渗透测试、信息安全检查等领域	安全架构和人员配备对标中小型股份制银行
中型 信托公司	1. 信息科技部门设置专职信息安全人员，至少包括 1 名安全管理人员，负责公司日常信息安全合规、日常管理等工作； 2. 信息安全人员专业能力应覆盖信息安全合规、信息安全管理等领域	安全架构和人员配备对标中小型城市商业银行
小型 信托公司	信息科技部门设置兼职信息安全人员，负责公司日常信息安全合规工作，该人员需要了解行业主要的信息安全合规要求	N/A



表 4 其他部门信息安全职责

组织名称	主要职责
信息技术部	信息技术部是信息安全管理的技术层面的实施部门，其职责包括： - 制定信息安全管理制度并贯彻落实； - 信息系统开发运维整改生命周期实现信息安全技术控制； - 制定信息技术相关外包管理制度，合理谨慎地开展外包工作，确保信息安全； - 监测信息安全事件并进行定期统计和分析，制定信息安全事件应急预案，定期开展信息安全事件应急演练； - 每年组织开展信息安全评估，并向公司管理层提交评估报告
人力资源部	人力资源部是信息安全管理的人员层面实施部门，其职责包括： - 评估各部门敏感岗位，对敏感岗位进行背景调查； - 组织信息安全培训，提高全体员工信息安全意识
法律合规部	法律合规部是信息安全的协调部门，负责对信息安全法律法规解读，提供专业意见
风险管理部	对信息科技风险进行监控，并纳入公司整体全面风险管理体系
稽核审计部	稽核审计部是信息安全的监督部门，负责对公司信息安全开展定期审计
业务部门	落实公司信息安全管理规定，保护客户信息安全

3. 信息安全制度体系

信托公司应结合国家及信息安全监管部门最新要求和自身业务需求，建立信息安全方针、制度、策略，形成完整的安全制度体系，明确信息化建设整个生命周期过程中的安全要求，确保信息安全工作有法可依、有章可循。具体可参照信息安全管理 体系标准（ISO 27001），信托公司应从总体策略、管理制度、操作规程、操作记录 四个方面进行制度体系设计，可参照表 5。

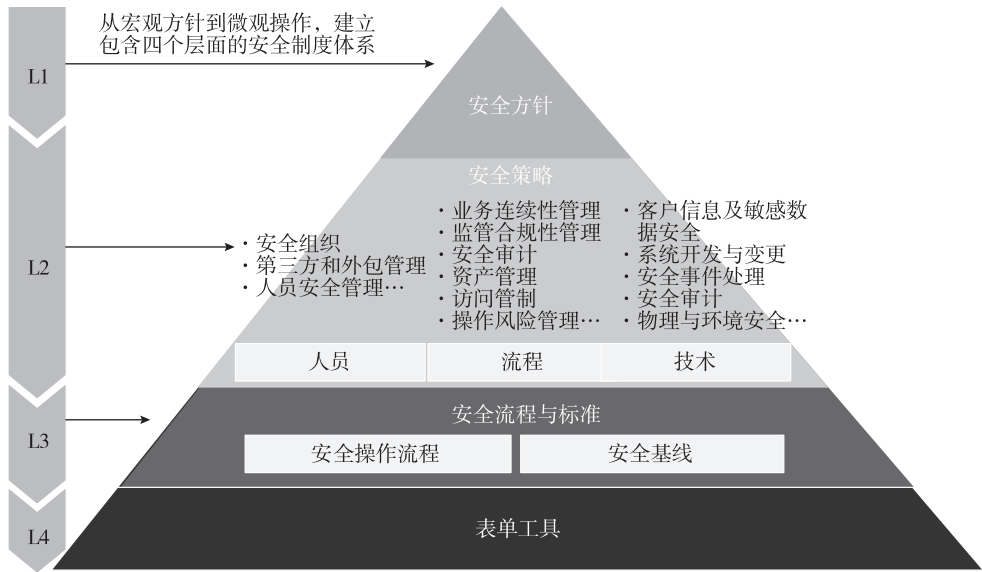


图 10 信息安全组织架构最佳实践示例



参考 ISO 27001 信息安全管理标准，结合同业实践，建议建立四个层级制度体系，涵盖各个领域的信息管理制度、标准和流程。

完整的信息安全制度体系清单建议如下，各信托公司可根据自身需求裁剪。

表 5 信息安全制度清单建议

序号	文件层级	所属域	文件名
1	一级文件	A5 信息安全策略	《信息安全管理体系适用性声明》
2	一级文件	A5 信息安全策略	《信息安全管理体系总纲》
3	二级文件	A5 信息安全策略	《信息安全管理体系总策略》
4	二级文件	A6 信息安全组织	《信息安全角色及责任》
5	二级文件	A0 体系运行	《信息安全风险评估规程》
6	二级文件	A0 体系运行	《信息安全管理体系内部评审规程》
7	二级文件	A0 体系运行	《信息安全管理体系管理评审规程》
8	二级文件	A0 体系运行	《信息安全管理体系有效性测量规程》
9	二级文件	A0 体系运行	《信息安全管理体系文件及记录管理规程》
10	二级文件	A7 人力资源安全	《信息安全人力资源安全管理办法》
11	三级文件	A0 体系运行	《信息安全纠正预防管理办法》
12	三级文件	A7 人力资源安全	《信息安全奖惩管理办法》
13	三级文件	A7 人力资源安全	《信息安全绩效考核管理办法》
14	三级文件	A7 人力资源安全	《员工信息安全守则》
15	三级文件	A7 人力资源安全	《信息安全培训管理办法》
16	三级文件	A8 资产管理	《敏感信息分类分级管理办法》
17	三级文件	A8 资产管理	《信息安全资产管理办法》
18	三级文件	A8 资产管理	《保密管理制度》
19	三级文件	A9 访问控制	《信息系统访问控制管理办法》
20	三级文件	A10 密码学	《系统开发加密算法管理》
21	三级文件	A11 物理和环境安全	《物理环境安全管理办法》
22	三级文件	A12 操作安全	《系统运行安全管理办法》
23	三级文件	A13 通信安全	《通信安全管理办法》
24	三级文件	A14 系统获取、开发和维护	《系统开发安全管理办法》
25	三级文件	A15 供应商关系	《第三方服务安全管理办法》
26	三级文件	A16 信息安全事件管理	《信息安全事件管理办法》
28	三级文件	A17 业务连续性	《信息安全业务连续性管理办法》
29	三级文件	A18 符合性	《合规要求管理办法》
30	四级文件	A0 体系运行	《内审计划》
31	四级文件	A0 体系运行	《内审报告》
32	四级文件	A0 体系运行	《管理评审计划》

续表

序号	文件层级	所属域	文件名
33	四级文件	A0 体系运行	《管理评审决议》
34	四级文件	A0 体系运行	《会议及培训签到表》
35	四级文件	A0 体系运行	《风险评估明细表》
36	四级文件	A0 体系运行	《风险源数据库》
37	四级文件	A0 体系运行	《信息安全有效性测量表》
38	四级文件	A0 体系运行	《测量结果报告》
39	四级文件	A6 信息安全组织	《信息安全利益相关方列表》
40	四级文件	A7 人力资源安全	《正式员工保密协议》
41	四级文件	A7 人力资源安全	《员工违规记录表》
42	四级文件	A7 人力资源安全	《信息安全工作职责状》
43	四级文件	A7 人力资源安全	《信息安全绩效考核表》
44	四级文件	A7 人力资源安全	《年度信息安全培训计划》
45	四级文件	A7 人力资源安全	《培训汇总报告》
46	四级文件	A8 资产管理	《部门资产清单》
47	四级文件	A9 访问控制	《系统权限评审表》
48	四级文件	A11 物理和环境安全	《进出机房登记表》
49	四级文件	A11 物理和环境安全	《机房各类基础设施巡检记录表》
50	四级文件	A12 操作安全	《操作系统、数据库、中间件及网络设备安全设备配置基线》
51	四级文件	A13 通信安全	《网络拓扑》
52	四级文件	A14 系统获取、开发和维护	《系统测试报告》
53	四级文件	A15 供应商关系	《保密协议（适用外部机构）》
54	四级文件	A15 供应商关系	《保密协议（适用外部人员）》
55	四级文件	A15 供应商关系	《第三方服务评审表》
56	四级文件	A16 信息安全事件管理	《信息安全事件记录表》
57	四级文件	A16 信息安全事件管理	《重大事件调查报告》
58	四级文件	A17 业务连续性	《可用性计划》
59	四级文件	A17 业务连续性	《可用性计算及监控表》
60	四级文件	A17 业务连续性	《连续性计划》
61	四级文件	A17 业务连续性	《演练报告》
62	四级文件	A18 符合性	《信息安全法律、法规及行业守则一览表》

4. 信息安全运营体系

当前信托公司普遍具备了一系列安全防护设备和检测措施，如防火墙、入侵检测和防护系统、漏洞扫描系统、防病毒系统和终端管理系统等，构建起了点状防御。一方面，点状防御在运行过程中不断产生大量的安全日志和事件，形成了大量“信息孤岛”；另一方面，有限的安全管理人员面对这些数量巨大、彼此割裂、未进行分级

过滤的安全告警信息，难以进行有效安全运维工作。有条件的信托公司可通过安全运营中心的建设解决“信息孤岛”的问题，全面提升整体的安全防护能力。

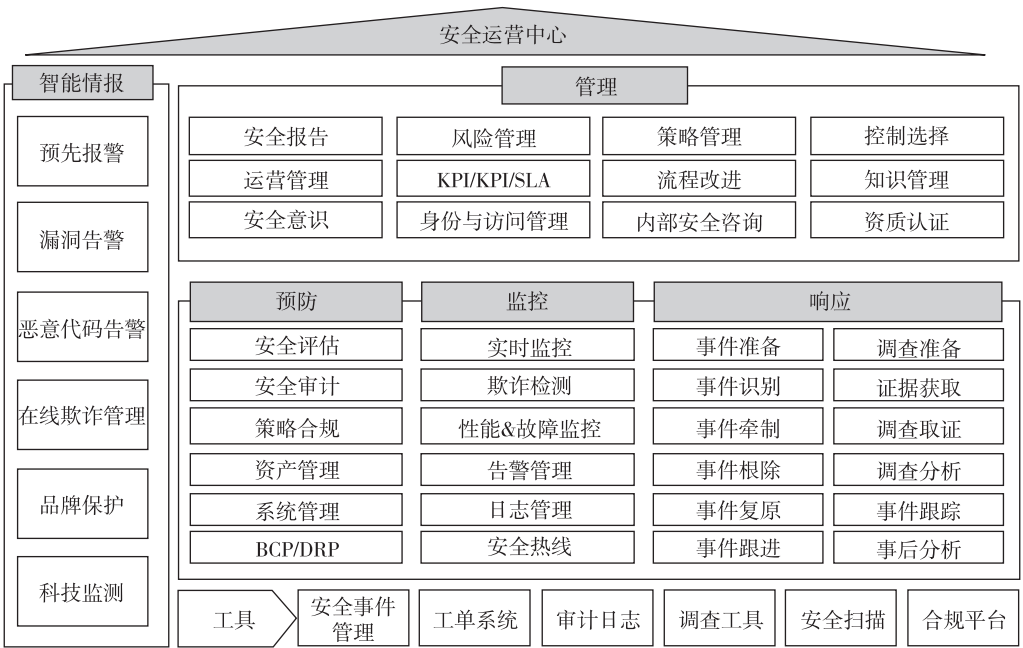


图 11 信息安全运营中心示例

安全运营中心负责统一收集、存储、处理企业各类与安全相关的监测告警信息，通过安全事件管理流程流转安全事件工单，由一线、二线、三线安全人员分工处理不同级别安全告警，并进行安全事件回顾，持续提升安全有效性。安全运营中心能够对业务信息系统进行可用性与性能的监控，配置与事件的分析审计和预警，风险与态势的度量与评估，安全运维流程的标准化、例行化和常态化，实现业务信息系统的持续安全运营。

对于资金人员有限的信托公司可参考以下内容规划自身的信息安全运营工作，根据自身需求有选择性地开展重点领域的信息安全运营工作。

表 6 信息安全运营工作

工作领域	具体内容	保护对象
弱点检测	外部资源安全性评估	域名、IP、服务、端口、VPN
	内部资源安全性评估	域名、IP、服务、端口、安全基线、中间件、DB
	WEB 漏洞扫描	对放开放关键应用
	WEB 漏洞扫描	对外开放非关键应用及内部应用
	渗透测试	对放开放关键应用
	渗透测试	对外开放非关键应用及内部应用



续表

工作领域	具体内容	保护对象
安全设备运营管理	安全设备日常运维	网络层、主机层、应用层和数据层的各层安全设备
	安全设备规则、策略更新、配置	所有安全设备及安全平台
	安全设备的选型及采购	所有安全设备及安全平台
安全监控	网络入侵防御监控	网络流量
	主机入侵防护监控	主机
	WAF 拦截监控	WEB 应用
	数据库异常访问监控	数据库资源
	关联异常分析监控	所有资源
	WEB 应用异常访问监控	WEB 应用 / 数据库资源
处置恢复	漏洞修复及跟进	所有资源
	安全加固（OS/DB/WEB）	所有资源
	安全事件应急演练	所有资源
	安全事件应急响应处理	所有资源
安全平台建设	应急响应中心的建设	由外部安全专家挖掘公司安全漏洞
	资产及补丁、修复管理平台	资产、补丁管理
	大数据安全分析平台	所有资源
	SOC 平台建设	所有安全设备

5. 信息安全技术体系

信息安全技术体系是利用各种安全技术、产品以及工具作为安全管理和运行落实的重要手段，最终支撑信息安全管理体的落地。信息安全技术体系应实现访问控制（可控性）、数据加密（保密性）、内容安全（完整性）、监控审计（不可抵赖性）、灾备恢复（可用性）以及检测发现、响应和修复。

信息安全技术架构需要遵循纵深防御原则，由外到内分层次地采取安全防御措施，通过多道防线保证网络安全。第一道防线是侧重于网络边界，抵御外界入侵的第一道闸口；第二道防线是内部建设的端到端的访问控制、内容安全、备份恢复的事前防御机制；第三道防线是事中的全面监控和事后的及时响应防线。信息安全技术体系覆盖以下方面：

（1）终端安全。构建终端风险体系并对终端风险进行终端安全管理，从而避免终端安全风险事件的发生。

（2）数据安全。一是数据本身的安全，是指采用现代密码算法对数据进行主动



保护，如数据保密、数据完整性和双向强身份认证等，数据本身的安全必须基于可靠的加密算法，例如对称算法与公开密钥密码。二是数据防护的安全，主要是采用现代信息存储手段对数据进行主动防护，如通过磁盘阵列、数据备份和异地容灾等手段保证数据的安全。

（3）应用安全。保障应用程序使用过程和结果的安全。应用程序或工具在使用过程中可能出现的计算、传输数据的泄露和失窃。应用系统应针对敏感数据实现加密 / 解密、签名 / 验签和完整性保护等安全功能。

（4）物理安全，包括环境安全，设备安全和媒体安全三个方面：环境安全包括受灾防护和区域防护，设备安全包括设备防盗、设备防毁、防止电磁信息泄露、防止线路截获、抗电磁干扰和电源保护等，媒体安全是媒体数据和媒体本身的安全。

（5）基础架构安全，包括主机（包括云主机）安全、网络安全，保证主机在数据存储和处理的保密性、完整性和可用性，它包括硬件、固件及系统软件的自身安全。

各信托公司应结合自身预算、等级保护合规要求设计适当的信息安全技术架构。以下列示了常见的安全技术平台，其中“必要性”栏目包括“基础项”“可选项”两类建议，“基础项”表明对于所有公司最基本的安全技术手段，“可选项”表明对防护要求更高的安全技术手段。

表 7 信息安全技术目录

安全技术领域	主要技术 / 服务	主要功能	是否必须
终端安全	防病毒系统	• 防范网络病毒攻击	基础项
	终端安全管理系统	• 终端准入、移动存储介质管理、终端数据防泄露、终端补丁管理	基础项
	上网行为管理系统	• 网页访问过滤、上网记录监控审计	可选项
数据安全	数据库审计系统	• 对用户访问数据库的行为进行监控和审计	可选项
	加密机	• 通过密钥对数据进行加 / 解密，保护用户隐私	可选项
	数据备份恢复	• 对数据库进行备份和恢复	基础项
	容灾	• 生产数据库异地备份	可选项
	数据脱敏脚本	• 对生产数据匿名化	基础项
	数据库加密	• 对整个生产数据库加密，防止数据库层面的泄露	可选项
	区块链技术	• 利用密码学技术，通过非对称加密、分布式账本、智能合约等技术实现数据不可篡改，保证交易数据真实性完整性，对于用户身份进行匿名隐藏	可选项



续表

安全技术领域	主要技术 / 服务	主要功能	是否必须
应用安全	数字签名 / 数字证书	• 确保用户身份真实性	可选项
	网页防篡改系统	• 防止网站被非法篡改	可选项
	漏洞扫描工具	• 发现应用系统安全漏洞	可选项
	代码审计工具	• 发现代码层面安全漏洞	可选项
	Web 应用防火墙 (WAF)	• 防范对网站黑客攻击	基础项
	APP 安全	• APP 加固, 防止 APP 被逆向破解	可选项
	业务安全	• 业务反欺诈系统, 保障业务营销活动安全, 防止“薅羊毛”	可选项
物理安全	视频监控	• 对重要物理区域 (如机房) 进出的人员、设备进行监控	基础项
	门禁	• 重要物理区域 (如机房) 访问控制	基础项
	机房环境系统	• 对机房温湿度、消防、漏水等进行监控	基础项
	人脸识别	• 重要物理区域 (如机房) 访问控制	可选项
基础架构安全	堡垒机	• 对运维人员操作进行权限控制和审计, 防止操作风险	可选项
	统一身份认证	• 识别内部人员身份, 实现内部系统单点登录	可选项
	防火墙 / IPS	• 防范网络入侵	基础项
	Anti-DDoS	• 防火墙拒绝服务 DDOS 攻击	可选项
	网络准入	• 对内外网进行访问控制	基础项
	邮件安全	• 防钓鱼、防垃圾邮件	基础项
	云平台安全	• 通过云加密、云 WAF、云访问安全代理 (CASB) 等云化安全设备保障云平台安全	可选项
	蜜罐	• 类似于“陷阱”, 辅助预测攻击威胁和意图, 记录攻击数据, 并进行溯源取证和攻击事件的过程回放	可选项
	威胁情报	• 内外部安全威胁收集、预警	可选项
	APT (Advanced Persistent Threat) 攻击监测与防护系统	• 发现并预防复杂的, 持续的攻击	可选项

6. 信息安全监督体系

信息安全监督的目标为满足内外部的监管要求, 检查公司安全运行的健康程度, 推动信息安全闭环管理。对于信托公司的信息安全监督工作应由审计部门或外部独立机构实施。

信息科技审计依据的标准是国家及行业的有关监管要求。使用信息科技检查、评估工具对信息系统进行评估时, 要遵循对业务影响最小化的原则。若审计活动包含了对生产系统的检查, 应当进行仔细的计划和控制, 把风险降到最低。



表 8 信息科技审计范围

1 级领域	2 级领域	3 级领域				
1. 信息科技管理与计划	1.1 IT 组织管理和制度	1.1.1 IT 组织管理和制度				
	1.2 IT 战略规划	1.2.1 IT 战略规划				
	1.3 IT 人力资源管理	1.3.1 IT 人力资源管理				
	1.4 评估和管理 IT 风险	1.4.1 IT 风险管理策略	1.4.2 IT 风险评估	1.4.3 IT 风险处置	1.4.4 IT 内部审计	1.4.5 IT 外部审计
	1.5 IT 预算管理	1.5.1 IT 预算管理				
2. 信息安全管理与控制	2.1 安全管理组织与机制	2.1.1 安全管理组织	2.1.2 安全管理策略			
	2.2 身份及访问控制及管理	2.2.1 认证	2.2.2 授权	2.2.3 审计	2.2.4 密码	2.2.5 访问策略
	2.3 网络安全管理	2.3.1 网络隔离	2.3.2 IT 系统安全配置	2.3.3 防病毒管理	2.3.4 网络安全检查	2.3.5 网络准入
	2.4 物理安全	2.4.1 物理安全区域	2.4.2 物理访问控制			
	2.5 系统与数据安全	2.5.1 主机安全	2.5.2 数据上传/下载	2.5.3 数据加密	2.5.4 密钥管理	2.5.5 数据泄密
	2.6 终端安全管理	2.6.1 设备物理安全	2.6.2 设备系统安全管理			
	2.7 资产管理	2.7.1 信息资产管理	2.7.2 软件资产管理	2.7.3 硬件资产管理		
	2.8 法律与合规	2.8.1 法律与合规	2.8.2 安全审计			
	2.9 应用安全	2.9.1 应用安全需求	2.9.2 应用安全开发	2.9.3 应用安全测试		
	2.10 人员安全	2.10.1 任用前	2.10.2 任用中	2.10.3 离职	2.10.4 人员培训	
3. 信息科技运行与支持	3.1 日常运维管理	3.1.1 基础设施管理	3.1.2 数据库/主机管理	3.1.3 应用管理	3.1.4 机房环境管理	3.1.5 办公环境管理
	3.2 日志管理	3.2.1 日志管理策略	3.2.2 日志设置和收集	3.2.3 日志备份	3.2.4 日志检查和审计	
	3.3 系统监控	3.3.1 机房环境监控	3.3.2 设备/系统硬件性能监控	3.3.3 程序及进程监控	3.3.4 网络通信和系统安全监控	3.3.5 时钟同步和日志监控
	3.4 事件管理	3.4.1 事件报告、记录	3.4.2 事件处理	3.4.3 事件归纳总结	3.4.4 重大事件	3.4.5 信息安全事件
	3.5 问题管理	3.5.1 问题发起与受理	3.5.2 问题审核与处理	3.5.3 问题诊断与关闭	3.5.4 问题总结、跟进与分析	



续表

1 级领域	2 级领域	3 级领域				
3. 信息科技运行与支持	3.6 容量和可用性管理	3.6.1 容量规划与评估	3.6.2 容量监控与分析	3.6.3 容量优化与改进		
	3.7 配置管理	3.7.1 配置管理规划	3.7.2 配置项控制	3.7.3 配置项验证与审核	3.7.4 配置管理报告	
	3.8 变更管理	3.8.1 变更申请和受理	3.8.2 变更授权与审批	3.8.3 变更测试、实施与回退	3.8.4 变更回顾与评价	3.8.5 变更流程管理
	3.9 服务级别管理	3.9.1 服务目录建立及维护	3.9.2 服务级别协议拟定与变更	3.9.3 服务级别监控及报告	3.9.3 服务回顾与审查	
	3.10 发布管理	3.10.1 发布申请和受理	3.10.2 发布授权与审批	3.10.3 发布测试、实施与回退	3.10.4 发布回顾与评价	
	3.11 备份管理	3.11.1 备份管理策略	3.11.2 数据恢复性测试	3.11.3 备份介质管理	3.11.4 异地备份	3.11.5 备份检查
	3.12 值班管理	3.12.1 值班制度和计划	3.12.2 值班执行			
	3.13 知识管理	3.13.1 知识管理体系	3.13.2 知识发布	3.13.3 知识更新		
	3.14 服务连续性管理	3.14.1 服务连续性设计	3.14.2 服务连续性计划演练	3.14.3 服务连续性计划更新		
	3.15 服务报告管理	3.15.1 服务报告编写	3.15.2 服务报告发布与回顾			
	3.16 服务请求管理	3.16.1 服务请求申请与审批	3.16.2 服务请求分派与处理	3.16.3 服务请求关闭		
4. 应用系统开发	4.1 产品分析设计与实现	4.1.1 产品分析设计与实现				
	4.2 需求管理	4.2.1 需求管理				
	4.3 软件设计和项目开发管理	4.3.1 软件设计	4.3.2 开发管理	4.3.3 项目过程管理		
	4.4 版本管理	4.4.1 版本管理				
	4.5 质量管理	4.5.1 质量管理				
	4.6 上线投产管理	4.6.1 上线投产管理				
	4.7 实施后评估	4.7.1 实施后评估				
5. 应用系统测试	5.1 系统测试	5.1.1 测试策略	5.1.2 测试用例	5.1.3 测试用例评审	5.1.4 测试缺陷登记、修复	
	5.2 验收测试	5.1.1 测试策略				
	5.3 软件配置管理	5.3.1 版本管理	5.3.2 权限管理			
	5.4 开发、测试环境管理	5.4.1 环境安全	5.4.2 测试数据安全			



续表

1 级领域	2 级领域	3 级领域				
6. 业务连续性及应急管理	6.1 业务连续性管理组织及计划	6.1.1 业务连续性管理组织	6.1.2 业务连续性管理策略			
	6.2 业务影响分析和风险评估	6.2.1 业务影响分析	6.2.2 风险评估			
	6.3 业务连续性计划	6.3.1 业务连续性计划				
	6.4 培训	6.4.1 业务连续性培训				
	6.5 应急预案	6.5.1 应急预案				
	6.6 应急演练	6.6.1 应急演练				
	6.7 应急处置	6.7.1 应急处置				
	6.8 持续改进	6.8.1 持续改进				
	6.9 应急管理	6.9.1 应急管理组织	6.9.2 应急管理保障	6.9.3 应急事件处理		
	6.10 灾备管理	6.10.1 灾备管理组织	6.10.2 灾备管理保障			
7. 外包管理	7.1 IT 外包组织环境管理	7.1.1 IT 外包战略及规划	7.1.2 IT 外包制度与流程	7.1.3 IT 外包组织架构	7.1.4 IT 外包风险管理	7.1.5 流程创新与改进
	7.2 IT 外包采购管理	7.2.1 准入管理	7.2.2 采购需求管理	7.2.3 选择与尽职管理	7.2.4 合同与 SLA 签订	
	7.3 IT 外包项目管理	7.3.1 IT 外包项目实施生命周期管理	7.3.2 IT 外包项目计划	7.3.3 IT 外包项目审阅与监控		
	7.4 交付管理	7.4.1 IT 外包项目验收及交付质量管理	7.4.2 IT 外包项目后评估管理	7.4.3 IT 供应商评价		
	7.5 财务管理	7.5.1 预算管理				
	7.6 安全管理	7.6.1 物理安全	7.6.2 数据安全	7.6.3 逻辑访问控制	7.6.4 公共媒介安全	7.6.5 通讯及操作安全
	7.7 日常管理	7.7.1 IT 外包资产管理	7.7.2 IT 外包人员管理	7.7.3 供方管理	7.7.4 问题管理与根源分析	7.7.5 服务连续性管理
	7.8 重要供应商管理	7.8.1 高集中度供应商管理	7.8.2 行业重点供应商管理	7.8.3 重要非驻场及跨境供应商管理		

（三）典型业务场景安全控制建议

1. 消费金融业务安全控制

（1）消费金融业务现状。中国经济增长方式的转型加快，消费正逐步成为拉动经济增长的主要动力，消费金融也逐渐成为各银行及互联网机构角力的主战场。当前

我国消费金融市场的竞争格局主要由商业银行、持牌消费金融公司、大型电商巨头以及垂直细分领域的互联网平台共同构成。在竞争激烈的市场环境中，信托公司应基于自身的比较竞争优势开展消费金融业务，2019年首家“信托系”消费金融公司中信消金成立，试图在消费金融市场占有一席之地。

(2) 消费金融业务安全风险控制。消费金融是“场景为王”，而消费场景多元化的发展，离不开金融科技的助力。消费金融业务包括客户识别、风险防控、运营管理三个大的阶段。在客户识别阶段主要利用消费金融 APP 获客，通过用户名密码，结合人脸识别、声纹识别等生物识别技术进行客户身份收集和验证；在风险防控方面，利用大数据、人工智能，第三方征信等技术构建风险模型，对客户风险进行识别；在运营管理方面，利用大数据技术对逾期账户进行分析，降低不良率。结合信息科技在消费金融业务中的应用场景，在信息安全方面，建议从 APP 移动安全、反欺诈、数据安全三个方面着手，建立覆盖消费者信贷消费全过程的信息安全保护机制，为消费者提供安全、稳定的金融服务。

① APP 移动安全方面。APP 移动安全主要防范因 APP 系统本身存在安全漏洞使系统被攻击，使业务中断。消费金融业务主要客户流量入口是通过 APP 获取客户并提供服务，因此 APP 系统安全是需要关注的重点。移动安全主要涉及 Android 和 IOS 两块，主要关注移动端应用特有的安全风险。两大平台所面临的安全有共性部分，如 APP 收集个人信息合法合规性、APP 数据传输安全、APP 本地存储安全、APP 配置安全、第三方 SDK 安全等；也有差异部分，如 Android 有组件安全，IOS 有 keychain 使用不当的风险。

② 反欺诈方面。反欺诈主要防范用户身份被他人非法冒用，进行未经授权交易或者资金转移。用“技术+数据”开展风险管理已成为消费金融公司的共识。通过活体检测、人脸识别、视频核身、声纹检测、设备指纹识别、复杂关系网络、网络行为识别、地址模糊匹配技术，建立兼顾安全与便捷的多元化身份认证体系，丰富金融交易验证手段，保障移动互联环境下金融交易安全，提升金融服务的可得性、满意度与安全水平。综合运用数字签名技术、共识机制等手段，强化金融交易报文规范管理，保障金融交易过程的可追溯和不可抵赖，提升金融交易信息的真实性、保密性和完整性。

③ 数据安全方面。数据安全主要防范各种原因导致的客户信息泄露。数据安全的管控需要从整个数据生命周期考虑，例如，在获取用户的任何数据时，都会首先征



得用户授权，信息使用均遵照法律及客户授权，杜绝非授权接触客户信息。同时需要通过网络隔离、数据加密、网络攻击防御、信息脱敏等相关技术，从数据的采集、传输、存储、处理、交换、销毁等方面对数据进行全生命周期管理，建立全面可靠安全保密的信息管控环境，有效防范大数据时代安全风险，全力保障消费者个人信息不被泄露。

2. 家族信托业务安全控制

(1) 家族信托业务现状。随着中国经济不断发展，个人财富水平也随之提升，中国建设银行发布的《中国私人银行市场发展报告》称，2018 年，国内个人可投资金融资产达到 600 万元以上的高净值人士数量已达到 167 万人，中国高净值人群总人数稳居全球第二。最新调研显示，目前高净值人士整体已经在使用家族信托的比例已接近 10%。与传统银行业的理财增值相比，家族信托模式下的财富管理已经转为高净值人群提供综合金融解决方案。截至 2018 年末，国内 68 家信托公司中有 33 家开展家族信托业务，明确披露信息的 15 家信托公司家族信托业务规模达 838.57 亿元。

(2) 家族信托业务安全风险控制。国家金融与发展实验室财富管理研究中心的调查数据显示，高净值客户在家族信托机构选择时，主要以品牌值得信赖、团队专业、丰富的增值服务为考虑因素。因此值得信赖是客户在选择家族信托机构的首要考虑因素，客户隐私保护能力将成为信托公司差异化竞争优势。

家族信托业务的客户多为高净值人士，信托资产规模较大，对隐私保护要求很高，需要向其提供定制化的隐私保护专享服务，建议从以下方面考虑：

① 保障客户隐私权利。家族信托公司需要站在用户角度，明确告知客户享受的隐私权利，依据 GB/T 35273—2017《信息安全技术 个人信息安全规范》，隐私权利包括同意权、选择权、保密权、数据访问权、更正权、可携带权、删除权等隐私权利，信托公司应通过家族信托相关的业务流程改造及其系统功能优化实现上述隐私权利。

② 客户数据识别和风险评估。对家族信托业务中包含的敏感信息在整个数据创建、处理、存储、传输、删除和销毁生命周期过程中流转过程进行梳理，掌握数据分布情况，识别数据流转各个环节安全风险。家族信托数据的敏感级别应高于信托其他业务数据，严格限制家族信托敏感数据在信托公司内部进行数据共享。

③ 客户数据加密。通过对敏感数据进行分类和分级处理，确保不同类别、级别的数据的安全存储要求。按照国家密码要求，对客户数据采用安全加密算法进行加密并存储。通过网络传输客户数据时，采取必要的通道加密措施，防止数据在传输过程中被窃听或破坏。



④ 系统隐私功能模块设计。对于包含家族信托客户数据的业务系统应建立隐私保护功能架构的主要组件。该参考架构分成三层：个人信息设置层、身份和访问管理层、个人信息层。



图 12 隐私保护功能架构框架

⑤ 隐私保护白皮书。编写《家族信托隐私保护白皮书》，作为家族信托客户专属定制服务定期向相关客户发布，介绍国家隐私监管趋势，本公司如何通过产品设计，将用户对数据的控制转化为实际操作；通过安全技术和规范流程保护数据，展示信托公司隐私保护能力，增强高净值客户信任感及专业认可度。

3. 证券投资业务安全控制

（1）证券投资业务现状。在过去的证券投资领域，信托公司更多扮演事务管理人角色，投研能力、自主管理能力较弱，而未来整个行业都将告别依靠数量和规模获利的时代。信托公司应首先提高自身投研能力，借助投资行业分析、企业发展潜力分析、产品投资组合、量化分析等方式，实现对于信托财产的增值与保值；其次，不断完善证券资产的管理与运营能力。在实现估值、下单、通知、清算等操作的线上化之后，进一步挖掘准确、及时、专业的服务，提升客户体验；另外，强化风险处置与应对能力。

（2）证券投资信托业务安全风险控制。监管要求证券基金经营机构应当对投资交易业务合规管理、风险控制、清算交收、财务核算等中后台部门集中统一管理，并应当通过信息技术等手段全面掌握、监测投资交易行为，及时有效防范风险。由于证券投资业务的特殊性，证券投资交易系统安全性直接影响到交易资金的安全性以及资本市场稳定，主要涉及系统安全和操作安全两个方面。



① 系统安全方面。中国证监会发布的《证券期货业信息安全保障管理办法》中明确要求证券投资机构应当对交易、行情、开户、结算、风控、通信等重要信息系统具有自主开发能力，拥有执行程序 and 源代码并安全可靠存放，在重要信息系统上线前对执行程序 and 源代码进行严格的审查和测试。

证券投资交易的实时性、连续性、安全性要求较高，因此投资交易系统应提供多种强度的认证机制加强用户身份认证，认证机制可充分考虑对交易性能影响。采用可靠的加密（如 SSL）和数据完整性校验机制，以保障投资交易业务完整性和保密性，至少涵盖投资交易从客户端、站点服务器、交易中间件及数据库等各环节。对于对投资交易过程涉及的传输数据及敏感的用户存储数据进行加密管理。投资交易系统涉及的网络线路、网络设备、系统主机服务及数据进行冗余管理，提供实时的投资交易站点互备机制，便于系统故障时能够实时自动切换以保证投资交易连续性。

② 操作安全方面。中国证券市场屡现“乌龙指”事件，此类行为一旦出现将严重影响市场稳定，并招致监管机构的严厉处罚，因此在证券投资交易过程中，为防范业务操作风险，2018 年，若干管理部门联合发布了《证券交易资金前端风险控制业务规则》，其中对证券投资交易参与方的投资交易系统提出了支持相关业务操作风险控制的系统功能要求，包括对交易单元进行分类，根据交易参与者申报的自设额度，对关联交易单元的全天净买入申报金额总量实施额度控制。证券投资交易参与方应当遵守上海证券交易所，深圳证券交易所，中国证券登记结算有限责任公司发布的系统接入技术规范，参加并应当通过交易所、中国结算组织的技术系统测试。

（四）信息安全体系预期效果与展望

1. 符合法律法规要求，满足监管红线

信托公司信息安全管理建设可协助各信托公司满足国家信息安全监管合规要求，为各项业务开展提供基础条件。

2. 加强系统稳定性，保持业务持续发展

信息安全管理体的建立有助于在信息系统开发建设过程中融入安全保护，避免因开发需求分析不充分、架构设计不合理、安全漏洞未及时发现并修复等一系列问题，影响信息系统的可用性和完整性。在信息系统受到攻击时，能确保业务持续开展并将损失降到最低限度，提升组织的核心竞争力。



3. 增强客户信任感，提升业务竞争力

相比其他金融行业，信托行业服务的是高净值客户，是“受人之托、代人理财”，客户对于安全性、隐私性要求更高。信息安全管理体的建设，可树立信托行业“值得托付”的社会信任感，并体现信托行业的企业责任和社会责任，增强用户信任感，有利于信托行业在社会上建立起“信托法理 + 安全可靠”的行业形象，意义深远。

五、 平安信托数据安全实践分享

平安信托拥有完善的公司治理架构、健全的风险管控体系、强大的信息支持系统、多元的产品平台和资金募集渠道，以及优秀的专业投资管理团队。

为致力于在平安集团“金融 + 科技”“金融 + 生态”战略指引下，在资金端和资产端双双打造行业翘楚，服务于实体经济发展，平安信托已完成信息安全管理体的搭建工作，从安全策略、安全管理、安全运营、安全环境、安全支撑、安全智能等方面完善对信息安全的保障能力。

（一）安全管理策略

平安信托已经在 2018 年建立了信息安全管理体，并成为行业首家获得国际认证机构颁发 ISO 27001 信息安全体系认证的信托机构。在安全策略方面，全面覆盖信息安全方针、组织、人员安全、资产管理、访问控制、密码学、物理安全、操作安全、通信安全、系统开发和维护、供应商管理、安全事件管理、业务连续性、合规管理等十四个领域。

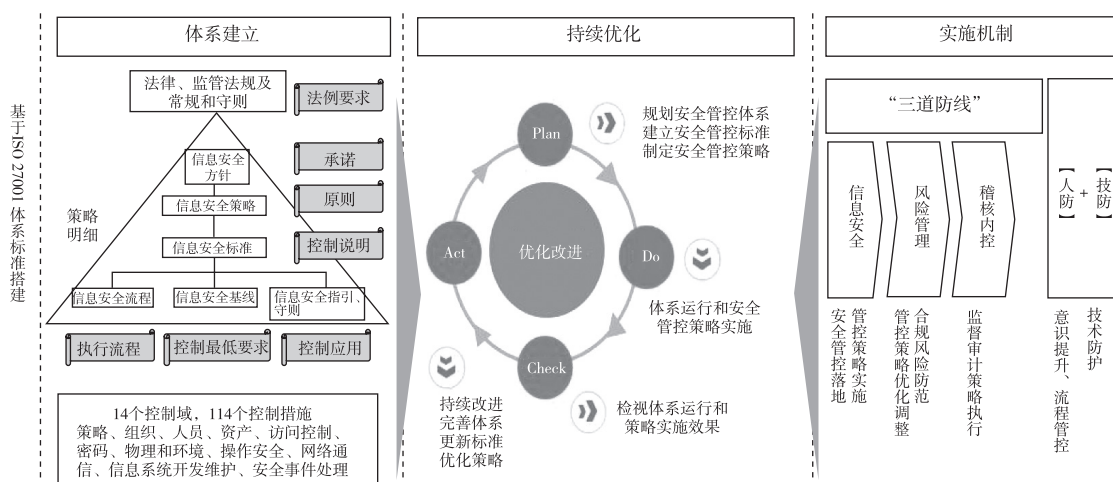


图 13 信息安全体系



（二）运营安全管理

信息安全运营工作需覆盖信息安全各个角落，面对海量的安全数据以及日益增长的安全日志复杂度，需要解决“安全信息孤岛”和“安全防护孤岛”的难题。平安信托拥有统一的安全运营中心，具备主动安全防护、智能监控分析、终端管控、应急响应四大能力于一身，时刻为信息安全保驾护航。

在此我们以应急响应为例，介绍平安信托的安全应急响应工作。根据 PDCA 模型将应急响应分为准备（Preparation）、检测（Detection）、抑制（Containment）、根除（Eradication）、恢复（Recovery）、跟踪（Follow-up）六个阶段工作，分别如下。

1. 准备阶段

准备阶段的主要任务是在事件未发生时的准备工作，包括策略、计划、规范文档及具体技术工具和平台。

2. 检测阶段

检测阶段的主要任务是发现可疑迹象或问题发生后进行的一系列初步处理工作，分析所有可能得到的信息来确定入侵行为的特征。

3. 抑制阶段

抑制阶段的主要任务是限制事件扩散和影响的范围。抑制举措往往会对合法业务流量造成影响，最有效的抑制方式是尽可能地靠近攻击的发起端实施抑制。

抑制采用的方式可能有多种，常见的包括：

- （1）关掉已受害的系统；
- （2）断开网络；
- （3）修改防火墙或路由器的过滤规则；
- （4）封锁或删除被攻破的登录账号；
- （5）关闭可被攻击利用的服务功能。

4. 根除阶段

根除阶段的主要任务是通过事件分析查明事件危害的方式，并且给出清除危害的解决方案。根除的具体手段包括改变全部可能受到攻击的系统的口令、重新设置被入侵系统、从最初的配置中恢复可执行程序（包括应用服务）和二进制文件、确定是否有未修正的系统和网络漏洞并改正、限制网络和系统的暴露程度以改善保护机制、改善探测机制使它在受到攻击时得到较好的保护。



5. 恢复阶段

恢复阶段的主要任务是把被破坏的信息彻底地还原到正常运作状态。确定使系统恢复正常的需求和时间表、从可信的备份介质中恢复用户数据、打开系统和应用服务、恢复系统网络连接、验证恢复系统。

6. 跟踪阶段

跟踪阶段的主要任务是回顾并整合应急响应过程的相关信息，进行事后分析总结、修订安全计划、政策、程序并进行训练以防止再次入侵。跟踪阶段的工作主要包括三个方面的内容。

- (1) 形成事件处理的最终报告。
- (2) 检查应急响应过程中存在的问题，重新评估和修改事件响应过程。
- (3) 评估应急响应人员相互沟通在事件处理上存在的缺陷，以促进事后进行有针对性的培训。

(三) 数据安全管理体系

1. 管理体系

平安集团作为拥有全牌照的金融集团，拥有 1.96 亿个人客户和 5.76 亿互联网用户的客户信息，平安在个人信息保护方法积累了丰富经验。平安信托遵从平安集团数据安全管理体系要求开展相关工作，从安全策略、安全管理、安全运营、安全环境、安全支撑等方面完善对数据安全的保障能力。

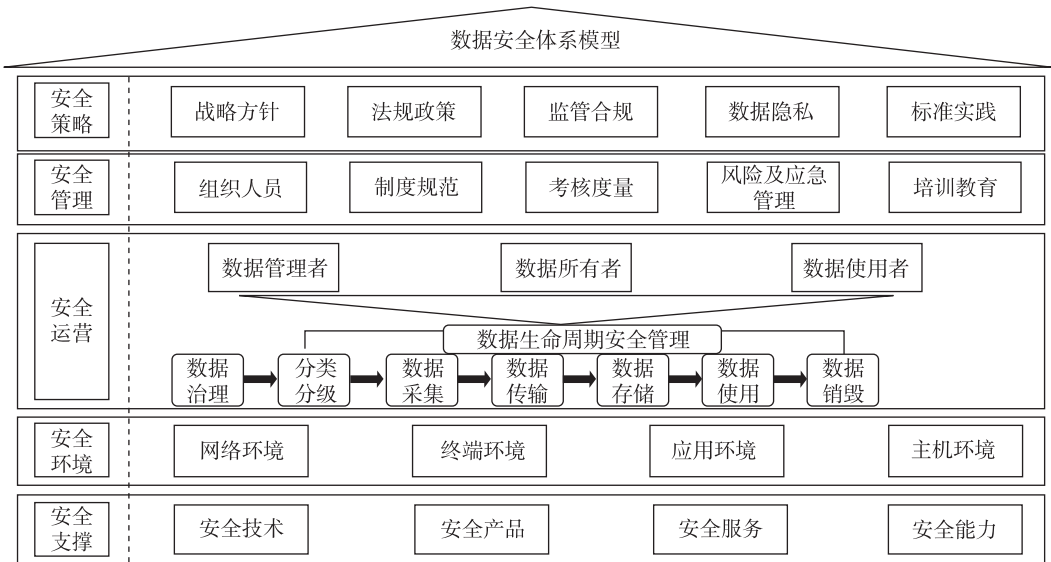


图 14 数据安全体系模型



2. 隐私保护机制

2019 年，根据监管形势要求，结合公司业务转型契机，平安信托信息安全工作聚焦加强内控、提升高净值客户数据保护能力方面，平安信托对标全球最新的个人信息保护标准 ISO 29151，正在逐步建立符合国际标准的个人隐私保护机制。

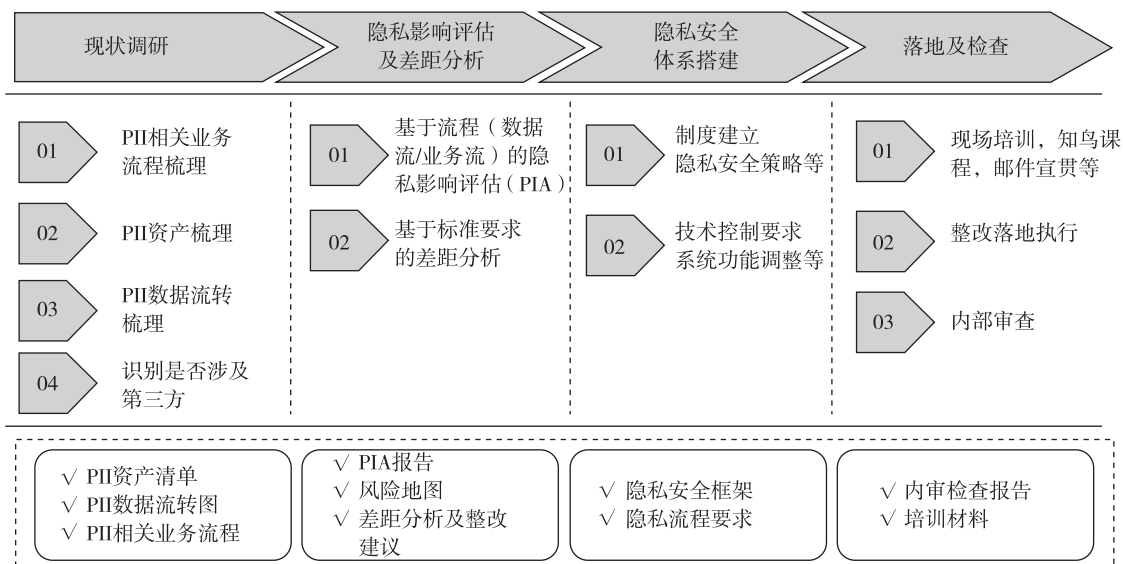


图 15 隐私保护体系项目过程

3. 数据字典平台

为了解决数据安全落地根本问题，平安信托在 2018 年启动了信托数据字典平台（EDP）建设项目，项目目标是打造数据标准化的支撑工具，收集所有业务系统元数据，并对数据进行分类标识，缕清数据之间的关系，产出数据流转图。对数据安全进行统一管控，产出全局的敏感数据分布图、关键岗位、员工涉密雷达图等安全视图，对员工的行为进行监控。

EDP 的安全模块总览如下：

- （1）指导数据资产的应用、访问权限管控。
- （2）事前预防隐患、事后追溯漏洞。
- （3）系统自动产出脱敏脚本。
- （4）实时掌握涉密、涉敏人员范围。
- （5）快速定位新需求 / 数据修改的关联系统影响。
- （6）高效、合规的配合监管检查。

EDP 的系统核心功能主要体现在如下四个方面：



(1) 系统元数据管理。对数据流程中的各个元素做出详细的说明(包括数据元定义、安全属性等),收集所有业务系统的元数据,并对数据进行分类标示、缕清数据之间的关系、产出数据流转图。

(2) 表、字段结构质量监控。解决相同的字段信息在不同系统表中经常出现不同的命名和定义的问题, EDP 可自动识别不同系统之间字段、视图、表的差异, 判断是否存在问题。

（3）数据血缘分析。解决同一业务含义字段在不同系统间的数据结构定义存在偏差，引发数据同步的生产问题，可方便地查找出不同系统间的数据定义不一致问题，支持新增需求、数据修改的关联系统影响的快速、全面评估。

(4) 数据脱敏。根据字段敏感信息的确认，与测试导入的字段进行比对，识别出测试导入的脚本信息是否有遗漏。根据各个系统和版本需求，灵活实现脱敏脚本的自动生成，节省大量人力。

（四）安全智能实践

通过基于 AI 技术的用户行为分析平台（UEBA）介绍平安信托在智能实践方面的经验。

Gartner 率先提出了用户行为分析 UBA (User Behavior Analytics) 的概念, 旨在应对日益增长的内部威胁。后来, 实体 (Entity) 的概念又被引入了 UBA 技术, 并逐步演进成 UEBA, UEBA 的含义是通过对不同资产的行为异常分析可以发现外部的网络攻击、内部的横向移动或者主机遭受病毒侵害的行为。平安信托的 UEBA 模型如图 16 所示。

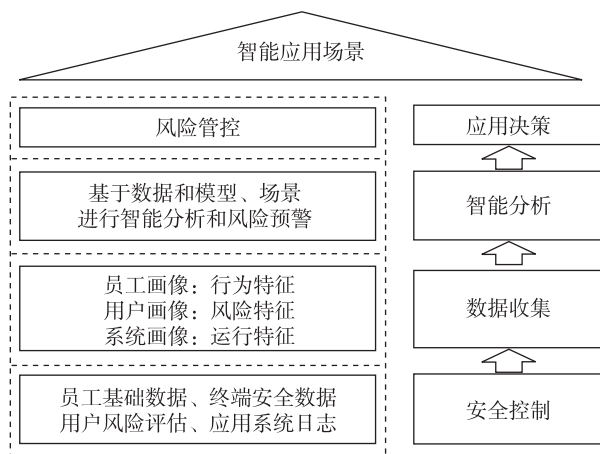


图 16 UEBA 模型



信托 UEBA 通过设计 AI 算法预测员工行为分析模型，通过提炼员工不同维度的行为特征（例如 URL 访问异常、访问量偏离员工历史行为的等）的多个指标分析其潜在的安全风险，经过实际运行该模型性能优异，准确率高达 99.9%。

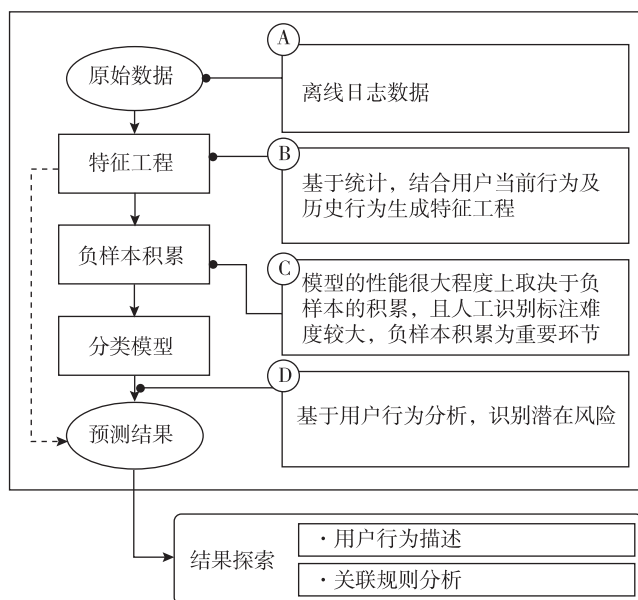


图 17 UEBA 设计思路

平安信托的 UEBA 实际应用于监督内部渗透、员工舞弊、交易欺诈、数据泄露等风险场景，覆盖了 18 个系统平台、200 多个不同场景的数据类型、T 级别数据流量监控、2 000 多个风险事件识别。

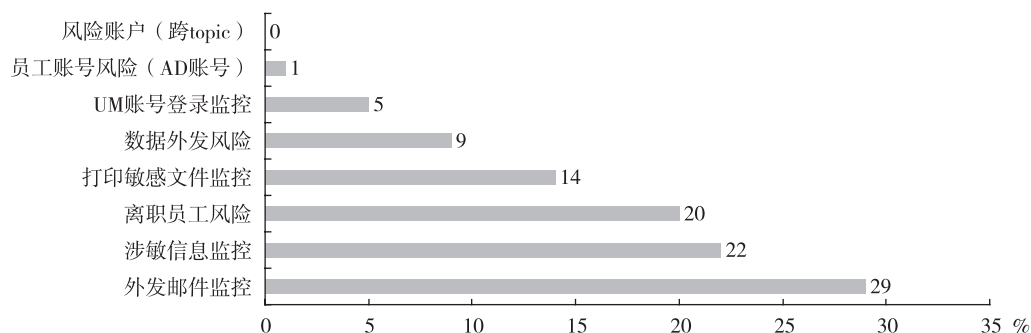


图 18 UEBA 风险监控事件类型

(五) 安全成熟度

为客观量化评价信息安全工作的成果，平安集团设计了信息安全成熟度模型及配套量化指标体系，主要包括三个方面。



- 能力成熟度等级：将五等级概念嵌入模型，定义 L1-L5 等级特征标准
- 安全能力维度：覆盖安全治理、安全管理、安全运营、技术保障
- 企业领域：覆盖信息安全所有领域，例如资产管理、漏洞管理、业务连续性、事件管理、访问控制、开发安全等。针对不同领域设计了数百项指标用于测量具体安全控制点。

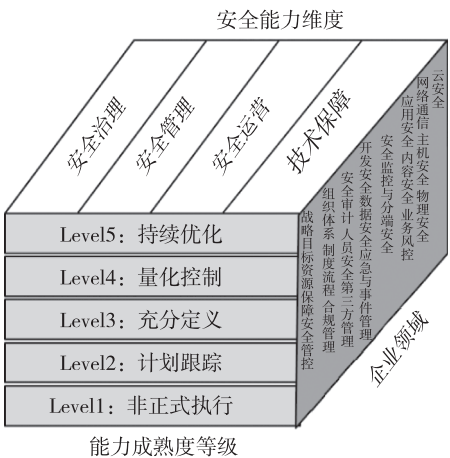


图 19 信息安全成熟度模型

借鉴能力成熟度模型（CMM）的思想，以 CMM 的通用实践来衡量能力成熟度等级，信息安全能力成熟度分为五个等级，见表 9。

表 9 信息安全能力成熟度分级标准

成熟度级别	成熟度定义
能力级别一	在这一级别上，信息安全领域的基本实践通常被执行。但基本实践的执行可能未经严格的计划和跟踪，而是基于个人的知识和努力。组织机构内的个人可标识出一个数据安全过程应被执行，并同意这个数据安全过程会在需要时执行
能力级别二	在这一级别上，领域基本实践的执行是经计划并被跟踪的，并对实践情况进行验证。数据安全应符合指定的标准和需求。通过测量来跟踪领域的执行情况，因此，使组织机构能够基于实际实践活动进行管理。与非正式实践级别间的主要区别是过程实践被计划和管理
能力级别三	在这一级别上，基本实践按照充分定义的过程执行。充分定义的过程是依据对文档化的标准过程进行裁剪并经批准的过程版本。这一过程与计划跟踪级的主要区别在于利用组织机构范围内的过程标准来管理和规划
能力级别四	这个级别收集、分析执行的详细测量。这将获得对过程能力和改进能力的量化解以预测执行情况。这个级别执行的管理是客观的，数据安全的质量是量化的。这一级与充分定义级的主要区别在于定义的过程是定量的理解和控制
能力级别五	在这个级别上，基于组织机构的商务目标并针对过程的有效性和执行效率建立量化执行目标。通过执行已定义过程和有创建的新概念、新技术的量化反馈来保证对这些目标进行持续过程改进。这一级与定量控制级的主要区别在于已定义的过程和标准过程基于对这些过程变化效果的量化解，进行连续调整和 改进； 安全过程可持续优化，实时跟踪行业的最佳实践和业务的最新动向，制度流程和技术工具持续调整以更好地适应业务发展，沉淀下来的数据安全最佳实践能推广至行业供其他组织机构借鉴



六、信托行业信息安全标准建议

2017 年 5 月，中国人民银行、中国银保监会，中国证监会、国家标准委联合发布《金融业标准化体系建设发展规划（2016—2020 年）》，明确提出了“十三五”金融业标准化工作的基本原则、发展目标、主要任务、重点工程和保障措施。近些年，银行业、保险业、证券期货业陆续制定了本行业的信息安全相关的标准并正式发布，唯独信托行业信息安全标准目前处于空白领域，明显滞后于其他金融行业信息安全标准化水平，不利于信托业与银行业等其他金融机构的业务合作。

（一）国家及金融行业信息安全标准

根据全国金融标准化委员会提供的信息，截至 2019 年 6 月 30 日，与信息安全相关的金融国家标准主要包括以下内容，见表 10。

表 10 国家信息安全标准

序号	国家标准编号	标准名称	发布日期	修订日期
1	GB/T 20547.2—2006	银行业务 安全加密设备（零售）第 2 部分：金融交易中设备安全符合性检测清单	2006-09-18	
2	GB/T 21077.2—2007	银行业务 证书管理 第 2 部分：证书扩展项	2007-09-05	
3	GB/T 21078.1—2007	银行业务 个人识别码的管理与安全 第 1 部分：ATM 和 POS 系统中联机 PIN 处理的基本原则和要求	2007-09-05	
4	GB/T 21081—2007	银行业务 密钥管理相关数据元（零售）	2007-09-05	
5	GB/T 21082.4—2007	银行业务 密钥管理（零售）第 4 部分：使用公开密钥密码的密钥管理技术	2007-09-05	
6	GB/T 21078.2—2011	银行业务 个人识别码的管理与安全 第 2 部分：ATM 和 POS 系统中脱机 PIN 处理的要求	2011-12-30	
7	GB/T 21078.3—2011	银行业务 个人识别码的管理与安全 第 3 部分：开放网络中 PIN 处理指南	2011-12-30	
8	GB/T 21079.1—2011	银行业务 安全加密设备（零售）第 1 部分：概念、要求和评估方法	2007-09-05	2011-12-30
9	GB/T 27909.1—2011	银行业务 密钥管理（零售）第 1 部分：一般原则	2011-12-30	
10	GB/T 27909.2—2011	银行业务 密钥管理（零售）第 2 部分：对称密码及其密钥管理和生命周期	2011-12-30	
11	GB/T 27909.3—2011	银行业务 密钥管理（零售）第 3 部分：非对称密码系统及其密钥管理和生命周期	2011-12-30	
12	GB/T 27910—2011	金融服务 信息安全指南	2011-12-30	
13	GB/T 27912—2011	金融服务 生物特征识别 安全框架	2011-12-30	
14	GB/T 27913—2011	用于金融服务的公钥基础设施 实施和策略框架	2011-12-30	
15	GB/T 27927—2011	银行业务和相关金融服务 三重数据加密算法操作模式 实施指南	2011-12-30	
16	GB/T 27928.1—2011	金融业务 证书管理 第 1 部分：公钥证书	2011-12-30	
17	GB/T 27929—2011	银行业务 采用对称加密技术进行报文鉴别的要求	2011-12-30	



根据全国金融标准化委员会提供的信息，截至 2019 年 6 月 30 日，与信息安全相关的金融行业标准主要包括以下内容，见表 11。

表 11 金融行业信息安全标准

序号	行业标准编号	标准名称	发布日期	修订日期
1	JR/T 0023—2004	证券公司信息技术管理规范	2005-03-25	
2	JR/T 0044—2008	银行业信息系统灾难恢复管理规范	2008-02-13	
3	JR/T 0055.4—2009	银行卡联网联合技术规范 第 4 部分：数据安全传输控制	2009-06-01	
4	JR/T 0058—2010	保险信息安全风险评估指标体系规范	2010-07-15	
5	JR/T 0059—2010	证券期货经营机构信息系统备份能力标准	2011-04-14	
6	JR/T 0060—2010	证券期货业信息系统安全等级保护基本要求	2011-12-22	
7	JR/T 0067—2011	证券期货业信息系统安全等级保护测评要求	2011-12-22	
8	JR/T 0068—2012	网上银行系统信息安全通用规范	2012-05-08	
9	JR/T 0071—2012	金融行业信息系统信息安全等级保护实施指引	2012-07-06	
10	JR/T 0072—2012	金融行业信息系统信息安全等级保护测评指南	2012-07-06	
11	JR/T 0073—2012	金融行业信息安全等级保护测评服务安全指引	2012-07-06	
12	JR/T 0074—2012	保险业 IT 服务管理基本规范	2012-11-29	
13	JR/T 0084—2012	证券期货业网络时钟授时规范	2012-12-26	
14	JR/T 0089.1—2012	中国金融移动支付 安全单元 第 1 部分：通用技术要求	2012-12-12	
15	JR/T 0089.2—2012	中国金融移动支付 安全单元 第 2 部分：多应用管理规范	2012-12-12	
16	JR/T 0093.6—2015	中国金融移动支付 远程支付应用 第 6 部分：基于安全单元（SE）的安全服务技术规范	2012-12-12	2015-12-22
17	JR/T 0095—2012	中国金融移动支付 应用安全规范	2012-12-12	
18	JR/T 0096.6—2012	中国金融移动支付 联网联合 第 6 部分：安全规范	2012-12-12	
19	JR/T 0098.2—2012	中国金融移动支付 检测规范 第 2 部分：安全芯片	2012-12-12	
20	JR/T 0098.4—2012	中国金融移动支付 检测规范 第 4 部分：安全单元（SE）应用管理终端	2012-12-12	
21	JR/T 0098.5—2012	中国金融移动支付 检测规范 第 5 部分：安全单元（SE）嵌入式软件安全	2012-12-12	
22	JR/T 0098.8—2012	中国金融移动支付 检测规范 第 8 部分：个人信息保护	2012-12-12	
23	JR/T 0099—2012	证券期货业信息系统运维管理规范	2013-01-31	
24	JR/T 0079—2013	保险业信息系统运行维护工作规范	2013-12-02	
25	JR/T 0117—2014	征信机构信息安全规范	2014-11-17	
26	JR/T 0110—2014	证券公司客户资料管理规范	2014-12-26	
27	JR/T 0112—2014	证券期货业信息系统审计规范	2014-12-26	
28	JR/T 0114—2015	网银系统 USBKey 规范 安全技术与测评要求	2015-08-31	
29	JR/T 0118—2015	金融电子认证规范	2015-10-27	
30	JR/T 0109.3—2015	智能电视支付应用规范 第 3 部分：数据安全传输控制规范	2015-11-30	
31	JR/T 0131—2015	金融业信息系统机房动力系统规范	2015-12-10	



续表

序号	行业标准编号	标准名称	发布日期	修订日期
32	JR/T 0132—2015	金融业信息系统机房动力系统测评规范	2015-12-10	
33	JR/T 0133—2015	证券期货业信息系统托管基本要求	2016-01-13	
34	JR/T 0140—2017	中小银行信息系统托管维护服务规范	2017-02-14	
35	JR/T 0166—2018	云计算技术金融应用规范 技术框架	2018-08-15	
36	JR/T 0167—2018	云计算技术金融应用规范 安全技术要求	2018-08-15	
37	JR/T 0168—2018	云计算技术金融应用规范 容灾	2018-08-15	
38	JR/T 0158—2018	证券期货业数据分类分级指引	2018-09-27	
39	JR/T 0164—2018	移动金融基于声纹识别的安全应用技术规范	2018-10-09	
40	JR/T 0161—2018	保险电子签名技术应用规范	2018-04-25	

（二）信托业信息安全标准建议

2019 年 8 月，中国人民银行发布了《金融科技（FinTech）发展规划（2019—2021 年）》其中明确提出加快制定金融业应用的技术和安全规范，建立国家统一推行的认证机制，加强金融科技产品安全管理，提升金融服务质量和安全水平。

信托行业的安全标准体系建设应符合国家金融科技整体规划，同时又要根据信托行业的实际情况逐步建设。根据安全标准需求的迫切性、相关参考标准的成熟度、标准的可落地性等，建议从 2020 年起，在信托行业协会的指导下，行业成立信托业信息安全标准起草小组，邀请有意愿参与的信托公司共同起草信托业信息安全标准，最终标准报送中国银保监会批准后发布。初步建议的标准清单如表 12 所示，具体清单需要在全行业征求意见后确定。

表 12 信托行业信息安全标准（建议）

序号	标准名称	标准用途	起草时间
1	信托业信息系统安全等级保护基本要求	指导信托公司实施等级保护 2.0 工作，降低合规成本	2020 年
2	信托业信息系统安全等级保护测评要求		2020 年
3	信托业数据分类分级指引	结合信托业务定义行业通用信托业务数据类型、级别，不同级别数据的安全管控要求，指导信托公司数据安全工作	2020 年
4	信托业移动应用信息安全基本要求	面向互联网用户 APP 的安全指引	2021 年
5	信托业信息系统灾难恢复管理规范	指导信息系统灾难恢复工作，提高防范灾难风险的能力，保障持续运营	2021 年
6	信托业信息系统应急预案基本规范	指导面临不同应急突发事件场景下的流程规范	2021 年
7	信托业人脸识别安全技术标准	使用人脸识别作为身份认证技术的具体安全要求，覆盖人脸采集、存储、比对等过程中的安全环境要求及比对指标	2022 年
8	信托业信息安全绩效评价指南	制定管理和技术类安全评价指标，使用同一个标准通过客观数据对信托公司安全水平进行评价，作为对信托公司整体考核的参考数据	2022 年
9	信托业信息安全风险评估指南	提供风险评估的具体方法、流程、工具指导	2022 年



（三）标准制定和实施保障措施

1. 强化组织领导，明确职责分工

在中国银保监会的领导下，在中国信托行业协会的具体指导下，由全行业信托公司提出信息安全标准需求，经过协会评审后确定最终清单。中国信托行业协会负责组织信托业信息安全标准的制（修）订等工作。各信托公司根据自身信息安全能力和需求，积极承担和参与行业标准制（修）订工作，切实加强行业标准应用实施。

2. 加强沟通协调，推动协同发展

加强标准化工作与信托业信息安全监管工作的互动。一方面，标准化工作要为规范性监管政策的制定做好充分预研。另一方面，监管政策要推动标准化成果得以有效推广实施。加强与公安部、全国信息安全标准化技术委员会、全国金融标准化技术委员会、中国标准化研究院、中国信息安全认证中心等标准管理单位的沟通协调，在行业标准建设、实施落地等方面积极寻求指导和帮助。

3. 促进跨行业安全标准融合对接，注重标准落地能力，促进业务发展

开展标准技术内容和编制方法研究，标准制定过程中要充分调研信托业务拓展的现实需求，开展与其他行业（如银行）信息安全标准的融合对接，同时为信托公司实施标准提供解决方案，指导各公司正确、有效执行标准。加强标准化服务能力建设，通过多种渠道大力宣传信托业标准化方针政策、先进典型和突出成果，扩大信托业标准化的影响力。

七、信托行业信息安全协作机制

对标证券行业，中国证监会已正式批准成立证券行业信息安全联合实验室，为行业机构提供信息安全监管专项工作支持、安全渗透测试、漏洞扫描、态势感知、信息安全热点难点问题研究、交流培训、安全审计等信息安全的公共性、基础性服务。

通过信托行业信息安全现状分析了解到当前各信托公司信息安全水平差异较大，资金投入、人员配置、整体安全能力不均衡。大部分信托公司受制于预算、资源、技术等方面的限制，信息安全基础十分薄弱。通过建立行业信息安全协作机制，一方面，加强信托公司之间的沟通交流，经验分享，促进信托行业整体信息安全水平提升，另一方面，在与其他行业（如银行、大型互联网公司）及供应商进行业务合作过程中，可加强行业整体在信息安全领域的话语权。协作机制建议包括以下两个方面。



（一）威胁情报共享

当前信息安全威胁越来越多，如果没有海量的情报和快速的监测分析，就很难及时对威胁做出响应，等发现时可能已经产生损失。应鼓励威胁情报能力较强的信托公司能够通过行业内部通知通报、邮件等方式及时共享重大威胁信息，避免因信息不对称，部分信托公司未及时采取预防措施导致行业发生重大信息安全事件，影响行业声誉。威胁情报的价值在于让我们从知己走到知彼。在网络攻防中，知己知彼，才能百战不殆。

（二）安全实践经验分享

安全管理方面，通过组织参观学习信息安全能力较强信托公司的先进实践，不定期的安全沙龙等形式交流信息安全工作经验。安全技术方面，组织行业 CTF（Capture The Flag）信息安全夺旗大赛，提升信息安全技术攻防水平。对于在信息安全某些具体领域（如用户行为分析、数据安全、反欺诈等）希望加强合作的信托公司，双方可通过项目形式实现深入合作，鼓励信息安全能力较强的信托公司进行信息安全能力输出。

八、信托行业信息安全工作整体建议

根据国家信息安全监管要求以及信托行业整体信息安全现状及需求，我们提出以下信托行业信息安全工作建议。

（一）严格落实各类监管要求，着力提升信息安全合规水平

信托行业资产规模位居金融行业第二，监管层对信托行业的管控力度也逐步加大，包括监管强度逐步向银行看齐，提高定期和不定期发文的频率，监管内容颗粒度更细等。金融行业信息科技风险具有影响范围广、破坏性大、突发性强、资金损失风险高等特点，信息科技风险作为唯一可能导致全部金融业务瞬间瘫痪的风险，一直是金融行业监管的重点和难点。监管层对金融企业信息科技治理体系、战略方针和工作机制提出了规范性的要求，这些要求既是指导又是约束，信托行业必须主动向银行保险等金融行业看齐，严格遵循监管要求，在监管要求的框架下搭建自身的信息科技治理体系，解决基础性、体系性缺失的问题。

（二）坚持信息安全底线思维，防范化解重大安全风险

安全是发展的基石，要充分发挥信息技术在强化金融风险防范方面的作用，筑牢



金融安全防线，提高金融体系抵御风险能力。信托公司信息安全建设应聚焦应用安全、网络安全、数据安全等方面，明确信息安全基线作为信息系统建设的底线要求。信息系统基线应包括安全管理基线和安全技术基线两部分，安全管理基线主要关注安全管理的组织、制度、资源等在安全建设实施运维流程中机制、流程和管理要求。安全技术基线涵盖物理层到应用层的基本要求，包括机房、网络、系统、应用、终端数据等。

（三）积极推进信托行业信息安全标准体系建设

尽快启动信托行业信息安全标准建设工作，当前各信托公司信息安全水平参差不齐，通过制定信托行业信息安全标准，明确信托行业信息安全工作的基本要求，从而帮助不同规模、侧重不同业务的信托公司提升信息安全水平，促进整个信托行业信息安全能力的持续增强，逐步提升信托行业信息安全工作的标准化、专业化水平。

（四）关注上下游业务链的安全，重点关注外包安全管理

近年来金融企业科技外包发展势头迅猛，涵盖信息科技建设生命周期各个阶段，信托公司从业方向变化快，业务开展需要借助大量的外部合作商，而外部合作商信息科技水平参差不齐，信息安全重视程度不一。应完善信息科技外包事前预防、事中控制、事后评价的外包风险管控模式。信托公司在跟这些企业合作的时候需要加强在权限管理、代码规范、数据安全、信息交换、技术防范等方面的安全管控。

（五）掌握核心技术，提升信托行业信息技术自主可控能力

早在 2014 年中国银监会发布的《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》中就明确提出要推动建立银行业网络安全可控信息技术的长效机制。信托公司科技部门只有掌握核心技术才能有效支撑业务快速发展，才能不被供应商“卡脖子”。应以开放、包容、安全、高效为目标实施架构转型，鼓励有实力的信托公司加大在核心系统和关键技术领域的研发创新投入，积极研究开源技术在信托行业重要信息系统的应用。在技术路线方面，积极应用与信托公司自身需求相匹配、多元化的关键技术、核心技术，把创新主动权、发展主动权掌握在自己手中，从根本上提升信息技术安全可控水平。

（六）充分利用现代科技手段，促进安全防护智能化

金融行业业务和信息系统不断云端化是不可阻挡趋势，公有云和私有云突破传统安全防护边界，信息安全防护面临新的挑战，信息安全的防控重心向前端靠近。在信息科技内部，安全防护逐渐向需求立项、架构评审、代码开发阶段的系统建设前期参



入。在信息科技外部，信息安全也向支撑业务发展，打击黑色产业链，业务风险管控靠近，越贴近前端和业务，安全才越有价值。随着黑客攻击技术能力和自动化工具应用水平的提高，金融企业如果停留在传统的安全防护理念和手段将造成巨大的隐患，近年来，态势感知、APT、差分计算、AI 防御，甚至对抗生成网络（GAN）在信息安全方向的应用已成为领先的金融企业研究和实践的领域。

参考文献

- [1] 中国信息通信研究院 . 金融科技生态白皮书 [R] . 2019.
- [2] 中国银行业监督管理委员会工作论文 . 我国银行业网络风险与监管调查研究 [R] .
- [3] FreeBuf. 2018 金融行业应用安全态势报告 [R] . 2018.
- [4] CNNIC. 中国互联网络发展状况统计报告 [R] .
- [5] 腾讯 . 2017 年度网络黑产威胁源研究报告 [R] . 2017.



陆

信托公司与慈善组织合作机制研究

课题牵头单位：百瑞信托有限责任公司

课题指导专家：蔡概还

课题组成员：

陈 进 孔慧芳

韩鸣飞

徐博研 郝奕斐

时 凯 梁裕鹏 高涵悦

项 琥 刘 松 潘 雷 肖 丹

刘春江 马宇闻 田宇辰

张明玺

尹 煜

周建策 王 亢 王盛楠

陈文丹 刘文思

朱秋霞

黎颖露

谭红波

百瑞信托有限责任公司

中诚信托有限责任公司

中国对外经济贸易信托有限公司

英大国际信托有限责任公司

新华信托股份有限公司

苏州信托有限责任公司

中信信托有限责任公司

华鑫国际信托有限公司

山东省国际信托股份有限公司

北京信诺公益基金会

上海真爱梦想公益基金会

北京京益社会组织服务中心

中国基金会发展论坛



摘要

2016年颁布的《中华人民共和国慈善法》开启了我国慈善事业的新篇章，也带来了慈善信托的蓬勃发展。信托公司是专营信托业务的金融机构，在信托架构设计和资金投资管理方面具有专业能力。慈善组织在开展慈善活动方面具有专业能力，慈善资金也有保值增值需求。信托公司与慈善组织的合作不仅具有社会价值，而且具有一定的商业价值。

信托公司与慈善组织的合作应当从慈善信托入手，在建立信任的基础上，拓展其他领域合作；其次应当搭建合作交流的平台、加强与相关部门联系寻求合作机会。根据合作目的和领域不同，信托公司与慈善组织的合作模式主要包括慈善捐赠、慈善信托、慈善资金管理、客户服务、养老服务、美丽乡村建设和环境保护等。从实践情况来看，信托公司和慈善公司不断创新慈善信托模式，捐赠+信托、信托+项目执行、共同受托在实践中均取得发展，信托+投资顾问模式未来有待进一步探索。慈善组织资产管理也是信托公司与慈善组织合作的重要领域，2018年，《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》的出台为该领域的合作提供了契机。慈善组织可以购买信托产品、委托信托公司进行投资，信托公司可以推出主要针对慈善组织的集合资金信托计划。现阶段慈善组织投资管理能力不足，信托公司可以帮助慈善组织培养投资能力，为未来合作奠定基础。

除慈善信托和慈善资金管理外，本课题借鉴美国、英国、日本、新加坡等地经验，对满足客户多样化需求的混合型信托、服务身心障碍人群等的特殊需要信托以及文化遗产保护信托等进行了研究，希望为未来进一步探索信托公司与慈善组织的合作提供指引。总体而言，目前信托公司与慈善组织的合作仍处于起步阶段，想要进一步拓展合作的广度和深度，不仅需要政策与监管层面的引导，还需要信托行业和慈善行业的共同努力。

关键词：信托公司 慈善组织 慈善信托 慈善资产管理 特殊需要信托



目 录

引言	332
一、信托公司与慈善组织合作的价值	333
(一) 信托公司与慈善组织概况	333
(二) 合作的社会价值	336
(三) 合作的商业价值	337
二、信托公司与慈善组织合作路径	338
(一) 从慈善信托入手拓展慈善资金管理业务	338
(二) 搭建慈善组织与信托公司交流平台	339
(三) 加强与相关部门联系寻求合作机会	340
三、信托公司与慈善组织合作模式	341
(一) 慈善捐赠	341
(二) 慈善信托	341
(三) 资产管理	346
(四) 客户服务	348
(五) 其他领域合作	349
四、信托公司与慈善组织合作实践	351
(一) 慈善信托不断创新为慈善事业注入活力	351
(二) 资产管理处于起步阶段前景可期	355
(三) 通过混合型信托满足多重需求	357
(四) 探索特殊需要信托解决社会问题	359
(五) 文化遗产保护与信托	363
五、信托公司与慈善组织合作建议	366
(一) 完善配套政策疏通业务环境	366
(二) 信托公司应加强与慈善组织合作	369
(三) 慈善组织积极尝试理性投资	370



结语	372
参考文献	372



引言

2016 年颁布的《中华人民共和国慈善法》（以下简称《慈善法》），为我国慈善行业的发展创造了良好的制度环境，特别是《慈善法》专章规定了慈善信托，明确了慈善信托的受托人可以由慈善组织或者信托公司担任。这解决了公益信托面临的审批机关不明确和投资范围受限的问题，带来了慈善信托的快速发展。根据慈善中国的统计数据，截至 2019 年 10 月末，我国共备案慈善信托 230 单，累计规模达到 23.42 亿元。整体而言，慈善信托的目的日趋多元化，委托人类型更加多样化，受托管理不断规范，业务模式日益丰富，慈善效果更加突出。慈善信托的发展不仅得益于政策环境的改善和公众参与慈善热情的提升，更与慈善组织和信托公司的积极参与密不可分。信托公司与慈善组织在慈善信托领域已经进行了密切的合作，然而，两者的合作并不限于慈善信托领域。

2018 年 10 月，民政部发布《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》（以下简称《慈善组织投资办法》），明确规定慈善组织不仅可以购买银行、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发行的资产管理产品，而且可以将财产委托给受金融监督管理部门监管的机构进行投资。长期以来，受到政策规范、投资能力和观念认知等限制，我国慈善组织的投资状况并不理想。对比其他发达国家基金会的投资情况，我国慈善资金的投资还有很大的发展空间。2019 年 2 月，民政部办公厅发布《关于开展基金会 2018 年度报告和年度检查工作的通知》，该通知的附件“基金会年度工作报告模板”中增加了专门的“保值增值投资活动情况”，这表明慈善资金的保值增值和投资被逐渐提上日程。信托公司作为我国重要的资产管理机构之一，可以发挥专业能力和制度灵活性优势，为慈善组织提供全方位、多元化的财富管理服务。目前，部分基金会购买了信托产品，也有个别基金会尝试委托信托公司进行投资，但总体来看，两者的合作仍处于起步阶段。未来，慈善资金管理也可以成为信托公司与慈善组织合作的重要领域。在此基础上，信托公司与慈善组织还可以探索其他领域的合作。

基于此，本课题在梳理信托公司与慈善组织合作价值的基础上，对信托公司与慈善组织的合作路径、合作模式和合作实践进行研究，并提出加强信托公司与慈善组织合作的建议，以期对于慈善事业发展和信托业务转型有所裨益。



一、信托公司与慈善组织合作的价值

信托公司是专营信托业务的金融机构，在信托架构设计和资金投资管理方面具有专业能力。慈善组织在开展慈善活动方面具有专业能力，慈善资金也有保值增值需求。鉴于本课题研究两者的合作模式，本部分首先对信托公司和慈善组织概况进行梳理，并研究两者合作的价值。

（一）信托公司与慈善组织概况

1. 慈善组织投资能力有待进一步提升

根据《慈善法》的规定，慈善组织是以面向社会开展慈善活动为宗旨的非营利性组织，可以采取基金会、社会团体、社会服务机构等组织形式。根据慈善中国统计数据，截至2019年10月末取得慈善组织认定资格的机构有6117家，其中，具有公开募捐资格的慈善组织1699家。鉴于目前慈善组织的认定仍处于起步阶段，多数机构还没有进行认定，本报告对于慈善组织采取广义的概念，慈善组织指各类基金会、社会团体和社会服务组织。根据《2018年民政事业发展统计公报》，截至2018年末，全国共有社会组织81.6万个，2018年全国社会组织捐赠收入达919.7亿元，较2017年增长26.1%。

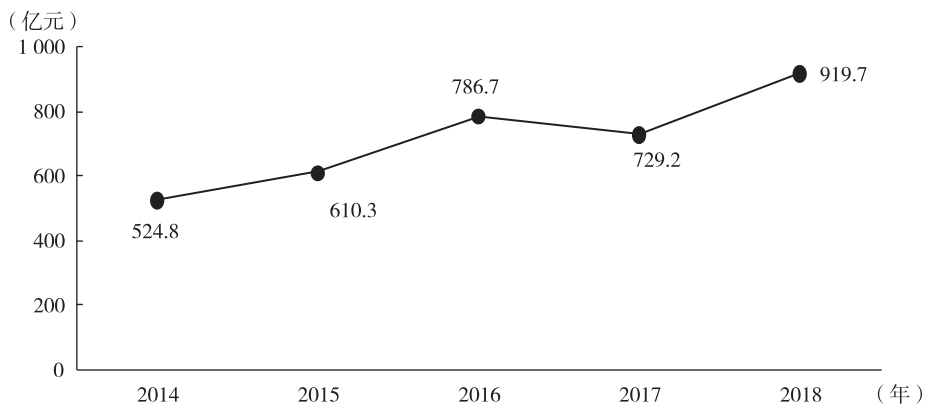


图1 2014—2018年社会组织捐赠收入情况

基金会是开展慈善活动的主力军，基金会的收入包括捐赠收入、政府补助收入、投资收入和其他收入。从数据来看，2016年，我国基金会总收入为576.09亿元。其中，捐赠收入487.06亿元，占84.55%；政府补助收入57.32亿元，占9.95%；投资收入31.71亿元，占5.5%。可以看出，投资收入在我国基金会收入中占比还比较低。



但对比历史数据，基金会的投资收入占比和投资回报率在持续提升。根据 2015 年的数据，基金会全部资产为 1 272.89 亿元，投资资产为 513.36 亿元，占总资产的比例为 40.3%，有投资行为的基金会有 1 547 家，占全部基金会的 23.5%；2015 年实现投资收入 36.36 亿元，投资收入占全部收入的比例为 7.5%。

图 2 展示了 2011—2015 年基金会总资产、投资资产总额、投资收益总额、收入总额以及投资收入占比的走势。可以发现，投资收入占比总体较低，但自 2011 年以来呈现持续上升的趋势。但对比国外的数据，我国基金会投资还有较大提升空间，投资收入占基金会总收入比重可以进一步提升。如果慈善组织可以将沉淀资金灵活运用，在合法合规、风险可控的前提下获取运用资金的收益并实现高效的资产管理，可以有效增加慈善资产积累。

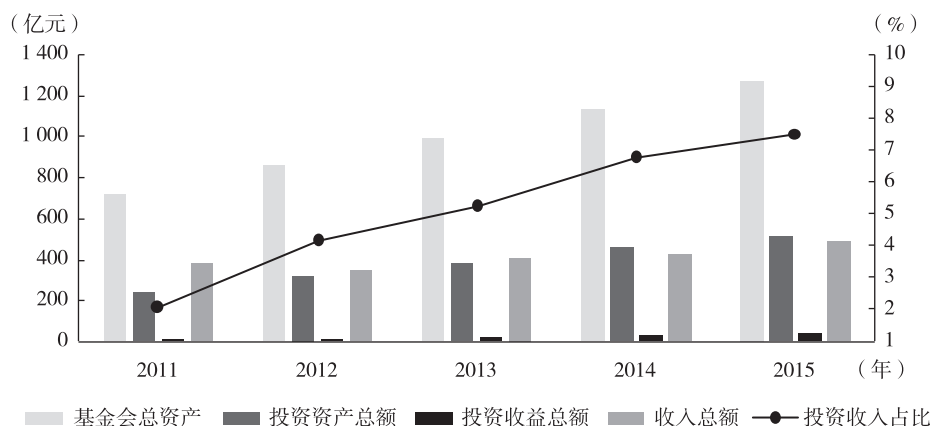


图 2 2011—2015 年我国基金会总资产、投资资产总额、投资收益总额、收入总额与投资收入占比走势

2. 慈善信托是信托公司重要业务类型

信托公司是受中国银保监会监管的金融机构，以管理委托人的财产、实现财产的增值保值等为宗旨。截至 2019 年末，展业的信托公司有 68 家。信托公司的业务分为固有业务和信托业务，信托业务可以进一步分为营业信托、民事信托和公益慈善信托。长期以来，营业信托是信托公司主要业务，2016 年以来，信托公司开始拓展慈善信托业务。慈善信托与营业信托的主要区别如表 1 所示。

表 1 营业信托和慈善信托对比

	慈善信托	营业信托
法律依据	《慈善法》《中华人民共和国信托法》	《中华人民共和国信托法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》《中华人民共和国证券投资基金法》等
信托目的	公益目的	私益目的



续表

	慈善信托	营业信托
受托人	信托公司、慈善组织	信托公司、证券投资基金管理公司
受益人	不特定社会公众	委托人指定
信托文件	可以量身定制	有固定格式条款
监管部门	中国银保监会、民政部	中国银保监会

信托行业经历了十多年的快速发展，逐渐进入了转型和结构调整的新阶段，信托回归本源成为行业重要话题。在 2018 年 12 月 25 至 26 日召开的 2018 年中国信托业年会上，中国银保监会党委委员、副主席黄洪同志要求，我国信托业要认清职责使命，站在新的历史方位找准转型发展方向。信托业的未来发展要坚持更好地服务实体经济、服务人民美好生活和服务现代金融体系建设；要坚持发展具有直接融资特点的资金信托，发展以受托管理为特点的服务信托，发展体现社会责任的公益（慈善）信托。这表明，信托在资产管理之外的功能受到重视，信托业务定位也从“受人之托，代人理财”向“受人之托，忠人之事”提升。在这个过程中，信托在精准扶贫、养老服务、特殊人群照顾、文化遗产保护等领域的功能有待进一步挖掘，这些领域也需要信托公司与慈善组织的进一步合作。

3. 慈善捐赠与慈善信托比较

慈善捐赠是慈善组织接受捐赠者资金的主要方式，慈善捐赠与慈善信托存在以下几点区别。

第一，制度设计不同。慈善信托是信托的一种类型，包括委托人、受托人和受益人三方当事人，其中，受益人在信托设立时是不确定的。在特殊情形下，还可以聘请信托监察人。根据《慈善法》的规定，慈善捐赠是指自然人、法人和其他组织基于慈善目的，自愿、无偿赠予财产的活动。捐赠人可以通过慈善组织捐赠，也可以直接向受益人捐赠。慈善捐赠的当事人是捐赠人和受赠人两方，其中捐赠人可以是自然人、法人或其他组织，受赠人可以是慈善组织，也可以是受益人。从法律性质上看，慈善捐赠是一种特殊的赠予合同关系，与信托有本质不同。

第二，财产独立性不同。慈善信托中，信托财产虽然转移至受托人名下，但是受托人不享有信托财产收益权，也不享有财产的所有权，信托财产是完全独立的财产。当信托财产为资金时，受托人需要开设慈善信托资金专用账户，对信托资金进行保管，以保证其独立于受托人的固有财产和其他信托财产。同时，信托财产也独立于委托人

未设立信托的其他财产。慈善捐赠中，捐赠人将财产捐赠给受赠人，受赠人将拥有该财产所有权，捐赠人捐赠财产将与受赠人的财产、其他捐赠人的财产混合在一起。慈善信托财产具有独立性，可以实现风险隔离，即便受托人出现破产清算等极端状况，信托财产也不会受到影响。

第三，当事人的权利不同。根据《慈善法》第四十七条的规定，慈善信托的受托人违反信托义务或者难以履行职责的，委托人可以变更受托人。在慈善捐赠中，捐赠人虽然可以在捐赠之前与受赠人约定慈善财产的数量、用途和交付时间等。但是在捐赠行为发生后，捐赠人不能因为受赠人未遵守约定而变更受赠人，只能依据相关规定采取救济措施。例如，《慈善法》第四十二条规定，若慈善组织违反捐赠协议约定的用途，捐赠人有权要求其改正，若不改正的，捐赠人可以向民政部门投诉、举报或者向人民法院提起诉讼。

表 2 慈善信托与慈善捐赠对比

	慈善信托	慈善捐赠
法律关系与地位	信托——委托人	赠予（合同）——捐赠人
设立形式	书面	书面或口头
财产独立性	慈善信托财产完全独立	捐赠财产是受赠人的财产
委托人权利	委托人权利较大，可以变更受托人、设立监察人，并要求受托人向其报告信托事务处理情况	捐赠人有监督权和查询权
持续性	信托具有持续性，一笔资金可以设立持续 10 年或者 20 年的慈善信托，持续开展慈善活动	捐赠时一次性的行为，通常一次捐赠完成即终结
慈善活动开展	根据委托人的意愿，开展慈善活动，委托人参与程度强	通常按照慈善组织的意愿开展，捐赠人参与程度弱
设立成本	设立成本低，全部资金用于慈善	成本较高
信息透明程度	有严格的信息披露要求，还可以设立监察人，监督资金的使用	信息披露程度低，不透明，却反监督机制
税收优惠	备案后可以享受税收优惠	有明确的税收优惠

特别需要注意的是，目前慈善组织的专项基金在实施效果上与慈善信托有一定相似性，专项基金实际上相当于采用了信托架构。但是，专项基金并不能实现财产的独立性，这点与慈善信托有本质区别，未来可以通过慈善信托对专项基金进行统一规范。

（二）合作的社会价值

1. 信托公司与慈善组织优势互补，共同服务人民美好生活需求

金融的核心是服务，包括服务实体经济和服务人民美好生活。信托公司具有信



托架构设计和信托资金管理专业优势，长期以来，信托公司在关注自身发展的同时积极履行社会责任。特别是自 2016 年《慈善法》颁布以来，信托公司通过慈善信托不断创新从事慈善事业模式。中国慈善联合会发布的《2018 年慈善信托发展报告》显示，2018 年设立的慈善信托中，涉及扶贫的有 48 单，慈善信托的扶贫除了“授人以鱼”以外，更多的是“授人以渔”，通过教育普及或技能培训，让贫困人群掌握生存技能，从而创造价值。

慈善组织对开展慈善活动有丰富经验，在政府支持、税务优惠、公益项目遴选及开展活动等方面较信托公司也具有明显优势。慈善组织对于资产管理有迫切需求，信托公司发展慈善信托业务也需要开展慈善活动。但由于慈善组织对于资产管理不够理解，信托公司在开展慈善活动方面不够专业。在这种情况下，作为社会公益事业的参与方和践行者，信托公司与慈善组织协同配合，可以为打赢脱贫攻坚战贡献力量，满足人民追求美好生活的需求。

2. 通过合作开展慈善信托，推动慈善事业发展迈上新台阶

慈善信托是与慈善组织并列的开展慈善活动的方式，英国、美国等国家的经验表明，慈善信托可以成为开展慈善活动的有效模式。2016 年以来，我国慈善信托取得了一定发展，从慈善活动领域看，除了扶贫、教育等传统的慈善领域以外，慈善信托也在不断拓展新的领域，已经渗透到了社会民生的方方面面。例如，万向信托成立了小型饮用水水源地保护慈善信托，厦门国际信托成立了传统文化保护传承慈善信托，中航信托成立了用于九寨沟灾后生态恢复的绿色生态慈善信托，新华信托成立了专项精准帮扶慈善信托。

慈善信托已经成为信托公司履行社会责任、满足社会慈善需求、以金融助力慈善事业发展的重要体现。慈善信托是慈善组织开展慈善活动新形式，可以满足捐赠者的多样化需求。两者联动发展，有助于为我国慈善事业的发展注入新鲜血液，推进我国慈善事业发展迈入新台阶。

（三）合作的商业价值

1. 探索信托业务新领域，提升信托公司品牌价值

慈善信托是与服务信托、资金信托并列的业务类型。目前，国家政策积极鼓励发展慈善信托，信托公司应当与慈善组织充分合作，将慈善项目、客户需求、社会发展等要素有机连接起来，培养信托客户群体的慈善习惯，探索更大的创新和发展空间。目前，慈善信托尚不能成为信托公司主要收入来源的原因主要在于慈善信托规模较



小，如果未来可以做大慈善信托规模，进而探索信托公司与慈善组织在其他领域的合作，慈善信托不仅可以创造社会价值，而且可以提升信托公司品牌影响力，为信托公司带来商业价值。

2. 丰富慈善组织慈善活动途径，助力更好地实现公益目的

作为专业的金融机构，信托公司有自己的营销团队和客户群体。慈善组织可借助信托公司的平台进行慈善资金的募集，信托公司也可以将有慈善需求的高净值客户及家族信托客户引荐给慈善组织，以此拓宽慈善组织的捐赠收入来源。慈善组织在资产管理能力上相对较弱，不能有效地实现慈善资产的收益最大化。在这种情况下，慈善组织与信托公司合作有助于实现慈善资产的保值增值，增加投资收入，助力更好地实现公益目的。

3. 更好地满足社会公众的慈善需求，促进慈善事业发展

根据招商银行与贝恩公司发布的《2019 中国私人财富报告》，2018 年可投资资产在 1 000 万元人民币以上的中国高净值人群数量达到 197 万人。根据马斯洛需求层次理论，当财富积累满足了最低层次的生理需求和安全需求后，人们开始追求高层次的爱和归属感、尊重和自我实现，慈善可以带来高层次的心理满足。

信托公司的客户等社会公众通常有慈善需求，只是这种需求未被充分地挖掘。信托公司与慈善合作不仅可以为信托公司客户提供慈善服务，还可以将家族财富管理信托与慈善信托进行充分的结合，提升客户服务的附加值。慈善组织的捐赠者通常也面临着财产传承和规划的需求，与信托公司合作可以为捐赠者提供全方位的规划、传承、捐赠方案，满足其多元化的需求。

二、信托公司与慈善组织合作路径

信托公司与慈善组织的特性及其合作价值决定了两者的合作是一个长期、系统的工程，探索合作路径是研究合作机制的重要内容。

（一）从慈善信托入手拓展慈善资金管理业务

慈善信托是信托公司与慈善组织业务的交接点，可以成为合作的基础，在此基础上探索其他业务合作。

1. 加强慈善信托资金的管理，协助慈善组织培养投资能力

慈善组织与信托公司合作开展慈善信托的功能之一是实现慈善信托资金的管理。



基于此,信托公司应当加强对慈善信托资金的管理,与慈善组织建立信任关系,向慈善组织传播投资理财知识,为慈善资金投资理财业务奠定基础。除了直接为慈善组织提供资产管理服务以外,信托公司还可利用自身优势,帮助慈善组织建立健全其财务和资产管理制度^①;帮助慈善组织建立满足投资活动需要的管理系统、投资活动的信息披露制度;定期为慈善组织员工进行投资理财基础知识和风险意识的培训,成为慈善事业的有力支持者。

2. 针对慈善组织特性,为慈善组织量身定制投资产品

《慈善组织投资办法》规定了慈善组织可以投资的范围,为慈善组织投资提供了制度上的保障,信托公司应当发挥信托制度优势,与各类基金会等慈善组织充分沟通、建立更加深入的合作关系,为慈善组织提供投资管理服务。

信托制度灵活性决定了信托产品结构灵活,能够满足客户多元化和个性化的需求。因此,信托公司不仅可以向慈善组织推荐信托产品,而且可以根据慈善组织的要求,为其定制产品满足其资产配置需求。具体而言,信托公司可以根据慈善组织的特点以及每年的慈善支出规划、投资目标、可承受的风险及流动性要求等,推出符合慈善组织特点的信托产品。

(二) 搭建慈善组织与信托公司交流平台

信托公司与慈善组织业务差别较大,对于彼此认识程度不足,为实现充分的合作,搭建交流平台非常重要。

1. 现有平台梳理与分析

近年来,信托公司等其他金融机构与慈善组织的交流平台有所发展,如中慈联慈善信托委员会、公益金融创新联盟、中国慈善资产管理论坛、中国公益金融创新计划等。这些平台有的是具有官方背景的组织,有的是民间自发构建的组织,主要是为慈善资金投资管理和其他合作提供服务。金融机构利用自身金融资产配置管理优势,通过严格的风险控制和规范、安全、稳健的投资管理机制,可以为实现公益资金的保值增值和循环发展提供服务。然而,现阶段慈善组织投资能力的提升可能更为重要。

2019年北京京益社会组织服务中心发起了“慈善组织投资助力计划”,在全国

^① 慈善组织资产管理制度应涵盖投资遵循的基本原则,投资决策程序和管理流程,决策机构、执行机构、监督机构在投资活动中的相关职责,投资风险管控制度,投资活动中止、终止或者退出机制和违规投资责任追究制度等。



范围内选择了 10 家慈善组织并组织了多个领域的金融和风控志愿者，通过定期沟通、参与投资制度完善、投资策略制定等方式，进行全年陪伴式咨询，全方位地助力慈善组织提升投资能力，希望可以打造行业案例，进而推动行业发展，从根源上解决慈善组织投资能力的问题，对于行业的长远发展具有重要意义。

2. 未来发展展望

展望未来，以下几点值得关注：第一，除慈善信托外，金融机构和慈善组织的合作主要是慈善资金的增值保值，但信托公司和慈善组织的合作应当不限于此，还包括慈善信托和其他业务探索。信托公司应当主动加强与慈善组织的联系，建立深层次的联系，而非仅仅是信托产品的营销。第二，目前，慈善组织缺的并不是资产管理产品，而是对资产管理产品的选择和甄别能力。信托公司与慈善组织的合作可以从帮助其提升投资能力着手，逐步形成战略合作关系。

（三）加强与相关部门联系寻求合作机会

慈善事业的发展离不开社会各方的支持，其中民政部门、慈善协会等机构扮演着极其关键的角色。多途径加强与民政部门、慈善协会等机构的交流联络，有助于推动信托公司与慈善组织合作事业的发展。

1. 加强与民政部门联系与沟通，奠定合作基础

民政部门作为政府机关对于慈善组织及慈善事业的发展具有直接管理职能，信托公司开展慈善信托业务必须在民政局备案。民政部门在信托公司开展慈善信托的过程中起到了重要作用。信托公司应当认真了解民政部门相关要求，学习相关制度文件精神，针对在政策文件解读以及日常运营管理中遇到的问题，与各地民政部门交流，及时主动向民政部门汇报慈善基金会年度工作或慈善信托业务开展情况，进而与民政部门建立良好的关系，为加强与慈善组织的合作奠定基础。

2. 加强与慈善组织多层次交流共建，建立合作意向

信托公司作为金融机构具备广泛的行业资源、社会资源以及机制优势。不同类型的慈善行业协会属于社会范畴，其协调慈善资源、运维慈善活动的能力也更强。信托公司加强与慈善协会的多层次交流共建，有助于实现双方在资源和能力上的优势互补。慈善发展论坛、慈善研讨峰会、基金会理事长沙龙、支部共建等均是较好的形式，积极参与这些活动有助于完善信托公司自身慈善事业发展基础建设，更好地达成合作意向。



三、信托公司与慈善组织合作模式

根据合作目的、合作领域和法律关系基础，信托公司与慈善组织合作的业务模式可以概括为慈善捐赠、慈善信托、资产管理、客户服务和其他领域合作。

（一）慈善捐赠

慈善捐赠是指信托公司作为捐赠人，向慈善组织进行捐赠，助力慈善事业的发展。慈善捐赠是信托公司与慈善组织最为传统和直接的合作模式。根据中国信托业协会发布的《中国信托业社会责任报告（2018—2019）》，信托公司通过以自有资金出资参与设立慈善信托和慈善捐赠的方式积极投身于扶贫助困、环境保护、关爱弱势群体、发展教育等各类公益慈善活动中，大力践行企业社会责任，2018 年向公益慈善事业捐赠资金超过 4 000 万元。

信托公司开展慈善捐赠又表现为不同的形式。第一，发挥带动效应，引导身边人加入捐赠。例如，2018 年，中铁信托在四川省慈善总会设立了中铁信托爱心基金，除公司自身和员工外，还发动合作伙伴、高端客户进行爱心捐赠。第二，慈善捐赠与公益活动有效结合。例如，2018 年中诚信托携手中国发展研究基金开展“爱心汇聚始于足下”公益跑活动，同时捐款 20 万元助力“山村幼儿园计划”，改善中西部农村学前教育。第三，通过参与慈善信托进行慈善捐赠。信托公司以自有资金加入慈善信托，通过开展慈善活动助力慈善事业发展，属于间接进行慈善捐赠。

信托行业通过慈善信托等方式有效地带动了更多的社会资源支持慈善事业发展，实现了金融与慈善的更好结合。

（二）慈善信托

慈善信托是信托公司与慈善组织合作的重要领域之一，也是目前已经开展合作较多的领域。对于慈善信托，信托公司与慈善组织应当在现有合作模式的基础上，探索提升合作效率、优化合作架构、增加合作效益的路径和方案，使信托公司和慈善组织的专业优势可以得到最大体现，共同助力慈善事业的长远发展。

自《慈善法》施行以来，我国的慈善信托经过 2016 年、2017 年和 2018 年的实践发展，已经基本实现了从业务实践试点阶段向业务持续创新阶段的跨越式发展。2016 年是慈善信托的“开元之年”，共有 23 单慈善信托产品成功备案落地，初始资金规模达 2.01 亿元。2017 年是慈善信托业务实现跨越式发展的一年，慈善信托的业



务规范和业务实践均实现新的突破。2018 年是慈善信托业务开展的第三年，是见证过往设立慈善信托的执行年，也是新一批慈善信托登记备案的拓展年。进入 2019 年，慈善信托的发展保持了稳步增长态势，2019 年上半年备案慈善信托 45 单，规模为 21 817.95 万元。截至 2019 年 6 月末，备案慈善信托总数为 200 单，总规模达到 21.78 亿元，增速有所放缓。

根据信托公司与慈善组织承担角色不同，两者合作开展慈善信托的模式分为四类。

1. 捐赠 + 信托模式

这种模式的交易结构为：慈善组织募捐资金，并以慈善组织的名义将募捐资金委托信托公司设立慈善信托；信托公司作为受托人管理信托财产，对信托资金进行投资运作和管理，并按信托文件约定向慈善组织确定的受益人分配慈善财产。该模式是目前信托公司与慈善组织合作开展慈善信托的主流模式。

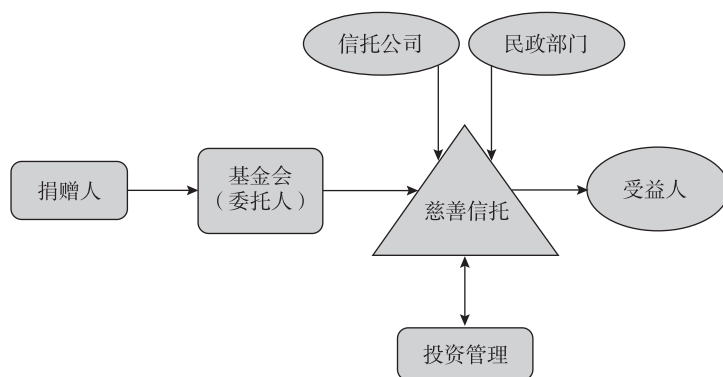


图 3 捐赠 + 信托模式结构

这种模式有以下几点优势：第一，由慈善组织募集资金，可以最大限度地发挥慈善组织的募集能力，为慈善信托筹集更多资金；第二，捐赠给慈善组织的资金将通过设立慈善信托的方式用于慈善事业，增加了资金运用的监管环节，增强了资金使用透明度，可以提高捐赠者对慈善组织的信任程度；第三，可以满足基金会更加灵活的慈善财产管理需要，帮助基金会缓解每年硬性慈善支出的压力；第四，信托公司对闲置资金的管理更加专业，可以促进慈善财产的保值增值；第五，捐赠者直接捐赠给慈善组织，能够享受与慈善捐赠相关的税收优惠。

2. 信托 + 项目执行模式

这种模式的交易结构为：信托公司作为受托人，募集资金成立慈善信托；信托

公司委托慈善组织作为项目执行人，由其确定并实施慈善项目；信托公司根据慈善项目的进展、资金使用计划向受助对象或受助活动支付资金。在该模式下，慈善信托资金通过信托公司专业管理实现增值，慈善活动开展也实现专业化。由于信托文件明确了双方的权利和义务，也规定了慈善信托需要向民政部门备案，并向社会公众进行信息披露，这便可以确保项目信息公开透明，操作规范专业。

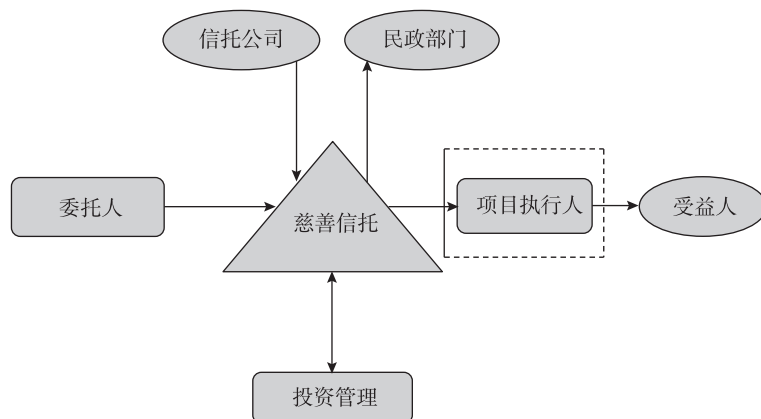


图4 信托+项目执行模式结构

这种合作模式的特点可以概括如下：第一，可以充分发挥慈善组织的慈善项目运营经验（如建设希望小学过程中与地方政府、主管部门沟通协调，组织贫困地区教师培训等工作），弥补信托公司作为受托人在项目实施能力和精力方面的不足，使慈善活动得到更好的执行；第二，信托公司作为受托人，根据执行机构确定的用款进程给付资金，对闲置资金可以进行合理投资，为慈善活动积累更多资金；第三，有助于拓宽信托公司开展的慈善活动类型，包括有一定建设期限和运营过程的慈善项目，或者是长期的、持续的、系统的慈善项目。

3. 共同受托模式

共同受托模式是指由信托公司和慈善组织共同担任受托人设立慈善信托，目前，实践中已有多单共同受托的慈善信托案例。共同受托模式能够发挥信托公司和慈善组织各自的优势，使委托人的意愿和慈善目的更好地得以实现。从解决现实问题的角度看，慈善组织可以解决向委托人开具捐赠票据的问题，而信托公司也可以解决开设信托专户的问题。信托合同通常约定，信托公司履行财产管理职责、慈善组织负责项目实施职责。

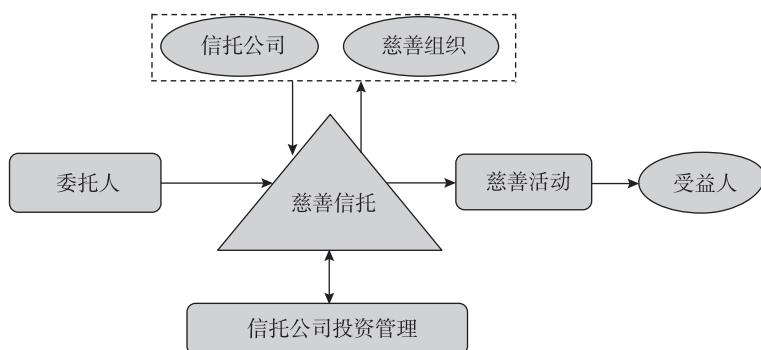


图 5 共同受托模式结构

（1）共同受托模式的优势。

第一，实现专业分工。慈善组织在慈善项目设计、实施、管理以及慈善资源组织等方面具有突出优势，有助于慈善项目的专业管理和慈善目的的高效实现；信托公司在信托财产的投资管理、风险控制、分配清算等方面具有较强的专业能力。两者共同担任受托人，充分体现了“专业机构做专业的事”的理念。

第二，保障慈善效果。《中华人民共和国信托法》（以下简称《信托法》）规定，“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。”尽管共同受托人之间进行专业分工，但是由于存在连带责任机制，双方就关系慈善目的实现的重大事项往往采用共同决策方式，客观上有助于提高慈善信托资金运用决策的科学性，最大限度地保障委托人和受益人利益，保证慈善目的实现。

第三，深化合作关系。在共同受托人模式中，慈善组织与信托公司均处于受托人的核心地位，共同对慈善信托管理运营工作负责，有助于双方紧密合作，并建立长期合作伙伴关系。在持续开展慈善信托业务的基础上，双方还可以在慈善资源整合、高净值客户（捐赠人）开发等方面开展合作，促进信托公司慈善信托、营业信托业务协同发展。

（2）共同受托模式下的职责分配。共同受托模式下的连带责任机制要求形成清晰的治理机制，需要在慈善信托文件中就慈善信托共同决策事项、受托人职责分工，以及慈善信托对外代表等事项作出明确约定。

第一，共同决策环节。尽管共同受托模式的核心是实现慈善组织和信托公司的专业分工，但事关慈善信托目的实现的重要事项仍应共同决策，双方仍需对该重要事项进行充分沟通和讨论。共同决策机制主要包括以下内容：一是成立慈善信托决策委



员会；二是明确决策委员会议事规则；三是明确应当提交慈善信托决策委员会审议的重要事项。

第二，受托人专业分工环节。在重要事项提交慈善信托决策委员会议决策的基础上，共同受托人对具体信托事务执行进行专业分工，有助于发挥慈善组织和信托公司各方优势，提高慈善信托运行效率。慈善组织负责慈善项目实施和管理，信托公司负责闲置慈善财产投资与信托利益分配。

第三，对外共同代表环节。共同受托模式的慈善信托，无论是成立慈善信托决策委员会进行共同决策，还是对受托人双方职责分工进行约定，都属于慈善信托的内部管理工作。慈善信托对外方面，即受托人代表慈善信托对外发布公告或签订协议，是否可由受托人中的一方执行，还是需要受托人双方共同执行，也应当在信托合同中进行约定，从而使受托人的职责分工更加清晰。一般来说，受托人双方对内共同决策、对外共同代表。同时，根据慈善信托实际运行情况，在不影响信托目的实现的前提下，慈善信托设立及运行中的有关事项，也可由受托人一方单独代表慈善信托对外出具书面文件或签署相关协议。相关事项可在信托文件中进行约定，或者经过慈善信托决策委员会审议确定。

4. 受托 + 投资顾问模式

以上三种模式都属于信托公司担任受托人的模式，根据《慈善法》的规定，慈善组织也可以担任受托人。因此，在熟悉信托法规制度、信托运营流程并可保证信托财产独立性后，慈善组织可以发挥熟悉公益行业和公益项目的优势，担任慈善信托的受托人，开展慈善信托。

具体而言，慈善组织在运行新的公益项目时，可以考虑设立慈善信托来运作单个公益项目，这样做有两个方面的好处：一是有助于实现公益项目的规范运作，便于捐赠人更清楚地了解公益项目的开展情况；二是借助信托在资产独立、风险隔离以及慈善信托运作灵活的优势，如慈善支出没有强制性规定、在保值增值运作上更灵活、在管理费用计提上无限制性要求等，这些优势都有利于促进公益项目可持续发展。

慈善组织担任受托人时，可以委托信托公司等专业机构担任投资管理人或投资顾问，使信托财产能够得到很好的管理，获得可持续的稳定收益，既能覆盖部分支出和成本，也能抵御通货膨胀，从而累积更多资金支持慈善项目。投资管理人可以结合慈善信托收支情况与自身对于投资机会的判断，对信托财产进行组合配置，实现财产的保值增值。

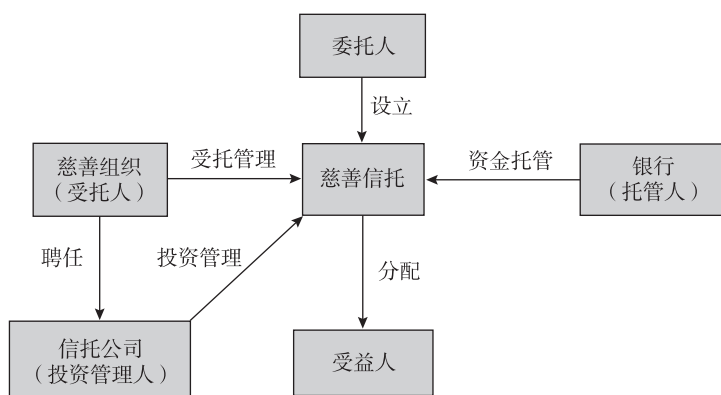


图6 受托+投资顾问模式

（三）资产管理

信托公司与慈善组织合作的另一个重要领域是慈善资金的管理，长期以来，我国基金会等慈善组织的慈善资金投资回报率相对较低。随着《慈善组织投资办法》的出台，慈善资金投资有望进入新的发展阶段。

如果将慈善组织的资产比作一个蓄水池，为了实现慈善事业的长效机制，从而惠及更多受益群体，开拓捐赠渠道补水和激活自身造水能力就成为增加水量最主要的两个途径。例如，美国资产规模排名前五的基金会资产规模都在70亿美元以上，2007—2009年，其投资资产的比重都在50%以上，其中比尔及梅琳达·盖茨基金会（Bill & Melinda Gates Foundation）投资资产比重最高，三年均都在99%左右，主要投资方向是股票、政府债券；福特基金会（Ford Foundation）投资资产比重在89%以上，主要投资方向是股票、政府债券。^①

相对而言，基金会投资在我国仍处于起步阶段，慈善组织进行资产管理有助于实现长效慈善公益机制，有助于积极引导社会资源参与公益慈善事业，实现公益慈善事业的健康可持续发展。信托公司可重点挖掘慈善组织存量财产的投资管理需求，为慈善组织提供优质的信托产品，满足慈善财产日常保值增值需要，从而帮助慈善组织吸引更多社会资金参与公益慈善事业。

1. 购买信托产品

慈善组织以投资者的身份购买金融产品，包括但不限于信托产品，是慈善组织资产管理最直接的方式。信托产品是资产管理产品的一个重要类型，信托公司是重要

^① 基金会中心网. 2011 基金会数据分析报告——全国基金会投资发展趋势分析 [R]. 2011.

的资产管理机构之一。信托公司可以横跨资本、货币和实业三大市场进行资源配置，全品种、跨平台的牌照是信托公司在资产管理领域的独有优势。慈善组织根据自身风险偏好、流动性等要求认购相应信托产品，可以较为有效地实现资产保值增值。

2. 慈善组织委托信托公司投资

信托公司资产管理业务天生具有“受人之托，代人理财”的定制化属性，可根据不同委托人的意愿，制定科学化、专业化的资产配置方案。信托公司积累了丰富的投资管理经验，可以为慈善组织提供一对一的专户投资，根据慈善组织需求及慈善项目特点，从更长期的角度为慈善财产保值增值提供资产配置服务。

具体而言，慈善组织作为委托人和受益人，信托公司作为受托人，可以定制单一的财富管理信托，并将信托资金在信托产品、银行理财、同业定存等不同的领域进行组合、分散投资。

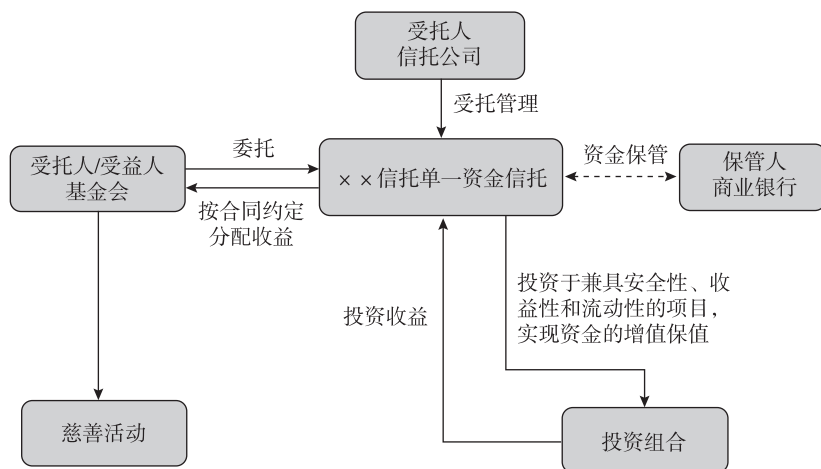


图7 基金会财富管理信托交易结构

3. 针对慈善组织的集合信托计划

慈善组织与信托公司合作进行资产管理的第三种方式是慈善组织认购信托公司针对慈善组织这一群体需求而发行的信托产品。这种资产管理方式可以看作是前述两种方式的结合，其特点是慈善组织作为普通委托人之一认购集合信托产品，该信托产品符合一般慈善组织对于投资风险、流动性、收益率的普遍要求，主要针对慈善组织发行。目前市面上较少有“针对慈善组织的集合信托计划”，但这类信托计划可以成为未来发展的方向。信托公司对慈善组织进行资产管理，并不是简单的经济意义上的资产管理，还包括作为受托人履行受托责任、弘扬慈善公益精神。



针对慈善组织的集合信托计划的特点应注意以下几点：第一，风险控制。慈善组织的设立以慈善为目的对他人进行帮助，其资产具有神圣性的特点。受托人为慈善组织进行资产管理不仅是简单的资金管理，风险控制是不可忽视的一个方面。对于慈善组织资产管理来说，确保本金不受损失是比保值增值更重要的第一要务。受托人在进行投资政策、策略制定、投资决策、实施风控时，应本着谨慎的态度、严守社会责任，管理过程应专业、规范、合理、高效、平稳、稳定。第二，投资多元化。投资多元化策略就是俗话说的“不要把鸡蛋放在一个篮子里”，即将资金有选择地分散投资于多种资产，以努力减少未来的不确定性，争取以较少的投资风险来获取较多投资收益。投资多元化策略的原理是，当投资组合里的资产相关性较低的时候，一类资产遭受的损失常常被其他资产的收益所抵销，投资组合在获得相同回报的情况下承受的风险更低，也能够在不增加风险的条件下提升回报率。

（四）客户服务

慈善事业的发展离不开资金的支持，我国的慈善捐款基本保持在每年 1 000 亿元左右，以 2016 年 1 346 亿元的捐赠额计算，仅占 GDP 的 0.18%。与美国、英国、巴西、印度相比，慈善捐赠规模占 GDP 的比例最低，例如，美国的捐款在 2013 年是 3 000 亿美元，占其 GDP 的 2.2%。这表明，中国的慈善捐赠还有很大的发展空间，并且近几年慈善捐赠额增速也明显加快。我国高净值人群除了寻求自身财产的增值保值，参与公益慈善的需求也在不断增强。

根据我国现行法律法规的规定，信托产品的投资者需要为合格投资者，客户主要为实力较强的企业、机构或高净值人群，这些机构和个人也是慈善事业的重要力量。信托公司与慈善组织的“目标客户”有一定的重合性，信托公司的客户可能具有尚未被挖掘出来的慈善需求，慈善组织的客户也可能具有投资理财或者设计综合的家族慈善传承方案的需求。因此，信托公司与慈善组织可以在客户领域进行一定合作，有效拓展信托业务、慈善事业的增量及合作伙伴。

1. 企业客户

企业开展慈善活动时，除了直接进行捐赠外，还可以作为委托人，委托信托公司或慈善组织担任受托人，设立慈善信托。在慈善活动开展上，可以由受托人自行开展，可以委托其他慈善组织开展，也可以成立慈善信托决策委员会对慈善活动开展进行决策。在慈善信托文件签署后，受托人需要向民政部门备案。慈善信托成立后，受托人对信托财产进行管理运作，并按照信托文件的约定开展慈善活动。



信托公司与慈善组织合作为企业客户提供慈善信托服务，与企业直接捐赠比较具有以下优点：第一，针对企业定制的慈善信托，可以满足企业的个性化需求，如用企业的名称命名，赋予企业对于慈善活动开展和慈善项目选择较大的选择权利；第二，慈善信托资金投资运作可以产生较好的收益，企业客户设立慈善信托以后，可以将信托资金投资收益用于年度慈善支出，从而达到不消耗本金或少消耗本金的目的，这样可以实现一次捐赠、长期存续的效果，也有助于履行企业社会责任和提升品牌影响力；第三，通过信托公司和慈善组织合作，企业也可以实现税收抵扣，而且在信托成立后，还可以吸引其他机构或个人加入，逐渐扩大规模。

2. 个人客户

家族企业的传承不仅是把企业传给一个人，更重要的是制度的建立和企业文化的传承。因为，可以量化的物质财富都有可能消耗殆尽，而家族文化的传承可以使一个家族历经各种磨难仍然薪火相传。慈善文化不仅是家族文化的重要组成部分，而且可以依托慈善来传承家族文化。慈善本身即是财富责任的一部分，对于家族企业而言，家族慈善不仅是家族文化传承的重要手段，而且是履行家族财富责任的体现。与此同时，家族慈善又进一步有助于家族财富的积累和传承。

目前，家族慈善的方式主要有两种：一是家族慈善基金会，二是家族慈善信托。二者各有优势，可以结合家族需求选择适用，也可以结合使用。相对而言，慈善信托设立简单、更加灵活，通过慈善信托不但可以构建和谐的家庭关系、塑造积极的家族文化，为家族企业传承奠定基础，为实现人民的美好生活贡献力量。我国高净值客户的慈善需求尚未得到满足，一个重要的原因就是为金融机构通常不具备慈善知识，而慈善组织不具备信托知识，无法为客户提供综合服务。

对于信托公司的个人客户或慈善组织的大额个人捐赠者而言，信托公司和慈善组织可以合作为其设立信托架构，实现私益目的和公益目的的结合，实现财富增值传承和慈善目的的双赢。例如，通过将家族财富管理信托与慈善信托、家族基金会等结合，帮助客户实现财富安全传承的同时，根据信托合同约定，定期将部分收益转至家族慈善信托和家族基金会，用于慈善目的。

（五）其他领域合作

1. 社区养老服务

我国自 2000 年起已步入老龄化社会，截至 2018 年末，我国 60 岁及以上人口达 2.49 亿人，占全国总人口的 17.9%。仅依靠家庭养老已无法满足老年人愈加丰富的需



求，国家“十三五”规划中提出要建设以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养相结合的养老服务体系。目前，以慈善组织为代表的社区养老服务供给方，主要是以政府购买服务和自主募资参与两种途径提供社区养老服务。

慈善信托作为《慈善法》颁布以来的一种新型慈善方式，在社区养老服务领域有巨大潜力，信托在老龄社会中的运用也是日本信托业发展的新动向，这方面的经验值得我国借鉴。除了慈善信托外，信托公司还可以受托人身份探索以下三种与慈善组织合作，参与养老社区的创新模式。第一，参与养老社区建设的投融资。信托公司可以通过优质的信托项目吸引有能力、有意愿支持养老事业的机构和高净值客户的投资，并由养老慈善机构负责运营。第二，帮助慈善机构进行资产管理。养老慈善机构可以将现有的慈善基金，投资于周期长、风险较低的信托产品，保障慈善资金的长期保值增值。第三，与养老信托产品相结合提供综合服务。养老信托机构可以为养老社区里的老年人提供金融理财、财富传承服务。

2. 美丽乡村建设

目前慈善组织在美丽乡村建设中主要在扶贫济困、扶持产业发展、改善基础设施和生态环境保护等方面实施公益项目。信托公司除了传统以信托计划提供融资外，还可以发挥自身在资金募集、资产管理方面的优势，与慈善组织开展合作，支持美丽乡村建设。具体来说有以下三种模式。第一，以慈善资金成立慈善信托，将信托财产与收益用于直接扶贫、农村集体合作社入股和农业保险等。第二，可以通过融资、投资等多种方式支持地区生态建设和旅游开发，从而拉动当地第三产业发展，促进当地群众就业。第三，成立特定领域的产业基金，支持当地特色产业发展、生态环境整治和自然资源的保护性经营。

3. 环境保护

在我国多年的经济高速发展过程中，生态环境受到了严重的损害。党的十九大报告展现了中央对生态文明建设和绿色发展的高度重视。随着我国环保事业的进程加快，生态环境治理、环保产业发展对资金的需求加大，急需通过金融体系引入更多的社会资本。

环境保护也是慈善活动的重要领域。目前慈善组织所参与的绿色项目包括投资研发可再生能源、垃圾回收管理、各类污染治理修复等。信托公司除了成立慈善信托直接捐助环保公益项目开展以外，还可以发挥跨市场的优势，整合各方资源协助企业升级技术、促成环保慈善组织与企业的合作等，助力环保事业发展。



4. 账户管理与培训

信托公司除担任受托人管理信托产品以外，还可以为慈善组织提供财务顾问、协助尽职调查、代保管及保险箱业务等服务。在与慈善组织合作过程中，信托公司可以发挥增信方的作用，通过信托架构搭建，为慈善事业的可持续发展壮大接入多重外部监管、内部条线管理、保管行账户管理等各项机制，消除捐赠人与慈善组织、受捐赠人之间的信息不对称问题。

此外，信托公司可以为慈善组织提供有关资产管理和资产配置相关的培训，帮助慈善组织提升投资能力。慈善组织可以帮助信托公司对财富管理人员进行慈善方面的培训，以满足信托公司客户的慈善意愿和慈善需求。

四、信托公司与慈善组织合作实践

信托公司与慈善组织的合作在实践领域已经取得一定进展，例如，慈善信托和慈善资金管理。除此之外，信托公司与慈善组织还可以在混合型信托、特殊需要信托、文化遗产保护等领域开展广泛合作。

（一）慈善信托不断创新为慈善事业注入活力

根据慈善信托的财产运用方式不同，慈善信托可以分为直接捐赠、产业帮扶、股权投资、保险保障、科技创新等不同类型，这些类型在实践中取得了一定进展。

1. 直接捐赠类

直接捐赠类主要指信托公司按照委托人的意愿直接将慈善信托的本金及投资收益定向捐赠给受益群体，包括对贫困群众提供生活救助、为贫困学生提供教育资助等。为保障慈善信托资金的安全精准运用，信托公司一般与贫困地方政府合作，由地方政府负责确定受益群体的范围、资助标准和项目具体实施，该模式的优点一是慈善支出操作简单清晰，受托人确认受益人名单后可直接进行利益分配；二是扶贫效果精准明显，慈善资金可以有效缓解贫困群众在生产生活中急迫问题，直接满足当地扶贫工作的短期需求。

典型案例 1

本项目由两机构委托人共同出资，向某贫困县扶贫开发办公室定向捐赠，用于设立由县扶贫开发办公室作为委托人、由信托公司担任受托人的扶贫慈善信托，用于



“扶贫济困，支持贫困地区特色产业发展，文化教育帮扶等，帮助当地尽快实现脱贫”之信托目的。出资方有权通过委托人向慈善信托决策委员会派 1 名委员，参与慈善信托事务决策。

委托人：贫困县扶贫开发办公室。

受托人：某信托公司。

受益人选定方法：慈善信托成立决策委员会，作为受益人选定的决策机构。决策委员会由 5 名委员组成，其中委托人派 3 名代表，受托人、监察人各派 1 名代表。慈善信托受益人名单需经决策委员会全体委员一致同意后通过。

受益人选定程序：

受托人与贫困县地方政府及其指定的乡镇和村级政府、合作社等机构合作，由其向受托人推荐受益人名单；受托人将受益人推荐名单提交慈善信托决策委员会审议；慈善信托决策委员会以对贫困地区困难群众进行精准资助为基本原则，优先考虑因病返贫、因学致贫等特殊困难群众，审议并确定拟支持的受益人名单及资助金额。

2. 产业帮扶类

产业帮扶类慈善信托主要指信托公司根据贫困地区的资源禀赋和社会发展实际，通过专业的调研分析，将慈善信托资金通过发放流动贷款等方式投向当地的特色产业、龙头企业和农业生产合作组织等，过程中产生的利息收益回流至信托项目反哺民生，作为社会保障的有效补充，用于精准资助当地失去劳动能力或因病、因学返贫的贫困群众，从而实现扶助产业、反哺民生的双重扶贫目的。该模式一方面推动了当地特色产业发展，助力优势龙头企业做大做强，带动更多贫困户就业和增收，建立了“造血”机制；另一方面以项目收入在教育、医疗等民生领域精准帮扶特殊贫困群体，发挥了“输血”作用。

典型案例 2

英大信托积极推动实施“国网阳光扶贫行动”，落地国内首个光伏精准扶贫公益信托计划，于 2016 年 5 月设立“英大梦圆 001 号—国网青海阳光扶贫公益信托计划”，充分发挥股东背景和信托业态优势，助力国家级贫困县青海省玛多县脱贫。该信托计划以“送阳光、助脱贫”为宗旨，共募集资金 7 500 万元，全部用于支持青海省格尔木 10MWp 阳光扶贫光伏电站项目建设，并以电站收益为基础每年向当地贫困



户发放扶贫资金补助。在项目实施过程中，包括英大信托、信托监察人等在内的各参与社会机构均免收信托佣金、银行托管费、服务费等费用，最大限度地聚拢社会各界的公益力量助力扶贫。该项目共实现扶贫贡献超过1 000万元，累计惠及玛多县超过1 000户贫困家庭，对改善当地贫困群众生产生活用电条件、帮助贫困地区加快脱贫步伐起到了先行示范作用，收到了良好的社会效应。2019年6月，项目实施地青海省玛多县已正式退出贫困县序列，实现脱贫摘帽。

3. 股权投资类

股权投资类慈善信托，主要是指信托公司运用慈善信托资金投资入股贫困地区集体经济（村合作社），将持有的股权及收益通过保底分红和扶贫基金等形式返给参加合作社的贫困户，或者通过向贫困地区企业发放附有债转股权利的扶贫专项贷款，后期视企业经营情况选择进行债转股操作。该模式既可以使参社贫困户获得部分合作社股权及其收益，大大提高生产积极性，增强集体经济活力，还可以让成长性企业获得长期资金支持，提升产业发展的持久竞争力。

典型案例3

中航信托联合中国扶贫基金会作为共同受托人，整合金融机构的金融服务专业优势与慈善组织的慈善项目专业优势，于2018年3月设立“中航信托—中扶贫临洮百合百家慈善信托”。聚焦甘肃省临洮县的百合种植特色产业，采用参股合作社继而折股量化给贫困村及贫困户的方式，运用慈善信托资金支持临洮县辖内三个深度贫困村建设百合气调保鲜库和产地初加工车间，依托新兴经营主体带动群众脱贫致富。该项目创新了“合作社+能人+贫困户”的多方主体共建模式，所持股权和收益由参社贫困户共同分享，充分调动了各方积极性，帮助全县2 146户建档立卡贫困户实现稳定脱贫。

4. 保险保障类

保险保障类慈善信托，主要指信托公司通过与银行、保险等机构合作，运用慈善信托资金为贫困地区农户发展畜牧养殖类产业提供银行信贷风险补偿与保险补贴，包括对银行贷款的风险部分按比例提供补偿，为畜牧养殖保险提供补贴资金等。该模式一方面可以提高银行类金融机构向当地农户提供小额贷款的积极性，放大帮扶资金



的规模，在一定程度上解决农户融资难的问题；另一方面也可有效增强生产养殖过程中抵御风险的能力，避免“因灾返贫”现象的发生。

典型案例 4

四川信托通过实地调研甘肃省临洮县的扶贫现状及政府产业扶贫模式，将信托工具嵌入政府的产业扶贫链之中，于 2018 年 11 月设立“川信—临洮定向扶贫慈善信托计划”，采取政府、信托、银行、保险、龙头企业、合作社、贫困户“七位一体”扶贫模式，通过当地政府引导、龙头企业带动、金融机构支持、合作社与贫困户共同参与的方式，利用慈善资金撬动银行贷款，将慈善资金作为银行贷款的风险准备金。该项目将首期慈善资金 40 万元作为临洮县肉牛产业保险金，为 1 400 多户贫困户、1 428 头肉牛购买了保险，有效规避农户养牛过程因牛疾病、死亡造成的财产损失风险。同时，协调牛肉养殖的龙头企业负责对贫困户提供养牛技术支持，承诺认购贫困户新出栏的小牛。通过产业链各方为贫困户从选牛、养牛到卖牛的全过程提供保障，形成了闭环完整的扶贫产业链，为农户养殖保驾护航。

5. 科技创新类

科技创新类慈善信托，是指将信息科技技术运用到慈善信托项目领域。例如，可以利用科学技术将慈善项目背景、主要当事人、项目执行情况、受益人等信息在区块链上共享，便于委托人、项目执行机构、监管机构实时知悉慈善项目的真实进展情况。

典型案例 5

中航信托于 2018 年 8 月成立“中慈联科技扶贫慈善信托”，由中国慈善联合会、中航信托及 7 位自然人共同设立，中航信托担任受托人。遂川县慈善会担任慈善信托服务机构，深圳前海益链网络科技有限公司担任技术支持。本单慈善信托聚焦中慈联科技扶贫建设，特别是中慈联对口扶贫地区——江西遂川县等深度贫困地区，创新扶贫工作载体，通过“区块链技术”的运用及辅助，协助乡村脱贫致富和生态建设。扶贫资金主要通过产业扶贫、基础设施扶贫、教育扶贫、安居扶贫等多种方式，用于国家脱贫攻坚重点区域。首期资金 34 万元主要用于江西省吉安市遂川县深度贫困村相关扶贫项目建设。



（二）资产管理处于起步阶段前景可期

《慈善法》出台之前，对于慈善组织投资并无明确的法律规定，而且慈善组织投资规模较小，投资经验有限，并且《基金会管理条例》规定，“基金会理事会违反本条例和章程规定决策不当，致使基金会遭受财产损失的，参与决策的理事应当承担相应的赔偿责任。”因此，大部分慈善组织的资金存放在银行进行管理，投资收益低。《慈善法》第五十四条^①为慈善组织的投资做了原则性规定。《慈善组织投资办法》对慈善组织投资进行了相对明确的规定，为慈善组织投资提供了制度指引，但是由于慈善组织开展投资还需要内部制度的政策，且大部分慈善组织还处于内部制度制定梳理和尝试阶段，因此，对于投资产品和受托机构的选择都比较谨慎。

1. 慈善组织投资情况差异较大

从具体基金会看，投资收入差异非常大。以2017年为例，清华大学教育基金会、河仁慈善基金会、北京大学教育基金会和浙江大学教育基金会投资收益超过1亿元。投资收益排第10位的基金会投资收益不足5 000亿元。表3列示了2017年投资收益排名前10的基金会，可以发现不同的基金年差异较大。总体来看，基金会投资资产管理产品或委托金融机构投资的整体水平有待进一步提升。

表3 2017年基金会投资收益前10名

序号	基金会	投资收益 (万元)	年度总收入 (万元)	净资产 (万元)
1	清华大学教育基金会	31 466	188 021	727 988
2	河仁慈善基金会	21 750	22 115	353 486
3	北京大学教育基金会	17 926	70 043	480 150
4	浙江大学教育基金会	12 579	114 007	279 864
5	上海交通大学教育发展基金会	9 915	33 927	126 992
6	上海市慈善基金会	6 472	85 917	279 335
7	上海宋庆龄基金会	5 941	13 166	68 869
8	江苏省同泰慈善基金会	5 903	8 218	234 005
9	中国扶贫基金会	5 235	64 286	133 568
10	南京大学教育发展基金会	4 699	15 566	113 374

^① 《慈善法》第五十四条规定：慈善组织为实现财产保值、增值进行投资的，应当遵循合法、安全、有效的原则，投资取得的收益应当全部用于慈善目的。慈善组织的重大投资方案应当经决策机构组成人员三分之二以上同意。政府资助的财产和捐赠协议约定不得投资的财产，不得用于投资。



2. 慈善组织对信托产品认识不足

受到内外部因素的制约，大部分慈善组织投资理财意识不强，即使部分慈善组织有较强的投资理财意愿，也受到专业能力不足和专业人才缺乏等限制，不具备足够的投资能力。《慈善组织投资办法》规定慈善组织可以购买资产管理产品，可以委托受金融监督管理部门监督的机构投资，可以开展相关的股权投资。然而，大部分慈善组织对于市场上各色各样的资产管理产品并不具备辨别能力，对于信托产品认知度不足，出于安全和保守的考虑，会优先选择银行理财产品。实际上，信托产品为慈善组织带来的收益比较可观。例如，2017 年投资收益排名前 10 的基金会中，北京大学教育基金会、浙江大学教育基金会、清华大学教育基金会和中国扶贫基金会均购买了一定数量的信托产品；浙江大学购买信托产品的投资金额仅为 5.07%，收益占比却达到 35.92%。但总体来看，信托产品投资占比仍处于低位，仅有北京大学教育基金会购买信托产品数量超过所购买资管产品的半数以上；从投资方式来看，仅有北京大学教育基金会采用委托投资的方式进行投资，可见购买信托产品仍是主要的投资理财方式。

表 4 2017 年 4 家基金会与信托公司合作情况

名称		北京大学教育基金会	浙江大学教育基金会	清华大学教育基金会	中国扶贫基金会
购买数量 (个)	资管产品	15	19	23	37
	信托产品	8	6	2	3
	占比(%)	53.33	31.58	8.7	8.11
投资金额 (万元)	资管产品	291 495	1 117 066	988 534	207 152
	信托产品	119 050	56 600	37 894	12 186
	占比(%)	40.84	5.07	3.83	5.88
投资收益 (万元)	资管产品	9 186	7 069	32 078	130 851
	信托产品	4 820	2 539	390	5 185
	占比(%)	52.47	35.92	1.22	3.96
委托投资 (家)	金融机构	15	8	2	2
	信托公司	1	0	0	0

3. 慈善组织资金管理案例

2016 年，山东信托受山东省公安厅机关工会委员会和山东省公安民警优抚基金会委托，慈信 1 号和慈信 2 号单一资金信托对山东省公安民警互助金和省公安民警优抚基金提供理财增值服务，助力山东省公安队伍建设，支持公安民警优抚工作。在“抚



慰民警、凝聚警心、弘扬正气、激励斗志”的宗旨下，资金专项用于对民警职工因公牺牲、因公负伤和患重大疾病进行救助。截至2019年8月，两只单一资金信托存续管理规模为3.25亿元，已累计为两只基金获得投资总收益约5000万元。信托公司将始终恪守“受人之托，代人理财”的根本宗旨，勤勉尽责，以专业的投资管理能力、有效的风险隔离措施、合理的流动性安排和科学的运作期限匹配等手段，在确保慈善基金安全的同时使其得到更高效的运用。

在信托资金资产配置管理方面，慈信1号和慈信2号的信托财产投资标的呈现多样化特点：以配置固定收益类金融产品为主，资金闲置时投资于高流动性货币类金融产品，同时配置不超过总规模5%的权益投资类金融产品，并设置10%的止损线。信托公司作为受托人将根据金融市场整体情况，在不损害委托人利益的前提下，动态调整各类金融产品之间的配置比例，努力实现委托人利益的最大化。

总体而言，从国外经验来看，慈善资金是相对稳定的长期资金，是资产管理机构管理的重要资金类型之一。中国的慈善组织已经开始尝试积极地进行资金的投资运作，慈善资金资产管理业务有很好的发展前景，信托公司应当予以重视。

（三）通过混合型信托满足多重需求

1. 国外混合型信托的经验

混合型信托是指信托目的同时包含了公益目的和私益目的，例如，美国法承认的分割利益信托，其特点在于从时间上分割一个信托，将公益和私益都放置于信托目的上。根据私益和公益的先后关系又进一步分为公益先行信托和剩余财产公益信托。公益先行信托是指为信托设定一定的期间，该期间内信托收益用于公益慈善事业，该期间以后的信托财产收益权归于信托合同约定的私人，因此，被称为公益目的先行的信托。剩余财产公益信托是指信托财产收益优先用于信托合同约定能够的私人目的，私人目的实现以后，剩余信托财产用于公益目的。

我国法上对于这两种形式的信托未予以明确，因此，如果根据《慈善法》的规定设立慈善信托，必须将本金和收益全部用于慈善事业。但是，如果并非设立慈善信托，而是设立私益信托，将其部分收益或剩余收益用于慈善事业，或者捐赠给慈善组织也是可行的，只是在信托层面不能享受税收优惠。

2. 我国实践中混合型信托

我国目前实践中，也有通过商业信托模式实现公益慈善目的案例，主要表现为私益信托与公益慈善信托结合的双层信托形式。还有一些通过集合资金信托计划的形



式支持慈善事业，例如，仅捐赠收益但本金返还给委托人。从性质来看，这类信托需要遵循《信托公司集合资金信托计划管理办法》的规定，委托人是合格投资者并且信托的委托人为唯一受益人，但为了实现委托人收益用于公益事业的目的，采用了受益人将信托收益公益慈善事业的设计。从交易结构来看，委托人仅仅将信托收益捐赠给公益慈善事业，信托终止时，信托本金归受益人（委托人），本应归受益人的信托收益捐赠给公益慈善事业。从目的上看，这类信托属于以私益信托的形式实现公益目的的信托，并非《慈善法》认可的慈善信托。但是，从鼓励和支持社会主体参与慈善活动的角度看，此类带有慈善目的的私益信托也应当是值得鼓励和提倡的。从参与主体来看，此类信托通常采用信托公司和基金会合作的模式，基金会在整个项目中充当了慈善活动执行机构的角色，也负责向受托人推荐救助项目。从捐赠资金的划付流程看，受托人和基金会签订捐赠协议，将捐赠资金先划付给基金会，而非直接划付给救助项目。其原因在于，信托公司作为受托人不具备开具捐赠发票的资格，通过捐赠给基金会就可以由基金会向委托人开具捐赠发票，使委托人可以享受到公益捐赠的税收优惠。暂且不论这种迂回的路径在效率和价值是否合理，实践中更为尴尬的问题是，并不是所有的基金会都同意给此类信托的委托人开具捐赠发票。这就出现委托人进行了公益捐赠却享受不到税收优惠的困境，难免会打击委托人参与公益事业的积极性。

3. 混合型信托案例

为落实中共中央、国务院颁布的《中共中央 国务院关于打赢脱贫攻坚战的决定》，确保到 2020 年实现农村贫困人口脱贫的目的，某省扶贫基金会、省证监局联合号召地方上市公司履行社会责任，积极投入扶贫攻坚的任务中。当地上市公司提取部分企业净利润作为本金，委托中信信托成立 TOF 集合资金信托计划，将信托分红捐赠给某省扶贫基金会参与扶贫工作，待信托计划到期后由当地上市公司赎回本金。

该信托要素如下。

信托期限：4 年，受托人可根据信托计划运行情况延长信托计划期限不超过 1 年。

预期规模：不超过 5 亿元。

业绩计提基准：7%/ 年。

申赎安排：委托人持有份额在信托期限内不赎回；本计划成立后每个自然季度末月的 15 日为开放日，开放日只允许申购。

信托分红：受托人可以根据信托期限内信托计划运行情况，按照代理捐赠协议将信托分红捐赠给某省扶贫基金会。



投资范围：①金融产品。中信信托主动管理的信托计划、证券公司、基金公司、期货公司发行的集合类资产管理计划，在中国证券投资基金业协会备案的私募证券投资基金、公募证券投资基金、商业银行理财、标准化债权类资产等。②现金类产品。现金、存款、大额可转让存单、期限在7天以内（含7天）的债券逆回购、货币市场基金以及中国银保监会和中国证监会认可的其他现金管理工具。

投资标的策略类型：①金融产品投资策略类型。本计划为全天候 TOF 产品，投资的金融产品策略涵盖固定收益策略、市场中性策略、股票多空、股票多头、股票统计套利、股票打新、定增策略、可交债策略、利率债波段交易策略、信用债精选策略、管理期货策略、宏观对冲策略等。通过不同投资策略金融产品的配置，对本计划的整体风险进行分散。②现金类产品投资策略类型。本计划以严谨的市场价值分析为基础，采用稳健的投资组合策略，通过对现金管理类金融品种组合操作，在保持本金的安全性与资产流动性的同时，追求稳定的当期收益。通过合理有效分配本计划的现金流，保持投资组合的流动性，满足投资运作的要求。

该案例亮点可以概括如下：

第一，公益扶贫。该混合信托产品的落地是中信信托围绕打赢“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战，以及消除贫困、改善民生、逐步实现共同富裕的又一金融创新。2019年4月，财政部、税务总局、国务院扶贫办发布《关于企业扶贫捐赠所得税税前扣除政策的公告》，自2019年1月1日至2022年12月31日，企业通过公益性社会组织或者县级（含县级）以上人民政府及其组成部门和直属机构，用于目标脱贫地区的扶贫捐赠支出，准予在计算企业所得税应纳税所得额时据实扣除。该项目的设计符合相关扶贫政策精神，为参与公益扶贫的上市企业减轻了税负。

第二，溢增捐赠。该信托计划无提前赎回机制，确保了投资的连续性。同时，通过中信信托稳健的投资策略，可获取稳健的投资收益，以溢增部分捐赠。

第三，凝聚力量。某省上市公司集体参与，聚沙成塔，体现了委托人的社会责任，一呼百应。

第四，强强联合。该信托计划充分发挥了某省扶贫基金会的专业运营管理能力 and 中信信托稳健、有效的资管能力，实现捐赠资金保值增值，助力公益。

（四）探索特殊需要信托解决社会问题

特殊需要信托，也可以称为特定赠予信托，或特定残障人扶养信托，是指为了保障身心残疾人士以及生活不能自理的高龄者享有他们本应该享有的财产、医疗以及



其他服务的权利而设立的信托。具体来说，是委托人通过信托关系的建立，将其财产权委托给受托人，而受托人按照委托人的意愿对信托财产进行处分，并将受益用于扶养委托人指定的特定残障受益人。

特殊需要信托与传统的投资理财信托的最大区别在于，特殊需要保护信托财产安全，实现信托财产的保值和增值外，还需要考虑特定人群的照顾，信托公司的专长是资金的管理，而对于特殊人群的照顾，则需要政府相关部门、社会组织和慈善组织等其他部门的参与。因此，特殊需要信托可以成为信托公司与慈善组织合作的一个重要领域。

1. 社会需求与意义

特定残障人扶养信托在我国有着广阔的发展空间。一方面，我国残障人士规模较大。据中国残联统计，2018 年我国残疾人总数已达 8 500 万人^①，占总人口的 6.09%，已涉及我国数亿家庭。另外，随着我国老龄化时代的到来，截至 2018 年末，我国 65 岁以上老年人达到约 1.7 亿人^②，占总人口的 11.9%，同比增加了 0.5%，因高龄导致生活不能自理的老年人群数量随之增加。另一方面，残障人家庭整体生活水平有了较大提升。随着我国国民经济的持续稳健发展，包括残障人家庭在内的中国家庭生活水平和购买能力得到不断提升，残障人家庭对家庭残疾人的生活质量、财产安全、服务专业性及可持续性提出了更高的要求，无残障人士家庭也会为自己或家人老年时代未雨绸缪。因此，可以最大限度地满足特定人士扶养需求的金融产品需求日益增加。特定残障人扶养信托可利用信托关系，根据委托人意愿保障残障受益人得到更专业化、规范化、可持续性的照顾，同时可以解放残障家庭，避免残障家庭因扶养残障人而存在的潜在矛盾，比如残障人财产因父母去世而遭到其他家族成员瓜分等潜在问题。另外，特定残障人扶养信托可在实践层面助力我国公益慈善事业的开展，进一步促进家庭及社会和谐。

特殊需要信托一是可利用信托的财产隔离功能，避免残障人士因亲人离世、破产或受骗等客观原因而无人照顾；二是利用信托的保值增值功能，避免残障人士的财产因通货膨胀等原因而不能维持基本的生活需求或医疗需求；三是利用信托灵活性特点，在符合法律法规要求的前提下，信托目的及业务开展范围可根据委托人需求进行

^① 数据来自中国残疾人联合会。

^② 数据来自国家统计局。

个性化定制，满足残障人士对医疗、教育和娱乐等服务的特殊要求。

2. 日本的经验借鉴与启示

(1) 日本特定赠予信托（特别残障人士抚养信托）。残障人信托在美国、日本均得到了快速发展，因中国和日本均是在大陆法系基础上本土化发展由英美法系孕育出的信托业务，并且均处于高龄化时代，在残疾人信托业务上有着相似的发展背景，因此日本的残疾人抚养赠予信托（又称福祉信托）更值得中国借鉴。

日本残疾人抚养赠予信托以“对特殊残疾人非课税赠予”为原则拟定信托合同，限定由信托公司和兼营信托业务的金融机构作为受托人发起设立，对残疾人亲属或慈善人士捐赠资金进行管理处分实现保值增值，并负责对残疾人的生活费和医疗费等必需费用进行定期支付，如图8所示。“对特殊残疾人非课税赠予原则”是日本政府为鼓励残疾人或高龄者利用信托制度来达到财产管理的目的，政府于1975年对《遗产税法》进行修订，规定个人（亲属、慈善人士等）以特殊残疾人为受益人，将金钱、有价证券等财产信托给信托银行6000万日元的限额内可享受赠予免税待遇。^①

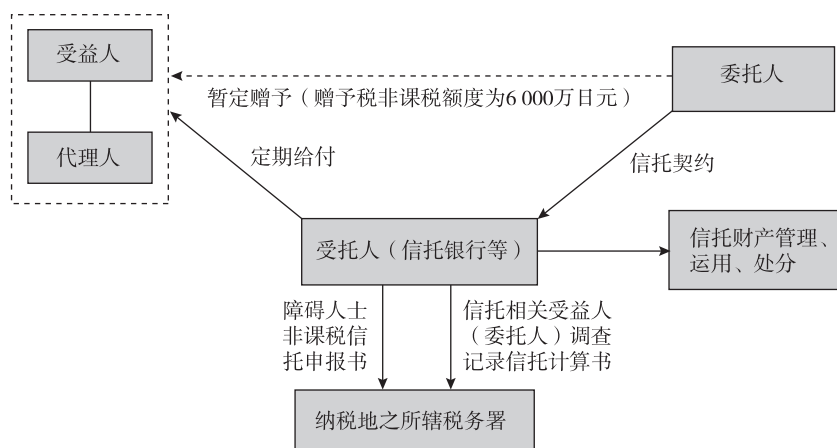


图8 日本残疾人抚养赠予信托架构

日本残疾人抚养赠予信托的快速发展，得益于日本政府的配套法律制度供给和悉心培育。日本政府在不断修订自己的法律，使《遗产税法》等本土法律对信托业务发展提供有力支撑，为创新业务孵化提供适宜且丰沃的土壤。比如，为发展残疾人抚养赠予信托，在业务孵化之前，日本政府即修订完毕《遗产税法》，提高免税限额（由3000万日元修改为6000万日元），以推动业务发展。

^① 陈敦，官朝永，张大为. 残疾人信托之理论与实务 [M]. 北京：法律出版社，2016.



(2) 启示。在中国信托业的发展过程中,政府同样扮演着主导角色。但相对而言,中国对配套制度的制定较为滞后,同时缺乏明确详细的信托制度供给和业务发展路径设计,在一定程度上对创新业务的发展进度和展业空间有一定影响。日本政府“业务发展,制度先行”的经验值得借鉴。在慈善信托业务推进过程中,一方面,需要信托公司和慈善组织共同呼吁税收优惠等制度的出台,加快推进慈善信托业务发展;另一方面,需要信托公司和慈善组织协同政府部门修订相关法律法规,共同促进残疾人信托、留守儿童信托等各个慈善目的专项信托的发展。

3. 项目设计与运作安排

特殊需要信托,可以围绕残障受益人所需要的特殊服务进行项目设计,主要参与主体包括委托人、受托人、受益人、慈善组织、监察人、托管银行和特殊服务提供商。

(1) 参与主体。委托人,主要是身心障碍人士亲属、慈善机构或个人,是本信托的资金提供方,主要参与慈善信托前期沟通环节;受托人,主要是指信托公司,主要负责发起设立扶养信托,对信托资金进行受托管理,实现信托资金的保值增值,同时负责信托架构的设计;受益人,主要为特殊需要人群、身心障碍人士;特殊服务提供商,可以是社会组织等慈善组织或其他机构,根据特定残障人士的需要,提供医疗、培训、就业、法律咨询等服务;保护人,由委托人信任的机构或自然人担任,监督扶养信托按照合同约定运行。

(2) 具体运作流程。一是前期沟通。受托人与委托人对所设的特定残障人信托进行可行性分析,详细沟通残障受益人特殊需求以及信托收益拨付时间与额度,确定托管银行、信托监察人(委托人制定的自然人或律师事务所等机构)和项目执行人等其他参与主体。

二是合同签订。经前期沟通确定信托架构后,各方参与人拟定相关合同。具体来说,委托人与受托人签订信托合同,明确残障人士特殊目的信托设立目的、合同相关各方的详细资料及权利与义务、信托财产的范围、种类及规模、残障受益人取得特殊服务的形式与具体方法等,并完成财产由委托人向受托人的转移。受托人与托管银行签订托管协议,明确托管银行的职责,并定期对信托财产账目进行核对。根据具体业务需要,受托人聘请律师事务所或个人签订监察人协议及项目执行人协议,并与特殊服务供应商签订相关服务协议。

三是运作架构。如图 10 所示,委托人将其信托财产委托给受托人,受托人对信托财产进行管理以使信托财产保值增值,按照合同约定定期划付给特定残障受益人。



根据残障受益人所需要的特殊服务内容，受托人聘请并监督特殊服务的现实提供方，并给予相应的服务费用。聘请商业银行作为资金保管机构，对信托资金进行保管，并定期进行账目核对，确保慈善信托运作的公开、合规和透明；聘请保护人对受托人进行监督；根据业务需要和前期沟通确定是否需要设立项目执行人负责相关服务的购买等工作。在此期间，受托人需要定期与委托人、保护人等进行沟通，以更好地兑现合同中约定的承诺。

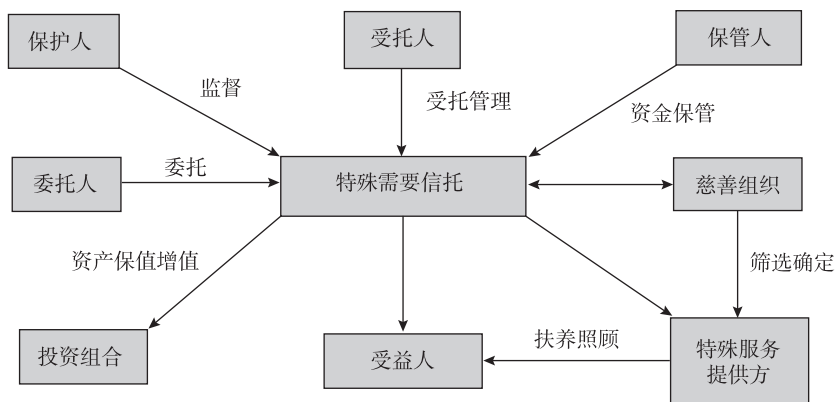


图9 特殊需要信托交易结构

（五）文化遗产保护与信托

1. 社会需求与意义

中国作为历史悠久的文明古国，拥有丰富多彩，弥足珍贵的文化遗产。随着经济的发展，人民群众的生活水平日益提高，对精神文明的需求不断加强。文化遗产作为精神文化的重要资源，在丰富人民群众精神文化生活、弘扬历史责任中发挥了极大作用，因此，对文化遗产的保护是满足人民群众精神文化需求的重要环节。

目前中国文化遗产保护工作仍有诸多方面有待改进，而信托公司作为具有财产管理功能的金融机构，其功能与文化遗产保护工作中的资金筹集、资金保值增值，以及文化遗产管理等需求有较高的契合度。信托公司与慈善组织在文化遗产保护方面的合作可以有效解决文化遗产保护经费筹集困难的问题，并满足资金保值增值的需求。同时，文化遗产保护类的信托项目具有长期财产管理的属性，这将是信托公司对信托业务回归本源的有益尝试。

信托公司与慈善组织合作成立文化遗产保护信托，不仅可以创新文化遗传保护模式，而且可有效解决文化遗产保护中资金不足的问题。文化遗产保护是一项长期、



复杂、艰巨的工作，需要投入大量的财力予以保障。中国文化遗产保护资金主要来源于门票收入、经营收入、政府拨款三个方面。其中，政府拨款数额有限，旅游收入是文化遗产保护资金的重要来源，但部分遗产旅游收入不高。因此，仅靠现有的资金来源，难以支撑全国文化遗产保护工作。目前，在中国文化遗产保护资金来源中，民间个人及机构捐赠占比极低。

综上，对于信托公司和致力于文化遗产保护的慈善组织来说，双方合作能使文化遗产保护组织的经费问题得到解决，使信托公司业务回归本源走出新的道路，在此双赢格局下，助力推动我国文化遗产保护事业加速发展，这极具积极意义。

2. 英国的经验借鉴

(1) 英国文化遗产保护资金运作。英国拥有众多的历史遗迹和深厚的文化底蕴，又是现代信托制度的发源地，经过多年的发展，英国文化遗产保护相关法律逐渐成熟，由政府参与成立的基金和信托也逐步进入文化遗产保护领域。

英国文化遗产保护资金主要被集中用于历史古迹，特别是古建筑、古遗迹的保护中。其资金运作模式在大方向上主要有两种：一种类型是在循环基金的基础上运作多个项目，另一种类型是保护一处特定的建筑或场所。^①

所谓“循环基金”，是苏格兰国家信托于 1957 年为保护法伊夫村庄而提出的——由于最初用于街区保护与修复的资金有限，如果所有被修复的建筑不得转让出售，显然最终被修复的建筑的数量不会很多。但是如果可以买下之后修复并转售，就会产生利润，那么可用于历史街区保护的基金就会越来越多，这便是循环基金的基本原理。最具代表性的循环基金是成立于 1976 年的建筑遗产基金会，其首要目的就是抢救和修复历史建筑的保护信托和其他慈善机构获得营运资金。它为具有慈善机构性质的组织提供低利率贷款，还提供期权估价、项目管理、项目组织等其他方面的资助。

还有许多信托是以拯救一个特定的建筑为目的而建立的，这尤其适用于建设纳入社区使用的建筑。与循环基金信托的情况不同的是，这种情况下主要关注的是拯救建筑并使它们返回房地产市场进行买卖。建筑保护信托可以非常有效地与当地政府合作，由地方当局获得产权，然后通过购买的方式，将建筑转给当地信托进行翻新及转售。

(2) 业务模式与案例。英国作为文化遗产信托最为发达的国家，其信托组织架构、资金运作方式等方面都极为完善，非常值得借鉴。在众多信托组织中，国民信托是最

^① R.W. Cresswell, A.B. Grove. City Landscape [M]. Butterworth-Heinemann Ltd., 1983.



早成立的信托组织之一，历史悠久，业务成熟，值得学习。

英国国民信托的创始背景可以追溯到 18 世纪中叶开始的英国工业革命。经过百年发展，国民信托逐渐成为致力于保护英国文化遗产、公共土地资源以及海岸线、湿地、森林、山丘等自然资源的信托组织，蜚声世界。^①

第一，国民信托的组织制度。正如英国国民信托组织在《会员手册》中所说的，会员制度成为国民信托赖以存在的基础。^②虽然国民信托是一个民间的慈善机构，但在管理体制上基本上采取了与一般信托公司相似的模式，有着一套较为严密的管理与监督体制。国民信托的管理架构主要由会长、信托董事会、信托委员会、地方委员会、专家委员会等组成。会长由信托董事会任命，负责国民信托日常工作的运转。

第二，国民信托的经营方式。国民信托收入来源十分广泛。根据国民信托的 2017 年年报^③，其 2017 年收入总额为 5.94 亿英镑，其中，捐赠收入为 7 094 万英镑，主要为馈赠及遗产捐赠，投资经营收入约为 1.1 亿英镑，这主要是因为其下属新能源企业 National Trust Renewable Energy、下属酒店的利润贡献，以及其他股权、债权投资收益；慈善收入约为 4.1 亿英镑，其中会员费收入近 2.2 亿英镑，固有资产（主要是土地）的出租、处置收入为 1.8 亿英镑。

第三，国民信托在文化遗产保护中的成绩。国民信托保护的历史文化遗产既包括具有历史价值的城堡、住宅、图书馆、博物馆、艺术品、庭园、水路和国家公园等物质遗产，也包括传统文化和风俗习惯等非物质遗产。^④国民信托在历史文化遗产保护上的政策主要体现在通过显示这些遗产的社会、文化、经济和环境等方面的效益，以及实施有利于这些遗产长期保存的措施，来使人们了解它们在现实生活中所作出的贡献，最终更好地使历史文化遗产（包括国民信托之外的历史文化遗产）得到保护。这主要体现在四个方面：显示遗产与人们的日常生活、经济生活等有着密切的关联；帮助政府和大众了解遗产正在不断地发生改变的事实，了解国民信托需要得到广泛的支持使这些遗产长期存续下去；促使人们不断发现自身周边的遗产，使他们从遗产中获得知识和乐趣；促使人们理解自身周边的遗产在社区生活、地方风貌等方面的作用，

① Peter Roberts, Philip Kivell. Environment, Planning, and Land Use [M]. A Shgate Publishing Ltd., 1998.

② National Trust. National Trust Handbook [R]. 2017.

③ National Trust. National Trust Annual Report [R]. 2017.

④ 国民信托拥有 2 550 平方千米的乡村土地、1 141 千米长的海岸线和 300 座历史建筑和 200 个花园等的所有权、管理权及使用权。它主要依靠 380 万名会员和 6 万多名志愿者的支持。



更好地保护这些遗产。^①

3. 业务模式探索

由于信托是英国慈善事业运作的主要模式，国民信托等实际上发挥着与中国的慈善组织类似的功能。英国信托对文化遗产的保护多以拥有其所有权作为基础，其所有权则多来自捐赠、遗嘱和购买。在这种模式中，信托机构负责包括资产管理投资、文化遗产维护、公益项目组织、分支成员发展在内的全部工作。其优点是能减少机构间的沟通成本，压缩利润环节，使资金更有效地支持文化遗产保护事业。但这种模式对信托公司在文化遗产保护方面的专业性要求极高，信托机构将独立承担受托人和项目执行人的双重责任。由于我国现阶段的信托和慈善组织运作机制有一定的差异，因此，类似于英国文物保护慈善信托的运作模式需要信托公司与慈善组织合作完成，这可以成为信托公司与文物保护类慈善组织合作的一个领域。

具体而言，文物保护类基金会开展具体某个领域的文化保护项目，如古村落或古建筑的保护、非遗文化遗产的保护等，可以通过慈善信托的方式开展，可以由慈善组织和信托公司共同担任受托人，或者由慈善组织担任受托人，由信托公司担任投资管理人。

这种模式的优势在于：第一，实现专业分工。慈善组织专注于文化遗产保护，同时借助信托公司的专业优势，实现慈善资金的保值增值，为文物保护积累更多资金。第二，这类慈善信托可以发挥专项资金的作用，专门针对某类保护项目展开，不仅便于项目的管理运作，而且更有助于资金的募集。第三，信托制度的灵活性可以为文物保护活动的开展提供不同的模式和便利，中国的慈善组织在借鉴英国经验的基础上，可以助力文化保护事业的长远发展。

五、信托公司与慈善组织合作建议

（一）完善配套政策疏通业务环境

1. 推动慈善信托税收优惠政策落地

从各国慈善事业发展的实践来看，税收优惠政策在推动各国慈善事业发展中都发挥了非常关键的作用。英国、美国等国家大多比照慈善捐赠给予了慈善信托税收优惠政策。中国《慈善法》（第七十九条至第八十二条）规定了慈善事业参与主体——

^① National Trust. National Trust Handbook [R]. 2017.



捐赠人、慈善组织和受益人依法享有税收优惠，但没有针对慈善信托的具体规定。《慈善信托管理办法》也明确了慈善信托经民政部门备案可享受税收优惠，但由于没有具体的执行细则，无法将慈善信托的税收优惠落到实处。因此，慈善信托税收政策的不完善制约了慈善信托的发展。

为了尽快落实慈善信托税收优惠政策，根据税收公平的原则，要充分考虑到慈善信托的慈善活动属性，在慈善信托税法体系建立初期，建议比照慈善捐赠税收优惠政策，随着实践经验的积累和税收制度的不断完善，可以考虑在现行税法中对慈善信托进行专章规定，或由国家税务总局、财政部、民政部以及银监会联合制定细则，落实慈善信托税收优惠制度。

2. 完善信托财产登记过户制度

中国《信托法》第十条规定，依法应当办理登记手续的信托财产，受托人应当依法办理信托登记，未办信托登记手续或没有补办的信托，则不发生法律效力。根据该规定，以房屋等应当办理登记的财物为信托财产的慈善信托必须办理财产登记，但实践中又无权威登记机构进行登记，2016年成立的中国信托登记有限责任公司主要承担的是信托产品及其受益权信息的登记职能，而非信托财产登记。

信托财产登记制度的缺失造成慈善信托两方面的困境：第一，中国慈善信托通常只能采取资金信托的单一方式进行设立，以免除信托财产登记的困扰，这种“曲线救国”的模式没有法律问题，但是操作过程较繁冗，给委托人造成了一定程度的麻烦，增添了设立信托的成本。第二，非交易过户登记制度缺失，导致信托公司在开展业务时只能通过合同法或物权法意义上的转让来持有信托财产，在过户的税费及登记机关的审批等方面都面临较大障碍。例如，以股权设立慈善信托要视作转让行为并就公允价值超出原始成本的部分缴纳税费，这造成部分企业家选择去境外设立股权慈善信托，这不利于信托制度在中国慈善领域的运用和推广。

因此，建立科学合理、程序简便的信托财产登记制度是促进中国慈善信托发展的必备配套措施，也是提升社会福利的迫切改革任务。例如，可以将股权类慈善信托作为突破口，未来应参照慈善捐赠，允许慈善信托办理股权的非交易过户，股权类慈善信托与股权捐赠同等的税收优惠待遇。未来，其他信托财产的非交易过户及税收优惠问题可以在股权类慈善信托经验积累的基础上比照解决。

3. 进一步明确监察人的职责与权利

目前，慈善信托未规定慈善信托必须设立监察人，实践中虽然大部分慈善信托都



设置了监察人，但是监察人履责情况并不理想。最主要的原因可能在于对于慈善信托监察人的职责和义务并无明确的规定，而且许多监察人也未收取费用。为了使慈善信托监察人制度可以真正发挥作用，监管部门有必要制定一整套对监察人的权利、义务、责任细则，明确监察人在慈善信托设立、运行、结束阶段的议事规则，并应进一步明确不履行职责或违规、违法操作应承担的责任。

4. 慈善组织豁免合格投资者标准

由于慈善信托并不适用“资管新规”，因此，关于信托产品投资者须为合格投资者的规定并不适用于慈善组织。但是，慈善组织作为投资者购买信托产品时，仍应适用合格投资者的相关规定，即上年末净资产不得低于1 000万元，而部分慈善组织可能无法满足该规定。

根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第十一条、第十二条、第十三条的规定，私募投资基金合格投资者分为一般合格投资者^①和特殊合格投资者^②，关于特殊投资者的规定中包含了慈善基金，即在中国证监会的分类中慈善组织已被豁免成为合格投资者。建议中国银保监会可以参考证监会的特殊投资者的规定，明确对慈善组织豁免适用合格投资者标准。这不仅符合国家鼓励慈善事业发展的需要，而且并不违背对合格投资者进行规范的目的。

5. 明确慈善信托可以公开募集

慈善信托能否公开募集资金一直存在较大争议。对信托公司公开募集资金的限制性规定最早出自《信托公司集合资金信托计划管理办法》第八条，但该规定仅适用于集合资金信托计划，并不适用于慈善信托。因此，从信托监管的监督来看，规定并未限制慈善信托公开募集资金。《慈善法》规定公开募捐应当取得公开募捐资格，慈善信托公开募集资金并不等于公募募捐。信托法律关系与捐赠法律关系的区别，以及慈善信托管理运作架构与慈善组织的不同决定了慈善组织公开募捐的规定不应适用

^① 《私募投资基金监督管理暂行办法》第十二条规定：私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于100万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于1 000万元的单位；（二）金融资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元的个人。前款所称金融资产包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等。

^② 《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条规定：下列投资者视为合格投资者：（一）社会保障基金、企业年金等养老金，慈善基金等社会公益基金；（二）依法设立并在基金业协会备案的投资计划；（三）投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；（四）中国证监会规定的其他投资者。以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于私募基金的，私募基金管理人或者私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。但是，符合本条第（一）、（二）、（四）项规定的投资者投资私募基金的，不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。



于慈善信托。^①

从目的来看，慈善信托公开募集有助于扩大慈善信托规模，助力慈善事业发展。2014年国务院发布《国务院关于促进慈善事业健康发展的指导意见》，以及《慈善法》等后续一系列法律法规，目的都是鼓励更多人参与慈善活动，促进慈善事业的健康发展。因此，建议明确慈善信托可以公开募集资金这一规定，以鼓励和吸引更多人参与慈善活动。

（二）信托公司应加强与慈善组织合作

信托公司与慈善组织的合作，不仅可以通过信托机制推动慈善行业发展，还是信托业务转型和回归本源的一个方向。对于信托行业而言，不仅应当通过信托公司评级与行业推广等引导信托公司与慈善组织合作，还应提高自身认知与业务拓展力度。

1. 提升对与慈善组织合作的认识与定位

首先，慈善信托不仅仅是履行社会责任和品牌宣传的方式，慈善信托还能与营业信托形成良性互动并相互促进。一方面，慈善信托可以与营业信托业务在资源整合、客户共享方面进行深度协同；另一方面，慈善信托可以满足高净值客户的慈善需求，家族慈善信托可以成为家族财富管理信托的重要部分，助力家族信托拓展。家族信托+慈善信托兼具家族财富传承和慈善公益的复合效益，利用信托制度安全、灵活、高效、透明、持久的特点，可以更好地根据委托人的意愿开展慈善活动，实现物质财富和精神财富的共同延续，这已经成为许多家族传承家族事业的重要工具。

2. 加强对慈善项目的了解，提高运作慈善项目的专业性

信托公司多已具有成熟的组织架构、管理制度和流程以及专业的资产管理能力，随着慈善信托业务的开展，运作慈善信托的经验逐渐丰富，但仍欠缺具体慈善项目的实施经验，对于如何将信托财产运用于慈善目的的事业，如何组织大量的志愿者和项目专家开展慈善活动等方面的认识仍有不足。从欧美经验来看，信托公司在慈善信托中不仅承担财产隔离和保值增值的功能，还积极参与了慈善项目执行。只有更主

^① 《慈善法》第二十一条规定：“慈善募捐，包括面向社会公众的公开募捐和面向特定对象的定向募捐。”《慈善法》第二十二条规定：“慈善组织开展公开募捐，应当取得公开募捐资格。”有观点因此认为，只有慈善组织在获得特定资格后才可以开展公开募捐，而信托公司不属于慈善组织，不能公开募捐。实际上这个观点混淆了“公开募捐”和“公开募集”的概念。公开募捐属于慈善募捐的一种，法律性质为赠予行为，是指慈善组织基于慈善宗旨募集财产的活动，公众将捐赠资产交付给慈善组织后，慈善组织可自行管理使用，除捐赠协议另有约定外，慈善组织对具体捐赠人并不承担特定的义务。而慈善信托公开募集资金属于新增委托人加入信托计划，法律性质为设立/加入信托，交付资金的委托人与信托公司属于委托人与受托人之间的信托关系，委托人依据信托文件享有委托人权利并承担相应义务。因此，公开募捐需取得资质的相关规定仅针对慈善组织。



动、更深入地了解受益人的需求和委托人的意愿，慈善信托运作才会更完善，公众对于慈善信托的认可度会更高，并更乐于参与慈善信托项目，由此实现良性循环。因此，从长远来看，信托公司在慈善信托以及其他形式的合作中的定位不应是单纯的财产管理者，应当努力成为慈善项目的参与者、执行者。

3. 积极主动拓展慈善资金财富管理

慈善组织财富管理是一种长期财产管理业务，需要极强的主动管理和资产配置能力。信托公司需要从慈善组织的需求出发，深入了解其风险偏好及流动性续期，为其配置适合的投资资产。就目前的情况来看，慈善组织在投资上呈现两极分化的趋势，大部分慈善信托在投资上极为保守，以银行存款、结构性存款、货币基金、低风险组合等风险极低的金融产品为主，投资回报率也较低；极少部分慈善组织在投资上比较激进，承担了非常高的风险。其主要原因在于，慈善组织对金融产品缺乏了解，并且投资能力不足。因此，信托公司应当主动向慈善组织宣传信托产品、传播投资理财知识，同时不断提升投资能力，对慈善资金进行满足其需求的合理配置。

（三）慈善组织积极尝试理性投资

现阶段，中国慈善组织对于慈善信托以及慈善资金投资运作的认识还比较有限，特别是对于市场上的资产管理产品缺乏了解，因此，推动慈善组织与信托公司以及其他机构的合作，也需要慈善行业层面的努力。

1. 通过培训和交流等进行宣传和推广

慈善信托属于信托的一种，虽然其目的也是开展慈善活动，但是运作机理与慈善组织有很大不同。目前，慈善组织担任受托人的慈善信托发展较为缓慢，一个原因就是慈善组织对于慈善信托的认知不足，特别是对慈善信托与慈善捐赠的区别、慈善信托的优势等并不了解，因此缺少动力去开展慈善信托，即使是作为委托人参与慈善信托也多是基于尝试的心态。基于此，慈善行业应当通过培训、沙龙、研讨交流会等形式加强慈善信托的宣传和推广。

针对慈善组织投资理财专业能力不足、人才欠缺等问题，慈善行业协会、民政部门等有必要组织专门的培训，逐步培养慈善组织的投资理财意识、资产管理产品辨别、选择能力等。使投资收入成为慈善组织收入的来源之一，使善款具有自我造血功能，以带动慈善行业的长远和持续发展。

2. 通过慈善组织评估等引导慈善组织开展慈善信托

《慈善组织投资办法》的出台为慈善组织开展投资活动提供了制度上的依据，



2019年2月，民政部办公厅发布《关于开展基金会2018年度报告和年度检查工作的通知》，该通知附件“基金会年度工作报告模板”中，增加了保值增值投资活动情况这一项，这也有助于促进慈善组织开展投资活动。未来，可以增加慈善信托开展情况和参与情况。此外，在慈善组织自评和评估等工作中，可以考虑将慈善信托开展情况、慈善组织投资理财情况、委托受金融监督管理部门监督的机构投资情况等纳入评价指标，以此推动慈善信托、慈善资金投资活动的开展。

信托公司与慈善组织的合作应当是双赢的过程，其最终目的是助力慈善事业长远发展。《慈善法》规定的慈善信托与慈善捐赠是并列的慈善活动开展方式，慈善组织应当更加积极地参与慈善信托。首先，可以从与信托公司合作设立慈善信托起步，加深对慈善信托的认识，在条件具备的时候可以自己设立慈善信托，为捐赠者提供更多的选择。与此同时，通过慈善信托实现善款的增值，能够更好地开展慈善活动。其次，通过业内的交流，慈善组织可以向行业内慈善信托业务起步早的机构学习，了解慈善信托开展的流程、注意事项和优劣势等，然后结合自身条件和资源来稳步拓展。总体而言，以开放的心态，持续学习、分享和尝试，是任何组织可以取得高效和优质发展的必经之路。

3. 以完善投资管理制度为前提，以开放和审慎的心态对待投资

慈善组织开展投资是一个长期的过程，无论从政策导向还是机构自身发展看，慈善组织都应当积极尝试。第一，慈善组织应当建立内部的投资管理制度，从理事会到执行层达成共识；第二，慈善组织应当对于自身的风险承担能力有一个理性的认识，在此基础上确立合理的收益预期；第三，慈善组织开展投资应当从相对稳健的产品和金融机构入手，坚持分散投资的原则，以获得相对稳健的投资收益；第四，慈善组织应当通过引进人才、内部培训、对外交流、组织学习等形式逐渐培养自己的投资能力。从具体实施路径上看，慈善组织如果具备相应的投资能力和投资经验，可以根据《慈善组织投资办法》的规定，完善内部制度、选择适当的资产管理产品并委托适当的机构进行投资，以确保投资活动开展的合规性。对于尚不具备投资能力的慈善组织，可以尝试借助外部第三方机构的力量、聘请专家顾问等方式，通过先期尝试，逐步培养自身的投资能力。

慈善组织购买信托产品，要适用资管新规等监管文件规定的合格机构投资者标准。慈善组织应当首先判断自己是否属于合格投资者，然后对自己的风险承受能力进行判断，在此基础上，提升自身的风险识别能力。在购买信托产品以及其他金融产品



时,慈善组织应综合判断产品投向、收益率、期限、产品结构、风险控制措施等信息,通过科学决策实现资产保值增值。慈善组织委托人受金融监督管理部门监督进行投资的,应当对该机构的管理资产规模、财务经营状况、股东背景、管理团队、过往业绩等因素进行综合考量。

结语

信托公司和慈善组织的合作对于信托行业和慈善行业都具有非常重要的意义。目前两者的合作仍处于起步阶段,信托公司与慈善组织应当充分发挥各自优势,加大合作力度,共同推动我国慈善事业发展。信托公司需要继续研究与慈善组织的合作模式,开拓新业务,弘扬慈善精神,推广信托文化,带动更多爱心人士及组织参与到社会公益慈善活动中,共同推动我国公益慈善事业的蓬勃发展。同时,信托公司可以将与慈善组织合作业务与信托转系业务有效结合起来,推动信托业务转型升级。

参考文献

- [1] [日]田中和明,田中直史.信托法理论与实务入门[M].丁相顺,赖宇慧等译,北京:中国人民大学出版社,2018.
- [2] [日]新井诚.信托法[M].刘华译,北京:中国政法大学出版社,2017.
- [3] 陈敦,官朝永,张大为.残疾人扶养信托之理论与实务[M].北京:法律出版社,2016.
- [4] 夏雨.比较法视野下的慈善信托[M].北京:中国社会科学出版社,2017.
- [5] 民政部.2018 年民政事业发展统计公报[R].2018.
- [6] 中国信托业协会.中国信托业社会责任报告 2018—2019[R].2019.
- [7] 中国慈善联合会.2018 年慈善信托发展报告[R].2018.
- [8] 基金会中心网.2011 基金会数据分析报告——全国基金会投资发展趋势分析[R].2011.
- [9] Peter Roberts, Philip Kivell. Environment, Planning, and Land Use [M]. Ashgate Publishing Ltd., 1998.
- [10] National Trust. National Trust Handbook [R]. 2017.



信托公司债券承销业务创新研究

课题牵头单位：上海国际信托有限公司

指导专家：王道远

课题组成员：

叶力俭 简永军 付宇翔 姜倩慧

何晓凤

杨晓东

吴 朔 徐 杰 邢亚楠

袁 路 应汇康 高 斌

上海国际信托有限公司

中航信托股份有限公司

中诚信托有限责任公司

天津信托有限责任公司

中建投信托股份有限公司



摘 要

开展债券承销业务创新是信托公司深度融入现代化金融体系和资管体系的重要抓手，是丰富私募投行业务外延和内涵的应有之义，对于信托行业未来转型创新具有重要意义。目前已有 12 家信托公司获得银行间市场非金融企业债务融资工具资格，2 家信托公司获批在交易所市场开展管理人资格试点，整体仍处于探索阶段。

本课题重点阐述了我国金融机构非金融企业债券承销业务的发展情况，梳理了信托公司资质获取情况，以及开展债券承销业务的历程、现状和难点，从困难和优势两方面对信托公司创新债券承销业务进行详细分析，并提出了对我国信托公司未来发展债券承销业务创新的思考。本课题研究认为，债券承销业务市场广阔但竞争激烈，信托公司开展债券承销业务会面临内外部多种困难因素的制约。信托公司可依托多年的业务积累，通过多元化的服务、充分利用股东资源等方式积极参与债券承销市场，广泛积累经验。与此同时，还应充分发挥制度优势，通过延伸服务价值链、提供综合化和多元化服务建立竞争优势，打造符合信托特色的承销创新业务。本课题最后还对监管部门和主承销商提出了相关政策建议。

关键词：信托公司 债券承销 ABN 创新



目 录

一、信托债券承销业务创新的背景和意义	378
(一) 信托债券承销业务创新的研究背景	378
(二) 信托公司债券承销业务创新的研究意义	379
二、我国金融机构承销业务的发展历程与借鉴	382
(一) 我国债券承销业务市场发展情况	382
(二) 我国商业银行、券商和其他机构承销业务发展情况	384
(三) 江苏银行债券承销业务发展经验借鉴	386
三、信托行业债券承销业务发展历程和现状	388
(一) 信托公司债券承销业务资格的获取	388
(二) 信托公司目前债券承销业务发展状况	392
(三) 信托公司获取债券承销资格难点与对策	395
四、信托公司发展债券承销业务的困难和优势	396
(一) 信托公司发展债券承销业务的困难	396
(二) 信托公司发展债券承销业务的优势	398
五、信托公司债券承销业务典型模式及思考	399
(一) 信托公司传统债券承销业务模式及思考	399
(二) 信托公司创新债券承销业务模式及思考	402
(三) 信托公司创新 ABN 业务模式及思考	404
(四) 承销业务和投资业务结合	409
六、信托债券承销业务创新的相关政策建议	410
(一) 建议扩大债务融资工具承销试点范围	410
(二) 充实和完善承销资格评价体系	410
(三) 遴选信托公司类主承销商，增加创新业务品种试点	411
(四) 建议协调主承销商，给予信托公司更多业务机会	411
(五) 进一步深化承销业务创新的外延和内涵	411



参考文献 412

附件一 信托公司申请 B 类主承销类会员分析 413



一、信托债券承销业务创新的背景和意义

《信托公司管理办法》第十六条规定，信托公司可以“受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务”。本课题将通过梳理信托公司债券承销业务的发展历程，描绘开展债券承销业务创新的主要背景，分析得出信托公司开展债券承销业务的重要意义和价值。

（一）信托债券承销业务创新的研究背景

1. 承销业务是信托公司的法定业务范畴

“受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务”是《信托公司管理办法》明确规定的信托公司法定经营范围，很多信托公司的营业执照上也明确列示着可以从事“投资银行业务”。20 世纪 90 年代初期，我国证券市场刚刚起步，信托公司设有证券业务总部或证券营业部，是当时国内一级市场代理证券发行、二级市场代理证券交易业务的主力金融机构。可以说，当时的信托公司证券业务条线具备投资银行的雏形，为我国资本市场的起步及快速发展奠定了基础。自 2001 年开始“一法两规”陆续颁布，结束了信托业自恢复开办以来无法可依的局面，为信托业稳健发展提供了坚实的法律基础。监管机构为指导信托业健康有序发展，制定了多项管理制度，十几年来逐步形成了较为科学的、完整的制度体系，奠定了行业行稳致远的坚实基础。自 2007 年以来，虽然信托公司较长时期并未获批可从事证券承销业务，但是该资格始终是法定的业务种类之一。随着监管部门陆续推出房地产信托投资基金、信托公司担任特定目的受托载体、信托公司开展铁路发展基金专项信托等标准化业务领域的类投行信托业务创新，尤其是信托公司在资产证券化领域的大量业务实践，奠定了新时期信托公司开展承销业务的坚实基础。

2. 债券承销业务创新是信托公司重要的转型方向

2017 年下半年，全国金融工作会议指出，我国金融工作的三大任务是服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革。2018 年 4 月中国人民银行等部委联合发布了《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”），作为大资管行业的纲领性文件，旨在规范当前资管领域展业行为，为新时代资管行业高质量发展打下基础。与国外成熟市场相比，国内资管行业的特点是产品标准化程度不高，资产端非标准化、无估值、不具备流动性、信息披露不足，由此导致资金端短期化、同质化、风险积聚，刚兑成为阻碍资管市场健康发展的症结。我国目前金融体系正在着力



从间接融资体系向直接融资体系转型，其关键环节就是提高标准化资产的供给数量、质量和效率。

“资管新规”作为资管行业发展的根本规范，其首要目的是建立公开、公正和透明的现代化金融体系，因此打破刚兑、净值化管理、透明化估值与信息披露等要求都可以看作是围绕现代化金融体系的目标展开工作。因此，资产管理机构将加大在标准化产品设计领域的资金和其他投入。

承销业务是“生产”标准化产品的必经流程，信托公司通过承销业务参与标准化的产品供应和资本市场的标准化投资，是行业从非标资产向标准化资产转型的重要抓手，是未来重要的转型方向。信托行业在非标资产领域积累了大量人才和经验，有着独特的比较优势和竞争优势，开展债券承销业务既顺应了监管要求和资管行业未来发展方向，同时也是信托公司发挥自身优势实现转型发展的内在需求。^①

3. 信托公司具备开展债券承销业务的基础和资质

早在中国银行间市场交易商协会成立之前，很多信托公司就获得了当时债券市场主管部门批准的债券承销资格。以天津信托为例，天津信托在这一时期曾担任泰达控股、中国铝业等多家大型国企、央企债务融资工具发行的副主承销商，承销金额达7亿余元。2017年9月，中国银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价的公告》，启动信托公司意向承销类会员市场评价工作，明确了信托公司在获批承销商资格后，可以在银行间市场开展非金融企业债务融资工具承销业务。2018年4月和11月，中国银行间市场交易商协会分两批发布评价结果公告，经过严格评审，有12家信托公司获得承销资格。获得资格的信托公司一般具备管理资产规模较大、公司治理及风控体系健全、经营风格稳健、在证券市场及标准化信托领域影响力较大或在中国银行间市场交易商协会资产支持专项票据领域的市场份额领先等特征，这些特征也是开展债券承销的重要基础。

（二）信托公司债券承销业务创新的研究意义

1. 债券承销业务创新是信托公司深入大资管竞争的应有之义

信托公司经过40年的发展，在私募投行和非标资产领域积累了丰富的展业经验，

^① 本课题主要聚焦于信托公司债券承销业务创新研究。原因如下：第一，信托公司目前核心竞争能力领域在固定收益方面，在股权和衍生品方面还存在较大短板，发挥信托制度优势和竞争优势是信托公司参与大资管行业的竞争的必有之义；第二，目前权益类的承销主要为证券公司的业务领域，信托公司短期参与该领域可行性较低；第三，债券承销是一个广阔的发展领域，聚焦该领域进行研究对于信托公司业务创新具有较大意义。



取得了显著的成绩。随着我国进入大资管对外开放、统一竞争的时代，信托公司需要打通非标和标准化两大领域，在产品供应、资管能力和同业认知方面深入融入大资管市场。

从产品提供端来看，债券承销业务是信托公司从非标向标准化提供资产的“重要一跃”，是从传统私募债权市场向标准化资本市场发展的重要环节，是信托公司丰富产品线、参与资本市场、提升大资管主动管理能力的重要方式。从资金募集端来看，信托公司未来转型发展，需要提供的产品远超目前以非标产品为主的私募债权，还可以提供标准化、综合化和一体化的债务融资等金融服务。通过债券承销业务，提升金融机构对于信托行业、信托公司和信托产品体系的认知，对于信托公司也具有重要意义。从信托公司未来发展看，债券承销是信托公司刚进入的领域，既要新的业务领域起好步、开好头，探索符合信托发展规律的业务模式，也要用好展业资格，利用信托制度优势，为客户提供更加优质的金融服务，体现出信托的价值和魅力。

2. 债券承销业务创新是信托公司发展私募投行的外延和内涵

“私募投行”是信托公司为客户提供高端优质的金融产品和服务的业务类型之一。在这一业务模式下，信托公司在非标资产挖掘、行业分析研判、尽职调查、推介与发行以及后续管理等环节都积累了大量的经验，同时信托公司内部业务、风险、运营等部门分工协作，可以高效完成非标产品募投管退的全过程。随着国内资本市场的完善和金融供给侧结构性改革逐步深化，扩大直接融资比重成为未来重要发展趋势，信托公司可以辅导优质客户尝试发行债务融资工具，扩充信托公司业务外延。此外，信托公司还可以通过承担“基础资产+受托人+承销商”的一体化服务角色，在提升综合融资服务能力的同时获取更多优质发债主体客户，通过“债券承销”这一重要的业务环节极大丰富信托公司“私募投行”业务的内涵。

3. 债券承销业务创新可以发挥信托公司制度优势

信托公司进入承销领域可以形成投行业务板块与传统非标业务板块相互协同、互为补充的良性互动局面，对于信托公司补足承销业务短板、打造私募投行具有重大战略意义。然而对于目前的非金融企业债务融资市场，商业银行及证券公司已经扮演了主要的承销商角色，信托公司必须深入分析开展承销业务的优势和“切入点”。信托公司除了非标业务优势和资金优势外，更重要的是信托制度优势。在债券发行承销中，债券受托管理制度本身就是一种信托法律关系；在资产证券化领域，可通过设立特殊目的信托作为发行载体，解决有关破产隔离等问题；在信托计划层面，可提供股权、债权、财产权等丰富的结构化工具，满足附有期限及利率调整权、转换选择权的含权



债券结构设计需要。信托公司要想在承销市场站稳脚跟，必须深挖信托制度优势内涵，在推动我国债券市场创新发展中找准自身定位。

4. 债券承销业务创新可以让信托公司分享债券市场发展红利

我国债券市场多年来保持了平稳较快增长，债券市场是我国资本市场的重要组成部分，在大力提升直接融资比重的宏观政策引导下，债券市场预计将继续保持平稳健康发展。截至 2019 年上半年，全国债券市场共发行各类债券 19 822 只，同比增长 11.46%，增速较上年同期提高 4.80 个百分点；发行金额合计 21.72 万亿元，同比增长 5.77%。其中，利率债发行总金额为 6.77 万亿元，同比增长 37%；地方政府债共发行 2.84 万亿元，同比增长 101%。此外，在创新债务融资工具方面，绿色债券、国际化债券等都取得了长足的进步。为加快实施民营企业债券融资支持工具，推进创新创业公司债券试点，完善创新创业可转债转股机制，以支持中小企业利用资本市场直接融资，预计未来信托公司在债券市场创新的空间将会越来越广阔，见表 1。

表 1 2019 年上半年债券新存量及新发情况

类别	债券存量（只）	存量余额（亿元）	余额占比（%）	发行规模（亿元）
国债	281	155 460.64	16.91	18 054.50
地方政府债	4 737	206 329.49	22.44	28 372.01
同业存单	14 544	98 693.99	10.73	8 464.80
金融债	1 920	216 149.86	23.51	32 999.20
企业债	2 589	24 365.08	2.65	1 584.69
公司债	5 807	62 800.77	6.83	10 500.07
中期票据	4 811	62 382.41	6.78	9 866.10
短期融资券	2 194	21 424.20	2.33	17 406.80
定向工具	2 601	19 938.67	2.17	3 306.42
国际机构债	19	319.60	0.03	115.00
资产支持证券	5 916	29 744.80	3.23	9 403.00
可转债	221	3 128.27	0.34	1 547.37
可交换债	149	2 359.53	0.26	572.86

数据来源：Wind。

5. 债券承销业务创新为信托公司转型发展奠定基础

从融资类业务向投资类业务转型是信托公司未来发展的必然方向，提升对标准化资产的研究能力是获取超额收益的关键环节。发展债券承销业务创新，有助于信托



公司实现一级市场发行承销与二级市场投资的相互丰富和促进，实现承销业务部门和债券投资部门的管理联动，提升标准化产品主动管理能力。同时承销业务可以加强与机构投资者间的合作和交流，有利于吸引更多资金，促进标准化主动管理信托业务的发展。因此，承销业务创新是信托公司非标业务通向标准化业务的桥梁和纽带，信托公司必须补齐标准化业务和标准化产品设计的短板，提升对标准化资产的投资研究能力，才能在未来的竞争环境下占据先机。

二、我国金融机构承销业务的发展历程与借鉴

目前已有 12 家信托公司获得非金融企业债务融资工具资格，有 2 家信托公司获批在交易所市场开展管理人资格试点，但信托公司整体承销业务仍处于探索阶段。

（一）我国债券承销业务市场发展情况

依据主管机关不同，目前企业在资本市场上直接债务融资主要有三种渠道，即中国银行间市场交易商协会监管的非金融企业债务融资工具、中国证监会监管的公司债和国家发展改革委监管的企业债。根据 2018 年 4 月中国银行间市场交易商协会发布的《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》，获得承销资格的信托公司可以参与银行间市场的非金融企业债务融资工具的承销业务市场。另外，从 2018 年 10 月华能贵诚信托作为管理人开展承销“华能信托一世茂住房租赁信托受益权资产支持证券”以来，信托公司也开始在交易所市场开展资产支持证券承销的尝试，目前，仅有华能贵诚信托和中信信托参与试点，总体仍处于初步探索阶段。因此，本课题主要探讨银行间市场非金融企业债务融资工具。^①

1. 非金融企业债务融资工具市场发展情况

最近十几年来，我国的债券市场已取得了长足进步，债券品种不断丰富，债券市场规模迅速提升。在此发展过程中标志性时点和事件有 2005 年银行间债券市场第一只短期融资券（CP）问世、2008 年中期票据（MTN）推出、2009 年中小企业集合票据（SMECN）诞生、2010 年超短期融资券（SCP）开始发行、2011 年首批非公开定向发行债务融资工具（PPN）推出、2012 年资产支持票据（ABN）上线。可见，我国

^① 目前主要包括短期融资券（短融，CP）、中期票据（中票，MTN）、中小企业集合票据（SMECN）、超级短期融资券（超短融，SCP）、非公开定向发行债务融资工具（PPN）、资产支持票据（ABN）等。



非金融企业债务融资工具的品种已十分全面。从规模来看，截至 2019 年 7 月末，债券市场总体存量规模为 91.95 万亿元人民币，银行间市场非金融债务融资工具数量（中票、短融、超短融、定向工具、交易商协会 ABN）为 10 158 只，余额为 10.54 万亿元，占 11.6%。从发行情况来看，2018 年非金融企业债务工具共发行 5 350 只，规模约为 5.5 万亿元。其中，短融和超短融规模约为 3.1 万亿元，约占 57%；中期票据规模约为 1.70 万亿元，占 31%；定向工具规模约为 5 479 亿元，约占 10%；中国银行间市场交易商协会 ABN 规模为 1 257 亿元，约占 2%。^① 目前，债务融资工具已经成为仅次于银行信贷的第二大融资渠道，债券承销业务重要性明显增加。

2. 非金融企业债务融资工具承销机构发展情况

银行间市场非金融企业债务融资工具承销机构可分为主承销商和承销商，主承销商又可以分为 A 类主承销商和 B 类主承销商。A 类主承销商可在全国范围内开展非金融企业债务融资工具主承销业务；B 类主承销商可在注册地所在的省、自治区、直辖市范围内开展非金融企业债务融资工具主承销业务。承销商受发行人委托或主承销商邀请，作为承销团成员参与债务融资工具的发行承销工作。从目前中国银行间市场交易商协会公布的承销机构的法律属性来看，承销商由商业银行、证券公司、信托公司、财务公司和资产管理公司五类金融机构组成。承销商的组成和数量在过去的 15 年时间内呈现清晰的发展轨迹。

2005 年，人民银行根据银行间市场成员推荐，许可了从事非金融企业债务融资工具承销业务的金融机构，具有主承销业务资质和承销业务资质的金融机构分别有 24 家和 27 家。其中，22 家主承销商是中资商业银行，券商类机构只有中信证券和中金公司 2 家具有联合主承销资格。2008 年 4 月，人民银行颁布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，授权中国银行间市场交易商协会对非金融企业债务融资工具实施自律管理，此后人民银行不再对相关主承销商和承销商资格给予审核认可。

2012 年，中国银行间市场交易商协会向符合条件的证券公司开放主承销资格，并许可 10 家证券公司参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场。

2013 年，中国银行间市场交易商协会建立非金融企业债务融资工具主承销商分层机制，启动承销类会员（地方性银行类）参与 B 类主承销业务的市场评价工作试点，并于 2014 年和 2015 年，先后向 9 家地方性银行开放了非金融企业债务融资工具 B 类

^① 占比数据以原始数据计算得出。



主承销商资格。

2015 年 2 月，中国银行间市场交易商协会启动意向承销类会员（财务公司类）市场评价工作，并在同年 10 月，许可 5 家财务公司开展非金融企业债务融资工具承销业务。

2018 年，经中国银行间市场交易商协会批准，先后有 12 家信托公司获得非金融企业债务融资工具承销资格，实现了信托公司参与银行间市场债券承销业务的“破冰”。

根据中国银行间市场交易商协会的数据，截至 2019 年 7 月末，获得非金融企业债务融资工具承销资格的金融机构共有 132 家，包括 67 家主承销商和 65 家承销商。在主承销商中，A 类主承销商有 41 家，B 类主承销商有 26 家。综合来看，具备债券承销资格的机构以商业银行和证券公司为主，其中，商业银行有 84 家，证券公司有 29 家，信托公司有 12 家，财务公司有 5 家，资产管理公司有 2 家。

（二）我国商业银行、券商和其他机构承销业务发展情况

商业银行。自人民银行 2005 年批准了 22 家商业银行和 2 家证券公司获得短融、中票的主承销商资格以来，商业银行凭借其雄厚的资金实力，以及与企业长期良好的合作基础等优势，拥有大量的客户资源，商业银行一直是银行间市场债券承销的主导者。从商业银行承销的债券类资产来看，非金融企业债券比重较高；从商业银行承销规模来看，商业银行积极布局债券承销业务，2018 年银行间市场非金融企业债务融资工具的承销数据显示，排名前 10 位的承销商均为银行机构，国有大行和股份制银行平分秋色，前 10 名承销商的市占率为 65.69%，银行机构承销的非金融企业债占总规模的 91.94%。

证券公司。自 2012 年起，中国银行间市场交易商协会大幅放宽非金融企业债务融资工具承销资格，在中信证券和中金公司两家的基础上，更多证券公司参与该项业务。截至 2018 年末，已有 29 家券商获得非金融企业债务融资工具承销资格，占全部承销机构总数的 23.20%；2018 全年累计承销金额为 4 432.20 亿元，约为 2012 年券商承销金额的 6 倍；市占率达到 8.06%，较 2012 年提升 5.27 个百分点。

财务公司。目前在中国银行间市场交易商协会公布的主承销商名单中，只有银行和券商两类金融机构，对信托公司、财务公司及资产管理公司只开放了承销资格。2015 年 2 月 26 日，中国银行间市场交易商协会发布《关于中国银行间市场交易商协会意向承销类会员（财务公司类）市场评价有关事项的公告》，放开了对财务公司银



行间债券市场非金融企业债券融资工具承销会员的资格限制，启动意向承销类会员（财务公司类）的市场评价工作并公布了评价标准。共有 5 家财务公司获得非金融企业债务融资工具承销资质，可参与成员企业中票、短融、超短融的承销。根据《国家发展改革委关于下达 2007 年第一批企业债券发行规模及发行核准有关问题的通知》的相关规定，企业集团财务公司可以承销本集团发行的企业债券，并可直接担任副主承销商，不受 3 次分销商累计资格的限制，但不得担任主承销商。

信托公司。2017 年 9 月，中国银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价的公告》，启动信托公司意向承销类会员市场评价工作，明确了信托公司在获批承销商资格后，可以在银行间市场开展非金融企业债务融资工具承销业务。2018 年 4 月，经中国银行间市场交易商协会批准，6 家信托机构成为首批获得非金融企业债务融资工具承销商资格的公司，总共有 12 家信托公司拥有承销资格。

表 2 2019 年上半年 NAFMII 债券承销排名

机构名称	金额（亿元）	总承销排名	市场份额（%）	只数	平均承销额（亿元）
中国建设银行股份有限公司	2 432.28	1	7.66	348	6.99
兴业银行股份有限公司	2 401.95	2	7.57	372	6.46
中国民生银行股份有限公司	2 121.93	3	6.68	309	6.87
中国银行股份有限公司	2 084.95	4	6.57	258	8.08
招商银行股份有限公司	2 078.17	5	6.55	304	6.84
中信银行股份有限公司	2 056.63	6	6.48	266	7.73
中国工商银行股份有限公司	2 026.85	7	6.38	208	9.74
上海浦东发展银行股份有限公司	1 897.94	8	5.98	272	6.98
中国光大银行股份有限公司	1 876.23	9	5.91	244	7.69
中国农业银行股份有限公司	1 800.27	10	5.67	209	8.61
交通银行股份有限公司	1 102.76	11	3.47	179	6.16
平安银行股份有限公司	761.24	12	2.40	85	8.96
北京银行股份有限公司	754.82	13	2.38	120	6.29
中信建投证券股份有限公司	707.94	14	2.23	148	4.78
中国邮政储蓄银行股份有限公司	601.64	15	1.89	74	8.13
国家开发银行	598.60	16	1.89	107	5.59
上海银行股份有限公司	569.58	17	1.79	104	5.48
华夏银行股份有限公司	567.36	18	1.79	91	6.23
浙商银行股份有限公司	564.08	19	1.78	134	4.21
南京银行股份有限公司	531.75	20	1.67	96	5.54

数据来源：Wind。



（三）江苏银行债券承销业务发展经验借鉴

在近几年的非金融企业债务融资工具承销业务发展中，江苏银行的承销业务规模增长较为迅速。本部分主要以江苏银行为例，总结商业银行推进债券承销业务的经验，为信托公司开展债券承销业务提供借鉴。

1. 江苏银行债券承销业务发展历程

2008 年 3 月，根据《中国人民银行关于浙商银行等 17 家金融机构从事短期融资券承销业务的通知》，江苏银行取得了短期融资券承销业务资质；2014 年 3 月，中国银行间市场交易商协会发布《关于承销类会员（地方性银行类）参与非金融企业债务融资工具 B 类主承销业务市场评价结果的公告》，江苏银行取得了非金融企业债务融资工具 B 类主承销资质，可以在注册地所在的省区范围内开展债务融资工具主承销业务。2017 年 6 月，根据《关于江苏银行股份有限公司非金融企业债务融资工具主承销商资格有关事项的公告》，江苏银行取得 A 类主承销商资格，可以在其有营业机构的省、自治区、直辖市开展非金融企业债承销业务。

2017 年，江苏银行承销的非金融企业债^①有 28 只，规模为 99.33 亿元，承销排名第 33 位，市场份额占有率为 0.25%，平均承销额为 3.55 亿元。2018 年，江苏银行承销的非金融企业债有 64 只，规模为 275.17 亿元，承销排名在第 28 位，市场份额占有率为 0.51%，平均承销额为 4.30 亿元。2019 年 1~8 月，江苏银行承销的非金融企业债有 66 只，规模已经超过上年，为 316.46 亿元，市场排名第 26 位，市场份额占有率为 0.75%，平均承销额为 4.79 亿元。

2. 江苏银行债券承销业务经验借鉴

江苏银行 2017—2019 年的非金融企业债承销规模增长十分迅速，市占率和平均承销规模也在不断提高。在江苏银行债券承销业务高速发展的背后，有以下经验值得借鉴。

第一，由浅到深做好客户的维护和营销。江苏银行在债券承销业务中特别注重存量客户的维护和潜在客户的营销。对于存量客户持续关注客户的融资需求，及时跟进存量到期续转，抢抓优质债券资产。不断挖掘潜在客户，特别是加强与资质较好的政府融资平台、类平台企业以及大中型民营企业的合作，在找准客户融资需求的基础上，找准业务切入点，例如，超短融业务不受主承销数量限制，在客户组建超短融资券承销团时切入额度，从而与客户建立合作关系。

^① 在本案例中非金融企业债统计口径为短期融资券、中期票据和定向工具。



第二，由点到面推进债券产品承销业务。江苏银行作为中国银行间市场交易商协会 A 类主承销商，当前可以在设有营业机构的江苏、北京、上海、广东、浙江五省（市）开展非金融企业债务融资工具主承销业务。在总行对各个分行的 KPI 考核中，债务融资工具作为战略性指标，占较高分值。从业务品种来看，2016 年承销的主要非金融企业债品种为定向工具，约占总承销非金融企业债的 50%，短融占 30%，中期票据占 20%；2018 年承销的主要业务品种为短期融资券，占承销规模的 53%，中期票据占 12%，定向工具占 33%，虽然定向工具承销规模占比下降，但依然比 2018 年增长 48%；同时江苏银行在近两年也开始注重项目收益票据、资产支持票据等创新类产品的业务推动。这说明江苏银行的债券承销业务在业务品种上由重点营销到全面营销依次展开，不断做大规模。

第三，以综合金融服务方案带动债券承销业务发展。江苏银行在推动债券承销业务发展的过程中，注重债券承销业务与其投行业务和传统信贷业务的有机结合，突出债券承销业务“全流程服务”的理念。在推动投行及信贷业务时，从公司业务全局的视角开展业务，为客户打造一套“商行 + 投行”的综合金融服务方案。例如，客户在债券发行成功、募集资金到账后可能还有一段时间才需用款，江苏银行理财部门介入向客户推荐购买对公理财产品、结构性存款等主动负债产品，从而有效降低客户的资金成本。

第四，注重制度建设，内部服务支持到位。商业银行开展债券承销业务，一般都是以总行的名义签署承销协议等文本并出具推荐函。在外部机构审核和反馈的过程，以及承销发行过程中，一般是由总行和外部审批机构、发行登记机构、投资人等沟通反馈。分行一般从事前期客户营销、行内授信申报、注册材料初稿的制作等，总行和分行是协同作战、相互支持配合的关系。近年来，江苏银行不断优化业务流程，加强信息系统建设，总分行协同营销，完善制度建设，强化内部服务支持，大大提高了债券承销业务推进效率。

第五，注重人才体系和激励机制建设。债券承销业务是一项对专业知识要求较高、对人手消耗较大的业务。债券承销业务项目流程较长，经办人员工作量大，因此，债券承销业务的开展需要搭建科学的人才体系和产品经理团队，并设置合理的激励机制。目前，江苏银行债券承销业务在总行层面由总行投行与资产管理总部债务资本市场团队负责，各分行视业务量大小由投资银行部或公司业务部负责，债券承销业务由各分行的投资银行部内设的产品推广团队具体负责。江苏银行 2014 年便完成了绩效



考核系统建设，制定了合理的薪酬和激励制度，这些制度建设为江苏银行债券承销业务的开展提供了人力保障。

三、信托行业债券承销业务发展历程和现状

信托公司是债券承销业务的新进机构，可以通过延伸服务链条，提供综合化和多元化服务，建立竞争优势。

（一）信托公司债券承销业务资格的获取

1. 资质概述

根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《中国银行间市场交易商协会会员管理规则》《中国银行间市场交易商协会非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场评价规则》，中国银行间市场交易商协会建立了非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场化评价机制，并依据市场评价结果进行市场化的会员分类分级管理，包括主承销类会员、承销类会员和意向承销类会员。

其中，主承销类会员是指已经在银行间债券市场从事债务融资工具主承销业务的中国银行间市场交易商协会会员。承销类会员是指已经在银行间债券市场从事债务融资工具承销业务的中国银行间市场交易商协会会员，取得资格满一年后可参加主承销业务市场评价。

信托公司作为中国银行间市场交易商协会会员，为获取非金融企业债务融资工具承销类会员资质一共分为三大环节。

2. 申请环节

（1）中国银行间市场交易商协会发布公告启动市场评价工作。2017 年中国银行间市场交易商协会根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《中国银行间市场交易商协会非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场评价规则》，允许信托公司类机构参与银行间非金融企业债务融资工具承销业务。

（2）向中国银行间市场交易商协会提交参评材料。需向中国银行间市场交易商协会递交的材料清单如下：

①参与市场评价说明书。

②经审计的财务报告及年度报告。上一年度经审计的财务报告复印件及公告披露的上一年度报告。



表3 中国银行间市场交易商协会评价材料清单

1. 机构基本情况介绍	(1) 股东情况
	(2) 基本业务运行情况
	(3) 近三年监管评级
	(4) 《营业执照》及《金融许可证》变更情况
2. 债券承销业务部门设置及人员配备情况	(1) 机构组织架构图及业务联系等相关说明
	(2) 债券承销相关业务部门及投资交易相关业务部门的成立时间、部门设置、基本业务范围、业务框架及业务联系、工作机制和流程、人员配备及在机构的地位和作用等情况
3. 债券承销业务相关制度建设情况说明	(1) 关于非金融企业债务融资工具承销业务操作规程的制度说明
	(2) 关于非金融企业债务融资工具承销业务风险管理制度的制度说明
	(3) 关于非金融企业债务融资工具承销业务内部控制制度的制度说明
4. 银行间债券市场业务开展情况介绍	(1) 上一年度在银行间债券市场上债券投资交易业务开展情况
	(2) 上一年度参与资产支持票据业务开展情况
5. 最近三年无违法和重大违规行为的说明	
6. 从事债券承销业务人员说明	
7. 从事债券承销业务人员工作简历	
8. 近三年取得能力建设水平测试合格证书人员名单	
9. 上一年度参与资产支持票据发行明细表	
10. 《营业执照》副本复印件	
11. 《金融许可证》复印件	

③中债登及上清所的证明材料。中央国债登记结算有限责任公司及银行间市场清算所股份有限公司对参评信托机构银行间债券市场债券交割量、债券托管量的证明材料原件。

④特定目的信托受托机构资格证明文件。中国银监会关于特定目的信托受托机构资格的批复文件复印件。

⑤非金融企业债务融资工具承销业务操作规程。参评信托公司正式发布实施的制度（本公告之日前正式发布实施）。

⑥非金融企业债务融资工具承销业务风险管理制度。参评信托公司正式发布实施的制度（本公告之日前正式发布实施）。

⑦非金融企业债务融资工具承销业务内部控制制度。参评信托公司正式发布实施的制度（本公告之日前正式发布实施）。

(3) 中国银行间市场交易商协会审核机构资质。

中国银行间市场交易商协会在接收材料后对相关机构的参评资格进行审核，不



符合参评条件的，不参与评价。

根据《中国银行间市场交易商协会非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场评价规则》第十五条的规定，近三年内有下列情形的，将不参加市场评价：

（1）因违法违规受到刑事处罚或重大行政处罚；（2）因涉嫌违法违规正被相关主管机关立案调查或者正处于整改期间；（3）因违法违规给市场造成严重后果。

3. 评价实施环节

（1）中国银行间市场交易商协会对信托公司进行评分。中国银行间市场交易商协会对信托公司递交的参评材料进行审核，审核分为三部分，满分为 100 分，及格为 60 分。打分标准和细则如下。

①机构资质及业务评价（总分 60 分）。中国银行间市场交易商协会根据市场评价标准统计参评的信托公司“机构资质及业务评价”部分得分，满分为 60 分。本部分评价以真实数据为依托，评分较为客观。

表 4 中国银行间市场交易商协会机构资质及业务评价表

评价指标	评价要素	分值	评价标准
基本指标 (12 分)	(1) 净资产	1/2/4/6	40 亿元以下 /40 亿 ~80 亿元 /80 亿 ~120 亿元 /120 亿元及以上
	(2) 信托资产	1/2/4/6	1 500 亿元以下 /1 500 亿 ~4 000 亿元 /4 000 亿 ~7 000 亿元 /7 000 亿元及以上
部门设置及 人员配备 (12 分)	(1) 专门从事债券承销业务部门设置	1/2/4	兼职团队 / 专职团队 / 独立部门
	(2) 从事债券承销业务人员的数量	1/2/3/4	3 人以下 /3~10 人 /10~21 人 /21 人及以上
	(3) 从业人员平均从事债券承销业务年限	1/2/4	1 年以下 /1~3 年 /3 年及以上
相关制度 (12 分)	(1) 非金融企业债务融资工具承销业务操作规程	0/2/4	缺失 / 基本完备 / 完备
	(2) 非金融企业债务融资工具承销业务风险管理制度	0/2/4	
	(3) 非金融企业债务融资工具承销业务内部控制制度	0/2/4	
市场表现 情况 (20 分)	(1) 上一年度银行间债券市场债券交割量	0/1/3/5	0 元 /1~100 亿元 /100 亿 ~200 亿元 /200 亿元及以上
	(2) 上一年度银行间债券市场债券托管量平均数	0/1/3/5	0 元 /1~1 亿元 /1 亿 ~5 亿元 /5 亿元及以上
	(3) 上一年度参与资产支持票据的发行只数	0/1/3/5	0 只 /1~3 只 /3~5 只 /5 只及以上
	(4) 上一年度参与资产支持票据的发行金额	0/1/3/5	0 元 /1~45 亿元 /45 亿 ~75 亿元 /75 亿元及以上



续表

评价指标	评价要素	分值	评价标准
相关资质 经验 (4分)	(1) 特定目的信托受托机构资格	0/2	无 / 有
	(2) 近三年取得能力建设水平测试合格证书的累计人数	0/1/2	0人 / 1~3人 / 3人及以上

资料来源：中国银行间市场交易商协会。

②市场评价（25分）。中国银行间市场交易商协会组织基础设施平台、市场成员代表及债券市场专业委员会委员对参评的信托公司业务能力等情况进行评价打分。相较于第一部分机构资质及业务评价，本部分相对主观。

表5 中国银行间市场交易商协会市场评价表

评价指标	评价要素	分值	评价标准
市场成员代表（6分）	(1) 业务能力	0/2/3	差 / 一般 / 优秀
	(2) 专业素质	0/2/3	
债券市场专业委员会（4分）	(1) 银行间债券市场一级市场表现	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	(2) 银行间债券市场二级市场表现	0/1/2	
全国银行间同业拆借中心（5分）	(1) 工作配合程度	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	(2) 遵守全国银行间同业拆借中心相关业务规则情况	0/2/3	
中央国债登记结算有限责任公司（5分）	(1) 工作配合程度	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	(2) 遵守中央国债登记结算有限责任公司相关业务规则情况	0/2/3	
银行间市场清算所股份有限公司（5分）	(1) 工作配合程度	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	(2) 遵守银行间市场清算所股份有限公司相关业务规则情况	0/2/3	

资料来源：中国银行间市场交易商协会。

③中国银行间市场交易商协会秘书处评价（15分）。协会秘书处对参评机构遵守协会相关自律规则情况进行评价打分，主要包括7个方面要素，共计15分。

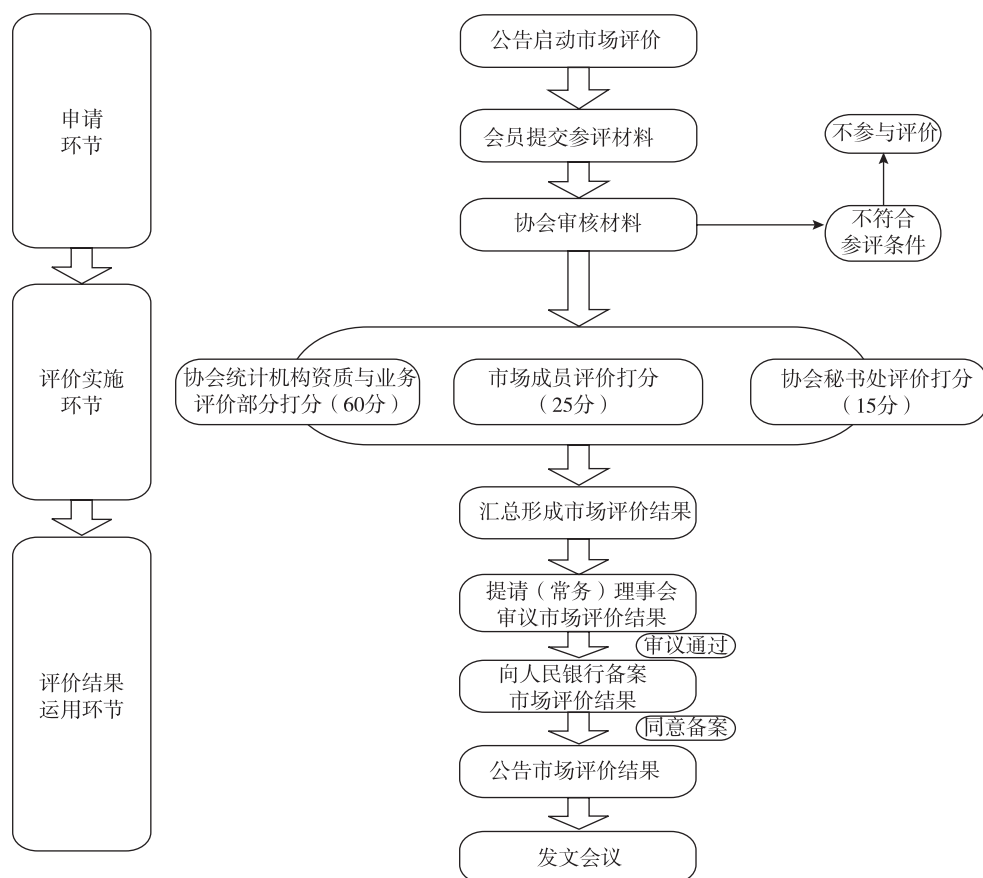
表6 中国银行间市场交易商协会秘书处评价表

评价指标	评价要素	分值	评价标准
协会秘书处 (15分)	(1) 遵守协会会员管理规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	(2) 遵守银行间债券市场债券交易相关自律规则情况	0/1/2	
	(3) 遵守银行间债券市场债券交易相关人员行为守则情况	0/1/2	
	(4) 遵守协会自律管理情况	0/1/2	
	(5) 参与协会创新业务情况	0/1/2	
	(6) 参与协会组织的会员活动情况	0/1/2	
	(7) 工作配合程度	0/1/3	

资料来源：中国银行间市场交易商协会。



中国银行间市场交易商协会汇总形成市场评价得分结果，并就评价结果提请（常务）理事会审议。（常务）理事会审议通过后，报人民银行备案。人民银行备案同意后，中国银行间市场交易商协会在官网公布评价结果相关公告。



资料来源：课题组整理。

图1 信托公司获取非金融企业债务融资工具承销类会员流程

（二）信托公司目前债券承销业务发展状况

1. 信贷资产证券化产品（CLO）和资产支持票据（ABN）业务发展状况

12家信托公司都是一般承销商，以参团分销方式参与债券发行，不具有主承销商资格。作为新入者，信托公司在承销业务方面并不占据优势，但得益于信托制度优势，近年来，信托公司在CLO、ABN等资产证券化产品中充当受托人和发行人，开展了大量业务和创新。资产证券化作为一种标准化债务融资工具，可以加速盘活企业存量资金、引导社会资金进入实体经济。在信托业资产规模温和下降的情况下，资产证券化业务仍能实现逆势增长，也显示出其作为信托业务转型抓手的优势。2019年



上半年，共有 13 家信托公司发行了 CLO，规模合计 3 267.9 亿元，其中银行系信托在 CLO 发行中具备明显优势，建信信托一家独大，共发行 1 053.48 亿元，占据约 1/3 的市场份额。

表 7 2019 年上半年银行 CLO 发行机构统计

发行机构	发行项目总数（单）	发行总额（亿元）
建信信托有限责任公司	14	1 053.48
交银国际信托有限公司	6	467.85
上海国际信托有限公司	11	415.78
华能贵诚信托有限公司	7	373.96
兴业国际信托有限公司	3	234.03
华润深国投信托有限公司	5	216.61
中信信托有限责任公司	5	164.87
中国对外经济贸易信托有限公司	3	160.68
安徽国元信托有限责任公司	4	99.21
中粮信托有限责任公司	1	55.00
紫金信托有限责任公司	1	19.20
中国金谷国际信托有限责任公司	1	4.53
中航信托股份有限公司	1	2.70

资料来源：Wind。

在中国银行间市场交易商协会 ABN 发行方面，2019 年上半年，共有 27 家信托公司作为受托人参与发行，规模合计 952.04 亿元；其中，华能贵诚信托以 134.68 亿元的发行总额排名第一。相比银行 CLO，中国银行间市场交易商协会 ABN 发行相对更加分散化，主流信托公司基本都有参与。

表 8 2019 年上半年中国银行间市场交易商协会 ABN 发行机构统计

发行机构	发行项目总数（单）	发行总额（亿元）
华能贵诚信托有限公司	10	134.68
西部信托有限公司	3	99.67
五矿国际信托有限公司	9	82.57
天津信托有限责任公司	7	70.00
华润深国投信托有限公司	5	65.12
中铁信托有限责任公司	6	64.64
平安信托有限责任公司	9	63.01
建信信托有限责任公司	5	59.32
国投泰康信托有限公司	3	45.70



续表

发行机构	发行项目总数（单）	发行总额（亿元）
中海信托股份有限公司	3	32.81
中粮信托有限责任公司	2	28.94
中建投信托股份有限公司	3	24.44
云南国际信托有限公司	4	23.97
厦门国际信托有限公司	2	20.00
长安国际信托股份有限公司	1	18.90
中国对外经济贸易信托有限公司	1	17.32
广东粤财信托有限公司	2	16.20
江苏省国际信托有限责任公司	1	15.44
交银国际信托有限公司	1	12.58
上海爱建信托有限责任公司	1	11.45
华宝信托有限责任公司	1	9.45
陆家嘴国际信托有限公司	1	8.60
上海国际信托有限公司	1	7.50
国通信托有限责任公司	1	6.95
苏州信托有限公司	1	5.96
百瑞信托有限责任公司	1	4.93
中融国际信托有限公司	1	1.89

资料来源：Wind。

2. 债券承销业务发展状况

由于目前信托公司参与承销业务的数据并无公开资料披露，课题组在中国信托业协会的帮助下对 12 家已获取非金融企业承销资格的信托公司进行了书面调研，共 10 家公司反馈了相关数据，有效样本为 9 家，其中第一批获取资格的样本为 4 家，第二批为 5 家。数据结果显示，截至 2019 年上半年，9 家信托公司 2019 年新增承销业务单数为 231 单，金额为 219.7 亿元；自 2018 年获取展业资质以来，累计单数为 287 单，金额为 271.5 亿元。分批次来看，2018 年 4 月获取牌照的第一批信托公司中，4 家公司新增 179 单，累计 234 单；新增金额为 168.8 亿元，累计金额为 217.3 亿元。第二批信托公司中，5 家公司 2019 年新增 52 单，累计 53 单，新增金额为 50.9 亿元，累计金额为 54.2 亿元。

从信托公司来看，华润信托、华能贵诚信托在承销业务方面于行业里较为领先。截至 2019 年上半年，华润信托参与承销的非金融企业债务融资工具数量超过 150 只，规模超过 110 亿元；华能贵诚信托参与承销的数量超过 30 只，累计规模超过 60 亿元。兴业信托和上海信托参与承销的规模也超过了 20 亿元。在第二批获取展业资格的公



司中，建信信托累计承销的规模已经超过 20 亿元，但由于该批 6 家公司在管理制度和人员团队等方面还需要进一步完善，与第一批相比在数量和规模上仍有差距。

从团队建设来看，已获资格的公司都已经建立起了专职的债券承销团队或部门，但是由于信托公司开展承销业务仍处于初期探索阶段，人员配置、资源投入和绩效考核等方面还需要进一步研究和探索，整体团队规模不大。华润信托目前团队和职能设置较为明确，团队规模为 6 人；英大信托债承团队为 5 人；华能贵诚信托和中诚信托债券承销业务团队为 4 人；其他公司一般为 3 人左右。

表 9 信托公司非金融企业债务融资工具承销业务统计

	非金融企业债务融资工具承销业务			
	承销金额（亿元）		承销数（单）	
	2019 年新增	全部累计	2019 年新增	全部累计
第一批（4 家）	168.8	217.3	179	234
第二批（5 家）	50.9	54.2	52	53
合计	219.7	271.5	231	287

数据来源：中国信托业协会书面调研数据，数据截至 2019 年 6 月末。

（三）信托公司获取债券承销资格难点与对策

1. 申请资质的难点

目前信托公司在债券市场、团队和人员配置、制度建设和系统建设方面存在欠缺，已经开展债券业务、进入银行间市场的信托公司不多，设有专门部门或者团队、拥有专业的债券投资产品和人员比较少，制度建设和债券下单所需要的风控流程、恒生系统和信评系统之类的系统建设缺失。

2. 解决对策

（1）团队搭建。若信托公司本身就拥有专业的债券投资团队，从基础设施来看，能够较快满足分销业务的硬件要求。从软件方面来看，只要招聘合适的承销团队，配备市场化的激励机制，得到公司相关后台部门的支持，承销业务的发展就会很迅速。

（2）制度建设。参考证券公司和商业银行的债券承销制度建设，发布实施符合信托公司自身特色的业务操作规程、风险管理制度和内部控制制度。证券公司和商业银行参与债券承销投资交易已久，拥有完善的规章制度和业务流程，可以充分参考借鉴，结合信托公司的部门设置和人员架构，完善权责设置。

（3）经验培养。欲申请承销牌照的信托公司，可以提前布局银行间债券市场，



发行债券投资产品，积极参与银行间债券业务。对于没有该类产品的信托公司，可以调研已经在该方向具有展业经验的公司。

（4）系统构建。外购恒生、恒泰等信息系统或者公司自建拥有债券模块的系统。公司内部各部门间的协调合作很重要，包括业务部门与信息科技部的合作，与中后台运营和风控的调试等。

除了以上四个方面，遵守银行间债券市场的各项法律法规、在参与债券投资交易过程中规范诚信、积累良好的机构信誉和口碑、投资交易人员专业可靠、积极与协会沟通、与市场接触也是信托公司获取承销牌照的重要因素。

四、信托公司发展债券承销业务的困难和优势

债券承销业务市场竞争激烈，信托公司债券承销业务尚处于起步阶段，必然会面临内外部多种困难。但债券承销业务为信托公司业务转型开辟了一条新的路径，信托公司可依托多年的业务积累，通过多元化的服务、充分利用股东资源等方式积极参与承销市场。本部分从困难和优势两个方面对信托公司发展承销业务进行分析。

（一）信托公司发展债券承销业务的困难

信托公司债券承销业务仍处于试点阶段，目前还存在诸多困难和限制。

1. 从市场格局来看竞争较为激烈

从参与主体来看，获得银行间市场非金融企业债务融资工具承销资格的机构较多。根据中国银行间市场交易商协会的数据统计，获得非金融企业债务融资工具承销资格的金融机构共有 132 家，以商业银行和证券公司为主。从承销情况来看，商业银行和证券公司占据领先地位。按照 Wind 口径统计的总承销金额，2019 年上半年，工商银行以总承销金额 6 822.9 亿元夺魁，建设银行以 6 426.3 亿元紧随其后，中国银行以 6 418.9 亿元位居第三，中信证券以 4 528.7 亿元引领券商，排名第五。信托公司参与债券承销对银行间信用债市场的格局影响较小，短期内很难撼动商业银行和证券公司的市场地位，业务开展难度较大。

2. 从承销资格监管来看仍处于试点阶段

第一，获取牌照的门槛较高。根据中国银行间市场交易商协会发布的《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价的公告》，信托公司经市场评价获得承销业务资格的，可开展非金融企业债务融资工具承销业务。评价标准总体对信托



公司要求较高，共计 100 分。其中，机构资质及业务评价共计 60 分，包括基本指标（净资产、信托资产，共计 12 分）、部门设置及人员配备（共计 12 分）、相关制度（共计 12 分）、市场表现情况（共计 20 分）、相关资质经验（共计 4 分）；市场评价共计 25 分，包括市场成员代表（共计 6 分）、债券市场专业委员会（共计 4 分）、全国银行间同业拆借中心（共计 5 分）、中央国债登记结算有限责任公司（共计 5 分）、银行间市场清算所股份有限公司（共计 5 分）；协会秘书处评价共计 15 分。同时，近三年内有下列情形的，不参加市场评价：因违法违规受到刑事处罚或重大行政处罚，因涉嫌违法违规正被相关主管机关立案调查或者正处于整改期间，因违法违规给市场造成严重后果。

第二，信托公司主要承担分销角色。目前信托公司获得的是承销商资质，该业务资质又进一步细分为主承销和承销。2013 年，非金融企业债务融资工具主承销商分层机制启动，银行间市场的主承销商分为能在全中国范围内做业务的 A 类主承销商和在限定范围内开展业务的 B 类主承销商两类。承销其实相当于一个分销功能，即帮助主承销商销售债券产品，获得承销资格的信托公司仅是迈出了第一步。

第三，业务领域仅限于银行间市场。除银行间市场外，交易商市场也是债券承销的重要市场。目前，信托公司承销资格仅局限于银行间市场，对于交易商市场暂时还难以进入，在一定程度上限制了信托公司业务的开展。

3. 从信托公司来看需要加速补短板

第一，加速补业务团队短板。债券分销与财富业务类似，对市场判断、产品风险识别能力要求较高；同时，作为承销商，与主承销商之间建立紧密联系也非常必要。中国银行间市场交易商协会要求，获批机构应按照相关要求设立承销业务相关部门，配备专职人员等，规范开展非金融企业债务融资工具承销业务。信托公司债券承销业务刚刚起步，缺乏专业的队伍。大部分信托公司采取外部招聘加内部转岗的方式搭建队伍，这种方式虽然在短时间内能够形成一定的业务能力，但从提升专业性等方面来看，仍需要一定的时间。

第二，加速补客户层面短板。相比银行、证券公司，目前信托公司分支机构较少，获取债券发行客户的能力不足，而且很多优质客户已与银行、证券公司等机构形成了较为密切的合作关系，信托公司若想提升承销业务的影响力需要一定的资金支持，以服务和效率赢得客户的认可需要一定的时间。

第三，加速补内部管理短板。信托公司承销业务应与受托管理业务分别制定内



控制制度等，防范利益冲突。若获批机构因违法违规行为受到处罚，协会将暂停或取消其承销资格。信托公司搭建内控制度，并在既有的信息化模块中加入新的业务模块，投入较高且短期内难以获得明显的回报。业务融合、内控融合、信息系统融合仍将需要一定的时间。

（二）信托公司发展债券承销业务的优势

信托公司开展服务信托已有多年的经验积累，信托公司开展债券承销业务并无技术难度。既有的客户积累是开展债券承销业务的基础，信托公司可采取多元化金融服务等方式发挥信托牌照优势，充分调动股东资源，在市场中争取一席之地。

1. 既有的业务积累是信托公司债券承销业务的基础

发展直接融资市场是金融供给侧结构性改革的关键环节，随着企业直接融资市场的发展，非金融企业债务融资工具规模将不断扩张。从信托公司来看，突出服务能力，已经成为信托公司重要的竞争优势，既有的业务积累是承销业务的基础，能够提供诸多有益的借鉴。以资产证券化为例，信托公司从早期单纯的受托人角色不断拓展服务范围，在优化信贷资产证券化业务的服务内容的同时，在 ABN、企业资产支持专项计划和私募资产证券化中获得更大主导权，赢得更大的盈利空间。

2. 强合规风控文化推动信托公司债券承销业务行稳致远

信托公司由于一直以来主要深耕非标业务领域的商业模式，其对交易对手、交易区域和抵质押物的高标准要求形成了信托公司独特的强合规风控文化，这与其他承销机构在对待承销业务风险方面存在显著的区别。同时，信托制度要求和受托人定位导致信托公司在展业过程中天然融入更多的法律契约，对法律的尊重、对风险防范的高标准，使信托公司在设计产品时，更加注重合规性，更加强调风险前置和风险把控。因此，信托公司在参与债券承销业务中，重合规和强风控的理念将推动信托债券承销业务行稳致远。

3. 综合运用多种工具是信托公司债券承销业务的特色

信托公司进入债券承销领域仅是在标准化领域迈进的一步，信托公司可将信托制度优势与承销联动起来，充分发挥信托在非标资产获取、特定目的信托受托服务和跨市场投资等领域的优势，结合承销业务资格，为客户提供全方位的金融服务。非金融企业债务融资工具可以点带面整合资源，延伸客户服务链条，实现多项业务联动，对信托公司未来业务发展具有重要意义。一方面，该资格有助于信托公司打通上游基础资产获取、中游受托管理服务和下游承销发行的各个环节，以发行载体机构的身份



发行 ABN，同时以承销商的身份参与发行销售环节，为融资人提供一站式的综合金融服务，大幅降低信息不对称程度，更好地服务实体经济。另一方面，该资格有助于信托公司实现标准化产品和非标准化产品全品种的销售，为投资者提供“一揽子”金融产品的投资服务，有助于信托公司在财富管理领域的转型发展。

4. 与股东联动是信托公司债券承销业务的重要保障

从股东情况与关联企业情况来看，大部分信托公司具有金融集团、产业集团背景。具有产业集团股东背景的信托公司可以发掘集团内部产融协同的承销业务机会，以此获取承销经验树立市场品牌；具有金融集团股东背景的信托公司可以加强银信合作，通过融融协同合规开展承销业务。

5. 监管优势为信托公司债券承销业务锦上添花

在监管方面，信托公司属中国银保监会监管，与银行以及银行间交易市场同属一个监管体系，同业往来和沟通更为顺畅和便利。未来，信托公司与商业银行在资金支持和资产推介方面进行更深度合作，将非标业务上的资源积累迅速转化为债券承销能力；同时，提升财富管理和资产管理业务互动，实现资产方和资金方无缝对接，创造出比证券公司更为有利的承销条件，在债券承销方面比肩证券公司。

五、信托公司债券承销业务典型模式及思考

债券承销业务是信托公司未来转型创新的重要领域。信托公司应该抓住机遇，一方面，在承销领域广泛探索，积累经验；另一方面，结合制度优势，打造出符合信托特色的承销创新业务。本部分提出了对信托公司未来开展承销业务创新的思考。

（一）信托公司传统债券承销业务模式及思考

1. 传统承销业务发展空间巨大，应广泛积累展业经验

从目前承销市场来看，非金融企业债务融资工具主要包括短期融资券、中期票据、超短融、定向融资工具和资产支持票据等，承销市场空间巨大。从 2018 年来看，以上五类品种的发行数量达到 5 350 只，规模达到 5.5 万亿元，同比分别增长 37.7% 和 38.6%；2019 年市场继续增长，上半年发行数量为 3 264 只，规模为 3.2 万亿元，同比分别增长 36.9% 和 27.0%。虽然目前商业银行和证券公司为主要参与者，但是由于该市场存量规模巨大，增量速度较快，信托公司存在较多市场参与机会。对于竞争激烈的短期融资券、中期票据、超短融、定向融资工具等品种，信托公司短期可以作为



传统承销业务积极参与，广泛布局，在此过程中积累客户、搭建团队，培养能力、理顺流程、完善机制。

自 2018 年 4 月首批信托公司获得展业资格以来，各家公司都在制度建设、系统搭建、人才储备、项目资源整合等方面加大投入，不断探索信托公司承销业务。信托公司普遍成立了专业化的债券承销团队，建立了完善的债券承销制度流程和信息系统，从资产端和资金端双向发力进行业务储备。目前主要几家信托公司均已经有较多承销业务尝试。例如，2018 年 11 月，华润信托成功承销华润医药控股 2018 年度第二期中期票据，为该公司首单非金融企业债券融资工具承销业务。此次承销的债券发行人为华润医药控股有限公司，债券融资金额为 20 亿元，发行期限为 3 年，所募资金全部用于补充下属子公司华润医药商业集团日常营运资金需求。中诚信国际给予该债券的主体、债项信用评级均为 AAA，主承销商及簿记管理人为中国农业银行。在承销过程中，华润信托总计参与投标规模 7.6 亿元，中标规模为 1.2 亿元，最终发行利率为 4.04%。2018 年 12 月，华能贵诚信托成功分销“平安国际融资租赁有限公司 2018 年度第十九期超短融资券”，发行人为平安国际融资租赁有限公司，主承销商为平安银行，品种为定向超短期融资券，主体评级为 AAA，期限为 270 天，利率为 3.79%，发行金额为 10 亿元，华能贵诚信托中标规模为 8 000 万元。

表 10 银行间市场非金融企业融资工具承销数量和金额情况

单位：只，亿元

类别 \ 年份	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
短期融资券（CP）	687	6 063	464	3 955	428	4 778	244	2 388
中期票据（MTN）	896	11 415	906	10 341	1 416	16 962	794	9 866
超短期融资券（SCP）	1 949	27 613	1 675	19 811	2 490	26 497	1 423	15 019
定向工具（PPN）	742	5 991	725	4 978	768	5 479	488	3 306
资产支持票据（ABN）	38	167	115	585	248	1 257	315	1 201
合计	4 312	51 249	3 885	39 670	5 350	54 973	3 264	31 780

数据来源：Wind。

2. 信托公司发展传统债券承销业务模式的思考

信托公司在承销业务领域短期虽然无法与商业银行和证券公司进行直面竞争，我们仍然应该在传统的债券承销领域保持积极，对提升我们的展业经验、客户储备和人才储备具有重要的意义，也是行业内更多公司获取更多类型展业资格的必要条件。



第一，大力发展债券投资和资产支持票据等业务，提升市场影响力。从既有业务来看，中国银行间市场交易商协会批准了 12 家公司的业务资格，这些公司在银行间市场均具有丰富的资产证券化发行经验，长期以 SPV 受托机构和发行人的身份参与银行间市场，且具有一定的银行间市场债券发行专业知识和人才储备。对于已有资格的公司来说，其需要开展一定的业务量来保持现有的业务资格，在银行间债券市场的表现是交易商协会评价信托公司的重要参考依据。根据市场评价标准，包括银行间市场债券交割量和托管量、资产支持票据的参与情况是重要的评价指标，而且规定了明确的金额要求。例如，上一年度债券交割量超过 200 亿元的，可以得 5 分，参与资产支持票据（ABN）发行只数在 5 只以上的，得 5 分，参与资产支持票据（ABN）发行规模在 75 亿元以上的，得 5 分。因此，保持在债券和资产支持票据领域的业务活跃度既是信托公司提升服务能力和竞争优势的重要方式，也是信托公司保持非金融企业承销业务领域的资格的重要依据。

第二，以分销商角色积极参与各品种承销业务。信托公司也需要在传统的承销业务领域不断尝试，积累在（超）短融、中票、定向融资工具等各个品种的展业经验和专业能力。非金融企业承销市场规模十分庞大，而信托公司刚开始参与，对于其不同品种的盈利模式、风险特征、团队建设、专业能力、展业经验和激励机制方面都是较为欠缺，这需要信托公司积累展业单数和金额，并在展业过程中有所创新和突破，以进一步提升信托公司在承销领域的影响力和知名度。

在发展传统承销业务方面，信托公司要建立严格的组织架构、激励机制和制度规范。首先，建立独立的承销部门。鉴于信托公司人员较少的特性，期初信托公司可以先从小业务团队做起，从与承销业务相近属性的业务部门抽调人员开展此类业务，如部分非标业务团队或者资产证券化业务团队，随着业务规模的扩大和经验的积累，逐步建立专职的承销部门。其次，制定相关的制度规则。由于承销业务是较为成熟的业务类型，商业银行和证券公司都具有比较成熟的操作规范和流程，信托公司可以结合其机制灵活、架构扁平的特征，在合规的框架下，优化操作流程，提升业务展业效率。最后，在激励机制方面，信托公司在开展传统承销业务方面需要建立特殊的激励机制。商业银行和证券公司目前普遍采用派发任务式的激励模式^①，这导致市

^① 如直接指派业务人员每人需要至少 100 万元的承销创收指标，超过该指标的收入水平按照一定方式、一定比例提取业绩激励。



市场竞争非常激烈，收费水平非常低。信托公司由于其人才体系方面的特征，该模式对于信托公司短期来说不容易直接照搬，信托公司可以依靠其自身禀赋（如股东资源、客户资源等），有针对性地开展承销业务，并在设计激励时，更多考虑业务的复制性、创新性和与信托业务的联动性，弱化收入考核指标，这样才有利于推动信托公司在承销领域起步和发展。

（二）信托公司创新债券承销业务模式及思考

为了更好地运用承销牌照，信托公司要充分发挥信托制度的优势，把信托制度和承销牌照有机地结合起来，发挥好决策快、机制灵活、展业范围广等优势，打造具有信托特色的承销业务，实现盈利贡献。信托公司针对其规模小、机制灵活、业务领域广泛的特点，在发展初期并不需要与商业银行和证券公司一样全面铺开非金融企业债务承销业务。信托公司应该找准重点，结合优势，精准出击。资产支持票据（ABN）是信托公司未来重点发展债券承销业务的领域，可以从该领域进行重点突破。

ABN 是指非金融企业（即发起机构）为实现融资目的，采用结构化方式，通过发行载体发行的，由基础资产所产生的现金流作为收益支持的，按约定以还本付息等方式支付收益的证券化融资工具。银行间债券市场信用级别低于 AA 的企业发行债券较为困难，但这类企业拥有的部分资产可以产生稳定的现金流，将这些资产用证券化技术剥离盘活，使其原本难以发行的信用债以较高的债项评级转化为新型的证券化产品，可以缓解低信用评级企业的融资状况，监管部门由此鼓励会员单位承销和发行 ABN。

1. 信托公司在 ABN 领域制度优势明显，不断创新发展

2017 年之前，ABN 的发行和承销并未强制要求基础资产的风险隔离，信托公司总体参与较少。2017 年，中国银行间市场交易商协会修订 ABN 的相关指引，发布修订后的《非金融企业资产支持票据指引》，正式引入了特殊目的载体（SPV），并明确信托公司可以作为发行载体，从此真正实现“破产隔离”和“真实出售”，为信托型 ABN 提供了明确的规则指引，信托型 ABN 随后快速发展。从 2017 年开始，ABN 的发行主体均为信托公司，基础资产涵盖票据收益、应收债权、租赁债权、信托收益权、基础设施收费权、委托贷款债权、保理合同债权、PPP 项目债权等。据 Wind 的统计数据，从 2016 年至 2019 年上半年，ABN 累计新发行 244 单，累计新发行规模达到 3 210 亿元。其中，发行规模最大的为租赁债权，为 960 亿元；其次为应收债权和票据收益，分别为 902 亿元和 854 亿元。信托收益权作为信托公司特有的基础资产，近



几年作为 ABN 基础资产发展迅速，2017 年和 2018 年分别为 105 亿元和 110 亿元，是信托公司未来结合信托制度优势和承销资格的重要创新领域。

表 11 分基础资产类型下的 ABN 发行情况

单位：单，亿元

基础资产	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年	合计
票据收益	数量	1	1	17	39	58
	金额	12	2	307	533	854
应收债权	数量	4	9	36	31	80
	金额	115	122	434	231	902
租赁债权	数量	3	18	27	22	70
	金额	40	328	322	270	960
信托受益债权	数量	0	4	7	5	16
	金额	0	105	110	56	271
基础设施收费债权	数量	0	1	2	3	6
	金额	0	5	13	50	68
委托贷款债权	数量	0	1	2	2	5
	金额	0	21	21	26	68
保理合同债权	数量	0	0	5	2	7
	金额	0	0	51	19	70
PPP 项目债权	数量	0	1	0	1	2
	金额	0	2	0	17	19
新发行 ABN	数量	8	35	96	105	244
	金额	167	585	1 257	1 201	3 210

数据来源：Wind。

2. 便捷中小企业融资，交易商协会鼓励大力发展 ABN 业务

银行间债券市场信用级别低于 AA 的企业虽然发行债券较为困难，但这类企业拥有的部分资产可以产生稳定的现金流。商业银行作为银行间市场做大的承销和投资机构，其对于大部分 ABN 的发起人都有授信额度，这样有利于缓解投资者和中小企业之间的信息不对称程度，降低融资利率，提升融资效率。监管部门和中国银行间市场交易商协会现阶段大力鼓励 ABN 业务的开展，便捷中小企业融资。

3. 降低中小企业融资成本，提升综合服务能力

承销资格对信托公司打通 ABN 业务全链条、降低中小企业融资成本、提升主动管理能力和综合服务能力具有重要意义。第一，承销资格有助于信托公司打通上游基础资产获取、中游受托管理和下游债券承销各个环节，提升信托公司的整体主动管理能力，为融资人提供一站式的综合金融服务，更好地服务实体经济、降低中小企业融



资利率。第二，该资格有助于信托公司实现标准化产品和非标准化产品全品种的产品供应体系，打造风险收益匹配的立体化产品线，为投资者提供“一揽子”金融产品的投资服务，有助于信托公司在财富管理领域的转型发展。ABN 领域的承销可以帮助信托公司以点带面整合资源，延伸客户服务链条，实现多项业务联动发展。

4. 打通上中下游业务链条，提高综合服务价值

在 ABN 业务链条中，原始权益人、发起人、发行人、承销人、保管人、中介机构等因角色和地位不同而享有不同的业务价值。其中，如果信托公司仅充当 SPV，则享有的价值和取得信托报酬较低。尽管信托公司开展 ABN 业务最初均以 SPV 角色介入，但在该业务上，团队的投入产出和公司收入考核仍然是困扰各家公司的难题。为有效、持续开展 ABN 业务，信托公司必须在 SPV 角色上进行多方面扩展，获取更高的业务价值和人均收入。一方面，锤炼业务能力和运营能力，加强业务的标准化管管理，支持业务组同时开展多个项目；另一方面，在 ABN 价值链上扩展，向前端延伸开展 Pre-ABN 业务，以创造、改造成符合条件的基础资产，向后端延伸至承销、交易、投资等业务，拓展并发现 ABN 在一级市场和二级市场上的投资价值，形成更多业务收入。目前，ABN 业务中信托公司作为受托管理人，信托费率仅在万分之三左右，而向上游 Pre-ABN 延伸，获取基础资产可以实现数个百分点的利差，后端销售也可以实现千五到千八的承销费率，这会极大地提升信托公司发展 ABN 业务的积极性。

（三）信托公司创新 ABN 业务模式及思考

信托公司应抓住机遇快速推进 ABN 业务，深入挖掘优质资产，大力扩展业务链价值，将 ABN 业务和承销业务深度融合，打造信托特色化的承销业务发展路径。根据信托公司在基础资产领域的把握程度，可将 ABN 业务创新分为一般类型和特殊类型。

1. 一般类型 ABN 业务模式创新及思考

信托公司目前在 ABN 业务领域承担管理人和受托人的职责。由于信托具有法律隔离的属性，发起人以基础资产为初始财产设立财产权信托，由此实现基础资产与发起机构之间的破产隔离，既可以达到发起机构资产出表的目的，又可以实现基础资产与发起机构信用风险之间的隔离，一旦发起机构发生信用风险，基础资产的现金流作为信托财产不得由发起机构用于偿还其自身负债，也不得被强制执行。同时，信托公司根据基础资产现金流情况进行测算，并进行优先和劣后的结构设计，进行内部增信。发起机构的信用风险并不会影响特殊目的信托的正常存续，也不会影响票据持有人的利益。因此，以信托公司作为 ABN 发行载体实现了风险从发起机构信用向资产信用



的转移。

从 ABN 基础资产类别来看，票据资产、应收债权、租赁债权、委托贷款债权、保理合同债权等此类资产类别并不是信托公司主动创设的，信托公司更多通过其破产隔离的法律属性和结构化设计的架构安排，利用信托的专业化服务提升整体 ABN 运作的效率和业务体量。一方面，信托公司可以做大做广此类业务，发挥信托制度优势，掌握不同类型资产的属性和资金流属性，运用金融科技手段提高服务专业化水平；另一方面，信托公司未来可以重点突破某个领域的基础资产（如租赁资产），与该领域的发行主体战略合作，打造特色化、专业化的 ABN 领域综合金融服务。

下面以远东国际租赁有限公司 2016 年度第一期 ABN 为例进行分析。

（1）基本情况。该 ABN 于 2016 年 6 月 7 日在中国银行间市场交易商协会成功注册，是全国首单信托型资产支持票据，注册金额为 20.68 亿元人民币。三档 ABN 于 2016 年 6 月 17 日在上海清算所发行，发行总额与注册金额相同。平安信托作为该项目的受托人，按照《信托合同》的规定于每个信托利益核算日向资金保管机构发出分配指令，资金保管机构按照指令核算并支付当期本息。信托终止日之前和终止日之后，所有回收款应分别按照《信托合同》规定的相应顺序进行支付。

（2）交易架构

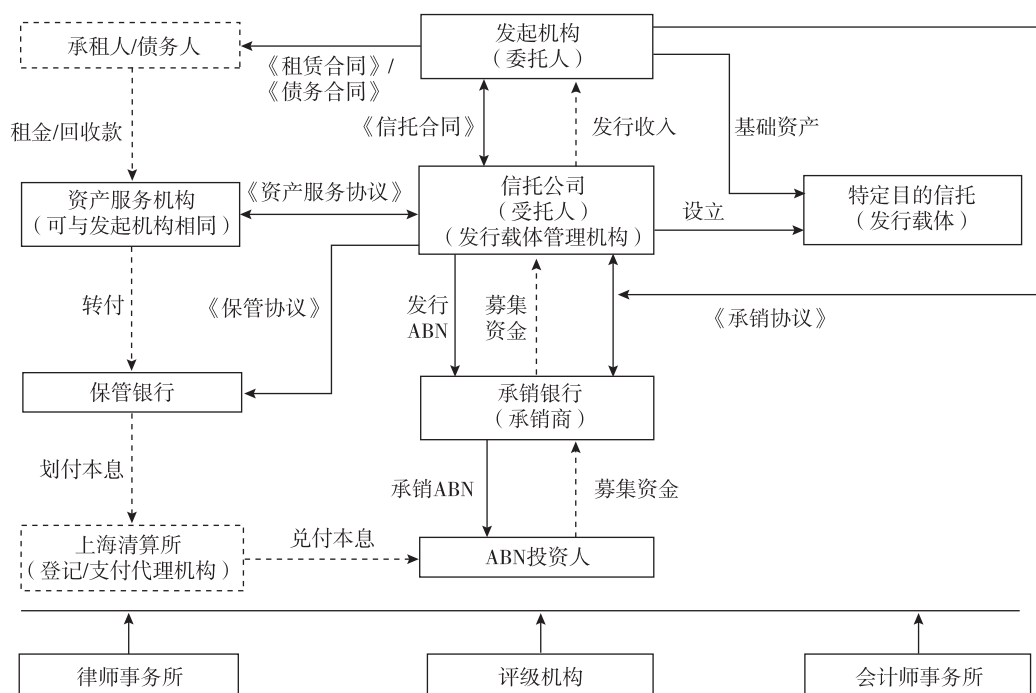


图 2 交易架构



(3) 展业思考。从商业模式来看,目前信托公司在此类资产中主要作为受托人角色,以发行载体参与,收费模式主要为受托服务管理费,费率一般在万三至万八水平。由于信托公司无法把控基础资产,此类业务整体收入报酬费率差异不大。为了更好地推动各类企业融资,应该充分发挥《信托法》规定的破产隔离的制度优势,深度与各类发行主体进行深度合作,开展不同种类资产的 ABN 业务,掌握不同类型资产的属性和资金流属性,建立科学、快捷的现金流测算模型,运用科技手段提高服务专业化水平,提升信托公司在 ABN 领域的知名度和影响力。同时,可以努力争取主承销牌照,在受托服务的同时,以主承销商的角色决策参与市场发行,此类承销业务费率可以在千一至千五水平,较大幅度提高信托公司的收入水平和业务积极性。

2. 特殊类型 ABN 业务模式创新及思考

信托公司具有资产创设的能力,尤其是在非标资产领域,信托公司根据已有的客户资源、股东资源和展业经验,完全可以通过自身创设资产,同时承担受托人角色,并进一步利用承销牌照,开展 ABN 承销,打通资产获取、受托服务和承销业务的一体化链条,提升信托的服务价值和综合化服务能力,进而提升核心竞争力。

房地产领域是信托公司最为专业的业务领域,因为在房地产领域信托公司积累了大量的客户资源、展业经验和人才队伍,对于房地产领域的个性化价格设计和专业化价值判断具有深刻见解。随着住宅地产调控的深入,商业地产领域是信托公司开展债权融资类的重要领域,但商业物业存在融资期限长、初始收益率低等方面的难题,难以匹配目前的信托客户对资产收益率的需求。在商业地产领域,可以充分结合信托公司的专业团队、架构设计和展业经验等方面的优势,发展 CMBN 业务,并利用信托公司的牌照优势,在银行间市场进行承销,彻底打通信托公司在资产挖掘、受托服务和债券承销的链条,此类业务对于信托公司将信托制度和承销资格联动具有重要意义,有利于为客户提供多元化融资的综合性金融服务。

下面以云南城投 CMBN 项目为例进行分析。

(1) 基本情况。2019 年 4 月,上海信托作为项目安排人及特定目的载体管理人在银行间市场注册发行了“云南城投置业股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”,发行规模为 7.5 亿元。本项目基础资产为云南城投置业股份有限公司所拥有的酒店资产产生的未来经营收入,通过双层信托架构实现对底层物业收入的特定化,在项目结构上使用了优先次级的结构化设计,并设置了底层物业抵押以及集团差额补足作为增信措施。本项目是上海信托灵活运用资产证券化工具、为客户提供多元化融资



手段的一次创新突破。云南城投置业股份有限公司是上海信托的长期合作客户，过去几年已开展多项信托融资业务，本次合作上海信托为其设计了标准化 CMBN 融资方案，为其提供了综合化的融资服务。

（2）交易架构。

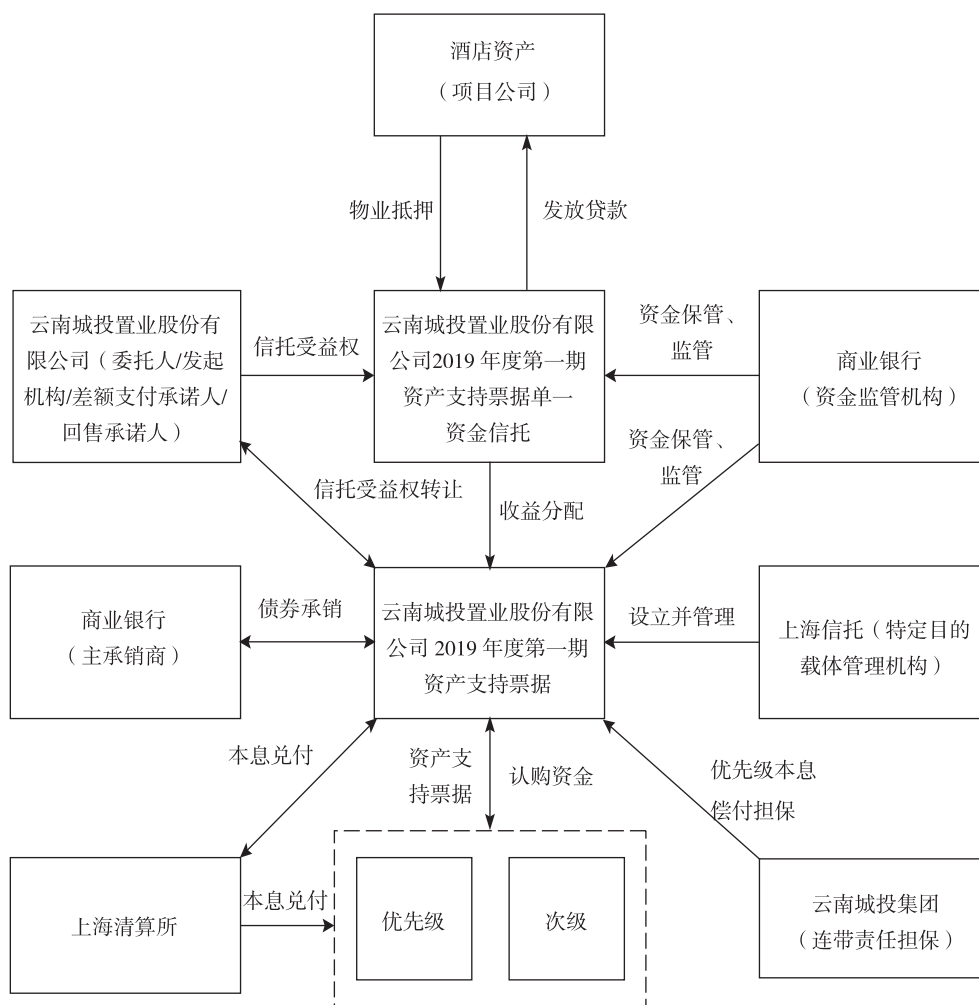


图 3 CMBN 交易架构

（3）业务亮点。与客户深度合作。云南城投置业股份有限公司是上海信托的长期合作客户，过去几年已开展多项信托融资业务，本次合作上海信托为其设计了标准化 CMBN 融资方案，帮助其盘活存量资产、减少市场不确定性、降低融资成本。

全产业链运作。本项目是上海信托灵活运用资产证券化工具、为客户提供多元化融资手段的一次创新突破。公司在本项目中实现了从资产获取、产品设计、项目报审、承销发行到资产配置全流程闭环运作，打通了标准化业务全产业链运作，收费水平也



得到了大幅度提升。

ABN 承销创新。信托公司利用承销牌照，首次将公司自己挖掘的资产进行产品创设，并在银行间市场进行承销，体现出了信托公司承销牌照的价值，为该业务模式的拓展以及行业承销业务的发展提供了有益的探索。

展业思考。信托公司作为资产管理机构，其优势在于机制灵活且创新速度快，对规模体量的要求相对于银行和证券公司来说较低。但是，信托公司可以通过深耕业务领域，对基础资产和商业模式进行深度挖掘，发挥信托制度优势，为客户提供全方位的金融服务。CMBN 业务是信托公司在打通资产获取、产品设计和承销发行全链条方面的有益尝试，是信托公司可以重点发展的业务类型。通过此类业务，信托公司不仅有效解决了资产和市场投资者之间的信息不对称，还进一步提升了与合作客户的合作深度和广度，为客户提供了全方位的金融服务。同时，为信托公司提供了利用承销牌照的有益渠道和方式，实现了信托公司特色的承销业务类型。

接下来以武汉信用投资集团股份有限公司 TBN 业务创新为例进行分析。

(1) 基本情况。上海信托 2015 年 7 月设立“上信 TBN2015 年第 N 期 (TBN- 武汉信用 -15759)”，信托规模合计不超过 3.5 亿元，信托期限为 30 个月，分 2 期成立，每期信托份额的期限均为 24 个月。信托资金用于向武汉信用投资集团股份有限公司(以下简称“武汉信用”或“借款人”)发放信托贷款，信托贷款的利率不低于 9.5%，贷款资金用于借款人流动资金周转。作为增信措施，武汉信用风险管理有限公司及武汉经济发展投资(集团)有限公司(联合资信主体评级为 AA+，以下简称“武汉经发投”)为本信托项下借款人还本付息的责任和义务提供不可撤销的连带责任担保。

(2) 交易结构。

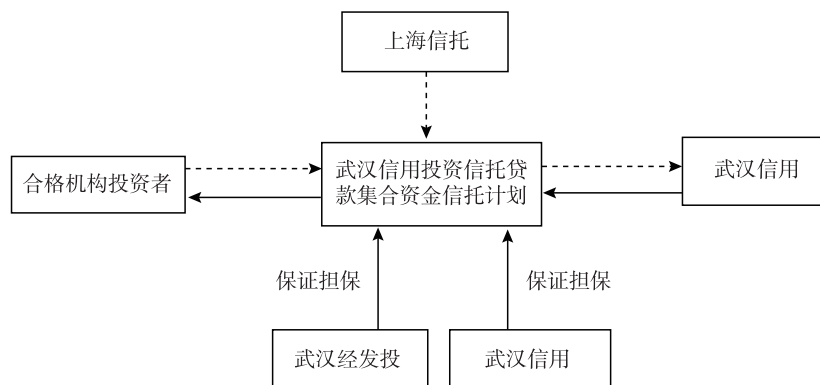


图 4 武汉信用 TBN 业务架构



(3) 特色亮点。① TBN 即信托基础票据, 是指受托人以信托计划项下按照委托人意愿发放的信贷资产为基础资产支持而发行的经标准化设计的信托受益权(信托单位)份额; 受托人仅以信托计划项下基础资产产生的现金流量为限, 按照《信托合同》约定分配 TBN 项下信托利益。

②在产品结构上, TBN 提供了更丰富的信托受益权转让方式, 并制定了以 1 000 万元为最小认购、转让单位的制度。各类 TBN 成立日次日, 委托人持有的 TBN 份额可以按照《信托合同》的约定以 1 份 TBN 的整数倍进行转让; TBN 持有人也可以将持有份额定向转让给赢通平台指定方。从信托推介期起至信托结束, 上海信托赢通平台持续发布本 TBN 的定向受让报价, 该报价定期更新。

③评级人为上海新世纪资信评估投资服务有限公司, 评级机构先为 TBN 提供预评级意见, 正式评级报告将在 TBN 成立当日出具。本信托评级为 AA+, 信托期间每年进行跟踪评级。

(4) 展业思考。TBN 为自定的称谓, 由于当时信托公司并没有承销资格, 产品设计是通过标准化份额的发行和转让, 并在信托层面引入外部评级。目前, 信托公司已有承销资格, 为推广此类业务模式提供了更好的平台。信托公司可以进一步挖掘优质资产, 此类资产可能在收益率层面无法达到信托客户的要求, 信托公司可以对此类资产进行打包和资产证券化设计, 引入外部评级, 通过承销牌照在银行间市场和交易商市场发行。同时, 信托公司可以建设自身的信托产品流转的平台, 或通过中信登、银登中心等交易流转场所, 供有需要的投资者进行产品的流转和交易。通过资产获取、产品设计、业务承销和产品流转, 发行企业可以有效降低融资成本, 投资者可以提高产品流动性, 信托公司也可以提高信托报酬率和中间收入水平, 对信托公司转型创新具有重要意义。

(四) 承销业务和投资业务结合

信托公司在创新承销业务时, 除了与基础资产获取、受托服务等方面结合起来, 还可以与资管类业务相结合, 这体现出信托公司展业领域广泛、各类业务联动的特征。对于信托公司自己承销的业务, 信托公司可以通过资管业务参与并投资项目。由于信托公司自己参与了对该项目的挖掘、产品设计、受托管理等, 对该项目的风险情况分析最为透彻, 因此参与该项目既支持了产品的发行和承销业务的开展, 又为资管业务创造了较好的投资资产, 还可以降低中小企业的融资成本。例如, 2018 年 11 月,



中信信托作为承销商及定向投资人成功参与了深圳市前海建合投资管理有限公司“飞驰—信惠 2018 年度第一期定向资产支持票据”，项目的注册金额为 30 亿元，本期发行金额为 6 亿元，期限为 18 个月，票面利率为 6.35%。该项业务是由中信信托作为项目发起方、资产服务机构及投资人在银行间市场以储架方式发行的首单 ABN，是以中信信托主动管理的优质信托计划受益权作为产生现金流的基础资产的首单 ABN，也是自中国银行间市场交易商协会批准中信信托为首批开展非金融企业债务融资工具承销业务的信托公司之一以来公司承销的首单 ABN。中信信托以定向投资人的方式参与发行私募 ABN 是银行间市场资产证券化产品的重要创新。

六、信托债券承销业务创新的相关政策建议

信托公司开展承销业务创新对中国债券市场和信托行业发展都具有重要意义。然而，信托公司承销业务创新仍存在着试点范围较少、评价规则有待完善、创新的力度和范围可以进一步扩大等问题。本部分就这些问题进行分析，提出信托公司开展相关业务的政策建议。

（一）建议扩大债务融资工具承销试点范围

行业内 12 家信托公司分两批次取得了中国银行间市场交易商协会非金融企业债务融资工具承销业务资格，中信信托、华能贵诚信托取得了上海证券交易所资产支持专项计划信托公司管理人资质试点资格。我国共有 68 家信托公司，仅有 1/6 的信托公司获批该项业务资质，交易所的试点范围更是只有 2 家信托公司，试点的范围明显偏窄。目前，各家信托公司已经利用承销业务资格开展了一定规模的债券承销业务，同时还有许多创新业务涌现出来，可以说明信托公司承销业务创新试点取得了很好的成功，可以进一步扩大信托公司试点的范围，使该项创新业务真正成为行业转型的重要方向。

（二）充实和完善承销资格评价体系

根据中国银行间市场交易商协会的评价标准，该评价体系为打分制，满分为 100 分，分为：（1）机构资质及业务评价（60 分），主要包括净资产及信托管理规模等（12 分）、部门设置及人员配备（12 分）、相关制度（12 分）、市场表现情况（20 分）、相关资质经验（4 分）；（2）市场评价（25 分），主要包括市场成员代表（6 分）、债券市场专业委员会（4 分）、全国银行间同业拆借中心（5 分）、中央国债登记结



算有限责任公司（5分）、银行间市场清算所股份有限公司（5分）；（3）中国银行间市场交易商协会秘书处评价（15分）。由此可见，该项评价体系比较重视市场评价，信托公司主体资格的占比偏少。由于市场评价偏主观考虑，反映信托公司主动管理资产规模、风险把控能力、稳健经营水平等风险及规模指标并未包含在评价体系中，建议中国银行间市场交易商协会参照中国信托业协会 CRIS 指标体系，综合考虑公司治理、内部控制、合规管理、资产管理及盈利能力等方面，参考监管评级或行业评级结论，综合对信托公司进行评估，遴选出更多主动管理能力强、风格稳健、创新能力突出的信托公司充实承销商队伍。

（三）遴选信托公司类主承销商，增加创新业务品种试点

目前信托公司均是中国银行间市场交易商协会意向承销类会员，尚无信托公司类主承销商。目前，中国银行间市场交易商协会对于信托公司如何申请 B 类和 A 类主承销商仍未有明确的规定，建议中国银行间市场交易商协会出具信托公司类主承销商或副主承销商的评价体系细则。中国银行间市场交易商协会可以重点关注信托公司承销业务的创新性，淡化业务规模要求，还可以利用 ABN 累计额度计算业绩规模，使信托公司有机会在中国债券市场业务创新方面作出更大的贡献。建议中国银行间市场交易商协会允许信托公司承销自身作为受托人的 ABN 项目，发挥信托公司在该类业务中的牵头和管理能力，实现信托公司从受托管理向投行销售方向的转型。此外，信托公司具备商业银行、证券公司等其他类型承销商不具备的信托制度优势。建议中国银行间市场交易商协会将试行绿色票据、中小企业集合票据、专项扶贫债务工具等创新品种的任务交给信托公司，以发挥信托公司在慈善信托、破产隔离等方面的制度优势，更好地服务于债券市场创新。

（四）建议协调主承销商，给予信托公司更多业务机会

信托公司目前在承销市场中业务量和话语权较小，而主承销商通常会根据前期承销规模对分销机构进行排名并准入，信托公司难以参与部分主承销商的承销团，对于仍在起步阶段的信托公司而言，具有较大的挑战。建议监管部门协调主承销商，能够根据不同机构的属性类别进行排名，给予承销经验较为丰富的信托公司更多的参团机会。

（五）进一步深化承销业务创新的外延和内涵

目前信托公司可以取得银行间债券市场非金融企业债务融资工具的承销业务资



格,然而承销乃至投资银行业务的涵盖范围非常广泛,包含各类股票市场的承销业务、科创板承销业务、资产重组及财务顾问业务等。因此,在股权领域,承销业务创新更具有广度和深度。可以向国际知名投资银行和国内先进信托公司学习,在资产端和资金端双向发力进行业务储备,以承销业务领域的信托创新争取信托制度在股票市场承销领域的更大作为。

参考文献

- [1] 冯光华.中国债券市场发展问题研究[M].北京:中国金融出版社,2011.
- [2] 兰雅.商业银行债券承销业务风险的案例研究[J].商,2016(33).
- [3] 刘小蜡.探路信托公司参与债券承销市场[J].中国银行业,2018(7).
- [4] 刘彦.银行间债券市场公司信用类债券主承销商行为分析[J].债券,2013(12).
- [5] 卢文华.商业银行发展债券承销业务研究[J].甘肃金融,2018(9).
- [6] 汪有胜,王明红.商业银行债券承销业务发展思考[J].青海金融,2014(1).
- [7] 任仁.金融脱媒与商业银行债券承销业务的发展研究[J].中国市场,2015(42).
- [8] 马岩.非金融企业债务融资工具承销业务风险研究[J].财经界(学术版)2011(2).
- [9] 孙爱丽,冯郁芬.发展债券市场,完善中国资本市场[J].上海经济研究,2009(2).
- [10] 杨虹蛟.浅谈商业银行债券承销业务[J].现代经济信息,2015(23).
- [11] 杨雨晴.商业银行债券承销业务的发展研究[J].时代金融,2016(36).
- [12] 朱小川.浅议我国债券市场的制度改革——从改革《企业债券管理条例》开始[J].证券市场导报,2011(5).



附件一

信托公司申请 B 类主承销类会员分析

主承销类会员是指在银行间债券市场从事债务融资工具主承销业务的交易商协会会员。承销类会员取得资格满一年后可参加主承销业务市场评价。由于信托公司债券承销业务的新入者，尚未有 B 类主承销资格，也无成熟的申请路径和指标可以参考。暂且参考其他类型机构的评价标准，提前做好定量评估分析准备。鉴于银行类机构的资产规模庞大，分支行众多，境外业务发达，信托公司与之类比的标准在机构资质上可以适当放低，与证券公司的标准类比或许更合适。综合标准来看，机构资质与申请意向承销类会员的标准类似，市场评价和中国银行间市场交易商协会秘书处评价也都大同小异，分数分布也是一样的。详细标准参见附表 1。

重点在于市场表现情况和相关资质经验上。根据目前信托公司的债券承销业务现状，模拟测算最高得分。

按证券公司标准，信托公司即使做到最好，依然要丢掉市场表现的 11 分和相关资质经验的 3 分。

1. 市场表现情况（23 分）

（1）上一年度非金融企业债务融资工具承销金额在 200 亿元及以上（得最高分 3 分）

（2）上一年度非金融企业债务融资工具承销只数在 200 只及以上（得最高分 3 分）

（3）上一年度银行间债券市场债券交割量在 3 000 亿元以下（得 1 分）

（4）上一年度银行间债券市场债券托管量平均数在 40 亿元及以上（得最高分 5 分）

（5）上一年度非金融企业类债券主承销金额为零（得 0 分）

（6）上一年度非金融企业类债券主承销家数为零（得 0 分）

2. 相关资质经验（3 分）

（1）银行间债券市场做市商资格（得 0 分）

（2）人民银行公开市场一级交易商资格（得 0 分）

（3）政策性金融债承销团资格（得 0 分）

按照地方性银行的标准，信托公司市场表现丢 1 分，相关资质经验丢 3 分。



1. 市场表现情况（23 分）

- （1）上一年度非金融企业债务融资工具承销金额在 100 亿元及以上（得最高分 5 分）
- （2）上一年度非金融企业债务融资工具承销只数在 300 只及以上（得最高分 5 分）
- （3）上一年度银行间债券市场债券交割量为 1~40 000 亿元（得 1 分）
- （4）上一年度银行间债券市场债券托管量平均数在 400 亿元及以上（得最高分 4 分）
- （5）上一年度非金融企业债务融资工具交割量在 300 亿元及以上（得 2 分）
- （6）上一年度非金融企业债务融资工具托管量平均数为 40 亿元（得最高分 5 分）

2. 相关资质经验（3 分）

- （1）银行间债券市场做市业务资格（得 0 分）
- （2）人民银行公开市场一级交易商资格（得 0 分）
- （3）政策性金融债承销团资格（得 0 分）

3. 北京金融资产交易所（3 分）

- （1）工作配合度为配合（得最高分 1 分）
- （2）遵守北京金融资产交易所相关业务规则情况为优秀（得最高分 2 分）

按照外资银行的标准，熊猫债和信用风险缓释工具资格更是 0 分。

综上，信托公司申请 B 类主承销资格相对来说难度较大，除了原来就必须具备的机构自身硬件条件，对业务条线的考核更加细化和量化，资格申请难度更大。相关资质经验虽然分数占比不大，但是获取这个资格之路十分漫长。详细资格要求参见附表 2。

在业务开展到一定的基础上申请较为合适，因此，信托公司可以先努力提高其他方面的分数评价，争取业务量达标。



附表 1 证券公司类会员参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场评价标准

机构性质	证券公司类会员	总分	100 分
评价指标	评价要素	分值	评价标准
一、机构资质及业务评价（60 分）			
基本指标（10 分）	1. 净资本	1/3/5	40 亿元以下 /40 亿 ~80 亿元 /80 亿元及以上
	2. 净资产	1/3/5	50 亿元以下 /50 亿 ~100 亿元 /100 亿元及以上
部门设置及人员配备（12 分）	1. 专门从事债券承销业务部门设置	0/1/2/4	无 / 团队 / 处 / 部
	2. 从事债券承销业务人员（简称“从业人员”）数量	1/2/4	10 人以下 /10~20 人 /21 人及以上
	3. 从业人员平均从事债券承销业务年限	1/2/4	1 年以下 /1~3 年 /3 年以上
相关制度（12 分）	1. 非金融企业债务融资工具承销业务操作规程	0/2/4	缺失 / 基本完备 / 完备
	2. 非金融企业债务融资工具承销业务风险管理制度	0/2/4	
	3. 非金融企业债务融资工具承销业务内部控制制度	0/2/4	
市场表现情况（23 分）	1. 上一年度非金融企业债务融资工具承销金额	0/1/2/3	0/100 亿元以下 /100 亿 ~200 亿元 /200 亿元及以上
	2. 上一年度非金融企业债务融资工具承销只数	0/1/2/3	0/1~100 只 /100~200 只 /200 只及以上
	3. 上一年度银行间债券市场债券交割量	0/1/3/6	0/3 000 亿元以下 /3 000 亿 ~6 000 亿元 /6 000 亿元及以上
	4. 上一年度银行间债券市场债券托管量平均数	0/1/3/5	0/20 亿元以下 /20 亿 ~40 亿元 /40 亿元及以上
	5. 上一年度非金融企业类债券主承销金额	0/1/2/3	0/50 亿元以下 /50 亿 ~100 亿元 /100 亿元及以上
	6. 上一年度非金融企业类债券主承销家数	0/1/2/3	0/1~4 家 /5~9 家 /10 家及以上
相关资质经验（3 分）	1. 银行间债券市场做市商资格	0/1	否 / 是
	2. 人民银行公开市场一级交易商资格	0/1	
	3. 政策性金融债承销团资格	0/1	
二、市场评价（25 分）			
市场成员代表（6 分）	1. 业务能力	0/2/3	差 / 一般 / 优秀
	2. 专业素质	0/2/3	
债券市场专业委员会（4 分）	1. 银行间债券市场一级市场表现	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	2. 银行间债券市场二级市场表现	0/1/2	
全国银行间同业拆借中心（5 分）	1. 工作配合程度	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	2. 遵守全国银行间同业拆借中心相关业务规则情况	0/2/3	
中央国债登记结算有限责任公司（5 分）	1. 工作配合程度	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	2. 遵守中央国债登记结算有限责任公司相关业务规则情况	0/2/3	



续表

机构性质	证券公司类会员	总分	100 分
评价指标	评价要素	分值	评价标准
银行间市场清算所股份有限公司 (5 分)	1. 工作配合程度	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	2. 遵守银行间市场清算所股份有限公司相关业务规则情况	0/2/3	
三、中国银行间市场交易商协会秘书处评价（15 分）			
中国银行间市场交易商协会秘书处 (15 分)	1. 遵守协会会员管理规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	2. 遵守非金融企业债务融资工具注册发行相关规则情况	0/1/2	
	3. 遵守银行间债券市场债券交易相关自律规则情况	0/1/2	
	4. 遵守协会自律管理情况	0/1/2	
	5. 参与协会创新业务情况	0/1/2	
	6. 参与协会组织的会员活动情况	0/1/2	
	7. 工作配合程度	0/1/3	



附表2 （地方性银行类）参与B类主承销业务市场评价标准

机构性质	承销类会员（地方性银行类）	总分	100分
评价指标	评价要素	分值	评价标准
一、机构资质及业务评价（60分）			
基本指标（8分）	1. 中国银行间市场总资产	1/2/4	3 000 亿元以下 / 3 000 亿 ~ 4 000 亿元 / 4 000 亿元及以上
	2. 中国银行间市场净资产	1/2/4	150 亿元以下 / 150 亿 ~ 300 亿元 / 300 亿元及以上
公司治理（8分）	1. 中国银行间市场公司治理结构	0/2/4	不完善 / 较为完善 / 完善
	2. 中国银行间市场公司治理机制	0/2/4	
部门设置及人员配备（9分）	1. 中国银行间市场专门从事债券承销业务部门设置	1/2/3	兼职团队 / 专职团队 / 独立部门
	2. 中国银行间市场从事债券承销业务人员（简称“从业人员”）数量	1/2/3	10 人以下 / 10~20 人 / 21 人及以上
	3. 中国银行间市场从业人员平均从事债券承销业务年限	1/2/3	1 年以下 / 1~3 年 / 3 年及以上
相关制度（9分）	1. 中国银行间市场非金融企业债务融资工具承销业务操作规程	0/1/3	缺失 / 基本完备 / 完备
	2. 中国银行间市场非金融企业债务融资工具承销业务风险管理制度	0/1/3	
	3. 中国银行间市场非金融企业债务融资工具承销业务内部控制制度	0/1/3	
市场表现情况（23分）	1. 中国银行间市场上一年度非金融企业债务融资工具承销金额	0/1/3/5	0 元 / 1 ~ 50 亿元 / 50 亿 ~ 100 亿元 / 100 亿元及以上
	2. 中国银行间市场上一年度非金融企业债务融资工具承销只数	0/1/3/5	0 只 / 1~149 只 / 150~299 只 / 300 只及以上
	3. 中国银行间市场上一年度银行间债券市场债券交割量	0/1/2	0 元 / 1 ~ 40 000 亿元 / 40 000 亿元及以上
	4. 中国银行间市场上一年度银行间债券市场债券托管量平均数	0/1/2/4	0 元 / 1 ~ 200 亿元 / 200 亿 ~ 400 亿元 / 400 亿元及以上
	5. 中国银行间市场上一年度非金融企业债务融资工具交割量	0/1/2	0 元 / 1 ~ 300 亿元 / 300 亿元及以上
	6. 中国银行间市场上一年度非金融企业债务融资工具托管量平均数	0/1/3/5	0 元 / 1~20 亿元 / 20 亿 ~ 40 亿元 / 40 亿元及以上
相关资质经验（3分）	1. 中国银行间市场银行间债券市场做市业务资格	0/0.5/1	否 / 尝试做市机构 / 做市商
	2. 中国银行间市场人民银行公开市场一级交易商资格	0/1	否 / 是
	3. 中国银行间市场政策性金融债承销团资格	0/1	
加分项（10分）	1. 中国银行间市场服务地方经济发展情况	10	根据支持地方金融生态建设情况给予加分



续表

机构性质	承销类会员（地方性银行类）	总分	100 分
评价指标	评价要素	分值	评价标准
二、市场评价（25 分）			
市场成员代表 （7 分）	1. 中国银行间市场业务能力	0/2/4	差 / 一般 / 优秀
	2. 中国银行间市场专业素质	0/1/3	
债券市场专业 委员会（6 分）	1. 中国银行间市场银行间债券市场一级市场表现	0/1/3	差 / 一般 / 优秀
	2. 中国银行间市场银行间债券市场二级市场表现	0/1/3	
全国银行间同业 拆借中心（3 分）	1. 中国银行间市场工作配合程度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 中国银行间市场遵守全国银行间同业拆借中心 相关业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
中央国债登记 结算有限责任 公司（3 分）	1. 中国银行间市场工作配合程度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 中国银行间市场遵守中央国债登记结算有限责 任公司相关业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
银行间市场清算 所股份有限公司 （3 分）	1. 中国银行间市场工作配合程度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 中国银行间市场遵守银行间市场清算所股份有 限公司相关业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
北京金融资产 交易所（3 分）	1. 中国银行间市场工作配合程度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 中国银行间市场遵守北京金融资产交易所相关 业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
三、中国银行间市场交易商协会秘书处评价（15 分）			
中国银行间市场 交易商协会 秘书处 （15 分）	1. 中国银行间市场遵守协会会员管理规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	2. 中国银行间市场遵守非金融企业债务融资工具 注册发行相关规则情况	0/1/2	
	3. 中国银行间市场遵守银行间债券市场债券交易 相关自律规则情况	0/1/2	
	4. 中国银行间市场遵守协会自律管理情况	0/1/2	
	5. 中国银行间市场参与协会创新业务情况	0/1/2	
	6. 中国银行间市场参与协会组织的会员活动情况	0/1/2	
	7. 中国银行间市场工作配合程度	0/1/3	



附表3 (外资银行类) 参与B类主承销业务市场评价标准

机构性质	承销类会员	总分	100分
评价指标	评价要素	分值	评价标准
一、机构资质及业务评价(60分)			
基本指标 (10分)	1. 总资产	1/2/3	1 000 亿元以下 / 1 000 亿 ~ 2 000 亿元 / 2 000 亿元及以上
	2. 净资产	1/2/3	100 亿元以下 / 100 亿 ~ 200 亿元 / 200 亿元及以上
	3. 所在集团总资产	1/2	1 万亿美元以下 / 1 万亿美元以上
	4. 所在集团分支机构覆盖国家或地区数量	1/2	50 个国家或地区以下 / 50 个国家或地区以上
部门设置及 人员配备 (12分)	1. 专门从事债券承销业务部门设置	1/2/4	兼职团队 / 专职团队 / 独立部门
	2. 从事债券承销业务人员(简称“从业人员”)数量	1/2/4	10 人以下 / 10~20 人 / 21 人及以上
	3. 从业人员平均从事债券承销业务年限	1/2/4	1 年以下 / 1~3 年 / 3 年以上
相关制度 (12分)	1. 非金融企业熊猫债承销业务操作规程	0/1/3	缺失 / 基本完备 / 完备(重点考察后续管理部分)
	2. 非金融企业熊猫债承销业务风险管理制度	0/1/3	
	3. 非金融企业熊猫债承销业务内部控制制度	0/1/3	
	4. 与所在集团就履行后续管理义务有相关安排	0/1/3	无 / 有部分安排 / 有且齐备
市场表现情况 (22分)	1. 上一年度熊猫债主承销金额(政府类和金融机构熊猫债)	0/1/2/3	0/15 亿元以下 / 15 亿 ~ 30 亿元 / 30 亿元及以上
	2. 上一年度非金融企业熊猫债承销金额	0/1/2/3	0/15 亿元以下 / 15 亿 ~ 30 亿元 / 30 亿元及以上
	3. 上一年度非金融企业债务融资工具承销金额	0/1/2/3	0/30 亿元以下 / 30 亿 ~ 60 亿元 / 60 亿元及以上
	4. 上一年度熊猫债持有量平均金额	0/1/2	0/2 亿元以下 / 2 亿元及以上
	5. 上一年度银行间债券市场债券交割量	0/1/2/3	0/10 000 亿元以下 / 10 000 亿 ~ 15 000 亿元 / 15 000 亿元及以上
	6. 上一年度银行间债券市场债券托管量平均数	0/1/2/3	0/120 亿元以下 / 120 亿 ~ 240 亿元 / 240 亿元及以上
	7. 上一年度代理境外机构结算量	0/1/2	0/100 亿元以下 / 100 亿元及以上
	8. 上一年度所在集团主承销境外投资级债券发行人数量	0/1/2/3	0/200 家以下 / 200~400 家 / 400 家及以上
相关资质经验 (4分)	1. 银行间债券市场做市商资格	0/1	否 / 是
	2. 人民银行公开市场一级交易商资格	0/1	
	3. 政策性金融债承销团资格	0/1	
	4. 信用风险缓释工具核心交易商资格	0/1	
加分项(5分)	1. 为非金融企业熊猫债项目提供金融服务次数	0/1/2/3	0/3 次以下 / 3~5 次 / 5 次以上
	2. 参与熊猫债研究, 推动市场开放	0/1/2	未参与 / 参与 / 积极参与



续表

机构性质	承销类会员	总分	100 分
评价指标	评价要素	分值	评价标准
二、市场评价（25 分）			
市场成员代表 （7 分）	1. 业务能力	0/2/4	差 / 一般 / 优秀
	2. 专业素质	0/1/3	
债券市场专业 委员会（6 分）	1. 银行间债券市场一级市场表现	0/1/3	差 / 一般 / 优秀
	2. 银行间债券市场二级市场表现	0/1/3	差 / 一般 / 优秀
全国银行间同 业拆借中心 （3 分）	1. 工作配合程度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 遵守全国银行间同业拆借中心相关业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
中央国债登记 结算有限责任 公司（3 分）	1. 工作配合程度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 遵守中央国债登记结算有限责任公司相关业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
银行间市场清 算所股份有 限公司（3 分）	1. 工作配合程度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 遵守银行间市场清算所股份有限公司相关业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
北京金融资产 交易所（3 分）	1. 工作配合度	0/0.5/1	不配合 / 较为配合 / 配合
	2. 遵守北京金融资产交易所相关业务规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
三、中国银行间市场交易商协会秘书处评价（15 分）			
中国银行间市 场交易商协会 秘书处（15 分）	1. 遵守协会会员管理规则情况	0/1/2	差 / 一般 / 优秀
	2. 遵守非金融企业债务融资工具注册发行相关规则情况	0/1/2	
	3. 遵守银行间债券市场债券交易相关自律规则情况	0/1/2	
	4. 遵守协会自律管理情况	0/1/2	
	5. 参与协会创新业务情况	0/1/2	
	6. 参与协会组织的会员活动情况	0/1/2	
	7. 工作配合程度	0/1/3	

注：本标准所列“非金融企业熊猫债”是指境外非金融企业债务融资工具。

捌

信托公司资本市场业务研究

课题牵头单位：广东粤财信托有限公司

课题指导专家：陈 赤

课题组组长：刘东辉

课题副组长：翟立宏
周 萍

课题组成员：

杨晓东

冯 超

马 勇

刘占勇

闫丞锋

熊宇翔

李 钧

陈 恪

胡可嘉

项 琥

付巍伟

骆传朋

镇方栋

梁秋锐

刘 松

王悦琪

丁 锐

隋晓峰

万妮娜

周 娜

夏 雨

陈韶辉

王志滨

陈晓彬

潘 雷

李碧波

杨显峰

张 婧

张劲松

汤宝莲

郑文蝶

广东粤财信托有限公司

西南财经大学信托与理财研究所

中信信托有限责任公司

中诚信托有限责任公司

北方国际信托股份有限公司

中国民生信托有限公司

新时代信托股份有限公司

江苏国际信托有限责任公司

山西信托股份有限公司

平安信托有限责任公司

中铁信托有限责任公司

中信信托有限责任公司

新华信托股份有限公司

西南财经大学信托与理财研究所

广东粤财信托有限公司



摘 要

资本市场又称长期资金市场，是金融市场的重要组成部分。资本市场业务是信托公司的传统三大业务领域之一，本课题的第一部分就信托公司资本市场业务发展历程进行了回顾、就信托公司资本市场业务的分类进行了探讨，就信托公司开展资本市场业务所具有的优劣势以及所面临的风险进行了梳理，并就信托公司资本市场业务未来可能的重点发展方向进行了展望。

资本市场业务具体的种类较多，课题组将每一类业务均按照业务概况、供求分析、竞争对手、信托参与的优劣势、模式和流程、风险要点、展业建议、具体案例的逻辑思路进行研究和梳理；并将信托公司资本市场业务分为投资类业务、融资类业务、其他类业务，这是本课题的第二部分。投资类资本市场业务具体包括 FOF 和 MOM 业务、并购类业务、二级市场投资业务、定向增发类业务、PE 类业务、期货类业务、QDII 类业务，融资类资本市场业务具体包括可交债可转债业务、股票质押类业务、配资业务、永续债业务，其他类资本市场业务具体包括大类资产配置业务、资产证券化业务、承销类业务、固有业务参与资本市场业务。课题组通过梳理研究，并结合每类具体业务的风险敞口的大小及风险与收益的匹配情况、信息的透明与否及获得信息的难易程度、标准化程度如何、是否与信托公司优势相契合四个维度对每一类业务的发展前景进行综合判断，最终认为 FOF 和 MOM 业务、并购类业务、可交债可转债业务、大类资产配置业务、资产证券化业务较可能成为信托公司资本市场业务的主要发展方向，并在具体成文篇幅上对以上业务有所侧重。

为谋求资本市场业务健康持续发展，信托行业需要搭建完善的人才队伍、IT 系统和风控等基础体系，保障业务顺利进行。本课题的最后部分是信托公司资本市场业务的支持系统，分为人才的需求与保障、系统的需求与保障、业务的风险控制三个方面，并对信托公司资本市场业务的监管与自律提出了政策意见和建议。

关键词：信托公司 资本市场 业务 研究



目 录

一、信托公司资本市场业务概述	426
(一) 课题背景	426
(二) 信托公司资本市场业务的发展历程	427
(三) 信托公司资本市场业务的产品类别	429
(四) 信托公司参与资本市场业务的优势	430
(五) 信托公司资本市场业务主要面临的风险	431
(六) 信托公司资本市场业务的发展方向	434
二、信托公司投资类资本市场业务	436
(一) FOF/MOM 业务	436
(二) 并购类业务	441
(三) 二级市场投资业务	446
(四) 定向增发类业务	446
(五) 信托公司 PE 类业务	447
(六) 期货类业务	448
(七) QDII 业务	449
三、信托公司融资类资本市场业务	450
(一) 可交债、可转债业务	451
(二) 股票质押类业务	455
(三) 配资业务	456
(四) 永续债业务	458
四、信托公司其他类资本市场业务	459
(一) 大类资产配置业务	460
(二) 资产证券化业务	463
(三) 承销类业务	465
(四) 固有业务参与资本市场业务	466



五、信托公司资本市场业务的保障体系	468
(一) 人才的需求和保障	468
(二) 系统的需求和保障	469
(三) 风险监控与管理	471
(四) 业务的监管与自律	473
参考文献	474



一、信托公司资本市场业务概述

资本市场又称长期资金市场，是金融市场的重要组成部分。作为与货币市场相对应的理论概念，资本市场通常是指进行中长期（一年以上）资金（或资产）借贷融通活动的市场。由于在长期金融活动中，涉及资金期限长、风险大，具有长期较稳定收入，类似于资本投入，故称为资本市场。^①

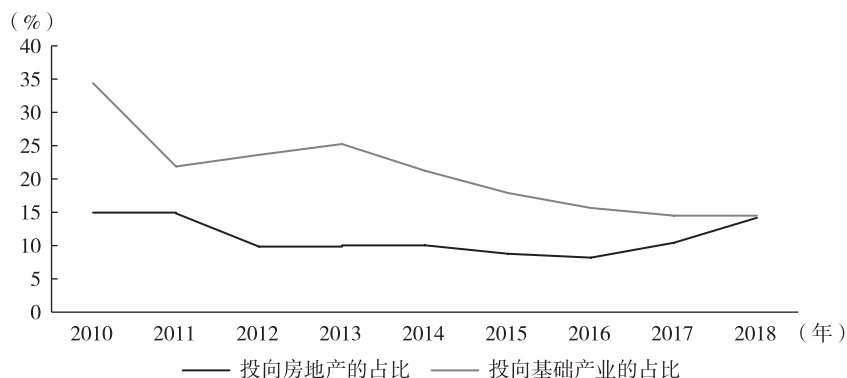
（一）课题背景

资本市场连通千行百业、牵系千家万户，是兼具政治、经济、文化、社会的综合体，近 30 年来，新中国的资本市场从无到有、从小到大，股票市场、债券市场和商品期货市场规模均位居世界前列，可以说是实现了跨越式发展。信托公司（1978—2007 年为信托投资公司）在新中国资本市场发展的过程中发挥了重要作用。

2018 年以来，国家内外部环境发生显著变化，当年召开的中央经济工作会议指出，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。新时代赋予了资本市场新的定位和使命。2019 年，国家推进科创板建设并试点注册制，首批 25 家企业已于 7 月上市交易，这既是畅通科技、资本和实体经济循环，加速科技成果向现实生产力转化的机制创新，也是资本市场助推科技强国、供给侧结构性改革的重要举措。

新的环境为金融带来了新的机遇与挑战。在金融行业面临转型的大背景下，各类资管子行业都在按资管新规的要求推进转型，从产品设计、合格投资者资质、信息披露等各个方面进行了全面规范，对于信托公司来说，传统业务中主动管理类业务主要是投向房地产和基础产业，如图 1 所示，2010—2018 年，投向房地产的资金占比在 10%~15%，投向基础产业的占比从 2010 年的 34.39% 下降到 2018 年的 14.59%，呈现不断下降的趋势。在资管市场竞争日趋激烈的背景下，资本市场业务是能快速体现和提升主动管理能力的重要抓手，也可能成为信托公司业务转型的一个重要方向。

^① 何娟. 物流金融理论与实务 [M]. 北京: 清华大学出版社, 2014.



数据来源：中国信托业协会、国家统计局。

图1 资金信托投向房地产和基础产业占比

信托公司积极参与，拓宽资本市场业务将是转型所需、势在必行。因此，本课程通过对信托公司资本市场业务的调研，系统地研究信托公司资本市场业务模式，为信托公司参与资本市场业务提供适当的借鉴。

（二）信托公司资本市场业务的发展历程

信托行业曾经为新中国证券业的发展作出过重要的贡献，工商银行上海分行信托投资公司静安分公司1984年11月18日代理发行了上海飞乐音响公司1万股股票，是新中国历史上的第一只股票。人民银行上海市分行批准信托投资公司静安分公司更名为证券业务部，这也是新中国第一家证券营业部。1986年9月，静安营业部开设交易柜台，被称为“中国的梧桐树”。静安证券业务部还编制了全国第一个股价指数——静安平均股价指数。1988年，中国证券市场建立了第一批三家证券公司，其中由上海信托投资公司组建了万国证券公司。在1999年信托与证券分业经营之前，信托投资公司普遍下设大量证券营业部开展证券业务。分业后从信托行业当中分离设立了为数众多的证券公司。

从信托参与资本市场业务过程来看，2015年以前，资金信托投向证券市场的余额和占比稳步提高，在2015年投向证券市场的资金信托占比达到20.4%的历史最高，之后占比有所回落。投向证券市场的余额2015年股灾后小幅回落，2017年增长至历史最高的3.1万亿元，2018年有一定回调。从具体投向上看，2018年证券投资信托总额为2.59万亿元，其中，投向一级市场占比5.83%，二级市场占比30.52%，基金占比2.91%，组合投资占比60.75%。从2010年到2018年，证券投资信托规模也逐渐增加，证券投资信托的资金主要做组合投资和投资于二级市场，这对信托公司的主



动管理能力提出了较高要求。

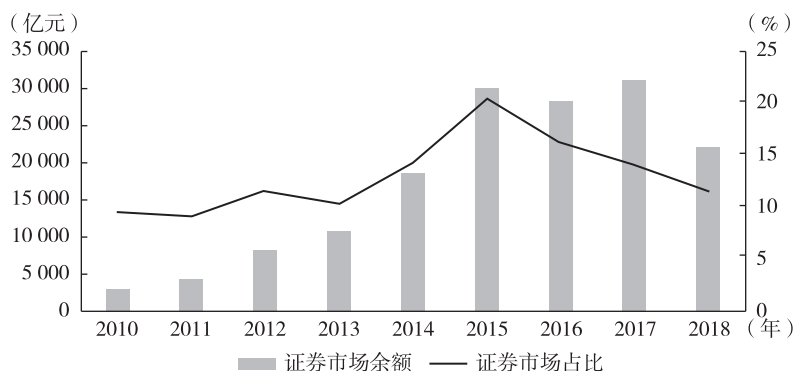


图 2 2010—2018 年资金信托投向证券市场情况

1986—1999 年，伴随着新中国证券市场的产生和发展，信托公司普遍下设多家证券营业部，大量开展证券经纪业务和自有资金的证券二级市场投资业务。1999 年，人民银行决定对当时的 239 家信托投资公司进行全面的整顿撤并，重新规范信托投资业务范围，把证券业从信托业中分离出去，同时制定出严格的信托投资公司设立条件。

2001 年《信托法》正式颁布，2002 年《信托投资公司管理办法》和《信托投资公司资金信托管理暂行办法》相继由人民银行发布实施。2003 年中国银监会成立后，发布了多项信托层面的通知、办法，2007 年中国银监会重新制定了《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》并颁布实施，中国信托业进入了健康快速发展的阶段。在信托主业突飞猛进的过程中，证券信托业务也探索出了多种业务模式和发展阶段，并实现了快速的发展。

2003 年 7 月 12 日，云南国际信托投资公司（现为云南信托）推出“中国龙资本市场信托计划”。其核心模式是不引入第三方投资顾问，由信托公司同时作为产品发行人和投资顾问，使用自身的投研团队进行自主管理。在当时的环境下，此模式并没有与原有的民间私募基金产生关系，市场更多将其当作普通的信托产品，因此削弱了其市场认可度。而现在看来，云南模式正是信托公司资本市场业务主动管理的早期践行模式，为信托公司从事务管理向主动管理发展积累了大量经验。

2003 年上海国际信托投资公司（现为上海信托）推出第一只“蓝宝石”产品，以上海国际信托投资公司为代表的上海模式与深圳模式的区别主要在于其产品模式采用结构化，分为优先劣后级，一般由信托公司承担优先受益人角色，由作为投资决策者的私募机构担当一般（劣后级）受益人角色。结构化要求严格的劣后部分份额，



且对持仓限制也更苛刻。这样的结构化产品模式以及劣后级投资人操盘股票投资的业务模式体现了其证券融资信托的本质，而其发展时间也远远早于券商大规模开展两融业务。

2004年2月20日，深圳国际信托投资公司（现为华润信托）与赵丹阳合作发行中国第一只开放式证券投资信托计划——深国投·赤子之心（中国）集合资金信托，开启了“阳光私募基金”模式。此后，各家信托公司跟进推广相似模式，并得到了市场的认可。在这种模式下，信托制度设计显现了巨大的优越性：一方面，信托业务的上层法律结构具有制度刚性，以证券投资集合资金信托计划为代表是最典型的符合信托关系法定要素的业务类型。另一方面，信托业务的下层经营结构具有市场柔性，即在信托产品的产品结构、风险偏好取舍和信托资产配置方面具有充分的灵活性。

随着《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》和《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》等制度的出台，以及券商子公司、基金子公司、期货子公司的业务扩张，信托的牌照优势已经不再明显。在功能监管趋势明显的环境下，制度红利空间持续缩小，各家信托公司在资本市场业务的发展路径上结合自身优势制定了各自的发展战略，逐步由多种模式共同发展向专业化发展方向前进。事务管理型信托服务不再单纯将自身定位为受托人，同时向承担事务管理人、运营服务商、托管人的角色转变，在做大规模的同时，培养自身更专业的服务品质，建立更加有效率的运营系统，提升自身更深入的服务内涵满足市场需求，通过模式创新适应市场和监管环境的变化。主动管理型信托业务，通过长期与私募基金经理人等专业的投研人员接触，沉淀投顾和产品评估体系，建立健全风控体系和系统支持，运用资产配置理念，发展主动管理类FOF、MOM业务。此外，随着信托公司合格境内机构投资者（QDII）业务资格的发放，信托受托境外理财业务也成为新的模式和发展方向，各家公司均通过事务管理或主动管理模式，希望以全球资产配置的方式进行跨境资本市场业务展业。

（三）信托公司资本市场业务的产品类别

以证券投资为代表的信托公司资本市场业务，经过多年的发展，从起初的阳光股权私募基金到如今的股票、债券、期货、FOF、MOM、QDII、资产证券化等业务的发展，资产管理规模和收益贡献持续提升，为信托公司参与资本市场业务打下了坚实的基础。

课题组将信托公司的资本市场业务分为投资类资本市场业务、融资类资本市场业务和其他类资本市场业务。投资类资本市场业务主要是指FOF和MOM、并购类业务、



二级市场投资业务、定向增发、PE 业务、期货类业务等。融资类资本市场业务主要指可交债、可转债业务、股票质押类业务、配资业务、股东增减持业务、永续债业务等。其他类资本市场业务主要指资产证券化业务、大类资产配置业务、承销类业务、固有业务参与资本市场等。

表 1 信托公司资本市场业务的产品类别

产品类别	分类
投资类资本市场业务	FOF/MOM 业务
	并购类
	二级市场投资
	定向增发类业务
	PE 业务
	期货业务
	QDII 业务
融资类资本市场业务	可交债可转债
	股票质押业务
	配资业务
	永续债业务
其他类资本市场业务	大类资产配置
	资产证券化
	承销类业务
	固有参与资本市场业务

（四）信托公司参与资本市场业务的优势

1. 信托公司多年稳健展业带来的客户优势

宏观上国内高净值的个人投资者的客户数量不断增加，贝恩公司与招商银行发布的《2019 中国私人财富报告》指出，2018 年，中国个人可投资资产在 1 000 万元以上的高净值人群规模达到 197 万人，全国个人持有的可投资资产总体规模达到 190 万亿元，预计到 2019 年末将突破 200 万亿元大关。在行业层面，由于合格投资者的限制，信托公司天然聚集了一批优质的高净值客户。作为可以呈现不同风险收益特征并满足不同投资者需求的业务种类，资本市场业务可以很好地契合和承接高净值客户的资产和财富管理方面的需求。

2. 信托公司的信用风险管理能力优势

信托公司在 1978 年成立伊始所开展的业务就是基于信用风险管理的融资类业务，在迄今为止的 40 多年时间里，基于信用风险管理的融资类业务一直是信托公司的主



营业务方向之一，全行业都积累了各类业务模式、各类交易对手、各类风控条件下信用风险管理方面的经验和教训，管理能力持续提升。在以往的信托公司资本市场业务领域，股票质押业务、配资业务、定向增发业务等几类业务都是能将信托制度优势与信托公司信用风险管理能力进行有机结合的业务。

3. 信托公司资本市场业务具有后发优势

发达国家的信托机构在资本市场中的参与度和重要性都在不断增强，各类信托投资基金的规模持续上升，有价证券的规模也获得较大幅度的提升，这使得金融机构成为稳定资本市场的重要力量。如以证券投资信托为主导的投资信托是美国信托财产中最重要的运作方式，20 世纪末美国的信托财产配置在有价证券方面的投资比重就超过了 85%，投资股票的比重超过了 50%。中国的信托公司资本市场业务还处于上升期，可以借鉴成熟的资本市场业务发展经验，实现自身的转型和发展。

4. 信托公司参与资本市场业务的灵活性较高

在不同的经济周期阶段，投资者可着重配置股票、债券、大宗商品、现金等大类资产，其中股票与债券都是资本市场的标准化产品，可以说资本市场产品是大类资产配置的核心。研究表明，通过大类资产配置获取的回报占总体投资组合回报的 90% 以上。信托具有“混业经营”的特点，可以投资于货币市场，资本市场和实体企业，因而有利于进行大类资产配置以及产品的跨市场组合。

5. 信托具有风险隔离的优势

《信托法》第十六条规定：“信托财产与属于受托人所有的财产（以下简称固有财产）相区别，不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。受托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其遗产或者清算财产。”信托具有财产的独立性，这就决定了信托一旦设立信托财产独立于受托人的财产和其他信托财产，委托人在进行破产清算时，其设立的信托资产不会包含在内，委托人的债务也不会转移给信托资产的受益人，法院对于信托资产也无强制追偿的效力。

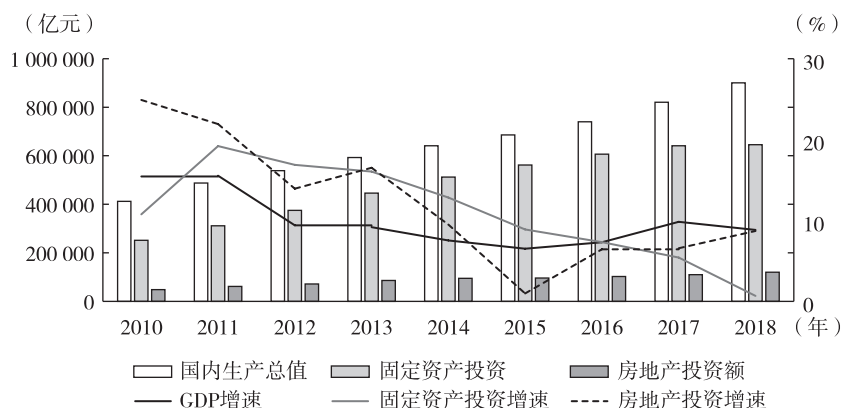
（五）信托公司资本市场业务主要面临的风险

1. 宏观经济形势风险

我国 GDP 增速从 2010 年的 10.3% 减少到 2018 年的 6.6%，经济增速减缓。固定资产投资增速从 2010 年的 10.76% 减少到 2018 年的 0.69%，房地产投资增速从 2010 年的 24.09% 减少到 2018 年的 8.70%。实体经济增长下行压力较大，GDP 增速放缓将影响资本市场业务的收益。2018 年 2 月以来，中美贸易摩擦不断加剧，并具有长期



性的特征，这必然会增加经济下行的压力。我国由过去依赖投资和出口拉动经济的增长模式在快速消退，而新的发展模式尚未形成，这为信托公司的展业环境带来一定的影响。

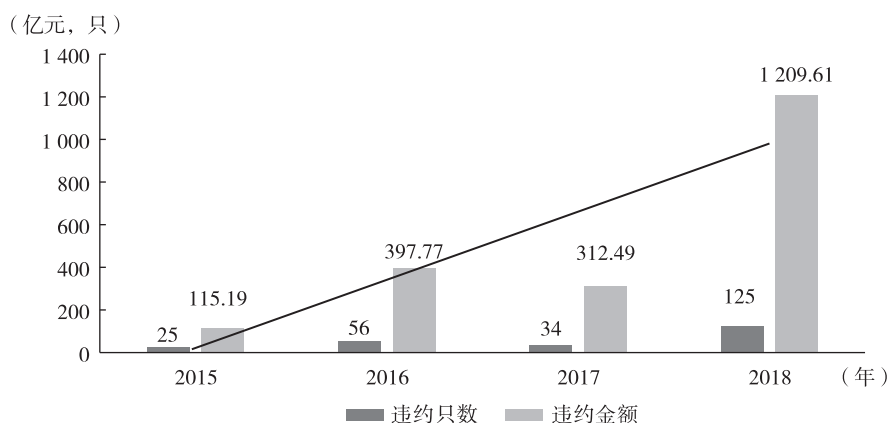


数据来源：国家统计局。

图 3 2010—2018 年国内生产总值、固定资产投资、房地产投资总额及其增速

2. 债券市场的违约风险

资本市场业务在债券市场面临的风险主要是信用债违约的风险，如图 4 所示，2015 年信用债违约 25 只，共计 115.19 亿元，到 2018 年，违约 125 只，共计 1 209.61 亿元，可见信用债违约数量和金额不断增加，也相应增加了信托公司参与债券市场的风险。



数据来源：Wind 数据库。

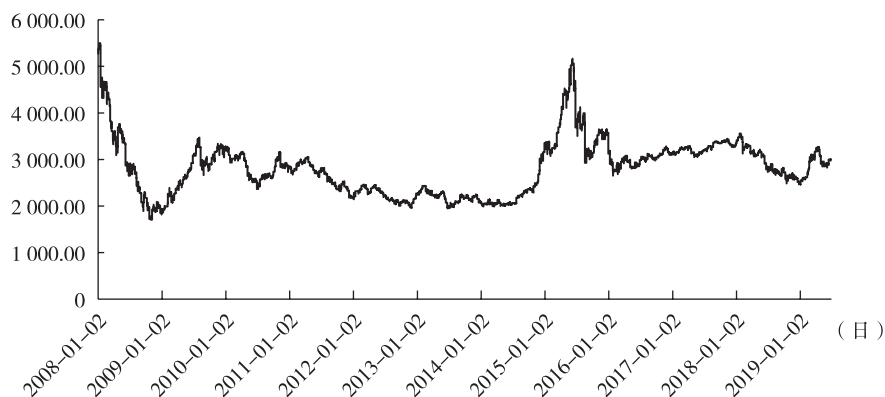
图 4 2015—2018 年信用债违约只数和违约金额

3. 股票市场的收益不确定性风险

股票市场的收益不同于债券市场的收益，债券市场的收益是相对确定的，而股



票的价格不断变动，资本市场业务面临的风险主要是股票价格变动带来的收益不确定性的风险。如图5所示，上证指数在十年发展中波动幅度巨大，并且呈现出“牛短熊长，涨少跌多”的特征。同时，自2018年以来，中美贸易摩擦升级加上人民币贬值预期等因素则进一步加剧了资本市场震荡。

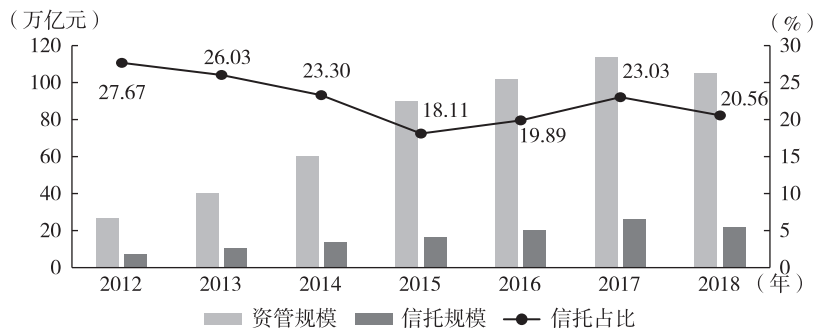


数据来源：Wind 数据库。

图5 2008—2019年上半年的上证综合指数

4. 市场竞争日趋激烈

信托公司作为大资管行业中的一个子行业，信托关系事实上已变为资管行业的通行制度，并不为信托公司所专营。与信托业务相似的各类资产管理业务往往依托母行业在资金、客户、一二级市场行业研究能力、避险功能、投资专长领域的资源禀赋，凭借完善的制度安排和经验丰富的团队，在各类证券业务中形成独特的竞争优势。如图6所示，2012—2018年信托资产的规模占资管规模的比例，从2012年的27.67%降至2018年的20.56%，呈现出不断下降趋势，这是因为信托公司没有形成自己的特色产品，经营模式老旧单一，难以面对日趋激烈的市场竞争。



数据来源：中国证券业协会、Wind 数据库、北方信托。

图6 2012—2018年信托资产占资管规模的比例走势图



2019 年银行理财子公司已有 12 家批筹，分别为六大国有商业银行，股份制银行中的光大银行、招商银行、兴业银行，以及宁波银行、杭州银行和徽商银行三家城商行。其中中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、光大银行、招商银行的理财子公司的开业申请已获批。另有 18 家银行也已明确公告表示要设立理财子公司。目前法规已经明确，银行理财子公司可以直接发行具有结构设计的产品，这样基本可以判定以往由银行出资，信托公司开展的结构化阳光私募配资业务等结构化产品将面临银行理财子公司的激烈竞争。

5. 法律法规的不完善、不配套的制度风险

信托公司参与资本市场业务的监管指引主要为《信托公司证券投资信托业务操作指引》，该指引是 2009 年发布的，当前已很难适应发展要求。在信托公司开展资本市场业务时，涉及不同监管部门的监管和协调，因此，信托公司参与资本市场业务时无法与公募基金、券商资管享受同等条件的展业环境，如信托公司始终无法作为拟上市公司的股东，股权信托投资不能利用公开市场退出。另外，我国金融市场以及资本市场的相关法律法规仍处于发展和完善阶段，这也给信托公司参与资本市场业务带来制度风险。

（六）信托公司资本市场业务的发展方向

“资管新规”的正式发布旨在规范资管行业发展，统一监管标准，消除层层嵌套等监管套利行为，明确鼓励资管机构开展主动管理业务，为国内资管行业未来长期的业务发展方向奠定了基础。在此背景下，信托行业业务转型，回归本源成为大势所趋。资本市场业务涉及的金融产品丰富多样，开展此项业务要求信托公司提升对宏观经济、市场环境、大类资产、金融产品的研究能力，为主动管理打下基础。一方面，相比其他类型信托业务，资本市场业务底层资产的风险与收益对市场环境十分敏感，需要信托公司加强对市场环境的研究。另一方面，信托公司需要对各类底层资产的风险收益特征进行深入细致研究，提升主动管理能力。

1. 资本市场的主动管理业务

资本市场的主动管理业务是指信托公司具有全部或部分的信托财产运用裁量权，对信托财产进行实质管理和处分，承担主动管理责任的业务。委托人以货币形式进行出资，信托公司单独作为投资管理人，或者聘请第三方担任投资顾问共同进行投资管理。根据信托公司的实践经验来看，主动管理类业务主要包括 FOF 和 MOM、股票投资信托、债券投资信托、定向增发信托等业务。



信托公司在参与资本市场的主动管理类业务时对信托计划的投资承担主动管理责任，因此其客户主要是为追求风险分散、收益稳健、具有大类资产配置的客户群体，如银行、保险、高净值的客户以及家族信托客户等。信托公司在主动管理业务中既要负责对信托财产的运用、管理和处分，又要建立大类资产配置团队，对市场、政策和资产波动进行深入研究并且不定期分享研究成果。因此，主动管理业务的收费模式较为多样，信托报酬率也相对较高。

信托公司资本市场的主动管理业务有三种核心竞争力。首先，信托公司要有良好的投资管理能力，对国内外宏观经济、政策动向和大类资产有较为深入的研究，并可以据此进行投资防线的把握和研判。其次，信托公司要依赖专业化的市场分工，对子基金建立起一套科学有效的评价体系。最后，信托公司的跨市场大类资产配置的制度优势也为信托公司资本市场的主动管理类业务的开展搭建了“护城河”。

信托公司开展资本市场主动管理业务除了要关注和防范在信托产品的设立、运营和清算过程中的合规风险、操作风险和计算机系统风险，还要关注资产价格波动的风险。因此信托公司在开展资本市场业务时，一方面，要防范产品设立、运营和清算过程中的风险点，另一方面要做好资产价格大幅波动的预案和防范措施，尽可能在保证稳定收益的同时降低资产的风险暴露。

2. 资本市场的通道业务

通道业务是指信托公司不具有信托财产的运用裁量权，而是根据委托人或是由委托人委托的指令权人的指令，对信托财产进行管理和处分的信托。

资本市场的通道业务主要服务于投向标准化证券的机构投资者，委托人以货币形式出资，其他金融机构或投资顾问负责投资交易决策并承担主要的市场风险，信托公司以受托人的身份运营管理信托产品，承担除了市场波动风险外的运营管理和服务职能。其中比较典型的为“阳光私募股票基金”，其他包括投资于新三板、股票、债券、打新、定向增份额等的通道业务。

资本市场通道业务的客户主要是银行类金融机构、私募类资产管理机构。这些机构借助信托公司较为灵活的产品创设机制以及完善的中后台服务体系，使其专注于投资交易决策，将其他综合服务交给信托公司形成其自身的核心竞争力。资本市场的通道类业务中，信托公司不承担或者承担较小的市场波动的风险，收费模式比较单一且信托报酬率较低，因此规模效应是必然选择。

信托公司资本市场通道业务的核心竞争力主要是全方位的中后台服务体系，包



括资金募集、筛选投资顾问、设计交易结构、搭建法律架构、份额登记、独立风险监控、交易管理、资金管理、估值清算、信息披露以及信息保密等工作内容。经过了十余年的发展，信托公司已经形成了特有的服务标准、服务能力和运营体系，具有业务边界清晰、模式稳定可复制、业务成长空间可预期以及财务成果可验证的核心竞争力。资本市场通道业务的主要风险是业务合规风险和业务操作风险。因此，在开展通道业务时既要注重产品设立、运营和清算过程中的风险，又要关注操作过程中流程的合规性风险，以及计算机系统的稳定和精确，确保在产品运行过程中不会出现差错。

二、信托公司投资类资本市场业务

信托公司投资类资本市场业务是信托公司的传统业务之一，近年来以二级市场投资类业务、定向增发类业务较为常见。信托公司的 PE 类业务、期货类业务、QDII 类业务也存在多年，但由于这几类业务在业务资格准入等方面的种种原因，业务量一直相对较小。FOF/MOM 业务可以说是在传统证券业务基础上发展起来的，从国外的发展经验来看，通过选择不同的子产品和不同的子资产管理人进行投资获取收益，是资产管理行业证券投资类业务的发展方向。随着经济进入“新常态”，金融领域去杠杆，资产估值逐步向理性回归，信托公司也在积极参与各类上市公司资产并购业务。

（一）FOF/MOM 业务

FOF 通常被称为基金中的基金，是指专门投资于“一篮子”基金的基金。MOM 通常被称为管理人的管理人基金，是通过分析子管理人的投资理念和管理能力，对 MOM 基金资产进行投资管理。

1. FOF/MOM 业务概况

截至 2019 年 6 月末，中国境内共有公募基金 5 983 只，基金资产合计 13.46 万亿元，且产品种类越来越丰富，已覆盖股票型、债券型、混合型、货币型、QDII 等多种产品类型；已备案私募基金 77 722 只，资产规模共计 13.28 万亿元，其中私募证券投资基金 38 538 只，资产规模为 2.33 万亿元。但基金数量增长的同时也伴随着产品的同质化、风险收益特征识别困难、基金投资相关信息不对称等问题，普通投资者选择合适基金产品的难度越来越大。相比较，专业投资者具有相对较高的投资管理能力，且具有一定资金优势，能够实现资产的优化配置并分散投资风险，FOF/MOM 市场需求应运而生。



“资管新规”禁止资管产品多层嵌套，允许资管产品再投资一层资管产品，但所投资的产品不得再投资公募证券投资基金以外的产品。对比 FOF 与 MOM 业务交易模式。FOF 由于自身占用两个产品层级，无法再接受上层资管产品形式的投资，而传统 FOF 业务的资金来源主要为银行理财及其他金融机构资管产品，资管产品要占用一个层级，因此银行理财等其他金融机构资管产品无法继续成为 FOF 业务的资金方。而 MOM 产品只占用一个产品层级，使其可向上接受最多一层产品投资，该模式有助于向上拓展 MOM 资金来源，有望化解 FOF 式募资困境。可以想象，随着行业发展不断成熟以及制度红利的倾向，MOM 业务模式或将成为金融机构多元化资产配置的主要产品供给模式。

2. 信托公司参与 FOF/MOM 业务的竞争优势与劣势

优势：大类资产配置经验丰富。信托投资领域宽泛，横跨实业领域、资本市场和货币市场，符合 FOF/MOM 的多元资产配置理念。信托公司可依靠多年积累的大类资产管理经验，在资产轮动中提出配置建议，将具体底层资产投资交由更为专业机构操作，在一定程度上可有效降低投资风险，实现投资人收益的最大化。资源整合能力强。以往信托公司主导的 TOT 模式下，在资金端信托公司与银行联系紧密，在投资端与证券公司、私募基金公司等投顾机构有着密切合作。未来信托在拓展 FOF/MOM 业务时，可充分整合现有资源，提供更高效的服务。

劣势：人才储备不足。FOF/MOM 业务需要进行多元化资产配置，信托在非标、固定收益资产领域具有一定优势，而在权益投资领域的投研能力相对不足，人才储备有所欠缺，对权益资产的基金及管理人筛选能力有待提升。投资门槛较高。信托 FOF/MOM 产品其本质上还是属于信托产品，而相比较公募基金、银行等机构发行的 FOF/MOM 产品，信托投资门槛相对较高，市场竞争力略有不足。流动性较差。相比银行理财、基金等资管产品，信托 FOF 也具有一般信托产品的特征，即底层资产期限较长，产品流动性较弱，对流动性需求较高的投资者来说，产品吸引力下降。

3. 信托公司参与 FOF/MOM 业务的具体模式及操作流程

(1) 信托 FOF 业务模式及操作流程。信托 FOF，即信托公司发行 FOF 信托计划，委托人通过认购信托计划将资金交付给信托公司，信托公司以受托人身份对信托资金实施管理运用，根据投资决策受托人发出指令将信托资金投向基金市场。

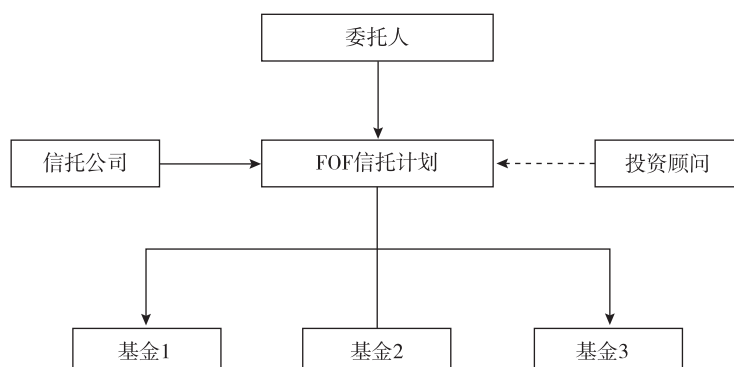


图 7 信托 FOF 模式

委托人：“资管新规”实施以前信托 FOF 委托人主要为金融同业投资者，而随着“资管新规”实施后，禁止资管产品多层嵌套，同业投资者交易下的“资管产品→FOF 信托计划→基金”模式难以为继，个人投资者有望成为信托系 FOF 产品的主要委托人。

投资决策：信托 FOF 业务投资决策可分为两种形式：一是由信托公司主动管理投资，自主搭建投资组合；二是对于一些主动投资管理能力稍弱的信托公司，选择与外部投资机构进行合作，由投资顾问提交投资计划，信托公司根据投资顾问提交的投资计划再制定投资决策。

底层资产配置：FOF 业务在引入国内后也发生了一些形式变化，就底层资产配置而言，目前信托 FOF 类产品除了配置公开发行的证券投资基金外，有些还配置证券投资类集合资金信托计划、证券公司资产管理计划、基金公司发行的特定客户资产管理计划、基金子公司专项资产管理计划、期货公司及其子公司发行的资产管理计划以及私募基金等资管产品，资产配置更加多样，与大众意识中的基金 FOF 产品有一定差异。

投资流程：

①设定组合目标。在形成和执行投资策略之前，信托 FOF 计划先设定投资目标，投资目标主导着投资管理过程中的各个环节以及所有投资决策，其本质就在于设置产品的风险—收益特征。FOF 的目标就是在合理管控投资组合风险的前提下，实现资产长期稳定增值。

②选择组合构建策略。组合构建策略的选择是操作流程重要阶段，决定了下一阶段对应具体投资品种的选择。信托管理人应根据产品设定的投资目标，自上而下构建合适的策略组合，不同目标类型的 FOF 产品所运用的构建策略组合的方法也不尽



相同。

针对每只产品的投资目标、客户结构、市场环境以及投资者情绪的不同，在某一时期会对上述某一类策略而有所侧重，并根据投资环境的变化及时进行风格切换，策略轮动。

③筛选组合构建品种。组合品种的筛选是对所选择的组合构建策略的具体实施，在筛选组合品种时应重点关注管理人的资质、职业操守以及基金过往业绩等定性定量评价指标。此外，管理人的投资策略、内控制度、风控体系也是应给予重点考察的方面。

④建立静态组合。策略选择、品种筛选后，接下来是组合中各品种的权重设置问题，权重的设置要以投资者的风险承受能力和投资目标为原则，基于各投资品种的风险—收益特征，综合运用定性与定量的分析方法加以确定。

⑤组合的调整与再平衡。投资组合再平衡的目的在于当基础市场环境、管理人、基金业绩发生重大变化时，FOF 管理人需要作出灵活的应对和调整，确保投资组合在预期中的风险收益水平运行。

⑥绩效评估。绩效评估是 FOF 投资管理过程中重要的环节，也是往往容易被忽视的一步。做好绩效评估有利于全面透彻了解驱动组合的因素，动态调整投资策略，为下一轮投资管理作铺垫。绩效评估可细分为三步，即绩效衡量、绩效归因和绩效评价。实施过程中具体针对不同类别产品要制定出针对性衡量标准，在绩效归因时要找准要素点，通过定量分析等手段对策略进行测评，进而制定出科学有效的评价体系。

(2) 信托 MOM 业务模式及流程。信托 MOM 业务模式及交易流程与 FOF 业务相类似，只不过投资标的由基金产品转变为基金管理人。信托公司通过梳理分析子管理人的投资理念和管理能力，挑选出投资风格契合、管理能力突出的子管理人，并直接授予他们投资决策权，对 MOM 信托资产进行投资管理。

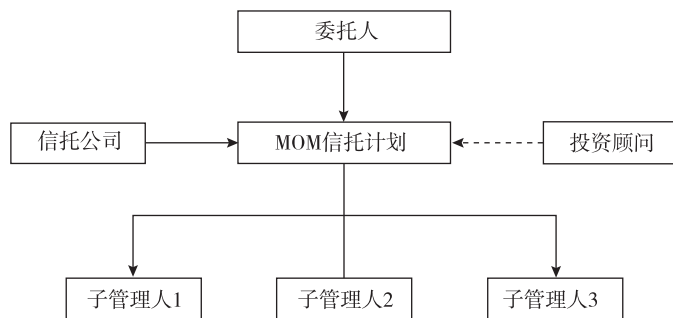


图8 信托公司参与 MOM 业务结构



《证券投资基金经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（征求意见稿）》出台，对 MOM 业务模式进行规范引导。相比较信托 FOF 业务模式，信托 MOM 产品只占用一个产品层级，有效节约了嵌套层级，使同业投资者交易下的“资管产品→MOM 信托计划→子管理人”的业务模式成为可能，为信托投资证券市场创造一定发展机遇。

投资流程：

①投前管理——管理人筛选。管理人筛选是 MOM 投资模式的难点也是重点，在 MOM 管理模式下，信托管理人不仅要关注子管理人的综合能力，更要关注子管理人在某领域突出的单项表现，侧重挑选“单项冠军”。具体可以对子管理人按照货币型、债券型、偏债混合型、主动股票型、偏股混合型、被动型股票、平衡混合型等细分领域划分，通过对单项实力突出的子管理人进行组合，构成一个覆盖面广、投资能力强的管理人网络。

②投中管理——大类资产配置。信托管理人要建立起以固定收益类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产为核心的大类资产配置理念，结合资产配置的模型，构建子管理人组合。同时，也需根据市场调整和投资者需求变化，及时调整子管理人搭配来实现动态的投资组合优化。

在投中管理过程中，要建立多层次、多渠道的沟通机制保证与子管理人之间的充分的沟通，降低机构之间的信息不对称程度，增强信托母管理人对于所投资产状况、市场变动状态、子管理人状态等多个维度的了解。

③投后管理——业绩评价。MOM 投后管理中信托母管理人要构建科学的业绩评价体系。一方面，在进行业绩评价时应根据不同的投资要素实行不同的评价标准，另一方面，业绩评价要进行充分的业绩归因，评判业绩是更多来自市场收益还是子管理人的管理能力。通过科学的评价与优选，调整子管理人储备库，为下一步开启投资管理做好基础。

4. 信托公司 FOF/MOM 案例

（1）外贸信托乾元、坤元、晋元三类 TOT 系列产品。外贸信托在 FOF 产品体系方面搭建了乾元、坤元和晋元三条产品线，分别专注于对冲、固收和权益，管理规模近 20 亿元。乾元 TOT 是专注于筛选配置国内私募对冲基金，通过量化研究和定性分析对基金进行筛选，在彻底研究产品的投资策略后构建组合，实现对各类对冲策略的互补。坤元 TOT 是从全市场债券类投资管理人中筛选投资风格谨慎、投资业绩



突出的机构，与其合作发行定制化产品。晋元 TOT 主要投资于股票类私募基金，在管理过程中一方面对历史业务做归因分析，另一方面与基金经理深入交流了解其投资逻辑，在市场风格预判的基础上主动投资管理。在 MOM 业务方面，早在 2012 年，外贸信托就开始为银行等资产管理机构的 MOM 投资业务提供信托服务，并逐步构建 MOM 信托服务平台，服务平台主要为银行等资产管理机构与其选定的产品管理机构之间的资管业务投资顺利实现提供全流程服务，既包括投资指令对接、投资账户管理、资金划拨、核算分配等基础服务，也包括对投资及运营情况提供多维度分析，对产品管理机构进行综合评价，提供风控建议及前置风控管理等。

(2) 中信信托·睿信 TOF 集合资金信托计划。2018 年 6 月，中信信托发起设立了“中信信托·睿信稳健配置 TOF 金融投资集合资金信托计划”，这是中信信托在 TOF 领域的首次尝试。相比传统 TOT，睿信 TOF 投资范围更为广泛，资产类别更全，包括股、债、黄金、金融期货、CTA 基金、海外资产等多个品种，并在这些基础资产之上衍生出各种可投资的策略。此外，2018 年 7 月，中信信托携手国信证券与至明科技针对 FOF 投资在家族信托中的应用签署三方合作协议。三方通过金融科技的赋能，实现业务模式创新，向资本市场推出三方共同打造的全流程多元化资产配置服务，打造家族信托 FOF 投资新模式。

(二) 并购类业务

近年来，企业并购作为经济结构调整、产业优化升级和资源配置整合的一种重要方式，在资本市场被广泛应用。除在经济转型关键期中寻求外沿扩张，以及横向、纵向并购产业链来实现业务转型和多元化战略外，上市公司也开始有较大的动力通过定增或并购的形式实现市值管理，跨界并购也逐渐成为资本市场主流，这都为并购市场注入了强劲动力。

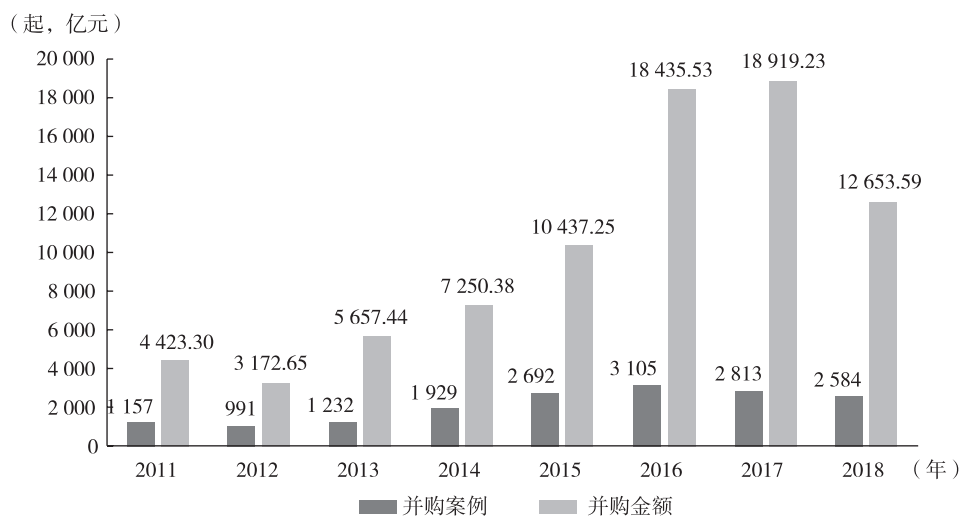
1. 并购类业务概况

2014 年 3 月，国务院出台了《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，政府及监管机构做大做强并购市场的意愿明显。此后几年，在国家战略导向不断明确、政策环境不断宽松的外部环境下，并购市场开始逐渐扩张。普华永道发布的《2018 年中国企业并购市场回顾与 2019 年展望》显示，2018 年中国企业并购总金额约为 6 780 亿美元。

在 2010 年前后，信托公司重返并购市场，2013 年信托并购业务进入爆发期。在



并购市场中，信托公司的竞争对手除了资金雄厚的银行外，还有来自在这个领域摸爬滚打多年的颇为成熟的券商、私募基金等团队。但与此同时，信托公司也有其独特的优势。



资料来源：私募通、前瞻产业研究院。

图 9 2011—2018 年中国并购市场并购案例数量及金额

表 2 2018 年中国并购市场境内并购案例前 10 名

并购方	被并购方	金额 (亿美元)	股权 (%)
阿里巴巴	饿了么	95.00	100
江南嘉捷	三六零	76.28	100
中远海控、上港集团	东方海外国际	55.33	68.7
先锋电子	北汽新能源	45.03	100
深赤湾	招商局港口	38.00	39.51
雷鸣科化	淮北矿业	31.65	100
江粉磁材	领益科技	30.70	100
亚夏汽车	中公教育	29.42	100
美团点评	摩拜单车	27.00	100
中华企业	中星集团	26.16	100

资料来源：前瞻产业研究院。

2. 信托公司参与并购业务竞争优劣与劣势

首先，信托公司具有制度优势，可作为开放平台协同各类金融机构进行合作，设



计出最大限度符合并购双方需求的最优方案。其次，交易结构灵活多样。信托公司既可以参与并购项目做主动管理，也可以受托进行事务性管理；交易模式既可以采取债权模式，也可以采用股权、股债结合以及并购基金模式。除此之外，信托公司还可以合理放大杠杆，灵活配置资金，在资金募集方面 also 具有很强的灵活性和高效性。此外，信托公司开展并购业务还能优化相关制度对于信息披露的限制。

当然，信托公司在开展并购类业务方面也存在着一一定的劣势。一是这类业务往往需要投行机构提供资金支持，如果信托公司的自有资金不能提供支持，需要专项募集资金，则会对信托公司投行团队的竞争力产生影响；另外信托公司传统业务积累的大量高净值客户一般比较倾向于债权类项目，对投资类项目接受能力较弱可能导致项目募集资金难度加大。二是信托公司与上市公司的客户关系相对证券公司没有优势，证券公司在人员数量、分支机构设置及监管框架等方面，与客户产生的历史渊源较多。

3. 并购信托的业务模式

自 2014 年 4 月中国银监会下发《关于信托公司风险监管的指导意见》，明确鼓励开展并购业务以来，信托公司参与企业并购重组的程度不断加深、业务模式不断改善，现在已由最初的以并购贷款为主的业务模式，逐渐转向股债集合、并购基金等多样化的业务模式。

（1）并购贷款模式。在传统的并购贷款模式中，信托公司一般充当为并购主体提供并购资金的角色，介入并购活动不深，风控措施与一般的贷款项目差别不大，主要包括资产抵质押、交易对手连带责任担保等。该模式的关键点在于要能及时地为并购主体匹配其所需的资金。

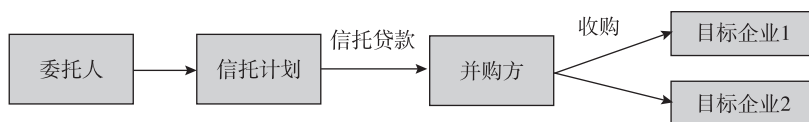


图 10 传统并购贷款业务模式

（2）股债结合模式。股债结合，顾名思义该模式同时具有债权类信托和股权类信托的双重属性。一般是由信托公司设立一个集合资金信托计划来收购标的资产，同时发放并购贷款或股东借款，持有一段时间的标的资产后，再通过并购方回购或信托受益权转让等方式来退出信托计划。该模式的关键点在于要能保证信托公司平稳地实现退出。

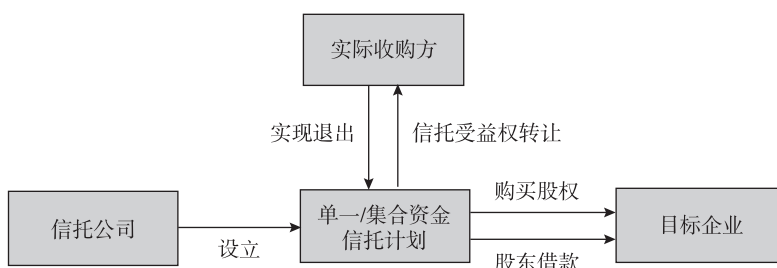


图 11 股债结合并购业务模式

（3）并购基金模式。并购基金模式交易结构较为灵活，通常是先由信托公司成立一个信托计划，然后用该信托计划与合作方共同成立一个产业并购基金，用于并购标的资产。这种业务模式的并购标的一般为上市公司相关行业，后期信托公司可通过将标的资产出售给上市公司的方式来完成退出。这种模式相较于前两种较为复杂，关键点也在于信托公司要能保证安全的退出信托计划。

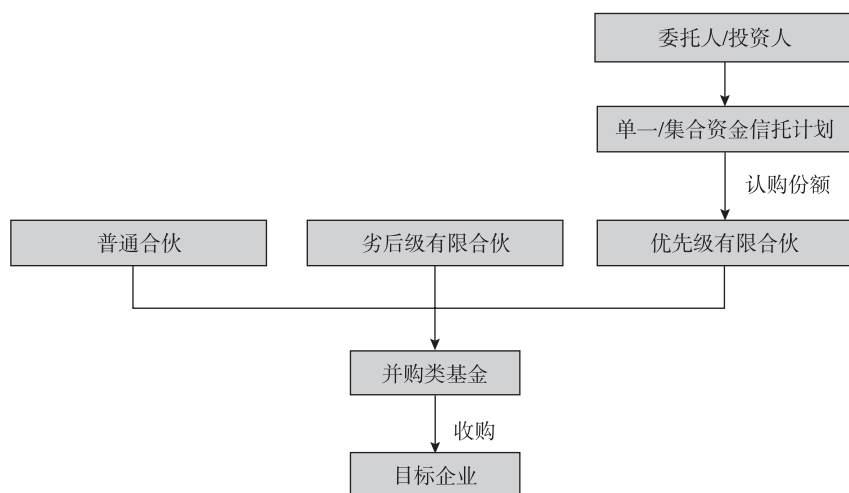


图 12 并购基金业务模式

4. 并购的操作和风险要点

在并购业务的具体操作方面，由于每一单业务涉及的相关主体、资产状况、具体需求、资金结构等各个方面均存在差别，所以并购业务更加是一类非标准化业务，没有标准化的流程，但有几个方面的操作和风险点具有共性，值得关注。

（1）标的资产层面。首先，要关注并购标的估值的合理性问题，若收购价格远高于资产价值，则会对并购方后续的盈利空间带来风险，进而导致资产巨额减值等情况。从监管层面来说，也易发生“损公肥私”的现象。其次，要综合考量标的资产的



实际盈利能力。若标的资产盈利能力较差，将会降低并购方的公司质量，对于并购方是上市公司的企业来说，还会损害公众投资者的利益，且有涉嫌向大股东利益输送的情况。最后，还要关注并购标的的产权权属及完整性，同时关注其股权转让和权益变动情况。

（2）并购活动交易层面。首先，要充分核查关联交易，要充分分析说明关联交易发生的原因、必要性和定价公允性，是否存在可以减少和规范关联交易的承诺和措施。其次，要谨慎对待同业竞争。详细披露并购活动中各关联方的企业之间是否存在同业竞争。若存在同业竞争行为的，要彻底解决，或指定明确的计划和措施在合理的时间内解决；不存在同业竞争的，收购方或重组交易对方及其实际控制人是否进一步对避免潜在的同业竞争作出明确承诺等。此外，还要关注上市公司控制权是否发生变更，这是判断并购重组活动是否构成“借壳上市”的关键因素。最后，需关注对于交易对手及配套融资认购方的核查。严格审查资金来源以及各相关事宜。

（3）并购基金层面。首先，需尽可能要求标的公司的相关负责人进行业绩承诺及补偿。在并购业务中，一般会根据标的公司的盈利预测、估值等情况，要求标的公司原实际控制人、上市公司及其控股股东对业绩进行承诺及对赌，对赌业绩指标一般设定为未来 2~3 年的净利润，并须经认可的审计机构审计，具体为公司合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，对赌期限延伸至资产装入上市公司之后。其次，要尽可能掌握对并购资产的投资控制权。信托公司需加强对并购运作管理、重大决策事项、退出方案等重要事项的控制权力，风控措施包括但不限于：指派公司的重要岗位、委派专人享有表决权、负责项目投资运作和管理，对标的股权未来转售时点、价格、交易对手、企业对外负债及融资等事项方面享有一票否决权，派专人保管企业的印章证照、划款用的银行密钥（U-KEY）、相关文件资料及信息等。最后，要享有现金及股份分配的选择权。信托公司需在并购标的装入上市公司之前，要求对现金支付和股份支付对价享有选择权，一般优选现金支付方案，但如收购金额过大、未来换股上市公司股票涉及超额收益，也可以在综合考虑锁定期限、优先级和中间级退出现金流充裕程度的前提下，考虑股份补偿方案。此外，交易方案应合理设置期限，如重大资产重组涉及的特定对象为上市公司实际控制人或关联人、通过认购股份取得上市公司控制权、取得特定资产持续拥有时间不足 12 个月的情况，则换股的股票需要 3 年锁定期，在交易设计及协议约定中需充分考虑现金退出的流动性及现金收购的最低比例。



5. 具体案例

案例一：山东信托—并购基金 1 号集合资金信托计划。^①

案例二：中航信托参与华成燃气并购。^②

（三）二级市场投资业务

二级市场投资作为主动管理业务组成部分，对信托公司的主动管理要求较高，需要信托公司拥有完善专业高效的投研体系，对市场具有清晰的认识和判断，综合要求也比较高。信托公司从事二级市场投资的业务模式与一般的资产管理类公司并没有显著的不同，由于不允许公开募集与业绩宣传，因此，信托公司的二级市场投资业务更多的是依赖自有资金及私募形式的客户资金，在募集模式上是私募证券投资基金。

按资金来源可分为自营模式和资管模式，自营模式即资金来自公司自有资金，直接为公司贡献投资收益 / 损失，可以类比券商自营、保险自营。优点是资金来源稳定，目标明确，对风险收益有准确的认识，缺点是自有资金规模有限，并且自营资金的损益在财务处理上直接计入公司当年利润表，因此主动管理业务占比较大的信托公司也难免需要面对利润波动控制的挑战；资管模式即为客户管理资金、创造收益，信托公司收取管理费及超额提成，类比券商资管、保险资管、公募基金专户投资业务。优点是规模扩展空间大，管理费收入能为公司提供稳定的收入来源，缺点是资金稳定性依赖业绩表现及其可持续性，以及客户关系的维护。

二级市场业务的风控机制与信托公司传统业务的风控机制在原则上基本类似，在具体执行和实施上又有诸多不同之处，总体体现在二级市场投资具有更大的动态变化特征，持仓、交易频率远高于传统信托业务，而上市公司股东所面临的经营与业务风险又远大于债权持有者。证券交易与证券产品的设立、募集与分配很大程度上属于中国证监会监管的范畴，因此跨领域、跨部门监管要求的重叠也给信托公司二级市场业务的风险控制提出了相当复杂的挑战。本着事前防范、事中监督、事后检查的指导思想，全流程风险管理始终贯穿信托公司二级市场投资全流程。

（四）定向增发类业务

定向增发投资信托是通过信托募集资金投资于上市公司在一级市场非公开发行的新股。根据相关法规规定，信托公司作为发行对象，只能以自有资金认购，因此，

^① 详见中国信托业协会官网。

^② 详见《中航信托参与华成燃气并购案例分析》。



信托公司直接作为发行对象受到很大限制，现在市场上发行的定向增发信托产品一般是借助有限合伙平台、基金专户或券商定向资产管理计划进行投资。

根据《上市公司非公开发行股票实施细则》的规定，信托公司作为发行对象，只能以自有资金认购。因此，信托公司开展定增业务主要分为直接参与和间接参与两种方式，直接参与是由信托公司根据自身的投资需求通过使用信托公司的自营资金直接参与上市公司的定向增发业务，间接参与是信托公司通过发行的定向增发信托产品，借助有限合伙平台、基金专户或券商定向资产管理计划进行投资。

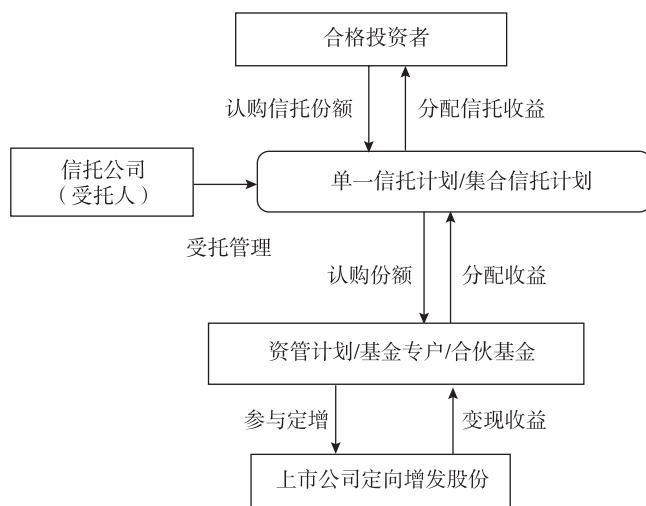


图 13 信托定向增发基金模式结构

其中，信托公司间接参与定向增发的模式可分为通道业务和主动管理型业务。通道业务主要根据委托人的需求，设计特定交易结构的信托计划，满足委托人的定制要求，包括单一类信托和结构化信托。主动管理类定向增发业务是信托公司根据自身的专业管理能力的体现，与基金公司或者券商资管合作，发行主动管理类信托计划，投向底层资产为定增股票的资管产品，追求超额收益。定向增发信托业务，操作过程中应关注投资标的风险、锁定期流动性风险、股票锁定期和解禁后跌破发行价的风险等。针对以上风险一般通过结构化设计、补仓线设置、保证担保等风控措施进行防范。

（五）信托公司 PE 类业务

PE 类业务即私募股权投资业务，是对非上市企业进行的权益投资，并通过上市、并购或管理层回购等方式，出售股权获得利润。PE 类投资的特点是投资期限长、流动性差、预期收益高、专业化程度高。按照被投资公司的阶段可以分为天使基金、风



险基金、成长基金、夹层基金、并购基金等。根据信托公司股权投资介入方式的不同可将其分为三种模式。

第一，信托公司与本土具有知名度的专业 VC 和 PE 机构、上市公司或政府进行合作，专业机构充当投资管理人，在业务运作过程中主导操作。信托公司主要负责募集信托资金，担当受托人的角色，有时也作为共同投资管理人，这种合作模式有利于充分发挥双方各自的优势。目前信托公司在 PE 类市场上参与最多的是政府主导或引导的产业投资基金。如中信信托出资设立的“电子商务产业基金”、华润信托出资 160 亿元参与的“绵阳科技城产业发展基金”等。就目前的市场环境和行业发展阶段来说，这种模式下信托公司大多还是通过资金的纽带来连接投资机构和企业，而在产业项目的获取、企业经营能力和产业整合方面，仍需要较长时间的积累和探索。

第二，信托公司直接投资模式，信托公司凭借自身的优势，在募集信托资金后直接参与股权投资业务，信托公司充当受托人和投资管理人双重角色，独立负责信托资金的投资运作。对于不具备运作股权投资能力的信托公司，可将信托资金的管理运作如项目投资决策、后续管理与项目退出等交由其聘用的投资管理顾问（例如专业 VC/PE 投资机构）负责。平安财富辉煌系列、盛景系列，鲲鹏系列的集合资金信托计划是信托公司直接投资股权投资的突出案例。由于中国证监会对于信托计划不得作为企业上市发起人股东这一政策限制，以信托计划作为投资人 IPO 退出时会遇到障碍。

第三，信托公司以设立 PE 子公司的模式开展 PE 类业务。从长远来看，这是信托公司参与 PE 类业务的最佳模式。与聘请第三方作为管理人相比，设立自己的 PE 子公司可以获得募集资金的 2% 的管理费，这一部分收入基本可以覆盖 PE 子公司的运营成本；设立自己的 PE 子公司在投资管理上有更多的主动权，保证资产的安全；设立 PE 子公司有利于培养信托公司的自主管理能力；与信托公司自身作为 PE 管理人相比，PE 子公司不仅可以起到风险隔离的作用，而且可以获得较多的税收优惠、获得其他 PE 机构享有的其他优惠政策及特殊待遇。

中信信托、平安信托、上海信托、中融信托、兴业信托、中诚信托 6 家公司均已设立了 PE 子公司。国外大型资产管理公司如黑石集团、高盛集团、凯雷投资集团、美国德州太平洋投资公司等在中国进行 PE 投资都是首选设立 PE 子公司的信托公司进行合作，并发行人民币 PE 基金。

（六）期货类业务

根据《信托公司参与股指期货交易业务指引》，信托公司集合信托业务可以套期



保值和套利为目的参与股指期货交易。信托公司单一信托业务可以以套期保值、套利和投机为目的开展股指期货交易。除此之外的期权、远期互换、利率、信用等衍生品，信托公司参与不多，主要产品集中在三大场内股指的交易中。

在股指期货类业务中，使用最多的是量化基金类产品。在境内权益型量化产品中，在股票端包括市场中性策略（Alpha）、指数增强（Alpha+Beta）以及量化选股（Alpha+Smart Beta），期货端以CTA策略为主，此外，还包括ETF、期现套利等套利类策略。在此基础上，进一步演化出了量化多策略和FOF类产品。目前，信托公司主要合作的量化投资机构以私募基金为主，公募基金、券商资管合作规模较小。

相对境外而言，境内量化策略占比仍低。长期而言，如果衍生品工具出现进一步的丰富和放松，可能是境内量化策略发展的重要拐点。中期而言，从需求端来看，或将呈现投资者机构化的发展趋势；从供给端来看，伴随境外机构加速境内布局，行业竞争和管理人分化预计将进一步加剧。在上述背景下，产品预计将呈现Beta与Alpha进一步分离的趋势：Beta的形式愈加多样，向规模化和低成本化方向发展，而真正的Alpha愈加稀缺。

信托计划投资中，机构投资者使用股指期货实现各类资产的组合管理策略，达到改变投资组合 β 值与实现资产配置的功能。目前主要的应用领域有：资产配置策略、投资组合的 β 值调整策略、指数化投资策略、传统的 α 策略以及 α 转移策略和现金资产证券化策略的信托计划投资。一般股指期货的套保投资流程为八个阶段：分析市场走势；选择套保方向；测量系统性风险，选择套保品种；确定套保期限与期货合约；计算最优套保比率；计算期货合约数量；执行套保交易；交割结算，结束套保。

（七）QDII业务

信托QDII业务模式为信托公司在境内发行信托计划或单一信托，由个人或机构资金认购，通过QDII通道将资金转到境内托管行，再通过境内托管行购汇划入境外托管行的相应账户，然后向境外券商或其他交易对手发布交易指令，完成证券的买卖操作。

信托公司的QDII业务主要为通道业务和主动管理型业务。由于拟赴境外上市的企业对基石与锚定投资者需求的持续增长，加上在目前的政策环境下资金出境受限，QDII通道业务很受欢迎。由于业务模式简单，业务收益较好，费率一般在每年1.5%~2%，通道业务成为信托公司QDII业务的主流。信托公司在通道业务中主要发挥QDII资金通道的作用，提供外汇额度，发挥事务性管理功能，不承担市场风险和



汇率风险。信托 QDII 通道业务主要投资于境外股票 IPO、股票定增及中资美元债。其从长远来看不具有持续性，未来如果放开外汇管制，通道业务吸引力将大幅下降。信托公司应未雨绸缪，减少对通道业务的依赖。

主动管理类 QDII 业务是信托公司专业管理能力的体现，在境外资产配置需求不断上升的背景下，信托主动类 QDII 业务的目标是资产配置，而不是追求超额收益。主动管理类 QDII 业务可以支撑信托公司全球资产配置、财富管理、境外家族信托等业务，同时也需要信托公司内部大力扶持，否则信托公司仅提供事务类的 QDII 服务，没有专业的资产配置能力，就无法体现信托公司的价值，与其他境外业务的关联就无从谈起。但是主动管理类 QDII 业务对资产配置能力、风控与运营的要求比较高。根据《中国银监会办公厅关于调整信托公司受托境外理财业务境外投资范围的通知》的规定，信托公司可以与有资质的境外投资管理人或境外投资顾问合作，聘请其作为 QDII 信托的投资管理人或投资顾问，学习境外资产管理经验，逐渐建立自己的主动管理的业务团队。

三、信托公司融资类资本市场业务

融资类资本市场业务以公司债、企业债业务较为常见。公司债和企业债均是指依照法定程序发行、约定在一定期限内还本付息的有价证券。信托公司融资类资本市场业务以股票质押融资、配资业务较为常见。股票质押类融资业务是信托公司为中国金融市场贡献的原创发明，而后场内质押经证监会官方确认为证券公司专营业务，场外质押业务和配资业务则多为信托公司与银行合作的业务；随着银行理财子公司的批量成立，由于其具有的场外股票质押及直接设立分级产品的能力，可以预见的是银信合作类股票质押和配资项目将进一步萎缩。可转债、可交债、永续债券都是混合型债权工具，股质、配资、定增降温明显，政策倒逼市场寻找替代品融资工具，可转债和可交债以其独特的优势逐渐获得市场青睐，发行规模逐年快速攀升。其中，可交债作为大股东质押融资的替代品，具有质押折扣率高、融资成本低的优势，在 2016 年、2017 年得到快速发展。在定增新规和减持新规的影响下，可转债作为上市公司定向增发的替代品，受到众多上市公司的青睐，发行规模逐年攀升。可转债是减持新规后受市场热捧的品种，但美中不足的是，由于可转债、可交债都需要报监管部门核准后发行，整体规模仍然偏小。



（一）可交债、可转债业务

可转换债券是一种可以在特定时间、按特定条件转换为普通股票的特殊企业债券，兼具债权和期权的特征。可交换债券是指上市公司股份的持有者通过抵押其持有的股票给托管机构进而发行的公司债券。该债券的持有人在将来的某个时期内，能按照债券发行时约定的条件用持有的债券换取发债人抵押的上市公司股权，可交债同样兼具债权和期权的特征。

1. 可交债、可转债业务概况

截至 2019 年 6 月 30 日，可转债存续规模为 3 154.25 亿元，存续数量为 219 只；可交债存续规模为 2 357.05 亿元，存续数量为 149 只。从债项信用评价分布来看，可交债存续数量随着评级下降而显著减少，存量债券数量明显降低，债项评级分布具有头部集中的特点。可交债发行主体为上市公司股东，此类股东多为控股集团或持股平台，无稳定的实业经营来源，运营管理透明度不高，因此，市场对债项评级要求更高，低评级可交债发行难度大。与可交债相反，可转债债项评级分布呈现比较明显的尾部集中特征，AA 评级的存量债券数量最高，具备发行 AAA 评级的上市公司会倾向于直接发行信用债，压缩了高评级可转债的发行空间。大量 AA 评级的存量也说明市场对可转债风险偏好明显更高，主要源于投资者对上市公司主体认可度较高，上市公司具备实体经营来源，信息披露公开透明，受到更严厉的监管，上市公司主体信用高于大股东，同时可转债很大一部分发行份额为大股东优先配售，大股东参与有利于稳定市场对可转债的预期。

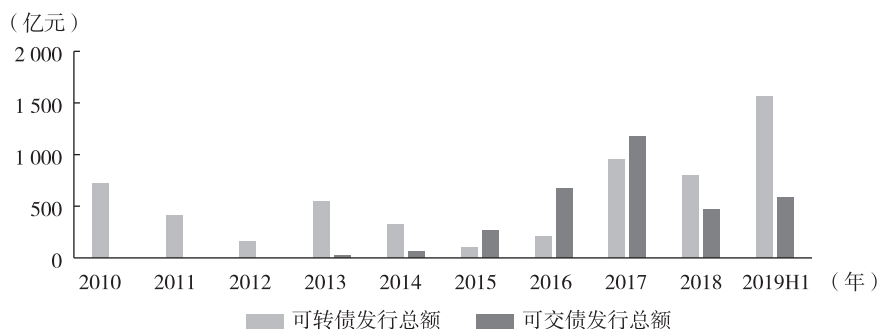


图 14 可交债、可转债发行规模统计

从发展历程来看，2016 年起两类债券进入井喷式发展阶段，发行规模逐年快速攀升。其中，可交债作为大股东质押融资的替代品，具有质押折扣率高、融资成本低



的优势，在 2016 年、2017 年得到快速发展，增长势头好于可转债。一方面，2018 年因宏观经济环境收紧，市场流动性紧张等原因，可交债一级市场新增发行规模出现萎缩。另一方面，在定增新规和减持新规的影响下，可转债作为上市公司定向增发的替代品，受到众多上市公司的青睐，发行规模逐年攀升。可转债作为减持新规后受市场热捧的品种，在发展趋势上青出于蓝，自 2018 年起新增发行规模超过可交债，并逐渐拉开差距。

2. 投资模式与投资策略

从可转债和可交债的特点来看，可转债主要体现上市公司信用，对应的资产可分解为“上市公司信用债+看涨期权”；可交债主要体现上市公司股东信用，对应的资产可分解为“股东信用债+股票质押+看涨期权”。信托公司参与可交债和可转债，在投资标的上，需要对发行主体信用、条款设置、股债性质等进行充分的研究论证；在投资策略上，可选择增信措施和结构灵活的私募可交债，以获得更为多样的保障措施；在交易结构上，可以根据实际情况灵活采用适当的业务结构，以落实风控措施。信托公司可在融资业务和二级市场投资业务经验积累的基础上，开发优质客户，根据实际情况稳妥开展投资业务。目前已有的业务模式主要包括以下三种。

（1）单笔单项投资模式。单笔单项投资模式指单一或集合资金信托计划，对应投资于单一可转债或可交债，资金资产一一对应。单笔单项模式的优点如下：第一，可以根据资金风险偏好定向投资某个固定的投资标的，在投资标的明确的前提下可更清晰地做好风险披露和风险控制措施，同时对于投资标的股性或债性的投资判断可更清晰地做好预期管理；第二，可以更灵活地设置其他增信措施，如股东增信、收益补偿、第三方回购和额外质押担保等，可以做到定制化定向投资，以满足不同类型的客户需求，这对于核心客户维护和项目创设具有较强的实际效用。单笔单项投资模式的缺点在于投资资产单一，投资风险完全集中，对交易对手的审查和增信要求较高，操作上需更严格地做好风控措施。

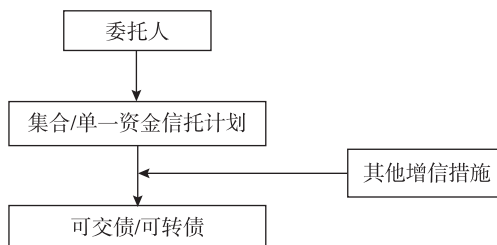


图 15 单笔单项投资模式



(2) 结构化投资模式。结构化模式是指信托产品根据投资者的不同风险偏好，对信托进行结构化分层，以适应不同投资者的风险收益需求。按照“资管新规”的要求，固收类资管计划的杠杆率最高不超过3倍，权益类资管计划杠杆率最高不超过1倍，而可交债和可转债由于具备债和股的双重属性，故在未转股时，最高可有3倍杠杆，但在完全转股后，最高只能有1倍杠杆，故结构化投资模式应设置减持期限，如果转股即在转股后开始减持股票。

结构化投资模式的主要优点如下：第一，可以根据不同投资者的风险偏好提供不同的分层产品，有利于为高风险偏好的投资者提供投资机会；第二，在“资管新规”杠杆约束范围内，可根据实际情况合理设计杠杆比例，做到产品风险分布的合理化；第三，结构化投资模式在实际效果上类似于定向增发产品，故在很大程度上可作为定增产品的替代，同时可以吸引部分定增产品客户进行投资。结构化投资模式的缺点在于对可交债和可转债的发行票息率通常不能覆盖优先级投资者的要求收益率，一般需要劣后级投资者进行贴息；同时较高的杠杆率也使劣后级的风险显著加大，这对投资者的风险承受能力要求极高。

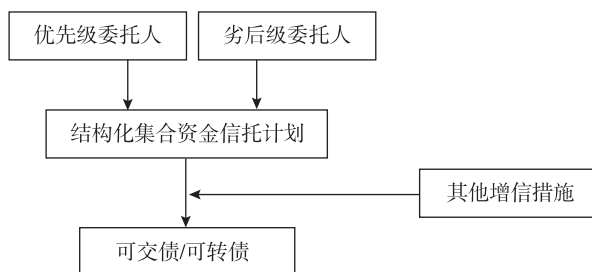


图 16 结构化投资模式

(3) 分散投资模式。分散投资模式是指将信托资金按照一定的投资策略，投向多个可交债和可转债标的，从而获得加权平均收益的投资模式。目前公募基金和券商资管主要采用此类投资模式。从投资策略上来看，又可以分为偏债型策略、偏股型策略及混合策略等，其中偏债型策略的第一目标在于获得较高的票息收入，在票息收入的基础上寻求一定的转股机会；偏股型策略的主要目标在于寻求转股机会，以获取较高的转股价差；混合型策略则对偏债型债券和偏股型债券进行综合配置，以获得平均收益。

分散投资模式的主要优点如下：第一，可以在较大范围内配置市场上发行的标准可交债和可转债，也可以寻求一定的二级市场交易性机会，公募基金和券商资管对



此模式采用较多；第二，可以将单只债券的投资比例限制在一定范围内，在一定投资策略下构建投资组合可有效分散投资风险，有利于风险管理。分散投资模式的主要缺点在于产品资金规模需求比较大，需要较大的资金规模才能有效构建投资组合，同时需要密切关注产品的流动性，但开放式产品的流动性管理难度较大。

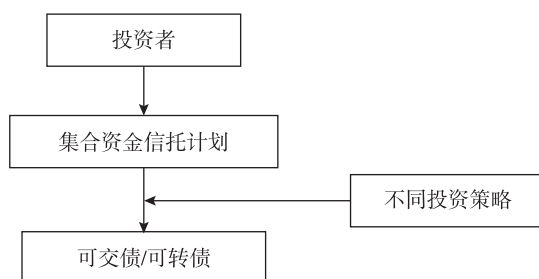


图 17 分散投资模式

3. 风险评估及展业建议

可交债在本质上可拆解为一个具有股票质押担保的股东信用债和一个标的股票看涨期权，可转债在本质上可拆解为一个上市公司信用债和标的股票看涨期权。债券的价值由两方面决定：一是固定债券的票面利率，二是股票看涨期权的价值。

故在可交债、可转债投资上的难点主要包括：第一，发行人的信用水平。发行人的信用情况直接决定债券的偿付能力。第二，标的上市公司的整体盈利能力和股价走势。对于可交债而言，债券的直接增信来自标的上市公司的股票质押，附着的股票看涨期权价值也直接来自股价走势，故上市公司的整体状况的研究是重点；对于可转债而言，交易的直接标的也是上市公司股票，故上市公司的整体盈利能力的研究是核心。第三，换股价格的高低。换股价格的高低直接决定换股难度，决定看涨期权的价值以及取得超额收益预期；第四，债券票息的覆盖水平。可交债和可转债由于附着期权价值，市场发行票息普遍较低，一般远低于同等级信用票息水平，难以覆盖资金成本。

针对可交债和可转债的特殊性质，信托公司参与投资应做好充分准备，建议如下：第一，建立完善的投资的逻辑框架，应根据自身实际业务需要，建立相应的可交债、可转债投资分析体系，为投资决策提供工具和视角。第二，建立和完善可交债、可转债市场的个券估值系统与行情数据监控系统，为提高择券与择时能力提供保障。第三，凭借信托的产品、资金和渠道优势打造可交债、可转债投资组合系列品牌。第四，进一步加强信托公司的资产主动管理能力，促进业务模式转型，从而更好地在未来的业内竞争、与其他金融部门合作或竞争中占据有利地位。



（二）股票质押类业务

股票质押信托业务属于场外质押业务的一种，是出质人将其所拥有的股票作为质押标的担保物并由相关方合意发起成立的信托计划，本质上是一种股权质押的融资业务。场外质押中，股票质押的办理不通过交易所系统，而是由信托公司等在中国证券登记结算有限公司办理登记，质权自办理登记之日起设立。

2013 年之前，商业银行和信托公司主导股票质押融资市场，其业务总市值占比高达 91.20%。2013 年 5 月，证券公司开始开展股票质押式回购这一创新场内业务，其市场份额快速上升，至 2017 年末其市值占比达 66.52%。2018 年受政策影响，证券公司场内质押业务急剧压缩，部分场内份额向场外转移。商业银行主导的场外股票质押业务的市场份额扩张明显，与此同时，信托公司在近年来以质押股票总市值计算的市场份额在 12%~15% 波动。

表 3 各质押方股票质押业务市场份额占比情况

单位：次，%，万亿元

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
总质押次数	2 216	3 075	4 655	7 948	12 496	15 863	16 990	3 713
占比：证券公司	1.30	33.40	60.69	65.05	74.29	80.04	74.67	57.90
商业银行	42.00	33.63	22.79	20.27	13.66	9.72	11.56	20.06
信托公司	45.80	24.16	9.45	6.19	5.44	5.56	5.13	7.14
其他机构	10.90	8.81	7.07	8.49	6.61	4.68	8.64	14.89
质押股票总市值	0.70	1.01	1.80	4.34	5.01	4.00	2.39	0.91
占比：证券公司	1.40	25.56	54.62	61.88	67.06	66.52	48.32	48.06
商业银行	35.50	28.57	22.34	18.77	15.01	13.32	28.25	25.37
信托公司	55.70	34.53	14.79	9.78	9.95	14.26	12.15	14.11
其他机构	7.50	11.33	8.25	9.57	7.97	5.90	11.28	12.45

注：因四舍五入，占比数据的总和不等于 100%。

数据来源：Wind 数据库。

完全执行“资管新规”之前，信托公司开展的股票质押业务可分为所谓的通道业务和主动管理业务，含单一和结构化两种方式。单一资金信托参与场内股票质押融资。银行理财资金委托给信托公司，成立单一信托产品，单一信托投资于券商定向资管计划，融资人将其持有的股票质押给定向资管计划。结构化集合资金信托计划参与场内股票质押融资：银行理财资金委托给信托公司，认购集合资金信托计划的优先级，信托公司设立的结构化集合资金信托计划杠杆比例不超过 3 : 1，信托资金投资于券商集合资管计划或基金专项资管计划。在资金的运用端主要有两种业务模式：一是贷



款模式，这是股票质押融资业务最基本的模式；二是股票收益权转让附加回购模式，这是信托公司对股票质押融资业务的创新。受限于信托公司集合类信托贷款规模不得超过其管理的集合类信托总规模 30% 的规定，信托公司创设了股票收益权业务来优化前述监管指标。

股票质押实质为信托公司开展融资业务的一种风控手段，一旦融资方触发风险条款或违约，信托公司有权将质押物进行场外处置，处置方式如下：

第一，司法程序。场外质押业务中交易对手违约时，过往需通过司法程序方可处置质押股票，一般要办理强制执行公证，以节约法院判决的处置时间。但是，司法强制执行实现质押权往往需要复杂程序，花费时间长，处置速度慢，因而不是质权人行使股票质权最优的选择。

第二，协议处置股票。根据《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券质押业务指南》的要求，在债务人违约时，质押当事人可根据办理质押登记时提交的质押合同或签署的相关协议，向中证登申请将质押股票的登记状态从“不可卖出”调整为“可卖出”，登记状态调整生效后，可由出质人自行卖出质押证券并向质权人划付处置所得资金，质押双方也可委托证券公司作为第三方，协助卖出质押证券并向质权人划付处置所得资金。

第三，协议转让抵偿债务。质押双方可以通过签订质押证券处置协议的方式，将被质押的股票转让抵偿质权人。质押双方可根据质押证券处置协议的约定，向中证登申请以质押证券转让抵偿质权人。协议转让需要由出质人和质权人双方申请办理，质押股票处置价格不应低于质押证券处置协议签署日前二十个交易日该证券收盘价的平均价的 90%。

由于存在流动性风险、市场波动风险，在最极端恶劣的市场情形下，质押标的根本无法卖出，平仓处置。因而在理论上，股票质押业务并未形成完整的逻辑闭环，建议信托公司审慎开展新增主动管理类股票质押业务。可密切关注、必要时可以适当形式积极参与目前由监管层倡导，地方政府、国资平台、保险机构等为主力发起设立的股票质押纾困基金，纾解缓释上市公司股票质押风险，维护资本市场健康发展。

（三）配资业务

2015 年后，监管部门对场外配资进行大规模整顿，以往银行通过券商、基金公司、信托公司等为劣后投资者提供杠杆资金支持。近两年来，特别是伞形信托退出



市场后，信托公司股票配资业务一直处于低谷，然而可以预见在股票市场周期性转换的环境下，市场需求会有一定的反弹。

证券投资信托涉及权益类投资部分的主要有三类产品，包括非结构化证券投资信托、单一账户结构化集合资金信托、伞形结构的结构化证券投资信托。其区别如下：

表 4 结构化信托与伞形信托对比

	单一结构化证券信托	伞形信托（已禁止）
客户标准	次级资金规模较高，按照 3 000 万元、2 : 1 的要求，次级规模需要在 1 000 万元以上	单个信托单元刺激资金较低，有的 300 万元即可
产品期限	期限不少于 1 年	母信托期限较长，并设置开放期；单个信托单元期限灵活，有 6 个月、9 个月、12 个月不等
优先级资金	可为银行理财资金或其他合格投资者	一般对接银行资金
账户开设	每个信托计划需要单独开设证券账户	子信托无须新开设账户

资料来源：根据公开数据整理。

在风险分类方面，投资者可以根据不同的风险偏好来选择不同层级的产品来获得不同层级的产品受益权。

在产品设计方面，结构化证券信托产品根据投资者不同的风险偏好，对信托受益权进行分层配置，将受益人分为“优先受益人”和“次级受益人”两类，图 18 为该信托产品的结构。

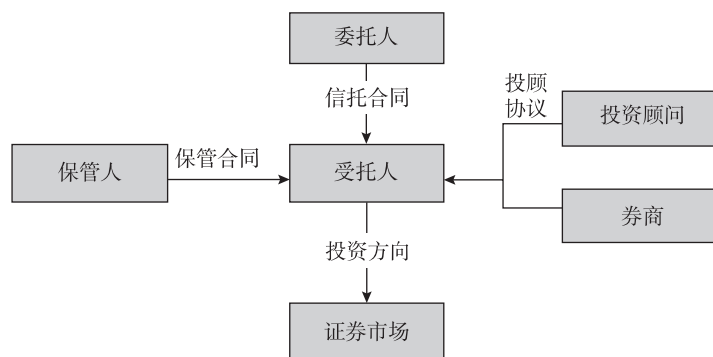


图 18 结构化证券信托类产品结构

在流程办理方面，伞形信托未被禁止时，业务流程较为简洁，整个业务流程一周可以落地。产品设计时，劣后投资者通过参与结构化证券信托产品可以获得更多融资资金，按目前最大固收类产品 1 : 3 的比例，优先级可以劣后级 3 倍的资金参与证券市场交易。信托产品盈利时，优先受益人先于次级受益人得到收益分配；信托产品亏损时，次级受益人以其认购的信托资金为限，保障优先受益人的收益或承担部分亏损。



（四）永续债业务

在我国永续债券并不是一个独立的券种，而是一类债券的统称，即可延期或无固定偿还期限并附带赎回权的各类债券。永续债券是一种混合型债权工具，被视为“债券中的股票”。永续债的特点体现在高票息、长久期、附加赎回条款并伴随利率调整条款。

1. 永续债业务概况

目前永续债券涉及的债券种类包括企业债、公司债、中期票据、定向工具及金融债等，在发行时分别受不同监管机构监管。永续债的发行人主要是国有企业，在存量永续债中，地方国企发行的永续债占 61%，央企发行的永续债占 33%，合计占 94%。存量永续债发行人评级以 AAA 级为主，占比在 75% 左右；其次是 AA+ 级主体，占比在 20% 左右。从债券类型来看，主要以永续中票和公司债为主。我国永续债券的发行从 2013 年起步，2015 年起发行量快速增多，截至 2018 年末已经累计发行永续债约 1.75 万亿元，存量永续债约为 1.62 万亿元。

2. 信托参与永续债业务的优劣势

信托公司参与永续债权业务有其较为明显的优势，主要为三点：第一，从目前来看，信托公司是唯一可参与永续债权（贷款）的金融机构。第二，信托公司可以凭借灵活的交易结构设计和条款安排，为融资人量身定制债权产品。第三，相对于标准化债券的发行难度和工作量，永续债权作为一种特别贷款的难度和工作量都要小得多。

劣势主要如下：第一，该类永续贷款能否被认定为权益类工具尚不确定，目前缺乏相关的法律法规及政策规定，一般还是会被认为是非标债权。第二，目前该类债权为非标，也是私募性质，这就导致其流动性较差，募集资金难度上升。

从信托行业发展的长期视角来看，随着中信登收益权账户的设立及登记，信托工具将逐渐发展出可统一登记、可方便流通、可分割、可公开募集资金的产品类型，即具备直接融资功能的标准化证券。彼时，如监管认可，则信托公司发起永续债（标准化）信托计划将更具优势，这也是目前来看信托公司永续债发展的大方向。

3. 具体业务模式

从永续债的市场供需来看：需求方即永续债券 / 债权融资客户，可以参考永续债券发行人的情况，融资人主要是高评级的央企和地方国企。供给方即信托计划，其背后是投资永续债的资金来源。从永续债的特点及永续债券的投资者情况可以看出，险资、养老金、年金、社保基金、银行高净值私行客户、家族信托均是比较适合的投资客户。



根据业务实际，从债权标准化程度来看，将信托公司永续债业务分为两类：一是信托公司参与永续债券的途径包括直接作为债券发行人、承销人（需要中国银行间市场交易商协会赋予的资质）、投资人（往往作为资金的通道），这类业务与一般金融机构的永续债业务没有本质差异，属于标准化业务；二是永续债权（贷款）业务，即信托公司作为受托人（贷款人），发行信托计划向融资人发放具有“永续”特点的贷款，形成永续债权（非绝对永续），这属于非标准化业务。

4. 需关注的风险要点

该类业务目前没有专项的监管规则，仍按照当前监管对信托普通融资的规定运作，包括资金用途、使用方式。该模式一般是长期限、大额度资金对接永续债权，需要资金端和资产端较高程度的契合，对于信托公司产品个性化定制能力、资金募集能力、后续管理能力均有较高要求。国内环境不支持无固定期限贷款，其形成资产在监管框架内仍将作为非标资产。由于目前非标资产受到的监管日趋严格，该类业务的可持续性也面临一定不确定性。

随着永续债市场的不断扩大，条款设置也越来越复杂和多样化，一些永续债的条款设置导致其赎回意愿下降，比如在首次或者前几次展期的时候不设置利率跃升，或者跃升幅度设置过小。因永续债具有偿债顺序劣后、本金 / 利息递延、市场利率看涨期权等特点，信托资金本金和投资收益是否能偿付、偿付多少、偿付时间均具有很大的不确定性，故信托公司需要厘清受托责任，做好充分的风险揭示，做好后续管理，否则很难被认为是尽到了受托责任。

四、信托公司其他类资本市场业务

在未来的“大资产管理”“大财富管理”行业竞争中，多元化产品供应和服务体系是大多数信托公司必然的发展路径，资产管理能力是信托公司需要具备的核心能力。资管能力更多地体现为对合作机构的筛选和对大类资产的配置能力。其他类资本市场业务主要是指大类资产配置业务、资产证券化业务和承销业务等；资产配置理念是投资的基石，秉承大类资产配置理念，运用量化分析手段和深厚的资本市场投资经验，灵活调配股票、债券、市场中性、CTA 等多种风险收益特征各异的子策略，给投资者创造稳健且丰厚的收益。资产支持证券是一种债券类性质的金融工具，其向投资者支付的本息来自基础资产池产生的现金流或剩余权益。



（一）大类资产配置业务

大类资产配置，指根据对宏观经济环境发展趋势的基本判断，结合自身的风险偏好、投资限制以及对资金投资的期限要求等，采用定量以及定性的方法，通过一定的模型构建，做出的在各类资产类型中进行不同比例配置，并根据各类资产未来趋势的变化及时作出调整。

1. 大类资产配置业务概况

1952 年均值方差模型是现代投资组合理论的量化开端，1964 年 CAPM 模型对均值方差模型做了重要的超越，1996 年风险平价模型是资产配置理论和实践的重大突破，再抽样法和收缩法等都建立在此基础上，2004 年经济周期理论被融入资产配置策略（如美林时钟）。目前全球大型投资机构大都采取多项大类资产配置策略，如对冲基金很多采取“风险平价模型+”的策略。从一般自然人投资者到规模上万亿元机构投资者，均有大类资产配置的需求。目前主要是国外资产管理机构提供该服务，国内没有真正专业化的机构提供该类服务。信托公司与其他行业相比，优势在于涉及的资产范围较广；劣势在于虽然涉及面较广，但在任何一个专业领域都没有比较优势突出的主动管理资产配置能力。目前该领域的国内竞争者几乎没有，该领域是信托公司一个可重点突破的领域。

2. 大类资产配置业务模式

大类资产配置遵循的理念认为经济基本面直接影响企业盈利、利率等，从而影响各类风险资产带来的投资回报。通常根据投资者要求分为战术配置区间（1~12 个月），商业周期区间（1~10 年）以及长期经济发展区间（10~30 年）三种模式搭建模型。

（1）长期经济发展区间模式：在较长的时间周期内，资产的表现受到长期经济发展趋势的严重影响。先对未来较长期的宏观经济情况进行预测，得出对未来资本市场各类变量的假设，再通过分析主要经济变量如何影响各类资产的投资表现，得出各类资产的预期收益水平、波动率以及互相之间的相关性。

（2）商业周期区间模式：资产价格的表现很大程度上取决于宏观经济的波动，如周期性因素（企业盈利以及通货膨胀率）。先找出辨识各个商业周期间衔接和变化拐点的重要变量，再在长期历史均值假设的前提下作出对当前商业周期各类资产预期收益水平、波动率以及互相之间的相关性假设。

（3）战术配置区间模式：在较短的时间内，市场有可能大幅偏离其长期的历史趋势。根据对市场的了解及对各类经济政治及商业情况的分析，作出市场偏离长期均



值的时机判断，以期获得最大化的投资回报。

3. 具体操作流程步骤

第一步，根据投资者的投资偏好、投资限制、久期确定具体的资产类型和分类方法。第二步，根据历史数据做出对宏观经济变量未来一段时期预期收益和波动率的假设。第三步，根据宏观经济变量与第一步选择资产之间的联系对每类资产未来的预期收益率和波动率进行预测。第四步，将上一步对每类资产的预测代入 Markowitz 模型，计算出投资有效边界，该边界上每个点均代表在给定风险水平下可获得最大投资回报的配置方案。第五步，在综合考虑投资者可承受的风险程度及监管机构投资限制后，最终选取最适合投资者的资产配置方案。历史经验表明，大类资产配置对投资组合收益率的贡献度超过一半，其作用至关重要。

4. 风险评估、对策及展业建议

（1）风险及对策。

①因子失效的风险表现为，因子失效导致资产出现牛、熊周期的缩短或拉长，影响配置的效益。对策为，注重配置战略与战术上的灵活性，避免僵化教条。②资产相关性提高致使风险分散失效，资产之间的相关性提高致使配置失效，出现股、债同涨或同跌的极端情况，2008 年国际金融危机使分散投资降低风险的理论失效。对策为，强化风险管理理念，避免因极端风险情况发生导致的风险。③模型和数据的局限性。每个模型都有自己的最合适因子及领域，在全球化配置的情况下，模型影响因子增多或促使模型失效，模型对数据的准确性和数据量要求较多。对策为，多模型相互验证，选择模型最适合的领域。④资产与负债不匹配的风险。对策为，选择风险收益和流动性匹配的投资者。

（2）展业建议。

①科学规模的制度流程和相对完善的系统支持。②投资者的投资期限尽量要求在 3 年以上，认可长线投资思维。③加强投研团队建设，特别是宏观策略及子资产的研究，兼具金融专业知识及编程能力。④具有较强的投资纪律性，人人都是风险管理者。⑤大资金逐步布局全球化战略。

5. 案例分析

美林时钟模型以产业缺口和通胀指数为划分依据，通过先行指数、滞后指数和 M_2 三个指标将宏观经济周期划分为复苏、过热、滞胀、衰退四个阶段，将大类资产收益率和周期轮动联系起来，指导资产配置。



美林投资模型投资方案如下：①复苏期。增配信用债，减配利率债，逐步缩短组合久期，利用利率衍生品对冲利率风险。②过热期。减少交易性和可供出售类金融资产，增持持有到期和应收账款类资产以减少估值压力。③滞胀期。增配利率债，减配信用债，逐步增加组合久期，利用信用衍生品对冲信用风险。④衰退期。增加交易性和可供出售类金融资产，减少持有到期和应收账款类资产以增加资本利得收益。

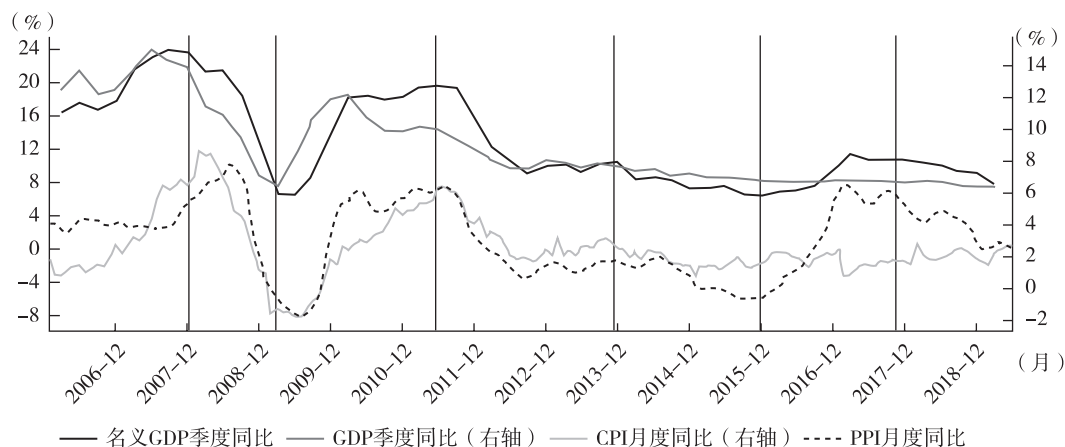


图 19 GDP、名义 GDP 和价格指数情况

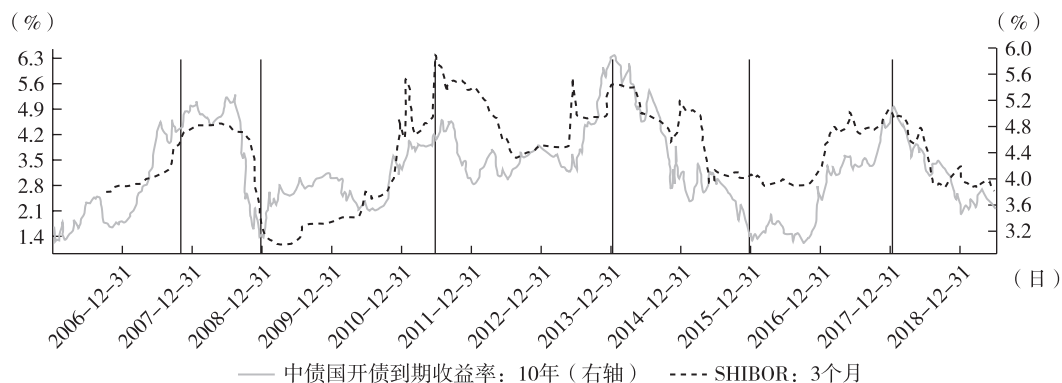
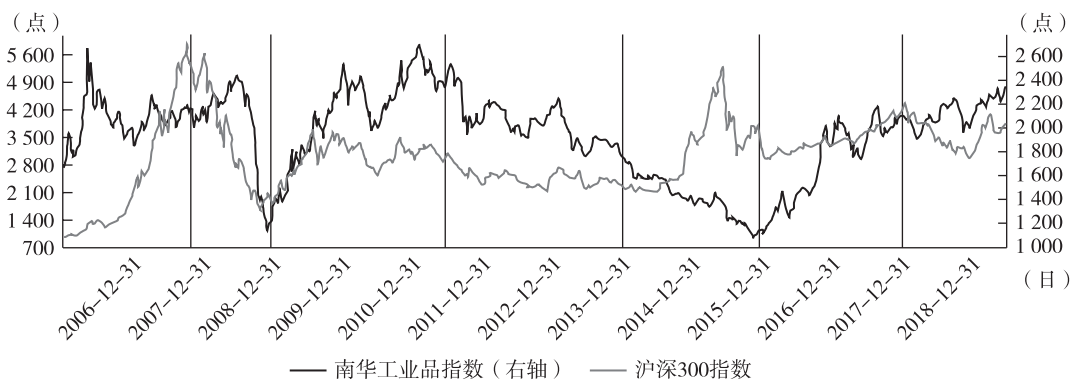


图 20 四大类资产走势



（二）资产证券化业务

资产证券化业务是以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的一类业务。这是“资管新规”实施之后信托公司重点开展的业务方向。

1. 资产证券化业务概述

资产证券化业务能够有效帮助企业回笼资金、盘活存量资产、降低融资成本，促进经济和资本市场的协调发展，近年来规模增长十分迅速。我国资产证券化业务主要由三种模式组成，分别是银行间市场开展的信贷资产证券化、证券交易所市场开展的企业资产证券化以及银行间市场的资产支持票据（ABN）业务。

表 5 企业资产证券化基础资产情况

基础资产类型	发行规模（亿元）	占比（%）	发行单数（单）
应收账款	1 621.18	34.74	219
小额贷款	368.34	7.89	23
租赁租金	615.77	13.19	49
企业债权	943.70	20.22	53
信托受益权	319.66	6.85	21
融资融券债权	155.00	3.32	5
保理融资债权	226.10	6.84	25
不动产投资信托 REITs	88.46	1.09	5
商业房地产抵押贷款	161.67	3.46	10
基础设施收费	123.31	2.64	13
委托贷款	10.63	0.23	2
门票收入	8.00	0.17	1
保单贷款	25.00	0.54	1

数据来源：Wind 数据库。

根据 Wind 的数据，2019 年上半年资产证券化业务发展迅速，发行量达到 9 439.44 亿元，同比增长 33.74%，保持了高增长的态势。其中，信贷 CLO 发行规模为 2 901.44 亿元，同比增长 16.92%。企业 ABS 发行规模 4 666.82 亿元，同比增长 28.01%。资产支持票据发行规模为 1 200.82 亿元，同比增长 235.45%。但是以往信托公司在开展资产证券化业务过程中角色较为单一，业务价值较为有限，同时却需要投入一定资源、承担 SPV 相应管理职责。持续提升信托公司资产证券化业务价值有利于未来该项业务的持续发展。



2. 资产证券化业务模式

可预期的现金流资产。资产证券化业务的实质是将未来可预期的现金流变现，将基础资产产生的现金流包装成标准化证券，具有可预期的现金流的资产是进行证券化的先决条件。

真实出售与破产隔离。发起人把用于证券化资产的收益和风险转让给 SPV，即真实出售。经过真实出售，达到证券化资产与发起人的经营风险完全隔离，即使出现发起人由于经营不善而破产的情况，发起人的债权人和股东对证券化资产也没有任何追索权。同时，如果证券化的基础资产不足以偿还本息，投资者的追索权也仅限于基础资产。

信用增级。为了提高资产证券化产品对投资者的吸引力从而降低融资成本，发起人可以实施内部和外部信用增级。内部增信是从资产支持证券基础资产池的结构设计、产品的增信机制设计角度开展，主要包括优先级和次级的结构安排、利差支付制度、超额抵押设置、保证金和现金储备账户等；外部增信则是以外部企业或金融机构提供的信用担保为主，包括机构担保、差额支付承诺、回购承诺、流动性支持等。

受益凭证。在信托结构中，SPV 将其以信托方式持有的支持资产的收益权分成若干相等的份额，并将每一细分的权利份额以信托受益凭证的形式发售给投资者，每一份信托受益凭证都代表对支持资产的等额的收益权。

此外，资产证券化还包括单一交易结构和循环交易结构。单一交易结构是发起人一次性发起支持资产转移给 SPV 以供发行资产支持证券的交易结构；循环交易结构是发起人除在交易开始时向 SPV 提供交易所需初始资产外，还在交易过程中陆续发起新的支持资产的交易结构。

3. 资产证券化的业务流程

资产证券化的业务流程共分为以下几个步骤：（1）发起人（也即资金的需求方）明确其将要实施证券化的资产，也可以将多种相似资产进行剥离、整合组建成资产池；（2）设立特别目的载体 SPV，使其作为证券的发行机构，并保证其能够实现和发起人之间的破产隔离，SPV 可由信托公司、证券公司等金融机构担任；（3）发起人将其欲证券化的资产或资产池转让给 SPV，且转让必须构成真实出售；（4）发起人或者第三方机构对已转让给 SPV 的资产或资产池进行信用增级；（5）由信用评级机构对 SPV 拟发行的资产支持证券进行信用评级；（6）SPV 以特定的资产或资产池为基础，进行结构化重组，通过承销商采用公开发售或者私募的方式发行证券；（7）SPV 以



证券发行收入为基础，向发起人支付其原始资产转让的款项；（8）由 SPV 或其他机构作为服务商，对资产或资产池进行日常管理，收集其产生的现金流，并负责账户之间的资金划拨以及相关税务和行政事务；（9）SPV 以上述现金流为基础，向持有资产支持证券的投资者还本付息，在全部偿付之后若还有剩余，则将剩余现金返还给发起人。

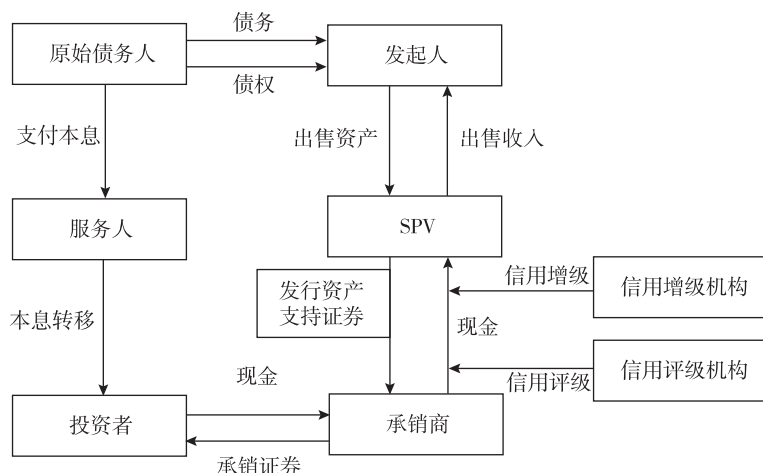


图 21 资产证券化的业务流程

4. 资产证券化业务风险要点

与一般债券和融资业务不同，资产证券化产品采取的是风险隔离机制设计，其信用主要基于基础资产的质量而非发行主体的信用。因而在业务风险控制时需注意基础资产风险、信用增级措施、提前偿付或延后偿付等风险。

（三）承销类业务

债券承销业务市场竞争较为激烈，信托公司的债券承销业务尚处于试点阶段，面临内外部多种困难因素的制约。不过，承销业务有利于拓展信托公司业务空间，增加新的收入来源，也有助于业务转型，信托公司需结合自身优势加大业务拓展力度。

1. 信托公司承销业务概况

在 2017 年 9 月，中国银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价的公告》，标志着信托公司在证券承销业务领域取得重大突破。经过严格的评价与筛选，共有 12 家信托公司获准开展非金融企业债务融资工具承销业务。获得非金融企业债务融资工具承销资格的金融机构共有 132 家，以商业银行和证券公司为主。其中，商业银行 84 家，证券公司 28 家，信托公司 12 家，



其他公司 8 家。从承销情况来看，商业银行和券商占据领先地位。2019 年上半年，各类机构发行债券总额为 21.69 万亿元。其中工商银行以总承销金额 6 822.9 亿元夺魁，建设银行以 6 426.3 亿元紧随其后，中国银行以 6 418.9 亿元位居第三。

2. 承销业务模式及流程

目前，信托公司主要是在债券销售过程中承担分销角色，业务流程相对简单，即在发行人规定的分销期内，作为承销商向市场其他参与者销售债券。具体业务流程如下：（1）债券发行人在招标当日通过招标系统将招标书送给承销商成员；（2）由承销商根据自身和客户需求在规定的时间内进行投标；（3）中标结果公布后，承销商向客户分销债券。

3. 信托公司承销业务的风险要点

在债券承销期内，由于国内外经济环境的变化等因素会引起市场利率的波动，市场利率的波动将对投资者投资债券的收益造成一定程度的影响。如发生货币政策调整等重大不利事件，可能出现簿记结果超出发行人预期而推迟发行或调整利率区间的风险。在债券的存续期内，可能有对发行主体的经营活动产生重大负面影响，进而造成不能从预期的还款来源获得足够的资金的风险。

（四）固有业务参与资本市场业务

1. 信托公司固有业务参与资本市场概况

固有业务是信托公司应用资本金的业务。对于信托公司而言，固有业务的基础要义在于平衡安全性、收益性与流动性的关系，助益公司创造利润，切实防范各类风险，同时保证公司资金的流动性，对整体公司经营起到基石维稳的作用。

（1）资产运用方式：投资类占比逐年上升。信托公司自营资金运用方式以投资为主，兼顾流动性。信托公司固有资产配置主要包括货币资产、贷款及应收账款、交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资和其他资产七类。根据各类配置资产属性，可以划分为三大类资产，即投资类资产、贷款类资产和货币类资产。其中，投资类资产包括可供出售金融资产、长期股权投资、交易性金融资产、持有至到期投资，是三大类资产中占比最高的，也是信托公司固有业务参与资本市场的主要资产部分，是本部分的分析重点。

通过对 2010—2018 年信托行业固有资产的配置变动趋势情况进行分析可以看出：整体来看，投资类资产占比从 2012 年开始持续上升，从 2012 年的 57.03% 稳步提升至 2018 年的 77.79%，而其他两类资产占比则呈现出下滑趋势，其中贷款类资产



占比从 2010 年的 16.04% 一路下滑至 2018 年的 4.93%；货币类资产占比从 2011 年的 21.55% 开始下滑，到 2018 年跌至 8.48%。

（2）投向分布：金融机构占比最大。信托自营资产投向主要包括基础产业、房地产、证券市场、实业、金融机构和其他资产六类。整体来看，2018 年自营资产投向分布情况有所变化，证券市场占比呈下降趋势，由 2013 年的 11.75% 下降至 2018 年的 9.9%；金融机构占比有所上升，由 2013 年的 40.0% 上升至 2018 年的 42.56%，是投向占比最大的领域。

2. 信托公司固有业务参与资本市场的主要模式

根据以上分析，信托公司固有业务主要包括投资类业务、货币类业务和贷款类业务三类。根据各类资产属性与配置情况，可以进一步将信托自营资金参与资本市场的业务划分成三大模式，即金融产品投资模式、资金融通模式和长期股权投资模式。

（1）金融产品投资模式。金融产品投资模式主要是指信托公司将自有资金投资于债券、股票、基金、银行理财产品、信托计划、资管计划等多种金融产品。在该模式下，信托公司注重自有资产的流动性、稳定性和收益性，以为信托业务的发展提供良好的保障。金融产品投资业务是信托公司固有资产长期配置、中短期资金运作的主要领域，其以固定收益投资为重点，以权益投资为补充，在控制市场风险、信用风险、流动性风险等各类风险的基础上适度追求投资收益的最大化，主要选择风险系数较低、流动性较强的固定收益产品作为投资对象进行布局，并根据市场环境的变化动态调整和优化配置结构，构建稳健的投资组合。

（2）资金融通模式。资金融通模式主要是指信托公司充分发挥信托制度优势，利用自身的资本金实力，在融资人提供一定的增信措施的情况下，以自有资金向企业提供资金周转支持。融资人如有经营需求或短期资金周转需要，可向信托公司申请中短期贷款以及超短期贷款业务。信托公司为企业提供资金周转支持的同时，还为各类资金需求主体提供多样化的贷款、融资租赁等金融服务，并联合公司相关业务部门为企业提供包括贷款租赁、定向融资、私募股权投资和受托资产管理等投资银行服务，进一步为客户量身安排融资财务顾问、资产债务重组方案设计、担保业务等“一揽子”综合金融服务。

（3）股权投资模式。股权投资模式是指信托公司以固有资产参与资本市场，进行长期配置，支持信托主业发展，为公司各项业务提供持续稳定的现金流。在此模式下，可发挥信托公司金融股权投资的独特制度优势，利用信托公司横跨货币市场、资



本市场和实业市场的天然优势，加快推进金融股权投资布局，信托公司可将金融股权投资范围扩展至基金、保险、汽车金融等多种金融领域。通过开展股权投资，信托公司可从客户、渠道和项目资源等多方面为信托主业提供有力支持，同时获得长期稳定的投资回报，实现固有资金的保值增值；同时通过打造跨平台、综合化、集团化的金融服务能力，为客户提供全面、高效、优质的财富管理金融服务。

五、信托公司资本市场业务的保障体系

资本市场中有较多的标准化业务机遇，有助于信托公司提升整体经营管理能力，逐步实现净值化转型。为谋求资本市场业务转型布局，信托行业需要搭建完善的人才、系统和风控等基础体系，保障业务顺利进行。

（一）人才的需求和保障

1. 所需人才类型

基于资本市场业务的专业特性，信托行业需要组建一支覆盖各个环节的优秀人才队伍，包括前端市场开发、中端运营和后端投研支持等全业务链专业人才体系。参照行业经验，以资本市场业务为主的券商、基金公司已经按照中国证监会颁布的《中国证券期货行业人才队伍建设发展规划（2011—2020年）》（以下简称《人才规划》），构建了一支具有财会、经济、金融、企业管理、工商管理和国际投资等知识背景的专业队伍。相比较而言，信托行业开展资本市场业务时间虽长，但专业队伍建设较为落后。

借鉴中国证监会颁布的《人才规划》配置标准，信托公司在全面布局资本市场业务、创新业务模式的过程中，人才缺口较大。目前，信托行业对同时具备财会金融、经济研究、投资管理、国际化投资等背景的经营管理人才、专业技术人才和实用技能人才的需求强劲。

2. 组建人才队伍

在组建资本市场人才队伍时，信托机构可从内部培养、市场化招聘和海外引入等多种方式开展工作。首先，通过内部培养、提拔一批学习能力强、忠诚度高、具备专业知识背景的优秀员工，在实现员工自身职业规划的同时，为公司提供一批熟悉公司运作的、具有较强归属感和责任心的专业人才队伍；其次，以市场化方式招聘，经过充分遴选，引进行业高端人才；最后，随着中国金融业国际化进程加快，吸引有国



际背景的海外高端人才越来越重要，信托公司开展 QDII 业务，也需要一支具有海外投资背景的专业人才队伍支持。

引入合适的人才十分重要，但更关键的是留住人才，用好人才。信托公司开展资本市场业务需要探索实施高管和员工持股等与经营业绩相挂钩的长效激励机制，从而有效缓解人才流动频繁和流失加剧问题。在人才管理方面，从制度设计，到日常管理，再到利益分配，都尽量向优秀人才倾斜。具体而言，在企业文化、团队精神建设、改善办公环境、业务培训等方面加大投入力度，建立基于绩效表现和人才市场竞争需要的考核评价机制、人才激励机制和薪酬动态调整机制，以确保人尽其才，充分尊重每一位优秀人才。信托公司通过努力建设一支现代化、专业化和高素质的人才队伍，不仅可以提升信托公司管理水平，还有助于增强其业务竞争力，更好地服务资本市场发展。

（二）系统的需求和保障

信托公司资本市场系统建设需要整体规划、分步实施、快速迭代和系统整合。当前信托标准化系统普遍建设不足，包括销售管理、投研交易、估值核算、风控运营等功能仍以人工处理为主，这严重阻碍了信托行业资本市场业务开展，相关配套系统功能的建设迫在眉睫。拥抱金融科技，通过全方位的 IT 系统建设，以自动化技术手段处理非标准化信息，打破人力资源限制，实现资本市场业务战略提产增效，将是信托迅速过渡、抢占资本市场份额的重要利器。然而，系统的建设需要充分结合大数据和资本市场逻辑，进行整体规划，服务于全业务流程；再结合各信托机构的业务规划、个性需求，对系统进行升级整合；各种要求都将考验信托资本市场系统的战略部署能力。

1. 所需系统种类和实施规划

传统信托项目多为非标类债权融资项目，对标准化系统建设要求不高，随着“资管新规”的推进实施，非标压降、非标转标的进程加快，信托公司在加大资本市场业务布局的过程中，需要搭建一套完整的支持系统。信托公司依靠以信息技术为代表的高新技术，有助于推动资本市场业务落地实施，从而提升企业运营效率和核心竞争力。

借鉴券商、基金公司的成熟经验，开展资本市场业务所需系统具体包括交易系统、信息管理系统、合规风控系统、操作风险管理系统、CRM 系统、内部监控系统、风险控制指标动态监控系统、智能投研系统、投资业务管理系统、FOF 和 MOM 系统等。信托行业可结合自身特点，从短期、中长期分布实施系统建设规划，实现快速迭代、



系统整合。

(1) 短期规划——打破人力资源限制，提升效率。短期内，信托公司需要建立一套覆盖前、中、后台的较为完善的基础系统设施，以最大限度地减少重复性的人工操作过程，打破信托公司人力资源限制，从而提升资本市场业务决策和运行效率。具体内容包括：建设销售管理系统，通过和银行、券商、第三方平台等机构的合作对接，扩展销售渠道；打造投研一体化平台，组建自己的投研团队，帮助信托公司实现智能化投资管理；建设投资交易和风控系统，实现资产交易全流程电子化和事前、事中的风险监控，有效识别潜在风险；搭建信息披露平台，通过系统化加强投资者教育，有利于证券类信托产品的净值化转型；建设估值和会计核算系统，支持业务从启动、运作到终止全生命周期财务核算处理，完成全资产核算和单位净值估值，做到每个项目单独管理、单独建账、独立核算。

(2) 中长期规划——系统升级优化与新功能开发建设同步进行。中长期而言，需要将已有的系统功能实现完全对接，全面支持资本市场业务流程。在信息系统管理建设过程中，可进一步开发财富管理系统，支撑业务链条向前延伸，同时，在后端完成风险管理和监控系统的全面建设，结合数据控制与运营系统，实现业务流程的系统化闭环。信托公司结合行业资源和业务发展需求对系统进行优化升级，具体内容包括但不限于：开发财富管理系统（后期升级为智能投顾系统）直接服务于客户需求，打造智能资管服务模式；进一步提升投研分析系统、投资交易与资产组合管理系统、风险控制与预警系统的相关功能；开发 MOM 或 FOF 投资管理系统；通过数据控制及运营系统的建设，将上述各项系统功能进行完全对接，实现业务流程的闭环，全面支持信托资本市场业务的发展。

信托公司通过升级优化系统建设，以大数据、人工智能、云计算自动整合内外部资源，不断丰富销售管理、投研交易、估值核算、风控运营等各项功能，有助于提升业务决策和运行效率，进而提升信托行业资本市场领域整体经济效益和竞争力。

2. 如何搭建系统

信托公司在搭建系统时，首先需要明确系统建设的定位是为各级业务人员服务，然后通过自主研发和外包合作两种方式建设资本市场业务系统。

系统建设的定位是，为各级业务人员服务，这就意味着系统建设必须以业务人员为核心，充分挖掘业务人员在业务开展过程中所需的各类服务，如数据、信息、技术操作等。以人为核心建设系统，则系统的各个功能模块能够与人的需求、业务的需



求进行充分地融合，体现了人的思想、意志和智慧。若系统开发只是单纯地采购成熟的模块，一则没有体现机构和人的特色需求，二则没有将人的智慧以系统的形式稳定和固化下来，不利于机构的长期竞争力提升。

对于拥有资本市场业务经验和金融科技人才的信托公司，可选择自主研发业务系统。自 2017 年起，不少信托公司将金融科技建设作为公司重要的战略部署，研发投入逐年增加。自主研发的好处在于信托公司可以掌握核心知识产权，降低供应商对业务不熟悉带来的风险，节约高昂的 IT 采购费用。以部分信托公司为例，外贸信托科技团队超百人，拥有自主的专业信息机房，已实现完整的前、中、后台系统覆盖，金融科技正在逐步成为各业务的核心能力；中信信托金融科技发展采用“自主可控”模式，近年从银行、证券公司和互联网公司引入了数十名掌握架构设计、研发和项目管理的综合性技术专家，进一步提升自主研发能力；万向信托自 2014 年开始探索自主研发，全部采用互联网行业中最流行的快速迭代开发模式，开发、应用、完善同步进行，大幅缩短了系统上线周期。

对于缺乏科技型人才、资本市场业务模式尚不清晰的信托公司，适宜选择专业的金融科技公司合作，将系统建设进行外包。就建设资本市场业务相关系统而言，信托公司对互联网和系统开发没有很好的积累，大部分信托公司在系统建设开发和互联网产品设计方面能力较弱。信托公司的资本市场业务拓展能力不足，缺少核心应用场景，难以独立开发功能全面的业务系统。此外，自主研发需要投入大量时间成本和人力成本，这与信托公司传统的展业逻辑不一致，管理层是否全力支持成为信托公司评估是否进行金融科技建设的一大考量。总体而言，在目前大多数信托公司对资本市场业务场景尚不熟悉、运营模式不明晰的业务发展初期，选择与有专业系统开发、建设、维护经验的金融科技公司合作，让专业的人做专业的事，将系统开发建设外包是一种较为可行的做法。对于信托公司而言，有助于节约人力成本和时间成本，同时集中精力做好资本市场业务的核心投研环节。

（三）风险监控与管理

信托公司参与资本市场业务面临的风险主要包括政策风险、市场风险、信用风险、操作风险、合规风险等。

政策风险是指国家宏观调控措施、与行业相关的法律法规、监管政策及交易规则等的变动对资本市场业务产生的不利影响。按照“资管新规”要求的“去嵌套”“限杠杆”等内容，信托公司通过设立伞形信托和结构化信托参与资本市场投资的做法被



严格禁止，受监管政策影响，信托公司转而以主动管理模式开展资本市场业务。

市场风险是指市场价格（权益类证券价格、利率、汇率、商品或衍生品价格等）的不利变动使信托公司资本市场业务发生损失的风险，市场风险可分为权益类价格风险、利率风险、汇率风险、商品价格风险和衍生品价格风险等。信托公司通过开展资本市场业务进行净值化转型，传统固定利差收益模式难以适应业务开展需要，所投标准化资产的净值变动必定影响信托收益水平，信托公司资本市场业务面临较大市场风险。

信用风险是指信托公司选择交易对手时，未能识别对手方潜在风险而导致难以继续履行合同所规定的义务，或信用评级的变动或履约能力的变化导致债务的市场价值变动，从而造成损失的风险。以乐视网、长生生物、新城控股、承兴国际等“黑天鹅”事件为例，交易对手方可能成为信托公司资本市场业务的风险点。

操作风险是由不完善或有问题的内部流程、员工、信息科技系统等造成损失的风险。信托公司资本市场业务在某些公司属于创新型业务，员工、系统、运营等处于初步搭建阶段，信托公司对整套业务模式尚不熟练，可能面临一定的具体操作风险。

合规风险是指信托公司在开展资本市场业务中因未能遵循法律法规、监管规则、自律性组织制定的有关规则、适用于自身业务活动的行为准则，遭受法律制裁或监管处罚、重大财务损失或声誉损失的风险。从近一年监管层开具的罚单内容来看，部分信托公司由于“证券信托结构化比例超过法定上限”“单个结构化证券投资信托产品持有单家公司股票超过信托产品资产净值的 20%”等遭到处罚，信托公司需要注意相关合规风险。

为防范各类资本市场业务风险，信托公司需要从合规制度建设、人员配置和风险管理体系入手，层层设防。首先，进行内部架构调整，将风险管理与法律合规分设，通过明晰职权分工、明确岗位职责，构建相互监督制约的组织架构；其次，加大风险管理相关专业人员配备，提高人员队伍专业素质和水平，完善授权管理和风险绩效考评机制；再次，加强制度建设和信息系统建设，实现内部操作流程规范化和标准化；最后，不断完善内外部审计、监察等各类专项监督，强化内部风险检查和宣传教育，积极营造和培育风险管理文化。

风险控制是个动态的过程，资本市场业务风险控制更是如此，信托公司需要持续完善风险管理体系和智能风险管理平台建设，加强 IT 运营安全风险，不断完善 IT 运营安全制度体系建设。针对系统运行情况通过设置风险监测定量及定性指标



并定期跟踪检查，实时监测预警、快速响应、及时处理、追踪通报、优化改进。同时，进一步完善风险绩效考评机制和追责机制。将风险责任落实到个人，督促相关业务人员合法合规、审慎开展业务。总而言之，信托公司需要建立一套从投前、投中、投后全过程立体化的风险管理体系，以保障资本市场业务安全开展。

（四）业务的监管与自律

2018年，发布《深化党和国家机构改革方案》，将中国银监会和中国保监会的职责整合，“一委一行两会”（国务院金融稳定发展委员会、人民银行、中国银保监会与中国证监会）的金融监管体系正式亮相。

资本市场作为我国金融市场的一部分，现行的监管体制是集中型监管体制。中国证监会是国务院直属事业单位，是证券公司、基金公司、期货公司等金融机构的行业主管部门，是对证券业和证券市场进行监督管理的执行机构，也是监督检查所归口的管理部门。信托公司自身的行业主管部门是中国银保监会，所以信托公司开展资本市场业务受到中国证监会和中国银保监会的双重监管。2004年中国银监会首次发文明确信托公司可以产品名义在中国证券登记结算有限责任公司单独开立证券专用账户。2009年发布的《信托公司证券投资信托业务操作指引》是信托公司参与证券市场业务的基本监管规则。

对监管的政策建议如下：

1. 建议早日理顺债市的统一管理和协调发展。长期以来，中国债市分割的局面一直存在，市场分为银行间市场与交易所市场，不同债券品种分别由人民银行、国家发展改革委、中国证监会、财政部等监管。建议统一债券的发行标准，逐步放松对企业发行债券的管制力度和发行额度的限制，降低企业发债资格的审核标准。下放审核、核准和备案的权限至交易所。尽可能地扩大企业债券的发行主体和发行规模，允许企业发行不同级别的债券。

2. 建议协调解决分业监管带来的信托公司在资本市场业务方面遭遇的差别对待问题。如股权信托投资退出机制不完善，影响股权信托投资业务的开展和收益。信托行业受中国银保监会监管，中国银保监会支持信托公司发展股权信托投资，但是资本市场是受中国证监会的直接监管，信托公司始终无法作为拟上市公司的股东审批过会，多年来股权信托投资一直不能利用公开市场退出。而有限合伙企业等金融产品形式可以作为拟上市公司股东通过审核。另外，在定向增发类业务上，基金公司发行的资管产品可以作为定增的询价和认购主体，而信托公司的信托计划则不具备询价和认购资



格，场内质押业务仅限证券公司开展等，同为金融产品差异化对待显著。

3. 当前信托公司参与资本市场业务的监管指引主要为《信托公司证券投资信托业务操作指引》，该指引于 2009 年 1 月发布，发布时间过早，近几年大资管行业变化剧烈，资本市场业务发展迅速，伴随着信托公司参与资本市场业务的数量增长，新的问题也不断显现出来，旧的指引已经很难适应新的发展要求。同时由于信托公司投资资本市场时，其投资、运作和管理涉及不同监管部门的监管和协调，这都对信托公司资本市场业务的监督管理、法规建设提出了新的要求，建议对信托公司资本市场业务、证券业务出台操作指引或对原法规进行修订。

4. 建议以金融科技赋能资本市场发展，当前的经济增速已经进入新常态，必须依靠创新驱动，打造新的发展引擎，引领经济转型升级。而创新是引领发展的第一动力，用科技创新驱动高质量发展是实施新发展理念的关键所在。金融科技在资本市场，尤其是在证券市场的应用带来了许多的积极影响，从投资者的角度来看，它降低了投资的门槛，降低了全市场参与主体的成本（主要包括交易的成本），更深层次的则是，更加有效、精准地控制了风险，为投资者利益保驾护航。在科技创新赋能资本市场的过程中会与制度规则的边界不断有所摩擦，这就需要结合实际的情况对规则边界进行整合和优化。

参考文献

- [1] 何娟. 物流金融理论与实务 [M]. 北京：清华大学出版社，2014.
- [2] 杨晓东. 科创板对信托公司资本市场业务的影响 [R].
- [3] 用益研究. 从中美贸易摩擦看信托公司经营环境的变化 [R].
- [4] 闫桂军. 实体经济和资本市场已基本触底 资管新规之下信托直面五大压力 [EB/OL]. 信托百佬汇，2019-05-24.
- [5] 杨晓东. 下半年信托公司资本市场业务的机遇与风险 [R].
- [6] 黄霄盈. 干货！标品信托产品研究 [R].
- [7] 上海信托牵头课题组. 标品信托的展业路径和商业模式研究 [R].
- [8] 苏奕昕. 我国信托业务的转型研究 [R].
- [9] 金新强. 大资管时代信托在资产证券化中的异变及纠正——以 SPV 的破产隔离为视角 [R].



- [10] 巴曙松, 杨惊等. 2018 年中国资产管理行业发展报告 [R].
- [11] 李迅雷. 为什么直接融资比重总是上不去 [EB/OL]. 金融读书会, 2019-07-09.
- [12] 曹宇. 促进银行业保险业资管业务健康发展 [J]. 中国金融, 2019 (7).



信托公司与银行理财子公司的竞争与合作

课题牵头单位：交银国际信托有限公司

课题指导专家：张丽平

课题负责人：李 艳

交银国际信托有限公司

课题组成员：

徐学涛 刘明娟 靖东晓 陈凤章 刘 镠

交银国际信托有限公司

施 旖 王婷婷

兴业国际信托有限公司

江如青 张拂宇 高 洁

陆家嘴国际信托有限公司

白 洁 陈帅特 靳婉璐 徐海音

天津信托有限责任公司

祁 捷 张明玺

中信信托有限责任公司



摘 要

2018 年以来，随着金融监管组织构架的大幅调整和《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”）的发布实施，百万亿元规模的资管行业正在经历洗礼与重塑。与此同时，金融业对外开放进一步提速，内资资管正式接轨国际竞争。理财子公司正式挂牌成立，资管行业将迎来新的发展格局。

本课题创新采用主分报告模式。主报告“在与银行理财子公司竞争与合作中实现信托业更高质量发展”从中国资管行业新格局出发，对信托公司和银行理财子公司的资管业务发展条件进行比较，提出以竞争的优势作为合作的基点，以竞争的劣势作为合作的动因，预判分析两者在短、中、长期的竞合关系，回答了信托公司与理财子公司的合作机会、竞争重点等问题，并提出了对信托公司的发展建议以及对监管的政策诉求。

作为主报告的支持材料，分报告“近年来信托公司业务发展情况”“近年来银行资管业务发展情况”、“银行理财子公司设立情况及发展趋势”分别介绍了近年来信托公司、银行资管业务的发展情况以及银行理财子公司成立情况，回答了银行理财子公司成立后相关变化的问题，为主报告相关内容提供了支撑和拓展材料。

本课题具有重要的现实背景依托和理论实践意义，通过实地调研、文献查阅、历史研究、比较研究等方法，力求梳理完善信托公司和理财子公司两大资管主体特点，构建对比分析框架，研究各阶段竞合关系，有针对性地提出建议和诉求，有助于启发和探索信托公司如何在新形势下加快高质量发展。

关键词：信托公司 理财公司 竞争 合作



目 录

一、在与银行理财子公司竞争与合作中实现信托业更高质量发展	481
（一）研究背景：中国资管行业发展呈现新格局	481
（二）信托公司和银行理财子公司在资管领域的发展条件比较	482
（三）信托公司与银行理财子公司竞合关系分析	486
（四）对信托公司的建议和监管政策的诉求	493
二、近年来信托公司业务发展情况	496
（一）信托公司资产管理业务情况	496
（二）信托公司财富管理业务情况	498
（三）信托公司综合实力不断增强	500
三、近年来银行资管业务发展情况	501
（一）银行理财的主要发展阶段	502
（二）近年来银行资管业务主要业务特点	506
四、银行理财子公司设立情况及发展趋势	508
（一）成立背景及意义	508
（二）开业建设情况	508
（三）政策要求变化	510
（四）转型与升级路径	511
（五）短期面临的挑战	511
（六）未来发展路径	513
参考文献	513



一、在与银行理财子公司竞争与合作中实现信托业更高质量发展

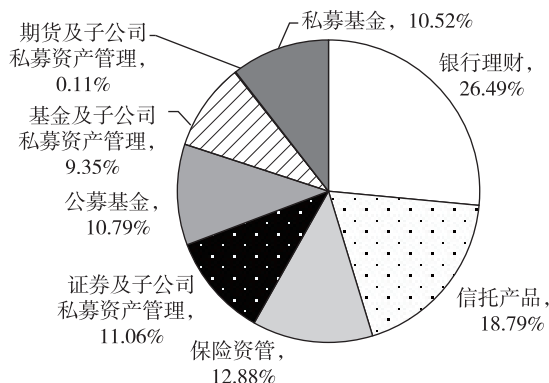
（一）研究背景：中国资管行业发展呈现新格局

1. 资管新规逐步拉平监管政策

2018年4月27日，人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇局联合下发资管新规，要求“去通道、限嵌套、净值化和打破刚兑”。资管行业的监管政策趋于统一，按照产品类型而非机构类型进行功能监管，有效减少了监管真空和监管套利，使资管行业最大限度地站在“同一起跑线”上，依托不同的资源禀赋、经营偏好和历史积淀，以真正的专业能力来赢得市场。从长远来看，资管新规奠定了未来一定时期行业健康发展的基础，但短期内信托公司的收入和规模将承担一定的压力，需要持续深化转型发展之路。

2. 银行理财子公司正式成立

2018年12月2日《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称《理财子公司管理办法》）正式向社会公开发布，银行理财进入“理财子公司”时代。截至2018年末，我国各类资管机构管理资产规模为120.78万亿元，其中，信托产品余额为22.70万亿元，在资管业务总规模中占比约19%，银行理财产品规模为32万亿元（非保本理财22.04万亿元），占比达到26%以上，位居行业规模龙头。同时，银行理财也是信托、基金专户、证券资管、基金资管等的重要委托人。随着监管政策趋于一致，理财子公司作为目前唯一能同时从事公募和私募业务的机构，加上股东银行的综合优势助力，必将对资管行业格局造成一定影响，市场担心这样形成“一家独大”的不利局面。同时，银行理财子公司的出现，也将对前期信托公司与银行稳定合作的局面产生诸多影响。



注：因四舍五入，数据总和为99.99%。

数据来源：中国证券投资基金业协会、中国信托业协会、中国理财网。

图1 2018年末我国各类资管机构管理资产规模情况



3. 中国金融市场持续对外开放

2018 年 4 月 10 日中国国家主席习近平在博鳌亚洲论坛开幕式的演讲中宣布了中国将大幅度放宽金融市场准入。2019 年 7 月 20 日，中国推出 11 条金融业对外开放措施，内容包括允许境外资产管理机构合资设立由外方控股的理财公司，将原定于 2021 年取消外资股比限制的时点提前到 2020 年等。8 月，上投摩根基金管理有限公司成为国内首家外资绝对控股的公募基金；摩根士丹利、瑞银集团、瑞士信贷等通过股权转让、核准新设及单方面增资等多种途径获得合资证券控股权。9 月，合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度取消限制，境外投资者参与境内金融市场的便利性再次大幅提升。这将会给已在中国境内投资的外资资管机构，以及尚未进入中国市场的境外机构带来新的发展契机，中国境内资管机构面临较大竞争压力。

4. 中国财富管理需求旺盛

中国居民收入在近几年增长迅速，据统计家庭户均资产规模从 2011 年的 97.0 万元增加到 2018 年的 161.7 万元，户均净资产规模为 154.2 万元，户均可投资资产规模为 55.7 万元。中国家庭财富逐年增加，财富总值已位列世界第二。中国居民人均可支配收入的增长以及分散化投资程度上升，投资者理念从非理性投资到关注风险收益配比、重视中长期收益等理性投资的行为转变。^①此外，海外资产的配置需求不断增加，2019 年初公布的《粤港澳大湾区发展规划纲要》允许大湾区内试行理财通，有望突破现有资本账户管制的问题。野村证券表示将抓住中国财富管理的蓝海市场，在境内设立合资企业，最初阶段主要业务将是财富管理，发挥其全球投资经验优势，开展境外资产配置业务，帮助人们寻找更多投资机会和规划退休后的终身财富管理计划。

（二）信托公司和银行理财子公司在资管领域的发展条件比较

信托分为资金信托和财产权信托，其中资金信托属于私募，主要面向高净值客户，具有产品设计灵活、投资范围广阔的独特制度优势；财产权信托是信托公司独有业务，也是信托回归本源的重要方向之一。而银行理财子公司以公募为主，也可以开展私募业务。因此，两者的资管业务范围既有重叠，也有区分，多年积累的业务发展基础也存在一定差异。

1. 政策法规层面比较分析

（1）业务资质。①公募私募牌照。资金信托属于私募，银行理财子公司公募、

^① 安永·外资金融机构在中国资管市场的机遇与挑战 [R]. 2018.



私募均可。对于信托公司发行的资金信托，单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，但单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。对于银行理财子公司而言，虽然私募产品发行对象要求与信托一致，但其发行的公募产品，投资门槛仅为 1 元，覆盖的受众广泛，可提供的产品也更丰富，对客户的吸引力更强。但理财公募产品不能投资未上市公司股权。②贷款牌照。《信托公司管理办法》规定信托公司可以发放贷款，这是理财子公司不具备的。③特殊目的载体资格。银行间市场企业资产证券化业务和银登中心的信贷资产流转基本都是以信托作为载体。银行理财子公司尚不能作为任何 SPV 载体。截至 2018 年末，已有超过 40 家信托公司获得特定目的信托受托机构资格，12 家信托公司获银行间市场承销资格。

（2）非标投资。在非标投资上，银行理财子公司在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%。信托的非标业务到目前为止尚没有相关的限制性规定。

（3）销售渠道。除了均可自建直销团队外，在代销渠道上，理财子公司不仅可以通过银行业金融机构代理销售理财产品，还可以通过银保监会认可的其他机构代理销售理财产品。信托公司则被明确禁止委托非金融机构以提供咨询、顾问、居间等方式直接或间接推介信托计划。

（4）注册资本。银行理财子公司的注册资本最低金额为 10 亿元。信托公司注册资本最低限额为 3 亿元。近年来，信托公司纷纷增资壮大实力，根据统计，截至 2018 年末，信托公司的平均注册资本已经达到 39.47 亿元，仅有 3 家信托公司的注册资本金不足 10 亿元。^①

（5）股东要求。对于理财子公司，控股股东需是我国注册成立的商业银行，境内外金融机构和境内非金融企业可以作为股东。信托公司的股东需是境内非金融机构、境内金融机构、境外金融机构和监管机构认可的其他出资人。从实际情况来看，信托公司股东背景差异化显著，多数信托公司具有产业股东背景，可依托股东开展产业投资业务。

2. 业务实践层面比较分析

（1）公司治理。信托公司结构健全，银行理财子公司仍需完善。历经数次行业整顿，全国 68 家信托公司均按照《信托公司治理指引》建立了股东（大）会、董事会、监事会、经营层，形成运行有效、制衡有效、激励有效、约束有效的良性机制。

^① 中国信托业协会：《中国信托业发展报告 2018—2019》[M]。北京：中国金融出版社，2019。



各级监管机构也将信托公司的公司治理情况作为监管重点。而理财子公司则仍需构建有效的公司治理、内部控制和风险管理体系，同步推进改革相应的理财业务风险管理、产品研发、运营控制和系统开发等体系建设。

(2) 资产配置。银行理财资产配置以标准化产品为主，信托资产配置以非标准化资产为主。《中国银行业理财市场报告(2018年)》指出债券等标准化资产是理财资金配置的主要资产。2018年末，银行非保本理财资金投向债券、存款、货币市场工具等标准化资产占比达65.70%，非标资产配置规模比例为17.23%。按照非保本理财22.04万亿元计算，债券等标准化资产规模约为14.48万亿元，非标资产规模约为3.8万亿元。根据中国信托业协会的数据，2018年末证券投资信托规模为2.59万亿元，反推非标资金信托规模在16.35万亿元左右。

(3) 资产管理。在非标业务领域，相较于银行理财，信托服务实体经济可以灵活运用股权、债权、夹层融资等多种手段。2019年第一季度，投资类信托规模为5.19万亿元，在信托资产中占23.04%，超过融资信托4.62万亿元，^①表明信托公司充分发挥制度优势，多措并举服务实体经济。信托公司是我国金融机构中唯一能够横跨货币市场、资本市场和实业投资的金融机构。信托公司通过设立投资管理部门或成立PE投资子公司，招募产业团队；建立行业专家库，借助外部咨询力量共同参与项目尽职调查；通过成立投资类项目风控与合规评审小组等方式控制项目风险；采用产业基金、并购基金等多种形式和新兴产业对接，助力国家战略性新兴产业发展。

(4) 财富管理。相较于银行理财多为长尾客户，目前信托客户为高净值客户。截至2018年末，集合资金信托规模为9.11万亿元，占比为40.12%，其中大部分是私人银行类高净值类客户。而银行非保本理财产品中一般个人类产品存续余额为13.84万亿元，占比超过72%。此外，信托公司可以通过家族信托、慈善信托全面满足客户多元化财富管理需求，受托资产类型从2013年的现金类资产拓展到2018年以现金类资产为主，保单、股权、不动产及艺术品均有涉猎。^②以慈善信托为例，民政部数据显示，慈善信托诞生三周年以来，累计备案的慈善信托数量达到209单，累计初始规模达到23.10亿元，有万象信托“鲁冠球三农扶志基金慈善信托”、中信信托“孟

^① 周萍. 2019年1季度中国信托业发展评析. [EB/OL] <http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/45322.htm>, 2019-05-30.

^② 陈波, 张凯. 境内家族信托发展的五大趋势 [J]. 银行家, 2019(1).



想非凡·慈善先行信托”、交银国信“2019 适老宜居慈善信托计划”等涉及不同领域的信托计划。

(5) 资金成本。综合产品收益率、募集渠道、目标客户等因素，普遍而言信托的资金成本比银行理财高出较多。信托产品的收益普遍高于银行理财产品，2018 年封闭式非保本产品按募集资金额加权平均兑付客户年化收益率为 4.97%。2018 年成立的集合信托产品的平均预期收益率为 7.93%。在竞争优质非标资产时，信托资金成本存在劣势。

(6) 服务效率。面对激烈的行业内外竞争，信托公司大多已建立起一套快速响应机制，能够及时满足客户需求。与银行“一刀切”的风格不同，信托贷款具有很强的个性化色彩，定价灵活、风险与收益灵活匹配、放款灵活，能够满足客户的个性化需求。

(7) 与银行关系。银行成立理财子公司的主要目标是独立开展资产管理业务，强化法人风险隔离。从母行部门到独立法人，尽管理财子公司与银行的关系相较之前有所变远，但与信托公司尤其是非银行系信托公司相比，理财子公司目前均为银行全资子公司，在前期业务定位上也多为承接母行资管功能，因此在发展上还是会通过业务协同，依靠母行庞大的客户资源和丰富的网点渠道，实现业务平稳起步。

(8) 激励机制。目前，各家信托公司基于长期稳健发展的需要，基本已构建符合市场和监管要求的激励约束机制。加之信托公司往往人数精减，内部层级少，业务效率高，因而人均利润和对应的人均薪酬相对较高。而理财子公司前期受制于银行人事制度，在激励机制上并没有过多决定权。根据 2018 年年报披露的数据，信托公司人均年薪前三名分别为 118.00 万元、101.81 万元及 78.88 万元，银行业人均年薪前三名分别为 57.68 万元、51.86 万元和 51.17 万元，仅在薪酬机制一个方面，理财子公司就已与信托公司有较大差距。

综上所述，与银行理财子公司对比，信托公司的优势主要为：在业务资质方面，除无法发行公募产品外，牌照范围更广；在功能定位方面，手段多样化，可以横跨资本、货币市场和实业；在客户定位方面，服务高净值客户，财富管理产品丰富；在公司治理方面，更为成熟完善；在市场机制方面，对市场需求反应更快，激励手段更为灵活多样。信托公司的劣势主要为资金成本较高，与银行等机构关系较为松散，缺乏相关的资源支持。具体总结详见表 1。



表 1 信托公司与银行理财子公司发展条件比较

	信托公司	理财子公司
金融牌照		
公募牌照	×	√
私募牌照	√	√
贷款牌照	√	×
特殊目的载体资格	√	×
家族 / 慈善信托	√	×
监管要求		
标品投资 (证券投资)	√	√
非标投资	√	√ (35% 的规模限制)
投资起点	100 万元起	公募无限制, 私募 100 万元起
注册资本	最低为 3 亿元, 行业平均为 39.47 亿元	最低为 10 亿元
股东背景	境内金融机构、境内非金融机构、境外金融机构和监管机构认可的其他出资人	控股股东: 境内商业银行 股东: 境内外金融机构和境内非金融企业
监管部门	银保监会信托部 银保监局非银处 (属地管理)	目前与银行一致
业务实践		
公司治理	“三会一层” 治理结构健全并有效运行	初步建立, 有待检验和完善
资金类型	完全私募, 合格投资者	以公募为主, 少量私募
资产配置	以非标为主, 占比在 86% 以上	以标品为主, 非标占比为 17.23%
项目来源	自主拓展	分行推荐
资金来源	直销 + 代销	银行代销
资金成本	较高	较低
风险偏好	较高	较低
资产管理	为企业直接融资, 可以股权、债权灵活设计	以多元资产配置为主
财富管理	服务高净值客户, 产品多样化, 有家族信托、慈善信托等产品	以服务普通客户为主, 产品较为单一
服务效率	管理层级少, 市场反应快	业务流程长, 服务效率慢
与银行关系	较远	较近
股东资源优势	产业领域, 专业多元	银行资源
薪酬激励机制	市场化	较银行略灵活, 难以市场化

(三) 信托公司与银行理财子公司竞合关系分析

以竞争的优势作为合作的基点, 以竞争的劣势作为合作的动因, 探寻信托公司



与理财子公司的竞合要点。将竞合关系按照期限划分为短期、中期和长期：短期以资管新规过渡期为限，此阶段内银行理财子公司在逐步发展完善，信托公司转型步伐加快；中期为资管新规正式实施后五到十年，此阶段信托公司和理财子公司将进一步形成差异化；长期以资管新规实施十年后作展望，此阶段各类资管机构界限或将模糊，逐步实现融合发展。

1. 短期格局不变，通道业务逐步减少（资管新规过渡期内）

在 2020 年末前的过渡期内，银行理财子公司仍处于筹建的起步期，要完成部门架构搭建、新老产品衔接、风险项目处置、人才队伍建设、行内关系理顺等重点工作，对于自身发展规划、业务定位尚未形成明确方案。在此阶段，信托与理财子公司的竞合关系不会发生太大变化。但值得注意的是，随着监管对通道业务进一步加强监管，《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》明确要求严禁开展为各类委托方监管套利、隐匿风险提供便利的信托通道业务，预计银行与信托公司合作的非标事务管理类业务将逐步减少。因此，现阶段是银行理财子公司蓄势待发的储备阶段，也是信托公司难得的战略机遇期。

2. 中期竞争加剧，资产、资金竞争与合作并存（资管新规正式实施后五到十年）

在历经短期的过渡转型之后，理财子公司将逐步完善公司治理机制、战略规划、产品架构、人员配备、系统搭建等，进入发展成熟阶段。信托公司则将进一步回归本源，依托股东背景和前期积累的资源禀赋，在资产管理、财富管理等领域深耕细作。从中期来看，作为资管行业的两大类重要持牌金融机构，信托公司与理财子公司将在资产拓展、资金募集、系统建设、人才队伍、风险管控、投研能力等方面进行直接或间接的竞争与合作。

（1）业务合作。

①标品业务以合作为主。从课题组调研情况来看，标准化产品仍将是理财子公司的重要投资品种，约占各家子公司投资的 70%。由于标准化产品在公开市场发行，在标的投资上具有较大的合作空间。

一是交易服务的合作。原资管部门不是独立法人，无法在交易所市场直接开户，往往通过信托公司进行。理财子公司成立后具备了独立的交易所市场开户资格，但出于惯性或路径依赖，特别是某些中小型理财子公司介入交易所 IT 专线并不经济，仍需借助信托公司提供的全链条服务，包括交易设计、开户、估值、清算等工作。此外，部分信托公司已针对金融同业业务设立 FOF/MOM 资产管理平台或投顾综合评价



体系。^①从合作态势来看，中小型银行理财子公司与证券投资业务投入较大的信托公司合作机会较多，大型银行理财子公司与以融资业务为主的信托公司合作机会较小。

二是交易投研合作。基于净值型转变的要求，以及公募产品投资范围的规定，未来理财子公司公募理财将广泛投向债券和股票市场。部分理财子公司，如建信理财已明确表示将与资管同业做好协同，搭建共享平台，构建“资管生态圈”。^②虽然相较于公募基金，信托公司整体上在股票、债券等产品整体比较优势不明显。但从合作的范围来讲，有专业背景的信托公司，仍可综合运用投资策略，发挥产品设计、风控等方面能力，与理财子公司共同根据客户需求开发产品。反之，在理财子公司投研能力完善后，信托公司也可在中长期投资产品、行业研究、智能投顾与大数据 IT 服务等方面合作。从合作态势来看，在资本市场中具有较高专业能力的机构将在未来合作中具备优势。

三是非标转标业务合作。对于理财子公司而言，一方面，非标资产投资不能无限制扩张；另一方面，非标资产投资不得期限错配，银行理财一般情况下不超过 1 年的期限，而目前 PPP、基础设施建设等非标资产的期限往往要超过 1 年。因此，非标理财有转换成标准化资产的需求，其中最合规的方式便是资产证券化。理财子公司不能设立资产支持专项计划，信托型资产证券化产品在法律层面和资产隔离功能方面有明显优势。近年来，银行系信托公司此类业务发展迅猛，以信贷资产证券化为例，2018 年银行系的建信信托、交银国信发行规模排前两位，发行金额合计占比超过 50%。^③从合作态势来说，具有资产证券化资格的信托公司，尤其是具备前期孵化、中期证券化、后期承销服务一条龙服务能力的信托公司，将与非标资产配置占比较大的银行理财子公司开展较多合作。

②非标主动管理类业务存在合作机会。尽管优质非标项目是信托公司和理财子公司的主要竞争领域，但基于两者的资源禀赋和经验优势，双方仍存在一定的合作机会。一是在债权项目上，信托公司在业务流程、项目筛选、风险控制等方面经验成熟，能够利用信托贷款、受益权转让、股债结合等多种业务模式，同时可以基于信托贷款合同更为便利地办理抵质押，进行有效风险管控。二是在股权项目上，大部分信托公司或依靠股东产业背景或经过前期探索，通过股权投资、投贷联动、产业基金等多种

① 中国信托业协会. 中国信托业发展报告（2016—2017）[M]. 北京：中国金融出版社，2017.

② 刘筱攸. 建信理财谋定大湾区大资管业务[N]. 证券时报，2019-05-23.

③ 吴林璞. 好牌在手，信托如何鏖战 ABS[N]. 国际金融报，2019-07-15.



方式将资金注入实体经济，逐步建立以行业为基础的专业融资管理能力，有效弥补了传统信贷的不足，而理财子公司的公募产品并不能投资非上市公司股权。三是在夹层结构上，理财子公司获得发行分级理财产品的重要政策红利，但分级产品对投资管理能力的要求相对较高，而信托公司则善于结构化产品设计。对优质非标资产获取困难、风控能力有限、业务结构不完整的中小理财子公司而言，与信托公司合作，对提升理财产品收益和主动管理能力都大有裨益。

③产品配置上存在合作空间。一是理财资金可以投资信托产品。聚焦某一类产品类型或策略的精品型理财子公司需与其他资管机构合作，丰富产品类别，信托能够弥补对高净值客户服务的空白。对于资产配置能力低的理财子公司来说，还可以在符合准入条件的情况下投资信托资产证券化产品。二是家族信托资金投资理财产品。信托公司可以通过配置银行理财产品，满足部分对于流动性资产占比要求较高的家族信托客户。在产品认购方面，信托与银行理财子公司存在交叉合作，银行系信托公司与集团内理财子公司的合作将较为紧密，产品丰富、体系完整的机构将有较大竞争优势。拥有强大销售团队与直销能力的信托公司，也可与理财子公司开展代销合作。

表 2 信托公司与银行理财子公司业务合作分析

合作内容	合作模式
标品业务	1. 创设阶段：信托公司通过交易所、银行间市场提供帮助理财子公司开展非标转标业务； 2. 交易阶段：信托公司为理财子公司交易、估值、清算、投资顾问等受托服务，双方投研策略互相合作
非标主动管理业务	通过债权、股权、夹层等模式共同开发项目
产品配置	理财资金投资信托产品，家族信托配置理财产品

（2）业务竞争。

①非标业务以竞争为主。非标业务作为社融工具，为实体经济发展提供了重要的资金来源。由于非标资产的收益水平相对较高，一直是包括各资管机构的高收益资产和超额收益的主要来源。对于非标项目优质客户来说，资金成本、审批效率、融资规模、产品结构设计、风险管控措施等都是获取优质项目的竞争要点。从前文分析可知，整体而言，理财子公司的资金成本相对较低、资金规模相对较大，而信托公司的审批效率和在非标项目上的经验更具优势，风险偏好调整空间更大，可采用债权、股权、夹层等多种模式，满足客户不同的需求。在资金来源上，理财子公司客户多为分行推荐，信托公司多为自行拓展客户。从竞争态势来看，项目来源广、资金成本低、投融



资手段丰富、风控能力强大的机构具有较高的竞争优势。

②合格投资人以竞争为主。理财子公司可以发行私募和公募理财产品，信托产品认购门槛一般为 100 万元。对于 100 万元以下的投资人，信托产品无法覆盖，因此不存在竞争。对于 100 万元以上的个人和机构合格投资者，竞争的要素在于收益率、服务内容和客户关系。理财子公司凭借母行网点、客户数量、品牌等资源，存在较大竞争优势。但信托产品普遍收益水平较高，且可以开展财产权信托、家族信托、慈善信托等业务，满足财富保值、增值、传承、慈善等的一揽子财富需求。从竞争态势来看，在合格投资人的获取上，理财子公司和信托公司存在激烈竞争，能满足客户个性化、多元化的财富管理需求的机构具备竞争优势。

③销售渠道上以竞争为主。对于信托公司而言，自建直销团队和银行等机构代销是两大主要销售渠道。在资金端重要性不断提升的情况下，各信托公司也大力提高自身财富管理队伍建设，为高净值客户提供更为直接的服务。理财子公司承接了母行理财业务功能，占据重要的战略地位，但理财子公司作为独立法人，与母行个人金融条线在利润考核机制上存在差异。在银行代销渠道打开的情况下，能带来丰厚中间业务收入的资管机构，仍将是银行销售部门的重要合作对象。从销售渠道的竞争态势上来看，理财子公司和银行系、代销比重较大的信托公司之间竞争尤为激烈，具备知名品牌、丰富产品、优质服务的机构能够吸引更多广泛、更有价值的投资者，有竞争力的产品能够拓宽代销份额。

表 3 信托公司与银行理财子公司非标资产端竞合分析

竞争内容	竞争要素
非标业务	资金成本：理财子公司较低； 业务模式：信托公司可采用债、股、夹层等多种模式，理财子公司公募不能投资未上市公司股权； 风险偏好：信托公司更灵活； 审批时效：信托公司更快； 业务经验：信托公司更加丰富； 资金规模：理财子公司更大； 客户基础：理财子公司多为分行推荐，信托公司多为自行拓展
合格投资人	收益：信托产品较高； 服务：信托可提供家族信托等财富管理服务； 客户关系：理财子公司拥有银行客户基础和品牌，信托公司前期已建立较完善的客户合作关系
销售渠道	直销上信托财富管理团队更具优势，在代销上理财子公司和银行关系更为密切

从中期来看，理财子公司将作为重要角色全面参与到资管市场当中。资产和资



金竞争的背后，则是不同机构综合实力的竞争，更是人才的竞争。前期资管部门在银行体系内专注于产品和投资端，在成立理财子公司后，投研、运营、系统、合规、销售、风控等职能都必须独立负责，尤其是在产品线不断丰富的情況下，需要大量职能相关人才。随着市场化薪酬机制的完善，理财子公司在人才吸引力上也不断加强。信托公司或理财子公司在相应业务领域的特色、聚焦与可持续的稳定表现，将影响机构之间的合作深度、广度、层次，进而决定该机构在市场中的竞争力和发展前景。

3. 远期突破界限，凭借专业能力融合发展

(1) 中国资管行业发展前景预判。

①监管政策或将拉平。从国外现状来看，共同基金、理财产品、私人银行服务、信托安排等资管产品和服务都是基于信托制度产生，根据不同的财产管理方式、管理和运用方向，衍生出不同的金融业务。长期而言，随着我国相关法律法规和监管环境的不断完善，资管市场各大子行业牌照和资质或将拉平，各资管市场参与方均在同一信托制度法律框架内开展业务。

②资产管理机构差异化发展。境外成熟市场经过长期且充分的竞争，逐步形成了较为完整的资管产业链。从资产管理的价值链来看，主要包括资产获取、产品设计、投资管理、分销和服务等领域。^①按照对资产管理价值链的覆盖领域，基本可以分为四个类型，包括全能资管、精品资管、财富管理和服务专家。

表 4 全球资管巨头的四大资管业务模式

	业务特点	典型代表
全能资管	规模领先，价值链覆盖广泛，分布均衡（资产大类、分销渠道、地域）	贝莱德、富达投资集团和摩根大通
精品资管	长期聚焦于特定行业或资产类别	先锋集团、太平洋投资管理公司
财富管理	直接面向客户提供资产配置和财富管理综合服务	富国银行、瑞银集团
服务专家	专门为资产管理机构提供资产托管、清算、运营等服务的模式	道富银行、纽约银行梅隆公司和北方信托

资料来源：中国光大银行，波士顿咨询公司，中国资产管理市场 2015 报告 [R]，2015。

(2) 信托公司与理财子公司远期竞合关系分析

①发展定位。参考国际经验，国内信托与理财子公司将根据不同的资源禀赋发

^① 中国光大银行、波士顿咨询公司，中国资产管理市场 2015 [R]，2016。



展走上差异化发展之路。对国内大型商业银行的理财子公司和头部信托公司而言，基于客户规模和业务基础，全能资管很可能成为其目标业务模式。对大多数信托公司、私募基金、券商资管等金融机构而言，通过打造卓越的投资能力和专业的客户服务能力，走精品资管之路也是值得借鉴的差异化路径。至于财富管理模式，需要拥有全业务链条和丰富的市场资源，以满足高净值客户综合金融服务需求，中型商业银行理财子公司和少量信托公司可就此方向进行探索转型。对于强调业务规模和 IT 投入的服务专家模式，鉴于银行在托管、清算、运营等领域内业已形成的经营实力，可能不会有太多理财子公司和信托公司以此业务模式为发展方向。但出于协同资管业务发展的考虑，服务专家的相关业务会嵌于全能资管模式。

表 5 国内信托公司与理财子公司的业务定位分析

业务定位	全能资管	精品资管	财富管理	服务专家
信托公司	√（头部）	√	少量	少量
理财子公司	√（大型）	中小型	中型	少量

②竞合模式。一般而言，同一业务模式的机构之间相互竞争，而不同模式之间存在合作机会，同时竞争中也存在特定领域的部分合作空间。对全能资管型机构而言，由于业务链条完整，从竞争角度来看，与其他全能型和另外三类机构会产生竞争。从合作角度来看，全能资管型机构的重要职责是做好大类资产配置，在大类资产轮动中寻找投资机会。而国内银行理财子公司的投资范围已大大放宽，未来向全市场投资的转变将成必然，其与定位精品资管的信托公司存在较大合作空间。对精品资管型机构而言，鉴于其专长于某一特定行业领域，如房地产、基础设施或某类型资产，如固收、权益类资产等，将与同行业 / 类型的精品资管展开竞争；从合作来看，与全能资管、财富管理和专家服务的业务合作的可能性极大。对财富管理型机构而言，通常以资金端见长，资产端为其延伸板块，因此，与其他财富管理和全能资管以竞争为主，与精品资管和服务专家以合作为主。对服务专家型机构而言，其以投资服务见长，资金和资产端都不具明显优势，因此，与其他服务专家和全能资管以竞争为主，与精品资管和财富管理以合作为主。

③竞合方向。未来在经济“新常态”下，大资产管理中的银行、信托、证券、基金、



保险等各子行业的竞争日趋激烈和白热化。^①对于信托公司而言，今后转型与发展的方向包括为居民提供全面的财富管理服务、充分发挥财产独立与破产隔离功能、在传统优势领域精耕细作以及大力开拓资本市场业务等。在资金来源上将更加注重中长期资金，在客户关系上将更加注重全面的财富管理，在投资资产上将跨越各类市场实现全方位的资产配置。未来信托和理财子公司在资金、客户和资产领域将在竞争中合作，在合作中发展，市场进入优胜劣汰的竞争环境，最终形成新的市场格局，共同推动中国资管行业健康发展。

从短、中、长期预判分析可知，信托公司和银行理财子公司的竞合关系随着双方业务能力、资源禀赋等因素的发展而动态变化，短期来看合作大于竞争，中期来看竞争大于合作，长期来看双方融合发展。

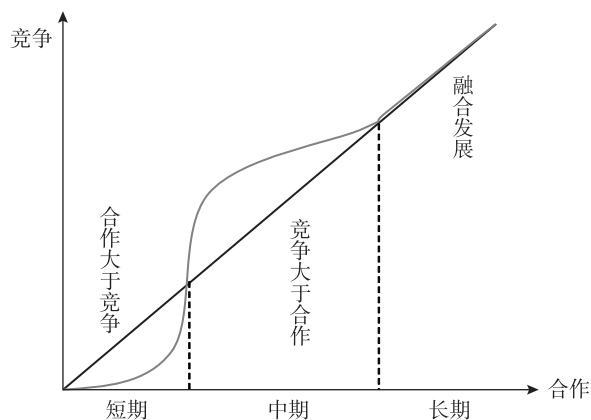


图2 信托公司与银行理财子公司短、中、长竞合关系预判

（四）对信托公司的建议和监管政策的诉求

1. 对信托公司的建议

金融作为现代经济的核心，其服务实体经济的能力是解决我国经济发展“不平衡不充分”问题的关键因素，也是满足人民美好生活向往的重要手段。在新时代，信托公司应顺应时代要求，践行金融企业责任，主动对接国家战略和产业政策，助力实体经济发展，积极服务人民美好生活。

（1）结合自身背景，明确战略定位。在日趋激烈的市场竞争中，信托公司需要依托自身的资源禀赋，细分客户，细分市场，明确战略定位，提升综合竞争力。一方

^① 苏新茗. 转型向未来——中国资产管理行业发展与监管[M]. 北京: 中国金融出版社, 2018.



面,68家信托公司股东背景存在较大差异,经过多年的发展专业领域也呈现一定分化。比如,银行系信托公司,具备较好的客户资源和较为稳健的风险偏好,应该在资产管理、财富管理和受托服务上开展综合化发展路线;央企系信托公司,具备天然的产业背景,可以在军工、电力等专业领域加大股权投资。此外,各信托公司分布在全国多个省市,也应深挖地方经济建设需求,结合地方特色探索特色业务,实现“立足地方、面向全国”。另一方面,信托公司应充分利用其资产、渠道、人才等方面积累的经验优势,发挥在财富管理、企业管理、社会公益、事务管理等方面的制度优势,在金融资产证券化、信托基金、不动产信托、养老金信托等受托服务,回归业务本源,拓展信托服务社会经济的潜能。

(2) 打造专业能力,提升竞争优势。一是聚焦核心能力建设。在资产管理业务上,积极服务实体经济需要持续提升主动管理能力,打造非标领域的项目获取能力、股票债券标准化领域的投资能力以及股权投资能力。在财富管理业务上,以高端客户需求为核心,以专业资产配置能力为基础,探索跨境资产配置业务,提升综合金融服务能力。二是打造一体化能力体系,包括全面风险管理能力、受托服务能力、客户营销拓展能力、资产创设管理能力和信息科技能力等多个维度。根据木桶理论,全面风险管理能力是桶底,是信托公司发展的根本保证;受托服务、客户拓展、资产管理和信息科技是构成木桶的木板,信托公司展业的竞争力取决于最短的木板,而最欠缺的能力会限制信托公司的整体实力。三是加大人才引进和培养力度。对于金融行业而言,各项能力的发展和提升主要依赖“人”的因素。信托公司应加大专业人才引进力度,建立市场化的薪酬机制,完善能力建设与培训体系,以人才优势保障信托公司专业化发展。

(3) 发挥信托优势,把握竞合关系。随着国家金融市场的不断开发和大资管时代的到来,金融体系的参与主体日趋多元化已经成为不可逆转的趋势。信托公司需要发挥业务优势,以竞争促合作,以合作谋发展,共同促进中国金融市场有序发展。具体来说,一是发挥信托制度在资产证券化方面的功能优势。财产独立和风险隔离令信托可作为优异的SPV工具应用于消费信贷、非标转标、融资租赁等资产证券化业务之中,协助合作方盘活存量,降低资产负债率,拓宽融资渠道,实现高效发展和快速增长。二是推进投贷联动及债转股业务合作。信托公司不仅可以担任债转股基金的管理人,从事基金设立、股权管理等事务管理工作,还可作为投资方加入债转股基金,在“看得懂”的基础上加大投贷联动和产业投资,积极培育经济发展新动能。三是发



挥主动管理能力，加大标准化产品投资，与银行合作开发，提供监管所鼓励的 FOF、MOM 产品，满足资产配置要求。四是发展家族信托。私人银行的客户群体主要为高净值客户，而信托具有破产隔离优势，不仅是私行客户设立家族信托的最佳制度支撑，还能作为事务管理平台，提供包括财富管理、资产配置、慈善信托等一系列服务，满足高净值客户多样化的需求。

2. 对监管政策的诉求

为更好地发挥信托制度优势，需要进一步完善相关配置制度，拉平监管界限，给予信托公司平等的资管地位。

（1）研究明确信托行业定位。我国的信托法规对信托的业务范围虽已有相应的规定，但是规定相对抽象，不像其他金融机构有非常明确具体的营业范围、稳定的盈利模式。现有的法规只是为信托业发展提供了制度基础。目前，信托公司开展的很多业务模式，银行、理财子公司、基金公司、证券公司、第三方财富管理机构均可开展，有些甚至比信托公司更具优势，信托公司面临多面夹击的发展环境，面临的竞争尤为激烈。建议从顶层设计上明确信托业在中国资管市场中的定位和功能。

（2）研究出台《信托业法》及配套制度。参照国际信托业经验，建议出台《信托业法》（或叫《受托人法》），对所有专营和兼营信托业务的金融机构公平对待。建议明确界定类信托业务的经营资格，规范信托业设立的最低实收资本金、发起人资格条件、受托人管理要求等内容，统一规范当前泛信托机构和泛信托业务，更好地维护受益人利益。此外，目前缺失相配套的信托财产转移制度、财产登记制度、信托税收制度，在一定程度上阻碍了家族信托、慈善公益信托以及 REITs 等创新业务的发展。为了拓宽信托运用领域，更好地推动信托公司转型，建议尽快完善上述信托相关配套制度。

（3）统一监管标准促进公平竞争。一是支持信托公司参与企业股权投资以 IPO 渠道退出。目前信托计划型基金必须在所投资的企业上市前将股权转让给信托计划背后的受益人或者适合的上市公司股东。^①建议尽快出台具体政策鼓励信托公司以私募股权投资基金、风险投资基金的形式推动创新、创业型中小企业发展，对于信托以股权形式投资的公司，如果符合公开上市条件的，支持其公开上市。二是支持信托公司在外地设立分支机构。放开信托公司设立分支机构，一方面，便于信托公司的高效管

^① 杨卓卿. 政协委员提案直指两大信托业务痛点 [N]. 证券时报, 2017-03-08.



理和监管部门的统一监管，构建公平的竞争环境；另一方面，信托公司能够更好地服务客户，更为准确地获取交易对手信息和融资需求，便于在尽调展业、投后管理、风险处置等方面提高效率，有效防范金融风险。三是资管新规中拉平了资管机构的展业内容，但在信托公募等方面的具体细则都未明确，建议尽快明确相关要求，在全社会充分发挥信托的资产配置功能，实现信托与普惠金融相结合。

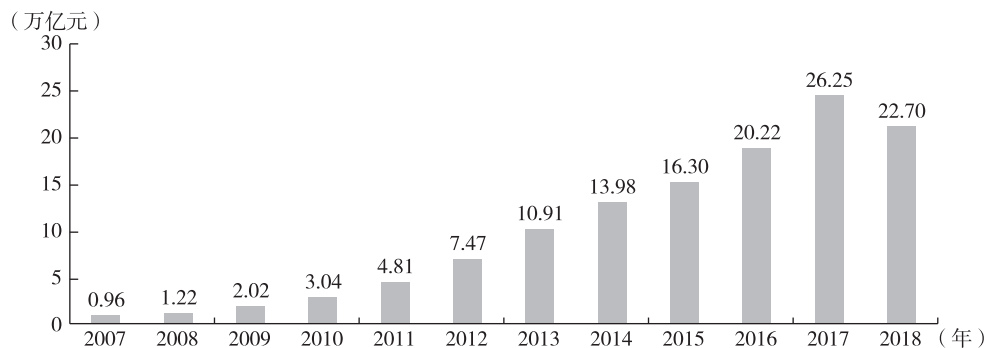
二、近年来信托公司业务发展情况

从 1979 年首家信托公司成立以来，经过 40 年的曲折发展，2018 年末信托行业规模达到 22.70 万亿元，成为仅次于银行业的第二大金融行业。随着经济发展水平、社会财富、社会文化、法律制度等客观条件的成熟，当前无论从监管机构、信托市场主体还是社会大众，对信托公司回归信托本源，以财富管理和资产管理为核心的业务定位已逐步形成共识。

（一）信托公司资产管理业务情况

1. 受经济高速发展和制度红利双重驱动，信托业资产规模稳居行业第二

过去十年，以 2008 年四万亿元刺激政策为起点，地方基础设施建设、房地产开发建设催生巨大的融资需求，而我国的利率管制政策客观上为银行体系之外的非正式融资活动创造了足够的需求和利差空间。信托公司通过比银行存款利率更高的价格吸收资金，向难以获得银行融资的较高风险行业或项目提供融资服务。与此同时，金融分业监管体系下，信托公司拥有唯一能全面投资于货币市场、资本市场及非上市公司的金融牌照。银行理财资金成为信托公司的最大资金来源。



注：统计时段为 2007 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

数据来源：中国信托业协会。

图 3 2007—2018 年信托业资产规模情况



2. 新增信托资产规模大幅下滑，资金流向实体领域占比稳中有升

2018 年是信托业重要的转折点，以资管新规为代表，大资管行业的统一监管对信托业发展提出了合规与转型要求，信托公司展业受限颇多，新增实收信托规模的增长趋势戛然而止。但在整体信托规模收缩的基础上，资金流向实体经济的占比稳中有升。年报数据统计显示，2018 年全行业信托资产投向规模最大的是工商企业领域，规模达 5.90 万亿元，占总规模的 25.96%，占比较 2017 年上升 0.28 个百分点；投向金融机构和其他领域的资产规模则跃居第二、第三位，投向证券市场的信托规模大幅下降，占比则降至末位。另外，房地产信托比重显著上升，在所有投向中排名第五，为 12.16%。

表 6 2012—2018 年信托资产领域占比趋势变化

单位：%

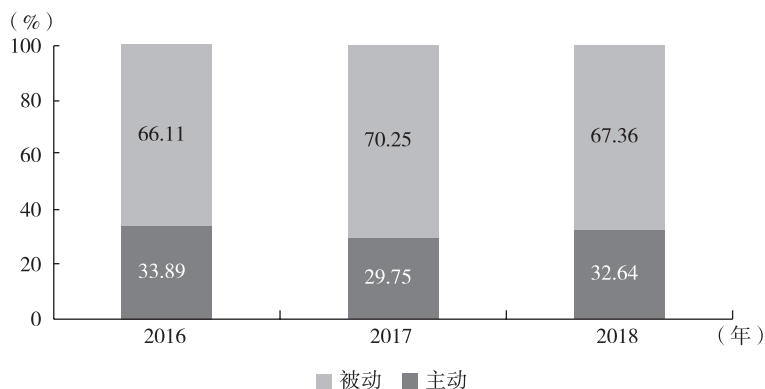
年度	基础产业	房地产业	证券市场	工商企业	金融机构	其他
2012	25.38	9.57	11.47	26.71	10.02	16.86
2013	25.65	9.85	10.34	27.96	11.35	14.85
2014	21.69	9.46	14.61	23.52	17.81	12.91
2015	17.71	8.18	18.98	22.37	20.00	12.77
2016	15.34	7.50	15.73	23.86	21.70	15.87
2017	13.65	9.14	13.44	25.68	20.71	17.37
2018	13.93	12.16	10.81	25.96	19.21	17.93

注：因四舍五入，数据汇总和不等 100%。

数据来源：信托公司年报，用益金融信托研究院。

3. 业务结构不断优化，主动管理成果初显

从信托资产中主动管理型规模占比的变化来看，信托公司正逐步减少有监管套利色彩的通道业务，大幅提升主动管理型业务，业务结构不断优化。2018 年，68 家信托公司主动管理业务规模为 7.36 万亿元，较 2017 年减少 0.37 万亿元，同比减少 4.79%，占信托资产规模的比重为 32.64%，较 2017 年增加 2.89 个百分点；被动管理业务规模为 15.19 万亿元，较 2017 年减少 3.06 万亿元，占信托资产规模的比重为 67.36%。信托主动管理业务转型成果初显，主动管理能力成为信托公司未来展业的重要支撑。



注：统计时段为 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

数据来源：中国信托业协会。

图 4 2016—2018 年主动管理规模和被动管理规模占比

4. 转型升级步伐加快，信托业务内涵不断丰富

近年来，信托公司加快转型步伐，利用信托投资范围广泛、运用方式灵活的优势，不断丰富信托业务内涵，为经济发展提供新动力。消费金融信托、慈善信托、家族信托、私募股权投资信托等业务不断涌现。2018 年消费金融信托业务规模为 2 977 亿元，占总信托规模的比重为 1.31%；慈善信托属于事务管理类业务，2018 年规模为 11.17 亿元，占比较小；家族信托满足了高净值客户资产配置及保值增值需求，2018 年规模为 850 亿元，占比为 0.37%；私募股权投资信托规模为 570.35 亿元，占比为 0.25%；境外理财信托规模为 412.5 亿元，占比为 0.18%；财富管理业务规模为 1.42 万亿元，占比为 6.26%。

（二）信托公司财富管理业务情况

经过改革开放 40 年的发展，中国居民财富得到了快速增长，财富管理和代际传承需求旺盛，需要金融体系提供高质量的财富管理服务。但当前居民理财渠道单一，可选择资产过少，既有的理财产品难以满足日益多元化的需求，成为制约居民财富保值增值的瓶颈。信托公司凭借横跨多个市场的优势，能够满足交易结构的定制化需求，在财富管理业务方面具有很强的竞争力。

1. 坚持将投资者利益放在首位，为投资者创造丰厚回报

多年来，信托公司坚持将投资者利益放在首位，为投资者创造收益，提供综合金融服务。2018 年信托公司分配给信托公司的收益共计 12 113.73 亿元，较 2017 年增加了 350.38 亿元。2013—2018 年，信托业累计向投资者分配信托收益 59 680.35 亿元，为投资者创造了较丰厚的投资回报。



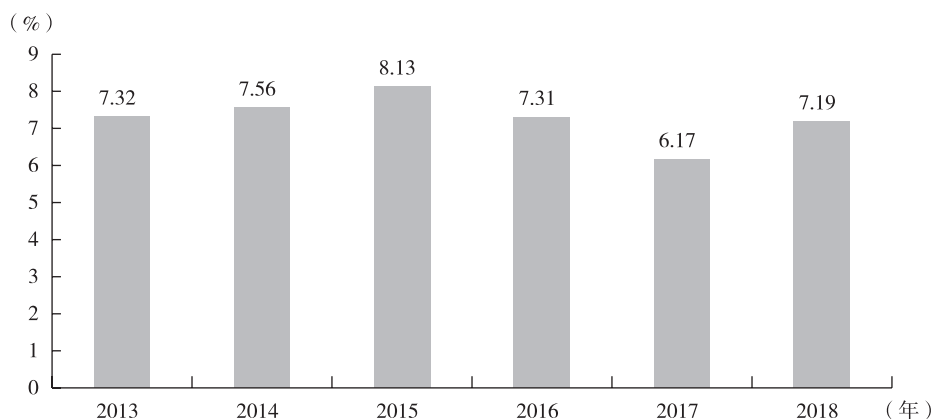
注：统计时段为 2013 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

数据来源：中国信托业协会。

图 5 2013—2018 年信托公司当年分配信托收益

2. 不断提升主动管理能力，信托产品收益率相对较高

近年来，信托公司不断提升主动管理能力，压降通道业务，主动管理信托业务占比上升，信托产品总体平均收益率得到提升。2018 年，信托产品的加权平均收益率为 7.19%，较 2017 年有所上升。横向比较，2018 年保险资金的整体投资收益率约为 4.3%，^① 银行理财产品的加权平均预期收益率约为 4.67%。信托产品为投资者创造的收益更高。



注：统计时段为 2013 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

数据来源：中国信托业协会。

图 6 2013—2018 年信托产品平均收益率

^① 刘敬元. 去年保险投资收益 6 800 亿，收益率约 4.3% [N]. 证券时报，2019-01-31.



3. 积极发展直销渠道，逐步降低代销依赖程度

信托产品销售渠道大体可分为三类，即公司直销、金融机构代销、自营垫付和其他销售渠道。近年来，越来越多的信托公司将财富管理作为战略转型方向，积极发展财富管理业务。截至 2018 年末，61 家信托公司在全国 52 个城市共设立了 347 个财富中心，配备财富管理人员 4 899 人。在不断发力财富端布局、加大资源投入的背景下，信托公司直销规模和占比均达到一定水平。根据行业调研收集到的 51 家信托公司有效样本数据，2018 年共新增主动管理类信托产品销售约 2.62 万亿元，其中，信托公司直销约为 1.42 万亿元，金融机构代销约为 1.19 万亿元，自营垫付和其他销售渠道为 104.77 亿元。

4. 充分发挥信托制度优势，大力促进社会公益慈善事业

随着居民可支配收入的迅速增长，公益慈善事业进入快速发展期。自 2016 年《慈善法》和 2017 年《慈善信托管理办法》落地以来，各信托公司充分发挥信托制度优势，致力于服务人民美好生活，慈善信托规模和数量迅速增长。根据民政部全国慈善信息公开平台数据统计，2018 年全国新设慈善信托 83 个，同比增长 112.82%，较 2016 年翻了两番。2018 年新设慈善信托规模总额达到 11.21 亿元，同比增长 94.61%。

（三）信托公司综合实力不断增强

1. 股东背景多元，资源禀赋优越

从股东性质来看，我国信托公司的股权结构多样，大体可以分为金融机构控股型、央企控股型、地方政府和国企控股型、民营企业控股型几类。^①绝大多数信托公司拥有得天独厚的资源禀赋，或背靠资本雄厚的金融集团，或拥有丰富的产业资源，或配有灵活的市场机制，在资产管理和财富管理领域深耕多年。68 家信托公司中，国资有 55 家，占比为 80.9%，非国资有 13 家。在国资背景中，大股东为金融集团（银行、保险和资产管理公司）的有 10 家，大股东为央企的有 19 家，大股东为地方政府或国企的有 26 家。

^① 陈进. 68 家信托公司：不同股东背景发展差异分析 [N]. 金融时报, 2018-06-25.



表 7 信托公司股东背景情况

单位：家

国资	55	金融	10		
		非金融	45	央企	19
				地方	26
非国资	13				

数据来源：信托公司年报。

2. 资本实力稳步增强，业务发展和风险抵御能力提升

近年来信托公司纷纷增强资本实力，助力业务发展。2018 年，68 家信托公司实收资本合计达到 2 654.15 亿元，平均每家信托公司的注册资本约为 39 亿元。其中，注册资本超过百亿元的信托公司达到 6 家，注册资本超过 30 亿元的信托公司达 40 家，注册资本不足 10 亿元的信托公司仅有 3 家。随着信托公司平均注册资本的提高，其风险抵御能力得到显著提升。

3. 中青年、高学历人才为主力军

人才是信托公司的核心资产，行业转型升级需要大量高素质人才作支撑。从具体人员结构来看，信托公司人力资源呈现年轻化、高学历的特点。根据近年来信托公司年报，40 岁以下员工占比稳步增加，硕士及以上学历人数占比合计超过 50%。

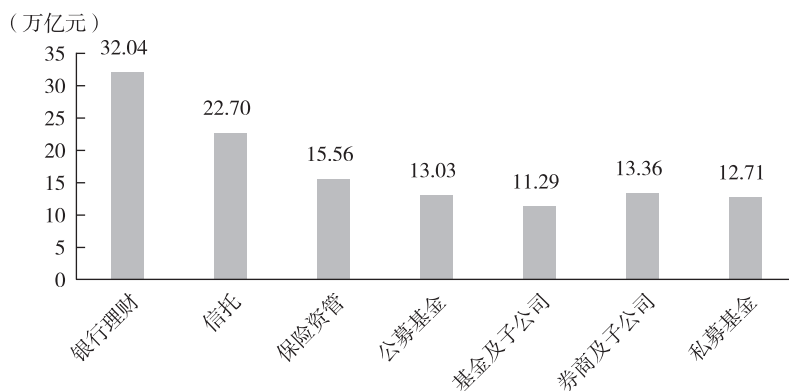
三、近年来银行资管业务发展情况

2004 年 7 月，光大银行发行中国第一只面向个人客户的人民币理财产品——“阳光理财 B 计划”，中国理财产品正式诞生。经过十多年的快速发展，银行理财业务规模已经在资管行业规模体量最大、占比最高。

截至 2018 年末，我国各类资管机构管理资产规模约为 120.78 万亿元。其中，银行保本和非保本理财产品余额为 32.04 万亿元，同比增长 8.5%（非保本理财 22.04 万亿元，同比持平）；信托产品余额为 22.70 万亿元，同比下降 13.50%；保险资管规模为 15.56 万亿元，同比增长 10.02%；证券公司及其子公司私募资产管理业务规模为 13.36 万亿元，同比下降 20.85%；公募基金资产合计 13.03 万亿元，同比增长 14.66%；基金管理公司及其子公司私募资产管理业务规模为 11.29 万亿元，同比下降 17.83%；期货公司及其子公司私募资产管理业务规模约为 1 276 亿元，同比下降



48.09%；私募基金管理机构资产管理规模为 12.71 万亿元，同比增长 14.50%。



数据来源：中国证券投资基金业协会、中国信托业协会、中国理财网。

图 8 2018 年资管行业各机构资产管理规模

（一）银行理财的主要发展阶段

从银行理财发展来看，我国银行理财业务的发展主要经历了四个阶段：2003—2005 年的起步期，以外资银行产品、结构化产品、外币理财产品为主；2006—2008 年的探索期，理财产品数量大幅增长，资产配置更加灵活，平均委托期限下降至 0.49 年；2009—2012 年的快速发展期，人民币产品为主流，银行推出期限短、收益稳定、资金门槛不高的固定收益类产品；2013 年至今的规范转型期，中国人民银行等部门出台一系列政策推进商业银行提高理财业务标准化和业务规范化。

1. 基本情况介绍

（1）银行理财功能定位在发展中出现偏差。作为利率市场化的中间产物，经过 10 余年的快速发展，银行理财成为规模体量最大的资管业务。然而，我国理财业务并未真正体现受托理财，而是与影子银行有着紧密联系。相较于表内贷款，银行理财作为表外业务，不需缴纳存款保证金，不受存贷比限制，甚至个别银行存在通过理财高吸揽储、变相逃避监管、隐匿表内不良资产等行为；在负债端以资金池模式运作，滚动发售、集合运作、期限错配、分离定价，并未做到资金与资产一一对应，其实质与银行表内存贷款业务没有明显区别；在客户端存在刚性兑付，以预期收益为主，表外风险极易传导至表内，造成风险在银行系统内累积且无法准确计量。

（2）业务运行涉及银行多个部门。银行理财业务一般通过资产管理部专业部门模式开展，但并非单指资产管理部，而是以资产管理部作为中枢，对全行个人业务、公司业务、同业业务、投资银行业务、运营管理等前中后台业务部门资源进行整合。



在实际运作中资产管理部只承担了资产投放职能，在客户营销、资金募集、风险保全、业务运营等环节严重依赖总分行公司条线、零售条线、授信条线、运营条线、金融科技等多个部门。以非标项目为例，一般由分支行营销客户、筛选项目，上报授信部或资产管理部通过后，协调零售金融部安排产品销售，业务账务处理则依托行内的会计清算部门和科技管理部门。因此，资产管理部更多承担产品经理和项目协调角色。

（3）信托曾是银行理财的重要通道，银行代销也是信托重要资金募集渠道。从信托与银行的合作来看，一方面，在分业监管体制下，信托公司凭借自身牌照优势，是银行理财重要的类信贷通道。中国信托业协会的数据显示，2019年3月末，银信类业务规模为8.19万亿元，在信托行业总规模中占36.36%；2018年末，银信合作规模为5.25万亿元，在信托行业的总规模中占23.14%。随着监管政策导向的调整，以及信托自身能力发展，通道业务已大幅减少，目前信托和银行理财的合作已逐步转变为委外模式，由信托公司进行主动管理，负责项目筛选、尽职调查、风险审查和贷后管理。

另一方面，银行掌握着丰富的客户资源，在账户、渠道、网络、结算、服务等方面有巨大的比较优势。因此，前期信托公司往往通过与银行零售部门合作进行代理销售信托产品，拓宽资金募集渠道。相较于信托自建销售渠道，通过银行代销进行资金募集往往规模大、时间短、见效快；但信托公司也付出了高昂的代销费用，并且没能建立起自己的销售队伍和客户群体。因此，目前很多信托公司开始大力发展资金的财富管理中心，破解资金募集短板。

2. 影响行业发展的主要政策

2013年，《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》要求银行理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点不得超过理财产品余额的35%或商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%中孰低者，对理财资金投资于“非标准化债权资产”的业务范围进行了规范。此文对理财资金投资非标资产的限制一直沿用至2018年《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”），对于规范银行理财子公司业务的《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称《理财子公司管理办法》），只是删减了理财资金占总资产4%的限制，要求理财子公司投资非标债券资产的余额在任何时点不得超过理财产品余额的35%。

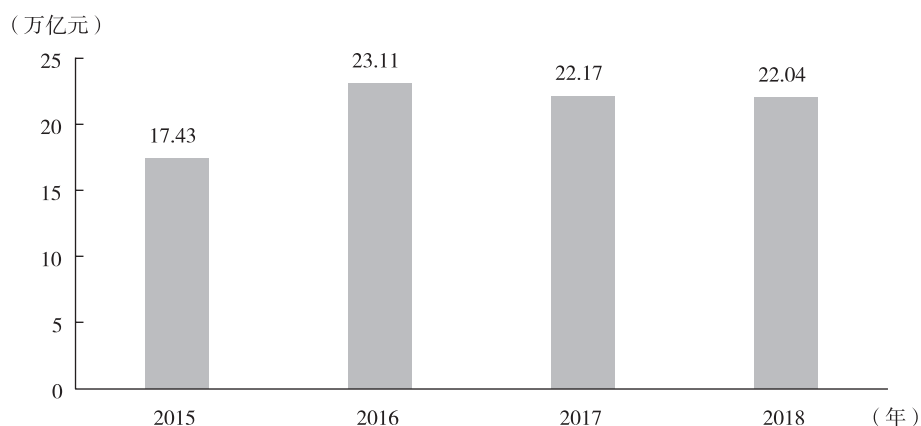
2018年，理财业务进入新的阶段。中国人民银行等多部门联合发布“资管新规”，统一了资管产品的监管口径，要求我国资管产品打破刚兑并向净值型产品转变。随



着资管新规、理财新规和《理财子公司管理办法》等资管行业的监管文件陆续出台，2018 年也因此被称为资管元年。随着理财子公司正式挂牌成立，百万亿元规模的资管行业正在经历洗礼与重塑。

3. 近期理财产品分析

随着资管新规的实施，银行理财产品余额总体保持平稳。根据中国理财网数据，2018 年非保本理财存续余额与 2017 年存续余额大体相当。从同业理财规模来看，同业理财规模和占比持续下降，同业理财余额由 2017 年的 3.26 万亿元下降至 2018 年的 1.22 万亿元，同业理财占比也由 2017 年的 11.01% 下降至 2018 年的 3.8%。



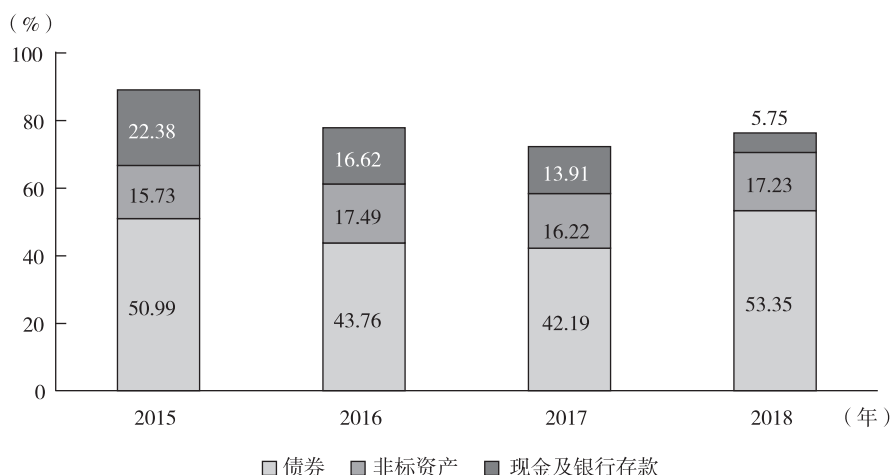
注：统计时段为 2015 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

数据来源：中国理财网。

图 9 2015—2018 年非保本理财存续余额

从兑付投资人收益来看，2018 年银行非保本理财产品累计兑付客户收益 10 566 亿元。个人类产品累计兑付客户收益 8 403 亿元，占比为 79.53%；从机构客户类型来看，国有大型银行累计兑付客户收益 3 628 亿元，占比为 34.34%；全国性股份制银行累计兑付客户收益 4 309 亿元，占比为 40.78%。从新发行封闭式理财产品平均期限来看，较 2017 年有所增加。2017 年新发行封闭式非保本理财产品加权平均期限为 161 天，2018 年同比增加约 20 天。

从理财产品投资的资产配置情况来看，债券、非标资产和现金及银行存款一直是银行理财产品最主要的配置方向，近几年来三者配置占比均在 70% 以上。2018 年，在非保本理财资金投资资产中债券占比达到 53.35%，创近几年来新高。现金及银行存款等货币市场工具占比快速下降至 5.75%，值得关注的是权益类资产在资产配置中比例为 9.92%，投资占比较前几年有了较大提升。



注：统计时段为 2015 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。

数据来源：中国理财网。

图 10 2015—2018 年非保本理财产品的主要配置方向

从理财产品的期限来看，2018 年短期封闭式非保本理财产品快速下降，期限在 3 个月（含）以下的封闭式非保本理财产品余额为 0.66 万亿元，不足 4 月末资管新规发布时规模的一半，占非保本理财产品余额的 3%，较 4 月末 6.17% 的占比下降 3.17 个百分点；2018 年新发行 3 个月（含）以下封闭式产品募集资金 5.21 万亿元，同比减少 7.43 万亿元；占全部新发行封闭式非保本理财产品募集资金总额的 29.10%，同比下降 15.57 个百分点。资管新规明确要求封闭式资管产品最短期限不得低于 90 天，资管新规出台后，银行理财期限短期化的情况有所转变。

2018 年，银行理财面向个人投资者总募集金额为 92.72 万亿元，为全年总募集资金的 78.51%。截至 2018 年末，个人类非保本理财产品存续余额为 19.16 万亿元，占全部非保本理财产品存续余额的 86.93%，个人类银行理财产品占比稳步上升。

表 8 2018 年不同投资者类型非保本理财产品发行与存续情况

单位：万亿元，%

产品类型	全年总募集资金	全年总募集资金占比	2018 年末存续余额	2018 年末存续余额占比
个人类	92.72	78.51	19.16	86.93
机构专属类	19.86	16.82	1.78	8.08
金融同业类	5.52	4.67	1.10	4.99
合计	118.10	100	22.04	100

数据来源：中国理财网。



根据资管新规要求，2018 年 12 月 21 日成都银行发行第一只符合新规要求的净值型理财产品，该产品为固定收益类、非保本浮动、定期开放式净值型公募理财产品。该产品的发行开启了理财产品净值化的转型趋势，但当前以保本保收益、以成本摊销估值的产品仍然占主流。

（二）近年来银行资管业务主要业务特点

十几年来，我国商业银行理财产品在银行背书下形成对投资者保本保收益的预期，且收益远高于定期存款，成为投资者青睐的投资产品。商业银行之所以能够对投资者实现保本高息的刚兑，其根本原因是银行通过滚动发行募集大量低成本资金，然后通过短债长投实现期限错配，这样构建的理财资金池通过不同期限、不同收益产品的配置，保证了投资者收益，同时为银行获得了大量的中间收入。银行理财规模的快速增长，伴随着理财资金池的不断扩张和错配风险的不断积聚，这也成为资管新规出台的现实依据。总体来看，近年来银行资管业务主要存在如下特点。

1. 银行理财规模快速增长

传统的银行理财业务由于缺少独立法人业务主体，往往只能与信托、基金、券商等金融机构合作，通过嵌套资管产品来发行。同时，理财业务通过滚动发行形成理财资金池，实现短债长投，保证投资者收益刚性兑付，这种模式直接提升了市场的无风险收益，投资者群体和理财规模快速增长。此外，传统的银行理财业务的盈利模式是通过资产和负债之间的信用利差获利，此类盈利模式对银行理财的规模提出了直接要求。

信托产品投资范围广，机制灵活富有弹性，长期以来充当银行资金的投放通道，银行理财和信托形成了资金提供和资产投放的闭环，共同推动银信理财业务规模快速增长。在通道业务中，信托公司充当通道协助银行绕道放款，在严监管形势和理财子公司获得独立法人身份后，信托通道的空间大幅压缩。

2. 资金端优势明显，资产端投入不足

商业银行有 22.87 万个覆盖全国的物理网点，能够同时发售对公、对私两类理财产品，覆盖大多数客群和高净值人群，银行理财在负债端能获得源源不断的客户资金，为业务规模的快速扩张奠定了基础。

银行理财在利差盈利模式驱动下，将大多数资金以短债长投的方式投向固收类资产，长期以来，银行理财单一的资产配置和投资策略使其在宏观、行业、策略、标准化资产等方面的投研积累比较薄弱，成为将来在资管行业竞争中的短板。



在资金池统一运作模式下，银行理财专注于资金端和资产端的匹配和连贯性，十多人的团队即可实现上千亿元资金的管理，较难满足资管行业所需的投研、风控和运营能力。同时，在资金+预期收益型产品的运作模式下，银行理财业务运作逻辑简单，系统建设侧重于产品直销、人员绩效管理等，在独立的交易管理、风险管理等系统建设方面存在不足，估值核算、投研、CRM 等系统功能还不够完善。

3. 产品设计能力有限，风险层次不够清晰

在理财期限仍以短期为主的情况下，为与资产期限匹配，理财资金通过资金池进行期限错配，投资不同期限的资产。从理财资金流向来看，产品投向主要分为三类：一是集中在国债、金融债、中央银行票据等流动性比较高的投资产品，这些产品风险比较小，可以比较容易地评估预期收益率；二是投向风险比较高的股票市场、PE、VC、境外市场 QDII 等；三是将高风险的资本市场投资和低风险的货币市场投资结合的组合产品，一部分资金投资低风险的货币市场，一部分本金或部分收益和外汇、指数、股票、商品挂钩，收益率取决于挂钩资产的表现。许多规模比较小的城商行，在产品设计、风险梯度设计等方面能力欠缺，难以满足资产管理多样化投资的需求。^① 银行将大量理财资金委托给券商、基金等投资能力较强的机构进行管理。总的来看，银行理财产品的风险层次较粗，难以满足不同风险偏好投资者的需求，产品设计虽然形式繁多，但同质化程度较高。

4. 主动管理要求高，净值型产品推进缓慢

资管新规要求银行理财逐步向净值化转型，银行一方面开始尝试发行类似货币基金运作模式的净值型理财，如光大银行发行的“光银现金 A”、兴业银行发行的“现金宝—添利 1 号”等产品，另一方面净值化转型对银行主动管理能力的需求大幅提升，有些银行从主动培育能力的角度对“同业存单—理财—委外—非银机构”模式进行调整，同业理财规模的持续收缩^②。

银行优先选择类似货币基金产品进行净值化转型是考虑到技术操作简单，摊余成本法下的净值波动也比较稳定，符合理财传统投资者的风险偏好。这一探索和尝试是银行理财迈向净值化转型的第一步。2018 年银行业金融机构共发行理财产品 164 686 只。净值型理财产品数量占总规模的比例为 6.97%，预期收益型理财产品存续占比为

① 杨荣. 中信建投“银行资产管理”系列深度之七：“大资管”的瘦身与重塑——回归和定位 [R]. 2017.

② 杨宇等. 江春入旧年——2018 年银行理财年度报告 [R]. 2019.



93.03%，预期收益型产品依然占据银行理财市场的主流地位^①。

四、银行理财子公司设立情况及发展趋势

近年来，我国资产管理业务规模不断攀升，有力支持实体经济发展、服务居民财富保值增值需求，但随着整个行业的快速发展，也日益暴露出监管套利、影子银行和刚性兑付等问题。为规范资管市场、防控金融风险，一系列监管政策密集出台，理财子公司顺势而生。从资源禀赋来看，理财子公司拥有一定的牌照优势和先天母行优势，似有形成资管行业“一家独大”格局。但从短期来看，理财子公司仍然面临很多待解难题，其竞争优势的形成也非一日之功，未来的发展路径或将呈现螺旋式上升趋势。

（一）成立背景及意义

近年来，我国资产管理业务规模不断攀升，不考虑交叉持有因素，2018 年各行业金融机构资产管理业务总规模约为 120.78 万亿元，而银行保本和非保本产品余额为 32 万亿元，占比为 26.5%。银行理财是居民重要的金融资产投资方式，其稳定的收益率以及低风险特征，较大程度地满足了客户金融资产配置需求。但在规模不断增长的情况下，银行理财业务也逐渐偏离“代客理财”本源，出现资金池、产品多层嵌套、影子银行监管和刚性兑付等问题，金融风险日益累积。

为规范资管市场、防控金融风险，推动资管业务回归本源，自 2018 年开始，相关监管文件陆续出台，对商业银行理财业务产生深刻影响。

理财子公司设立的目的和意义在于强化资管业务与母行业务的风险隔离，优化组织管理体系，促进业务规范转型。^②一方面，有利于完善银行表内外风险隔离机制，逐步有序打破刚性兑付，推动银行理财回归资管本源。另一方面，有利于银行资管业务专业化运营与转型发展，优化组织管理体系，建立符合资管业务特点的风控制度和激励机制，促进理财业务规范转型。

（二）开业建设情况

在积极的监管导向下，商业银行纷纷申请设立理财子公司。截至 2019 年 8 月末，共有 32 家商业银行发布设立理财子公司的计划公告，包括 6 家国有银行、9 家股份

^① 马嘉辛. 银行理财转型逐步发力 净值型产品发行量增大 [N]. 国际金融报, 2019-01-19.

^② 任泽平. 全面剖析理财子公司新政及影响 [EB/OL]. “泽平宏观”微信公众号, 2018-12-07.



制银行、15 家城商行、2 家农商行。从注册资本来看，目前已经监管批复设立的，从入门要求的 10 亿元到 160 亿元不等，与母行市场地位相匹配，也与其自身表外理财规模相适应。已设立和经批复的 12 家理财子公司，2018 年末表外理财规模为 14.66 万亿元，占银行表外理财总规模的 66%。

从注册地点来看，目前已公布的多为北京、上海、深圳等一线城市，有助于提升高端人才吸引力和业务便利性，也符合母行战略布局。

表 9 经批复设立的理财子公司注册资本和注册地

银行	(拟) 注册资本 (亿元)	(拟) 注册地	2018 年表外理财规模 (亿元)
工商银行	160	北京	25 758.57
建设银行	150	深圳	21 883.03
交通银行	80	上海	7 696.69
中国银行	100	北京	11 572.01
农业银行	120	北京	16 601.25
邮储银行	80	北京	7 575
招商银行	50	—	19 600
光大银行	50	青岛	12 400
兴业银行	50	—	18 200
杭州银行	10	—	1 874.8
宁波银行	10	—	2 347.05
徽商银行	20	合肥	1 141.6

数据来源：根据公开数据整理。

值得注意的是，目前已成立理财子公司的银行都保留了原资产管理部门，以实现总行与子公司协同作战，共同推进理财业务顺利转型。资管部门与理财子公司并存主要是解决三个问题：一是完成不符合资管新规产品的过渡，对于存在期限错配、难以整改的产品，无法直接迁移到理财子公司，需要原资管部门进行管理至自然到期。二是处置化解不良资产，按照债券市场不良率核算，2018 年年末我国银行理财业务不良资产规模约为 3 200 亿元，需在资管体系内通过核销、重组等方式进行处置。三是做好与银行各部门的过渡衔接，润滑理财子公司和行内相关部门之间的关系，^① 避免硬脱钩。

根据经营特色与职责分工，可细分为两大经营模式：一种是委托协同模式，即

^① 郝亚娟，张荣旺. 银行理财子公司“呼之欲出”，母行资管部门双线并行 [N]. 中国经营报，2019-04-08.



总行将理财业务委托给理财子公司，资管部仅发挥统筹监督职能，待存量业务处理完毕或过渡期到期后资管部门即撤销，如交通银行、中国银行和农业银行；另一种是双轨并行模式，总行资产管理部门将会保留，以统筹全行资产管理业务发展，如建行和工行。

（三）政策要求变化

相比旧监管政策，2018 年出台的一系列监管政策给予了理财子公司更大的业务自主性，同时对风险防控提出了更高要求，具体有八个方面的变化：

一是禁止资金池和期限错配。“资管新规”明确规定“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”，而存量银行理财业务存在大量资金池和期限错配情况。

二是公募产品可直接投资股票。《理财子公司管理办法》进一步拓宽了业务范围，规定“理财子公司发行公募理财产品的，应当主要投资于标准化债权类资产以及上市交易的股票，不得投资于未上市企业股权”，允许公募产品直接投资股票，但仍禁止投资未上市企业股权。

三是非标投资比例放松。相较于“理财新规”，《理财子公司管理办法》删除了投资于非标准化债权类资产的余额不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的 4% 的规定，只要求“投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%”。

四是允许发行分级理财产品。“理财新规”规定“商业银行不得发行分级理财产品”，但《理财子公司管理办法》明确理财子公司发行分级理财产品的，应当遵守“资管新规”相关规定。

五是公募理财销售起点降至 1 元。“理财新规”要求“单一投资者销售起点金额不得低于 1 万元人民币”，但理财子公司对公募理财投资起点没有要求，1 元即可买理财，拓宽了资金来源。

六是首次购买无须面签。《理财子公司管理办法》不强制要求个人投资者首次购买理财产品进行面签，允许“非机构投资者首次购买理财产品前通过本公司渠道（含营业场所和电子渠道）进行风险承受能力评估”。这将极大拓展子公司理财产品的获客渠道和展业半径。

七是合作机构增加私募基金管理人。《理财子公司管理办法》允许选择一定条件的私募投资基金管理人担任理财投资合作机构，放开了只能与持牌金融机构合作的



限制，合作机构有所明确。

八是风险管理要求进一步增强。《理财子公司管理办法》要求强化风险隔离，加强关联交易管理，要求遵守公司治理、业务管理、内控审计、人员管理、投资者保护等方面的具体要求。此外，增加了“理财子公司应当按照理财产品管理费收入的10%计提风险准备金，风险准备金余额达到理财产品余额的1%时可以不再提取”的规定。

（四）转型与升级路径

相比原银行资管部门，理财子公司在组织形态、经营决策、与母行关系、资源管理和风险管控等方面均发生显著变化，拥有更大的业务自主权和资源掌控权，为下一步转型与升级奠定良好基础。

一是在组织形态上，由利润中心转为独立法人。资管部门为利润中心，在分行设置业务分部，不具备法人资格；理财子公司具有独立法人资质，独立承担民事责任。

二是在经营决策上，由总行授权转向自主经营。资管部门仅在总行授权范围内具有相对独立的经营决策权，理财子公司具有独立经营权限，业务审批审核效率更高，业务类型更加丰富。

三是在与母行关系上，由内嵌关系转向合作竞争。理财子公司作为独立法人，与商业银行其他业务主体的竞合关系和利益划分更为明确，与母行关系由原来的内嵌部门转变为业务合作或者被指导对象，与分行、集团内其他子公司的关系由原来的业务指导转变为业务合作甚至竞争关系。

四是资源管理，由有限支配转向独立自主。资管部门虽有一定的人、财、物支配权，但仍多受限于母行规定；理财子公司在人员考核、薪酬激励、财务管理等方面拥有更大自主权，有利于构建更为独立、适合资管业务特点的内部管理机制。

五是风险管控，由有限隔离转向完全隔离。大多数银行资管部门虽已具备风险识别、计量、分类、评估、缓释等管理制度体系，但作为内嵌部门，并不能完全做到与银行业务的风险隔离；理财子公司作为独立法人，在形成完善的资管业务风险管理体系后，理论上应该实现完全隔离。

（五）短期面临的挑战

如上所述，理财子公司拥有一定的牌照优势和更大的经营自主权，走上转型与升级之路是应有之义，但现实中仍面临很多待解难题，短期内将迎接诸多挑战。

一是组织架构尚待完善。在前期理财业务发展上，资产管理部门更多的是作为中



枢对全行个人业务、公司业务、同业业务、投资银行业务等前中后台部门进行资源整合，资管部门主要依赖母行的管理体系组织运作。公司化运营后，作为业务剥离、独立运营、自负盈亏的独立法人，理财子公司需要完善经营管理职能，搭建自身独立的架构体系，包括增设评审部、合规部、审计部、IT 部、销售部、人资部、办公室等部门，独立建设研究、投资、估值、审批、风险管理等系统。

二是投研能力亟须提升。银行理财业务前期在债券、非标债权等固收类别投资上具有较大优势，但在股票、证券投资基金等权益类投资以及商品、金融衍生品等投资上存在明显短板，亟须完善投研体系、专业团队配置和薪酬激励机制，大力提升投研能力。

三是产品类型被迫转型。前期理财产品以预期收益型产品为主，按照资管新规禁止期限错配和净值化要求，理财子公司的投资策略将逐步由持有到期为主向以交易和策略投资为主转变，必须加快净值化产品转型步伐。

四是系统支撑有待加强。前期资管部门在 IT 建设上主要依靠母行资源，公司化运营后，理财子公司需满足与母行和集团其他子公司系统风险隔离要求，全面规划建设，独立建设投资、研究、交易、估值等业务支持系统。

五是风险管理面临升级。随着银行理财业务向大类资产配置方向的拓展，理财子公司业务风险管理重点将由单一资产类别的信用风险转向投资组合风险，并逐步向全面风险管理升级。

六是人才问题日益突出。随着理财业务进一步市场化和专业化，理财子公司在行业研究、市场营销、风险管理、交易运营等方面专业人才不足的问题将日益突出，传统信贷文化和市场投资文化的深层次冲突也将逐步显现。

七是内部关系面临调整。一方面，理财子公司虽然是独立的法人机构，但作为银行附属机构，必须服务服从于母行战略，建立与母行各项发展要求相匹配的协同关系；另一方面，身份的变化造成理财子公司在集团内部的话语权显著弱化，面临与母行各部门、各分行及其他子公司间的沟通与竞争挑战。

八是投资者教育道阻且长。我国银行理财产品投资者中，个人客户占比高达 67%，存在较低的风险偏好和较强的刚兑预期。^①在投资者风险偏好和刚兑预期思想非短期可改变的背景下，银行理财能否真正做到“卖者尽责、买者自负”，实现与母

^① 任泽平. 全面剖析理财子公司新政及影响 [EB/OL]. “泽平宏观” 微信公众号, 2018-12-07.



行风险的完全隔离，尚存较大疑问。

（六）未来发展路径

在国民财富稳步增长和资管行业深化改革的大背景下，立足现实，展望未来，理财子公司的发展路径或将呈现螺旋式上升趋势。从短期来看，在资管新规过渡期内，鉴于理财子公司亟须搭建经营管理架构、完成存量不良化解、厘清与母行责权利关系等初创工作，业务经营上将基于业务惯性，延续较低风险、以固收类产品为主的业务特点。由于禁止期限错配，其资金成本将有所上升，同时由于产品线构筑尚未完成，整体而言，行业规模将有所收缩、经营利润略有下降。

从中期来看，在资管新规正式实施后的五到十年内，理财子公司将进入拓展投资范围、改革管理机制的探索阶段。业务经营上，将在固收类、标准化产品的基础上，探索权益类、非标准化产品的自主投资，并加大与其他类型资管机构在投资端的合作，切实提升资产管理能力。内部管理上，面对日益激烈的同业竞争，或将深化组织架构、人事薪酬、资源配置等管理改革，探索突破机制掣肘。中小银行或将引入外部股东，壮大资本实力，实现优势互补。整体而言，行业规模和经营利润都将出现恢复性增长。

从长期来看，借鉴国际资管行业经验，理财子公司将呈现分化态势。国有大行和头部股份制银行理财子公司凭借母行网点、渠道与品牌优势，通过整合集团资源与开展并购投资，逐步扩展业务范围，有望成为全能型资管。对于中小银行的理财子公司，由于风险偏好相对较高，理财产品收益率将更具吸引力，同时依靠更为市场化的管理机制、灵活的经营策略和参股股东优势等，未来可通过细分市场专注优势领域，从而成为精品资管机构，与国有银行理财子公司构成差异化竞争态势。

参考文献

- [1] 安永. 外资金金融机构在中国资管市场的机遇与挑战 [R]. 2018.
- [2] 中国信托业协会. 中国信托业发展报告 2018—2019 [M]. 北京：中国金融出版社，2019.
- [3] 周萍. 2019 年 1 季度中国信托业发展评析 [EB/OL]. <http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/45322.htm>, 2019-05-30.
- [4] 陈波，张凯. 境内家族信托发展的五大趋势 [J]. 银行家，2019（1）.
- [5] 中国信托业协会. 中国信托业发展报告 2016—2017 [M]. 北京：中国金融



出版社, 2017.

[6] 刘筱攸. 建信理财谋定大湾区大资管业务 [N]. 证券时报, 2019-05-23.

[7] 吴林璞. 好牌在手, 信托如何鏖战 ABS [N]. 国际金融报, 2019-07-15.

[8] 中国光大银行、波士顿咨询公司. 中国资产管理市场 2015 [R]. 2016.

[9] 苏薪茗. 转型向未来——中国资产管理行业发展与监管 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2018.

[10] 杨卓卿. 政协委员提案直指两大信托业务痛点 [N]. 证券时报, 2017-03-08.

[11] 刘敬元. 去年保险投资收益 6 800 亿, 收益率约 4.3% [N]. 证券时报, 2019-01-31.

[12] 陈进. 68 家信托公司: 不同股东背景发展差异分析 [N]. 金融时报, 2018-06-25.

[13] 杨荣. 中信建投“银行资产管理”系列深度之七: “大资管”的瘦身与重塑——回归和定位 [R]. 2017.

[14] 杨宇等. 江春入旧年——2018 年银行理财年度报告 [R]. 2019.

[15] 马嘉辛. 银行理财转型逐步发力, 净值型产品发行量增大 [N]. 国际金融报, 2019-01-19.

[16] 郝亚娟, 张荣旺. 银行理财子公司“呼之欲出”, 母行资管部门双线并行 [N]. 中国经营报, 2019-04-08.

[17] 任泽平. 全面剖析理财子公司新政及影响 [EB/OL]. “泽平宏观”微信公众号, 2018-12-07.

[18] 中国银行业协会. 中国银行业理财市场报告 (2018 年) [R]. 2019.

[19] 王婷婷. 银行备战理财子公司, 信托公司路在何方 [J]. 金融经济, 2018 (23).

[20] 白瑞明. 商业银行理财业务发展历程与展望 [J]. 银行家, 2019 (4).

[21] 郭宏宇. 理财子公司业务定位的“三权”抉择——基于国际大行经验的解答 [J]. 银行家, 2019 (4).

[22] 包商银行博士后科研工作站资管新规课题组. 资管新规时代的“进”与“退” [J]. 银行家, 2019 (4).

[23] 马曙光. 银行理财子公司发展要点 [J]. 中国金融, 2019 (5).



信托公司固有资金资产配置与投资管理研究

课题牵头单位：江苏省国际信托有限责任公司

课题指导专家：伊力扎提

课题组成员：

王会清 吴 宁 王吴彬 汪 敏 盛星宇

陶斐斐 王 燕 付 饶

刘博研 高涵悦 张惠栋

王 兴 王延伟

赵 凯

江苏省国际信托有限责任公司

中国对外经济贸易信托有限公司

英大国际信托有限责任公司

中铁信托有限责任公司

东莞信托有限公司



摘 要

固有业务不仅是信托公司重要的利润来源，也是信托公司着力推动战略业务布局、促进信托业务转型创新的重要着力点。长期以来，各家信托公司在不同股东背景和地区监管态度的差异下，形成了不同的固有业务经营模式，各家信托公司的固有业务和信托业务各具风格，产生经济效益的方式也各具特色。通过对全国 68 家信托公司开展的调研，本课题组发现：（1）信托公司的固有资金既可以为其信托业务提供流动性支持，从而与信托业务之间形成直接协同效应，也可以通过开展金融股权投资，间接促进信托业务的发展；（2）除了信托公司的固有业务对信托业务的正向协同外，信托公司的优势信托业务也可以反哺固有业务，产生逆向协同效应；（3）信托公司固有业务的发展受股东背景影响很大，部分信托公司在金融股权投资方面并没有自主权，因而信托公司的固有业务和信托业务如何产生协同效应需要并不是简单的“1+1>2”的问题，需要通盘考虑信托公司所面临的地区监管情况和股东背景。只有建立科学完整的资产配置理念与配置模型，优化固有资产配置结构，推进多元化布局，才能逐步优化固有资金资产配置结构，固有业务的发展更应该服务公司战略全局，推动信托公司发展转型。

关键词：信托公司 固有资金 信托业务 协同效应



目 录

一、引言	520
二、信托公司固有资金资产配置与投资管理研究背景分析	521
(一) 信托公司固有资产配置的监管政策梳理	522
(二) “资管新规”背景下信托公司固有资产发展基本情况	525
(三) 我国信托公司固有资产配置情况及主要资产配置方式	529
(四) 信托公司固有资产配置与信托资产配置的差异	531
三、金融业固有资金资产配置与投资研究比较	531
(一) 银行理财子公司固有资金配置与投资管理	531
(二) 证券公司固有资金配置与投资管理	532
(三) 期货公司固有资金配置与投资管理	532
四、信托公司固有资金资产配置与投资逻辑分析	533
(一) 固有资金投资与配置的定位	533
(二) 固有资金投资与配置逻辑之一：金融股权投资	535
(三) 固有资金投资与配置逻辑之二：非金融股权投资逻辑	541
(四) 固有资金投资与配置逻辑之三：理财产品配置	544
(五) 固有资金投资与配置逻辑之四：证券产品投资	545
(六) 固有资产配置的戰略定位和代表性公司经验分析	547
五、信托公司固有资金配置与信托业务的协同效应	548
(一) 基于协同效应理论视角的固有资金配置与投资	548
(二) 信托公司固有资金投资与信托业务的协同效应	549
(三) 信托公司优势信托业务对固有资金配置效率的影响	551
(四) 信托业务风控能力对固有业务风控水平的促进	553
六、信托公司固有资金资产配置与投资管理优化建议	555
(一) 建立科学完整的资产配置理念与配置模型	555
(二) 优化固有资产配置结构，推进多元化布局	556

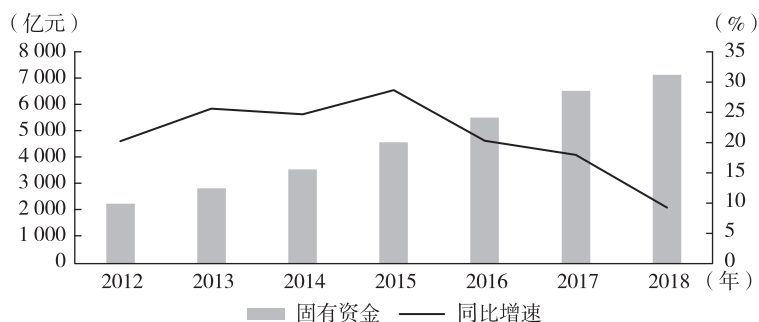


（三）发挥固有业务与信托业务协同联动作用	556
（四）加强固有业务风险控制能力建设	557
（五）培养建设经验丰富、结构合理的固有业务管理团队	557
参考文献	558



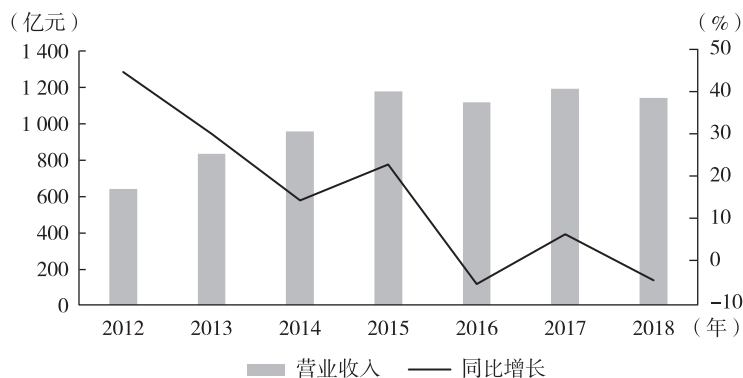
一、引言

资管新规实施以来,我国资管行业混业经营、统一监管的趋势明显,信托公司提升主动管理和专业性理财能力,突出公司业务特色,服务实体经济,防范风险的主题明确。信托公司的业务类型分为固有业务和信托业务,固有业务是表内业务,信托业务为表外业务。受《信托法》和《信托公司管理办法》等法律法规的约束,信托公司的信托业务和固有业务独立核算、独立运营管理。长期以来,各家信托公司在不同股东背景和地区监管态度的差异下,形成了不同的固有业务经营模式,各家信托公司的固有业务和信托业务各具风格,产生的经济效益也各有千秋。2012年至2018年,信托业的全行业固定资产规模从2 282.08亿元增至7 193.15亿元,信托业固有业务带来的营业收入从638.42亿元增长至1 140.63亿元。固有业务不仅是信托公司重要的利润来源,而且在推动信托公司战略布局、促进信托业务转型创新、为信托产品发行提供流动性支持等方面也发挥着越来越重要的作用。



数据来源: Wind。

图1 信托行业固定资产规模及同比增速



数据来源: Wind。

图2 信托行业固有资金营业收入及同比增长



从投资规模来看，重庆信托、平安信托、兴业信托固有业务的投资类规模最高，分别为 233.76 亿元、183.60 亿元和 181.51 亿元；从投资风格来看，中江信托、中粮信托、西部信托、华信信托投资风险偏好较高，50% 以上固有资金配置股票；华澳信托、长安信托、中融信托偏好外部专业化投资产品，基金投资比例高达 100%、87.63% 和 58.94%；信托公司配置债券比例整体偏低，仅交银信托配置比例非常高，为 55.58%；吉林信托、山西信托、华润信托长期股权投资占比明显高于行业平均水平，分别为 84.66%、81.49% 和 67.52%，主要以银行、基金公司、券商等优质金融股权为主；民生信托、万向信托投资业务全部投向其他投资业务。从固有业务行业配置情况看，信托公司对金融行业配置比例越来越高，近半数固有资金都配置在该领域，其中主要是金融股权投资、金融产品投资等；证券投资也是相对较高的领域，配置比例基本超过 13%，主要是购买债券、股票等标准化金融产品，实业、房地产等领域也有一定配置比例，不过基础产业配置比例是最低的。

固有资金的投资为信托公司带来了丰厚的经济效益，但也存在诸多问题。有的信托公司为了变相刚兑利用固有资金承接信托受益权，掩盖信托资产实质风险；有的信托公司固有资金使用不进行关联交易报备，资金使用不规范。那么信托公司如何进行固有资金配置，怎样才能让信托公司固有资金的配置既能为公司带来即时收益，又有利于其长期发展，这对于整个信托行业都是值得研究的课题。

与已有研究相比，本课题的贡献在于：第一，系统梳理信托业的固有资金投资现状；第二，论证固有资金投资与信托业务之间的协同效应；第三，提出信托公司固有资金资产配置与投资管理优化建议。本课题的后续结构安排如下：第二部分主要对当前信托行业固有资金配置的现状 & 信托行业监管情况进行梳理，第三部分分析信托公司固有资金资产配置与投资的主要逻辑分析，第四部分研究信托公司固有资金与信托业务如何产生协同效应，第五部分信托公司固有资金资产配置与投资管理优化建议。

二、信托公司固有资金资产配置与投资管理研究背景分析

2018 年“资管新规”颁布以来，全国资管行业混业经营、统一监管的趋势十分明显，信托公司提升主动管理和专业性理财能力，突出公司业务特色，防范风险的需求日益迫切。在这个背景下，信托公司固有资金资产配置和环境背景分析作用突出。



（一）信托公司固有资产配置监管政策梳理

根据《公司法》《信托法》《信托公司管理办法》《信托公司净资本管理办法》《信托投资公司信息披露管理暂行办法》《人民币银行结算账户管理办法》及其他相关法律法规，目前各信托公司固有资产配置受到各类约束，主要从事金融产品投资、融资类业务、金融类股权投资类业务、非上市非金融类股权投资类业务、现金类业务等领域投资。

1. 固有资产配置和信托资产配置各自独立核算、独立运营管理

根据《信托法》第二十九条的规定，受托人必须将信托财产与其固有财产分别管理、分别记账，并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账。《信托法》第十八条规定，“受托人管理运用、处分信托财产所产生的债权，不得与其固有财产产生的债务相抵销”。固有资产配置和信托资产配置在预算管理、存放管理、经营性收支管理、投资管理、筹集管理及绩效考核等方面各自独立。信托资产配置中资金来源基本通过向外部机构或个人合格投资者发行单一资金信托、集合资金信托和管理财产信托等产品募集资金，基本运用方式分别为贷款类、交易性金融资产投资、可供出售及持有至到期投资、长期股权投资、租赁、买入返租、存放同业及其他等类型，投资领域基本为基础产业信托、房地产信托、证券信托、金融市场信托、工商企业信托及其他。从目前各信托公司固有资产配置来看，其资金来源主要为本公司资本金、收益留存及公司负债，基本划分为投资业务、贷款债权类投资和货币类投资，其资产配置收益包括信托资产配置收入、利息收入、各类投资收益等。

2. 信托公司固有资金投资实业股权受限

首先，固有资金参与股权投资的规模受限。根据《信托公司管理办法》的规定，“信托公司不得以固有财产进行实业投资，但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外”，信托公司固有资金参与投贷联动业务仍存在合规问题。其次，在已投资较大规模金融股权的情况下，信托公司可服务于科创企业的资金规模有限。《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》规定，“信托公司以固有资金参与设立私人股权投资信托的，所占份额不得超过该信托计划财产的 20%；用于设立私人股权投资信托的固有资金不得超过信托公司净资产的 20%。”最后，固有资金股权投资的期限受限。《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》规定，信托公司以固有资产从事股权投资业务，持有被投资企业股权不得超过 5 年。科创企业培育发展周期存在客观规律，5 年往往正值企业发展上升期，上市周期也通常为 3 ~ 5 年，若因政策原因要求信托



公司过早退出，其对被投企业的支持无法获得合理回报，不利于鼓励信托公司支持实业。上述限制条款设立之初，原本是为了防止信托公司固有资金因自身投资能力与投后管理能力不佳导致经营风险，是为了防范信托业出现系统性风险，但随着信托公司实力的日益增强，这些限制条款已经无法适应现行金融发展需求。

3. 固有业务不得从事关联交易

根据《信托公司管理办法》第三十三条，信托公司开展固有业务，不得有下列行为：（1）向关联方融出资金或转移财产；（2）为关联方提供担保；（3）以股东持有的本公司股权作为质押进行融资。目前，关联交易日益成为监管层、各类投资者关注的重要领域，固有业务不得从事关联交易主要是为了防止关联方相互转移、输送利益，真实反映信托公司风险管理能力，防止损害各类投资者合法利益。2015 年至今，先后有中江信托、国通信托、华鑫信托、北方信托、中江信托、厦门信托、中建投信托 7 家信托公司因涉嫌关联交易及信息披露不完整受到监管处罚。

表 1 我国信托公司固有业务相关政策梳理

实施时间	发文机关	文件名称	政策规定
2001 年 10 月 1 日	全国人大常委会	《信托法》	第十六条 信托财产与属于受托人所有的财产（以下简称固有财产）相区别，不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分。受托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止，信托财产不属于其遗产或者清算财产。 第十八条 受托人管理运用、处分信托财产所产生的债权，不得与其固有财产产生的债务相抵销。受托人管理运用、处分不同委托人的信托财产所产生的债权债务，不得相互抵销。 第二十七条 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。 第二十八条 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。受托人违反前款规定，造成信托财产损失的，应当承担赔偿责任。 第二十九条 受托人必须将信托财产与其固有财产分别管理、分别记账，并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账。 第三十七条 受托人因处理信托事务所支出的费用、对第三人所负债务，以信托财产承担。受托人以其固有财产先行支付的，对信托财产享有优先受偿的权利。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。



续表

实施时间	发文机关	文件名称	政策规定
2007 年 3 月 1 日	中国银监会	《信托公司管理办法》	第二十条 信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务。投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。信托公司不得以固有财产进行实业投资，但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外。 第二十九条 信托公司应当将信托财产与其固有财产分别管理、分别记账，并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记账。 第三十三条 信托公司开展固有业务，不得有下列行为：（一）向关联方融出资金或转移财产；（二）为关联方提供担保；（三）以股东持有的本公司股权作为质押进行融资。信托公司的关联方按照《中华人民共和国公司法》和企业会计准则的有关标准界定。 第三十八条 信托公司因处理信托事务而支出的费用、负担的债务，以信托财产承担，但应在信托合同中列明或明确告知受益人。信托公司以其固有财产先行支付的，对信托财产享有优先受偿的权利。因信托公司违背管理职责或者管理信托事务不当所负债务及所受到的损害，以其固有财产承担。
2010 年 8 月 24 日	中国银监会	《信托公司净资本管理办法》	第三条 本办法所称净资本，是指根据信托公司的业务范围和公司资产结构的特点，在净资产的基础上对各固有资产项目、表外项目和其他有关业务进行风险调整后得出的综合性风险控制指标。对信托公司实施净资本管理的目的，是确保信托公司固有资产充足并保持必要的流动性，以满足抵御各项业务不可预期损失的需要。本办法所称风险资本，是指信托公司按照一定标准计算并配置给某项业务用于应对潜在风险的资本。 第十条 信托公司应当根据不同资产的特点和风险状况，按照中国银行业监督管理委员会规定的系数对资产项目进行风险调整。信托公司计算净资本时，应当将不同科目中核算的同类资产合并计算，按照资产的属性统一进行风险调整。（一）金融产品投资应当根据金融产品的类别和流动性特点按照规定的系数进行调整。信托公司以固有资金投资集合资金信托计划或其他理财产品的，应当根据承担的风险相应进行风险调整。（二）股权投资应当根据股权的类别和流动性特点按照规定的系数进行风险调整。（三）贷款等债权类资产应当根据到期日的长短和可回收情况按照规定的系数进行风险调整。资产的分类中同时符合两个或两个以上分类标准的，应当采用最高的扣除比例进行调整。
2007 年 3 月 1 日	中国银监会	《中国银监会关于印发〈信托公司治理指引〉的通知》	第七条 信托公司股东不得有下列行为：（七）挪用信托公司固有财产或信托财产。
2005 年 1 月 1 日	中国银监会	《信托投资公司信息披露管理暂行办法》	第十五条 重大关联交易是指信托投资公司固有财产与一个关联方之间、信托投资公司信托财产与一个关联方之间、信托投资公司固有财产与信托财产之间、信托财产之间单笔交易金额占信托投资公司注册资本 5% 以上，或信托投资公司与一个关联方发生交易后，信托投资公司与该关联方的交易余额占信托投资公司注册资本 20% 以上的交易。

续表

实施时间	发文机关	文件名称	政策规定
2008年6月25日	中国银监会	《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》	第七条 (四)以固有资金参与私人股权投资信托计划的,应当遵守信托公司净资本管理的有关规定,且在信托存续期间不转让受益权,也不得直接或间接以该受益权为标的进行融资。 第十七条 信托公司以固有资金参与设立私人股权投资信托的,所占份额不得超过该信托计划财产的20%;用于设立私人股权投资信托的固有资金不得超过信托公司净资产的20%。 信托公司以固有资金参与设立私人股权投资信托的,应当在信托文件中明确其所出资金数额和承担的责任等内容。
2009年3月25日	中国银监会	《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》	一、信托公司以固有资产从事股权投资业务,应符合以下条件:(一)具有良好的公司治理、内部控制及审计、合规和风险管理机制;(二)具有良好的社会信誉、业绩和及时、规范的信息披露;(三)最近三年内没有重大违法、违规行为;(四)最近一年监管评级3C级(含)以上;(五)货币性资产充足,能够承担潜在的赔偿责任;(六)具有从事股权投资业务所需的专业团队和相应的约束与激励机制,负责股权投资业务的人员达到3人以上,其中至少2名具备2年以上股权投资或相关业务经验;(七)具有能支持股权投资业务的业务处理系统、会计核算系统、风险管理系统及管理信息系统。(八)中国银监会规定的其他审慎性条件。 二、本通知所指以固有资产从事股权投资业务,是指信托公司以其固有财产投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或中国银监会批准可以投资的其他股权的投资业务,不包括以固有资产参与私人股权投资信托。信托公司以固有资产投资于金融类公司股权和上市公司流通股的,不适用本通知规定。 五、信托公司以固有资产从事股权投资业务和以固有资产参与私人股权投资信托等的投资总额不得超过其上年末净资产的20%,但经中国银监会特别批准的除外。 七、信托公司以固有资产从事股权投资业务,应遵守以下规定:(一)不得投资于关联人,但按规定事前报告并进行信息披露的除外;(二)不得控制、共同控制或重大影响被投资企业,不得参与被投资企业的日常经营;(三)持有被投资企业股权不得超过5年。 八、信托公司以固有资产从事股权投资业务,应当在签署股权投资协议后10个工作日内向信托公司所在地银监会派出机构报告,报告应当包括但不限于项目基本情况及可行性分析、投资运用范围和方案、项目面临的主要风险及风险管理说明、股权投资项目管理团队简介及人员简历等内容。
2014年12月10日	中国银监会、财政部	《信托业保障基金管理办法》	第十六条 保障基金公司应将保障基金资产与保障基金公司所有的资产分别列为受托资产和自有资产管理,实行分别管理、分账核算。
2015年12月15日	中国信托业协会	《信托公司行业评级指引(试行)》	第八条 资本实力主要评价信托公司净资本充足程度及其与业务风险的匹配程度,旨在引导信托公司优化资本结构,合理控制业务发展,确保固有资本充足并保持必要的流动性。

(二)“资管新规”背景下信托公司固有资产发展基本情况

2018年,“资管新规”的颁布,对整个资管行业都产生了重要影响,固有资金



作为信托公司基础性资金，对于信托公司深入开展主动性管理，专业化理财服务，发展自身特色业务，具有长远的指导意义。根据中国信托业协会数据，截至 2018 年末，行业固有资产规模达到 7 193.15 亿元，但增速放缓至 9.34%，是 2011 年以来的最低点。

1. 信托业固有资产规模持续增长，但增速放缓

2012 年以来，伴随着信托业的整体快速发展，各个信托公司纷纷增资扩股，同时部分信托公司将年度利润留存累计，信托业全行业固有资产规模从 2012 年的 2 282.08 亿元持续增长至 2018 年末的 7 193.15 亿元，同比保持稳健增长。从各公司规模看，重庆信托、中信信托、平安信托排名行业前三位，资产规模分别为 297.85 亿元、275.32 亿元和 251.09 亿元，增速均保持在 10% 以下，低于行业平均增速。固有资金的稳健增长一方面有力地推动了公司经营实力的壮大和利润渠道的多元化，另一方面也为信托业务提供了强有力的流动性支持，有利于实现固有业务与信托业务的协同发展。

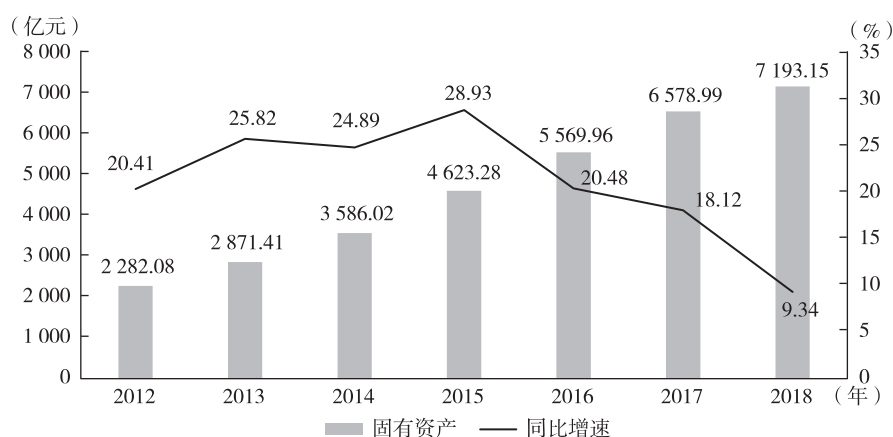


图 3 2012—2018 年信托业固有资产规模及同比增速

2. 信托公司之间固有资产规模差距持续扩大

2018 年，全行业固有资产规模合计达到 7 193.15 亿元，平均每家信托公司 105.78 亿元，共 51 家信托公司实现增长，有 29 家信托公司固有资产超过 100 亿元，8 家信托公司固有资产超过 200 亿元，全行业固有资产、固有净资产的中位数和平均数全面提高。从行业内部结构来看，固有资产规模领先的信托公司仍然保持了强者恒强态势，与固有资产规模较小的信托公司之间差距尽管略有缩小，但整体差距仍然较大。从表 2 可以看出，2018 年，信托公司固有资产行业集中度的 CR4 指标从 2017 年的 15.99% 下降到 2018 年的 14.78%，CR8 指标从 2017 年的 28.73% 下降到 2018 年的



26.96%，整体水平仍然较高。固有净资产 CR4 指标从 2017 年的 16.13% 下降到 2018 年的 15.20%，CR8 指标从 2017 年的 28.23% 下降到 2018 年的 27.45%，两个指标也都维持在较高水平。

表 2 2018 年信托公司固有资产行业格局情况

项目	固有资产		固有净资产	
	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
公司数量（家）	68	68	68	68
最大值（亿元）	297.85	281.34	242.73	239.14
均值（亿元）	105.79	96.73	84.33	77.12
中位数（亿元）	92.21	85.88	74.22	65.13
最小值（亿元）	12.16	11.79	9.15	6.7
CR4（%）	14.78	15.99	15.20	16.13
CR8（%）	26.96	28.73	27.45	28.23

数据来源：68 家信托公司年报。

3. 多数公司固有资金运用方式以投资为主

从固有资金运用方式来看，自 2010 年以来，投资类资产占比始终超过半数。2018 年末，固有投资类资产余额达到 5 595.86 亿元，占比达到 77.79%，为历史年度最高。全行业有 43 家信托公司固有投资类资产占比超过 60%，32 家超过 70%，23 家超过 80%，占比最高的信托公司的这一比重甚至达到了 96.03%。在固有投资类资产的细分结构中，交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资占比分别为 9.72%、40.98%、5.09%、12.85%，由此可见，可供出售金融资产是固有投资类资产最重要的运用方向。

4. 信托公司增资趋势有所放缓

2019 年前三个季度中信信托、华宝信托、中原信托、兴业信托、东莞信托、光大信托 6 家信托公司完成增资，行业整体注册资本增加 108.76 亿元。

2018 年，全行业共 13 家信托公司增资，行业整体注册资本增加 192.17 亿元，增速为 7.87%，增资最多的是华润信托，为 50 亿元。与之前年度信托公司增资情况相比，2018 年信托公司增资势头有所放缓。2016 年、2017 年全行业增资的信托公司分别是 22 家、21 家，增加注册资本总额分别为 385.65 亿元、403.12 亿元，无论是增资公司的数量还是增资总额，2016 年、2017 年的水平都远超过 2018 年。



表 3 2018 年信托公司完成增资情况

序号	信托公司	注册资本增加额（亿元）	增资后的注册资本（亿元）
1	华润信托	50	110
2	中建投信托	33.34	50
3	华能信托	19.95	61.95
4	爱建信托	16.03	46.03
5	华鑫信托	13.75	35.75
6	江苏信托	10.76	37.6
7	英大信托	10.07	40.29
8	陆家嘴信托	10	40
9	安心信托	9.12	54.69
10	陕国投	8.74	39.64
11	外贸信托	5.41	27.41
12	东莞信托	2.5	14.5
13	厦门信托	2.5	37.5

数据来源：68 家信托公司年报。

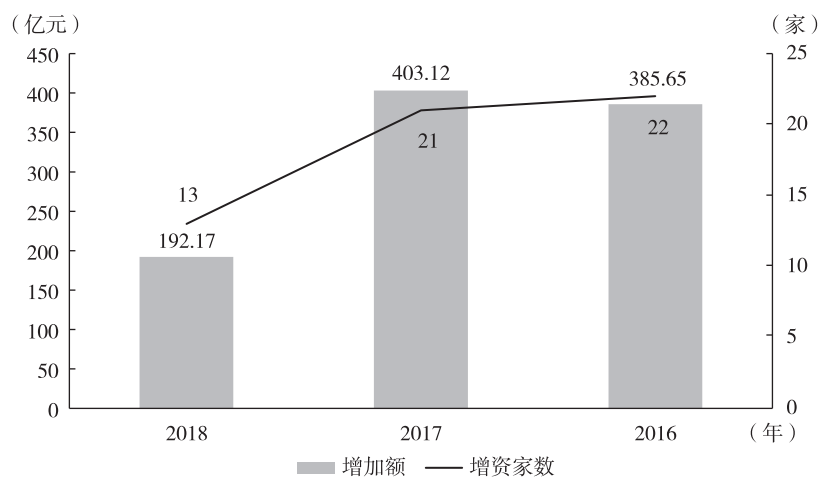


图 4 2016—2018 年信托行业增资情况

5. 固有负债水平仍有小幅提升

固有负债的增加体现了信托公司对流动性的需求进一步增加。从固有负债规模



来看, 2018 年 68 家信托公司固有负债规模合计达到 1 459.69 亿元, 平均每家信托公司为 21.47 亿元, 较 2017 年增长 9.42%, 有 40 家信托公司负债增加, 有 28 家负债减少。从资产负债率来看, 截至 2018 年末, 全行业资产负债率达到 20.29%, 较 2017 年提高 0.01 个百分点, 有 11 家信托公司负债率超过 30%, 有 31 家负债率超过 20%。

6. 资本投入对信托公司净资产增长贡献最大

2018 年, 全行业净资产规模合计达到 5 734.29 亿元, 平均每家信托公司为 84.33 亿元, 其中共有 55 家信托公司实现增长。行业共有 21 家信托公司净资产超过 100 亿元, 其中有 3 家信托公司净资产超过 200 亿元, 成为行业资本实力最强的信托公司第一集团。

从净资产增长的来源分析, 资本投入是 2018 年信托公司净资产增长的主要贡献因素。尤其是在行业利润增长趋势放缓的情况下, 股东资本投入对净资产的增长更加重要。初步测算, 2018 年信托公司股东资金投入对净资产增长的规模贡献为 264.97 亿元, 贡献度为 54.03%; 利润留存对净资产增长的规模贡献为 225.44 亿元, 贡献度为 45.97%。

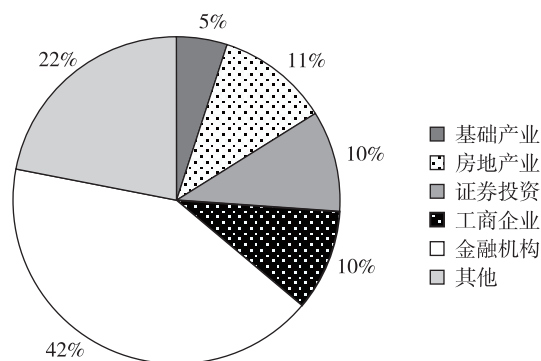
(三) 我国信托公司固有资产配置情况及主要资产配置方式

1. 信托公司固有资产配置情况

固有资产配置需要遵循收益性、流动性、安全性的原则, 目前主要区分为现金类资产、投资类资产和贷款类资产。从三者占比情况看, 投资类资产占比处于持续上升的趋势, 而现金类、贷款类资产则持续下降, 目前二者合计占比约为 13.41%, 投资类资产占比约为 80%, 是信托公司固有资产最重要的组成部分, 除此之外信托公司还会有少部分自用的物业、其他应收账款等固有资产。

信托公司固有资金运用范围广泛, 除标准化金融产品投资外, 还可以开展基础产业、房地产业、工商企业、金融机构等投资。根据已披露固有资产投向分布情况的 61 家信托公司年报数据, 截至 2018 年末, 固有资金投向及占比情况如图 5 所示。顺应国家加大金融支持实体经济的政策要求, 固有资金对工商企业的配置占比约为 10%, 成为仅次于金融机构、房地产业的第三大投资领域; 顺应国家调控政府融资风险的政策要求, 固有资金对基础产业的配置占比最低, 仅为 5%。

固有资金的投向对政策及市场的变动较为敏感, 信托公司通过良性调整固有资金的投资方向, 防范政策调控风险、市场风险以及信用风险, 有助于实现控制行业风险、促进行业良性发展的目标。



数据来源：信托公司年度报告。

图 5 2018 年末固有资金投向分布情况

2. 信托公司固有资金主要资产配置方式

(1) 投资风险收益适中、期限合适的类固定收益类及现金管理类产品，提升净值化管理水平。受固有业务人员配置、专业性、风险偏好等方面制约，信托公司可在综合平衡风险、收益、流动性等因素，以在安全稳健条件下实现保值增值为目的，将闲置（除战略股权投资部分以外）固有资金投资现金管理类和固定收益类金融产品。现金管理类投资可获得 3.2% ~ 6.5% 的收益率，货币市场基金、券商货币市场型和保证金理财产品、信托基金化产品都应在可选范围（牺牲数月流动性获得不错的低风险收益）；固定收益类则可轻易获得 4% ~ 10% 的收益率，从风险、流动考虑依次可选择银行理财、分级基金 A 端、债券基金、保本型基金及信托产品。

(2) 与公司信托业务形成协同效应，进行多元配置。部分信托公司在某类业务往往具有相对优势，比如房地产业务、基础设施投资、资本市场业务、资产证券化等，具有核心技术、风险定价及风险控制能力，可考虑依托相关信托业务的开展，将固有资金投资于信托公司自己参与的优势产品上，在获得稳健回报的同时，支持自身业务开展。另外，若信托公司固有业务试图进一步做大做强，不通过其他机构金融产品而是直接投资底层资产（如企业债、金融债、同业存单、国债、私募债、股票等），则需要通过专业团队来进行，组建一支专业的股票或债券投资团队无疑是较好的选择。

(3) 推动信托公司固有业务差异化发展，金融机构股权及专业子公司战略投资。从近几年行业的固有业务的发展来看，获得较好成绩的信托公司都做了大量金融机构股权战略投资和自身专业子公司投资，在获得战略协同效果的同时，上述投资在过去还获得了较好的收益水平，如平安信托、江苏信托、华润信托等均取得了较高的长期股权投资收益。



（四）信托公司固有资产配置与信托资产配置的差异

1. 固有资产配置灵活快捷，信托资产配置具有一定期限

作为信托公司运用固有资金投资形成的固有资产配置，主要受本公司长期战略发展布局影响，但可以根据本公司经营政策及时调整，密切跟踪市场发展动态，与信托资产配置相比，业务决策更加简洁高效，能够及时抓住各类业务投资机遇，更加市场化。信托资产配置受到国家、行业及监管部门各类监管政策引导，投向更加稳健、符合国家产业发展政策的行业，相对而言，资产配置更具周期性。

2. 固有资产配置收益更加稳健，信托资产配置收益波动较大

随着近年来各个信托公司固有资金规模的逐步增加，信托公司通过投资金融股权、专业子公司等方式，在各个领域通过专业化的投资团队科学运作，固有资产的收益稳步提升，已经成为各个信托公司稳定的利润来源。信托资产配置无论是在非标信托产品或是标品信托领域，都更加容易受到来自交易对手、市场动态、行业及金融监管部门的影响，从而导致资产配置收益波动较大。

3. 固有资产配置突出公司战略布局，信托资产配置反映市场风格取向

信托公司根据公司决策层战略布局，通过专业的团队管理，科学的绩效考核机制，充分发挥公司在特定领域的资源禀赋，持续深耕某些领域，例如重庆信托、江苏信托等公司持续加大对银行、基金、保险金融机构股权投资，实现“牌照整合、业务协同、资金支持、风险缓释”，充分发挥出整合效益。信托资产配置受到国家金融监管、产业发展政策等影响，更多地反映出一定时期内，国家金融市场、投资市场、产业市场的投融资风险取向，出现业务类型趋同、收益水平相近、风险管理同质等现象。

4. 固有资产配置流动性缓释目标突出，信托资产配置流动性缓释较弱

固有资产配置通过固有资金先行代持、信托产品收益先行兑付等方式，期限相对灵活，对于公司信托项目出现流动性风险时，给予一定的资金流动性支持。信托资产配置受到监管和信托项目政策、期限所限，流动性较弱。信托行业监管条例要求，信托公司固有资产配置安全性和流动性优先于收益性。

三、金融业固有资金资产配置与投资研究比较

（一）银行理财子公司固有资金配置与投资管理

2018年，中国银保监会适度放宽固有资金使用范围，允许理财子公司在严格遵



守风险管理要求的前提下，将一定比例的固有资金投资于本公司发行的理财产品，具体体现为：银行理财子公司以固有资金投资于本公司发行的理财产品，不得超过其固有资金的 20%，不得超过单只理财产品净资产的 10%，不得投资于分级理财产品的劣后级份额。

（二）证券公司固有资金配置与投资管理

我国证券公司的资金来源主要有两个途径：短期的包括质押借款、同业拆借、债券回购和发行短期融资券，长期的主要是来自增资扩股的资本金和上市融资。

固有资金配置主要以服务客户和投资为主的资本中介业务和资本业务，主要涉及固有业务、权证创设、融资融券、约定式购回、基金公司管理、直投、设立产业基金、投资、做市等几个方面。

证券公司固有资金业务范围如下：常规投资业务是指针对股票、债券和货币等传统金融工具的投资，其特点是投资具有单边方向性，其中股票投资更具有高风险和高收益的特征；资本中介业务是指利用固有资金或资金杠杆开展各种交易中介服务，比如融资融券、大宗交易和做市交易等，广义的资本中介还包括资产管理和基金管理业务。资本中介业务的特点是双边交易，低风险低收益，主要靠交易规模取胜；另类投资业务是指对股票、债券和货币之外的金融和实物资产的投资，如直接投资、房地产、证券化资产、大宗商品、碳排放交易和艺术品等，投资对象一般是非标准化的资产，项目之间具有不可复制性，具有“长周期、大资金、低风险、高回报”的特点。

（三）期货公司固有资金配置与投资管理

期货公司固有资金配置，主要是运用以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润及其他固有资金进行投资以及用于本公司日常经营管理所需的资金支出行为。期货公司的固有资金包括实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和当期收益等。而固有资金运作的重点是公司的现金及现金等价物，其中现金包括公司库存现金以及随时用于支付的存款，即不仅包括会计核算“现金账户”下核算的库存现金，而且包括“银行存款”下存入各种金融企业、随时可用于支付的存款，以及“其他货币资金”账户下的外埠存款、银行本票和汇票存款、在途货币资金等。除现金之外的现金等价物是指公司持有的期限短、流动性强、易于转换为已知金额现金、价值变动风险小的投资。

期货公司固有资金的主要配置领域如下：参与企业日常经营管理，购置企业发展所需固定资产，提升企业金融科技、IT 信息建设；开展金融资产投资，通过远期合约、



期货合约和互换合约等各种套利、投机和套期保值的手段，化解、降低、抵消可能面临的利率风险、汇率风险、价格风险等风险；开展委托证券业务投资，借助证券公司或者基金管理公司的专业人员进行研究充分、操作有素的运作，寻求相对稳定的回报，回避因自身专业知识和投资经验的不足带来的风险；参与同业拆借，期货公司可以运用固有资金参与境内银行间同业拆借市场进行短期资金管理，充分提高沉淀资金的收益率。

四、信托公司固有资金资产配置与投资逻辑分析

（一）固有资金投资与配置的定位

要理解信托公司固有资金资产配置与投资的逻辑，首先需要厘清固有资金配置与投资在信托公司业务框架中的定位问题，即地位问题。对于这一问题的回答，直接关系到信托公司固有资金使用的方向、效率、规模等一系列问题，从中才可分析归纳出其内在逻辑。虽然说信托公司固有资金配置与投资与信托公司固有业务并非等同，信托公司主营业务是信托业务，但是固有业务同样不可忽视。由于固有业务范围非常广泛，因此，合理运用固有资金也能获取非常不错的业绩。

1. 制度错位：资产负债业务模式下的固有资金投资与配置

中国现代信托业始于1979年10月中国国际信托投资公司的成立，按照学者的解释，以“中信”为标志的信托投资公司在时隔近30年后再次出现，是金融部门不自觉地实施增量改革的产物，即其目的并非是要在中国引入、培育信托制度，而是为了探索银行之外的引进外资及融通资金的新渠道，以及在高度集权的计划经济、传统的金融体制之外引入具有一定市场调节功能的新型因素，推动经济金融体制的改革。1980年7月，国务院颁发了《关于推动经济联合的暂行规定》，其中明确提出：银行要运用信贷、利率等经济手段，实行区别对待，择优扶植，并根据各种形式的经济联合特点，组织结算工作，试办各种信托业务。这也是中国恢复重建信托业后的第一份官方文件。从中可以看出，彼时，信托业开始了以银行业务为主营业务、金融与实业并举的混业经营之路，并基于各方面因素，被银行用作突破信贷计划管理的工具。根据中国人民银行1986年4月颁布的《金融信托投资机构管理暂行规定》，信托投资公司的主营业务及经营方式实际上均类同于银行的资产负债业务，甚至可以将彼时的信托投资公司称为“准银行”或者“泛银行”。而且，相比银行，信托投资公司的资产运用范围比银行还要宽泛，不仅可以从事实业投资而且后来还率先开展了证券投资业务。



在“准银行”的定位下，信托公司所开展的资产负债业务，就大多为其表内业务，即固有业务，而非信托业务，可以说彼时的信托公司是以与固有资金相关的固有业务为主业而进行经营的。该定位下，信托公司实质上成为“融资平台”角色，信托公司从负债端所吸收资金的也更多以固有资金来看待。虽然信托公司的资产运用范围比银行更宽泛，但信托公司的负债来源十分有限，难以按照官方利率合法获得资金，进而迫使信托投资公司以高息揽存、乱拆借、乱回购等违规方式进行融资。一方面是高昂的融资成本，另一方面是与商业银行一样管制的信贷利率，基于合理风险定价的信贷业务模式也就无法形成。这就使信托公司往往进行高风险投资业务，例如，将高息拆借来的资金投向房地产等高风险领域。在这种现象下，信托公司时常出现风险，也就引发了从 1982 年开始到 1998 年期间的四次全行业整顿现象。

2. 溯本正源：回归受托业务下的固有业务

1999 年，信托业进行第五次清理整顿，其目的在于避免出现前四次的历史怪圈，从而化解信托业的经营风险，使信托业能够规范有序发展。这就意味着需要从根本上纠正此前信托行业作为“准银行”的错误定位。而实际上，监管层面也是从引导信托公司回归“受人之托、代人理财”的信托业务主业的目 的来着手的，不再允许信托公司吸收存款，也限制信托公司借款，并禁止信托公司吸收存款和发行债券等，从而不再经营资产负债业务，虽然信托公司可以通过集合资金信托业务筹集资金，但从理论上来说，这属于受托业务，并不属于表内负债业务，也就将其受托业务经营风险与固有业务相区别。此举便是要公司回归以资产管理为核心内容的信托本业。

此后，信托行业的政策基本遵循这一思路，即限制固有资金相关的负债业务，无论是中国人民银行于 2002 年颁布的《信托投资公司管理办法》，还是 2007 年监管当局发布的《信托公司管理办法》，均是按照这一思路进行调整。2007 年的《信托公司管理办法》适用至今，在该制度框架下：（1）信托公司固有资金只能用于开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资等业务；（2）不得以固有资产进行实业投资，但另有规定的除外；（3）信托公司的同业拆入余额与净资产之比的上限降为 20%，对外担保余额不得超过其净资产的 50%；（4）对关联交易也加以限制，不得向关联方融出资金或转移财产，不得为关联方提供担保，也禁止以股东持有的本公司股权作为质押进行融资；（5）对于固有资金与信托财产之间的关联交易，应以公平的市场价格进行，并且逐笔向中国银监会事前报告，并按照有关规定进行信息披露。由此形成的信托业务与固有业务相



区别的框架使信托公司固有资金的投资与配置、实业投资和与股东相关的关联交易得以消除，负债业务被严格限制（不得开展除同业拆入业务以外的其他负债业务，而且所允许的同业拆借期限最长为 7 天）。

（二）固有资金投资与配置逻辑之一：金融股权投资

1. 固有资金规模增长带动股权投资需求

2015 年以来，信托公司的固有资产规模持续保持高速增长，主要有以下两个方面原因。一是固有业务是信托公司重要的利润来源。相比于信托业务受到的严格监管，固有资金的运用更加灵活，决策流程更为高效，更容易捕捉到各类投资机会，为信托公司带来持续稳定的利润贡献。二是行业政策助推信托公司提高固有资产规模，2010 年中国银监会发布《信托公司净资本管理办法》，要求信托业务的规模需要与净资本相挂钩，掀起了信托公司的增资潮，注册资本的提升同时也带来了固有资产规模的增长。此外，如 2012 年中国保监会出台的《关于保险资金投资有关金融产品的通知》，明确提出保险资金可以投资集合资金信托计划，担任受托人的信托公司上年末经审计的净资产不低于 30 亿元，这类政策也增加了信托公司增资扩股的动力。

随着信托业固有资产规模的增长，固有业务收入对信托公司利润的影响越来越大，行业对固有资产进行科学合理的配置、进一步提升固有资金收入率的需求也不断增加。同时，信托公司作为定位于主营信托业务的金融机构，不可能将过多的资源投入固有业务，进而影响主业运行。在此背景下，股权投资的重要性日益增加。

作为信托公司盈利支柱之一的信托公司股权投资业务，在助力信托公司转型发展方面发挥着重要作用。通过股权投资，信托公司可布局金融各子行业，介入一级半市场，探索境外投资领地，设立专业投资子公司以提升资产管理能力，并促成与信托业务的协同联动，提升信托公司整体效益。

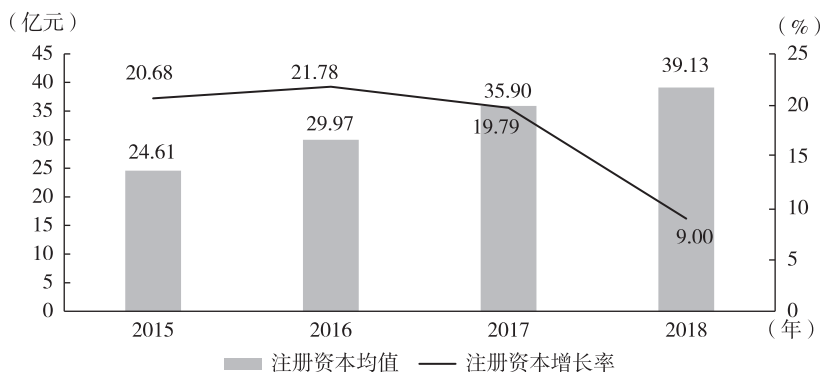


图 6 2015—2018 年信托公司平均注册资本及增长率



2. 行业政策进一步释放股权投资潜力

2007 年 3 月实施的《信托公司管理办法》对信托公司的固有业务进行了清晰界定，信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务，其中投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。信托公司不得以固有财产进行实业投资，但中国银监会另有规定的除外。

2009 年中国银监会发布的《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》突破了信托公司固有业务实业投资限制，其规定：信托公司开展未上市企业股权投资业务应提出申请，在取得资格后可以自行开展业务；投资总额不得超过上年末净资产的 20%；不得投资于关联方，但按规定事前报告并进行信息披露的除外；不得控制、共同控制或重大影响被投资企业，不得参与被投资企业的日常经营；持有被投资企业股权不得超过 5 年。

两项政策对信托公司固有业务的功能进行了清晰的定位，在股权投资方面也作出了明确要求。此外，2014 年中国银监会发布了《关于信托公司风险监管的指导意见》，明确提出信托业转型发展的目标和路径，并为信托公司转型发展指明了六个方向，其中包括“大力发展真正的股权投资，支持符合条件的信托公司设立直接投资专业子公司”。这也明确了信托公司可通过设立股权投资子公司开展股权业务，股权投资领域进一步拓宽，潜力进一步释放。

3. 固有资金股权投资规模增加但占比下降

国有资产的增长和政策的放开带动了信托公司股权投资规模的持续增长。值得注意的是，在 2007 年中国银监会颁布《信托公司管理办法》后，信托公司清理了原有的实业投资股权，存量的股权投资主要是金融股权投资。自 2009 年中国银监会发布《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》以来，仅有部分信托公司申请了开展未上市企业股权投资业务的资格，而获得资格后开展此类股权投资业务的也仅占少数，因此行业长期股权投资规模仍旧以金融股权投资为主。

2014 年，信托业固有资金用于长期股权投资的总规模为 559.40 亿元，到 2018 年，规模增长到 1 054.28 亿元，年均增长率为 17.17%。但从占比来看，长期股权投资占固有资金的比重近年来总体呈小幅下降趋势。2014 年，该项占比达 15.50%，后小幅下降至 2015 年的 15.33%，2016 年占比反弹至 15.68%，之后两年连续小幅下滑至 2018 年的 14.50%。

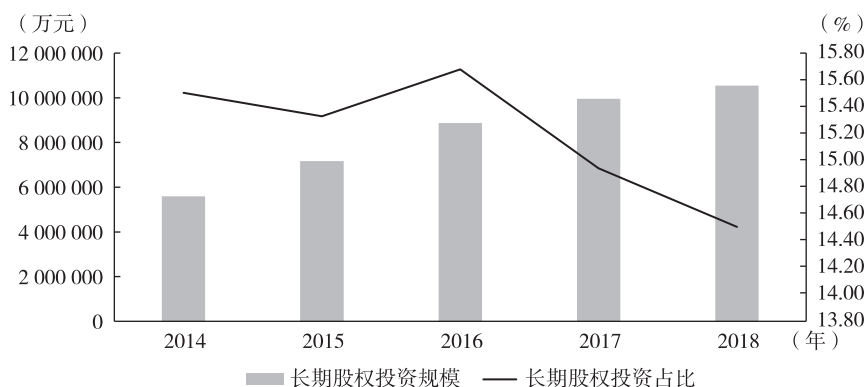


图7 2014—2018年信托公司固有资金长期股权投资及占比

造成固有资金用于长期股权投资规模增加但占比小幅下降的原因主要有四个方面：

(1) 随着固有资金规模的增长，信托公司加大了对金融机构股权的投资力度，以获得较高且稳定的投资回报。2015年至今，部分信托公司所持有的银行、券商、基金公司、保险公司等优质金融股权的投资收益十分可观。尽管当前金融机构股权收购价格较高，但有资本实力的信托公司仍在积极布局。这也是长期股权投资规模增长的主要原因。

(2) 部分获得非上市企业股权投资业务资格的信托公司加大了以固有资金进行非金融股权投资的投资力度。在市场利率不断下行、资本市场波动加剧的情况下，固有资金面临收益率下行的压力。积极探索优质非金融股权业务，通过上市等途径退出获得高收益，成为信托公司拓宽固有资金收益来源的资产配置选择。

(3) 越来越多的信托公司以固有资金出资，通过独资或合资的方式成立专业子公司，其中包括私募股权投资子公司、房地产子公司和家族财富管理子公司等。信托公司通过专业子公司对原有业务进行升级，促进信托公司专业化运作，及时加强风险隔离，避免风险传导。

(4) 长期股权投资具有一定的机会性和难复制性，很难迅速开展优质的金融股权投资业务，而在非金融股权和专业子公司方面，更需要扎实的尽职调查和稳健的探索，因此导致长期股权投资规模的增长相较于固有资产规模的增长较慢，进而导致占比出现小幅下滑。

4. 固有资金股权投资规模集中度增高

随着信托公司近年来增资潮的出现，固有资产规模增长迅速，给信托公司带来



更加宽广的操作空间，部分信托公司抓紧机遇，大力发展以金融股权投资为主的固有资金股权投资业务。

根据信托公司年报，截至 2018 年末，共有 51 家信托公司拥有固有资金的长期股权投资，共有 13 家信托公司近 5 年未曾开展固有资金长期股权投资业务。在上述 51 家信托公司中，固有资金长期股权投资的最大规模为华润信托的 122.51 亿元，最小规模为陕国投信托的 452.35 万元，中位数为 9.65 亿元，平均数为 20.67 亿元。可见，信托公司固有资金的股权投资规模普遍较小，但仍有部分信托公司深耕固有资金投资领域。

从图 8 中可以看到，排名靠前的 10 家信托公司固有资金股权投资合计占行业的比例超过 60%，且规模均已超过 30 亿元。其中，部分信托公司如华润信托、江苏信托、平安信托和国元信托长期深耕固有资金股权投资，近 5 年规模的年均增长率分别为 9.57%、7.48%、5.99% 和 5.25%，远低于行业 17.17% 的年均增长率；也有信托公司如吉林信托、湖南信托和兴业信托异军突起，近 5 年规模年均增长率分别为 46.65%、127.19% 和 89.41%，从 2014 年不到 10 亿元的固有资金股权投资规模增长至 2018 年超过 40 亿元的规模。

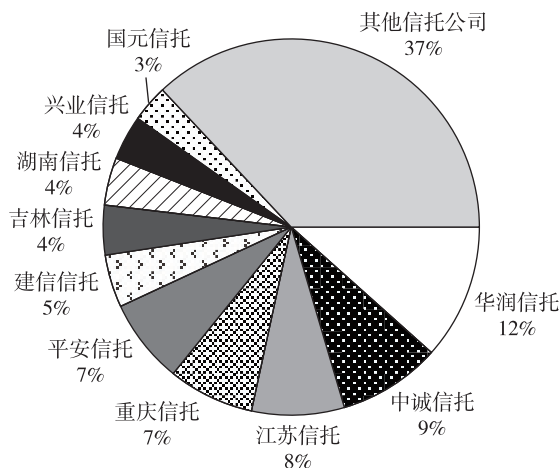


图 8 2018 年信托公司固有资金长期股权投资规模占比

从固有资金长期股权投资占固有资金的比例来看，截至 2018 年末，行业平均值为 14.50%，最大值为吉林信托的 66.98%。在近 5 年开展（或开展过）固有资金长期股权投资业务的 55 家信托公司中，共有 28 家占比较 2014 年有所上升，有 26 家占比有所下滑，剩余 1 家仅在 2015—2016 年开展过固有资金股权投资业务。

截至 2018 年末，共有 12 家信托公司固有资金长期股权投资占固有资金比例超过 30%，远超行业均值。其中，有 8 家信托公司位列固有资金股权投资规模前 10 名，剩余 4 家信托公司固有资金股权投资规模相对较小，主要受限于固有资金规模，但仍体现出这几家公司对股权投资的重视程度。

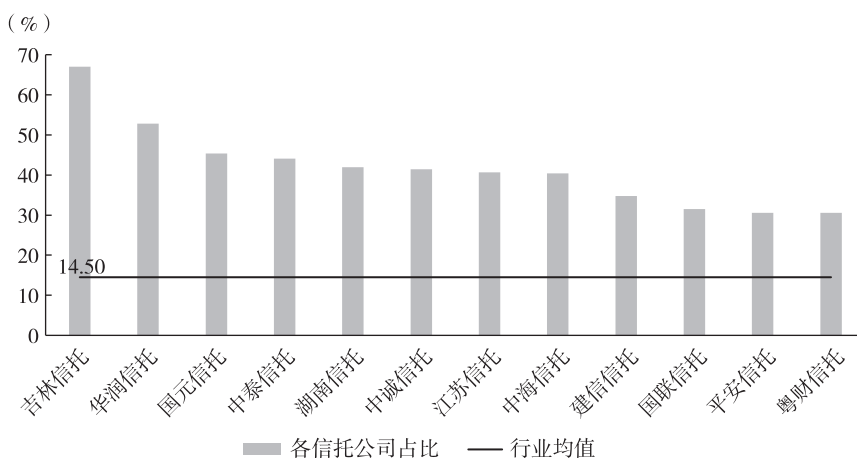


图 9 2018 年信托公司固有资金长期股权投资占固有资金的比例

5. 股权投资收益波动较强，对营收贡献差别较大

根据信托公司年报，2018 年信托业共实现股权投资收益 77.57 亿元，较 2017 年同比下降 33.55%。从近 5 年的数据来看，股权投资收益波动性较大，在行业固有资金股权投资规模持续增长的情况下，仅 2015 年实现增长，2016—2018 年均呈现下滑趋势，且下滑幅度逐年增加。主要由于信托公司持有的股权投资以金融股权为主，近年来中国经济下行压力增大，金融监管逐渐趋严，资本市场持续低迷且波动较强，金融机构业绩承压，从而在分红方面出现萎缩。

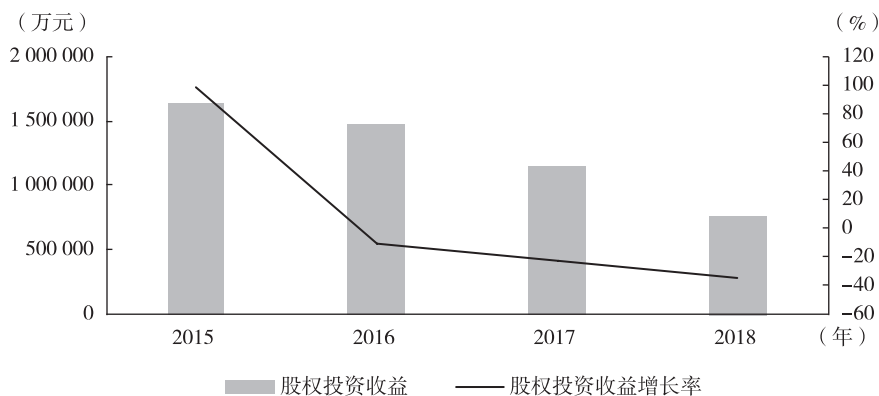


图 10 2015—2018 年信托公司股权投资收益规模与增长率



股权投资收益行业集中度同样较高，排名前 10 的信托公司股权投资收益占全行业的 71.88%。从具体公司来看，股权投资收益与规模有较高关联性，收益排名前 10 的信托公司中，有 7 家为固有资金股权投资规模前 10 名的公司。与此同时，从股权投资收益占固有业务收入的比例和占营业收入的比例来看，股权投资已成为部分信托公司的主要营业收入来源。

表 4 2018 年信托公司股权投资收益前 10 名的部分数据及排名

信托公司	股权投资收益 (万元)	排名	占固有业务收入比例 (%)	排名	占营业收入比例 (%)	排名
江苏信托	101 008.8	1	81.56	1	43.07	3
华润信托	86 090.56	2	53.36	7	30.12	5
平安信托	60 320.01	3	42.71	10	11.57	14
中诚信托	60 232.01	4	64.28	6	25.73	6
湖南信托	55 906	5	78.03	2	44.48	2
天津信托	52 581.97	6	75.34	3	45.10	1
重庆信托	42 014.96	7	26.69	15	11.78	13
建信信托	38 672.14	8	50.13	8	13.15	12
粤财信托	34 734.72	9	71.89	4	35.49	4
上海信托	25 997.85	10	33.77	13	10.04	16

6. 基金公司、银行、证券公司为股权投资主要领域

根据信托公司 2018 年年报的统计，在各公司前 5 名的固有长期股权投资企业中，有 14 家信托公司持有 25 家银行股权，11 家信托公司持有 11 家证券公司股权，38 家信托公司持有 66 家基金公司股权，此外，各信托公司共持有 8 家保险公司、17 家资产管理公司、1 家融资租赁公司、6 家期货公司、3 家财务公司和 1 家信托公司的股权。

从各类金融企业股权投资收益来看，基金公司股权投资收益最高，为 33.86 亿元，银行和证券公司股权投资收益紧随其后，分别为 20.97 亿元和 10.42 亿元。根据不完全统计的结果，2018 年信托业金融股权投资收益为 70.94 亿元，略低于行业股权投资总收益的 77.57 亿元。

从具体公司来看，在银行股权投资方面，江苏信托、湖南信托、重庆信托和中原信托收益较高；在证券公司股权投资方面，华润信托独占鳌头；在基金公司股权投资方面，平安信托、天津信托、中诚信托、粤财信托和建信信托收益较高。

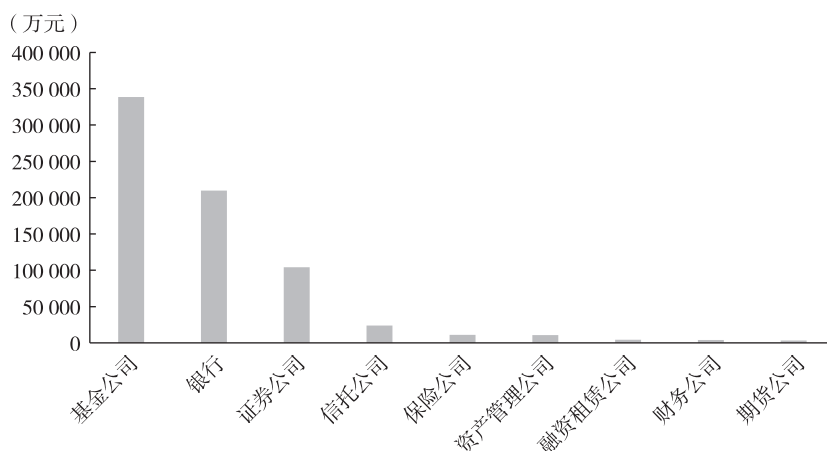


图 11 2018 年信托公司金融股权投资规模及分布

(三) 固有资金投资与配置逻辑之二：非金融股权投资逻辑

1. 政策及环境推动信托公司设立专业子公司

《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》对于信托公司从事未上市企业股权投资业务进行了规定。《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》要求信托公司以其固有财产投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或中国银监会批准可以投资的其他股权的投资业务时不得控制、共同控制或重大影响被投资企业，不得参与被投资企业的日常经营，持有被投资企业股权不得超过 5 年。同时规定，信托公司以固有资产从事股权投资业务和以固有资产参与私人股权投资信托等的投资总额不得超过其上年末净资产的 20%。这些限制不利于信托公司开展股权投资业务，往往会错失一些优质的投资机会。通过设立资产管理子公司，有利于信托公司抓住市场机遇，拓展业务范围，在股权投资领域进行细分化、专业化的运作和管理。

2014 年 4 月 8 日，中国银监会办公厅下发《关于信托公司风险监管的指导意见》，即被誉为史上最严监管文件的“99 号文”。“99 号文”在明确做好风险防控、完善监管机制的同时，也明确提出了转型方向。在推动业务转型中，即指出要大力发展真正的股权投资，支持符合条件的信托公司设立直接投资专业子公司。

2015 年 4 月，中国银监会发布了《信托公司条例（征求意见稿）》，其第十一条规定，信托公司不得设立分支机构。根据业务发展需要，信托公司可以申请设立全资专业子公司。信托公司专业子公司的经营范围、设立条件和程序由国务院银行业监督管理机构规定。信托公司对专业子公司实行并表管理，履行勤勉尽责管理义务，对专业子公司的经营管理活动依法承担相应责任。



信托公司可以通过设立专业子公司，实现业务专业化、产品专业化和客户专业化，同时也可以对信托公司自身的业务形成互补。现阶段，信托行业已经进入结构调整期和转型升级期，传统的融资类业务受到的限制越来越多，而且在整体经济下行的大环境下，也面临较大的风险，反过来看，资本市场、并购市场等却蕴含较多的机会。未来的信托业会向专业化和差异化的方向发展，各家信托公司需要结合自己的资源、人才、经验等因素，选择适合自己的路径和方向。传统业务拓展受限且风险增大的当下，通过设立专业子公司转型成为业内多家信托公司的选择。

2. 资产管理子公司的运营模式

资产管理子公司是信托公司专业子公司中从事资产管理业务的子公司。资产管理业务本身是一个广义的概念，是资产管理机构根据资产管理合同约定的方式、条件、要求及限制，对客户资产进行经营运作，为客户提供投资管理服务的行为，海外投资业务、互联网金融业务等都属于资产管理业务的范畴。从信托公司专业子公司的角度看，在资产管理子公司、国际业务子公司、财富管理子公司、互联网金融子公司的分类体系中，资产管理专业子公司从事专门 PE、并购（医疗、互联网等新兴领域）、房地产投资基金、产业投资基金、城市发展基金、证券投资基金、资产证券化、母基金等业务，对多类型的投资业务进行专业化与精细化管理，以提升投资效益。鉴于资产管理专业子公司是子公司中业务范围最广的一类，这部分以管理专业子公司为例。

资产管理专业子公司可以开展多个领域的资产管理业务，也可以将各个领域的业务发展为专业投资子公司，进一步实现专业化经营和运作，在细分领域进一步细化，实现投资的专业性。资产管理专业子公司及其业务（下设的专业投资子公司）的架构图如图 12 所示。

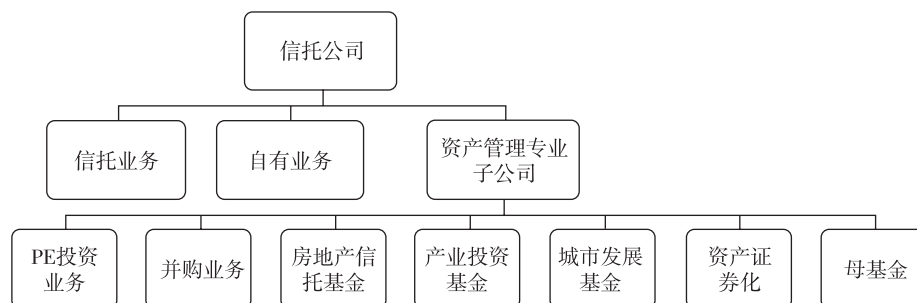


图 12 资产管理专业子公司及其业务架构

在业务方面，资产管理子公司主要有两大类业务。



(1) 股权投资业务。如前文所述,通过资格审批的信托公司以固有资产从事股权投资业务,将不再局限于金融类公司股权、金融产品投资和自用固定资产投资。这样就使得信托公司不仅可以利用固有业务项下开展贷款、金融类公司股权投资等业务,同时,具有以固有资产从事股权投资业务资格的信托公司还可以以固有资金进行多类标的资产的股权投资。但即便如此,监管部门对信托公司开展固有资金非金融股权投资仍有诸多限制,不利于信托公司抓住市场机遇。而通过设立资产管理子公司,信托公司可以在一定程度上打破监管的限制,开拓非金融股权投资业务。

(2) 基金类业务。随着经济下行压力增大,行业监管趋严,信托公司传统业务面临转型升级的问题。从实践发展来看,向基金类业务发展成为传统业务发展和升级的方向。但是,由于信托公司直接开展产业投资基金、城市发展基金、并购基金等业务面临投资期限、投资规模等限制,因此,资产管理专业子公司可以作为信托公司开展基金类业务、发起设立母基金的载体。

据不完全统计,现已有中信信托、中融信托、中诚信托、平安信托、华融信托、上海信托、兴业信托、新华信托、中铁信托、国联信托、杭州信托等 17 家信托公司成立了近 50 家的专业子公司。其中,中融信托拥有的子公司数量最多,有 28 家之多。

3. “投贷联动”为信托公司非金融股权投资带来新思路

投贷联动是指银行业金融机构以“信贷投放”与具有投资功能的风险投资公司“股权投资”相结合的方式,通过相关制度安排,由投资收益抵补信贷风险,实现企业信贷风险和收益的匹配,为企业持续提供资金支持的融资模式。

2015 年 3 月中共中央、国务院发布的《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》中,提出“选择符合条件的银行业金融机构,探索试点为企业创新活动提供股权和债权相结合的融资服务方式,与创业投资、股权投资机构实现投贷联动”。2016 年信托业监管会议上提出把推动信托公司积极开展投贷联动业务作为重点工作,要求信托公司在支持科技创新创业企业融资方面发挥排头兵的作用,鼓励信托公司积极探索投贷联动业务的新产品、新模式。在组织架构设置方面,支持信托公司以固有资金设立专业的科创企业投资子公司,专门从事科创业务的投资业务,并以固有资金对子公司投资的科创企业发放贷款,以投资收益弥补贷款损失,获取综合收益。

信托公司开展创业企业的投贷联动业务有两类模式:第一类模式是信托公司搭建投融资框架,即信托公司具备相关业务团队及项目经验之后的独立开展创业企业投



贷联动业务的展业模式。第二类模式是信托公司与其他机构合作的模式，如信托公司参股股权投资子公司的模式。

（四）固有资金投资与配置逻辑之三：理财产品配置

1. 保持较为稳定的流动性

2015 年，在行业普遍增资扩股的情况下，固有资产规模增幅较大，投资于货币资产的固有资金规模也随之大幅增加，占固有资金比例达到近年来最高，之后几年货币资产规模保持总体平稳，稳中有降。2018 年，行业投资于货币资产的固有资金规模为 632.84 亿元，占固有资金的比例为 8.71%。

考虑到行业近几年信托资产规模增速放缓，且增加的规模以通道类业务为主，流动性需求并不显著，信托公司在保证流动性充足的情况下，增加了投资和贷款的投入，也导致货币资产保持总体稳定并有小幅下滑。

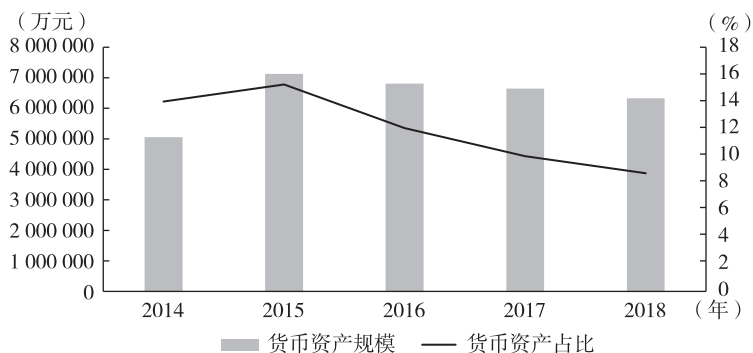


图 13 2014—2018 年信托公司固有资产中的货币资产规模及占比

2. 在风险可控的基础上积极配置可供出售金融资产

2014—2018 年，行业固有资金可供出售金融资产规模保持连续增长，2018 年达到 2 940.56 亿元，占固有资金的比例从 2016 年的 43.80% 小幅降至 2018 年的 40.45%。可供出售金融资产主要是信托公司固有资金所投资的股票、债券、基金和信托产品等。

可供出售金融资产规模连续增长且占比重常年最高，有以下两点原因：

（1）反映了信托公司固有业务对信托业务的支持。使用固有资金购买本公司信托产品，或为信托产品发行提供流动性支持，是行业内的普遍做法，既能为信托业务提供一部分资金支持，也能为固有业务提供稳定的投资渠道和较为高额的投资收益。

（2）信托公司增加了固有资金对资本市场的配置力度，2014—2018 年，固有资



金投向股票、基金和债券的规模持续增长，由 2014 年的 501.20 亿元增长至 2018 年的 678.98 亿元。但同时，投向股票、基金和债券的规模占固有资金的比例呈连续下降趋势，由 2014 年的 13.89% 下滑至 2018 年的 9.34%。对于造成占比下降的原因，一方面是固有资产增长迅速，另一方面是资本市场近年来波动较大，股票收益极不稳定，而较为宽松的货币政策也使得市场利率持续下行，导致债券收益率较低。

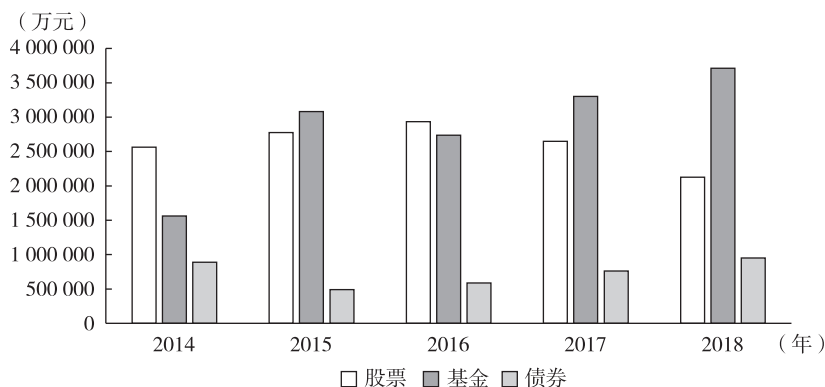


图 14 2014—2018 年信托公司固有资金投向股票、基金、债券的规模

（五）固有资金投资与配置逻辑之四：证券产品投资

信托公司分别通过证券投资信托和固有资金参与二级市场投资，相较于证券投资信托存在的诸多制约因素，运用固有资金投资二级市场存在优势。

1. 证券投资信托的制约因素

（1）强监管环境下的业务规范要求。2018 年 4 月 27 日，“资管新规”正式发布，对包括信托公司在内的各类机构进行了多方面的规范要求。

面对各种监管政策，证券投资信托业务的展业环境随之变化，强监管之下证券投资信托业务将进一步提高规范经营的要求。第一，资金来源收窄。依据目前的规定，投资者门槛提高，资管产品来源不得层层嵌套，需要穿透审查资金来源，因此资金来源渠道收窄。第二，产品结构发生变化。结构化业务受到影响，开放式私募产品不得进行分级，信托公司的灵活性受到限制。第三，杠杆比例受到一定限制。公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级，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的分级比例进一步清晰。第四，业务范围有所压缩。原先信托必须借助资管计划嵌套完成的网下打新及定增业务的参与受到影响，如后续信托计划无法与券商资管及基金资管获得同等地位，信托计划参与此类业务将会终止。第五，产品需要净值化管理，产品管理要求进一步提高。在净值化管理的整体要求下，各类



私募产品的费用计算、业绩报酬计提方式应给予统一标准和许可范围。

(2) 市场竞争规则的不一致。作为信托公司的主力业务之一，证券投资信托一直受到监管机构各类监管政策的严格规范，甚至相比其他参与主体，部分领域还存在诸多不一致、不公平的规则限制。首先，信托产品不得作为 IPO 和定增的股东直接参与 IPO 和定增，而必须通过券商或基金的资管产品间接进入，这极大地影响了信托公司正常开展该类业务；其次，信托产品不得参与“两融”交易，但是同类性质的契约式基金不受相关限制；最后，信托产品参与证券交易不能使用自有的资管系统，只能借助券商的 PB 交易系统，而后者系统的匹配度须不断开发，不仅影响风控操作且降低业务效率。

(3) 专业化投资人才的匮乏。对于传统 PB 类证券投资信托业务，信托公司主要是依据委托人的指定对投资标的进行管理，无须专门对投资标的进行判断，仅须依据委托指令进行投资，实现规范化的操作，确保委托人的指令能够准确、无误地进行传达即可。对于未来主动管理的证券投资信托产品，信托优势的发挥需要充分运用信托公司的研判能力，通过运用投资标的的行业分析、企业发展潜力分析、产品投资组合分析、结合量化对冲等方式，实现信托财产的增值与保值。但从目前的实际情况来看，这些业务操作更多依赖于专业化人才，而相关储备人才却是不足的，拥有专业人才的公司在市场上占据着绝对的优势地位。

(4) 有待提升的信息化水平和客户接受度。就目前的情况而言，大部分信托公司长期从事事务管理类的证券管理业务，市场上具备证券主动管理能力的信托公司仅为少数，证券类人才相对市场化，而主动管理产品的核心人员就是基金经理，信托公司在各方面需要和证券公司、基金公司乃至银行竞争此类人才难度是比较大的；另外，针对证券业务的投研体系仍需要建立完善，对于证券业务的宏观分析、微观操作的策略和技巧等仍需要改进；同时，证券业务的净值化管理需要后台、技术部门开拓研发新系统，减少手工操作可能引发的风险，对信托公司的后台服务能力提出新挑战。由于前述诸方面的原因，客户对于信托公司证券投资信托业务的接受度是有限的。

(5) 短期限难挖掘中长期价值投资机会。长期来看，二级市场仍将是信托在资本市场的主战场。据用益信托网统计，截至 2018 年 6 月 30 日，证券投资类集合信托的平均期限仅为 2.46 年，期限较前几年有所增加，但仍很难把握中长期价值投资机会。

随着针对投机的市场监管不断加强，注册制的改革以及加大退市制度的执行力度，养老金、保险金和社保等机构投资者的逐步入市，以及加入 MSCI 全球指数等国



际化进程加快,我国资本市场将逐渐趋于成熟和健康,中长期价值投资机会也将显现,这将为信托带来新的业务机会,也将是对证券投资类信托的考验。

2. 固有资金投资二级市场的优势

(1) 监管相对较宽松。相比于证券投资信托,固有资金投资二级市场在资金来源、杠杆比例、业务范围和管理模式上都较为灵活,基本不受资管新规的约束。在资金来源上,行业整体逐年增长的固有资金规模可以为二级市场投资提供充足的血液,杠杆比例和业务范围上的自由度也为固有资金的投资组合搭建和利润创造带来更多可能性。

(2) 公平竞争,盈亏自负。信托公司可以直接使用固有资金参与 IPO 和定增,同时也可以参加“两融”交易。虽然会面对随之而来的风险,但投资手段的增加同样将丰富盈利的手段。此外,证券交易时可以使用自有的资管系统,避免了在使用券商 PB 交易系统时对风控操作和业务效率的影响。

(3) 对于公司专业人才的培养。相对于被动管理型证券投资信托仅须依据委托指令进行投资,固有资金的二级市场投资更加依赖专业人才对于宏观、市场、行业和企业研判,以及对于风险的把控能力,相关人才在固有资金投资上积累的投资经验,也将反哺公司的证券投资信托业务。

(4) 对于公司品牌建设的效益。长期固有资金投资带来的主动管理能力,将为信托公司培养专业的投资管理人才,同时也将通过相关人才丰富的投资经验,建立完善公司证券业务的投研体系,增强证券业务宏观分析、微观操作的策略和技巧等。拥有完善成熟的投资体系和优秀的业绩,对于客户来说都是提振认可度的强心剂。长远来看,将有利于公司的品牌建设和客户拓展。

(5) 期限灵活,有利于布局中长期价值投资。相较于证券投资信托有期限的限制,固有资金投资二级市场拥有更加灵活的期限,在布局中长期价值投资上更有优势。从国外成熟市场来看,证券在过去长达二百年的时间里在各类资产中的回报率是最好的,因此资管业务想获得好的回报需要加大对证券市场的投资,而在过去这几十年来,只有价值投资才真正能够在长时间可靠、安全地给证券投资者带来长期回报。此外,在信托业转型高质量发展、推进服务实体经济、回归信托本源的当下,优秀的中长期价值投资能力也将有利于信托公司在股权投资和家族信托等业务上的开拓。

(六) 固有资产配置的战略定位和代表性公司经验分析

从行业固有资产配置情况来看,货币类资产投资占比低于 20% 且逐步下降,贷



款类资产也呈下降趋势，而投资类资产则一直呈稳步上升趋势，占比在 55% 以上的水平。因此，代表性公司固有资产配置均以投资为主要配置方向。以江苏信托为例，江苏信托的金融股权投资业务在信托行业具有标志性，金融集团发展战略为江苏信托业务协同带来巨大的推动作用。截至 2019 年 6 月末，江苏信托固有资金金融股权投资占固有资产的 60% 以上，其中包括江苏银行、利安人寿、中信登以及 6 家省内农商行、2 家村镇银行、2 家创投基金的股权投资。此外，近年来，外贸信托持续梳理固有业务，围绕公司战略方向，动态研究市场及监管要求，探索固有资金投资模式，拓展固有资金的投资布局，充分利用固有资金灵活性优势，加强投资的主动性，围绕战略标的进行业务布局，力争提供多元化投融资服务，贡献持续、稳定的收益。其固有业务的配置目标为：在保障安全性、流动性基础上追求保值增值与业务支持。一方面，通过动态调整固有资金投向信托业务的比例，高效支持业务发展；另一方面，以固有投资撬动更大的外部资管规模，使固有资金配置更均衡、更科学、收益更高。在一级市场股权投资和二级市场股票投资业务方面，外贸信托先以固有资金进行投资或者以固有资金为主通过产品进行投资，在有了一定业绩后，再成立产品接受外部委托人的资金，作出了证券投资业务的鲜明特色。

五、信托公司固有资金配置与信托业务的协同效应

固有业务不仅是信托公司重要的利润来源，也是信托公司着力推动战略业务布局、促进信托业务转型创新的重要着力点。如何用好信托公司的固有资金是非常重要的课题。从当前业务实践来看，信托公司的固有资金在为信托业务提供流动性支持，培育创新业务等方面发挥着越来越重要的作用。

（一）基于协同效应理论视角的固有资金配置与投资

协同效应是指复杂开放的系统中大量子系统相互作用而产生的整体效应。协同思想不是单纯强调个别要素，而是注重不同子系统的集体效应，强调不同因素的协调整合，以期达到最佳效果。资管新规之后，进一步强调信托公司应当回归主业，即信托公司主营业务为信托业务，那么以固有资金配置与投资相关的固有业务，必然是协同主营业务开展。在非线性金融理论视角下，信托市场是一个复杂的、交互作用和适应性系统，是整体秩序性与局部或个体随机性的统一体，控制信托市场的总体风险不仅应当架构外部监管框架，而且应当厘清信托公司内部因素。在确定了信托业务与固



有业务相区别这一监管框架后，信托业务被定为信托公司的主业，自然意味着与固有资金配置与投资相关的固有业务需要服务于信托业务这一主业。

在2010年出台《信托公司净资本管理办法》后，净资本与信托业务规模相挂钩，此种情况下，信托业务的发展会对净资本有一个要求，也就对固有业务规模以及结构有了一定限定。近年信托公司不断增资，补充资本金，便是为了满足信托业务做大做强的需求；另外，资管新规力求破除刚兑，但当前环境下同样需要防范系统性金融风险，由此，固有业务依然需要承担为信托业务提供抵御风险的资本基础。《信托公司行业评级指引（试行）》中将资本实力指标设置为“主要评价信托公司净资本充足程度及其与业务风险的匹配程度，旨在引导信托公司优化资本结构，合理控制业务发展，确保固有资本充足并保持必要的流动性”，正是基于以上考虑。

（二）信托公司固有资金投资与信托业务的协同效应

1. 固有业务与信托业务之间的直接协同效应

信托公司固有业务与信托业务之间的协同效应包括直接协同效应和间接协同效应。信托公司的固有业务与信托业务最直接的协同效应源于信托公司固有资金对业务部门信托计划发行的支持作用，这种协同效应最为直接有效，且双向有利。特别对于募资能力较差的小型信托公司非常重要，对于擅长信托资产流转业务的大中型信托公司也具有重要意义。例如，紫金信托通过固有资金认购自己发行的主动管理信托提高了固有资金的配置效率，既有利于信托计划的顺利发行，也实现了对固有资金投资组合的优化与系统性风险的分散。厦门信托认为固有资金购买信托增加了固有部门投资的选择，有助于信托业务部门的项目成立。北京信托通过固有资金认购自己主动管理的信托产品甚至增强了外部资金认购信托产品的信心，同时也提高了固有资金的配置效率和盈利水平。具有同样观点的信托公司还包括昆仑信托和大业信托。

随着整个行业信托业务规模的扩大、互联网的快速发展和理财子公司等竞争对手的不断涌现，高净值投资者的选择变得越来越多，信托产品发行流动性支持需求在持续增加。信托公司资金来源的波动也在加大，根据不同资金来源的特点综合安排资金计划尤其重要，特别在于很多信托公司尚未建立专门的资产流转部门。对于寄希望于固有资金支持信托发行的信托公司而言，固有资金的使用效率高，但动用规模有限，机会成本也较高。信托公司通过财富团队发行信托产品获得的资金无错配风险，但是信托长期以来成本较高，发行难度也在持续增加。信托公司固有资金在利用好提高资



金运用效率，为产品发行提供资金过桥提高信托发行成立效率以及信托产品跟投增加投资者信心等方面变得越来越重要。

2. 固有业务与信托业务之间的间接协同效应

信托公司的固有业务和信托业务的间接协同效应是指信托公司固有投资间接促进了信托业务的发展，其中最典型的方式为信托公司固有股权投资为信托业务带来的协同效应。以江苏信托为例，江苏信托的固有金融股权投资业务在信托行业具有标志性。目前，江苏信托是江苏银行的第一大股东（8.04%），也是利安人寿的第一大股东（22.79%）。目前，江苏信托的事务管理类通道业务有大量业务来自江苏银行，这是江苏信托进行金融股权投资带来的直接经济效应。另外，江苏信托利用江苏银行的平台，开展代销业务，也为其主动管理业务带来了私行资金。江苏信托在成为利安人寿第一大股东后，也顺利地开展了存量资产流转业务。重庆国际信托利用固有资金投资的重庆三峡银行股份有限公司，通过代销方式参与本公司信托业务资金募集，有助于加强对投资者适当性审查，并提高了募资效率。除了信托公司固有金融股权投资带来资金方面的协同效应外，北方国际信托利用固有资金参股的基金公司，为本公司的信托产品的投资顾问提供投资建议。对于信托公司来说，非标业务是信托公司的优势，但对于需要研究能力的标准化业务来说，信托公司并不擅长，此时借助参股的基金公司的研究能力，也有利于信托公司劣势信托业务的发展。甚至信托公司可以直接投资基金公司的基金产品，形成双向协同效应。如厦门信托通过控股圆信永丰基金管理有限公司（51%）和参股南方基金管理有限公司（15%），为公司固有资金投资证券市场增加了选择，助力信托业务部门产品成立。

信托公司还可以运用固有资金对优势信托业务的长期合作客户进行战略投资，在加深与合伙客户关系的同时提高固有资金的配置效率。比如，中国外贸信托聚焦于小微金融、产业金融、资本市场与财富管理四大领域，公司固有资金投资的重要方向之一就包括寻找境内外优质上市公司标的，通过 IPO、定增等多种方式进行投资，协助实现公司的战略性投资与信托业务良性互动。外贸信托 2018 年战略投资于小微金融业务的合作伙伴维信金科港股 IPO，并通过前海开源资管计划参与泛华金融美股 IPO 投资。一方面，以固有资金战略性投资于合作伙伴，能够加深与合作伙伴的关系，与信托业务协同联动，促进公司整体业务发展良性循环；另一方面，基于对战略业务合作伙伴的充分了解，能够更加有效地把握固有资金投资标的的状况，有利于把控投资风险，判断投资收益，提升固有资金配置效率。



表 5 2018 年各信托公司全资控股子公司

信托公司	持股公司名称	持股比例 (%)
上海信托	上信资产管理有限公司	100
中信信托	中信聚信（北京）资本管理有限公司	100
平安信托	深圳市平安创新资本投资有限公司	100
华融信托	华融（克拉玛依）发展投资管理有限公司	100
华融信托	华融发展投资有限公司	100
杭州工商信托股份有限公司	浙江蓝桂资产管理有限公司	100
华润信托	深圳红树林创业投资有限公司	100
华润信托	华润元大资产管理有限公司	100
兴业信托	兴业国信资产管理有限公司	100
兴业信托	兴业期货有限公司	100
中诚信托	北京三桥物业管理有限公司	100
中融信托	北京中融鼎新投资管理有限公司	100
中融信托	上海隆山投资管理有限公司	100
中融信托	北京中融汇智人力资源有限公司	100
中融信托	中融长河资本投资管理有限公司	100
中融信托	中融汇今资产管理有限公司	100
中融信托	中融国际债券 2015 有限公司	100
建信信托	建信（北京）投资基金管理公司	100
建信信托	建信财富（北京）股权投资基金管理公司	100
交银信托	交银国际资产管理有限公司	100
华能信托	贵诚汇鑫股权投资有限公司	100

值得注意的是，并非信托公司所有控股或参股的公司都能给其带来协同效应。信托公司能否与控股或参股公司产生协同效应，与信托公司能否对控股或参股公司形成实际影响有关。从信托公司的经营实际情况来看，信托公司参股或控股金融机构很多情况下并非信托公司的主动经营或操作，而是母公司甚至实际控制人的直接安排，同时控股或参股公司的实际控制权并不在信托公司手中，而是在实际控制人手中，这种控股和参股带来的协同效应往往会大打折扣。

（三）信托公司优势信托业务对固有资金配置效率的影响

除了信托公司的固有资金支持信托业务产生正向协同外，信托公司的优势信托业务也可以反哺固有资金，产生反向协同效应。各家信托公司的优势不同，大部分信托公司有其独特的经营方向和擅长的经营策略，比如房地产业务、基础设施投资、资本市场业务、资产证券化等。推进信托公司优势信托业务对固有资金配置的正向影响方面，可考虑依托相关信托业务的开展，将固有资金投资于信托公司自己参与优势产品上，在获得稳健回报的同时，支持自身业务开展。比如东莞信托的特色业务是房地



产信托投资基金，以组合式股权投资（包括小股跟投、合作开发、自主开发）等形式，参与房地产领域的拿地、开发、销售、持有运营等环节，以获取房地产市场开发销售及持续运营的后端收益。由于这类产品无固定的收益分配期，无明确的收益预期范围，项目的投资领域均集中在房地产行业，需要投资者有较强的风险识别能力，该类产品在前期需要固有资金的支持。此时可通过固有资金投资来增强投资者的信心，为信托公司优势信托业务带来资金，也可以提供固有资金的配置效率。

图 15 和图 16 分别是信托公司进行股权投资的持股比例与其主动管理信托规模和被动管理信托规模之间的回归分析。从图 15 和图 16 可以看出，大多数信托公司进行股权投资并不会实质控制该公司（持股 50% 以上），但无论如何信托公司开展股权投资业务还是为其带来主动管理信托业务规模和通道信托规模的提升，从而产生了一定的协同效应。

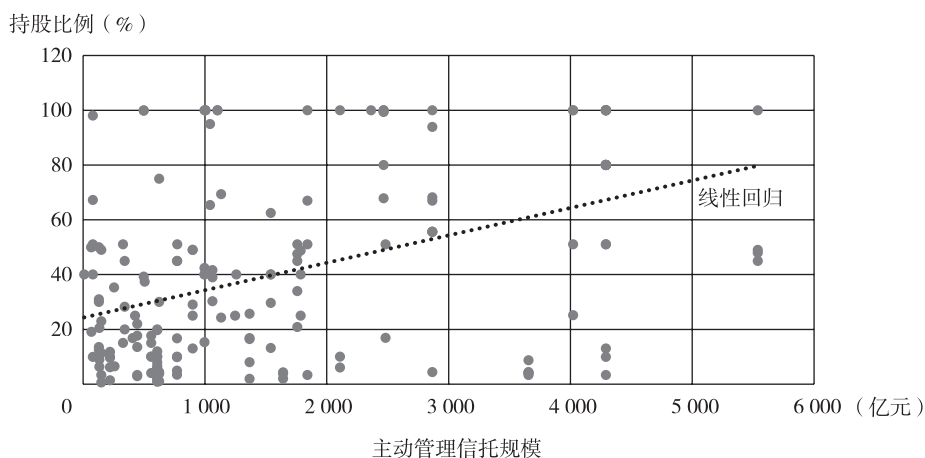


图 15 信托公司加权持股比例与主动管理规模的回归分析

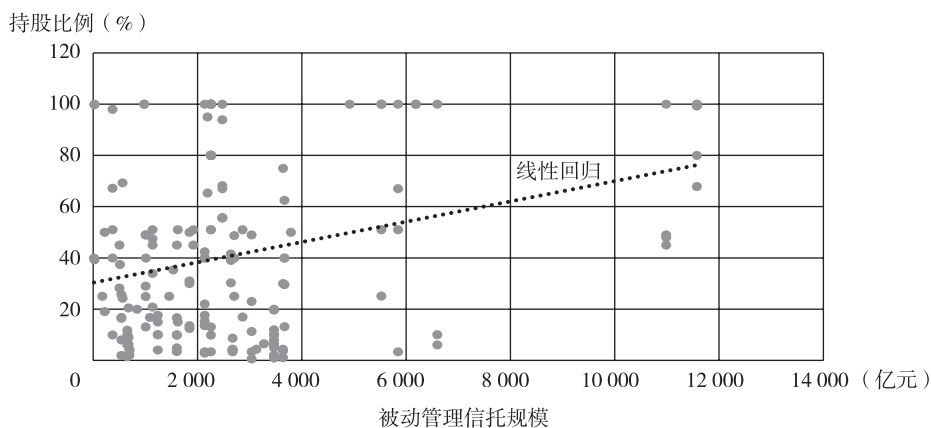


图 16 信托公司加权持股比例与被动管理规模的回归分析



提高固有资金使用效率是信托公司固有资金配置的重要诉求。2017年，江苏信托向江苏省国信资产管理集团有限公司出售其持有的国信担保5.41%的股权，交易金额约为4601.95万元。出售资产的目的是根据经营战略的需要，优化固有资产配置结构，提高固有资产盈利能力。从江苏信托的固有资产配置情况来看，江苏信托目前主要配置了金融股权和开展信托产品投资。在退出部分经济效益一般的股权后，将资金运用到效率更高的信托产品投资，并为未来的转型发展作布局。此外，大量信托公司通过认购自己的优势信托产品来提高固有资金的使用效率，如金谷信托、中原信托、新时代信托、东莞信托、湖南信托、中融信托、中铁信托等信托公司固有资金认购的信托产品规模均超过40亿元，中铁信托固有资金认购的信托产品规模甚至超过90亿元。

（四）信托业务风控能力对固有业务风控水平的促进

大部分信托公司在固有业务方面配置的人才并不多，优秀人才通常集中在信托业务层面。信托公司以固有资金进行信托产品不仅有利于提高其资金使用效率，还能提升固有业务的风控水平。

1. 信托业务与固有业务风险偏好相辅相成

信托公司是依靠固有业务和信托业务“两条腿”走路的。在报表层面，固有收入更是公司整体收入的重要来源。虽然随着信托业务的不断发展，信托报酬收入的占比越来越高，但即便是相对头部的信托公司，固有收入占比依然处于不可忽略的地位。尤其是出现信托业务报酬规模下滑的时期，公司对固有收入的期待和贡献要求就更高。这也意味着固有资金风险管控有一个重要的、不可忽视的外生变量——信托业务。

信托固有的风险管控相比于很多单纯的固有投资更为复杂、多变和难以控制。在信托业务增长缓慢的时期，信托公司管理层会通过KPI（关键绩效指标）向固有部门传递更高的短期收益目标，从而导致更高的短期投资风险偏好，进一步影响投资行为，例如，会更注重短期收益高的品种、放缓对具有长期性创新业务的投入；更注重能投资实现报表利润的业务等。在信托公司刚兑频频的时期，信托产品风险过度暴露的预期可能会抑制固有资金风险偏好，因为此时的固有资金有更强的流动性偏好预期。

2. 固有业务可借鉴信托业务的成熟风控模式

经过多年的探索，信托行业的风控体系已日渐成熟和完善，形成了三种主要模式。其一是中信信托的“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。这类模式颇受业内认可，也是行业多数公司所采用的风险管控模式。其二是中融信托的“独立审批人”风险控制体系对风险管理流程进行了重塑。该模式的关键在于根据不同业务类型，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。其三是平安信托打造的“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、长期合作的业务。该模式对不同行业的交易对手建立评级模型，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。上述三种风险控制模式均已嵌入至信托行业业务的投前、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，第四道防线为董事会、监事会的持续监控。信托公司的固有业务可以直接借助信托业务的风控体系，包括直接认购本公司发行的主动管理型信托产品，无须另外搭建风控体系，这样既节约了成本，又有利于信托公司集中力量发展信托业务。另外也可以将信托业务的风控审批与固有业务的风控审批进行整合，保持固有业务和信托业务的一致性。但在实际经营过程中，部分信托公司的固有业务受到集团公司的影响较大，因而很难直接与信托业务的风控画等号。

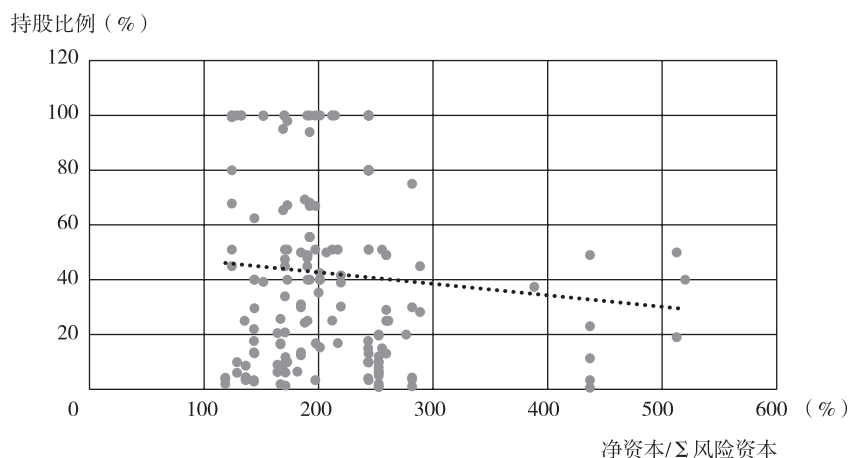


图 17 信托公司加权持股比例与净资本 / Σ 风险资本的回归分析



3. 信托业务智能化风控提升固有业务风控能力

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。面对复杂的经济形势及监管环境，信托行业通过智能化来提升风险管理能力也是必然。

比如平安信托将创新科技引入风控，构建了“1+6”智能风控平台，在全周期管理流程的基础上，打造智能行研、企业风险画像、财报再造、押品估值、智能法审与智能投中投后六大 AI 云插件。在投前智能行研、风险画像、财报再造、押品估值功能中采用最新的机器学习算法，可以输出简单清晰的体系化行业研究结果与标签化企业风险画像，为策略制定、整体资产配置调整、标的项目选定和智能评审提供全面支持；在投中反欺诈功能中采用了 OCR（光学字符学习）、人脸识别等最新识别技术，对交易对手身份 360 度全息扫描；在投后预警功能中采用了知识图谱、数据爬虫等最新信息获取技术，对交易对手、投资品种进行全网舆情监控。通过深度把握资金端和资产端风险，实现了对信托资产的精细化管理，全面提升公司风险管理系统化水平和投融资决策水平。

综上所述，信托公司成熟的风控体系和新兴的风控技术都可以运用到固有资金投资的风控中，从而促进其风控水平的提高。

六、信托公司固有资金资产配置与投资管理优化建议

（一）建立科学完整的资产配置理念与配置模型

信托公司固有资产配置以合规优先和保值增值为主要目标，信托公司固有业务管理团队投资产品的价值和量化风险约束下的资产配置能力仍处于较低水平。信托公司需建立起科学完整的资产配置体系和风险管理体系。一方面，在资产配置理念上，信托公司不仅需重视投资的策略，也需开展具有长期增长潜力的价值投资。信托公司在信托业务上拥有信息、人才等优势，具有价值评估和价值投资的基础，固有业务可与信托业务之间形成协同效应。从 2015 年行业固有业务发展来看，获得较高经营业绩信托公司都开展了大量金融机构股权战略投资和专业子公司投资，尽管可能部分金融股权投资具有政策安排原因，但也都为这些信托公司带来了丰厚的收益。另一方面，建立合理的风险管理体系，覆盖固有资金可投资的各类资产，实现风险控制全流程管理。资产配置模型是在结合公司战略目标、公司股东背景、经济周期特点等，为信托



公司进行全面资产配置的工具。信托公司通过资产配置模型和风险管理体系来实现各类资产间的最优配置比例。

（二）优化固有资产配置结构，推进多元化布局

信托公司固有资金除了简单配置现金管理类资产以及投资信托理财产品外，还应不断拓展投资途径，加强资产多元化布局。固有资金运用方式从大类来看，主要分为货币类资产、贷款和投资三部分。中国信托业协会的数据显示，投资占固有资金的比重一直保持领先，且逐年稳定增长。从布局长期股权的角度看，可以通过资源共享、交叉融合等方式形成资源整合的协同效应，充分发挥各个资产管理领域的特长和优势，构筑差异化的投资管理能力；同时，对长期的优质金融股权进行投资，保持分红收益稳定，从而打开信托公司的获利空间。例如，在资管新规驱动下，信托公司向主动型管理业务转型，纷纷向消费金融市场发力，与商业银行、持牌消费金融公司、互联网消费金融、线下小贷一同争抢市场份额。中信信托成为第一家参与创建并成功进入消费金融公司的信托公司。中国信托业协会调研数据显示，截至 2018 年末，已经约有 40 家信托公司进入消费金融市场，信托业合计开展的消费金融信托余额近 3 000 亿元，业务规模持续增长。

应加强固有资产配置多元化快速推进，固有资金从原来的以支持信托产品发行为主的配置结构快速转变为理财产品与金融股权与资本市场资产等多元化配置的情形。通过多元化配置的推进，固有资金运用收益率中枢提升明显，固有资金运用效率明显提升。

（三）发挥固有业务与信托业务协同联动作用

信托公司应充分重视固有业务和信托业务的协同联动，在公司战略布局以及高质量转型发展发挥事半功倍的效果。以固有业务客户为切入点，开发其上下游客户群的相关信托业务，合理联动固有业务团队和信托业务团队，实现两大业务的业务团队和客户群之间的联动。以融资类业务为例，固有业务的目标客户是高信用等级、议价能力强的客户，信托业务的目标客户则是能够承受较高融资成本的客户，看起来两者差别迥异，但实际上两者之间不乏有机契合的环节。固有业务融资类业务的客户数量不多但相对稳定，合作长久所以了解深入，实为忠诚度很高的客户，以其为切入点，针对其上下游客户群开发相关信托业务，发挥类似于供应链金融的核心企业的功能，这将是信托公司业务拓展的重要资源。

此外，充分利用固有业务所积累的投资经验与技能，推动信托业务从融资管理



模式向投资管理模式转型。在资产管理能力培育方面，一直以来，虽然全行业信托业务目前仍表现为融资信托为主，但固有业务则一直表现为投资管理为主。信托公司在固有业务方面积累的投资经验和技能，有助于推动下一个发展阶段信托业务由融资管理模式向投资管理模式的转型，固有业务展业过程中所积累的资源 and 能力有利于提升公司整体的资产管理水平。

（四）加强固有业务风险控制能力建设

随着信托公司固有资本实力的不断增强，公司的抗风险能力也在提升，主要体现在三个方面：一是行业净资本及净资本覆盖率在提高，二是信托赔偿准备金的计提规模在提升，三是个别信托公司针对可能出现的风险进行了资本计提。根据《信托公司管理办法》，信托公司每年应当从税后利润中提取 5% 作为信托赔偿准备金，但该赔偿准备金累计总额达到公司注册资本的 20% 时，可不再提取。近年来，信托公司信托赔偿准备金的计提规模在逐步提升，在行业实收资本中的占比也逐步提升，虽然距离规定的 20% 上限仍有较大的距离，但是目前已计提的信托赔偿准备金占比已经达到 9.52%，接近规定上限的一半，在行业风险处置中可以发挥应有的作用。

行业净资本及净资本覆盖率的提升，说明了信托公司抗风险能力的持续增强。信托公司固有业务面临着市场风险、经营风险、监管风险等，要充分发挥信托业务与固有业务在风控能力建设中的相互促进的作用，学习成熟模式、使用创新技术、积累先进经验，不断完善固有业务风险控制制度，提升相应风险控制能力。一是做好长期的风险管理规划和长期资产储备计划。这种规划和计划能有效应对管理者风险偏好变化，基于此，立足于中长期的权益类价值投资是很多信托公司固有业务的一个必然选择；二是尽量有短期、可量化的风险预算安排。对于证券类资产做好 VaR 值的预算分配，对于非标类资产做好敞口额度的控制以及剩余期限的流动性风险控制；三是对集中度指标进行动态监控，并为之建立应对机制。尤其是信用类资产建议实现分散化配置，规模较大的融资项目务必运用有效的抵质押品作为风险控制手段；四是在建立固有资产配置框架时，综合运用各类收益风险平衡模型、风险平价配置模型，结合行业和单体集中度控制和流动性要求等约束条件进行配置优化和动态监控调整。

（五）培养建设经验丰富、结构合理的固有业务管理团队

信托公司固有业务部门往往设置简单，配置人手相对较少，明显限制了固有业务的发展。固有以外的资产配置以及投资管理能力的提高是一项长期而且艰巨的任务，



投资管理能力作为信托公司核心能力，其建设是一项系统性工程，不仅需要信托公司在战略层面具有清晰的认识和重视，更需要信托公司围绕固有业务进行理念提升、人才培养、团队磨合以及管理信息系统建设。第一，加强投研能力建设和投资标的配置，信托机构中后台需相应加强团队建设，包括投研团队、项目团队、运营团队和风控团队。第二，信托公司的市场化改革多集中在信托业务团队层面，也可以尝试加强固有业务的市场化改革力度，激发活力，优胜劣汰，加强团队建设。第三，调整绩效考核，完善相关绩效考核管理办法及薪酬考核激励方案，加强落实岗位职责，开展定期考核。第四，优化用人制度方面，信托公司可制定颁布各项行为规范，制定合理的人力资源管理制度、业务风险与事件责任追究办法。

参考文献

- [1] 沈苗妙, 林寅. 2017 年信托公司资产配置特点浅析 [J]. 中国信用卡, 2018, 266 (7): 82-84.
- [2] 王华. 信托公司业务转型发展研究——基于发达国家信托业发展经验的分析 [J]. 江淮论坛, 2018, 289 (3): 136-141.
- [3] 仲伟. 中外信托盈利模式研究 [D]. 吉林大学, 2017.
- [4] 刘博研, 韩立岩. 信托公司股权投资业务现状及发展方向 [J]. 债券, 2015 (7): 39-42.
- [5] 靳建慧. 我国信托公司经营效率及其影响因素分析 [D]. 东北财经大学, 2017.
- [6] 胡品辉. 银行资产管理“通道”业务及其风险 [J]. 环球市场信息导报, 2017 (21): 24-25.
- [7] 郑志祥. 我国信托公司经营效率评价与影响因素分析 [D]. 浙江工商大学, 2015.
- [8] 陶晨. 信托公司经营效率与影响因素探究 [D]. 浙江工商大学, 2015.
- [9] 赵东安, 等. 基于 DEA-Tobit 的信托公司经营效率及影响因素研究 [J]. 常州大学学报 (社会科学版), 2016, 17 (1): 65-72.
- [10] 张少杰, 丁玲. 中国信托业效率综合评价及提升策略研究——基于 2013 年 65 家信托公司的经验数据 [J]. 山东社会科学, 2015 (11).



- [11] 方静. 信托公司效率与核心竞争力研究及其提升方案设计[D]. 南京大学, 2014.
- [12] 郭东, 邓旭升. 我国信托业资本配置效率影响因素研究——基于 Wurgler 与结构方程模型的分析[J]. 财经问题研究, 2016(7): 60-65.
- [13] 袁韶斌. 信托公司风险控制模式研究[D]. 昆明理工大学, 2015.
- [14] 朱昱. 我国信托公司风险控制模式研究[D]. 江西财经大学, 2017.
- [15] 刘钰. 信托公司业务风险分析与管理[D]. 西南财经大学, 2016.
- [16] 刘博研, 韩立岩. 信托公司股权投资业务现状及发展方向[J]. 债券, 2015(7): 39-42.
- [17] 高志杰, 王力航. 2014 年信托公司年报分析之三: 固有业务篇[C]//2014 年信托公司年报分析[R]. 2014.
- [18] 胡斐. 新时代信托公司信托项目稽核审计现状分析与改进建议[D]. 内蒙古大学, 2013.
- [19] 辛思放. 信托型私募股权投资运作机制研究[D]. 对外经济贸易大学, 2016.
- [20] 袁吉伟. 信托行业创新, 路在何方?[J]. 金融博览(财富), 2016(9): 59-61.
- [21] 邢成. 20 万亿时代, 信托业的挑战与风险[J]. 金融博览(财富), 2017(5): 61-63.
- [22] 廖文利. 银行控股模式下银行与信托公司的协同效应[J]. 中国城市经济, 2012(3): 68.
- [23] 艾高峰. 基于 DEA 模型的信托公司效率评价及影响因素分析[D]. 吉林大学, 2012.
- [24] 许明. 金控背景和信托公司绩效的关联研究[D]. 苏州大学, 2013.
- [25] 石劲磊, 王继松. 日本信托业的发展及对我国的启示[J]. 山西财经大学学报, 2002, 24(1).
- [26] 王礼平. 世界各发达国家信托制度比较研究[J]. 财经问题研究, 2004(1): 27-32.
- [27] 于文君. 中外信托法律制度比较研究[D]. 哈尔滨工程大学, 2007.
- [28] 王明. 证券公司业务创新和发展研究[D]. 安徽财经大学, 2015.



- [29] 姜帆. 泛资产管理背景下信托公司可持续盈利模式研究 [D]. 苏州大学, 2015.
- [30] 徐光宇, 陈德棉, 徐光伟. 我国信托业的风险管理研究 [J]. 金融教育研究, 2004 (4): 13-17.
- [31] 白钦先. 百年金融的历史性变迁 [J]. 国际金融研究, 2003 (2): 59-63.
- [32] 粟胤飞. QLS 证券公司固有业务量化投资方案研究 [D]. 兰州大学, 2011.
- [33] 王辉, 袁江天. 信托公司基本回归信托主业——2004 年信托业年报分析 [J]. 经济导刊, 2005 (7).
- [34] 袁江天, 王辉. 中国信托业经营状况透视 [J]. 金融理论探索, 2006 (3): 63-64.
- [35] 陈涵, 涂永式. “营改增”对信托业的影响分析 [J]. 税收经济研究, 2017 (2): 64-70+85.
- [36] 徐兆宏. 论证券公司与投资者之间的法律关系 [J]. 上海财经大学学报, 2002, 4 (5): 50-54.
- [37] 百瑞信托博士后科研工作站. 信托研究与年报分析 2010 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2010.
- [38] 潘建红. 信托投资机构会计核算刍议 [J]. 金融会计, 2001 (10).
- [39] 韩炯. 互联网金融及相关法律问题分析 [D]. 上海交通大学, 2014.
- [40] 袁江天, 王辉. 中国信托业经营状况透视 [J]. 金融教学与研究, 2006 (3).
- [41] 沙奇斌. 信托投资公司业务发展探讨 [J]. 江苏商论, 2008 (6): 106-107.
- [42] 《中国信托业发展报告 (2012)》课题组. 信托公司“钱途”何在 [J]. 资本市场, 2012 (10): 92-96.
- [43] 丁焱, 王宝发. 信托投资公司信托业务信息化建设 [J]. 内蒙古科技与经济, 2005 (2): 67-68.
- [44] 季红, 于泳. 寻觅信托公司的盈利模式 [J]. 经济导刊, 2005 (1).
- [45] 李秋. 中国信托业监管问题研究 [D]. 首都经济贸易大学, 2008.



- [46] 王旭. 深国投模式对信托业发展的启示 [J]. 西部金融, 2008 (6).
- [47] 徐嵩. 吉林省信托有限责任公司发展战略研究 [D]. 吉林大学, 2018.
- [48] 刘正峰. 保险业对信托的兼营与保险监管改革——万能寿险个人投资账户财产管理关系信托性质的实证分析 [J]. 现代经济探讨, 2013 (1) : 55-59.
- [49] 周小全, 邓淑斌. 我国证券公司业务转型路径之思考 [J]. 金融理论与实践, 2012 (11) : 151-155.
- [50] 梁雅敏. 银信合作业务创新模式及风险管理 [J]. 华北金融, 2013 (6).
- [51] 晓雪. 我国信托行业转型战略研究 [D]. 天津大学, 2014.
- [52] McIntosh J A B. Scale Efficiency in Canadian Trust Companies [J]. Journal of Productivity Analysis, 1997, 8 (3) : 281-292.



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以来已历时八年，共形成研究报告 122 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，也为信托公司加快转型创新提供了新的思路和探索路径。

2019 年是深入贯彻落实党的十九大精神的重要一年。在国内外形势复杂多变的大背景下，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。面对新挑战与新机遇，信托业更加坚定地立足于服务实体经济，加强内部治理，防控金融风险，创新业务模式，回归信托本源，以谋求信托业务的有效转型与长效发展。基于此，今年的专题研究紧密契合国家政策导向和年度热点、焦点问题，就服务信托、信托公司财富管理业务体系发展、信托公司信息安全管理建设、信托公司与慈善组织合作机制、信托公司和银行理财子公司的竞争与合作等课题开展研究，为行业发展转型提供重要参考。

今年的专题研究选题是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、行业发展研究专业委员会最终遴选确定的，一共 14 个行业重点研究课题。协会充分发挥行业发展研究专业委员会的作用，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。11 月，经过课题组成员的现场答辩和行业发展研究专业委员会专家的评审，评审出 10 篇有代表性的报告，汇编成册。2019 年的行业课题研究工作得到了会员单位的大力支持和积极配合，在此



一并感谢！

下一步，协会要继续以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习、宣传、贯彻党的十九大和党的十九届二中、三中、四中全会精神，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发展研究专业委员会

2019 年 12 月