2021年信托业专题研究报告

中国信托业协会 编

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

《2021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　涂一锴　蔡概还

委　员：陈　赤　苏小军　俞华军　戴　巍
刘孟革　张丽平　周小明

目录

壹 信托参与社会治理的模式及机制研究 1

一、社会治理的释义与我国社会治理的发展 5
二、信托参与社会治理的探索 11
三、乡村振兴战略中的信托参与模式 21
四、新型城镇化发展战略中的信托参与模式 29
五、共建共治共享治理格局中的信托参与模式 34
六、信托参与社会治理的机制构建与展望 49

贰 信托公司开展资产配置业务研究 57

一、资产配置业务概述 61
二、全球视野下资产配置业务的实践案例 70
三、信托公司资产配置业务的市场机遇、目标与定位 80
四、信托公司开展资产配置业务的战略路径 87
五、信托公司资产配置业务的执行落地 93
六、信托公司转型资产配置业务的难点及解决建议 108

叁 基于信托视角的产业链金融研究 113

一、概述 117
二、信托公司开展产业链金融的比较优势和路径选择 124

三、信托公司开展产业链金融的市场机会 129
四、信托公司开展产业链金融的服务内容 135
五、基于产业链不同环节的信托服务模式设计 138
六、基于核心企业类型的产业链金融生态圈模式设计 149
七、信托公司开展产业链金融的能力建设 157
八、信托公司开展产业链金融的相关建议 162

肆 信托参与涉众性社会资金管理研究 169

一、涉众性社会资金类型与管理现状 175
二、其他国家和地区运用信托管理涉众性社会资金的经验借鉴 181
三、信托参与涉众性社会资金管理的优势与可行性 190
四、涉众性社会资金管理信托典型运用场景——预付款、押金 195
五、涉众性社会资金管理信托典型运用场景——物业管理资金 200
六、其他涉众性社会资金管理信托运用场景 207
七、相关政策诉求与发展建议 216

伍 中国家族信托专题研究报告（2021） 221

一、中国家族信托的现状分析 225
二、中国家族信托的实践创新 241
三、中国家族信托中的信托公司角色 252
四、中国家族信托的关键挑战 256
五、中国家族信托的趋势研判 260

陆 保险金信托研究 267

一、保险金信托概述 271
二、境外保险金信托发展的经验借鉴 278
三、我国保险金信托的法律与监管基础 282

四、我国保险金信托发展现状及挑战 288
五、保险金信托设立的关键要素 299
六、保险金信托管理运行的主要环节 305
七、保险金信托业务的市场拓展策略 312
八、促进保险金信托持续发展的建议 317

柒 信托公司受托人定位及文化建设研究 321

一、引论 325
二、其他国家受托人定位的发展变迁 330
三、我国当代对受托人定位的发展和丰富 335
四、受托人文化的概念及基本特征 341
五、通过受托人文化建设夯实受托人定位根基 347
六、受托人文化的建设方案 350

捌 中国信托业服务实体经济专题研究报告 363

一、信托业服务实体经济新目标：服务经济高质量发展 367
二、信托业服务实体经济新成效：服务新经济的重要力量 370
三、信托业服务实体经济新模式：发掘实体经济新动能 379
四、信托业服务实体经济展望及建议：重塑信心踏上新征程 398

玖 特殊需要服务信托研究 411

一、特殊需要信托研究的背景与意义 415
二、特殊需要信托的定义、特征及类型 420
三、境外特殊需要信托发展现状及经验借鉴 423
四、信托公司开展特殊需要信托业务的路径分析 433
五、我国特殊需要信托发展存在的问题及发展建议 440

拾 养老信托业务创新研究 445

一、我国养老保障体系 449
二、境外养老信托的实践与启示 456
三、我国养老信托的分类与发展方向 462
四、服务型养老信托的商业模式设想 469
五、个人配置型养老信托的商业模式设想 475
六、促进养老信托落地的相关建议 481

后记 484

壹

信托参与社会治理的模式及机制研究

课题牵头单位：北京国际信托有限公司

课题指导专家：陈　赤

课题组成员：

韩　波　高　雅　任　萌　周轩宇　　北京国际信托有限公司

和晋予　张　炜　　中诚信托有限责任公司

陶斐斐　秦振扬　　中国对外经济贸易信托有限公司

刘春江　田宇辰　　苏州信托有限公司

李　彧　孔令超　　中海信托股份有限公司

摘要

我国社会治理是指在党的领导下，由政府主导，吸纳社会组织等多方治理主体参与，对社会公共事务及社会问题进行的治理活动。党的十九届五中全会明确将“加强和创新社会治理”作为“十四五”期间改善人民生活品质、提升社会建设水平的重要任务之一。

全国人大代表、中国银保监会信托部主任赖秀福在“2021年中国财富管理50人论坛”上指出：“信托业要着眼于服务经济社会高质量发展，服务社会治理建设的需要。”社会治理工具和治理主体的创新研究是我国“加强和创新社会治理”的关键。从信托的性质、功能、作用和发展历程来看，信托在提升社会治理效能、助力社会治理机制创新、填补社会治理结构性缺位等方面具有比较优势。如何深刻认识并充分发挥信托对经济社会高质量发展不可替代的作用，更好地服务社会治理建设需要，是本研究的核心。

基于此，课题组在吸收整理大量实践经验、理论文献和专家访谈的基础上，以“如何拓宽、拓深信托参与社会治理应用场景，更好地服务人民美好生活、促进社会和谐发展”为主线，力图围绕以下三个方面，作好信托参与社会治理这一创新视角的研究：

一是通过对我国社会治理的释义和历史沿革回顾、信托参与社会治理的实践探索分析，阐明信托参与社会治理的意义与比较优势。

二是以国家“十四五规划纲要”为引领，以乡村、城市、宏观治域三大社会治理研究视角为切入，探索如何运用信托，回应当前社会治理实际热点需求、创新社会治理模式、提高社会治理能效。

三是构建信托参与社会治理机制体系，提出推动信托参与社会治理的意见建议，展望信托参与社会治理的前景。

服务国家战略、服务实体经济始终是信托业的立业根基。而信托独特的功能与价值更在于它可超越一般性金融工具，作为更具广泛意义的社会治理手段，在乡村振兴、新型城镇化发展与共建共治共享等社会治理场景中回应社会所需所想，服务人民美好生活。相信，在新的发展阶段下，信托业定将求突破解题、图转型创新、修“匠人”心志，以守正、忠实与专业的文化特质，开拓信托服务社会治理的全新发展之局。

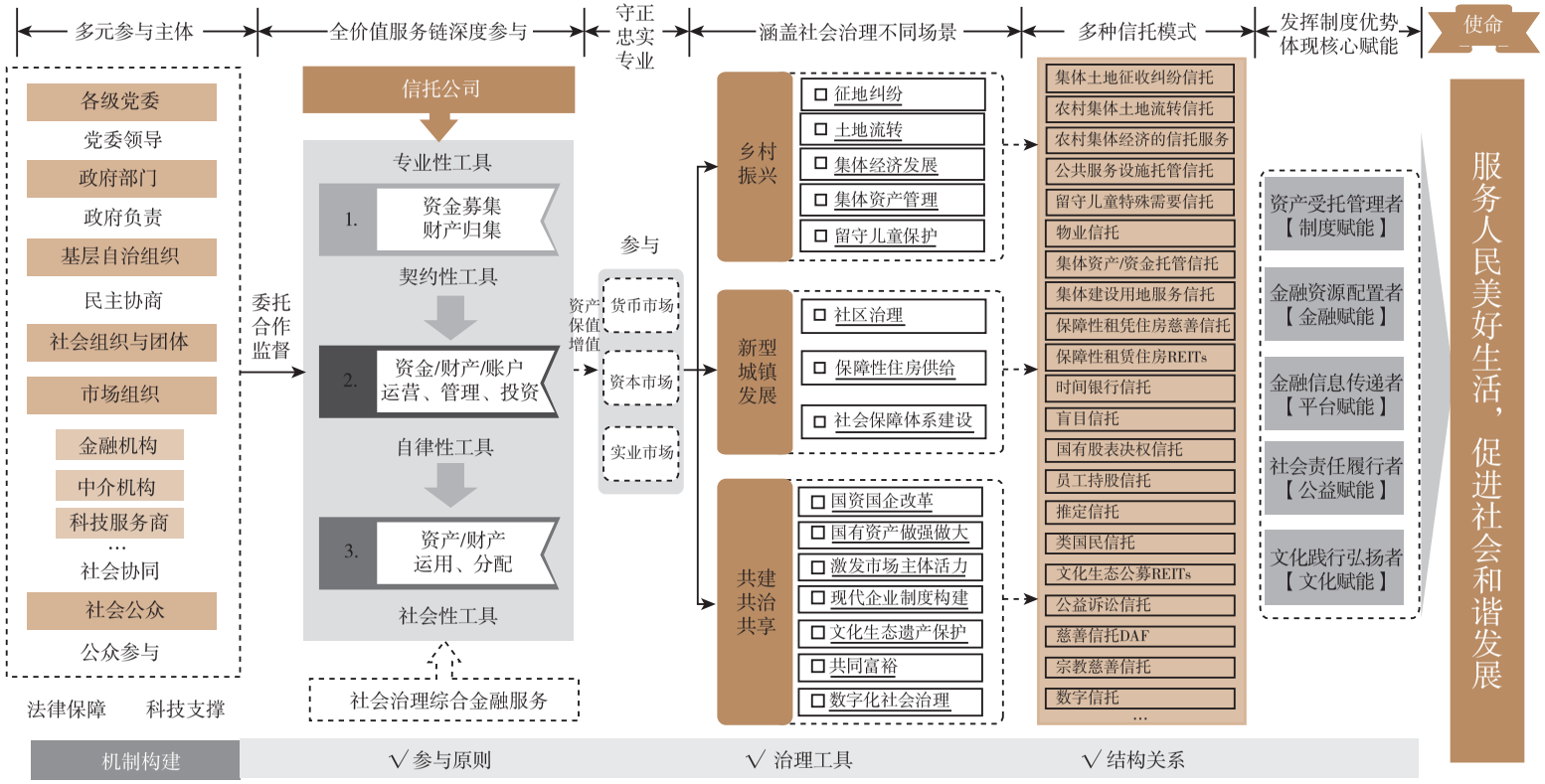


图1　信托参与社会治理的开放体系示意图

一、社会治理的释义与我国社会治理的发展

（一）社会治理的内涵与特点

“社会治理”最早是在西方“治理”（Governance）这一术语的基础上产生的。随着社会经济的发展，“社会治理”被西方学者赋予新的含义，即指各种公共或私人机构在管理共同事务时所采用的方式总和，是在调和各种社会冲突和利益矛盾时采取联合行动的持续性过程①。社会治理强调治理主体的多元、协同与利益共享，治理方式的法治、公平与高效，治理手段的规范、多样与创新。

2013年，中国共产党十八届三中全会首次于中央文件中提出要“加快形成科学有效的社会治理体制”②。此后，党中央对社会治理的要求从“提高社会治理法制化水平”“推进社会治理精细化”提升到“打造共建共治共享的社会治理格局”“建设人人有责、人人尽责、人人享有的社会治理共同体”。2020年，党的十九届五中全会将“加强和创新社会治理”作为“十四五”期间改善人民生活品质、提升社会建设水平的重要任务之一，由此开启了我国社会治理格局构建的新阶段。

基于党中央对我国社会治理的总体布局和国内学者对社会治理理论的研究，我国社会治理是指在中国共产党的领导下，由政府主导，吸纳社会组织等多方治理主体参与，对社会公共事务及社会问题进行的治理活动，即在“党委领导、政府负责、民主协商、社会协同、公众参与、法治保障、科技支撑”总体格局下运行的中国特色社会主义社会治理。

（二）社会治理的内容、目标与工具

我国社会治理的内容根植于中国自身的经济发展与社会变迁之中，具有鲜明特色，主要治理内容有两个方面：一是回应和解决弱势群体问题、生态环境问题等社会转型期间凸显出来的社会问题；二是满足民众合理需求，整合各种社会资源，为民众提供有效的公共服务。社会治理的目标是通过化解社会矛盾、满足民众合理需求，进而维护社会稳定、实现社会公正、激发社会活力、服务人民美好生活、促进社会和谐发展。

---

① 全球治理委员会于1996年在《我们的全球伙伴关系》研究报告中提出。这一阐述具有代表性和权威性，基本表达了西方社会治理理论的深层含义。

② 参见《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。

社会治理工具是治理主体实现治理目标所要使用的方法、手段、技术、机制及制度安排等。依据治理目标与适用场景，可将当前我国社会治理工具分为强制性、经济性、社会性与信息性四大类（见表1）。随着社会治理模式的演进、参与主体的丰富、信息科技的进步，治理工具体系范畴也在不断扩展创新。治理工具与承载主体的创新研究成为我国“加强和创新社会治理”的关键。而信托能否作为一种有效的社会治理工具加入我国社会治理“工具箱”中得到更广阔的应用，也是本文研究的重点。

表1　社会治理工具与适用场景特点

工具	释义	具体形式	适用情景	特点	优势	劣势
强制性工具	以法律法规、规章制度、行政命令等形式，利用政府权威性、强制性力量，规定和约束目标群体行为，从而实现社会治理目标的各种方法、手段、实现机制和制度安排	法律法规、规章制度、行政命令等	市场失灵、重大灾难、恐怖主义等需要相对人无条件遵从	高度权威性、绝对强制力，是社会治理工具最基本的形式	能够直接快速实现社会治理目标，效果明显	缺乏灵活性，自由裁量空间不足，治理政策僵化甚至扭曲，需耗费大量公共资源
经济性工具	以尊重市场机制为出发点，利用经济刺激措施或工商管理技术，引导目标群体达成社会治理目标的各种方法、手段、实现机制和制度安排	传统经济手段，包括保险、征税、收费、补贴、转移支付、产权拍卖、民营化、合同外包、用者付费、凭单制、特许经营等	发挥市场机制作用，创建市场、刺激市场、利用市场	间接性、有偿性、平等性、引导性	执行效率较高，可利用的工具品种多，能有效调动目标群体的积极性和创造性	实施容易出现滞后、信息不对称、负外部性、“搭便车”等问题
社会性工具	社会和民间力量自主参与社会治理活动以实现社会治理目标的各种方法、手段、实现机制和制度安排	社区治理、个人与家庭、志愿者服务、公司伙伴关系、公众参与、听证会等	需要社会和公民力量的参与配合	自我管理性、自愿性、平等协商性、互惠合作性、主动参与性	公共投入少、政策群体意识和参与性强、易合作	权威性较低，对目标群体的强制性和约束性弱，不易管理
信息性工具	为实现社会治理目标而采取的具有文化和信息属性的各种方法、手段、实现机制和制度安排	公开宣传与教育、信息发布与披露、社会动员与劝解、大数据处理与适用、会议座谈与听证等	贯穿整个治理过程，特别是在需要目标群体理解和支持的情况下	基础性、引导性、传递性、互动性、共享性、转化性	传递速度快、及时共享共情、易达成共识和理解等	文化的多元和复杂性、信息的庞杂性导致文化信息不充分、不对称、易误解

（三）我国社会治理的历史沿革与现状

新中国成立以来，我国历经社会管控、社会管理、社会治理三个阶段，走出了一条中国特色社会主义社会治理之路。系统梳理我国社会治理的发展历程与治理逻辑，对于研究推进

信托参与社会治理具有重要意义（见图2）。

“全能政府”式的社会管控阶段（1949—1978年）。新中国成立初期，百废待兴，经济社会发展亟须中央集权管控下的有限资源动员和计划配置，我国实行国家主导的计划经济体制及其所配套的“全能政府”社会管理模式。政府全方位包揽社会事业建设和公共服务供给，以计划配置统筹全社会资源，以政治领导和行政控制来实现社会整合。

“政府主导”的社会管理阶段（1978—2002年）。该时期分为两个阶段。第一阶段是1978—1992年管理体制调整阶段。适应当时经济社会发展需要，政府通过逐步向基层放权完成内在的变更与调整，身份制、票证制松动，单位制与街居制逐步解体，村民和居民委员会等基层组织开始参与社会治理之中。在该时期，虽然计划经济体制调整但根基未动，社会管理体制变革缺乏配套政策，政府行政管控依旧是社会管理的主要手段。

第二阶段是1992—2002年管理体制初建阶段。党的十四大明确社会主义市场经济体制发展目标，社会领域随着市场经济体制逐步建立而进入转型期。社会治理旨在解决经济社会结构变化引发的系列社会问题，为经济体制顺利变革清除障碍。政府依旧是绝对管理主体，基层和社会组织等依然处于从属或依附地位，在福利慈善、社会救助、满足民生诉求等领域起到一定“拾遗补阙”的作用。

现代社会治理体制的构建阶段（2002—2012年）。党的十六大提出全面建设小康社会奋斗目标，强调政府的社会管理和公共服务职能，这标志着我国社会发展步入主动探索、循序建构现代社会治理体制阶段。党的十六届四中全会首次提出社会管理概念，从保障公众权益、妥善处理社会矛盾等方面对依法行政、社区建设、应急管理体制等进行部署；随后六中全会分别对社会管理体制创新、格局构建与具体路径提出了明确要求。

党的十八大提出构建中国特色社会管理体系，为今后一段时期社会管理体制改革指明了方向。中国特色社会管理体系初步构建，政府的社会管理职能被强化确认，各类治理主体与治理工具作用不断拓展，社会管理朝着法制化、多元化的方向蓬勃发展。

共建共治共享的社会治理新阶段（2012年至今）。党的十八届三中全会提出创新社会治理体制，社会治理正式替代社会管理成为国家治理体系的重要部分，政府主导、多元参与、合作共治成为社会治理的核心要求。党的十九大提出打造“共建共治共享的社会治理格局”。党的十九届四中、五中全会进一步对社会治理的创新发展提出了更高要求。政府深化“放管服”改革，改革社会组织管理体制，广泛协商凝聚社会共识，应用科技手段等现代化治理工具不断提升社会治理效能。

当前我国已形成包含各级党委、政府、社区/村自治组织、市场组织、社会组织与社会公众的社会治理参与体系。各参与主体按照“党委领导、政府负责、民主协商、社会协同、公众参与、法治保障、科技支撑”总格局良性互动，促进社会治理协调运转，共同开启我国社会治理迈向共建共治共享格局的新阶段。

我国社会治理有自身独特的发展背景和社会基础，是党和政府不断调整、提高执政能力

与执政方式的理性反思，也是对社会转型发展时期出现的各种社会问题的积极回应。其始终坚持在党的领导下，立足我国国情，不断加强治理机制创新和改革，始终贯穿以人民为中心的逻辑主线，并通过治理工具外显化的方式呈现和开展运行实践。

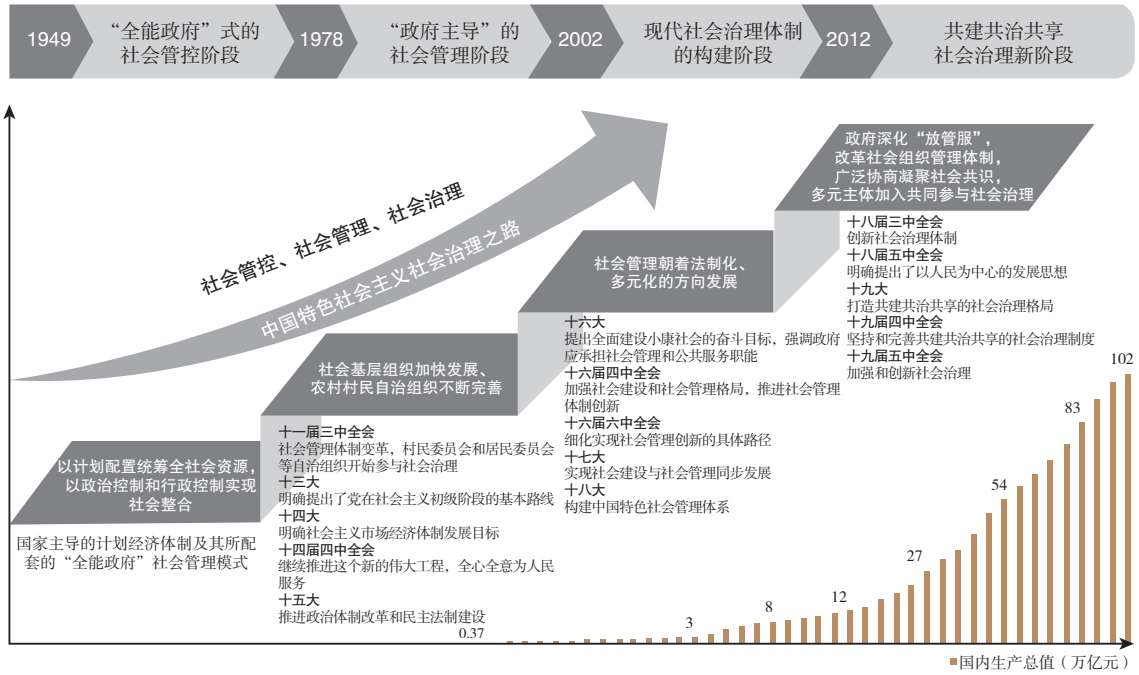


图2　我国社会治理的发展历程

（四）保险、银行、审计与社会组织参与社会治理的实践

1.保险参与社会治理的现状与特点

保险作为社会治理手段与参与主体，通过对不确定性管理降低经济社会运行成本，通过经济补偿等保障制度增强社会稳定性，通过灵活的风险保障设置场景满足精准施策与公众多元需求。

20世纪末，随着我国保险政府监管制度的确立，保险社会治理开始进入社会大众视野。政府通过法规授权或委托承办等形式，将一部分专业性与社会性强的治理事务向保险行业转移，目前在农村农业发展、医疗与生产安全、灾难救助、养老和健康、车辆安全、环境保护等方面进行了积极探索。从保险与经济社会发展的关系上看，可以将保险的社会治理职能划分为风险管理与资源配置。风险管理可以把不确定的风险损失后果变成确定的保费，有效地改善经济社会的运行生态与风险成本；资源配置体现在保险资金在交通、能源、水务、市政等关系国计民生的基础设施项目建设的长效运用上（见表2）。

表2　　保险参与社会治理的范畴与影响

公共性程度	强公共性	较强公共性	弱公共性
保险产品和服务类别	（1）国家巨灾保险 （2）国家大病医疗保险 （3）国家政策性农业保险 （4）机动车交强险 （5）国家政策性责任保险 ①火灾公共责任险 ②环境污染责任险 ③校园方责任险	（1）长期寿险 （2）健康保险 （3）信用保证保险 （4）农业保险 （5）火灾保险 （6）工程保险	（1）普通寿险 （2）短期意外保险 （3）责任保险 （4）车辆保险 （5）财产保险 （6）投资分红型保险 （7）运输保险
利益相关者	国家和全体公民	特定社会民众和组织	特定社会民众和组织
影响程度	影响程度高，直接与社会公益相关，也关系私人利益	影响程度较高，直接与社会公益相关，也关系私人利益	影响程度较低，直接关系私人利益，不直接与社会公益相关

目前我国保险参与社会治理的模式基本仍处于政府一元治理的格局中，管理方式的行政色彩较为浓厚，存在“保险压制”现象①；缺乏社会民主参与的机制和平台，多方共治共建的能动性较差，市场信息不对称，“保险乱象”丛生；此外，由于保险风险管理的特质，其社会治理机制主要以事前防范、事后救济与救助为主，在社会治理中间过程中的价值体现仍需提升；救助机制亦可能引起公众对矛盾背后深层次问题的忽视、降低公众关注与参与热情。

2. 银行与审计参与社会治理的现状与特点

银行在社会治理中发挥资金融通、平台搭建、信用体系建设等功能。一方面，发挥资金、网点、金融科技等优势，助力保障就业和改善民生。另一方面，基于长期展业中的客户资源、交易数据、互联网技术积累，实现金融功能模块化/服务化输出，助力社会治理资源整合，推动信息汇聚和分享利用、信用评价与转化提升，赋能社会信用体系建设，参与社会信用环境治理。

但目前商业银行参与上述治理场景更多依赖政府的行政主导，以国有大行与政策性银行为主体，股份制银行参与空间有所不足。更多集中在“金融+”等普惠金融领域，其他治理领域参与能力有限，以金融与信息服务为主要手段，风险与收益的匹配仍值得商榷与考量。

除保险与银行外，审计也是社会治理中广泛使用的治理工具与参与主体，其中国家审计机关和审计机构发挥审计监督和信息反馈作用，对公共权力的行使、公共政策的制定、公共资金的征收管理、公共资源和资产的配置与效果等进行监督、评价与反馈；揭示和反映公共权力、公共政策、公共资金、公共资源与公共资产等公共事物运行过程中存在的问题，促进整改完善，推动社会改革发展，进而健全社会治理体系和提升治理能力。目前审计参与社会治理模式也仍处于单一格局中，多方共治共建的能动性较差；以事后监督控制为参与治理主要逻辑，在事前防范、事中管理环节治理效能较弱。事后的整改与惩治主要依靠政府部门，行政依赖度非常高，多方协调参与性不足。

① 保险压制指在法规政策或其他制度上的过分严格规定和过多行政干预，制约了保险业正常发展的现象。

3. 社会组织参与社会治理的现状与特点

近年来，随着政府不断深化行政体制改革，让渡社会职能、在基层社会治理领域加强与社会组织合作，全国各地社会组织数量快速增长（见图3）。截至2020年初，社会组织数量已达89万余家，吸纳社会各类人员就业超1 000万人①。我国社会组织具有非政府性和非营利性、公益性、志愿性等特征，组织类型多样，涉及治理领域广泛，日益成为社会治理中不可或缺的重要组成（见表3）。

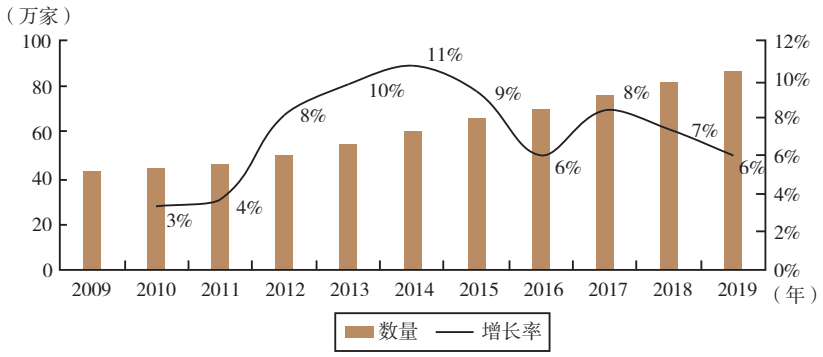


图3　近年我国社会组织发展情况

社会组织有效承接了部分政府职能，解决某些社会治理领域公共服务产品短缺、治理质量和效率不高的问题；接受政府购买服务，为社会弱势群体提供服务通过各种途径争取资金、人才等资源，将其投入社会治理的薄弱领域；通过与公众、政府和其他不同社会主体之间的交流与合作，倾听公众诉求，切实反映民意，协调社会各方利益，化解社会矛盾，等等。

表3　社会组织及其社会治理服务领域

分类	子领域	社会组织服务内容释义
慈善	社会服务	与社会福利与保障、救灾救助、社会事务相关组织
	法律	与法律咨询、援助、研究、代理相关组织
	宗教	与宗教交流相关组织
社会事业	教育	从事与教育活动相关组织
	卫生	从事与卫生、医疗保健服务相关组织
	体育	从事与健身运动、体育活动相关组织
	生态环境	与环境保护与治理、动植物保护相关组织
科学研究	农业与农村发展	从事与农村发展及农业服务相关组织
	科学研究	从事社科、自科研究的组织
经济	工商服务	从事商业、工业、服务业、商会等涉经类组织

① 按登记机关的社会组织分类，其中社会团体37万余家，基金会8 000多家，民办非企业单位51万余家。数据源自民政部《2020年民政事业发展统计公报》。

续表

分类	子领域	社会组织服务内容释义
综合	职业组织	从事专属行业、行业协会相关组织
	涉外及国际组织	境外非政府组织驻华机构、外商会、国际非政府组织
	其他	友好协会、校友会及其他未明确组织

目前我国社会组织在参与社会治理方面仍存在社会资本较弱、资源获取能力不足、过于依赖政府，以及内部治理能力不足、产品与服务的运作能力较弱、缺乏对社会组织有效的监督机制等问题。

二、信托参与社会治理的探索

（一）古代我国社会治理中的“信托”萌芽——以义庄、社仓与检校为例

中国文化传统中家本体的思维方式和价值观念塑造了宗法性的社会形态和以宗族为基本单元的古代社会治理体系，其中的信托精神萌芽将不同社会群体统一融合于宗族与国家之中，为社会秩序的正常运转提供伦理规范和价值引导。

以北宋范氏义庄为例。北宋范仲淹任杭州知府时，将官俸建置族田对族人实行经济协济，创建族人互保互助的新型组织——义庄，其主要功能是睦族、收族、保族。义庄还创设义学，起到收其宗族，教养咸备的作用。此外，为使义庄持续发展，保证族内子孙共享恩恤，义庄制定了涵盖掌管人、受益人、资助对象、资助内容等规矩安排。北宋范氏义庄凭借独特的宗族法律构造和优良的宗族治理模式，成为我国古代较为典型的社会（宗族）治理“信托”萌芽：一方面通过类信托架构，经营管理族田等宗族资产；另一方面通过完备的制度规范，保障其有效运转。

起源于南宋的“社仓”是一种民间自发组织设立的互助性的备荒仓储模式，与时下的慈善信托/基金会有着某种相似之处。乡民通过自愿、自主的方式加入，推选乡中威望较高的长者或族长担任管理者[①]。社仓的粮食来源主要依靠乡民的自愿募捐或是劝捐，以丰补歉。粮食的周转通过借贷方式完成，利息按一石三斗计算，春放秋收。宋孝宗乾道四年，在建宁府大饥事件中，社仓发挥了巨大的作用，次年，南宋朝廷将朱熹呈请施行的《社仓法》“颁诏行于诸府各州”，予以推广。

① 《泰泉乡礼》中有云：“凡社有学则有仓，保甲时当看守，立乡老掌之，与教读及约正等公同出纳，有司毋得干预抑勒”。

检校制度也是宋代政治经济发展的产物，是“公共受托人”精神在古代社会治理中的体现。检校制度是为保护孤幼人身和财产权利设立的一种特殊的监护制度，其本质是一种官营信托，主要是政府通过对孤幼财产的检校、代为保管与监护安排，防止孤幼财产被侵犯，进而解决财产纠纷，达到保护孤幼成长，实现社会稳定的目的。后期，检校制度的范围扩充，涵盖对有争议的户绝财产、士兵离家参战而暂时无主财产、旅途中死亡而无主财产的管理与安排。

义庄、社仓与检校制度的兴起与推广均得益于彼时政治经济的发达，民众义利观念的变化和民事立法的完善，虽然它们管理方式易造成司法与行政混淆、以浓厚的道德规范代替法律管理仍有较大的时代局限性，但从其本身的出发点和不断调整发展的机制来看，不失为封建时代维护社会稳定、保护人民财产权利的创新与探索，也在一定程度上体现“信托”精神的价值所在。

（二）当代我国社会治理中的信托实践

党的十八届三中全会明确“加快形成科学有效的社会治理体制”以来，信托业作为社会治理参与主体，在社会治理领域进行了积极探索与实践。

一是信托公司积极践行社会责任，在助力脱贫攻坚、助力抗灾救助、拓展基层公共服务等方面取得了一定的社会治理成效。在慈善信托方面，广泛动员社会力量，持续推动慈善信托模式创新探索，在扶老救孤、恤病助残、科教文卫等领域发挥了重要作用。截至2021年6月，累计备案的慈善信托数量达到597单，财产规模达到34亿元，已有61家信托公司担任慈善信托的受托人。

二是信托公司不断创新业务模式，丰富信托参与社会治理的手段。除以传统信托融资为社会治理提供资金支持外，信托业积极拓展服务架构，以服务信托等形式，发挥公共治理功能，弥补公共治理领域政府和市场的治理失灵。如中信信托与顺丰、网易合作成立中顺易，基于信账宝系统，帮助政府部门在产业服务和管理中制定长期保管方案，将关系国计民生的第三方资金纳入合规有效的监管渠道，规避由此带来的社会治理隐患；助力各级政府部门和公共事业单位建立全面、高效的信息化管理系统，获取产业发展监管数据，在各产业市场监管、公共服务保障等领域依法、高效实施社会治理，提升科学决策的效率，助力产业发展与升级。

三是信托参与社会治理的领域不断拓展。在助力农业增效、建设美丽乡村、棚户区改造、城市更新等方面不断涌现信托公司的身影。一些信托公司正积极探索通过养老信托、遗嘱信托、保险金信托等方式助力多层次社会保障建设，以绿色信托积极推进生态保护与慈善事业融合发展，围绕“碳达峰”“碳中和”，协助企业升级技术、促成环保慈善组织与企业的合作。此外，信托业积极开展投资者教育、普及金融知识，引导投资者树立正确投资理念，

防止民众受到电信诈骗、非法集资等侵害。

总体来看，信托参与社会治理仍处于探索阶段，仍存在群众认知度较低、服务模式的可复制与可持续性仍待检验等问题。慈善信托的规模相较于全国捐赠总量还较小，以服务信托参与社会治理仍处于起步探索阶段，尚未形成明确的商业模式，与社会治理的结合尚待深入挖掘，信托参与社会治理的功能和价值还待进一步拓展与开发。

（三）境外社会治理中的信托实践

1.英国“多中心合作”理念下信托的实践

20世纪80年代，由于滞胀问题的出现，英国政府开始实施公共部门改革，以提供政策支持和进行过程监管为职能转变，建立“多中心合作”治理模式。充分发挥社会企业的积极性与专业性，运用制度化的治理机制加强与企业、社会服务组织和公民的联系，引入市场化运作方式降低公共物品和服务成本，顺应公民社会发展。近年来，英国政府率先提出“数字政府”理念，推出“数字政府即平台”计划，运用数字技术提高公共服务水平，形成主动协调、密切协作的公共服务机制，发挥社会治理的更大效益。

英国信托的诞生至繁荣发展，均以民事领域的受托事务管理为主线，体现了极大的社会治理参与价值。随着社会企业与非营利组织在英国社会治理中重要性不断提升、信托相关法律的不断颁布和完善，英国信托参与社会治理程度也不断加深，达成了不同的治理目标。在市政方面，通过市民信托进行城镇中心区整治、闲置地块再利用、建筑遗产保护修复与增值等。在商业方面，运用信托架构组建行业协会，对本行业从业人员进行约束和监督。在文化方面，通过慈善信托的资助使得部分文学作品得以顺利完成，帮助如伦敦图书馆等公共服务设施得以建立。在儿童保护方面，通过儿童信托基金的创设和支付，以提高儿童未来教育、培训、购房或创业的支持，促进全民资产的更公平分配。此外，以信托架构组建的各类社会公司、非营利组织在环境与古迹保护等公共福利方面，也发挥了极为重要的治理作用。

在英国，信托参与社会治理最具特色和最为成功的案例是国民信托①。国民信托组织目前是全球最成功的环保组织，其在管理体制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。这种卓而有效的运作方式使得文化古迹与自然资源保护得以持续运作，也为世界范围内良性解决发展和保护间的矛盾问题提供了思路。国民信托的宗旨为“永续保护、全民共享”，通过筹资购买、签订契约等方式获取土地、建筑、名胜古迹和绘画等财产，保护和修复后对民众开放。其获得的收入主要来自会员费、捐赠以及门票等。国民信托2019—2020年报显示其年收入超过6.81亿英镑，目前拥有会员350多万名，所拥有的资产包括超过780英里海岸线、25万公顷土地、200多个历史遗迹、近百万件艺术品等（见图4）。

① 其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。

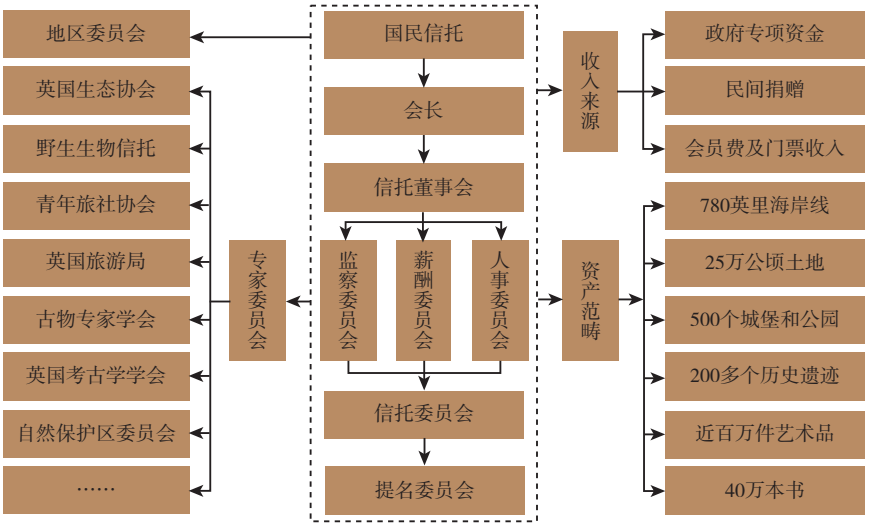


图4　英国国民信托的组织架构、收入来源及资产范畴

英国政府重视企业在社会治理中的作用。其中以“国民信托”为代表的利用商业手段实现社会公益目的的社会企业，是英国社会治理最鲜明最突出的亮点，其将信托制度运用于组织架构管理，完美解决公共利益与企业自身发展的平衡关系，被认为是有效解决社会问题的一剂良方。

此外，作为现代信托的发源地，根深蒂固的绅士精神和深入人心的信托观念为英国信托及其在社会各领域中的参与应用提供了深远的群众基础和文化土壤，各类公益性信托组织广泛深入社会各个领域，成为政府治理社会的强有力补充（见图5）。

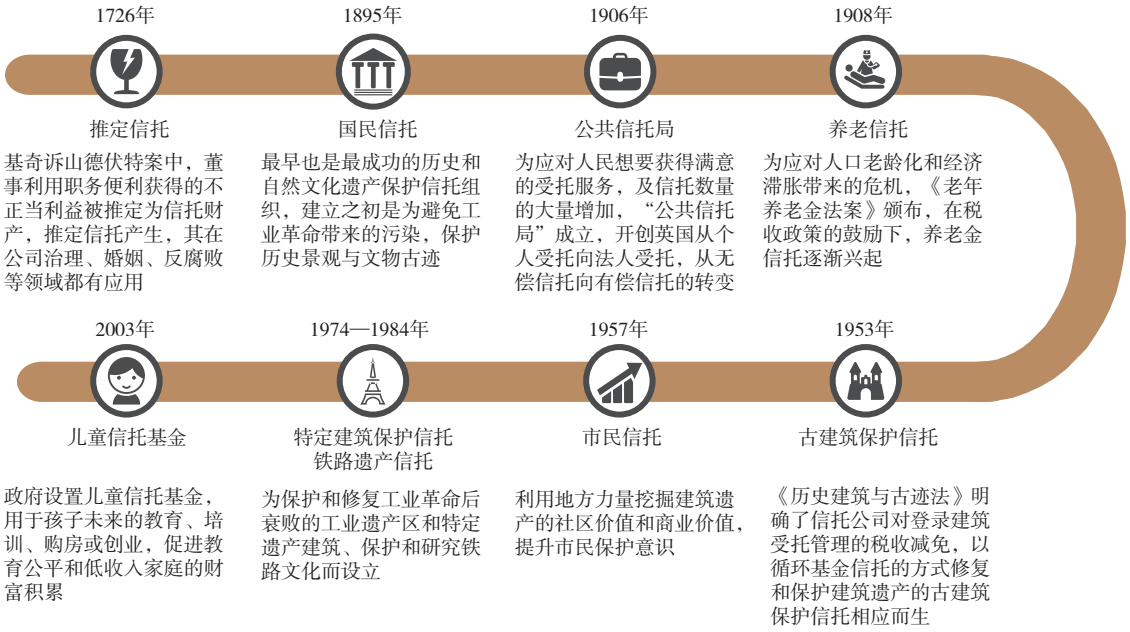


图5　英国信托参与社会治理的背景与实践

2. 美国“小政府、大社会”模式下信托的实践

美国的社会治理是“小政府、大社会”模式。20世纪初，随着工业化和城市化发展，美国政府全部退出了经济社会组织可自我约束或有效调节的领域，将政府的主要职责限定在保障社会公平正义、约束经济社会组织行为上。变过去的对经济社会组织的单向管理为与经济社会组织的互动协作，通过多元化的治理工具选择，逐步凸显出经济社会组织在社会治理过程中的重要地位，激发出经济社会组织在规范管理社会事务中的创造活力，形成了多元主体共治的社会治理架构。当前，美国政府也着力推进以“数据+平台+应用系统”模式建立一体化服务平台，鼓励第三方力量开发面向企业和个人的数字服务，推动公民参与社会治理，此模式在反恐、社会安全、预防犯罪等方面已得到了有效实践。

广泛的社会组织提供了美国一半以上的公共服务，协助政府工作或弥补政府功能的不足，维护了“小政府、大社会”治理模式的正常运转，其中也不乏信托理念的推动与参与。20世纪初期的“克利夫兰社区基金会”，即利用公益信托架构，有效整合政府、市场和社会的慈善资源，在社区贫困、种族歧视、街道设施规划、环境保护等方面发挥了重要作用，也为社会治理和社会服务供给提供了一条全新的道路。此后，社区基金会的迅速发展和政府的政策支持，逐步形成了“社区自治模式”。在社区自治模式中，政府负责规划指导和资金扶持，社区组织受托负责具体实施工作，私营企业、社区外组织通过提供服务参与社区治理，不同组织和机构与政府在社区治理中形成共存与协调关系。

美国信托参与社会治理的发展路径极大地体现了其行业发展内核中的商业文化与创新精神，以创新灵活的方式扩展了信托的运用领域和社会影响。20世纪50年代，美国经济快速增长，信托也获得了更好的发展环境，包括企业偿付性利润分配信托、员工持股信托、子女信托、盲目信托等创新层出不穷，信托在社会保障、公平维护、防止腐败等治理领域加深拓展。随着90年代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，信托开始与养老金市场、保险金市场结合，推出多种个性化的保险、养老信托产品，以有效回应社会发展的各类需求。

美国信托注重将受托人的“忠诚守信”边界拓展，如将公共信托原则适用范围从早期的通航水域扩展为当前的海滩、古遗迹、野生动植物资源、空气资源等保护。当前，随着政府数字化平台建设的推广、个人信息保护意识的提升，美国提出“信息受托人”主张，在数据保护领域对服务商课以信托的忠实义务，以提高数据安全与隐私保护，进一步推动了信托在社会治理中的纵深发展[①]。

20世纪30年代美国创新发展的土地信托为较佳的信托参与社会治理实践。为应对城市

① 2016年耶鲁大学教授Jack M.Balkin发表了《信息受托人与第一修正案》，系统阐述如何将“许多收集、分析、使用、销售和分发个人信息的在线服务提供商和云公司视为面向其客户和最终用户的信息受托人”，以此来调和个人隐私保护领域的矛盾。随后在美国《2018年数据保护法》中，明确课以网络服务商对用户承担信托中的忠实义务。

扩张带来的土地流失、环境失衡等问题，在历经土地用途管制、土地发展权设立后，土地信托产生。目前美国土地信托有两种主要模式：一是以保护公共资源为要义的土地保护型信托；二是以社区发展服务、解决城市低收入人群住房问题为要义的社区型土地信托。在土地保护型信托模式中，公益性的土地信托组织通过接受捐赠或直接购买，获得尚未被开发的自然生态资源，通过选择合适的中介机构或保护组织，将所获经营管理权的土地转让，并对信托土地用途进行严格监管，以实现对土地原生态化的保护。社区型土地信托以土地信托公司自有土地建设住宅，为中低收入受益人提供廉价住房。当中低收入受益者出售住房时，社区土地信托公司具有优先购买权，从而实现住房资源的循环利用。社区型土地信托不以营利为目的，最大限度地提高了住房使用率，在提高中低收入者福利水平的同时，减轻了政府的负担（见图6）。

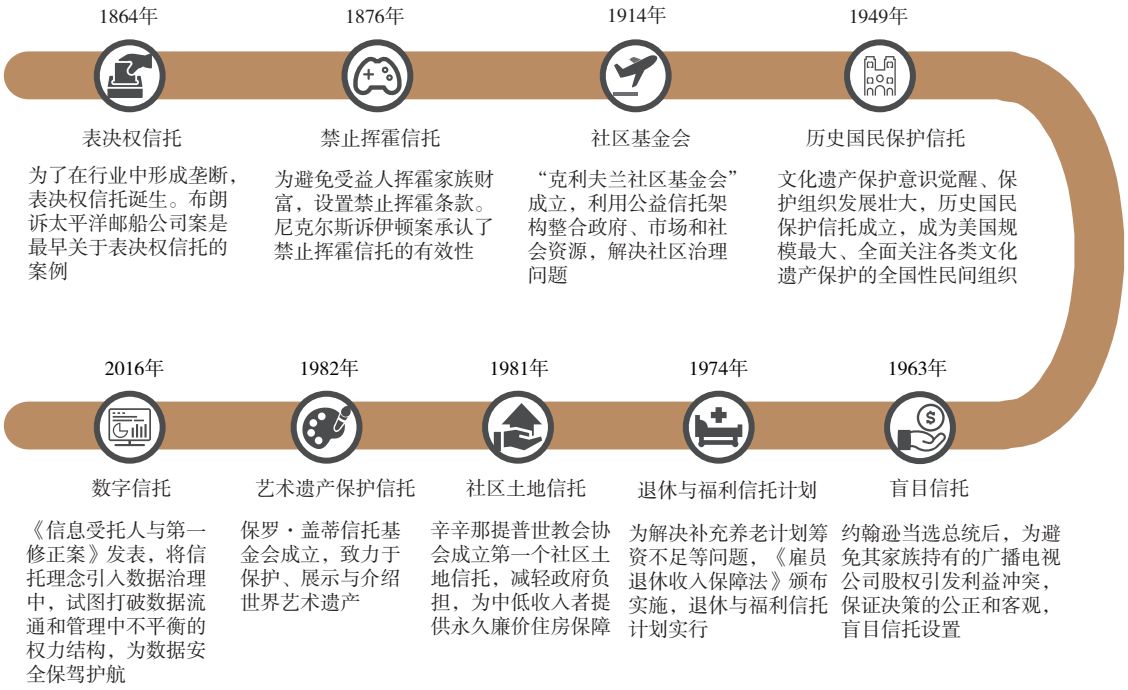


图6　美国信托参与社会治理的背景与实践

3. 日本“官民自治”背景下信托的实践

日本的社会治理模式经历了从“中央集权”到“官民自治”的过程。20世纪90年代初，日本经济增长奇迹被打破，在经济萧条、政府腐败、财政困窘、贫富差距扩大、少子老龄等背景下，地方要求扩大自治、民众要求扩大民主的呼声高涨。政府随之进行了系列改革，削弱了中央行政职权范围、减少了政府对社会经济生活的过度干预，放权于民，认可推动了非营利组织等的发展扩大，形成中央政府、地方行政、社区居民、民间企业及社会组织等多元主体合作共治，兼具公民自治与政府集权的社会治理结构。自此之后，在环境保护、

妇女权益、城市改造、社区建设、灾害救助、文化教育等领域有大量市民团体涌现；在社区基层，由居民构成的自治会、町内会、学区组织等“地缘团体”也得以发挥优势，在社区营造、养老护理、青少年培养等方面有效地弥补了政府公共服务的不足、增进社区意识凝聚。

日本信托经历了从初期的混乱发展到后期的逐步规范，信托观念也越来越被大众所接受，并逐步在社会治理中发挥了重要作用。20世纪60年代，随着日本经济的腾飞以及政府对信托法规的完善，信托在财产管理方面发挥了重要作用，在金融和经济中的重要性不断提升。进入经济高速发展时期，为满足日本民众提高住房质量的需求，日本信托业推出了住宅贷款信托；为了从根本上解决退休职工生活保障问题，引入美国的企业年金信托。此外，信托在保障民生和养老福利方面的作用也开始展现。90年代，日本经济陷入漫长的复苏期，信托业也开始了合并和重组。在此过程中，信托财产的委托范围不断扩大，信托类型不断丰富，知识产权等新型财产出现，遗嘱信托、退休给付信托、劳动者财产形成信托、金钱债权信托、特殊残疾人抚养信托等新型信托模式层出不穷。此后，随着《特定非营利活动促进法》出台，地方公共团体所设立/委托的基金逐渐增加，公益信托随之得到了快速发展，在社会福利、城市环保、古迹保护、救灾扶困等方面发挥了重要作用。

日本信托在古都保护和社区风貌治理方面的参与是较为成功的实践。20世纪60年代，镰仓居民自发募集资金买下了周边土地，以确保古都山地历史风貌的永久保存，这也成为日本“国民信托”的雏形。1992年世田谷区政府由财政出资设立“世田谷社区营造中心”，该中心组织以公益信托基金形式运作，吸纳民间企业捐款，以鼓励市民团体参与社区发展活动为目的，奠定了“社区营造信托”发展的开端。此后各地纷纷成立“社区营造组织”，用公益信托的方式设立社区营造基金，在地方传统建筑特色保护、社区环境营造、风貌改善、风俗展示、居民互助等方面发挥了极大作用。

日本信托在社会治理方面的参与作用呈现出在政府干预下的曲折成长、逐渐内生发展进而越发丰富多样的特点。此外，日本还在行业第三次转型后通过贷款类信托产品实现了信托大众化的普及过程，并通过一系列民事信托的发展提升了信托行业在日本民众心中的认可。立法先行、执行高效、良好规范的法治建设也保障了信托在社会治理中的有序运行。

日本信托注重结合时代需求设计信托产品。参与解决人口老龄化带来的各种社会问题是日本信托社会治理模式最典型代表。通过监护支援信托、遗嘱信托、遗嘱替代生前信托、退休给付信托等形式，在保障老年人生活水平和财产安全、促进社会稳定和谐发展作出重要贡献。此外，为回应遗产税率不断提高、未成年人扣除额扩大等带来的财富代际传承问题，日本推出包括教育资金赠与、结婚与子女培育支持等多类型赠与类信托，有效达到了合法避税，成功化解社会矛盾（见图7）。

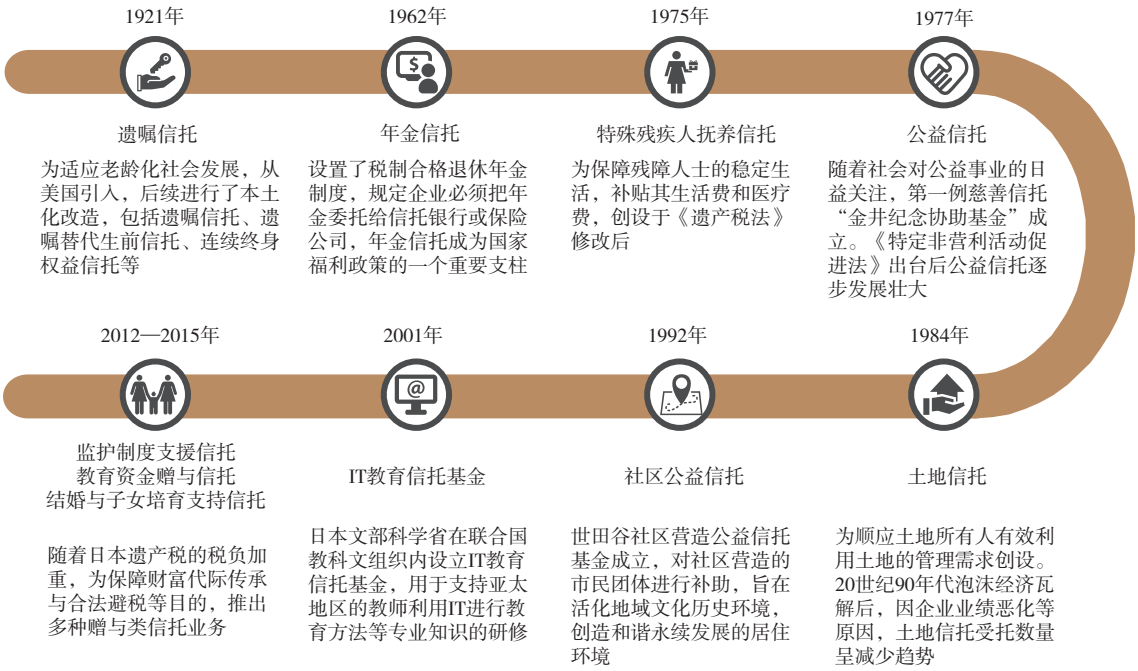


图7　日本信托参与社会治理的背景与实践

4. 我国台湾地区“地方自治”机制下信托的实践

20世纪80年代末，随着我国台湾地区经济和政治发展转型，台湾民众现代社会市民意识的提升等，社会组织登上社会治理舞台。这些快速成长的社会组织参与环保、医疗、教育、消费者权益保护等社会治理格局的各个领域，激发了公众对社会公共事务的参与热情，培育了强大而成熟的市民社会，形成多元共治格局。90年代末，“社区营造”运动发起，“由下而上、自立自主、居民参与、永续发展”的社区治理理念推动社区发展协会等基层社会治理平台在社区治安、环保生态、人文教育、社服医疗等方面发挥重要作用。

台湾地区的信托业较好地借鉴了西方国家和日本的发展经验，结合本土文化进行了创新，应用于社会治理的多个领域，类别丰富、平民化特征显著，且都经受住了实践考验。90年代非营利组织的快速成长为社会创造了良好的公益慈善氛围和社会基础，加之完善的信托配套制度与税收优惠政策，台湾公益信托得到了快速的兴起和发展，在环境保护、扶老助困等方面与安养信托、赡养抚育信托等共同发挥了重要作用。特别地，台湾地区的宗教文化和宗教组织较为发达，信教群众基础广泛，宗教信托设立时间较早，在教会管理、传播教派福音、完善神职人员安养等方面进行了信托的有益尝试。另外，2004年，针对台湾地区发生的预付消费纠纷事件，台湾迅速出台了针对性政策与监管条例对不同领域的预收款进行了细致规定，预付款信托推出，在零售、殡葬、预售商品房三大场景中实施应用，这是在西方信托借鉴外进行的本土化独创，有效保障了消费者权益、稳定了涉众资金保管（见图8）。

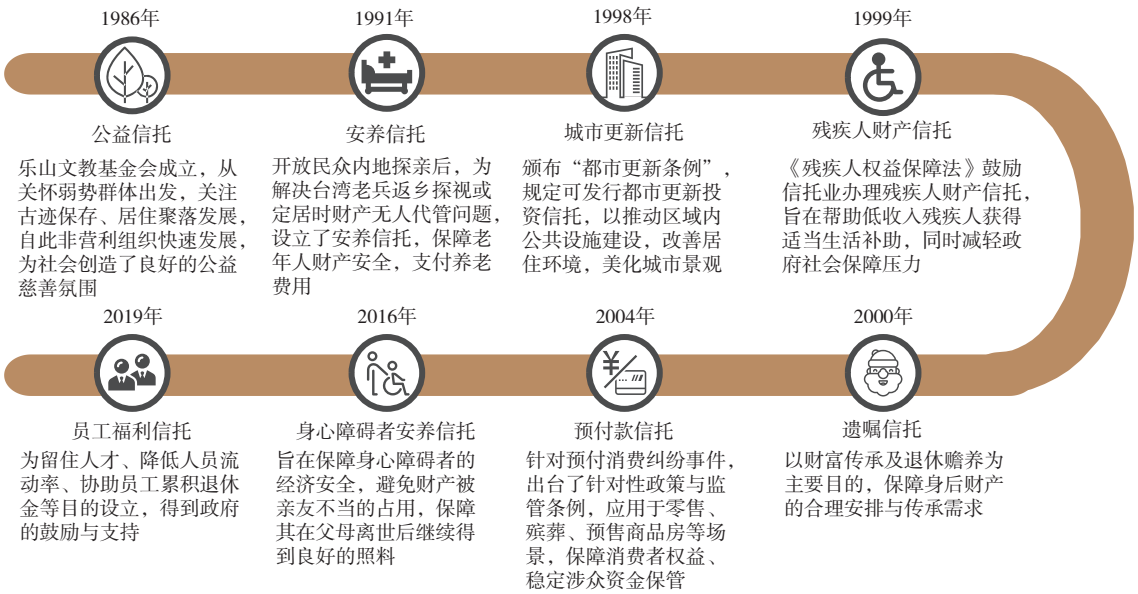


图8　我国台湾地区信托参与社会治理的背景与实践

5. 境外信托在社会治理中的实践总结

综上，英国、美国、日本与我国台湾地区，均依据各自不同的社会经济背景、社会治理事务性质等，探索了特色化的信托参与社会治理路径。注重市场资源和市场机制在社会治理中的能动作用。在协商互动的施政导向、上下联动的治理方式、市场化的服务供给模式，以及规范化、专业化、人性化的服务标准等方面特点突出。注重精神、文化和法治对社会治理的潜在影响与服务等。信托法律制度的完善、信托文化精神的扎根，推动信托参与社会治理不断向纵深延伸，在诸多包含信任因素的场景中都可发现信托治理价值的体现。但境外信托参与社会治理同时也存在不足之处需要警示，例如过于强调自由自治导致的政府职能作用被极大削弱，无法有效应对极端突发公共事件等。

此外，信托参与社会治理模式的发展和演变都与各国/地区经济和社会发展的阶段相适应，带有鲜明的时代特征，也呈现一定的内在互动关系。以解决社会矛盾与诉求为基础的发展特点推动社会治理体系完善；社会治理体系在法治建设、参与主体的不断扩充下，反作用推动信托业的更广泛、更规范、更专业的参与。当城市化进程基本结束、资本市场足够成熟、社会治理多元化法制化足够完备时，信托在社会治理中的作用日益凸显（见表4）。

表4　境外信托参与社会治理模式比较

代表国家/地区	英国	美国	日本	中国台湾地区
基本类型	自治型	自治型	混合型	混合型
行政生态	经济发达、自由市场经济体制，法制完善，受自由主义思想影响	经济发达、自由市场经济体制，法制完善，受自由主义思想影响	经济发达，单一民族，在东方传统价值观占主导的同时接受西方自由主义思想和价值观	经济发达，以传统文化为主导，受西方政治体制影响

续表

代表国家/地区	英国	美国	日本	中国台湾地区
管理理念	以人为本，强调人的自由和个性化发展	以人为本，强调人的自由和个性化发展	以人为本，关怀弱势群体	以人为本，延续和传承中华文明，重视宗族的作用
管理体制	社会组织力量强大，政府仅承担基本的福利保障	以社会组织和居民自治为主，各司其职，共同治理	政府引导并适度参与，社会组织和居民共同治理，实现共建共管	“地方自治”为基础，政府提供引导与服务，规范与自治相结合
参与主体	社会组织和居民为主，市场化运作，政府宏观引导和资源支持	社会组织和社区委员会为主，市场化运作，政府提供必要的支持	以社会组织和居民为主，政府参与并支持	社区居民与社会组织为参与主体，政府引导
信托发展	信托起源地，民事信托发达	商事信托起源地，信托基金会发达，信托创新意识强	初期发展混乱，后期转型调整，推出特色创新业务	发展历经混乱至规范、单一到多元功能应用、行业分散到集中的转变，并进行了本土化创新
信托参与	在宗教、商业、文学、环保、古建筑保护方面均有应用	社区基金会普遍发展，土地信托、保险金信托较发达，同时参与环境和古建筑保护等	安养、遗嘱、特殊需要信托解决扶老助弱问题，社区营造信托参与社区环境与文化保护	平民化特征显著，预付款、安养信托产品丰富，居民自治和社区营造多采用信托模式
资源配置	政府、市场、社会等多渠道募集、市场化运作	居民自发募集，市场化运作，政府部分支持	政府配置与社会募集，市场化运作	政府资助、直接购买、民间筹资

（四）信托参与社会治理的意义与比较优势

研究推动信托参与社会治理意义如下：

第一，助力社会治理机制创新。其一，推动信托参与社会治理，是社会治理理论和实践的创新，有利于推动各领域制度不断完善和优化，更好地将制度优势转化为治理效能。其二，信托关系与新型社会关系可以较好地共通共融。信托制度特征和信托架构中委托人、受托人、受益人、监察人的设计有助于创新多主体共治的方式，提升治理协同、公众参与，优化社会治理层级功能、激发市场动力与社会治理主体活力。

第二，提升社会治理效能。一方面，国内外信托实践证明，信托可以灵活的机制参与社会治理的不同复杂场景，服务社会治理全过程。其制度特征可助力生产力与生产关系的调整、优化资源配置、解决社会矛盾，达到多种治理目的。另一方面，信托可充分发挥专业优势，推进社会治理中的专业分工，促进社会治理投入、提升运行效率、降低运作成本、形成可规模化的治理模式。

第三，引导信托文化深入社会治理领域。社会治理强调政府治理同社会调节、居民自治良性互动，信托文化具有服务、民生、责任、底线和品质五大要点，其“忠诚守信”等精神

内核可助力推动现代治理文化的塑造与凝结，在维护公序良俗、促进社会进步等方面发挥独特作用。

第四，推进行业高质量发展。推动信托参与社会治理，是行业转型发展、回归本源业务的需求所在，也是充分发挥信托制度优势、创新信托服务方式、不断满足实体经济发展需要和人民美好生活的实际行动，进而推动信托业回归本源，提升行业声誉与行业形象。

信托参与社会治理的优势主要表现为以下几点：

一是制度优势。现代信托已由单纯的财产代管演变为集财产管理、资金融通、风险隔离、社会投资等功能为一体的制度安排。信托可与不同载体结合，服务社会治理全过程，提升多主体参与的协同效应，满足参与人的特定意愿与社会治理需求，在完善社会福利、保障改善民生、化解社会矛盾、推动社会和谐有序发展、促进社会共同富裕等方面有所作为。二是机制优势。通过合理的机制设计、推动多方参与，实现“共治共建共享”；借助资源配置能力与服务信托账户管理优势，提升社会治理高效化与现代化，推动治理模式的可持续健康发展。三是专业优势。信托公司可凭借自身扎实的金融服务能力、丰富的项目参与经验、专业复合的人才优势，参与协助解决社会治理领域的特定难题。四是文化优势。信托文化的“诚信、专业、勤勉、尽职”等精神内核与社会治理的精神内涵相统一，可更好地提高社会认同，推动社会治理体系的建设完善。

三、乡村振兴战略中的信托参与模式①

（一）集体土地征收纠纷信托参与征地纠纷治理

近年在征收农村集体土地等转变为建设用地的过程中不断出现征地纠纷，在一定程度上影响了农村社会安全和稳定。集体土地征收纠纷主要矛盾集中于征地范围划分、征地补偿方案的长效机制设置、安置款发放与救济安排等方面。现有土地征收纠纷主要依靠征地补偿协调、听证、民事诉讼、裁决等行政与法律途径解决，缺少市场化的治理工具与可持续的长效机制参与。虽然信托无法在公共利益确权、补偿方案设置方面发挥有效作用，但可发挥财产管理职能，创新征地补偿金支付与管理方式，解决“负外部性难题”，防止“挥霍返贫”，实现征地补偿金的高效与可持续运用。

① 社会治理范围广泛，本研究报告第三至五部分以“国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标”为引领，在对社会治理领域专家访谈与调研基础上，从乡村、城市、国家宏观治域三大社会治理场景切入，以回应当前社会治理热点需求为靶向，探索如何发挥信托制度优势创新社会治理模式、提高社会治理能效、拓宽信托行业服务边界，以更好地服务人民生产生活需要。

■ 专栏1　征地纠纷典型案例

“负外部性管理难题”：某煤矿企业取得煤矿开采许可与当地草原承保权后开采煤矿。但因运煤车辆载重较重，致使当地道路与周边草地被损坏，造成牧民与企业之间多次发生冲突。企业认为已完成征地款缴纳，对造成损失的公共设施已缴纳相应修复资金。但牧民认为获得的征地赔偿仅是对个人损失的支付，并不包含对公共资源的修复。

“挥霍返贫难题”：不当挥霍与管理不善是征地后农民返贫的主要原因之一。部分农户因缺乏投资理财知识和危机意识，在获得征地款后不当消费，养成好逸恶劳恶习，最终导致再度“返贫”。

集体土地征收纠纷信托设想：被征地人可作为委托人，将征地补偿金作为信托财产设置信托计划，受益人为被征地人。由第三方专业机构作为受托人，负责补偿金的管理与支付。第三方可由信托公司担任。受托人可在财产分配与管理层面作灵活安排，如分期支付、安全投资、预期土地租金核算与管理等，弥补征地补偿标准长效性不足的缺陷，实现征地赔偿款的可持续收益管理。可设置公共利益基金解决负外部性问题，专款用于环境保护、道路修复等公共利益维护，保障企业与被征地人双方利益。明确资金定期披露规则，可由政府、村集体组织、征地人等不同主体代表作为监察人，承担监督评价职责。此外，针对受益人挥霍恶习，可特别设置挥霍条款[①]（见图9）。

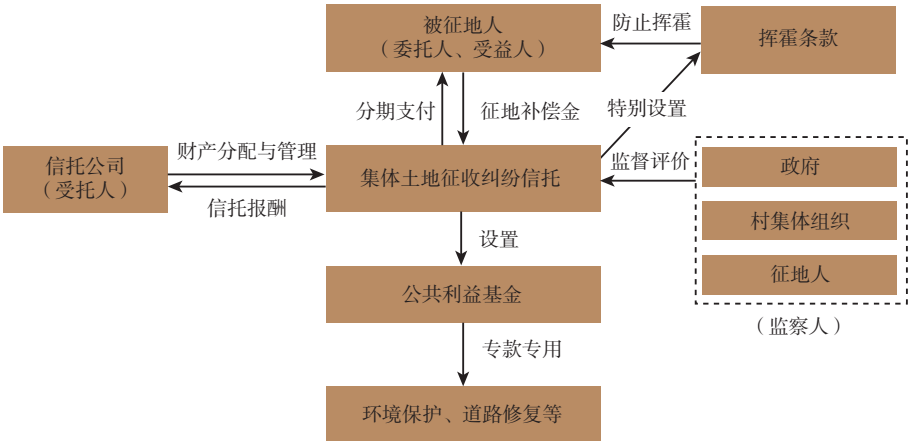


图9　集体土地征收纠纷信托示意图

信托参与“集体土地征收纠纷”主要目的在于发挥资产管理功能，提升资金管理与监督效率，形成可复制与可持续的治理模式，降低后续风险发生的可能；通过合理有效的救济机

① 如明确“本信托中的受益人利益受制于挥霍信托的约束。本信托无论如何不因同意、协商一致或者其他方式提前终止，本信托最后仅仅按照信托中的终止条款终止。在信托存续期间，本金及其收益不受任何人的预支，也不受转让、让与、抵押、追及、执行或者债权人的追索，不管是自愿还是非自愿的。本条应解释为限制受益人利益的自愿和非自愿转让。”

制设计，避免挥霍恶习对其财产造成损害。

上述模式落地困难主要集中于三方面。一是设置信托将约束被征地人的一次性财产安排，可能存在接受困难。二是当前并没有相关的法规条例对农村集体经济组织与村民委员会之间的关系进行厘清与明确，农村集体经济组织的法人内涵也待实践检验完善。三是农村治理中挥霍或公共资源纠纷问题的“兜底”责任人为政府，其设立信托的意愿更加强烈。但政府仅为征地补偿政策的制定者与监督者，征地款的实际所有权人是被征地人，政府作为委托人对征地款项进行管理安排于法无据。

（二）集体土地流转信托参与土地流转服务

自2001年起，我国先后在安徽、江苏、湖南、山东等地试点以信托模式推动农村土地流转，形成包括浙江绍兴、安徽宿州、湖南益阳在内的诸多模式。其中以信托公司主导的土地流转信托，受银保监会严格监管，运转规范专业高效、信息披露充分完全。信托公司在其中充分发挥平台与专业优势，实现土地产权金融化，设计复式收入结构，增加农民的长期持续收益。

■ 专栏2　湖南益阳土地流转信托

2009年“益阳模式”在湖南益阳市沅江市草尾镇率先实践。基本做法可以概括为“政府平台、信托本质、产业推动、要素聚集”。先由政府设立土地信托流转服务中心，出资设立信托基金，成立信托投资公司。公司通过支付土地使用权转让费（从基金中支付）从委托方（农户）手中获得土地。然后将其调整成片、提升地力后，以招标竞拍等方式确定土地经营者，获取土地信托直接收益。收益中除一部分返还回基金外，剩余部分主要用于农村公共服务设施和基础设施建设，以及提高农民社会保障水平等（见图10）。

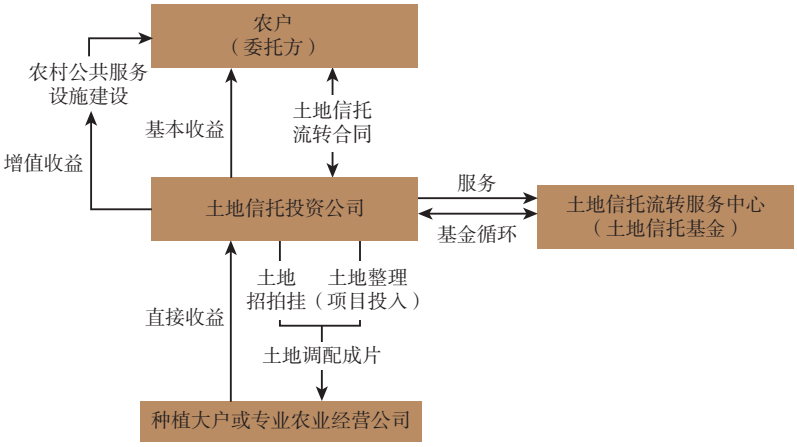


图10　湖南益阳土地流转信托

■ 专栏3　安徽宿州土地流转信托——以中信信托为例

2013年，中信信托在安徽宿州设立土地流转信托，该模式以土地承包经营权信托（A类计划）与B类、T类的资金计划相结合的形式开展。其中A类计划涉及五个主体、三类合同，分别是：农户与村委会之间的委托转包合同，村委会与镇政府、区政府之间的委托管理合同，以及区政府与信托公司的信托合同。最终是以埇桥区政府作为名义委托人，代理农户信托5 400亩农地的土地承包经营权，由中信信托与服务商企业合作对农地进行整理、出租及运营。信托收益主要由两部分组成：一是土地租金的基本收益；二是土地增值70%的浮动收益。另外，为解决土地整理开发的资金需要，中信信托预先安排“第三类资金信托计划”（B类与T类）以预防租金短缺导致土地流转收益支付困难以及土地开发的流动性资金短缺导致支付困难问题。

该模式采用了“多层委托”，由一级委托人的农户将分散的承包经营权委托于二级委托人的村委会、镇政府和区政府整合、规划，再由基层政府依据信托合同将土地承包经营权统一委托给信托公司经营管理。该模式有利于实现土地的整合利用，提高了土地信托签订效率和土地信托流转效率（见图11）。

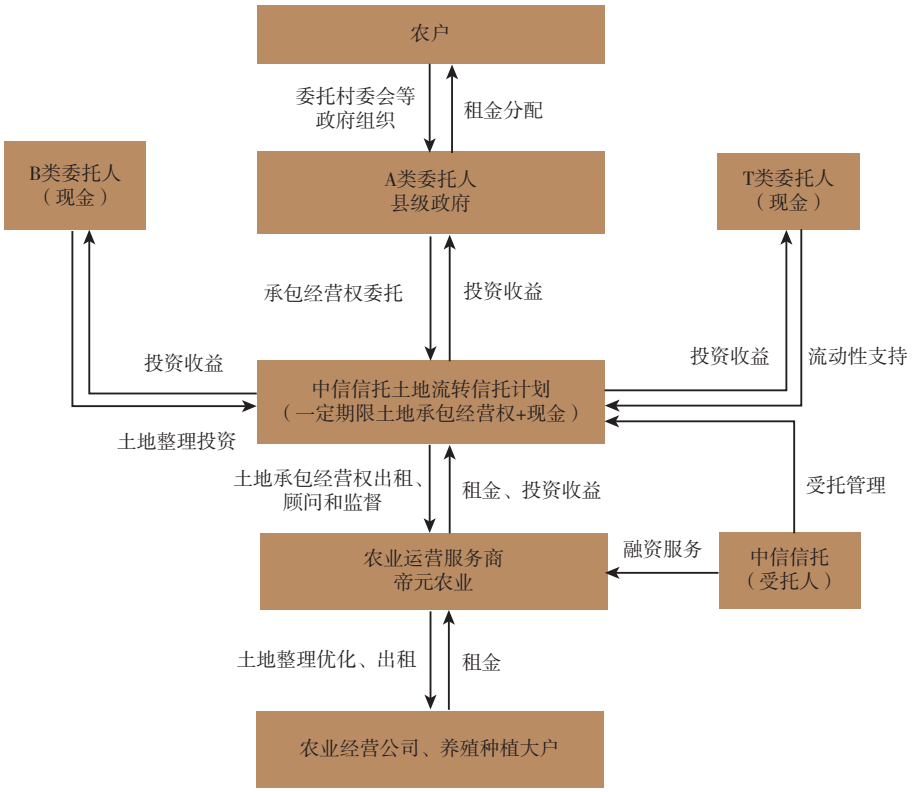


图11　中信信托土地流转信托——安徽宿州模式

■ 专栏4　密云水漳村土地流转信托——以北京信托为例

为解决密云穆家峪镇水漳村“北京圣水樱桃专业合作社”扩大再生产资金不足的问题，北京信托提供创新金融服务，为之设立了土地信托及相配套的资金信托，解决了当地农民专业合作社的融资难题。此案例中，北京信托采用了“土地合作社+专业合作社”的双合作社设计，形成“财产权信托”和“资金信托”平行推进的双信托结构配置，以创新模式支持水漳村经济发展，并以金融资源扶持当地村民设立的专业种植合作社，从事水果种植等集约化农业生产，提升农业经营效益和农民收益水平。此案例建立了农民增收的长效机制，农民作为土地信托的受益人除获得土地租金形成的固定信托收益外，还可以分享种植合作社的经营收益作为浮动信托收益，并通过受雇于种植合作社，解决就业问题，获得务工收入（见图12、图13）。

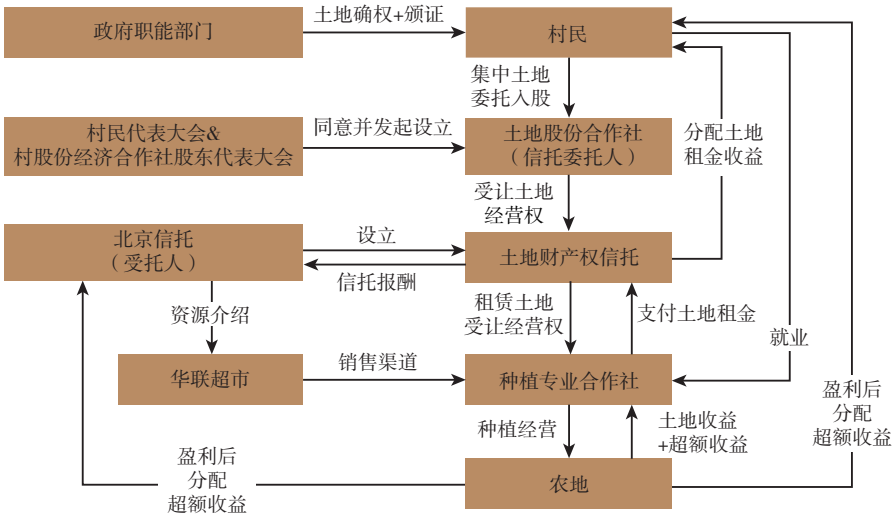


图12　北京信托土地流转信托——密云水漳村模式（1）

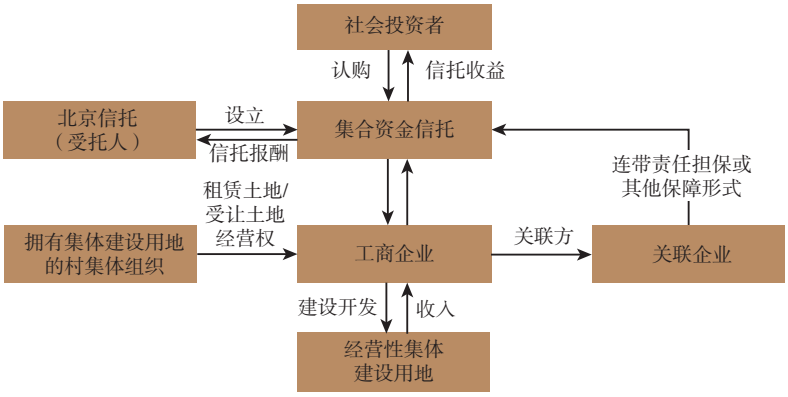


图13　北京信托土地流转信托——密云水漳村模式（2）

但是，鉴于“土地确权”问题、各地农村土地情况的差异性、农业技术的专业性及社会各界对土地信托存在的不同程度的意见分歧，土地流转信托未能形成规模化的发展。2018年12月修改并通过的《农村土地承包法》明确了农村土地“三权分置”的法律保障，土地信托成为促进农村土地高效有序流转的制度选择。

未来在推动信托参与土地流转中，可有以下设想与建议：一是加大政策规范和支持，可参照铁路信托模式运作，允许信托公司经过审批后，获得长期性低成本资金支持；二是可创新设计土地信托受益凭证，实现土地财产权益的标准化、可分割化与交易化；三是可设立国家政策性土地信托公司，从国家层面促进和引导全国范围内农村土地的规范化流转，为相关主体提供优惠的政策性土地流转贷款。

（三）信托助力集体经济发展

农村集体经济经过多年实践发展已探索出一条有效路径：村集体直接代表村民利益组建股份合作制组织对外谈判、对内管理，一方面盘活集体和群众闲置资产，把散、弱农户个体利益与集体利益结合；另一方面适当放宽工商资本与经营主体的适当持股，促进生产要素的自由流动。但此模式也在财产独立性、管理稳定性、市场化运营等方面存在一定缺陷。

信托在上述模式的个体及集体委托转让至股份合作制经济组织、经济组织将整合后的资产委托或自主经营的两个委托环节中均可参与。结构设计上，与土地流转模式相似，村集体或个体农户可作为委托人，信托公司作为受托人运营相关资产，个体农户及村集体作为受益人。信托公司也可将资产委托运营权交与股份合作制的集体经济组织，而非直接经营主体（见图14）。

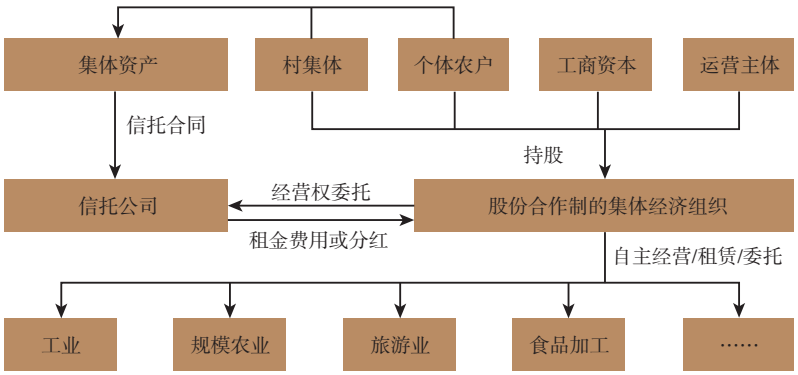


图14　农村集体经济的信托服务示意图

此新型模式的优势在于：一是建立更为稳定的法律关系。信托公司可充分履行受托人行为合规性和妥当性的谨慎审查义务，确保所参与信托活动的主体、各方关系均符合法律法规，预判该活动是否符合国家和地方的长期战略目标，并设计相应的激励与约束机制以提示对方违约的后果。特别是农户土地承包经营权经信托成独立的信托财产后，在法律上即具破

产保护功能，可避免该权利因农户债务纠纷受到限制而影响流转的完整性和持续性。二是引入专业化的金融管理服务。信托公司作为具有多种资产管理经验的持牌金融机构，通过严密的受托管理体系、严格的投资论证程序、丰富的项目管理经验和市场化的运行机制，事先对经营企业进行筛选，事后还可通过系统监管，确保农业企业规范运营，进而可有效保障农户的利益。

考虑到信托公司承担财产管理角色，并同时承担事务性工作的实际，集体资产信托方式的商业化机制具备发展基础，但收费模式有待进一步探讨。

（四）公共服务设施托管信托参与集体资产管理

由于缺乏有效的管理、统一的调度安排和在人力物力方面的运营投入等，当前大量乡村公共服务设施闲置，沦为“面子工程”。政府财政补贴或村民自发维护无法实现长效管理，农村公共服务设施运营管理机制亟待创新与完善。

基于上述困境，可设立农村公共服务设施托管信托：由村集体或地方政府作为委托人，将公共设施使用土地及其附着物所有权作为信托资产，设立信托计划，参照土地流转信托模式，由信托机构或服务企业合作对公共设施进行管理、出租及运营。考虑到公共设施日常管理资金需要，可预先安排“第三类资金信托计划”，资金来源可以为政府拨款、扶贫专项资金、社会企业捐赠、村民自筹等，便于预防日常管理支付困难。这一方案可作为阶段性的过渡方案，目的是解决现阶段农村公共设施产权及运营主体缺失问题，待农村社区规模化发展后，可转移公共资产的经营管理权至相关单位（如卫生环保等事业单位或市场化运营主体）。

2021年6月，国务院办公厅下发了《关于加强扶贫项目资产后续管理指导意见的通知》，对扶贫资产后续管理提出了工作要求。信托参与扶贫资产的后续管理，可为项目资产稳定良性运转、经营性资产不流失或不被侵占、公益性资产持续发挥作用提供有效保障。因扶贫摸底确权仍需一定时间，在确权过程中，可运用信托计划进行资产代持代管，保障资产安全。后续信托公司还可充分发挥制度优势及专业管理职能，参与公益性资产、经营性资产的运营管理（见图15）。

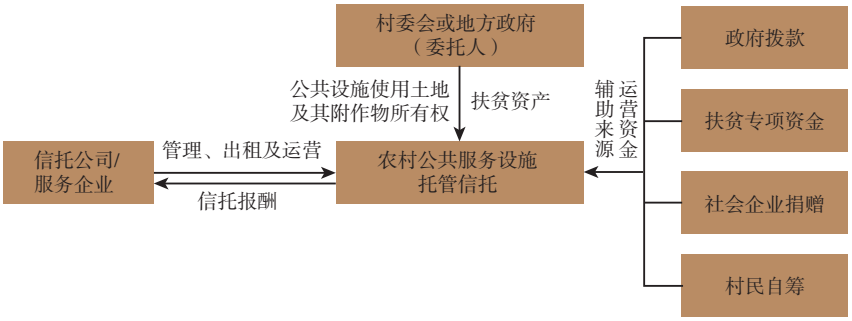


图15　农村公共服务设施托管信托示意图

（五）特殊需要信托保护留守儿童

加强农村留守儿童的关爱保护是家庭和全社会的共同责任和亟待破解的难题。基于此难题，可设立留守儿童特殊需要信托：由当地政府、村集体及农村未成年儿童监护人共同作为委托人，政府儿童保护基金拨款、监护人自身教育资金、社会捐赠的公益资金等作为信托财产，留守儿童作为受益人，信托公司或联合其他公益组织作为受托人。受托人一方面要作好留守儿童生活与学杂费用的受托管理，并要作好与慈善信托的结合设计，形成信托财产的良性互助；另一方面，在信托运行过程中，信托公司作为枢纽节点，要协调运用资源优势，广泛联系公益组织、公证机构、教育机构、律师等相关主体，为留守儿童提供法律支持等专业性服务，根据留守儿童的教育与家庭实际，提供技能型教育与培训安排等。此外，政府机构、慈善组织、学校等可作为信托监察人，共同参与特殊需要信托实践，保障信托目的的有效实现。

留守儿童特殊需要信托由于其服务人群的特殊性、服务周期的长期性及涉及群体的复杂性，对受托人的特定受托能力、社会责任感等要求较高。未来可由国家层面统筹安排，设立“特殊需要信托服务公司”，或由社会服务白名单机构担任特殊需要信托公共受托人，信托公司可作为资金管理方介入，共同为留守儿童等特殊需求群体提供规范化、专业化的关爱保护服务（见图16）。

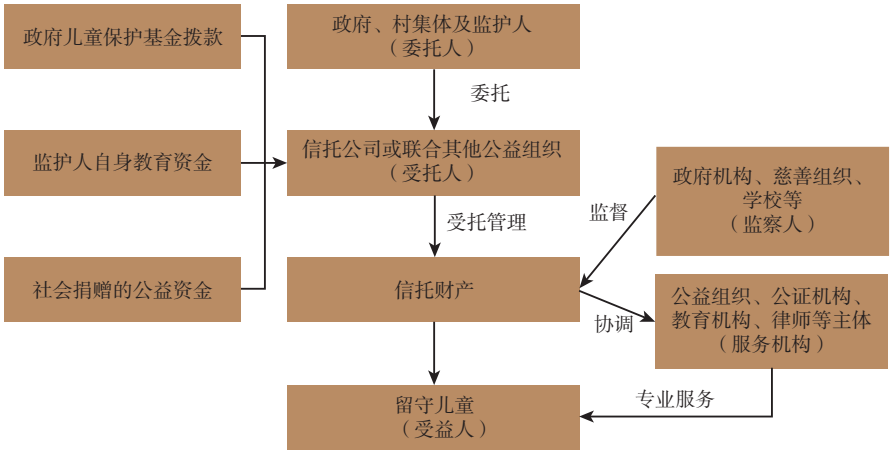


图16　留守儿童特殊需要信托示意图

综上，信托可深入参与农村土地征地纠纷、土地流转、公共服务设施托管、留守儿童关爱保护等社会治理场景，推动社会协同与公众参与，形成可持续、可规模化的治理模式，并达到不同的治理目标。其中部分场景是利用信托制度进行的探索性、理论层面的设想，如农村公共服务设施托管、留守儿童特殊需要服务；部分领域已有信托公司参与并形成了实践案例。不论是设想还是实践，信托参与乡村治理的途径包括财产委托、资产代管、资金分配等，主要原因在于农村社会发展中，农村集体经济组织能力相对薄弱，围绕土地产权/集体

资产的开发、管理、运营是信托主体参与乡村治理的一个有效切入点。相信未来随着农村集体资产的多样化发展，将出现更多样的资产管理模式与实践，信托参与乡村治理范围亦将不断延伸，助力乡村振兴全面推进。

四、新型城镇化发展战略中的信托参与模式

（一）物业信托服务社区治理

社区物业服务与管理质效较低、业主配合意愿不高、缺乏监督机制等原因引发的物业矛盾纠纷是当前全国性的社区治理难题。为有效破解传统物业服务模式的治理困境，成都武侯区通过运用信托理念，创新了一套适用于小区物业管理服务的新体制、新机制。

■ 专栏5　信托社区治理的“武侯经验”

四川省成都市武侯区将信托理念引入物业服务领域：业主大会为委托人、每一名业主为受益人。将物业费和公共收益全部设立为业主共有基金，明确业主所有权属。物业公司回归“忠诚管家”的受托管理角色，依照物业服务年度预算、标准管理、信息披露和自我举证制度管理共有基金，业主拥有查询和质询权。同时将社区“两委”和律师、会计师等社会专业人士设为监察人，赋予与业主同样的权力。据新闻报道，首批试点的89个小区物业已全部实现物业服务水平、物业费收缴率、居民满意度和物业矛盾纠纷“三提一降”的治理目标。

案例中的信托物业模式以公开透明方式重构权责关系，将过去业主大会与物业公司之间的服务买卖关系调整为信托关系，是将居民利益性公共生活纳入制度化、规范化运作的有益尝试。通过制度重构、机制创新，形成开放互惠的“信义关系”，增强小区内部良性循环，解决“信任缺失”的物业通病，实现业主利益最大化。信托关系中法律主体有四个，形成了多元参与的格局。此外，最关键的创新在于将物业费作为独立的信托财产，不再作为物业公司的收入来源，物业公司为小区开设单独的物业维护基金账户，还需承担资金使用、预算等信息披露责任，实现了公开透明以及全员监督。

2007年的《住宅专项维修资金管理办法》在事实上已确立公共维修资金的信托基金性质；而财政部在2020年4月20日发布的《住宅专项维修资金会计核算办法》在会计核算上

进一步落实了该资金的信托财产性质，使得用信托来理顺专项维修基金管理体制变得更具有可操作性。若能运用信托机制理顺住宅等专项物业基金管理体制，很多社会管理中的棘手问题，如所有人的参与管理权利、政府部门的职能定位、基金的保值增值、管理人的责权义务等均可迎刃而解。

上述物业信托推广的前提是物业信托资金使用安排要保障不同业主间的利益平衡，即完备的业主大会治理机制是信托物业模式成功的关键。在实践推广中，可由信托公司联合物业公司担任受托人，或可设立专业的物业信托服务公司，更好地做到物业基金账户的监管与安全保障。此外可设置合理的投资安排，在业主委员会通过的投资范围内作好托管资金的保值与升值管理。未来，通过服务信托账户系统管理，可将社区物业费用与公共资产管理纳入信托参与的社区治理场景，通过真实可追溯的管理控制，实现社区物业基金的安全有效保管，并在社区环境维护、活动中心设施修建、家政服务提升等场景中合理规划运用。最终在“街道主导，社区协调，居民议事，企业运作”的多方联动机制作用下，实现社区物业的综合治理（见图17）。

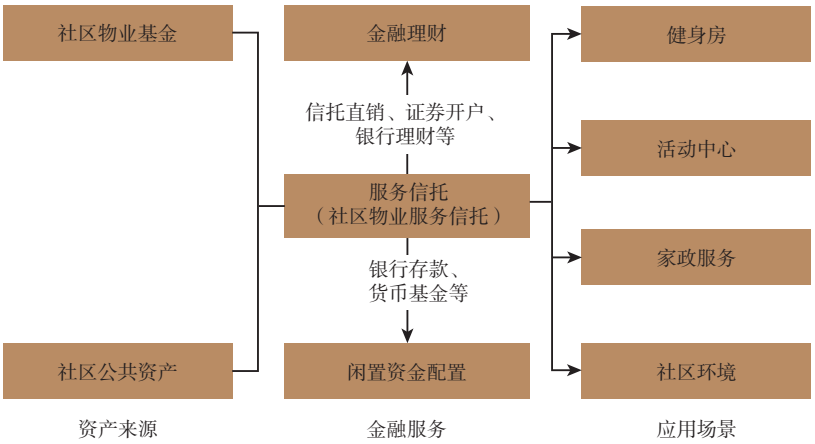


图17　社区物业信托的服务范畴示意图

（二）集体建设用地服务信托等形式参与增加保障性住房供给

城市新市民、流动人口等群体的住房保障问题是近年来城市治理关注的焦点。政府明确要通过探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房、完善保障性租赁住房政策、推动公募REITs试点等措施扩大保障性租赁住房供给。除传统信托贷款等模式外，信托可以服务信托、慈善信托等创新形式参与其中。

集体建设用地服务信托设想：可探索利用“集体建设用地+服务信托”方式获得租赁住房长期租赁权益，以解决周边企业职住平衡问题。村合作社以集体土地使用权出资入股项目公司，享有地块部分经营权等。信托公司为有住房需求的企业员工（投资人）设立系列服务

信托。系列服务信托受让项目公司股权收益权并获得住宅部分的优先租赁权。针对系列服务信托委托人为人数众多的自然人特点，可设置受益人代表大会、联合委员会、管理顾问等决策机构，就信托财产管理问题决策并向受托人发送指令。此外，为夯实租住目的，可锁定收益权转让期限，并严格限定受让资格等。在此模式下，一方面，信托公司为委托人提供资金监管结算、信托收益权登记等服务；另一方面，信托不以获得信托收益、返还信托资金为目的；受益人通过行使优先承租权可以保障租赁权益、稳定长期租赁预期、实现家庭居有定所、提升居住幸福感的信托目的（见图18、表5）。

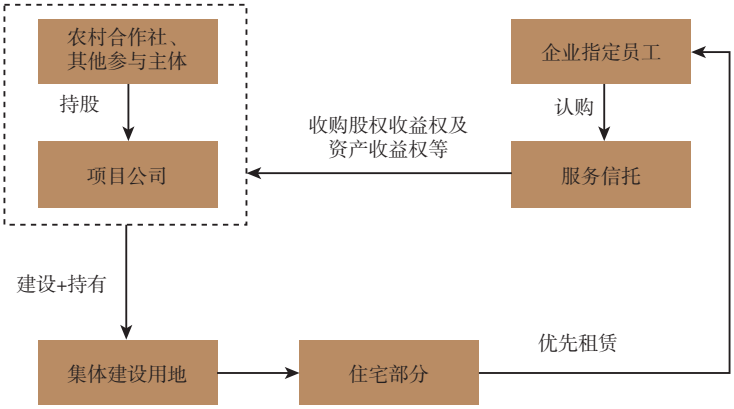


图18　集体建设用地服务信托示意图

表5　　系列服务信托决策机制

决策机构	决策机制
受益人大会	服务信托最高决策机构
受益人代表大会	受益人大会常设机构 • 首任受益人代表在信托合同中明确 • 后任受益人代表由管理顾问按一定规则在委托人中遴选并提名 • 受益人可通过发起受益人大会否决管理顾问提名的受益人代表 • 如受益人代表无法选出，则受托人有权提前结束服务信托
联合委员会	跨信托联合决策机构，由各只服务信托受益人代表组成
管理顾问（或有）	代表所有服务信托向受托人发送指令

保障性租赁住房慈善信托设想：可接受委托人资金或不动产，设立慈善信托。或与家族信托结合，约定部分本金及收益用于单独设立慈善子信托，租赁或购置不动产。后续以低租金或免租金方式，向低收入和无住房困难群体提供租赁住房。信托公司、慈善组织、企业或个人、住房租赁管理公司及信托监察人等，可分别在受托管理、慈善财产募集、项目运营方面发挥专业优势，保证项目运行透明、高效、专业。但此模式对委托人自身财务要求较高，目前市场上持有强烈委托意愿建立慈善信托的慈善组织或个人仍较少。此外，保障性租赁住

房慈善信托需要审慎确定受益人资质。可参考政府保障性住房申请标准，并进一步缩小受益人范围，将公益性租赁住房提供给住房困难且迫切需要的人群，做到有的放矢（见图19）。

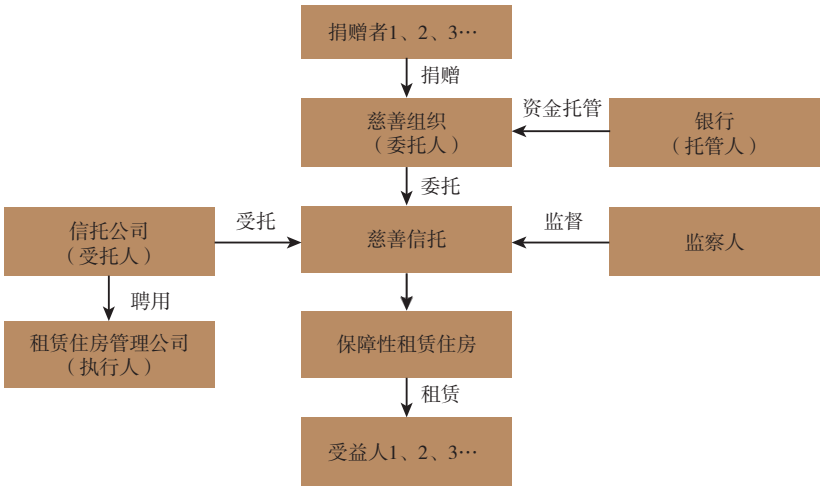


图19　保障性租赁住房慈善信托示意图

保障性租赁住房公募REITs：2021年7月，国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（简称“958号文”），将保障性租赁住房纳入试点公募REITs基础资产范畴。保障性租赁住房公募REITs是基于保障性租赁住房资产，运用信托制度发行的标准化证券产品。当前公募REITs 在实际运营中更多是吸引基金为代表的金融机构参与，信托公司在其中并非主导。但信托公司常年深耕房地产市场，拥有丰厚的资产识别经验、卓越的房地产投资管理能力，可协助管理运营租赁住房资产，推动保障性租赁住房公募REITs的高效开展。

（三）时间银行信托等形式参与健全多层次社会保障体系

孤老残障保护与弱势群体救助对维护社会稳定、实现社会公平与正义具有积极重要作用。特殊需要信托、遗嘱信托、养老与保险金信托的创新和发展为完善残障保护、提高社会养老服务水平、满足大众对风险保障和家庭财产传承的双重需求提供可能①。例如特殊需要信托可为孤老残障保护注入新的服务内容：一是可由政府设立公共受托机构，或委托专门的服务机构作为受托人，为孤老残障及其家庭提供特殊需要信托服务，弥补政府公共服务之不足，为其获得有尊严的生活创造条件。二是可由孤老残障个人设立自益型特殊需要信托，或由其家人代为设置他益型特殊需要信托，提供政府保障机制所未能涵盖的服务需求。三是可将特殊需求与保险金、遗嘱等其他信托服务相结合，例如可设计“养老监护+遗嘱+信托”等形式，以达成委托人的多种受托目的，更好地服务社会民生需求痛点和难点（见图20）。

① 由于特殊需要信托、养老信托与保险金信托均为2021年行业重点研究课题内容，在此仅作简要介绍。

图20　信托参与健全社会保障体系场景

近年，“时间银行”这种互助养老模式逐渐进入我国大众视野[①]，2018年，民政部明确将“时间银行”纳入全国居家社区养老服务改革试点范围。三年多来，时间银行在我国虽然取得了一定的实践成效，发挥了部分社会治理的功能，但也在保障运营、资产管理、信息化建设等方面存在诸多问题（见表6）。

表6　近年时间银行在我国主要城市的实践

时间	城市	主要内容
2017年9月	成都	出台《关于深入推进城乡社区发展治理建设高品质和谐宜居生活社区的意见》，提出将居民参与社区治理、维护公共利益等情况存入“时间银行”，纳入社会信用体系
2019年8月	广州	广州志愿者协会正式上线广州公益时间银行，形成时间银行助力养老事业的“广州模式”
2019年年底	南京	11个区和江北新区、24个街道、247个社区参加首批“时间银行”试点。次年实现全市通存通兑
2020年4月	青岛	出台《青岛市养老服务时间银行实施方案（试行）》，制定了《青岛市养老服务时间银行实施细则》
2020年12月	上海	《上海市养老服务条例》明确指出“探索建立互助性养老服务时间储蓄、兑换等激励、保障机制”
2020年12月	北京	《北京市志愿服务促进条例》明确志愿服务组织可通过服务积分、时间储蓄以及会员互助等方式，激励志愿者开展志愿服务

在时间银行的互助养老与志愿服务模式中，信托或可参与其中，解决实践过程中的难点。由国家层面设立专业部门或机构担任时间银行公共受托人，委托人（志愿者）将志愿服务的时间（或内容）受托，并约定未来某日将同等服务时间（或内容）受益于委托人自身或委托人指定的其他受益人。

信托参与时间银行的优势在于，一是公共受托人可从国家角度统筹，在解决好志愿时

① 时间银行也称“时间储蓄”（time saving），目前在我国主要指志愿者为高龄、独居或者特别需要人群提供志愿服务，将提供志愿服务的时间进行储蓄，待自己年老或需要帮助的时候，从“时间银行”支取时间兑换服务的一种新型互助模式。

间（或服务）作为信托财产的受托管理问题基础上，形成一套全国通行的实施标准和评价体系，打通不同领域公益服务资源的联通，避免逆向选择和道德风险的发生，确保服务信息的连贯对接与存兑机制的完善，促进社会多方主体参与。二是可解决时间互助养老服务支付与可携带性的挑战。由于时间银行本质上是一种“期权式”互助模式，以当期的服务时间投入为条件，为自我或其他特定人员在未来某个时间产生服务需求时取得养老服务的“求偿权”。一旦出现志愿服务兑换不对等或无法兑换，将影响民众对时间互助的信任与信心。通过公共受托人对服务时间的有效管理与匹配，并以信托制度形成约束与保障，可确保时间银行互助服务实践的顺利实施与持续运营。三是通过信托机制的有效设计，可设置代偿受益、指定受益，可对实物与货币等多种资产受托管理，解决现实操作中的子女代偿、他人受益、资产有效管理等难题。四是可以服务信托账户为依托，赋能区块链、大数据等科技手段，为每一位委托人（志愿者）建立便捷的在线时间银行账户，助力实现志愿服务时间的透明管理，帮助时间银行健康、稳步发展。

城市治理的目的更加聚焦于城镇化进程中带来的经济社会问题及人口服务问题。物业信托、涉众资金/资产管理、特殊需要信托、集体建设用地服务信托等，主要以机制创新、形成可规模化的治理模式、商业价值和社会功能统一为治理目标特色。但整体而言，信托参与城市治理的创新探索还局限于“即兴式”“碎片化”的阶段，部分领域是信托制度应用于民事范畴的尝试，具有公益性较强、受托人角色较广（律所、公证机构等均可作为受托人）、服务个性化等特点。信托公司参与其中应做好风险与成本的合理把控，在保障企业合规经营的前提下，积极承担企业应尽的社会责任。

五、共建共治共享治理格局中的信托参与模式

（一）盲目信托在国资国企改革中的应用

现行国有资产管理体制存在着多级委托代理成本昂贵、管理效率不高、易发生政企不分、政资不分和责任承担无限性等弊端。信托作为一种为他人利益管理财产的制度，可适用于深化国资国企改革，有效解决国有资产经营管理中存在的部分难点。

盲目信托（Blind Trust）是指信托委托人抛弃对信托财产的所有支配权，而由受托人拥有充分的自由裁量权来管理和处分信托财产，委托人和受益人对信托财产的投资情况没有任何知情权，也无权干预的一种独特信托形式。英美国家往往要求政府公职人员等设置盲目信托来隔离个人私有财产的投资管理，以避免权力寻租及内幕交易，确保管理决策的客观公正，

能更好地集中精力在本职工作上。

设想在我国试点推动盲目信托的设立：要求特定领域的国有企业高管或一定级别的公职人员，将其家庭的合法所得收入的相当比例部分置入盲目信托进行投资管理。盲目信托的受托人须是独立于委托人影响之外的金融机构，委托人不能持有其相当比例的股份或对该机构有实质性影响，且该金融机构的股份不得有超过特定比例由单个自然人持有。委托人必须签订合同主动放弃多项权利，包括不得对受托人的营运管理方式作出指示，不得任意取消受托人作出的营运管理决策，不得擅自变更受益人等。需设立针对盲目信托的监管机构以便对受托人行为进行监管，如可在政府层面设立相关的职责部门，负责监管公职与国企高管人员盲目信托执行情况、盲目信托的受托管理情况，确定担任盲目信托受托人的金融机构的资质及合格受托人名单。因盲目信托的监管可能涉及投资经营等专业知识，监管机构可聘用一定数量的专业人士、金融业协会等共同参与。

虽然盲目信托的好处明显，但设立盲目信托的程序相对复杂烦琐，管理费用可能较高，财产转移可能带来沉重的税务负担。同时，由于在现实中常常难以实现盲目信托中对受托人独立性等的各类要求，这就使得盲目信托可能流于形式，并非真正“盲目”，一些情况下设立的目的甚至成为规避利益冲突或者躲避政治攻击的“武器”，在实际应用中尚需完善其运作及监管机制等。

（二）国有股表决权信托参与国有资产做强做优做大

早在20世纪90年代，我国各地即以类信托的“托管”模式不断探索国有资产市场化运营方式，形成了海南模式、黑龙江模式、江西模式与武汉模式等，有效地解决了社会主义市场经济转型时期国有资产经营扩大再生产、股份改制等发展问题，积累的实践经验显示，通过信托形式解决国有资产管理中的矛盾问题是可行的选择（见表7）。

表7　类信托模式参与国有资产多样化运营

模式类型	政策依据/背景	模式介绍
海南模式	1995年《海南经济特区企业国有资产条例》推动“企业国有资产委托经营”	（1）受托企业把受托的国有资产纳入本企业资产一并经营管理 （2）受托企业代表委托方选择一个或数个企业，将受托的国有资产委托给其经营
黑龙江模式	1995年《关于国有企业委托经营试点工作的意见》推动“委托经营”	有整体委托、局部委托和企业内部委托三种方式
江西模式	自1990年就开始探索企业的“托管经营”	（1）由托管企业派干部直接进入被托管企业进行经营管理 （2）采取“联手协作”方式托管 （3）采用“一厂两厂”方式托管
武汉模式	2003年，武汉国资公司会同其他有关机关设立武汉华煌托管有限公司，实行“全权委托”管理	（1）已具备了信托的基本框架。武汉市国资公司作为委托人，将托管企业整体信托给独立专业化的托管公司 （2）委托人不干预受托事务，但可基于其实质所有权对受托人进行监督和考核

进入新时期，随着国有企业改革和国有资产管理体制改革的不断深化，国有股权已经成为国有资本的主要存在形式。如何行使国有股份权利，解决国有股东表决权行使中的所有权实质主体缺位、政资不分，实现国有资产的保值增值与运营效力的提升，成为我国国资国企改革发展面临的重要问题。

国有股表决权信托以其独有的制度功能可以有效地解决上述弊端。其对于股份制公司的法人治理结构改善，特别是对于我国公司企业中国家股权的管理，有非常重大的价值。这种信托设置可解决国家股东漠视或无能力关注企业剩余问题，受托人为了国家利益行使表决权并收取股利，使国家股东尽职尽责地参与公司治理而真正享有股东权益。按照信托的方式，在国有企业资产清产核资量化的前提下，由国有资产管理部门采取信托方式，委托有管理能力且值得信赖的资产管理公司或信托公司为国家管理和运用这部分国有股权表决权，一方面将国有股权表决权通过信托方式转移于非行政化的受托人名下，使国有资产明确具体的、市场化的产权主体经营而得以“显性”；另一方面，信托制度中委托人、受托人和受益人之间定型化和法律化的权利、义务和责任体系，又能充分保障受托人对于受益人利益的忠实，使国家利益得到维护。

此外，针对部分国家非经营性国有资产（如军队国防、公安系统、国家机关占用的国有资产等）、闲置资产或不良资产，亦可充分发挥信托优势，设置国有专项资金/财产信托，委托有管理能力的职能部门、资产管理公司或信托公司等对上述资产进行有效的管理处置。如对于各级地方政府、企事业主管部门用于实现相关社会经济职能的专项资金（电力、企业发展、就业基金等），闲置的国有厂房与仪器设备，军队国防、公安系统或国家机关占用的非经营性国有资产、铁道桥梁等国有资产特许经营权都可以采用不同的信托形式加以管理、维护，以拓展融资渠道、提升运作效率。

国有股表决权与国有专项资金/财产信托在设立时应坚持竞争性原则和分散性原则，每个国有股权运营主体所拥有的股权不要集中于一个行业，以避免行业垄断的发生。在受托人选任方面，鉴于国有股权与专项资产管理的特殊性，必须对受托人的资格和能力进行严格审查，并由有关法律法规作出专门规定，以防“暗箱操作”，损害国家利益。如可采取招投标的方式，聘请一定比例的无利害关系的专家组成评标委员会，坚持公开、透明的原则，选择优良主体作为受托人。被选任的国资运营主体应当主要经营国有股权与国有专项资产信托业务，不直接从事生产经营活动；在业务资格和能力上达到法定标准，具有良好的资信状况和丰富的国有资产与股权经营管理经验，注册资本达到一定规模，具备完善的风险负担能力等，能够较好地完成经营目标。受托人选定后并非一成不变，在情势变更下受托人可向国有资产管理部门提出辞任请求；同时国有资产管理部门作为信托的委托人和受益人拥有解任受托人的权利。对于为社会免费提供纯公共产品的非经营性国有资产如军队国防、公安系统、国家机关占用的国有资产等，宜由政府向相应的职能部门具体受托管理，在努力保护国有资产完整安全、维护财产现状、不变更财产用途和存在方式的基础上，力求发挥国有资产最大效用，为社会提供最好服务。

（三）员工持股信托激发市场主体活力

员工持股是一种有效的长期激励机制，是企业员工通过各种方式获得本企业股份，从而以劳动者和所有者双重身份参与企业经营管理，分享企业剩余索取权的一种制度安排，是我国鼓励、支持、引导非公有制经济发展的重要举措，有利于优化企业股权结构、留住人才、提升企业经营业绩。目前，员工持股实现方式包括个人持股、壳公司持股、职工持股会以及信托模式。在员工持股信托模式下，受托信托公司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，同时信托公司在股权管理和收益分配方面具有专业技术和平台、接受来自政府部门的监管，能够充分维护员工利益，方案设计灵活、并具有更大的安全性和可靠性。美国、英国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。

■ 专栏6　杠杆型员工持股信托计划模式

以带有杠杆的员工持股信托模式为例。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。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（见图21）。

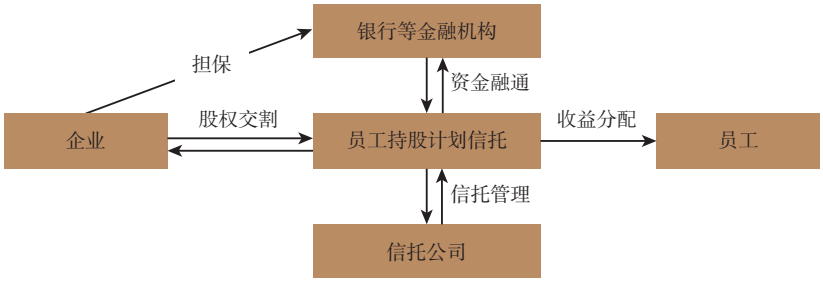


图21　员工持股信托计划示意图

员工持股信托实务中需要注意准入和退出规则、价格的设定和明确。为了确保收益权流转的便捷，需要公司实控人或指定主体持有一定量的信托收益权形成“收益权蓄水池”，每次实质上的股权变动都通过“蓄水池”实现信托收益权转让：在有新增或退出员工时，由该主体向新增员工进行收益权转让或收益权收购。另外，针对还可能会出现的因受益人离婚、继承或者债务等原因而被动分割甚至拍卖的情形，要充分考虑股权激励的特别属性和企业实

际，制定出既合理又合法的信托受益权流转处分规则。

我国证监会2014年发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，明确了信托公司具备员工持股计划管理资质。随后国资委、财政部及证监会发布了《〈关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见〉的通知》，证监会发布了《上市公司股权激励管理办法》等，相继对员工持股计划政策进一步完善，员工持股计划得到了快速增长。根据Wind统计，截至2021年6月，2021年共有106家A股上市公司推出了员工持股计划，初始资金规模合计184亿元。但当前，以信托计划的方式进行员工持股计划在全部员工持股计划中占比较低。这背后的原因主要是上市公司开展员工持股计划另一重要目的为利用其作为撬动杠杆，提高增持积极性及市值管理。而杠杆类员工持股计划需严格遵守“资管新规”对杠杆比例的严格要求，在一定程度上限制了杠杆类员工持股计划中信托参与的优势[①]。但相信未来通过员工持股信托模式的不断创新和完善，形成独特的服务价值链条，强化员工持股和员工养老、福利等方面的衔接，做好个性化、定制化的特色服务，信托的制度与服务优势定能更好地满足企业员工激励过程中的各种现实需求，获得经济激励和社会治理的双重效应。

（四）推定信托参与特色现代企业制度构建

推定信托最初是英美法院为主持正义，对财产所有人的监护人、律师或其他代理人等因滥用信任关系、欺诈取得的任何财产不当得利而采取的一种衡平法上的救济手段[②]。一旦法院判定推定信托成立，则非法持有财产者只能以受托人的身份管理财产，不得谋取财产上的利益。无论从理论还是实践方面，推定信托可在我国多个包含信任因素的场景中加以引入，这对于信托法制建设、信托理念的推广乃至信托参与社会治理能级提升具有重要意义。

■ 专栏7　推定信托的适用——以攫取国有企业机会行为的修正为例

我国《公司法》第148条第5款规定引入公司机会准则，丰富了信义人忠实义务的构成体系，虽然具有开创性意义，但其对相关条款的规定过于简单，对信义人攫取公司机会行为救济的规定仍不完备，难以实现此准则引入的初衷[③]。

① 根据“资管新规”要求，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。

② 在特殊的情形之下，英美法系法官往往会结合既往的裁判实践，将某些没有明确信托目的的法律关系认定为信托，进而将信托的基本原理适用于特定主体之上，尤其是为实现特定的法律效果而对其中某些当事人课以信托受托人的信义义务。英国法主要将推定信托视为独立的信托类型；而美国各州的法律更偏重于将其视为纠正不公正财产关系的诉讼补救方法。

③ 《公司法》第148条第5款规定：“董事、高级管理人员不得有下列行为：未经股东会或者股东大会同意，利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会，自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务。”

在此情形下，可适用推定信托，将董事及高管所获得的“机会”和任何财产/利益成立为公司利益所设立的推定信托。如某国有企业董事/高管，利用企业决策机会、挪用企业资金为其配偶购得某资产，此时可适用推定信托。若该资产增值、产生孳息或利益，在该信义人尚有偿付能力的前提下，推定信托不仅可要求其返还原资产，还可要求其给付增值部分、孳息或利益收益；在资产移转于第三人之手时，资产权利人仍享有追及权，可追及至第三人手中的财产或其替代物。根据推定信托规则，推定信托可作为物权救济的手段，同时也包含债权救济的内容，至于采用何种救济手段，则由当事人根据有利于己的情形进行选择。

在国企高管违反信义义务的情形下，推定信托可作为一种救济手段，弥补不当得利规则适用的不足：可使违反义务的信义人返还不当行为的得利；在公司信义人利用公司机会所取得的利益转化为其他财产权利形态的情况下，公司作为受益人仍可以追及至第三人手中的任何权利形态，从而给予公司以充分的物权法上的保护，防止不应当受益的人得利。若作为推定信托标的的财产被挥霍或灭失，那么公司作为受益人可以请求推定受托人承担个人责任。它对权利的保护，有优先于一般债权的特点，为受侵害企业提供了充分的权利保障机制。

在惩治贪污腐败情形中，仍可利用推定信托理论针对公职人员非法所得的财产进行彻底追索。信托可自公款被贪污挪用之时起认定贪污的官员即刻成为该笔财产的推定信托的受托人，为国家和集体的利益持有并管理这笔财产。即便贪官携赃款外逃，也不会受到诉讼时效的限制；即便贪官身故，其继承人仍然作为这笔财产的受托人对国家和集体承担受托人义务，负责偿还所有被贪污的财产及收益。此外，推定信托可在诸多包含信任因素的场景中加以引入，解决一房多卖、隐名出资与股权代持、监护与照管风险等社会治理问题。

鉴于推定信托本身就是衡平法中的独特制度，其引入要注意在符合我国《信托法》结构体系的前提下，妥善处理与民商法律体系的契合等问题，并做好相关配套制度的构建，如法官的法学解释工作、最高院出台专门司法解释等。

（五）“国民信托”等形式参与文化与生态遗产保护

基于生态环境保护、历史文化遗产传承等方面，可尝试引入信托机制，通过国民信托、资产证券化、公募REITs、环境诉讼信托等形式，引入多元主体，拓展资金渠道，共同助力解决文化与生态保护中的治理难题。

1.类“国民信托”

类“国民信托”方案设想：相关政府部门担任委托人，受托人通过法律规定、政府委

任、合同契约等方式获得自然保护区、特定文化建筑遗产的受托管理权。受托人可由慈善组织和信托公司共同担任，或由特定国民信托服务公司担任，由信托公司担任资产管理人。可由政府、专家、当地居民与商户代表组成信托监察人，负责信托事务的监督指导。社会公众可通过志愿者制度、会员制度、捐赠制度等成为类“国民信托”具体管理工作的参与者。以“保护为重心，亦注重合理的开发利用”思想为指引，开展自然保护区、文化/建筑遗产的管理与保护活动。最终收入来源包括但不限于政府财政支持、私人和企业组织捐助、国民信托财产运营收入、会员会费收入、相关福利彩票收入等。

在此模式下，文化建筑遗产的保护不再局限于对建筑本身的维护，可延伸至非物质文化遗产的传承和信托文化的推广等方面。此外，可拓展信托服务内涵，借鉴消费信托相关元素，设立“文化保护信托”，在特定的时间对特定数量的公众将自然保护区、文化/建筑遗产有限度的予以开放，或提供学习了解非遗文化、参加相关活动（如专题讲座）的权利。受托人可与专业机构合作，对建筑遗迹等进行统一管理，实现历史文化遗产保护与旅游消费的统一。这种模式的优势在于增加了保护资金来源，实现专业分工，减少沟通成本、提高协调效率，使资金更有效地支持文化遗产保护事业；为更多元主体参与生态与文化遗产的管理及保护提供平台，并实现可持续性运营。

借鉴英国国民信托，基于我国实际，我国类“国民信托”可由信托公司与慈善组织协同管理，信托公司主要负责资产管理与投资运作，慈善组织主要负责文化遗产维护与组织发展等。这种形式或可成为未来信托公司与慈善组织深入合作的新方向。

2. 公益诉讼信托

当前我国现行法律法规及司法解释对公益诉讼赔偿款项的使用管理仍不明确，各地对环境公益诉讼赔偿款的使用管理存在不同做法[①]。公益诉讼赔偿款对管理的公益性、独立性与透明性要求较高，不慎管理易造成赔偿款的不当使用，衍生新的腐败。传统“专项资金”管理模式往往受到行政权力的过度主导，监督机制不完善，影响环境公益诉讼的目的实现。

■ 专栏8　首单基于环境公益诉讼资金设立的慈善信托：以长安慈——大气保护慈善信托为例

2019年，国内首单由环境公益诉讼资金设立的慈善信托“长安慈——大气保护慈善信托”成功备案。该单慈善信托资金来源于北京市第四中级人民法院审理的由环境保护组织自然之友作为原告的环境公益诉讼案件。北京市第四中级人民法院出具的民事调解书创新性地确定了该案件中修复生态环境及赔偿生态环境服务功能损失的资金

① 如昆明、贵阳等地建立了环境公益诉讼救济专项资金账户，山东探索设立省级统一财政账号用于管理生态环境损害赔偿和修复资金。

以信托的方式进行管理，并明确被告向受托人长安国际信托交付资金120万元设立慈善信托，用于保护、修复大气环境，防治大气污染，支持环境公益事业。该单慈善信托的成立解决了环境公益诉讼资金的归属和使用问题，契合公益诉讼判决资金使用要求的公益性、独立性、透明性要求，我国环境公益诉讼资金的管理难题取得了创新性突破。

2014年，最高人民法院提出了“探索设立环境公益诉讼专项基金”的主张[①]。次年，国务院提出探索建立生态环境损害的资金管理制度[②]。根据我国实际情况，建议设立环境保护公益诉讼信托：政府为委托人，设立环保公益诉讼信托，专项用于诉讼中涉及的被污染环境的修复治理以及补助环境公益诉讼费用及过程中的其他支出。信托资金的筹集、管理、支付等可委托信托公司，并加以法规约束和政策引导，如作为受托人的信托公司的受托资格必须获得有关公益事业的管理部门批准。该基金的来源包括诉讼赔偿金、财政拨款、社会捐助、信托基金利息、福利彩票等多种途径，同时，该信托要接受财政部门和环保部门、审计部门、检察机关的监督（见表8）。

表8　环境保护公益诉讼信托适用范围与运行监督机制

适用范围	主要用于诉讼中涉及的被污染环境的修复治理以及补助环境公益诉讼费用，诉讼过程中因鉴定、公告、勘验、评估、拍卖等发生的依法应当由当事人负担的费用
	若环境公益诉讼的被告败诉，则应由其负担诉讼费用以及律师费、调查费、差旅费、鉴定费、勘验费等实际发生的费用
	若此相关费用已由环境公益诉讼专项基金支付，则被告应将此费用补入专项基金内
运行程序	设置独立账户，独立运作、专款支付
	设立各利益方代表组建的信托决策委员会，对信托资金的管理及使用进行决策
	拟提起环境公益诉讼可向受托人申请立项，鉴定费、公告费、勘验费、诉讼费等在该项目下列支
	用于诉讼中特定被污染环境的修复治理，应向受托人申请，并交由环保部门最终审批核准
监督管理	制定包括诉讼申请制度、运行过程监督制度、财务制度、信息披露制度等
	接受财政部门、环保部门、审计部门的监督
	定期公开基金使用情况及账目，确保公众享有知情权
	授权有关社会组织或被污染区域群众查阅基金管理中心相关项目的使用情况的权利

作为公益诉讼后续机制安排，公益诉讼资金的管理和使用关系着诉讼最终目的的实现。信托制度契合公益诉讼判决或调解资金使用要求，可厘清赔偿金的权属问题，有助于扩大环境保护的主体，保障公众知情权，让社会力量参与到环境保护事业中，无疑是管理公益诉讼

① 详情参见《关于全面加强环境资源审判工作为推进生态文明建设提供有力司法保障的意见》。

② 详情参见《生态环境损害赔偿制度改革试点方案》。

判决或调解资金的最优机制安排。美国的溢油责任信托基金、日本公海健康损害赔偿基金等都是采用信托的架构进行管理。此模式在我国未来的发展仍需政府政策的支持与扶助。

3. 资产证券化

资产证券化是我国部分文旅企业扩展融资渠道的重要方式之一。据不完全统计，自2012年以来，已有华侨城、携程、八达岭等企业和文旅项目基于景区门票、酒店收入等成功发行资产支持证券产品。

■ 专栏9　银行间首单景区资产证券化产品——扬州瘦西湖ABN

2018年11月，由扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司发起的“扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司2018年度第一期资产支持票据”在银行间债券市场成功发行，该项目是银行间首单景区资产证券化项目，由长安国际信托担任发行载体管理机构，瘦西湖景区特定期间的门票收益权为基础资产。项目发行金额22亿元，票面利率5.5%，其中优先级分为15档，共20.90亿元，次级1.10亿元，期限3+3+3+3+3年。在资金用途方面，2亿元用于蜀冈—瘦西湖风景名胜区的运营维护及开发建设，20亿元用于偿还瘦西湖旅游发展集团因蜀冈—瘦西湖风景名胜区运营维护及开发建设形成的有息债务。本次发行资产支持票据进一步拓展瘦西湖旅发融资渠道，盘活旅游资产（见图22）。

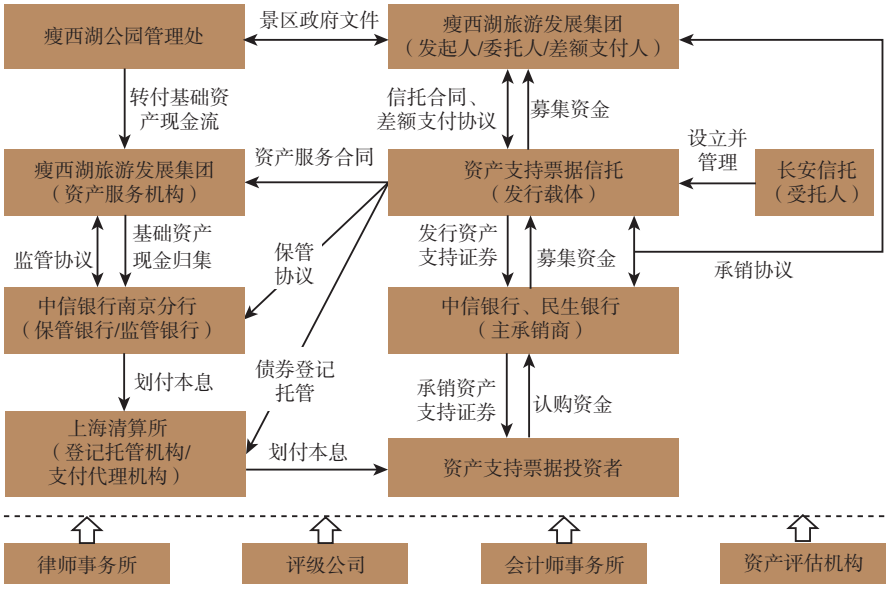


图22　扬州瘦西湖第一期资产支持票据

目前，信托可介入文化遗产旅游项目资产证券化的全链条服务：参与Pre-ABS，通过发行集合资金信托计划的方式，为文旅项目企业提供资金支持。后期，可以ABS或ABN方式将

具有稳定现金流收入的项目证券化；充当受托人，实现SPV风险隔离；作为普通合伙人或财务顾问，购买劣后级资产支持证券、与项目运营企业共同分享权益类资产升值的机会，或在交易结构设计、业务系统搭建、监管沟通、并购管理等方面深度参与文旅项目，进行主动管理；提供ABN承销等传统及衍生的主动管理服务。当前银行间交易商协会已批准12家信托公司为非金融企业债务融资工具承销商，承销包括ABN等多种非金融企业债务融资工具。未来信托公司可作为发行载体承销ABN，以股权投资、战略投资者参与文旅项目运营，在服务文旅市场中开拓更多可能。

4. 公募REITs

2021年“958号文”对基础设施REITs试点区域、资产范围进行了扩容，将黄河流域生态保护纳入重点支持对象，并将自然文化遗产、国家5A级旅游景区纳入试点资产范围。

在文化遗产与景区公募REITs中，一方面，信托公司可通过构建“公募基金+资产支持证券+信托计划”的“股加债”结构形式参与，有效降低交易与税收成本。另一方面，由于信托公司具备丰富的基础设施项目运营管理经验，同时配备充足的具有基础设施项目运营经验的专业人才，可尝试作为受托第三方参与公募REITs项目运营管理，发挥其在另类资产管理，特别是资产尽调、风险评估等方面的能力。此外，信托公司可以战略配售或网下投资者身份参与配置REITs资产。目前首批9单公募REITs中，已有建信信托等4家信托公司参与，成为8单公募REITs的投资者。最后，信托公司可作为资产撮合方，发挥跨市场媒介优势，利用长期以来在业务上的资源积累，帮助原始权益人挖掘和组织优质基础资产（见图23）。

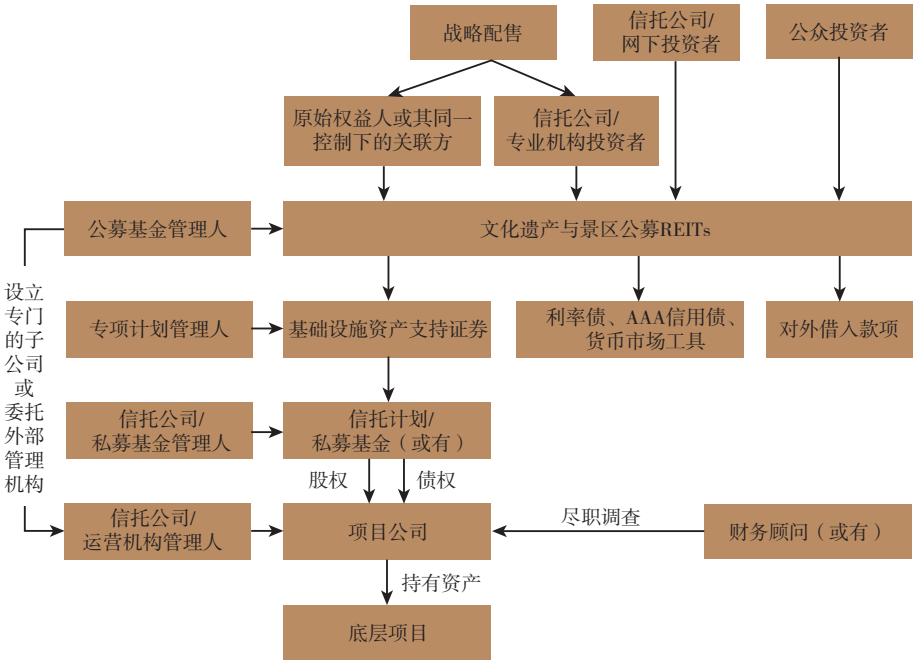


图23　信托参与文化遗产与景区公募REITs角色

需要注意的是，和高速公路费、停车场租金、物业管理费、地产转卖溢价等收益来源不同，景区未来门票收益具有更大的不确定性和不可控风险。因此景区公募REITs面临的首要难点就是内部收益结构的优化。既要细致研究政策，寻求政策实施外更有利的配套措施，更要深刻反思行业现状，探索风险可控、质量内生的现代化景区盈利模式。下一步，可从“958号文”的实施细则上申请政策倾斜，探讨将门票和景区酒店收益纳入基础资产池的标准和条件。此外，需要景区在收益模式上寻求突破和创新，以适应公募REITs项目的标准要求。信托公司可从中介入，先行对潜在可公募化景区项目进行甄别，遴选具有久期营利性的优质项目，并进行“盈利模式再造”。再造的方向可以是弱化门票经济、打造文创周边产品经济与品牌酒店衍生收益，构筑以“服务本地市民为主，服务外地游客为重”的休闲度假型景区资产等。

（六）慈善信托推动共同富裕

1. 慈善信托的再创新

慈善信托在推动慈善救济、促进社会财富再分配、维护社会稳定方面发挥了重要作用。但当前也受限于捐赠财产与模式单一、捐赠资源动员能力有限等发展瓶颈。

在提高受托财产管理方面，可通过信托公司服务信托账户系统，实现实物捐赠资产，如不动产（医院）、动产（车辆）或股权等的登记、保管、执行监督、分配结算与信息披露等；通过账户系统与信息流、商流、资金流实现深入的结合，保证基础交易信息的准确性和交易的安全性。还可借助区块链技术为慈善信托科技赋能，将关键文件和资产进行存证，对关键事件进行历史溯源，便于信托参与各方实时知悉慈善项目的真实进展情况，简化项目中间流程，降低运营成本，提高慈善活动的安全性、透明性。

■ 专栏10　以区块链技术赋能慈善信托——以万向信托为例

万向信托发挥信息技术优势，打造“万向慈善信托账户管理平台”。这是基于区块链技术的慈善信托账户管理平台，集账户管理及验证、存证、追踪溯源等功能为一体，提升慈善活动的公信力和权威性，并提升捐赠人的直观捐赠体验。目前，已有客户通过该账户管理平台以商品物资形式向新冠肺炎武汉定点医院定向捐赠。

在扩充慈善捐赠来源方面，一方面，信托可发挥资源联通枢纽作用，与不同金融机构等开展合作，以让渡信托产品部分投资收益、银行代销手续费用等方式获得慈善信托财产，进而迅速汇聚捐赠来源。另一方面，可设计符合慈善组织对风险、流动性、收益率要求的信托产品，尝试推动信托产品在慈善组织中的认购。

在创新服务模式方面，源自美国的捐赠人建议基金（DAF）是一种有效的借鉴[①]。2019年中信信托携手深圳递爱福公益基金会共同完成国内首单DAF捐赠，开启信托参与公益慈善的新实践。

■ 专栏11　首单“DAF”捐赠信托——以中信信托为例

2019年1月，中信信托携手深圳市递爱福公益基金会共同完成国内首单DAF捐赠，开启信托参与公益慈善的新实践。本次DAF捐赠完整包含了三个核心环节：Give（将慈善资产捐赠至基金会并开设DAF慈善账户）、Grow（慈善资产保值增值）、Grant（慈善账户资产捐助至受赠机构）。具体实施过程中，中信信托客户在享受信托投资收益的同时，将一部分收益捐给深圳市递爱福公益基金会，设立自己的DAF慈善账户。中信信托作为客户的DAF慈善账户顾问，有权提出慈善资产保值增值的投资建议。最终中信信托提出将慈善资产捐助给贵州铜仁碧江区扶贫办的捐助建议，用于改善当地困难群众的教育、医疗、住房条件。

借鉴境外与中信信托等实践经验，慈善信托DAF模式设计：信托公司以信托计划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《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（见图24）。

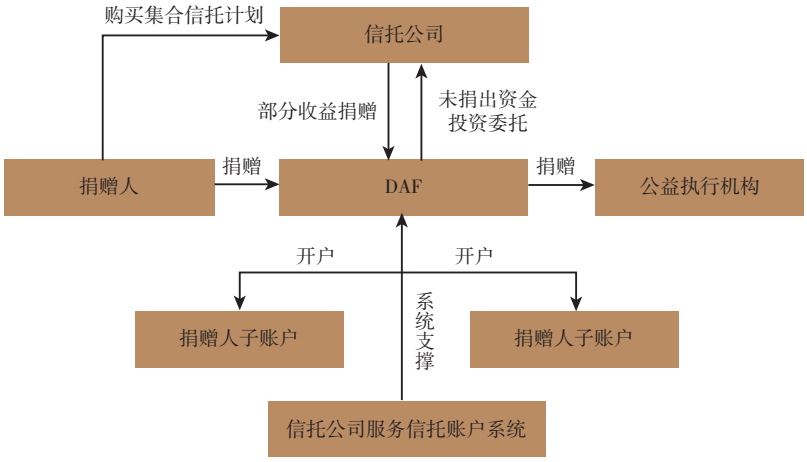


图24　慈善信托DAF模式示意图

① DAF又称捐赠人建议基金（Donor-advised Fund），是一种帮助捐赠人开设专属慈善账户、享受税收优惠、捐赠人在捐赠财产的投资和捐助方面享有建议权的基金。

慈善信托DAF的本质是个人慈善信托捐赠账户的账户化管理。通过保有捐赠资产的建议使用权、个性化慈善账户开设、快速且方便的捐赠资产转化等机制设置，发挥推广慈善信托功能、紧密捐赠人与账户管理者关系的功能。在接受资金捐赠方面，受托人可提供全面的公益资讯和意见，鼓励策略性的捐赠，提供投资建议。例如，考量家族传承作出家族性的捐赠，如果捐赠低流动性资产，如不动产、古董或艺术品，受托人将协助对这类资产作估值，为捐赠人争取相对应的税务减免等。此外，受托者可提供合规的公益机构名单，或协助完成被资助机构鉴定评估等服务。

目前我国慈善信托DAF仍处于探索阶段，相应的税务优惠与捐赠激励政策仍待建立，需要结合实际发展进行设计和变通。但若能以家庭或个人为单位的慈善信托DAF为试行，在实践中检验完善相应规则，相信随着慈善信托的发展壮大、服务信托的账户管理功能的逐步体现，未来会有更多高净值个人、家族和机构以多元化方式参与公益慈善事业。

2. 宗教慈善信托

寺庙等宗教活动场所的财产纠纷与贪腐、宗教人员的培育与晚年生活安置是当前我国社会宗教事务管理的主要问题。

运用信托制度解决宗教财产的管理问题在西方国家较为普遍，也是信托制度由来的根本体现。英国的博纳多慈善基金、美国修道士退休基金乃至我国台湾地区成立的天主教与佛教公益信托均是较好的案例参考。2021年实施的《民法典》延续了《民法总则》对宗教活动场所“捐助法人”资格的划分。法人地位的确认，解决了长期困扰宗教活动场所的法律主体地位问题，对保护宗教界合法权益、提高宗教工作法治化水平具有重大意义，同时赋予宗教慈善信托在我国受托开展的法律基础（见图25）。

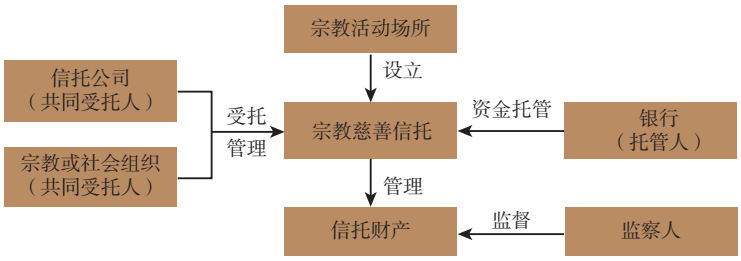


图25　宗教慈善信托示意图

宗教慈善信托设想：以宗教活动场所（寺庙、教堂、道观等）作为委托人，以捐赠的现金、实物等为财产设立宗教慈善信托。可由信托公司或其他社会组织共同担任受托人。可由捐赠人、宗教组织、宗教管理部门等共同担任监察人。宗教慈善信托的设立目的包括但不限于弘扬宗教精神、培育宗教人才、管理宗教捐赠资产、兴建宗教活动场所、照顾宗教人员晚年生活等。

此外，推定信托制度同样可适用于宗教活动场所的管理规范中。宗教活动场所可作为推定信托的受托人，为公共利益持有历史传承财产和超出合理报酬的宗教人士个人财产。宗

教组织和教众可作为推定信托的受益人，宗教活动场所就这部分财产对其承担受托责任。在持有这部分财产期间，作为受托人的宗教活动场所通过收取门票、资产升值、投资等所获收益，应依据推定信托的法理，归受益人共同所有，受托人无权享有。

在实际应用中，宗教慈善信托的财产管理需适用其他立法关于宗教财产的规定及相关宗教教义对宗教财产管理的传统习惯[①]。此外，围绕宗教财产存在特殊使用者群体结构，如按照传统佛道教习惯，居士、不特定的普通人等信众也对进入寺庙道观等宗教活动场所具有习惯上的利益，因此在宗教信托管理中，必须尊重和保障不同使用者群体对宗教财产的使用权益。

3. 公共受托人

建议国家在完善突发自然灾害和公共卫生事件等应急处置能力建设中，引入信托制度，设立公共受托人，更好地处理针对突发事件慈善捐赠事宜。

公共受托人按照信托法原理构建，可以是国家机关，也可以是经政府授权行使公共受托人职责的事业单位或其他组织等。在疫情或灾情面前，公共受托人能够代表国家发挥统筹调配作用，制定统一方案、受托管理慈善捐助财产，上传下达，并具体交付慈善组织等实施救助。在疫情、灾情结束后，公共受托人还可以代表国家继续受托管理尚未使用完毕的捐赠财产，或者将剩余捐赠财物移交慈善组织或慈善信托并监督其依法使用；同时还可作为兜底性的财产管理机构，受托管理因疫情、灾情失去亲人的老年人、残疾人等特殊人群的财产。必要时可承担特殊事务管理与监督等职责，如为未成年孤儿指派监护人、为老弱病残指派看护人等。

（七）数字化社会治理中的数字信托

产业技术革命引领社会生产变革，改变社会治理的行为与方式。当前全球范围内建设数字政府、利用数字信息化技术推动经济发展和提升社会治理水平正成为时代大潮。“数字社会治理”更加强调信息融通和以人民为中心的信息数据服务，其体系的建构不仅响应了信息革命下社会发展的内在需求，同时也与全球治理体制变革具有密切的关联性与同构性，其中数据安全与公众隐私保护、数据产权归属、数据定价及数据开放共享成为数字治理时代的关注焦点。

数字信托的提出即是为了解决数据主体与数据控制者之间不平衡的权利关系，从而在数据流通、共享和交易中确保数据隐私和安全。目前数字信托存在两种不同的理解和探索：一种是美国的“数据受托人”方案，即对数据控制者冠以信托受托人义务约束；另一种是英国的“数字信托”方案，即建立第三方机构提供独立的数字信托服务[②]。目前英国已经推动了各种数字信托试点。

---

① 2017年修订的《宗教事务条例》规定，寺庙财产不得“转让、抵押或者作为实物投资”，而只能“用于与其宗旨相符的活动”。由于规定过于原则抽象，“与其宗旨相符的活动”尚不明确。

② 目前对数字信托尚未形成统一的认知。英国开放数据研究所提出了5种代表性的阐释：（1）一个可重复的术语和机制的框架；（2）一个共同的组织；（3）一种法律结构；（4）数据的存储；（5）对数据访问的公众监督。在这5种阐释与实践的基础上，提出了一个相对狭义的界定，“数字信托是一种提供独立数据管理的法律结构”。

■ 专栏12　美国“数据受托人模式”——以微软公司为例

“数据受托人模式”即相关公司为了解决在当地国家的数据安全担忧问题，选择当地国家的独立公司作为“数据受托人”达成技术合作，由“数据受托人”提供数据中心存储相关公司数据，并由“数据受托人”控制并监督相关公司对客户数据的所有访问。

2015年，微软主动在欧洲采取数据受托人模式，以解决棱镜门事件后欧洲对美国公司掌控欧洲数据的担忧。这里的数据受托人就是德国电信，由其控制并监督相关数据中心对客户数据的所有访问。用户输入联网微软Office软件及其他商用数据将被存储在由德国电信管理的两个数据中心里。微软只有在得到用户或者是控制数据使用权限的德国电信子公司的许可后才能在有监督的情况下获得上述数据。

我国实务界也意识到数字信托潜在的巨大价值，并开始了有益的实践探索，目前已形成了以数据生产商和大数据运营商为基础的两种数字信托服务模式设想，二者分别依托自身产生的核心数据资产或合法取得的有控制和使用权的数据资产，加工形成有独立价值的数字信托资产。

■ 专栏13　我国首单基于数据资产的信托产品——以中航信托为例

2016年11月，中航信托发行了我国首单基于数据资产的信托产品，总规模3 000万元。在该产品设计中，委托人数据堂将自己所持有的数据资产作为信托财产设立信托，并通过信托受益权转让获得现金收入，受托人中航信托委托数据服务商对特定数据资产进行运用增值并产生收益，向社会投资者进行信托利益分配（见图26）。

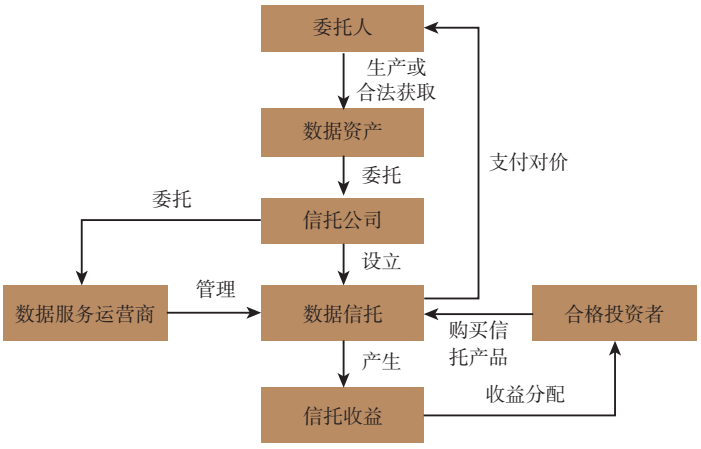


图26　中航信托数据信托

数据资产的所有权、使用权、收益权的可分离特性与信托财产权属的复合式安排具有充分的契合性，其各项权能安排可通过信托财产制度得以有效设计和落实。随着数据由技术概念向场景化、社会化概念的转化，数字信托在城市管理数据（城市安全管理、交通信息、社交媒体、会员卡等）、健康医疗教育数据（健康、遗传、医疗、学习等）和金融平台数据（个人征信、供应链金融、客户画像）等方面有更加广泛的应用和参与。我国正在制定的个人信息保护法和数据安全法，可借鉴英美的数字信托理论和实践，对数据控制者冠以“信托受托人”义务约束，在数据交易、公共数据管理方面加大探索中国的数字信托实践，组织信托业、工业界、贸易组织和民间团体等合作开展数字信托试点工作，探索各种数字信托模型在特定场景中的具体应用和最优治理方案，推进信托理念在数据社会治理中的更好实现。

相对于我国活跃的数字产业发展状态，数据资产的权属确定仍然滞后，无论是《民法典》《网络安全法》还是“两高”司法解释都没有明确的有关数据、数据资产及数据权利的相关规则和制度安排。此外，数字信托可持续的商业模式、数据访问或管理的技术架构、参与式治理的方法等都需要后续在实践过程中不断总结经验，完善提升。

在国家宏观治域视角下，信托参与社会治理的治理场景更加广泛、涉及的参与方更加多元、治理目标更加特定、治理能效的要求更加严格。盲目信托、推定信托与公共受托人制度的提出与设计，数字信托的创新发展等也进一步彰显，信托可突破大众认知的一般财产管理功能，具有更加广阔的应用空间和更加多样化的应用方式，以精巧而灵活的制度设计，在政治、商业、法律、数字科技等方面发挥独特的治理效用。

六、信托参与社会治理的机制构建与展望

（一）信托参与社会治理的机制构建

基于已有实践与我国实际，构建信托参与社会治理机制体系，明确信托参与社会治理的基本原则、工具选择与结构关系是推动信托参与社会治理向纵深发展的关键所在。

1.信托参与社会治理的基本原则

坚持党的领导。始终坚持党的全面领导，把党的领导贯穿社会治理全过程，围绕党中央对社会治理工作的部署开展服务。

忠诚守信。必须坚持忠诚守信原则，有效保障社会公共利益与财产的安全、稳定。

勤勉尽职。必须依法合规、审慎稳妥；专业规范、公开透明。

严防风险。必须坚持稳中有进、谨慎展业，始终将风险管理放在首位，坚决守住不发生系统性金融风险底线，促进金融及基层社会的稳定发展。

2. 信托参与社会治理的工具选择

信托参与社会治理主要可通过“信托治理工具”实现，包括专业性、契约性、自律性与社会性工具四种。

信托参与社会治理存在专业化依赖的特征，专业性工具具有重要作用，包括信托设计、法律审查、尽职调查、会计核算、审计等。信托设计即围绕治理场景与特色，设计信托架构、明确参与方职责、机制保障等，与法律意见构成信托治理的基础。尽职调查关注参与方背景情况与潜在风险，形成独立观点作为决策支持。会计着重分析企业与组织的资金与资产管理能力，审慎的会计制度保障企业与组织的运行需求、评价运行效率、规范运行管理。审计对企业与组织的财务管理、经营绩效、市场风险、债务信用等真实性进行客观评价，提出完善意见，与会计工具共同保障信托治理的规范与效率。

契约是社会治理最基本的合作表现形式，链接各个治理主体、稳定合作关系，也是信托治理的具体保障形式。信托治理的契约型工具主要包括信托合同、条约与契约、公约等。其中信托合同是信托形式得以应用与明确的重要载体，条约确定缔约各方权利和义务关系。公约是参与制定治理规则的信托主体共同信守的行为规范，体现道德约束，如国际公约、民间公约等。契约性工具普遍用于社会治理领域，是政府、公司、行业与组织治理的主要工具。

自律性工具指经信托行业全体成员协商同意、供全体成员共同遵守执行的一套行为准则和自律制度，包括行业规范、行业协定、行业公约等工具和手段，具有封闭性和自治性[①]。信托行业自律是一种重要的社会治理形式，信托公司运用自我管理、自我约束等自愿方式，以行业协会等形式组成管理治理机构，制定共同的行为准则和管理规章，约束会员的经营行为。

信托治理的社会性工具是指主要依靠社会诚信文化、社会公俗、舆论压力、声誉资源等社会性资本形成的行为约束和选择机制。信托业的立业基础是社会信誉、社会承诺和社会责任，社会性工具在信托社会治理中具有重要地位。

信托参与社会治理中，可选择采用多种工具组合方式，并借助不同治理主体间的协商、治理资源的交换与治理功能的优化达到最优治理效果（见表9）。

---

① 目前我国信托业行业自律性工具包括自律公约（如《信托公司社会责任公约》《信托消费者权益保护自律公约》《信托从业人员管理自律公约》）、指引（如《信托公司文化建设指引》《绿色信托指引》《信托公司受托责任尽职指引》）、宣言与倡议书（如《中国信托业行业宣言》《中国信托业内控合规管理建设倡议书》）等。

表9　　信托社会治理工具

专业性工具	契约性工具	自律性工具	社会性工具
• 信托设计 • 法律审查 • 尽职调查 • 会计核算 • 审计	• 信托合同 • 条约 • 契约 • 公约	• 行业规范 • 行业协定 • 行业自律公约	• 诚信 • 伦理 • 舆论 • 公序良俗 • 文化

3. 信托参与社会治理的结构关系

（1）信托参与社会治理的角色定位。作为资产受托管理者，实现“制度赋能”。信任是促进多主体共治的黏合剂，而有效的制度安排能降低人们互动中的不确定性，强化信任。信托制度具有财产独立、风险隔离的功能，在社会治理中信托公司可承担财产受托管理者角色，通过对资产专业、透明的管理和运用，降低社会管理的交易、沟通与监督成本，进而强化各主体间信任，提升各主体良性互动，促进独立、效率、公平、安全、信任等价值，实现参与社会治理的“制度赋能”。

作为金融资源配置者，实现“金融赋能”。转变公共事务管理过度依赖政府的现状、解决部分社会治理领域存在的政府失灵问题是共建共治共享的要求之一。信托公司可以以市场化机制实现资源跨期、跨区域、跨行业配置，通过模式设计对接社会资本与社会治理领域的投融资需求，为社会治理各主体、受众提供资金支持，增加和改善基层社会治理资源，提高资源配置效率；还可通过资产证券化、基金化运作等方式，有效盘活存量资源，促使政府资源、社会资源与金融资源的协同运转，实现参与社会治理的“金融赋能”。

作为资源信息传递者，实现“平台赋能”。信托公司可发挥平台功能优势，有效整合多方参与主体，汇通各方资讯、共享信息，与政府部门、各类市场、社会组织合作。还可与政府部门联合开发可用于社会治理的线上平台，将大数据、区块链等金融科技赋能于社会治理中，协同构建共建共治共享的社会治理格局，实现参与社会治理的“平台赋能”。

作为社会责任履行者，实现“公益赋能”。信托公司可通过慈善信托等形式，参与到扶贫助困、教育助学、环境保护等社会问题的解决当中，并发挥在准确把控、透明运营、规范管理等方面的优势，通过履行社会责任，实现参与社会治理的“公益赋能”。

作为信托文化践行与弘扬者，实现“文化赋能”。信托公司可以大力弘扬并践行“诚信、专业、勤勉、尽职”的信托文化，在严格履行受托人的义务的同时，持续升级和完善消费者权益保护体系、开展投资者教育，有效降低投资者受到金融诈骗等违法犯罪行为侵害的风险，促进投资人正确认识和理解信托制度和业务，助力我国社会信用体系基础建设。

（2）各参与主体的互动关系。在信托参与的社会治理体系中，各主体之间的互动关系包括领导与负责、委托与代理、协调与反馈、供给与参与、互补与竞争关系（见图27）。

在各级党委的领导下，政府行使公共权力、分配社会资源，从全局角度进行战略统筹安

排、协调各方的作用，同时完善相关法律法规，充分发挥法治对社会治理的引领、规范和保障作用。社会组织与社会公众等应通过监督反馈机制有效表达意见，保障社会治理基层福祉。

委托代理关系主要存在于政府与信托公司等市场组织、社会组织之间。政府往往承担委托者角色，通过让渡裁量权、管理权、共享资源给信托等市场组织，由信托等市场组织作为代理者，发挥技术、人力资源等优势。社会组织、普通民众等也可将社会治理资金或其他财产交由信托公司受托管理，并与信托公司合作参与社会治理事务。其他主体之间可通过市场化合作、公益合作、资源共享等方式，投入人、财、物等资源，共同参与社会治理。

协调与反馈关系存在于信托与市场/社会组织间，社会组织、社区/村镇自治组织与公众间。信托作为资源配置与信息传递者，可协调市场组织、社会组织间的矛盾冲突，充足多元主体优势要素，达到社会治理合力最优。

供给与监督关系主要存在社会公众与政府、市场组织及社会组织间。政府、市场及社会组织供给公共服务与产品。社会公众受益，并反馈评估政府、市场及社会组织供给能力，监督社会治理品质，以促进提高治理能效。

信托公司与其他市场组织、市场组织与社会组织之间也存在互补与竞争关系。市场组织利润最大化需求、社会组织自我价值目标实现需求往往导致他们间的竞争。为避免市场失序，应增强彼此共识、组建良性竞争关系，通过寻找利益契合点，优劣势互补，促进利益协同机制形成。

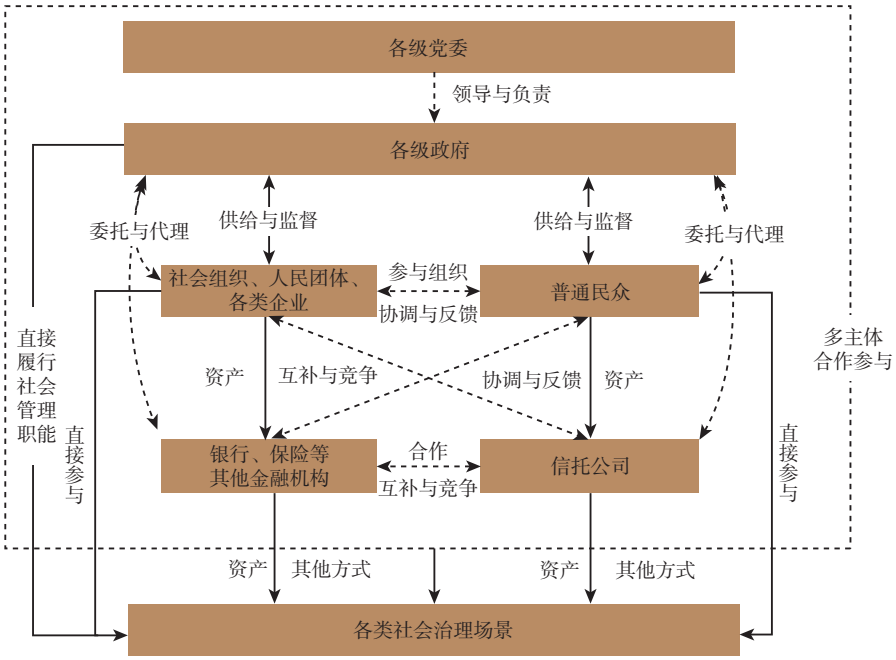


图27　各类主体参与社会治理的互动关系示意图

（二）信托参与社会治理的意见建议

推动信托参与社会治理体系建设，关键需要强有力的内外部驱动。外部驱动即国家与监管层面更新治理理念，营造良好的制度环境，推进支持信托参与社会治理的创新应用；内部驱动即信托行业升级供给，提升服务经济社会发展大局能力。只有内外部共同驱动形成合力，才可充分发挥信托优势，参与渗透到共建共治共享治理格局过程中的重点领域。

1. 外部驱动

更新治理理念，创新和完善社会治理体制机制。社会治理发展的国际经验与我国实践告诉我们，创新和完善社会治理体制，重要的是更新社会治理理念、加强法规和制度建设、改进社会治理模式、建立多元治理主体参与的新型社会治理关系。作为社会治理的有效工具及参与主体，信托与信托业的社会价值和功能价值应被重新认识、挖掘与调动，赋予其参与社会治理的更广阔舞台，以推动治理理念更新、多元主体共治、治理模式提升，切实提高我国社会治理的现代化水平。

完善法律法规，为社会治理营造良好制度环境。制度建设是信托参与社会治理的先导和基础保障。当前信托在大部分社会治理领域的参与仍处于理念构建和设计的阶段，展业模式与服务手段仍需要法律法规等制度建设去引领支撑，这其中包括与信托业务管理模式紧密相关的配套制度（如信托财产转移制度、信托财产登记制度、信托税收制度等），有与特定信托服务开展密切相关的资格认定（社保基金、企业年金等），有与具体业务开展相关的操作规则（DAF慈善信托、遗嘱信托、特殊需要信托等），也有与信托创新发展密切相关的司法解释（推定信托、盲目信托等）。建议加快推动完善上述环节中的政策支持，通过政策引导、政府推动、条例规范、部门配合等，发挥信托在加强和创新社会治理方面的独特功能和积极作用。

探索以试点形式支持信托在社会治理中的应用。在环境保护、涉众资金管理、“三次分配”等关系人民群众切身利益、社会需求最迫切的治理领域，可尝试以试点形式推动信托参与，并辅以相关政策支持。如可对具有相当资产管理经验与运营能力的信托公司赋予集体资产的运营管理职责；引入信托公司开展特定生态或文化资产的国民信托试点；支持以家庭或个人为单位的慈善信托DAF试点等。此外，应加强与其他部门的合作形成治理合力，提出具体信托参与的解决方案和建议，共同研究制定具体的管理细则，明确主体资格，规范运作流程，界定权利义务等。在试点推进中积累和完善相关经验，待形成稳定的运行机制和较好的社会效应后，再通过制度建设等在全国范围推广。

2. 内部驱动

提高服务社会治理责任意识，构建服务国家战略发展大格局。信托业应提高自身服务社会治理的职能认识，坚守受托人的根本定位，坚决回归信托本源，把行业发展放在经济社会

工作整体布局中统筹考虑。以满足社会日益增长的多元化金融与制度服务需求为出发点，通过助力社会治理机制创新、形成可规模化治理模式、促进多元治理主体参与、引导信托文化深入社会治理领域、实现商业价值和社会功能统一等目标，健全市场、优化环境、提高服务，在融入社会新发展格局上展现更大作为。

强化产品设计创新，积极探索参与社会治理的有效方式。信托行业应结合经济社会发展需要，全面提升专业管理能力，借鉴境外信托参与社会治理的特色经验，强化模式创新、机制创新、产品服务创新，勇于承担社会责任，在兼顾经济效应和社会效应的同时，构建信托社会治理领域的竞争优势，积极探索在不同治理领域的中扮演丰富、多层次的参与角色，实现治理理念、模式与成效的突破。

加强信托受托人文化建设，加大信托普及与社会推广。社会治理参与中高标准的主动管理和专业化服务能力要求信托公司要持续加强受托人文化建设，严格履行受托人义务，遵守守正、忠实、专业的受托人文化，也要结合具体的服务模式履行个性化、专业化的受信义务，有效防范受托人操作风险，切实提高信托服务供给的有效性和丰富性。此外，由于社会治理中涉及的参与方较多，这也要求信托公司在社会治理等信托服务开展中要始终坚持以受益人利益为中心，与参与各方进行充分有效沟通，引导委托人及各参与方科学认知并尊重受托人开展的信托服务。

（三）信托参与社会治理的发展展望

信托参与社会治理的推动需要在我国中国特色社会主义社会治理体系框架下，面向群众切实需求，解决现实矛盾问题，可以从以下几个方面稳步推进：

一是专项资金的运用保管。发挥资金保管优势，在涉众、公益诉讼、征收纠纷、环境污染等专项资金的运用保管领域，帮助政府管理部门、社会其他主体在专项资金管理中制定长期保管使用方案，以更好地实现管理意愿，保护公众合法权益、维护社会公正。同时，将关系国计民生、社会福祉或群体利益的第三方资金纳入合规有效的监管渠道，规避由此带来的社会治理隐患。通过受托管理资格的明确与资金使用监管的安排等，在短期内可达到规模化、可持续化及商业价值与社会功能统一的治理目标。对于部分涉及社会负外部性事件的资金管理（如环境污染等），可由信托公司承担过渡性代托管职能，适时向公共受托机构交接。

二是慈善与公共事务服务。作为“三次分配”的重要路径，慈善信托可在捐赠财产、捐赠模式与服务领域的多样性方面不断拓展，未来若能解决财产登记转移等规则，推动以家庭或个人为单位的慈善信托DAF试点等，相信慈善信托将会有更加蓬勃的壮大与发展。此外，对于民事领域部分有公益属性的事务与资产的管理，信托仍可以特殊需求信托、慈善宗教信托等形式，与其他参与主体共同发挥“共建共治共享”职能；其中遗嘱信托、养老信托、保险金信托等可通过可持续机制设计，使信托公司兼具实现社会效益与经济效益。

三是集体资产或公共产权资产的有效管理。集体土地流转信托、公共服务设施托管信托、物业信托、集体建设用地租赁住房服务信托、国有股权表决信托、类“国民信托”、数字信托等是信托回归本源的实践创新探索，通过政策指导、规则完善、机制设计与参与安排，在中期内可达到较为综合的信托社会治理目标。

四是信托制度的延伸运用。一些特定法系下形成的信托类型、信托条款或诉讼补救方法，如盲目信托、推定信托等，未来在解决其法律体系适配与法学解释工作等情况下，可适当改造，在多种包涵信任因素的场景中合理应用，充分发挥其社会治理中的独特价值。

五是构建信托服务社会治理的开放体系。数字社会治理发展趋势要求信托公司聚焦金融科技赋能，深入治理场景、创建合作生态、提供偏好服务、整合优化流程。未来，信托业可通过与政府部门、数据公司、互联网企业、金融机构等合作，运用区块链、人工智能、云服务等金融科技手段，打造数字信息价值网络，构建高效统一的社会治理综合金融服务平台，丰富信托服务内涵与外沿，最终形成信托服务社会治理的开放体系。

服务国家战略、服务实体经济和人民美好生活是信托业的立业根基。而信托独特的功能与价值更在于它可超越一般性金融工具，作为更具广泛意义的社会治理工具，在乡村振兴、新型城镇化发展与共建共治共享等社会治理场景中回应社会所需所想，服务人民美好生活。相信，在新发展阶段新发展格局中，信托业定能求突破解题、图转型创新、修“匠人”心志，以守正、忠实与专业的文化特质，开拓信托服务社会治理的全新发展之局。

参考文献

［1］百瑞信托有限责任公司．信托公司参与公募 REITs 业务的模式与探讨［EB/OL］.http：//mp.weixin.qq.com/s/D5RD8_g8He_inIy56XT82w，2020.

［2］陈赤．资产管理与财富管理：拓展信托新疆域［J］．金融博览，2016（14）．

［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）．

［4］陈赤．构建信托“新常态”下的风险管理长效机制［J］．金融博览，2014（18）．

［5］陈赤．信托发展的三阶段构想［J］．中国金融，2015（24）．

［6］陈赤．信托文化的价值精髓［J］．金融博览（财富），2018（10）．

［7］陈赤，刘梦艺．盲目信托，破解伦理难题［M］．金融博览，2016（12）．

［8］陈赤．中国信托创新研究：基于信托功能视角的分析［M］．西南财经大学出版社，2008.

［9］方嘉麟．信托法之理论与实务［M］．中国政法大学出版社，2003.

［10］黄佐．泰泉乡礼［M］．上海古籍出版社，1997.

[11] 赖秀福 . 建议进一步扩大信托机制在涉众性社会资金管理中的应用 [N]. 金融时报，2020-05-21.
[12] 赖秀福 . 深刻认识信托业转型的必要性和紧迫性 . [OL] https：//news.cnstock.com/news，bwkx-202012-4628643.htm，2020-12-09.
[13] 赖秀福 . 引导社会各界懂信托、用信托 [N]. 中国银行保险报，2021-03-10.
[14] 马玉丽，李坤轩 . 社会组织参与社会治理的经验与启示——以美国、台湾地区、香港地区为例 [J]. 临沂大学学报，2020（04）.
[15] 石富覃 . 中国保险业社会治理问题研究 [D]. 兰州大学，2013.
[16] 王道远，周萍，翁两民等 . 信托的逻辑——中国信托公司做什么 [M]. 中信出版社，2019.
[17] 王薇 . 英国推进社会治理现代化的主要历程、特点及启示 [J]. 当代世界与社会主义，2015（02）.
[18] 王小钢 . 生态环境损害赔偿诉讼的公共信托理论阐释——自然资源国家所有和公共信托环境权益的二维构造 [J]. 法学论坛，2018（06）.
[19] 谢哲胜 . 台湾地区信托法 [M]. 元照出版社，2007.
[20] 徐卫 . 挥霍信托与我国信托制度完善：挥霍问题的私人治理[M]. 上海交通大学学报（哲学社会科学版），2013（21）.
[21] 燕继荣 . 国家治理体系现代化的变革逻辑与中国经验 [J]. 国家治理，2019（31）.
[22] 燕继荣 . 中国现代国家治理体系的构建 [M]. 社会科学文献出版社，2018.
[23] 燕继荣等 . 中国治理：东方大国的复兴之道 [M]. 中国人民大学出版社出版，2018.
[24] 杨倩 . 环境公共信托在我国建立的法律障碍及突破路径 [J]. 河南工程学院学报（社会科学版），2020，35（02）.
[25] 余辉 . 英国信托法：起源、发展及其影响 [M]. 清华大学出版社，2007.
[26] 翟志勇 . 论数据信托：一种数据治理的新方案 [J]. 东方法学，2021（04）.
[27] 日本三菱日联信托银行 . 信托法务与实务 [M]. 张军建，译 . 中国财政经济出版社，2010.
[28] 赵廉慧 . 信托法解释论 [M]. 中国法制出版社，2015.
[29] 中国信托业协会 . 慈善信托研究 [M]. 中国金融出版社，2016.
[30] 周超，毛胜根 . 社会治理工具的分类与型构——基于社会治理靶向和行动逻辑的分析[J]. 社会科学，2020（10）：10.
[31] 周小明 . 信托制度法理与实务 [M]. 中国法制出版社，2012.
[32] 浙江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]. 浙江人民出版社，2019.

贰

信托公司开展资产配置业务研究

课题牵头单位：中国对外经济贸易信托有限公司

课题指导专家：刘孟革

课题负责人：陶斐斐

课题组成员：

陶斐斐　张恩瑜　张胜男　付　饶　秦振扬　郝奕斐　杜玉洁　中国对外经济贸易信托有限公司

杨晓东　中诚信托有限责任公司

张明玺　郭凯迪　平安信托有限责任公司

简永军　付宇翔　蒋　进　上海国际信托有限公司

刘发跃　陈俊华　西部信托有限公司

王和俊　杨巧伶　云南国际信托有限公司

邓　婷　长安国际信托股份有限公司

袁冉冉　范文琴　交银国际信托有限公司

王志滨　杨显峰　李　刚　广东粤财信托有限公司

王栋琳　黎虹宏　谭秋燕　北方国际信托股份有限公司

摘要

中国资产管理行业正在经历前所未有的机遇：一方面是多层次资本市场建设提速，科技创新和资本赋能逐步成为助力中国经济结构升级的核心力量；另一方面是财富管理市场蓬勃发展，为全球少有的仍能两位数持续增长的区域。而面对增量市场机会，信托行业却陷入旧模式的惯性难以转向，资产端非标融资向投资转型难，财富端销售非标固收产品向销售净值型产品和提供资产配置服务转型难。简言之，可施展的空间很大，可转型的方向很多，尽快明确可以集公司力量持续打造、并支撑公司未来5—10年发展的新方向，乃当务之急。

课题组基于广泛调研与研究分析认为，面对发展迅猛的财富管理市场以及竞争对手强大的资本市场，资产配置业务是信托公司可以发挥独特制度优势、展业领域优势（横跨终端资金方与底层资产）、客群优势（高净值客户资产配置需求强烈）并带动财富端和资产端协同转型的首选方向。通过打造资产配置业务能力，信托公司可实现与公募基金、私募基金的错位竞争，可实现与银行私行、券商经纪条线等上游渠道的深度合作，并进行学习、效仿以提升能力，最终实现与上游渠道的同台竞技，进一步拓展业务优势与版图。而从规模盈利角度分析，经过长期投入，资产配置业务足以实现“千亿规模、数亿收入”的远景，并担当转型后的重要收入支撑。因此我们认为，对于当前的信托公司来说，值得集公司力量在体内再造一家“以资产配置见长的新信托公司”。

信托公司如何借助资产配置业务实现战略转型，是本课题的出发点与核心诉求，并在此基础上梳理形成课题主体研究脉络。

第一，界定了资产配置的本土化定义，特别是信托公司的资产配置业务，不仅包括相关资管产品创设，还包括财富管理过程中的资产配置服务。之后梳理了过去近10年时间资产配置在国内金融市场的发展路径，由此分析信托公司在各类机构中的优势，以及资产配置业务对于信托公司的转型价值。

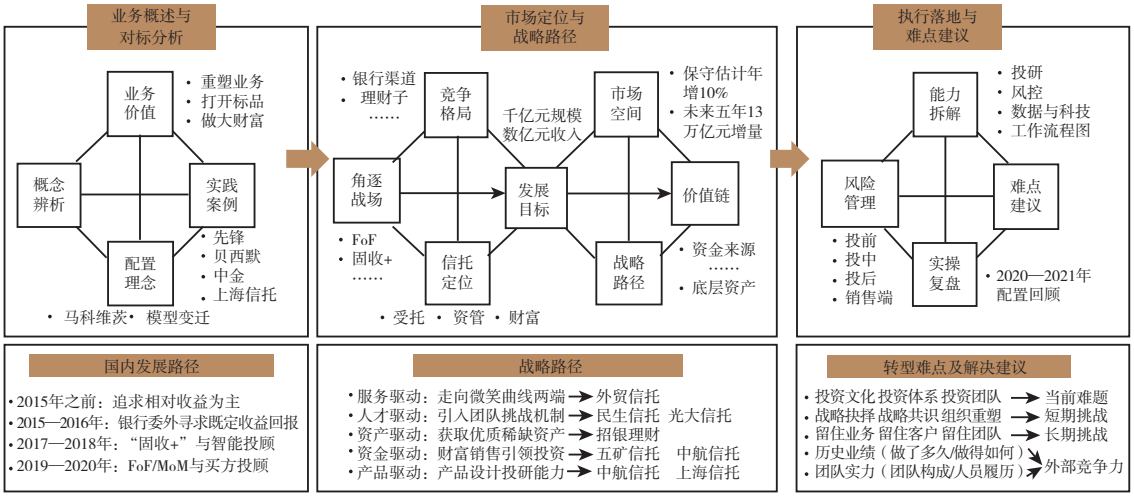
第二，选取先锋集团、贝西默信托、中金公司、上海信托等不同类型的境内外头部企业，对标领先实践，总结信托行业的借鉴启示，得出结论：资产配置的投资目标在于长期稳健回报。

第三，借鉴战略规划的逻辑，从客户需求和市场空间出发，预估未来五年13万亿元的增量信托展业空间，研判各类竞争对手的发展态势和当前角逐主战场，确立信托公司基于自身优势的三重定位：受托服务、资管机构和财富渠道。并依托价值链分析和价值链跃迁路径，得出从受托向资管和财富跃迁，最终实现“千亿规模、数亿收入”的远景目标。

第四，在远景目标的引领下，不同信托公司可基于禀赋差异，选择差异化发展道路，总结来看有五大驱动力可依托，分别是服务驱动、人才驱动、资产驱动、资金驱动、产品驱动，且有已经取得一定成效的八个转型案例作为支撑。

第五，具体到执行落地，从投资端、产品端、销售端各维度来看，工作流程待重新梳理，包括投研、风控、数据系统在内的能力建设待提速。特别是不同于传统非标业务的投资风险管控体系，全生命周期的销售风险管理，都是信托公司亟须补上的短板。

第六，我们总结了调研中发现的各信托公司实际展业中的难点，分为公司内部的短期挑战（战略抉择、战略共识、组织重塑）和长期挑战（留住业务、留住客户、留住团队），以及与其他资管机构竞合中的核心竞争力展开论述，希望给信托公司以突围方向，也给大家以转型信心。



一、资产配置业务概述

（一）资产配置概念辨析与研究范围确定

1.资产配置概念与研究背景

基于现代资产组合理论，在市场有效假设前提下，投资者对于投资活动最关注的问题是预期收益和预期风险的关系。本课题所研究的资产配置，是在以现代资产组合理论为代表的资产配置理念下，根据既定的投资目标，确定资金在不同市场、不同资产类别、不同投资风格以及不同投资期限等方面的投资比例。其目标是在一定收益目标下寻求最小风险，或在一定风险预算目标下寻求最高收益。

资产配置理念在国际金融市场已有60年的历史，通过资产配置分散风险，“不要将鸡蛋放在一个篮子里”已经成为普通大众公认的投资逻辑，同时，资产配置是最重要的决定资金长期收益的因素也得到机构投资者的认可[①]。但在我国，金融市场的发展阶段尚不成熟，贷款市场、银行间市场、交易所市场监管割裂，因为金融压抑和监管空白而产生的管制套利、监管套利带来了远高于成熟市场的无风险回报。因此，自2003年中国银行率先发行第一只理财产品以来，底层资产相对单一、以预期收益型发售的银行理财产品就开始大行其道。这类产品不需要复杂的资产配置即可为客户提供相较存款更高、几乎无风险的刚兑收益。

但时至今日，我国宏观经济环境已发生重大变化：经济由高速增长向高质量增长转变，大力发展直接融资，推动多层次资本市场建设的重要性空前；同时资管新规等一系列制度的出台，让金融监管的空白被填补、差异被拉平，资管机构亟须回归本源，做真正风险过手、为委托人利益勤勉尽责的信托文化践行者。经济形势与监管态势的变化为资产配置带来了两大发展契机：其一，沉睡的企业储蓄、居民储蓄以及原投放于非标融资产品的资金需要稳妥的方式拥抱资本市场；其二，资产管理机构在去通道、去嵌套、打破刚性兑付的监管要求下，过去若干年占据资管市场相当份额的“无风险高收益”非标刚兑产品正在被逐步清理压降，资管机构不得不聚焦投资能力建设，致力于构建与投资人风险收益相适配的资产组合，净值化、长期化、标准化成为资产管理产品的大势所趋。因此，在这样的大趋势与背景下，发力资产配置正当其时。

信托公司作为长期深耕于非标融资业务的资产管理机构，如何在资产配置的市场上找到自身的角色定位尤为重要。本文将论述信托公司如何依托于过往业务优势、客群优势，充分

① 熊军.资产配置系列研究.社保基金理事会，2009.

发挥受托人制度优势，开展资产配置业务，并将资产配置业务打造成标品信托业务领域的旗舰品牌，承载业务转型的创收重任。

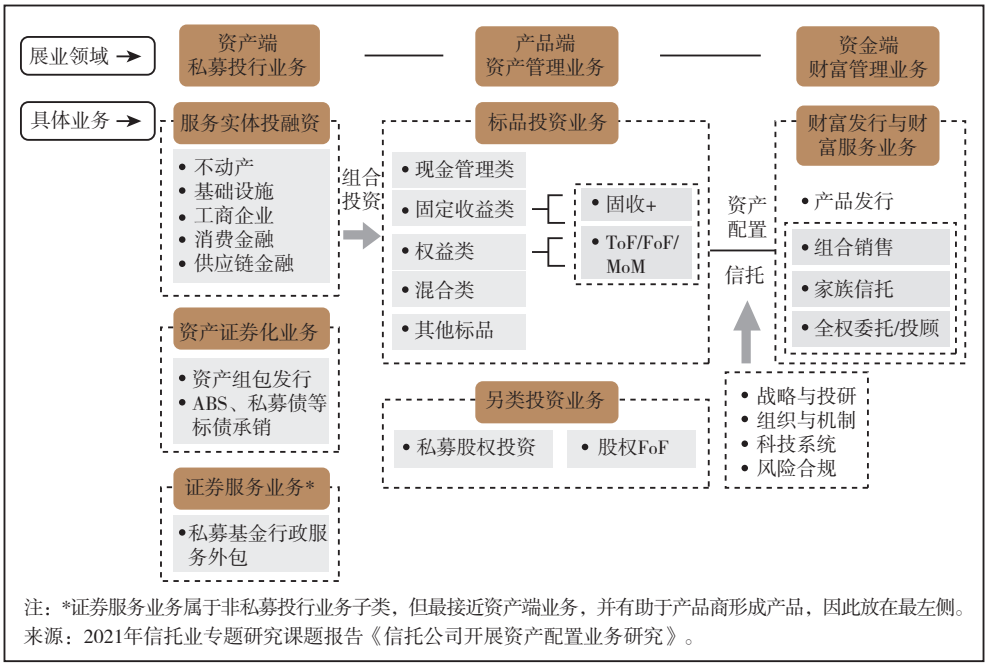
2.信托公司资产配置业务的研究范围确定

确定信托公司资产配置业务的研究范围，首先需要确定资产配置业务的研究范畴，其次需要定义何为信托公司的资产配置业务。

首先，从海外经验来看，机构投资者和高净值个人投资者是资产配置的主要需求者和实践者。但机构投资者的负债约束和投资文化与信托公司差异较大，借鉴意义有限。因此，本课题从信托公司所在行业范畴入手确定本文研究范围。根据2018年出台的“资管新规”，开展资产管理业务的银行、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为资产管理行业，因此，本文主要讨论我国资产管理行业的资产配置业务，以其中信托公司的资产配置业务为主。

综上考虑，本课题理论研究部分仍然采用国际主流的机构投资者视角，但在实践研究部分，将对象范围限定在资产管理行业的资产配置业务，其中重点研究我国信托公司的资产配置业务。

其次，定义信托公司的“资产配置业务”。如果将私募投行、资产管理、财富管理、服务信托四类业务约定为信托公司的一级业务分类，并进一步细分的话，会发现“资产配置业务”既存在于资产管理业务项下，也存在于财富管理业务项下（见图1）。



注：*证券服务业务属于非私募投行业务子类，但最接近资产端业务，并有助于产品商形成产品，因此放在最左侧。
来源：2021年信托业专题研究课题报告《信托公司开展资产配置业务研究》。

图1　信托公司资产配置业务与现有业务概念的交叉关系

资料来源：课题组。

因此，我们认为信托公司完全可以开创一类新业务——“资产配置信托”，将资产配置能力打造为公司核心能力，并在不同业务环节以不同产品/服务的形态收取不同的费用。

这里的“资产配置信托”即在以现代资产组合理论为代表的资产配置理念下，充分发挥信托公司制度优势，在受托服务、资产管理、财富管理等领域，根据委托人既定的投资目标，确定资金在不同市场、不同资产类别、不同投资风格以及不同投资期限等方面投资比例的资金信托。其目标是在一定收益目标下寻求最小风险，或在一定风险预算目标下寻求最高收益。

在资产管理业务范畴里，除了100%投资货币市场工具的现金管理类产品、100%投资于债券的纯债固收，都会涉及两种或两种以上不同风险特征的资产组合，比如当前市场上较流行的“固收+”和投资多只基金或信托的ToF、FoF、MoM[①]等，都属于资产管理业务项下的资产配置业务范畴。

财富管理业务项下，资产配置业务的范围包括除单只产品销售外的几乎全部业务，比如多产品组合销售（投资顾问服务）、家族信托、全权委托等。

而从业务价值链的角度看，后台科技系统和中台研究团队是资产配置业务的基础，支持投资组合构建和产品配置方案出具。资产配置业务的前台与传统非标融资业务把资产获取部门定义为前台不同，其销售部门（资金端）和投资部门（资产端）同为前台部门。因此，对资产配置业务的研究，也需要按照业务流程，依照资产配置业务特点覆盖前中后台的业务实践。

（二）资产配置理论在成熟市场的提出与应用

资产配置的国际研究起点，是1952年美国经济学家马科维茨提出的现代资产组合论（Modern Portfolio Theory，MPT），该理论被誉为“华尔街的第一次革命”，马科维茨并因此获得1990年的诺贝尔经济学奖。其主要讨论如何进行金融资产的组合，以分散风险，进而实现收益最大化。

纵览发达国家的投资理论和实践，资产配置的理论模型一直在迭代更新。市场通常所说的“大类资产配置”主要指战略资产配置，其核心诉求是通过分散投资实现风险收益的合理配比来获取长期稳健收益。从量化模型的维度看，经历了从恒定混合策略到以风险、收益为基础的量化大类资产配置策略，再到融入经济周期和主观判断的美林时钟配置策略，目前依然在探索深入，不断迭代的过程中（见表1）。

① 本文所称ToF是指上层为信托计划、下层为一只或多只私募证券投资基金的双层结构资管产品。本文所称FoF是指母管理人将所管理的资管产品投资于多只资管产品（通常为私募证券投资基金或公募基金）的双层结构、组合投资产品。本文所称MoM是指母管理人将所管理的资管产品委托多个符合条件的第三方资产管理机构进行管理的资产管理产品。

表1　大类资产配置策略及相关文献

策略风格		名称	提出时间	参考文献	主要内容及应用者	特点
恒定混合策略		60/40投资组合	20世纪30年代	Faber（2015）	将总资产的60%投资于国内债券，40%投资于本国股票；普遍应用于早期美国市场	起源于美国、恒定混合策略
		等权重投资组合	20世纪	Plyakha et al.（2014），Faber（2015）	每种资产的投资权重相等；瑞士经济学家和基金管理人Marc Faber	恒定混合策略、反转策略
量化大类资产配置策略	基于收益与风险	均值—方差模型	1952年	Markowitz（1952 & 1956）	使用期望、方差来刻画投资的收益和风险，将资产配置问题转化为多目标优化问题	现代投资理论的基石，在实际应用中存在一定局限性
		再抽样有效边界法	1998年	Michaud（1998）	通过多次抽样使有效边界更加稳定	降低均值—方差模型估计误差
		收缩方法	2003年	Ledoit & Wolf（2004）	通过收缩转换从上下两方面拉近极端值与中间值距离，系统性降低协方差矩阵的估计误差	
		市场投资组合	1964年	Sharpe（1964），Lintner（1965），Mossin（1966）	建立资本资产定价模型（CAPM），建议投资者按风险资产的市场价值权重进行资产配置	测算难度较高
		Black-Litterman模型	1992年	Black & Litterman（1992）	结合均值—方差最优理论和Bayesian混合估计法，将投资者主观观点纳入决策；Goldman Sachs	纳入投资者主观观点
		复制卖权（SPO）	1981年	Rubinstein & Leland（1981）	用股票和无风险资产组合替代欧式看跌期权对冲投资组合下跌风险	通过合理配置无风险资产和风险资产保护投资者基本收益
		固定比例投资组合保险策略（CPPI）	1987年	Black & Jones（1987）	允许投资者根据个人收益期望值和风险承受能力选择参数，通过动态调整风险资产和无风险资产的组合比例，保证本金安全	
		时间不变性投资组合保险策略（TIPP）	1988年	Estep & Kritzma（1988）	将保险额度与资产净值挂钩。当市场走向多头时，TIPP对保险额度进行只上不下的动态调整	
	基于收益	GEYR模型	1991年	Mills（1991）	通过长期国债收益率与股票市场收益率的比值，来判断债券市场和股票市场的相对投资价值	利用股票收益率与长期国债利率的相关性
		FED模型	1997年	Yardeni（1997 & 1999）	通过比较对股票市场收益率和长期政府债券回报来判断股价是否合理；Deutsche Morgan Grenfell	
		动量策略	1993年	Jegadesh & Titman（1993）	对动量效应进行了系统论证，利用美国股票市场日收益率数据构建了动量投资策略	源自行为金融学理论
	基于风险	最小化风险组合	1952年	Markowitz（1952）	集中投资几种十分平稳的资产	均值—方差有效边界的最小方差点
		最大化分散组合	2008年	Choueifaty & Coignard（2008）	最大化分散程度来降低整体风险	利用不同资产收益的相关性

续表

策略风格		名称	提出时间	参考文献	主要内容及应用者	特点
量化大类资产配置策略	基于风险	风险平价模型	1996年	Bridgewater（2012）	当中长期宏观环境处于通胀压力加重或减弱、经济增长相较于预期过高或过低四种状态且无法预判时，等量持有四种子投资组合可保证无论出现哪种经济环境，至少有一个子组合表现优异	追求投资组合风险敞口的均衡
	基于投资者效用	Ful-Scale 模型	2007年	Adler & Kritzman（2007）	先选定投资者效用函数，再遍历所有可行的组合方式，依靠历史数据分别计算不同时间段内组合的效用，找出能够形成最大期望效用的资产组合，定为最优投资组合	投资者期望效用最大化
融入经济周期和主观判断的配置策略		大学捐赠基金模型	1985年	Lerner et al.（2008）	一类投资组合管理理念的统称，因哈佛、耶鲁等大学捐赠基金得名；Jack Meyer，David Swensen	多样化资产、股权投资为主导
		美林投资时钟模型	2004年	Gretham & Hartnet（2004）	将宏观经济周期、大类资产收益率和行业轮动联系起来，指导投资者识别经济中的重要拐点，在不同经济周期中进行资产配置	将实体经济与资产配置相联系

资料来源：课题组根据公开资料编辑整理。

（三）国内资产配置理念的发展起源与路径

资产配置理念进入国内资产管理行业并为大家所接受的时间尚不足10年。其契机是2015年因“资产荒”而引发的银行理财资金大规模对外委托投资（以下简称“委外”），以此为关键节点，资产配置相关业务在国内的演变历程大致可分为如下四个阶段：

1. 2015年之前：追求相对收益为主

中国的金融市场相较欧美成熟市场的发展历史较短，一方面表现为金融机构和投资者的不成熟，缺乏长期投资理念，大多数的个人投资者更多追求单类资产的收益，缺乏组合投资、分散风险的认知；另一方面表现为历史数据年限较短，很多大类资产指数发布不足10年，另类投资的数据更不可得，这导致严格意义上的资产配置研究很难开展，预测风险收益时存在样本偏差。可以说，很长时间以来，在国内金融市场，仅有社保基金和中投公司等坐拥长期资金、并全球布局的机构投资者在坚定的践行资产配置理念，与国际机构投资者的运作模式最接近。

纵览国内资产管理行业，公募基金自1998年诞生以来，就以相对排名考核基金经理，而不是绝对收益。关注每年甚至每半年的排名是否跑赢基准、跑赢同业，因为短期涨跌幅往往

是个人投资者去留的重要依据。而资产配置旨在提高长期风险收益表现的导向并无助其提升考核名次，也就无法引起实践的共鸣。即便是混合型基金，公募基金管理公司通常也会事先分配好头寸交由股票和债券两位基金经理分别管理，这样的管理模式有利于专业分工，却不利于基金经理培养基于股债资产的配置经验。

2. 2015—2016年：银行委外寻求既定收益回报

2015年，因持续流动性充裕导致高收益资产（主要指非标资产）稀缺，而银行理财为代表的大体量机构资金面临强负债约束——负债端成本居高不下且资金持续流入带来较大配置压力。于是银行理财资金通过委外来嫁接外部优秀资管机构的投研能力，以实现大规模理财资金的风险收益目标。基金、券商、信托、保险资管等各类资管机构，以CPPI、TIPP等策略接受银行理财资金委外，一时间资产管理行业规模井喷式发展。

其中，债券委外的规模体量最大，主要投向信用债市场，增加收益的方式主要是加杠杆、信用下沉和拉长久期。但2016年10月以后，利率突然上行伴随债市违约周期开启，债券委外亏损频现，流动性危机给前期规模快速上量的公募基金管理公司和证券公司很大压力。这也是资管新规出台的导火索之一，即为化解波动的市场投资收益与刚性的负债端成本之间的矛盾，选择在打破刚性兑付的同时，将银行理财业务从商业银行剥离——将银行理财业务交由理财子公司运作。截至2021年7月末，先后有29家银行理财子公司陆续成立。

3. 2017—2018年："固收+"与智能投顾

违约风险与价格倒挂令单纯依赖信用债贡献收益的策略难以为继。2017年前后，银行理财开始寻求固收市场之外增厚收益的来源。通过分散投资来增厚收益，是当时理财资金开展资产配置的初衷，于是从最熟悉的固定收益市场起步进行配置，"固收+"逐步成为市场主流产品。2016年3月兴业银行资管部总经理顾卫平在接受采访时表示：要通过委外投资探索推出更多"固定收益+定向增发""固定收益+股票投资"和"固定收益+量化投资"的产品，满足理财客户多元化的需求。当时银行理财的朴素逻辑是，高收益资产犹如糖，规模无上限的债券资产犹如水，资管机构的责任就是给投资者提供"有甜味的水"。之后包括券商资管、公募基金等在内的各类资管机构纷纷效仿，期限灵活门槛低，收益还食之有味的"固收+"大行其道。

与此同时，招商银行摩羯智投于2016年年底悄然上线，赶上Fintech在国内的首轮热潮，引发各大银行与头部互联网公司的智能投顾热，一时间千人千面、用户画像、行为数据等新词被迅速普及。证监会在2017年9月批准首批6只公募FoF发行；截至2021年9月底，6只产品近三年的平均年化收益率约15%（三年累计平均业绩45.3%），平均规模4.1亿元。通过资产配置创造投资收益的理念正在逐步通过智能投顾服务、公募FoF产品等业务在大众零售市场萌芽（见表2）。

表2　　首批公募FoF基金规模与业绩表现

基金名称	成立日期	近三年净值涨幅（%）	资产规模
南方全天候策略混合型FoF	2017.10.19	40.79	17.51亿元
泰达宏利全能优选混合型FoF	2017.11.02	27.81	2 432.45亿元
华夏聚惠稳健目标风险混合型FoF	2017.11.03	40.25	2.03亿元
建信福泽安泰混合型FoF	2019.06.05	41.38	1 438.8亿元
海富通聚优精选混合型FoF	2017.11.06	83.24	2.86亿元
嘉实领航资产配置混合型FoF	2017.10.26	38.12	1.59亿元
平均业绩与平均规模		45.27	4.1亿元

资料来源：Wind。

4. 2019—2020年：FoF/MoM与买方投顾

信用债违约频出，“固收+”犹如糖水出现“水质问题”，通过大规模固收+小规模多资产配置的模式遇到挑战；2018年资本市场波动加剧，下行风险让资管机构逐步关注资产配置对于降低风险的作用。银行理财、信托公司、证券公司等也开始基于可以跨越公募、私募市场的优势，试水FoF/MoM类组合产品。

比如证券公司打着“非标替代、固收替代”的产品卖点，将中性策略、量化对冲、CTA等与股指相关性低的资产纳入组合，实现稳健回报的业绩曲线吸引客户。以中金公司为例，推出FoF备选池“中国50”为客户提供专户理财服务，目前“中国50”已成为中金财富管理品牌代名词。

2019年10月，证监会开始试点公募基金投顾业务，市场俗称为基金的“买方投顾”，截至2021年6月末，共有32家机构获批加入基金投顾大军。其中，蚂蚁金服旗下的蚂蚁（杭州）基金销售有限公司拿到基金投资顾问业务试点后，其与美国公募基金巨头先锋领航（Vanguard）合资成立的先锋领航于2020年4月宣布在支付宝APP上线“帮你投”。“帮你投”按天计算、按季度收取服务费，收费标准为当日总资产的约0.0014%，合年化资产管理总额的0.5%。据其2020年官方发声，“帮你投”的用户中“90后”用户占比超过50%，客户平均客单1万元。目前用户数已超过100万，是国内最大的在线基金投顾（见表3）。

表3　　获得公募基金投顾业务资格机构名单

获批时间	机构类型	机构名单
2019.10.25	基金及基金子公司	易方达基金、南方基金、嘉实基金、华夏基金、中欧基金
2019.12.13	独立基金销售公司	蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金
2020.2.28	证券公司	中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安、申万宏源、银河证券、国联证券
	商业银行	工商银行、招商银行、平安银行

续表

获批时间	机构类型	机构名单
2021.6.25	基金及基金子公司	博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、兴证全球基金、工银瑞信基金、招商基金、交银施罗德基金
	证券公司	中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券

资料来源：公开资料整理。

（四）资产配置业务对信托公司转型的价值

在全球资产轮动加快、波动率大幅提升，国内监管部门要求打破刚性兑付的背景下，依靠单一资产获取长期稳健收益的难度持续加大。高净值客户传统上依赖高收益非标信托计划一枝独秀的配置方案急需优化调整，但净值型产品波动率高、产品复杂度高的特征与客户的需求又极不匹配。一方面，一线销售和理财经理需要持续提升销售适当性管理意识，把合适的产品卖给合适的投资者；另一方面，在坚决执行资管新规、打破刚性兑付的同时，也要接受客户对于稳健回报（更小回撤、更低波动基础上追求更好收益表现）的需求是合理且客观存在的。如何在合法合规的前提下，灵活运用各类投资策略和产品结构的组合创新，为客户提供净值回撤可控的稳健回报型产品/组合方案是当前资产管理机构和财富管理机构的重要使命。

1.重塑业务逻辑

从全球范围看，资产管理和财富管理业务的边界逐渐趋于模糊。过去的资产管理和财富管理，是为客户提供产品和提供顾问服务的“上下游”关系。但随着财富管理的渠道优势在市场竞争中越发凸显，未来投资策略的开发、产品体系的布局、资产配置建议的出具等，将越来越倾向于在财富渠道端由资金端客户驱动展开。在这过程中，资产管理部门的产品组合和资产配置功能也将逐步前置，寻求与财富管理业务的融合，甚至成为财富管理一线理财经理赢取客户的重要工具。比如过往客户看重的是单一非标产品，而现在需要引导客户选购能实现低回撤、低波动、相对高收益的组合投资型产品，或者为家族信托等大体量资金客户提供能够满足客户风险收益需求的资产配置方案。

在这种变化趋势下，信托公司集资产管理与财富管理于一身的优势得以彰显。相较公募基金等公募类产品与终端资金方之间隔着卖方渠道，信托公司可以直接面向目标客户私募发行产品，或为高净值客户、家族客户提供综合财富管理服务，因此信托公司打造资产配置能力的迫切性更强。一旦具备资产配置能力，可以施展的业务空间也更大，基于资产配置的收费节点既可以是产品管理费和超额业绩报酬，也可以是投资顾问费。

另外，从信托公司转型发展的角度看，过往难以回归到信托本源的很大阻力来自身为资金方的受托人，却在实际展业中更多代表融资方客户利益，且融资方客户受监管和行业周期影响大，信托公司难以在某一领域某一类客户上做深做透。一旦回归到资金端客户驱动的业

务链条，将有助于信托公司回归本源，压实受托人责任，充分挖掘服务资金方客户的产品和模式，形成长期稳定的商业模式。

2. 打开标品市场

标品市场劲敌林立，唯有资产配置是蓝海领地。看资产配置业务在国内的发展历程不难看出，在银行理财资金大规模委外之前，资产配置并非资产管理机构的追求。因此，公募基金、证券公司等在资本市场叱咤20多年的投资高手也并没有资产配置的经验。而信托公司因为有财富管理业务板块，与资金方的立场更为接近，更容易做实资产配置的业务内涵；且银行、信托等风险厌恶型的机构文化也与当前投资者的稳健追求更贴切。

截至2020年年末，资产轮动前瞻性和配置实操经验方面，公募基金或证券公司的表现并不出彩，仍然是银行、保险等大型机构投资者引领市场。公募基金或证券公司的落后，一方面是短期性负债的约束，另一方面是卖方立场的局限。

而对照成熟金融市场的资产配置业务发展历史，机构投资者是最迫切的资产配置需求方与实践者。在2008年全球金融危机之后，全球投资者都面临的两大最紧迫问题：熊市中的下行保护以及在低利率环境下的投资收益。这与国内投资者普遍追求的投资目标：更稳健的收益、更低的波动（或更小的回撤）类似。因此信托公司具备在标品市场领先于公募基金、证券公司的发展优势，也更容易以受托人的身份、以长期稳健的收益表现赢得投资者的长期信任。

3. 做大财富管理

打破刚兑后，单一的产品推介往往难以为客户提供理想的风险收益回报，通过资产配置的视角为客户提出投资组合建议，并在此基础上推介产品，能为客户带来更佳的投资理财体验，满足客户“稳健回报”的需求。

以2021年的市场情况为例，资金端客户偏爱的非标固收产品越来越少，信托公司需要重塑产品销售体系，改变以往主要运用“预期收益”型产品为客户隔离市场风险的策略，实现从预期收益型产品向净值型产品的转变，从产品销售驱动向资产配置引领的转变。这过程中需要资产配置能力为基础，配置服务或FoF产品为依托，与客户陪伴共成长为价值导向，重塑信托公司的财富管理业务。不论过往财富管理业务部门属于成本中心还是利润中心，未来的财富管理业务都将成为信托公司长期投入、长期培养的基石型业务。当前金融市场竞争愈发激烈，投行、资管的费率越来越低，竞争者越来越多，退守到最后，资金优势才是信托公司的立命根本。而资产配置业务，是信托公司同时在资产管理和财富管理快速取得突破，做强资金端优势、做实资金端掌控权、加强受托人文化内涵的契机。

净值型产品销售能力，是适应资管新时代竞争态势的基本能力。用资产配置规避净值型产品销售能力短板，改善委托人投资体验，有助于进一步增强信托公司稳健的受托人形象。大类资产配置能力和优质稀缺产品供应能力将成为未来信托公司在大资管和财富管理混业竞争中，赢得客户信任的有力武器。

二、全球视野下资产配置业务的实践案例

（一）成熟市场的实践案例

1.先锋集团：多元化投资+低成本指数基金

先锋集团（Vanguard）成立于1975年，是全球第二大基金管理公司。本文在对先锋集团进行资产配置经验分析时，重点以先锋集团的FoF产品为例进行梳理。从先锋集团产品看，FoF资产占先锋集团资产的13%，FoF份额排名美国第一位。

先锋集团经验表明，实现FoF业务的资产配置回报率目标，一是要重视多元资产配置，二是要重视成本对资产配置产品组合回报率的影响。

（1）多元化资产配置。多元化资产配置方面，先锋集团FoF产品的设计思路是在单只基金中实施分散化的资产配置，力求一支基金满足特定投资目标。

先锋集团FoF产品的底层资产为先锋集团自主管理的130只共同基金。从产品类型看，有68只为主动管理类产品，62只为指数化产品；从投资标的类型看，可分为货币市场基金、债券型基金、混合型基金、股票型基金和海外型基金。

先锋集团的FoF基金根据投资目标的不同，可以进一步分为四类，分别是针对退休储蓄设计的先锋目标退休基金、针对管理退休收入设计的先锋支出管理基金、针对上学储蓄设计的先锋529计划投资组合、针对各种特定目标或事件设计的先锋生活策略基金。

以先锋集团FoF产品中的“先锋目标退休基金系列”为例进行分析，“先锋目标退休基金系列”共分为11个FoF，截至2019年末，资产规模8 116.4亿美元。该类FoF的母基金运作方式为目标日期策略，即依据资产下滑曲线调整股票、债券等类别资产的风险敞口，以满足投资者所处生命周期不同阶段的风险收益要求。具体原则如下：距离目标退休日期越远，股票等高风险资产配置比例越高，距离目标退休日期越近，债券、现金类等低风险资产配置比例较高。

从实际持仓比例看，先锋目标退休基金主要配置于先锋集团旗下的三只指数型基金，包括先锋全股票市场指数基金、先锋全海外市场指数基金、先锋全债券市场Ⅱ指数基金。其中，目标2060到2035（目标人群18岁至44岁）的实际持仓比例基本一致，上述三只指数型基金的股票、债券、现金配置比例为60∶30∶10。在此之后，随着目标退休日期的临近，先锋全股票市场指数基金、先锋全海外市场指数基金的配置比例逐年下降，先锋全债券市场Ⅱ指数基金的配置比例逐年上升。目标2015和目标2010（目标退休人群60—69岁）中将增加

先锋通货膨胀保值证券基金；目标2010（目标人群65—69岁，已经退休）的资产配置中，除增加投资先锋通胀保护基金外，还将增加投资先锋主要货币市场基金。

（2）维持尽可能低的成本。成本对资产配置业务回报率的影响，主要指成本的增加将减少资产组合的回报。这里的低成本包含两层含义，第一层含义是资产投资管理过程保持低成本；第二层含义是配置低成本的子基金。“更低的成本投资—吸引客户资金—获得高于同业基金的长期回报—提高客户忠诚度—降低赎回率和投资期更长—资产规模进一步壮大—更低的资金成本”是先锋集团始终坚持践行的运营理念。

在降低管理成本方面，先锋集团具体从组织架构、产品设计、产品投决流程层面不断压降成本。

组织架构层面，先锋集团从成立之初便秉承“无外部控制人”的架构，基金的投资者本身就是公司的股东，无外部股东和外部利益，这就使得先锋集团和投资者利益方向一致，并且投资者可以获得两份收益，一份源于直接投资，另一份源于集团给股东的分红。这种股权结构使得先锋集团实现了低佣金费率，因为如果各投资者按照普通基金销售模式支付较高的申购赎回费用，这部分费用计入集团收益后还会部分返还给作为集团股东的投资人。通过降低销售环节的费用，意味着原有股东利润当即返还，在保证投资者利益不受损失的同时，降低了投资成本和时间成本，更加有利于激励投资者的积极性。

产品设计层面，考虑到FoF产品具有收取双重管理费的特性及先锋集团的FoF产品均投资于内部的共同基金产品，先锋集团通过免收取母基金费用，仅收取子基金费用的方式降低了FoF的总费率。

产品投决流程方面，先锋集团FoF产品底层子基金中，68只为主动管理类产品，62只为指数化产品。其中，指数化产品的产品特性本身就降低了投决成本。主动管理类产品方面，包括主动型的固收产品和股票投资产品，固收产品大多由先锋集团的固收团队自主管理；而主动型股票投资产品则进行委外投资，以此维持尽可能低的管理费用。在具体选择外部管理人方面，先锋集团建立了完整的评价体系，并设有专门的资深团队与外部管理人长期联系。先锋集团会参考外部管理人的业绩表现，主要从外部管理人本身、投研团队、投资理念和投资过程四个维度考量。在外部管理人本身维度，主要考量投资业绩表现是否稳定和持久；投研团队维度，考量主要投研人员是否有深厚的投资经验，以及是否对投研充满热情，同时又足够理性能够及时修正错误；投资理念维度，重点关注是否对创造投资价值有清晰的认识；投资过程维度，则关注基金经理对全程的把控以及日常投资交易的进行是否高效。先锋集团一旦认为某个公司投资表现不再适合，会及时终止合作。

对照国内金融市场的发展阶段看，先锋集团在FoF领域的产品设计创新（用一只产品满足某一类特定投资目标）、资产配置操作简单易上手等用户思维的发展逻辑，值得当前信托公司借鉴。

2. 贝西默信托：稳健审慎赢得客户长期信任

成立于1907年的贝西默信托（Bessemer Trust），是全球最大的全能型联合家族办公室（MFO）之一，同时也是长期价值投资的典范。贝西默信托继承了创始人亨利·菲普斯（Henry Phipps）谨慎的投资风格，不盲目涉足创新型金融产品、通过多元化的投资组合将风险降到最低、以实现长期稳定增长为目标。

截至2020年年底，贝西默信托通过全球19个分部及1 000余名员工，为超过2 800位高净值家族管理着高达1 876亿美元的财富（平均单户资产6 700万美元），担任逾11 000只信托项目的受托人或联合受托人。主要业务板块分为两部分：金融投资和家族服务。提供包括家族治理、遗产规划、税务筹划、股权设计、金融服务、保险咨询、慈善咨询、房地产咨询、家族企业咨询等MFO相关的服务。

（1）稳定的历史业绩带来稳定的客户关系。平均年化收益率保持稳定，业务收入稳步上升。贝西默信托从SFO（单家族办公室）转型至MFO（联合家族办公室）模式后，开始广泛接受高净值家族客户的资金（2001年后1 000万美元为门槛）。在最近五年时间内，贝西默信托的平均年化收益率高达15%，近九年平均年化收益率保持在12%水平，10年长期客户资产留存率达到98%，与客户间具有长期稳定的合作关系。贝西默信托的主营业务收入来自作为投资顾问的信托收入，而信托收入也在逐年稳步攀升，在八年时间内信托收入的平均增长率达到了8.2%，从2012年的3.37亿美元上升至2020年的6.31亿美元（见图2）。

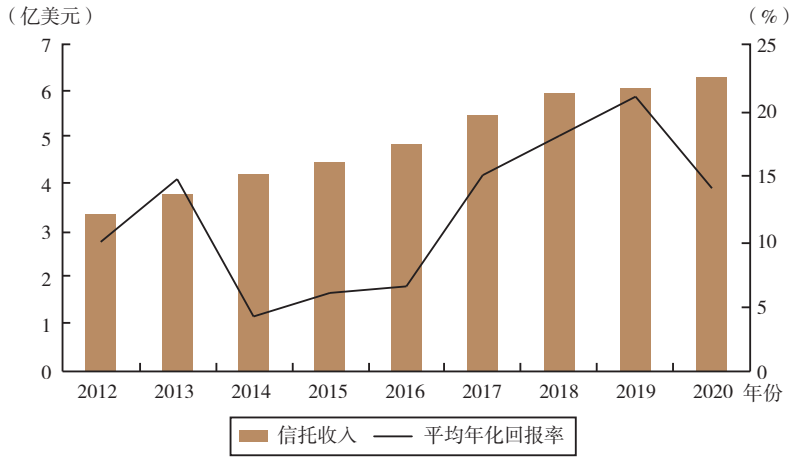


图2　贝西默信托平均年化回报率与信托收入趋势图

资料来源：公司年报、课题组整理。

稳健的投资理念受到追捧，规模不断上升。在21世纪初，金融监管逐步放松，各家私人银行及资产管理公司纷纷为客户提供各类金融创新产品与另类投资，秉持稳健投资的贝西默信托因此失去大量客户。但随着2000—2003年互联网泡沫破裂及2008年金融海啸的相继发生，投资者纷纷开始寻找可靠的资金出路，并无涉足次贷等不良投资的贝西默信托重新成为

超高净值家族避险的港湾。2012年贝西默信托管理资产规模为459亿美元，经过8年时间其规模扩张到1 876亿美元，平均增长率达到22.4%，平均每年新增客户资产高达37亿美元（见图3）。

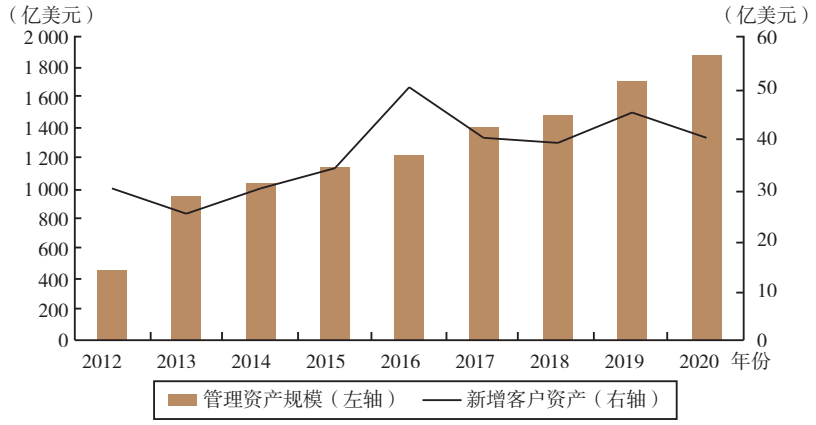


图3　贝西默信托管理资产规模与新增客户资产趋势图

资料来源：公司年报、课题组整理。

（2）审慎投资理念与卓越风控能力。

①审慎投资，风险控制。风控能力是立身之本，贝西默信托是全球风控能力最为卓越的信托公司之一。在2000—2003年互联网危机及2008年次贷危机的熊市里，优秀的风控团队为公司跨越周期、平滑投资组合作出了突出贡献。次贷危机爆发前，贝西默信托的每位客户的资产组合中对冲基金/PE资产比例被严格控制在10%—20%水平，并刻意避开了新兴市场等风险较高的地区。拍卖利率证券（Auction Rate Securities）因其便捷的融资方式及流动性广受欢迎，连续4个月投资于此的贝西默信托敏锐地发现这些以往流动性很强的短期投资工具可能难以变现，于是及时在2008年初将手中的ARS全部抛售，果断避开了危机。

②主动管理，获取超额回报。贝西默信托的投资理念并非一成不变。2013年以来，其对投资风格逐步进行了微调。相比2009年固收类、权益类资产各占50%的配置，贝西默信托现在推荐给客户的二者配置比率是25%和60%。贝西默信托现任CEO马克·斯特恩认为，“多元化的主动投资策略对于提高收益是必需的，近年间使用被动投资方法的基金经理都没能超越市场平均收益，主动的资产管理能在长期带来更高的附加值”。根据图4（贝西默信托2013年底的投资组合），大盘股是贝西默信托最主要的投资方向，其主要投资于发达国家或新兴市场，以求在可控制的波动水平内达到长期资产增值；中小盘股基金则投资于世界各地的中小企业，以寻找被低估的投资机会并减少与大盘股的关联性；战略机遇基金针对范围广泛的高收益特殊投资机遇；实际收益基金专为身处高通胀地区的客户而设，以帮助他们达到实际资本增值；固定收益与地方债券投资组合则提供低风险的稳定收入；PE与不动产管理寻找资本长期升值的机会；此外，贝西默信托还提供对冲基金与共同基金等主动管理类产品（见图4）。

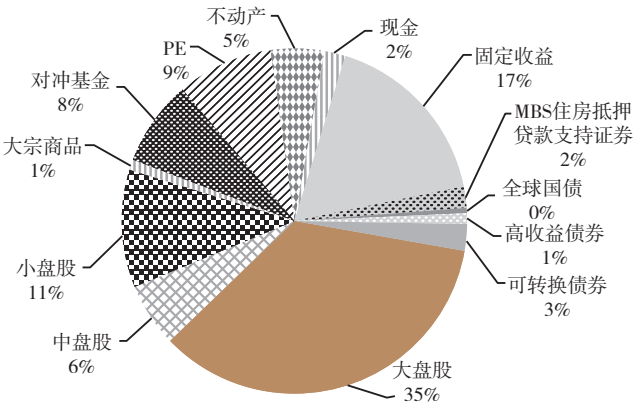


图4　贝西默信托2013年底的投资组合

资料来源：公司年报、课题组整理。

（二）中国本土的实践案例

1. 中金财富：借助资产配置解决方案能力驶入财富3.0时代

佣金率的下降以及混业经营的政策导向，加速了财富管理业务的进化发展。中金财富作为证券行业财富管理业务的领先机构，正在进入财富3.0时代，即不再是简单进行资管产品的设计与销售，而是基于资产配置体系，为客户提供完整的资产配置解决方案。

（1）中金财富资产配置核心逻辑。根植中国，融通世界，为客户提供一站式海内外资产配置。中金公司致力于从客户需求的角度出发，通过搭建全世界范围的资产交易架构，进行全球资产配置，从而为客户提供全方位的资产配置服务。中金公司从组织架构到投资体系均走国际化路线，资产配置种类在深度及广度上均具有领先地位（见图5）。

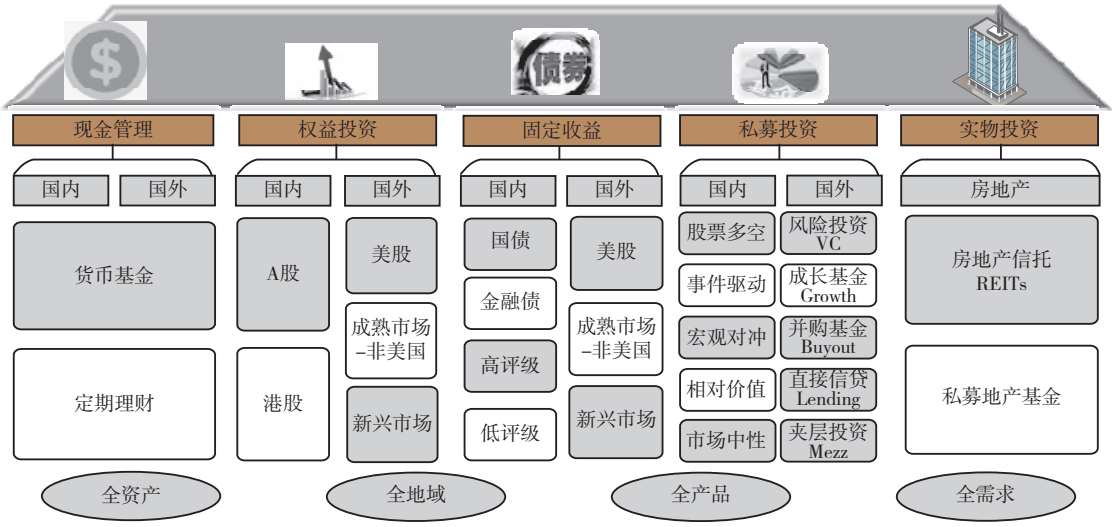


图5　中金资产配置范围

资料来源：课题组调研。

从客户需求出发，以多元化FoF产品体系满足客户多策略资产配置需求。中金财富资管产品的设计真正做到从客户需求出发，设计客户易理解、适应不同风险偏好的多样化资管产品，且根据市场风格的变化适时调整。中金不仅产品种类极为丰富，而且参与方式也具有多样性，客户不仅可参与集合产品，也可通过全委或半委的方式获得定制化服务（见图6）。

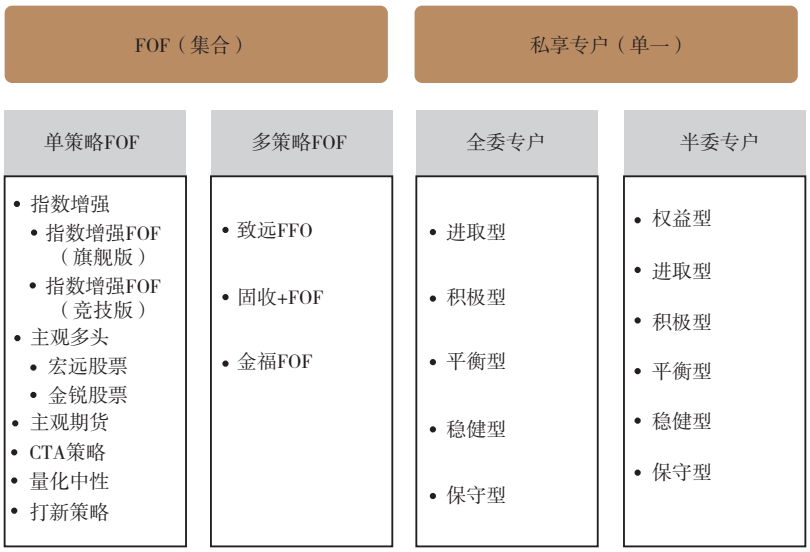


图6　中金FoF产品体系

资料来源：课题组调研。

FoF资产配置的目标是长期稳健可持续的复利目标。依据国外FoF投资配置的经验，FoF资产配置的目标并不是挑选和追逐黑马来跑赢市场，符合客户风险偏好、现金流需求特征，提供长期稳健收益的投资组合才是资产配置的目标。中金公司认为，资产配置是一个长期的过程，需要通过良好的风险控制手段控制下行风险，关注长期投资所获取的复利价值，从而为客户带来长期稳健可持续的回报。中金财富FoF团队推出的“中国50”正是建立在该理念之上，因其认为从长期投资角度而言，白马策略比黑马策略更加稳健有效（见图7）。

（2）中金财富投资框架（见图8）。中金财富以FoF业务为切入点，通过大类资产配置策略体系，根据客户的需求进行产品设计及配置。目前中金财富管理团队有200人左右，下设首席投资办公室（CIO-Office）、产品研究、投资管理、财富规划、研究二部、PB服务、财富资管等多个专业团队，其中FoF投资管理团队15人，平均从业10年以上。

FoF资产配置体系主要分为三个部分：大类资产配置体系、基金配置体系以及组合的动态投资管理。

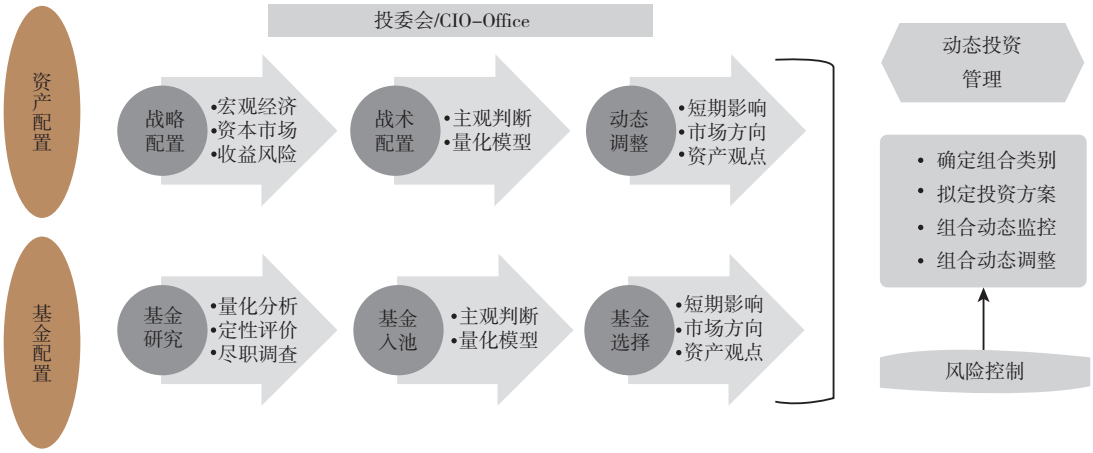


图7　中金FoF资产配置框架

资料来源：课题组调研。

①大类资产配置体系。中金财富大类资产配置体系，由设立的首席投资官办公室负责（CIO-office）。资产配置体系又分为战略资产配置体系、战术资产配置体系。战略资产配置体系：包含长期宏观经济判断，长期资本市场假设，收益和风险分类偏好等，从而构建战略配置比例，制定季度策略。战术资产配置体系：包括宏观经济跟踪及研判，基于主观判断和量化模型，作出市场板块及行业配置的研判，以及战术配置调整方案。

②基金配置体系。中金财富的基金研究筛选由研究团队负责，执行严格的入池及投资管理流程。

产品初筛：多渠道联动推荐，全市场覆盖进行产品筛选。采用多维度定量指标进行初筛，由策略研究团队决定是否进入评估流程。

产品入池：进入评估流程的产品经过管理人访谈、委员会评审、详细尽调后才进入上会流程，由业务委员会投票决定是否入围底层投资池。产品池进行分类、分级管理，并对管理人进行定期的回访、监控和跟踪。

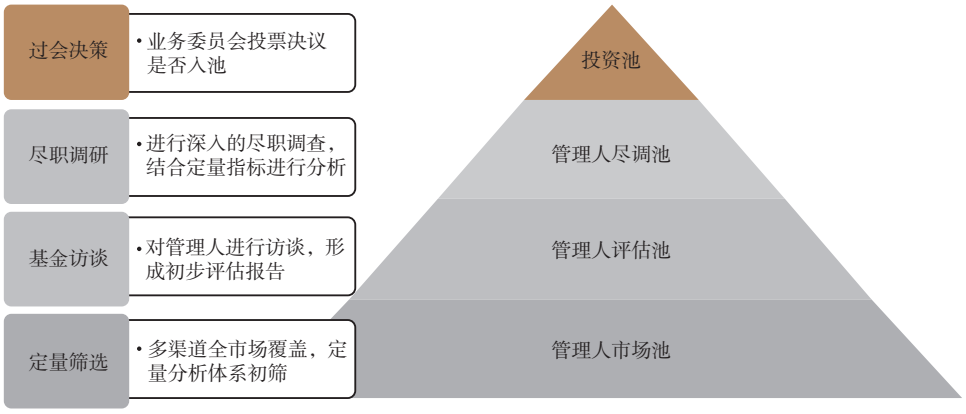


图8　中金FoF基金评估及选择体系

资料来源：课题组调研。

③组合的动态投资管理。FoF组合的建立及管理由投资团队负责。根据客户的风险收益目标制定组合风险收益特征，从产品池中选择产品构建特定组合并实施动态的管理。

组合定位：根据投资目标明确组合定位，制定预期收益率、波动率、夏普比率、最大回撤等指标，不同的配置体系下采用不同的指标体系。同时也要限定产品投资范围、投资比例、持仓比例等。

标的选择：底层投资标的分为管理人及产品两个层次。基金管理人的选择更多的基于前期各项定性定量指标的综合评定。产品的选择需要考虑产品在费用、申赎等的具体产品合同条款等因素。

组合管理：组合管理是持续的动态的过程。投资团队将依据CIO-Office对于资产配置的观点与投资逻辑，及时地调整组合配置。同时对于组合的监控管理也包括了流动性、风险收益特征等的持续调整更新。

（3）中金财富资产配置经验。策略具有周期性，市场的变化是重要的影响因素。对于资产配置管理人来说，没有永远有效的策略，需要把握市场的变化，根据市场变化配置有效策略；同时更加需要关注的是基金管理人对于市场变化的适应性与进化能力以及其风险控制能力。

历史业绩并不代表未来，关注业绩的可持续性。对于历史业绩的过度关注，从而频繁交易，追涨杀跌是不可取的。好的历史业绩是选择基金的必要条件而不是充分条件。重点在于分析基金业绩的可持续性。

持有长期投资理念，寻找穿越周期的配置方式。着眼于长期投资收益，甄选能够穿越周期的标的，这类具有逆向投资思维方式的管理人，其背后的长期逻辑更为顺畅，其良好的进化能力以及风控能力令其长期表现更加稳健。

2.上海信托：以资产配置理念走出信托特色的资产管理之路

在信托行业大力发展标品投资业务的背景下，上海信托加快转型创新，以打造一流资产管理和财富管理提供商为目标，坚持资产配置理念，走出了信托特色的资产管理之路。2020年年末，上海信托净值型投资业务规模约1 200亿元，规模占比20%，占信托收入比例约40%，在信托行业位居前列。上海信托的发展经验可以概括为以下四个方面：

（1）抓住市场机遇，逐步布局产品线。上海信托目前已形成涵盖现金管理、债券投资、固收+、FoF/MoM、QDII跨境配置不同风险、收益、期限的立体化产品线，可满足客户多样化的资产配置需求。回顾其产品线发展历程，上海信托始终以客户需求为中心，抓住市场机遇，沿着风险收益曲线逐步向上拓展。上海信托于2006年左右开始发展现金管理产品——现金丰利，起因是解决融资类信托发行的空档期，大大提升了客户体验和黏性。在此基础上，上海信托基于金融机构客户的资产配置需求，利用投行团队积累的信用风险控制能力，创造“投行—投资”联动模式，大力开发债券投资产品，取得了成功。2016年开始，为了承接客

户由固定收益逐渐向净值化转变的投资需求，解决目前资管市场上缺乏长期稳健绝对回报且跨越周期的金融产品的难题，上海信托基于多年来跨领域投资积累的大类资产研究框架，开始发展以大类资产配置为理念、以私募基金为投资标的的FoF业务模式。上海信托FoF业务设立了四大梯度产品线：上悦、上锐、上容、信识。其中，上悦系列为固收+策略，以低风险的客户为目标客户，能很好地满足客户在优质固定收益类信托额度稀缺情况下的资产保值需求；上锐系列主打稳健策略，主要配置量化对冲策略；上容系列则以大类资产配置为核心，自上而下动态配置于股票策略、债券策略、期货CTA策略等；信识系列主打股票指数增强策略，满足进取客户想要分享资本市场收益的投资目标。截至2021年8月，上海信托FoF产品管理规模已突破100亿元。

（2）培养产品业绩，打通资金渠道。标品产品规模的突破取决于资金端的打开，而良好的历史业绩和市场信任是打开资金渠道的关键。上海信托的标品产品资金来源最初以直销为主，近年来基于稳定的历史业绩和良好的市场口碑，代销渠道逐步打开，市场认可度持续提高。上海信托在2006年左右就开始运作现金丰利，10多年来在市场风险、流动性管理、信用风险管理等方面已积累了丰富经验，核心投资经理经历过市场多次牛熊转换和信用危机，是信托行业少有的资深投资经理团队。目前上海信托围绕现金管理和债券投资的标准化信托业务规模超过1 000亿元，代销资金占比持续提高。FoF业务方面，上海信托2016年开始发展主动管理类FoF产品时，公司自营资金提供了重要的“起步支持”，使其验证投研框架、培养产品历史业绩成为可能，随后尝试逐步打开公司直销和银行、券商等金融机构代销渠道。以“上容系列”为例，产品经历了2018年以来多次市场极端情况，产品均表现出较好的对抗极端风险能力。目前资金募集渠道通畅，直销渠道已常态化发行，外部代销持续扩充并陆续上线，受到市场广泛认可。

（3）打造具有信托特色的投研体系（见图9）。在标品投资业务快速发展的背后，是投研体系的支撑。十余年来，上海信托基于自身发展的实际情况，力争探索出符合信托禀赋的“投研一体化”的投研体系。目前上海信托的投研框架以信用研究、基金研究、资产配置研究为核心。具体有以下特点：第一，坚持投研一体化。投研体系建设坚持问题导向和价值导向，不搞“研究和投资两层皮”，研究服从于业务需求，伴随业务需求而展开。第二，整合强化投研实力，优化组织架构。出于集约化管理降本增效的目的，上海信托近年来逐步将散落在各个部门的研究人员进行整合，成立投资研究部，打造既能深度服务于投资团队，又能增强公司整体研究实力的专业团队，并通过外聘、内部转化培养等方式持续扩大专业化投研队伍。投资方面，现金丰利总部、资产配置总部、证券信托总部、国际理财总部基于不同产品定位分别独立运作。整个板块合计超过50人。第三，明确投研转化机制。坚持投研一体思想、打通研究员与投资经理转化、能上能下。第四，打造投研平台。通过定期举报投研平台会、邀请外部专家讲座、广泛与券商研究所进行合作、与公募基金和私募基金高频交流、开展行业研究路演等方式打造投研文化。

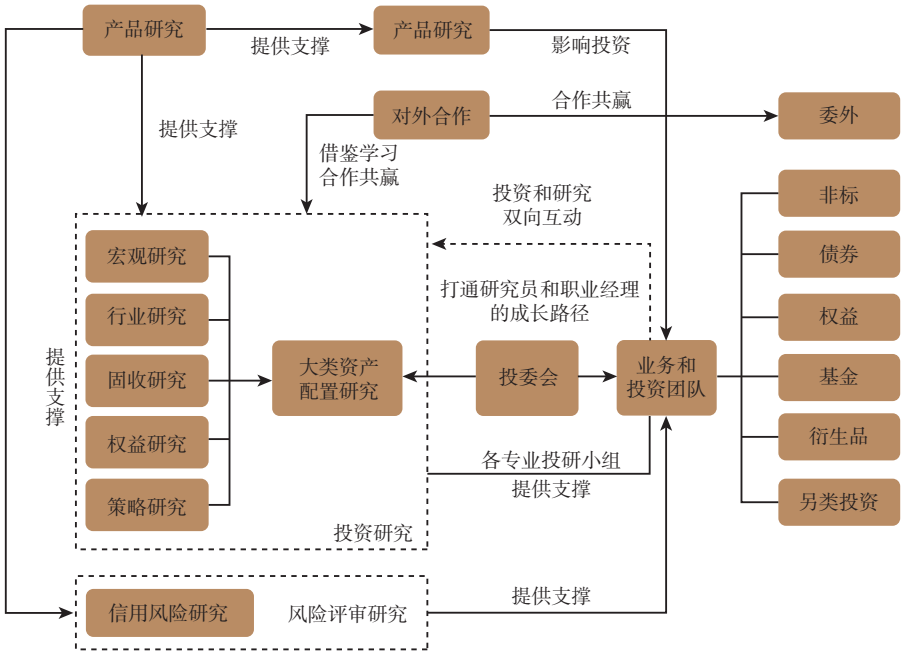


图9　上海信托投研体系

资料来源：上海信托官网。

（4）持续完善投决、激励、科技等配套支撑。上海信托为解决机制流程方面的障碍，对标先进资管机构，制定和发布适应投资类业务发展的制度流程，扫清障碍，打通梗阻，构建了一条标品投资业务发展的高速公路。第一，完善投决制度。上海信托对标先进资管机构，持续优化投资决策流程，成立公司投资决策委员会，标品投资业务通过投资经理—投决小组—专业投决会—公司投决会四层授权机制进行分级授权，同时根据不同产品的规模和比例进行分级授权。第二，探索符合信托实际的激励机制。证券投资信托短期难以成为利润贡献主力，因此以规模考核为主。不同产品线成熟度不一致，考核方式也存在差异。激励模式则从参考非标模式，正在转向更加符合标品投资业务特点的市场化激励。第三，强化金融科技。上海信托的投研系统已实现全面线上化，2020年上线公司研报数据采集和投研绩效考核功能：通过邮箱采集，自动化入库数千份外部研究报告数据，统一入口，全公司共享，并应用自然语言处理技术进行智能化标签分类，便于用户通过不同维度查看投研信息，增强投研能力。

（三）境内外实践案例对信托行业的启示

1. 以资金端客户需求出发，重塑业务流程

不论是先锋集团的FoF产品、贝西默坚定的审慎投资理念，还是中金财富的“中国50”、上海信托的现金丰利等标品产品，都是从资金端客户需求出发的产品创新。该类创新并未创

设新的资产，但在资产的组织形式、产品的营销模式等方面实现了某种突破，进而成功地满足了投资者的特定需求，成为其资产管理产品/业务的鲜明标签，令更多的客户资金慕名而来。

对于以传统融资业务为主的信托公司来说，借助资产配置理念，重塑业务逻辑，在公司内形成以资金端客户需求为起点的业务流，有助于全公司业务的转型突围。

2. 长期性、渐进式发展，梯次化布局

资产配置业务作为投资业务中的集大成者，其投资风险相对股票投资更小，但投资能力的打造也同样需要真金白银的历练。因此资产配置业务的发展是个长期性、渐进式的过程，需要公司持续投入资源，集公司之力有规划、有节奏的推进。以贝西默信托为例，一贯的战略导向、坚定不移的风险导向，使其投资团队得以坚持审慎投资、严格风控、多元化主动管理的投资原则，进而有利于其持续聚焦一点形成核心竞争力，“稳健”的文化一方面在投研团队积累沉淀，另一方面可以持续吸引特定需求的客户，形成正循环。

先锋集团在基金运营服务、被动指数基金的基础上发展FoF业务，上海信托从现金管理产品起步，结合客户需求持续丰富立体化的产品线布局，都是持续推进，梯次化布局的结果。

3. 资产配置的投资目标：长期稳健回报

由上述四个案例也可看出，资产配置能力的构建，有助于实现长期稳健的投资回报。因此客户资金的长期性是凸显资产配置价值的前提。可以说，资产配置的核心原则——低相关性，既是抵御风险的重要利器，也是拉低收益的拖累。结合当前国内投资者的偏好来看，资金是否长期未可知，但稳健的收益曲线，叠加不同的期限特征，却一定能满足某一类特定客户的需求。这也是国内“固收+”、FoF等业务近年来大发展的重要需求背景，相比与高波动相伴相生的高收益，投资者更偏爱低波动的稳健回报。

三、信托公司资产配置业务的市场机遇、目标与定位

中国拥有全球范围少有的仍能保持两位数增长的财富管理市场，而通过资产配置服务满足客户投资理财之上的投资顾问需求是提升客户黏性，凸显机构价值的重要方向。面对客户快速增长的资产配置服务需求，面对来自其他资产管理机构和财富管理机构的白热化竞争，信托公司当务之急是结合自身禀赋找准定位，明确资产配置业务的目标与发展规划。

（一）客户需求和市场空间研判

麦肯锡《中国金融业CEO季刊》2021年春季刊指出，截至2020年底，中国个人金融资产已达205万亿元人民币，创下历史新高；并成为全球第二大财富管理市场、第二大在岸私人银行市场。预计到2025年，中国财富管理市场年复合增长率将达10%左右，市场规模有望突破330万亿元，其中非储蓄/现金配置占比将从2020年的51%进一步提升至54%。尽管如此，中国个人客户金融资产的占比对标世界发达经济体仍然偏低，这也预示着未来资产配置业务潜在需求巨大。

与此同时，中国资产管理行业经历了2018年资管新规以来的整顿重塑，正在重新回到快速发展周期。对比2017年末（资管新规正式公布前）到2021年6月末（资管新规过渡期仅剩半年），资管行业经过三年压通道、去嵌套、控非标、破刚兑的调整，规模重回2017年水平，而且是挤掉水分后更健康的128万亿元。其中公募基金、私募基金规模分别较2017年末增长97%和70%（见表4）。

表4　各类资管子行业2017—2021年H1规模变化

资管产品种类	规模（万亿元）		变化（%）
	2017年12月	2021年6月	
银行非保本理财	22.2	25.8	16.40
保险资管余额	16.8	24.0	43.20
公募基金	11.6	22.9	97.40
信托资产余额	26.3	20.6	–21.40
私募基金	11.1	18.9	70.30
券商资管	16.9	8.3	–50.60
基金及基金子专户	13.7	7.6	–44.90
期货资管	0.3	0.3	7.20
合计	118.7	128.4	8.10

资料来源：课题组基于监管部门官方网站整理。

正如中央金融委办公室秘书局局长陶玲在2021年中国资产管理年会上表示，“过去三年多时间是资管行业的‘纠错期’——行业回归初心，新的监管制度不断出台，机构整改持续推进，影子银行规模大幅收缩，存量产品风险正在有序化解。未来将是资管行业的‘蝶变期’，从机构到监管，都将随着中国经济转型升级和金融改革开放而成长”。

结合财富管理市场和资产管理行业的发展趋势，以年增速10%保守估计，未来五年我国

财富管理行业（个人金融资产规模）达到330亿元的同时，资产管理行业规模有望突破200亿元，如果信托公司在资管行业中的占比（16%）不变，即也以10%的年增速发展，2025年信托行业规模将达到33万亿元（见图10）。

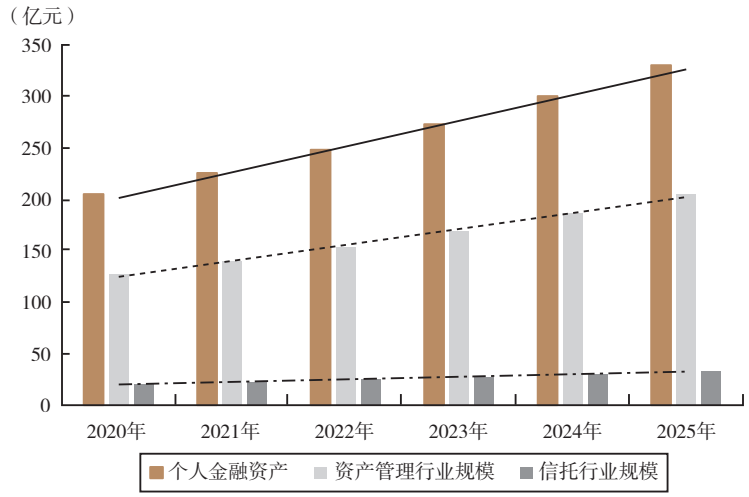


图10　个人金融资产与资管行业、信托行业规模预估

资料来源：课题组根据公开资料测算。

结合目前房地产市场持续调控带来的客户投资需求“挤出效应”、信托行业融资业务的持续压降，预计未来33万亿元信托资产规模中，传统信托融资业务的比重将继续下降。以家族信托为主的财富管理业务、以标品投资为主的资产管理业务将成为重要规模支撑，而上述两类业务都需要资产配置信托做内核。

可以预见，未来五年13万亿元的增量信托规模将主要来自以资产配置为主的资本市场相关业务方向。面对十万亿量级的市场空间，信托公司值得集公司力量在公司内部再造一家“以资产配置见长的新信托公司”。

（二）竞争格局和角逐战场分析

1.竞争格局分析

在整个资产配置业务链条中，财富渠道领域已呈现明显的马太效应，头部银行渠道和头部互联网渠道的市场占比高、议价能力强；资管机构领域的竞争则呈白热化，机构数量、产品数量屡创新高，产品同质化、策略拥挤屡屡发生。

具体来看，主要竞争对手的特征分别是：

银行渠道：商业银行是国内第一大金融行业，客户资源丰富是其在资产配置业务中的突出优势。一直以来，商业银行零售、代客理财业务是重要的收入来源。以招商银行为例，

2021年7月最新数据显示，招商银行零售AUM（管理资产规模）时点规模已突破10万亿元，零售客户总量突破1.6亿人，未来每年新增客户规模预计可达1 500万人，AUM复合增速有望保持两位数。招商银行已经引入3 000余只公募基金、200余只保险产品、4 000余只私募基金/信托计划。头部国股行面对客群和下游资产管理机构时的品牌影响力和议价能力具有明显优势。

银行理财子公司：随着资管新规、理财新规相继落地，理财业务逐步从商业银行剥离，银行理财子公司资产配置功能不断提升。2020年以来，随着理财子公司的逐步开业，符合新规产品的不断推出，并以超过10%以上的同比增速保持增长，单只产品的平均规模从2019年年底的5.1亿元上升至2020年年底的6.7亿元，增长31%。

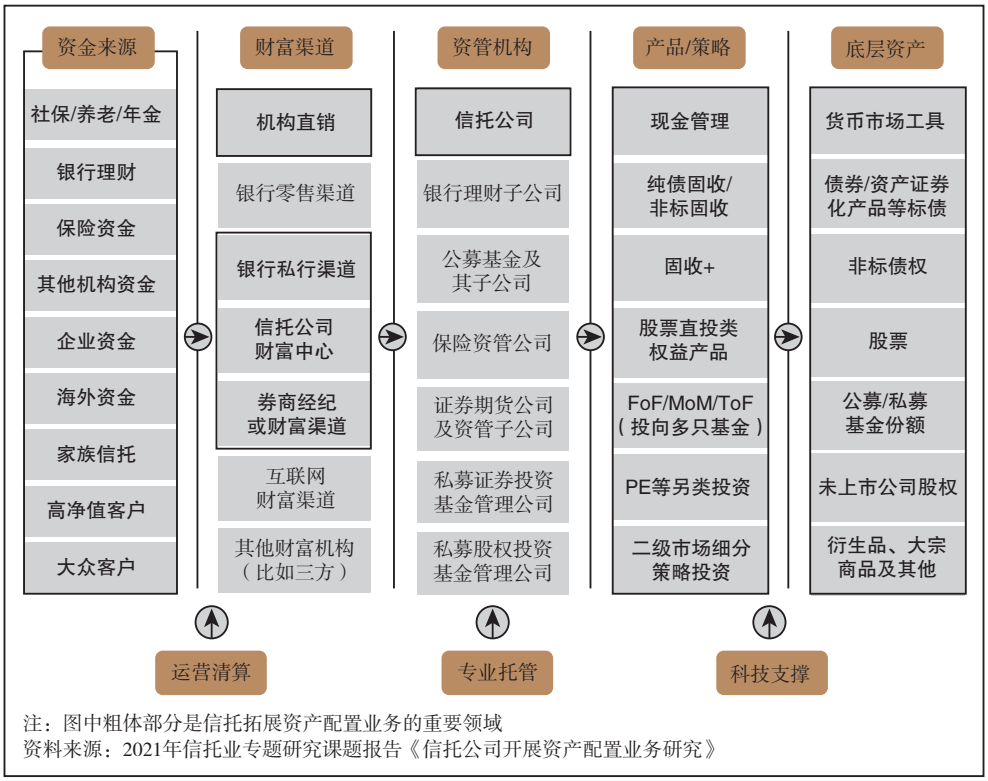
保险资管：保险资管在大类资产配置和长期资金管理方面的优势突出。自2003年首家保险资产管理公司设立以来，目前已设立28家保险资管机构，管理资产规模近15万亿元。当前，保险资管受托管理保险业超过70%的资金。由于保险资金的特殊性质，保险资管公司在机构性质、管理风格、受托规模、投资能力以及市场化程度等方面，差异化特征明显。

公募基金：公募基金过去的股票、债券等标准化资产的投资通常按照专业化分工原则开展，近年来随着“固收+”概念的走俏，公募基金也纷纷成立混合投资部（资产配置部）开展多资产的配置型投资业务。2020年公募基金规模已达19.89万亿元，相对于2019年新增34.66%。从结构上来看，2020年全年发行产品31 372.5亿份，混合基金为16 799.37亿份，占比为53.5%。

券商资管：资管新规实施后，券商资管资产配置类业务逐步由通道类向主动管理转型。截至2020年年末，券商私募资产管理业务总规模10.28万亿元，同比降低15.17%，较2018年年末降低28.19%。在业务结构方面，与2018年年末相比，2020年年末单一资产管理业务规模占比由80%降至58%，集合资产管理业务占比则由13%上升至20%。

私募基金：近年来，私募基金蓬勃发展。根据中国证券投资基金业协会的数据，截至2020年12月底，已登记私募基金管理人为24 561家，管理基金规模15.97万亿元（运作中产品），较2019年同期的13.74万亿元增加16.23%。从证券投资基金来看，截至2020年年末，已备案私募证券投资基金管理人8 908家，已备案私募证券投资基金54 355只，管理基金规模37 662亿元，较2019年同期的24 503亿元增加53.70%。

基于以上特征，本文将拆解资产配置业务价值链，找准各方站位并看清信托公司所处竞争格局。信托公司是少有的可以扮演财富渠道、资管机构、运营服务三个角色的金融机构（银行与券商也可以扮演上述三个角色，但业务分布在不同板块，且高度依赖总部与分支机构的联动），其优势在于上游可直接触及资金方，下游可通过金融产品创设直达底层资产，且部门扁平协作相对高效。但与此同时，人员少、展业范围广又导致信托公司很难在某一点上集中力量快速取得突破（见图11）。



注：图中粗体部分是信托拓展资产配置业务的重要领域
资料来源：2021年信托业专题研究课题报告《信托公司开展资产配置业务研究》

图11　资产配置业务价值链

资料来源：课题组。

2. 当前角逐战场分析

从近两年的资管市场竞争态势来看，各类资管机构和财富渠道扎堆在“固收+”和FoF类产品的竞争上。这两类产品基于资产配置组织底仓资产，收益表现接近非标固收，受到广大投资者的青睐，也正在成为信托公司转型标品业务的首选战场。

以“固收+”产品为例，该产品定位于长期稳健回报产品，契合居民的理财需求，产品数量和规模逐年攀升。根据公募基金2021年基金二季报数据显示，“固收+”基金的规模突破2万亿元大关，超过95%的“固收+”产品获得了正收益，受到市场的热捧。2020年，“固收+”基金共计发行260只，发行规模合计3 978.34亿元。其中，低仓位混合基金占比较大，达发行规模的80.7%。截至2020年年底，“固收+”基金规模达到1.31万亿元，较2019年底实现翻倍。

与“固收+”相比，FoF业务在国内起步较早，在经历早期发展缓慢阶段后，近年来发展迅速。截至2021年二季度末，公募FoF的资产净值达1 248.94亿元，环比增长30.78%，创下公募FoF规模的历史新高。公募FoF规模最大的产品为2019年5月发行的交银安享稳健养老目标一年持有期混合FoF，达152.87亿元；券商FoF业务规模在2017年就已超过2 000亿元，头部券商资管对权益多头、量化、多策略等不同类型的公私募FoF类型产品发行热度不断提

升。2021年以来（截至6月底），已有104只券商资管FoF产品发行，而去年同期仅为69只，同比增幅超50%。

“固收+”和FoF走俏的背后，是非标资产受限后银行理财和信托公司的资产荒，导致过去投向非标资产的刚兑产品稀缺，但刚兑产品培养出的客户偏好一时难以改变，大量的稳健型需求涌现。公募基金作为最市场化的资产管理机构，这些年的创新重点就在于缩短固收类产品期限、降低产品波动率，或对于实在无法降低波动率的权益类产品选择拉长期限，以客户赚到钱为产品设计出发点。而资产配置，就是降低波动率的重要途径。

（三）信托公司的目标定位分析

资产配置业务对于信托公司的转型具有重要意义，不同信托公司应基于自身能力、资源禀赋找到合适的定位，通过强化核心能力建设树立竞争力，形成可持续的商业模式。

从资产配置业务价值链分析可以看出，信托公司资产配置业务可定位于受托服务、资管机构和财富渠道三重角色。信托公司早期的标品信托主要以受托服务为主，承担交易、清算等功能。在2018年《商业银行理财子公司管理办法》发布后，大量理财资金从信托公司回流至银行理财子公司，信托规模快速下降。不过，随着业务转型和高净值人群数量、资产规模的不断提高，受托服务仍具备较大的规模扩展空间。更主要的是，信托公司可将受托服务、家族信托、资产管理、资产配置等要素完美融合，提升转型创新能力，发掘更适合信托公司发展的特色资产配置业务路线。

若定位于资管机构，信托公司需以提升主动管理能力为基础，以管理费和超额业绩报酬为主要收入来源，以稳步扩大资金渠道为发展重心，构建核心竞争力；并在发展中对标优秀的公募基金、私募基金，放下过去的业务思路惯性，开启以资产配置为起点、以投资决策流程为依托的运营管理架构。而资管机构的费率既有行业通行的定价区间，也因业绩表现、品牌影响力而有所差异。就固定管理费来看，资产配置类资管产品最低0.5%/年，最高可达1%/年甚至1.2%/年；超额业绩报酬部分更加个性化，公募FoF不存在超额报酬费用科目，而私募FoF往往在客户费后收益达到业绩基准后，与客户分享10%—20%的超额收益。

若定位于财富渠道，信托公司需以扩大客群覆盖，提升销售规模为短期目标，并且一手丰富产品货架，一手提升客户黏性，真正以客户为中心，作好长期发展规划。一旦形成千亿AUM体量，就将成为稳定的现金流业务，受政策变化和市场周期波动的影响极小。目前来看，家族信托的受托服务向财富渠道、全权委托等有资产配置职能的业务延展是最顺理成章的逻辑，只是开拓属于自己的高净值家族客户，是很多信托公司当前的发展瓶颈。

若定位于受托服务，可以开展证券服务业务的受托，也可以开展家族信托业务的受托，但单纯的受托服务属于人力密集型业务，费率定价0.1%/年左右（无资产配置权的家族信托等），甚至在激烈竞争中有价格进一步走低的迹象。而服务半径与人力与科技投入高度正相

关，并且随着业务快速迭代，前期投入的科技系统随时有重建的压力。

从价值链跃迁的角度分析，运营服务最容易切入，但规模增长相对线性，以目前的市场发展阶段和金融科技水平来看，尚不具备指数级增长的基础。因此信托公司开展资产配置业务应向财富或资管两个方向努力突围，积累指数级增长的可能性（见图12）。

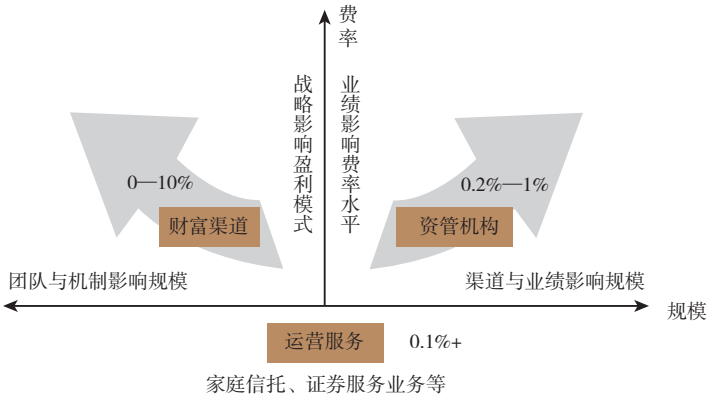


图12　资产配置相关业务的价值链跃迁

资料来源：课题组。

由图12可知，与非标融资业务的利差模式不同，资产配置领域的三类业务均是费率模式，规模与费率是收入的两大决定系数。而就资管和财富这两类业务定位来看，往往是先做大规模，再有费率议价能力。因此本文试图从发展初期和发展成熟期两个阶段分别描绘两类业务定位的发展目标如下（见表5）：

表5　开展资产配置业务的发展目标

	财富模式	资管模式
目标侧重点	发展初期：以规模目标为主	
目标侧重点	发展成熟期：以盈利目标为主	
初期发展策略	提高理财经理投顾能力，增强客户黏性，扩大销售规模	丰富产品线，找到客户认可的爆款产品并做大
初期盈利模式	若实现100亿元存续规模，可与管理人协商管理费分成，大致0.5%—1%按年收取；也可一次性收取1%销售费，提升综合报酬率	若实现100亿元管理规模，可实现每年0.5%—1%的管理费收入，并根据业绩表现分享超额业绩报酬
远期发展策略	人员绩效与AUM和客户满意度直接挂钩	投研人员绩效与业绩直接挂钩；营销人员绩效与规模挂钩
远期目标	千亿元规模、数亿元收入	
需要团队	规模数百人，前台主要包括财富顾问、投资顾问和产品团队	规模数十人，前台主要包括投研、产品、渠道团队

资料来源：课题组。

虽然费率上无法与传统非标融资业务动辄2%—3%的收入比拟，但好在以资产配置为内核的财富、资管业务均无规模天花板，受到监管叫停的可能性几乎为零，且是风险过手型业

务，不存在刚兑责任；是可以长期发展、实现规模效应的业务。

四、信托公司开展资产配置业务的战略路径

具体而言，信托公司可依据自身的资源禀赋及能力差异，从服务、人才、资产、资金、产品五个驱动力入手探索资产配置业务的战略路径。

（一）服务驱动：走向微笑曲线两端

服务驱动是指信托公司以证券服务信托的优势为基础，拓展主动管理的资产配置业务。证券服务信托是信托公司依托在账户、财产独立、风险隔离等方面的制度优势，为委托人、投资管理人提供证券投资相关的账户开立、交易、估值清算、信息披露、风险监控等服务（见图13）。

图13　信托公司服务驱动模式微笑曲线示意图

资料来源：课题组。

外贸信托较早开展证券服务业务，经过多年的持续耕耘，逐步建立起了可为私募证券基金客户提供受托、募资、交易、估值清算、绩效分析等在内的证券综合服务，并以此为基础拓展资产配置业务。早在2013年，外贸信托就开始基于多年服务类证券信托业务的数据和经验积累，以搭建基金绩效分析评价体系为基础，探索布局主动管理FoF业务。在2015年和2016年公司先后发行了三只以单一策略为主的FoF产品，包括量化中性策略FoF、债券策略FoF、权益策略FoF，之后公司逐步丰富FoF产品线，先后推出包括固定收益、量化中性、固收+、权益、宏观配置在内的策略类型完备、风险收益特征明确的产品线。同时公司也逐步扩充专业投研团队建设，建立起了科学的资产配置框架与基金绩效分析评价体系，搭建了集投资研究、运营管理、风险监控、绩效分析等为一体的FoF投研管理平台。依托与500家私募基金管理人的业务合作基础，外贸信托搭建了自主的基金绩效评价体系，并在全市场范围内筛选优秀资产管理人进行深度合作，实现了对资产、策略、投顾的多维度覆盖。公司确立

严格的投委会制度和投顾准入流程，构建策略丰富的三级投顾池，核心投顾50余家，入池投顾百余家。同时，经过多年的实践总结，公司也形成了历经市场考验的资产配置框架体系，实现了对资产、策略、投顾多维度轮动的研判体系，通过自上而下的大类资产配置和自下而上的投顾优选，以及基于市场环境的动态组合管理，实现了在严控回撤的基础上追求稳健收益。得益于前期能力和经验的积累，外贸信托在2019年推出的宏观策略配置产品取得了较好的业绩，赢得了代销渠道及公司直销客户的认可，规模快速增长。2020年，外贸信托主动管理FoF产品规模净增超过35亿元，2021年前三季度规模净增超百亿元，截至9月末的主动管理规模突破170亿元。

拉长历史周期来看，外贸信托的经验可以总结为：

①长期投入、多番尝试。外贸信托的证券服务业务起步于2007年，但基于服务业务沉淀的资源能力正式发行第一只FoF产品是在2015年。从2015年2月成立的首只主动管理的量化中性策略产品“乾元FoF”，到2019年成立宏观配置策略产品“慧选FoF”。这4年时间里，外贸信托在不同的市场环境下，尝试了不同策略的多只单一策略产品，通过实盘投资验证了只有通过母基金对于资产的轮动和配置，才有可能为投资人带来穿越熊牛的稳健收益，并基于这个理念逐步搭建起自主创建的资产配置体系。同时在2019年向代销渠道推出了外贸信托首只宏观资产配置策略产品——慧选FoF，经受住了市场的检验，赢得了客户的信任。这过程中的尝试、努力与坚守，以及由此沉淀下的经验和投研体系成为公司的宝贵财富。2021年，5年播种走到收获期，依托于产品稳健的实盘业绩，不断深化的投研体系建设，和对优秀策略和管理人的挖掘，不同策略的FoF在直销渠道、代销渠道逐步获得认可，全策略的产品布局优势逐步显现。

②培育业绩、取信渠道。与非标业务不同，投资业务一定是历史业绩说话。外贸信托证券事业部投资部持续致力于投研能力的打造，寻求在人员数量相对有限情况下的投资效益最大化。比如在组织架构方面，也曾尝试过类比公募基金，对研究员进行条线专业分工，后改为投研一体化，投资经理兼任研究员，并带领、培养年轻研究员。这样的调整可以让研究员深入一线开展私募尽调，并根据业绩归因反馈快速学习掌握各类策略的特性；也有助于投资经理的梯队培养，内部投资文化的养成和沉淀。因为持续专注业绩打磨，以及证券服务业务长期以来与银行私行、券商经纪等的良好合作关系，外贸信托的主动管理产品经过向代销渠道多次路演，并被层层审批准入后，推向市场。可以说，慧选FoF及之后的若干只渠道代销的产品，是外贸信托基于资金方对产品风险收益特征的要求而设计的产品，是结合客户需求和市场机会深度打磨的结果。

（二）人才驱动：引入团队挑战机制

对于信托公司而言，如果没有证券服务信托的先发优势做基础，最直接的途径就是依

托人才驱动业务发展。人才驱动是指通过从市场化引入专业投研人才，组建资产配置专业团队，把握市场机会推出满足客户资产配置需求的产品，依托专业能力建立良好业绩口碑，持续做大资产配置业务规模。由于长期以非标业务作为主业，信托公司普遍缺乏证券投研人才，在证券投资业务上多以投资通道、服务以及结构化配资业务为主。近些年，信托公司为了降低对非标业务的依赖，纷纷向开展标品业务转型，这其中民生信托是引入专业团队成功打造专业证券投资管理能力的典范。

民生信托从2014年开始组建资本市场总部，主要开展包括证券二级市场自主投资管理类业务、定向增发业务、债券自主投资管理业务在内的证券投资管理业务。公司在证券主动管理业务上的业绩取得主要得益于人才驱动。公司资本市场总部大力引入来自公私募基金、证券公司等机构的专业投资管理人才，打造了涵盖权益投资、量化投资、固定收益、研究、产品规划及市场发展、交易等在内的多个专业团队，同时总部也在风险、合规、运营、信托财务等方面配备了专业的中后台支撑。依托专业投研团队的支持，民生信托逐步建立起了包括固定收益产品、量化对冲产品、期权及其结构化产品和权益投资产品等不同风险收益特征的证券投资产品线。其中，自主管理的二级市场投资业务是资本市场总部的业务重心，其核心策略是基于基本面研究的价值投资，追求绝对收益的投资导向。公司主动管理的二级市场权益投资规模最高峰达到300亿元，累计贡献的收入超20亿元。除了民生信托，光大信托也是依靠从券商、基金等机构直接引入债券、权益投资领域的专业投研团队，在短短两年的时间里将以固定收益为主的证券投资信托业务的规模做大至1 000亿元。

民生信托在二级市场主动管理业务上的成功突围为信托公司发展资产配置业务提供了有益的启示。考虑到开展资产配置业务的投入产出比并参考证券私募机构的规模效益水平，10人左右的投研团队可以支持100亿元左右的管理规模。在产品做出业绩口碑以及渠道支持的前提下，可根据规模增长进行投研团队的扩张，管理规模达到200亿—300亿元、管理费收入2亿—3亿元是可期的。

人才驱动策略的关键点在于引入团队与公司传统文化的融合。一方面，公司是否已建立或正在建立专业化分工的组织架构以及与投资业务特点相匹配的考核激励机制。资产配置业务的突围不仅需要真金白银的本金投入，还需要时间来形成业绩曲线，而且不是每个产品都能实现预期回报，此间还可能出现净值回撤，此时公司的态度对于后续团队的发展至关重要。另一方面，空降团队是否仍然沿用现有非标业务流程及风控制度，空降团队是否采用高绩效、高激励的提成机制，对于公司现有风控制度都将形成当期及远期的挑战。以上问题，可能仍然没有普适通用的解决方案，仍然需要信托公司在实践中结合自身公司特点摸索尝试。

（三）资产驱动：获取优质稀缺资产

资产驱动主要依赖于优质资产的获取能力。作为拥有“投行+资管”综合服务优势的金

融机构，信托公司的资产配置不局限于传统金融市场上的股票及债券资产，还可以依托自身对于优质非标债权及股权资产的获取，通过创设资产，进行跨市场的资产配置。

当前市场流行的“固收+”产品就可充分发挥信托公司非标资产获取优势。从严谨的产品分类角度来看，“固收+”很难成为一类产品，因为固收的部分、“+”的部分都可以有很多样的资产组织形式。对于信托公司来说，依托自身对债券投资的主动管理能力、大类配置能力及高收益非标资产的获取能力，可以规避掉对底层子基金的筛选和组合管理（FoF业务）能力短板，而开展资产配置业务。而且已经有银行理财将这类业务规模做到千亿元以上，可以说是既能承接传统融资业务优势，又能衔接标品转型方向，并做大规模的上佳契合点。

以招银理财推出的自主管理的睿远平衡系列为例，该产品为一款偏债混合类理财产品，典型的银行特色的“固收+”，底层资产由标债+非标债权+权益三部分组成。该产品以获取绝对收益为目标，以多元化固收打底、权益投资增厚产品收益，适合中等风险偏好的客户。其中固定收益投资占比不低于60%，权益投资的配置比例为20%—40%。固收投资包括债券和非标债权，优质非标债权在整个组合中的占比为0—49%，该部分资产作为核心底仓有利于提升资产组合的绝对收益水平；权益投资可投主动管理的MoM、高股息组合、新股、指数增强等策略。该产品设置3年封闭期，根据招行的数据显示，目前睿远平衡系列产品的年化收益率平均在6%—8%之间，实现了业绩比较基准上限的水平。

当前信托公司通常的操作模式是，在以债券打底的基础上，通过配置非标以及非标转标的ABS/ABN、私募债以及证券信托的优先级份额等优质稀缺的高收益资产来增厚投资组合的收益，同时在“+”的部分，发挥自身的资源优势，通过引入权益、量化中性、CTA等策略领域的优秀管理人来创造超额收益。

特别是对于传统非标融资业务优势突出的信托公司来说，获取地产、城投等优质交易对手的融资需求，转化为合规的信托贷款、私募债、ABS/ABN等金融产品，并装入“固收+”资产组合，是2020—2021年最容易上手的资产配置路径。

信托公司相比公募基金、证券公司的优势在于对特定交易对手的信息深度和把控力度更强；劣势在于有把控力的客户主要集中在地产、城投行业，难以形成产业覆盖全面、信用风险充分分散的资产配置组合。而当地产城投等旧经济的代表持续受到监管管控时，投资难度就会明显加大。在此方面，有多年现金管理、标债固收主动管理经验的信托公司就会凸显优势，在信用风险资产上的配置分散度会更高，应对监管不确定性的能力也会更强。另外也有信托公司发挥自身禀赋优势、经验优势、股东优势等开拓优质特色股权资产，也是从资产驱动资产配置业务的突围路径。

（四）资金驱动：财富销售引领投资

资金驱动模式是指信托公司通过精准的客群定位及差异化营销，吸引并挖掘客户的资产

配置需求，通过全权委托、家族信托等业务形态，获得客户资金的资产配置权限。资金驱动模式适合财富销售端有强大客户基础的信托公司，招商银行私人银行就是典型的资金驱动资产配置模式，与上文提到的资产驱动模式的代表——招银理财，分别来自资产配置价值链的最两端。

信托行业依托财富部门，借助资金驱动发展资产配置业务也有诸多尝试，比如中航信托、五矿信托等财富管理业务领先的信托公司。

①配置+账户。中航信托2021年上半年财富管理板块资产配置规模近千亿元，账户信托管理规模超150亿元。中航信托财富中心以全面构建含资产配置能力、投资研究能力、数字科技能力、客户连接能力、业务协同能力“五位一体”的专业服务能力体系为战略导向，通过打造开放式产品平台，持续提升配置服务和账户服务。其鲲系列账户信托2021年以来陆续推出全权委托下的“稳健型账户”（投资融资类产品）、“平衡型账户”（投资优先股类产品）和“配置型账户”（优先股、私募证券、长期股权适当比例组合配置）。以最新推出的“配置型账户”为例，面向1 000万元起的高净值客户，用账户服务费替代管理费和超额业绩报酬，以长期稳健收益为目标，为客户提供两种投资组合选择：方案一通过组合账户70%投资优先股、融资类等产品+30%投资私募证券、长期股权产品；方案二通过ToF专户100%投资于中航严选出的私募证券产品。中航信托的财富中心全市场采购资产，ToF专户通过账户信托实现全权委托下的私募证券资产配置，以组合投资理念创新实践受托服务，开创“账户信托+中航严选”的私募证券配置新模式。

②销售+组织。五矿信托财富中心近年来发展迅猛，其致力于打造开放式产品货架，全市场产品采购、以专业的资产配置能力和投顾服务吸引客户，截至2021年7月末已累计实现62亿元全权委托配置规模。五矿信托全市场采购净值型产品，特别是明星私募产品，为资产配置服务的开展打下基础。并适时推出智能资产配置系统，为客户提供全方位一站式服务。为了真正实现以客户为中心，五矿信托财富中心内部提出“钢缆模式”，强化内部协同，像钢丝拧成钢缆一样，相互协作达到1+1>2的效果。

尽管发展成为客户信赖的财富管理机构是信托行业共识的发展方向，但当前在财富管理领域有足够客户信任基础的信托公司仍然不多，面对净值型产品（标品信托），更多的是财富顾问不会卖、客户看了不敢买。更不要说基于资产配置的全权委托服务。因此，资金驱动的基础在于资金端客户和信托公司之间的信任程度，其培育时间可能比资产配置业务本身还要长。

（五）产品驱动：产品设计投研能力

产品驱动是指以出色的产品引领资产配置业务的发展，主要指信托公司以资产管理机构的身份开展资产配置业务的情况。产品驱动、业绩说话似乎是公募基金、证券公司的营销卖

点，多数信托公司对于自己主动管理的产品业绩没有信心。但投资是一门实践科学，经验在实操中积累。正如前文所说，在资产配置方面，公募基金和证券公司并没有比信托公司更丰富的经验。而业绩的衡量标准包括收益率、夏普比率、波动率等多项指标，通俗来说分别代表产品牛市时涨多高、熊市时跌多狠、震荡时稳不稳。虽然在直接投资权益资产领域相对缺乏经验导致把握牛市上涨机会的能力不足，但信托公司完全有可能在夏普比率、波动率的竞争中胜出。

课题组调研了解到，目前信托公司通过产品赢得客户认可，通常有产品设计取胜、投研能力打造优秀业绩两种路径。产品设计方面，比如中航信托2013年开始起步的天玑系列类货币基金产品，期限形态丰富，通过T+1、T+7、T+30等丰富的产品结构，为客户带来类似货币基金的产品体验的同时，实现了类比纯债固收的产品收益。而其纯债固收“天玑汇财”系列的产品期限覆盖1个月到12个月，成为机构客户和高净值可青睐的短期理财工具。上述两大类产品截至2020年年末的合计规模约1 200亿元，已经成为中航信托稳定的规模和收入支撑。

“投研能力—优秀业绩—客户认可—规模增加—收入增加—团队激励到位—团队人员稳定—持续提升投研能力”的正循环是每家开展资产配置业务的信托公司的共同目标。但调研了解到，产品驱动模式下的资产配置业务，核心关键点除了投研能力，还有一点容易被大家所忽视——营销局面是否打开。

对于信托公司开展标品投资业务，一线从业人员的共识是，自营扶上马、直销送一程、代销走天下。解释来看，即投资团队通过自营资金来孵化，产品业绩通过直销过程中的公开业绩曲线来验证，但直销能力不应该成为资管产品的规模天花板，还需要通过打开广泛的代销渠道来做大规模，形成可观的业务收入。信托公司业务团队梦寐以求的正循环往往卡在第二、第三阶段上。

可见客户的认可对产品驱动模式的发展尤为重要。以上海信托2010年开始起步的红宝石系列产品为例，设立之初曾经尝试过各类型各策略的资产配置组合投资产品，但当时的市场环境、客户需求只偏爱固收类产品，无奈之下红宝石只能不断从权益市场退让出来，逐渐与现金丰利产品线越来越趋近。但随着市场与客户的变化，近两年“固收+”产品需求渐起，红宝石凭借固收债券投资领域的丰富经验，优选利率/可转/权益作为进攻品种增厚收益，快速蝶变，抢占“固收+”产品线，红宝石安心稳健系列规模已达400亿元。结合客户需求适时调整发展策略，或许是资产配置业务发展的核心逻辑。

走到2021年的下半年，固收+、FoF等热门产品领域的竞争都日渐激烈，来自券商和公募基金、私募基金的竞争者已经出现明显的分化，一面是头部明星基金经理动辄募集百亿元规模，另一面是中小型公司发行失败，如何在激烈的资管同业竞争中，既做出投资者认可喜爱的产品，又让更多的投资者知道看到，是当前阶段产品驱动模式的新挑战。

五、信托公司资产配置业务的执行落地

不同驱动模式仍需落地于具体的业务实践，本节将从投资端、产品端、销售端拆解资产配置业务布局，并从能力建设和工作流程图的角度勾勒资产配置业务的行动路径，并且提示投资环节和销售环节的风险管理。

（一）投资端、产品端、销售端展业要点

投资端、产品端、销售端的建设，是资产配置业务的三大着力点。其中“产品端”往往被信托公司所忽视。过去传统融资业务链条中，获取资产并设计产品，往往由信托经理全部完成，销售端只承担完成发行任务的责任。但在资产配置等标品业务中，业务链条和职责分工被切分很细，其中产品一环是最不可或缺的。产品端的职责不仅包括客户需求摸查、产品设计、产品定位，还包括发行时机的判断、上架排期安排、产品包装设计、客户画像等。可以说，资产配置业务考验的是信托公司的链式竞争能力，而产品端，是核心的串联环节。缺失产品端，或产品端职责不清晰，会导致投资端的业绩不被市场认可，客户需求无法被投资端落地。

1.投资端：基于资产配置理论的实践

资产配置通常分三大工作步骤：战略资产配置、战术资产配置和再平衡策略。

（1）战略资产配置。战略资产配置是指在遵循相关投资限制政策的基础上，在对宏观经济形势和资本市场状况进行研究的基础上，分析各类资产的风险收益关系，按照投资目标和风险政策，确定资金在各资产大类的投资比例。战略资产配置的工作具体包括：投资目标和风险政策的设定、资产类别的划分、各资产类别风险收益和相关性的分析、数量化模型的测算、资产配置比例的确定。战略资产配置的结果通常是一系列资产的目标配置比例和比例区间，为后续战术资产配置留有空间。

（2）战术性资产配置。战术资产配置是在战略资产配置规定的各类资产阈值范围内，通过对未来短期内各类资产风险收益特征的预测，围绕战略配置目标比例，确定各类资产的最优投资比例，以期获得超过战略资产配置的投资收益。战术资产配置的工作包括在大类资产内部的结构调整，如不同投资风格之间，不同固定收益产品之间，不同管理人之间，主动投资和被动投资之间的比例配置等。相比战略资产配置5—10年的展望周期，战术资产配置的制定频率一般为一年或半年，通过对上一投资周期的运作回顾，结合短期宏观经济和市场展

望，重新测算风险收益，调整配置方案。

在欧美成熟市场，机构投资者通常更看重战略资产配置，很少进行战术资产调整。但在国内市场，拥有长期资金的机构投资者较少，资本市场相对不成熟，价格相对价值的偏离度较高，且受政策影响的短期波动较大，因此以择时、择券为主的战术资产配置在实操中的应用更多，更受金融机构重视。

（3）再平衡。再平衡策略是当某类资产，如股票资产因为涨幅或跌幅过大，导致持仓规模超过了资产配置设定的阈值范围时，应减少或增加股票的投资来控制风险。再平衡策略的根本目标是控制风险，而不是增加收益，它通过修正各资产类别因表现差异而带来的偏差使投资组合与初始确定的资产配置目标保持一致。

对于再平衡的价值，一直以来存在争议。比如当市场单边上行时，再平衡会影响收益；比如再平衡的频率太高会增加交易成本，太低又失去风险控制的意义。但国内市场的案例来看，社保基金能在2007年逃顶、2008年抄底的原因，就是再平衡。可以说，再平衡是长期资金投资纪律的体现。

2.产品端：基于资产配置的资管产品设计

按照资管新规的要求，信托公司的资产管理业务包括传统的资产产品化和标品投资业务。标品投资业务中，除了100%投资货币市场工具的现金管理类产品、100%投资于债券的纯债固收，都会涉及两种及两种以上不同风险特征的资产组合，比如当前市场上较流行的“固收+”和投资多只基金或信托的ToF、FoF、MoM等，都属于资产管理业务项下的资产配置业务范畴。

（1）“固收+”产品设计。“固收+”产品以固定收益资产打底，“+”的部分配置产品比较丰富，一般配置收益高于固定收益的其他资产，风险相对于固定收益产品也较大。“+”的部分常配置的资产包括可转债，股票，金融衍生品，或者用作打新、定增或配置非标。

该类产品由于大部分资产配置于风险较低、收益较低的固定收益类资产，因此总体风险较低，但相对于纯粹投资于债券的产品，其“+”的部分又有增厚收益的效果，当然也适度扩大了波动率。

（2）ToF/FoF产品设计。ToF/FoF是由信托公司募资设立母信托产品，根据投资者的风险偏好，通过投资公募基金、私募基金在内的资产组合，底层资产多为公开市场中可交易的金融资产，不设预期收益率，为投资人获取更加稳定的投资收益，属于净值型证券投资类标准化信托产品。ToF/FoF是信托公司帮助投资者进行资产配置，通过多资产、多策略的产品组合降低投资风险水平。

信托公司从事ToF/FoF的优势在于投资策略覆盖广泛，风险较为分散，在产品形态上涵盖公募、私募、保险资管等。目前公募基金的FoF产品主要投资于自家公司的其他公募基金产品，但信托的ToF/FoF可以投资于更多的资产管理机构的产品，且公募、私募不限，不仅

可以避免单家管理机构在战略资产配置时出现底层策略库不够丰富导致的偏差风险，也可以打破受制于底层管理人资金需求的规模天花板。

（3）MoM产品设计。MoM（Manager of Managers），即管理人中管理人产品，是将资产委托给外部买方投顾进行资产管理的方式，是海外发展非常成熟、规模体量很大的一类资产管理产品，具有“多元管理、多元资产、多元风格”的特征，既可以实现管理人大类资产配置的能力，又能发挥不同资产管理机构在特定领域的专业投资能力。

MoM模式的核心环节是，对资本市场和投资策略充分研究，到市场上寻找最优秀的投资能力，通过组合构建及动态管理，力争持续稳定地创造超额收益。因此，资本市场研究、投资管理人研究、动态组合管理环环相扣，是MoM模式投资管理流程必不可少的三大环节。

3.销售端：基于客户需求的资产配置服务方案

信托公司开展资产配置业务，要坚持客户需求引导产品设计，从传统业务更注重资产端需求转向从销售端注重资金方客户需求出发。在设计产品时广泛调研目标客户的真实需求，根据客户需求的不同，自行设计或向外部采购不同风险收益特点的底层资产，以此作为资产配置的资产池。随着业务规模的扩大，要持续细化产品的类别，对客户进行更精细化的分层，不断丰富各类风险收益偏好特征的产品线。

不同客户的风险承受能力、对于收益的要求，以及投资的时限都有所不同。因此当信托公司发展资产配置业务时，需要根据客户具体的要求进行资产配置以与客户的需求和特征更好地匹配。

根据用户本身特征进行用户画像描述，对于更精准地提供个性化资产配置方案具有特别重要的意义。用户画像中主要考察的维度可以包括用户的人口属性，如姓名、性别、年龄、电话、邮箱、家庭住址等；用户的信用属性，如职业、收入、资产、负债、学历、信用评分等；用户的消费特征，用于描述客户主要消费习惯和消费偏好，用于寻找高频和高价值客户，可以参考客户的消费记录将客户直接定性为某些消费特征人群，如差旅人群、境外游人群、旅游人群、餐饮用户、汽车用户、母婴用户、理财人群等；用户的社交信息，包括用户的各类社交媒体信息。以上的信息大多以非结构化数据形式存在，需要进一步经过文本挖掘、自然语言处理、机器学习等方式，将非结构化信息转化为定量信息，从而更好地采用匹配模型对不同的用户画像进行个性化资产配置方案的推荐。

个性化资产配置方案的提供，可以根据用户画像以及用户在投资收益，风险特征，久期特征方面的要求，进行大类资产的配置，从而能够满足用户在这些方面的要求。

目前信托公司开展的资产配置服务方案主要基于账户信托、家族信托而开展。行业暂无公开统计数据，亦无历史业绩跟踪，属于业务起步探索阶段。

但销售端开展的资产配置业务属于典型的跨部门协作业务，需要在信托公司内强化销售

端和产品端的协同和沟通，建立良好的信息传递和共享机制，确保市场和客户需求可以传达到产品团队，产品团队的投资理念、投资逻辑可以经财富端准确地传递给客户。

（二）能力拆解与工作流程

1.资产配置能力拆解

信托公司发展资产配置业务，需要在实践中持续提升相应的能力，具体包括投研分析能力、风险管理能力、数据与系统开发能力等。

（1）投研分析能力。资产配置业务的风险属性和管理机制与传统融资类业务存在根本差异，需要信托公司加强投研分析能力，强化投研一体化支撑。大类资产配置自上而下的投研能力可以分为宏观、中观、微观三个层面。在宏观层面，大类资产配置需要具备的核心能力是宏观分析、策略研究、政策研究等体系化宏观研究能力；在中观层面，需要进行产业分析，分析行业发展态势和资本市场景气度，为具体配置时的行业轮动策略提供支持；在微观层面，需要对配置的底层资产进行分析，包括基金研究、债券研究、股票研究、衍生品研究等。

从信托公司投研能力建设的现状来看，如此全方位、一体化的投研能力建设可从以下两方面入手：一方面，充实信托公司投研部门内部力量，建立自上而下的宏观经济研究、监管政策研究、资管行业研究、大类资产研究、资管产品研究体系，全面覆盖非标债权市场、货币市场、债券市场、权益市场、商品期货和衍生品市场，提高公司的投研能力和专业化水平。另一方面，信托公司可与外部的先进研究机构，如券商研究所等合作，整合公司内外部研究资源，通过采购外部研究服务、定期组织外部市场专家进行报告和交流，推动投研文化、投研平台建设，提升专业和主动管理能力。

（2）风险管理能力。资产配置业务的展业逻辑和底层资产都和信托公司传统的融资类业务有着本质的区别，导致其风险管理要求也和信托公司现有的风险管理体系存在一定的偏差。融资类业务的风控和业务是对立关系、攻守关系；而标品投资业务的风控和业务是协作关系，类似声呐与潜艇的关系。

整体来看，信托公司加强对资产配置业务的风险管理，应从以下两方面入手：一是加强资产配置类业务的全流程管理，风控人员应快速吸收和积累相关投资前沿领域的知识和经验，学习把握和判断市场风险动态的重要迭代过程；加强事后有效复盘，提高公司投研与风控的协作效能，形成良性的内循环及正反馈机制，支撑资产配置业务高质量稳健发展。二是风险管理部门通过全流程深度参与资产配置业务，第一时间提炼梳理，拉平各部门、各同类产品之间的差异性，形成标准化、可快速复制的产品范式及管理要求，并不断迭代、优化，可为信托公司资产配置业务的长远发展夯实基础。

（3）数据和系统开发能力。随着信息技术的发展，金融行业从互联网金融到金融科技，技术在投资中的渗透也越来越深入，大数据时代也为资产配置创造新的条件和机会。

在实践中，智能投顾以及全资产托管平台是资产配置与金融科技融合的前沿产物，领先金融机构已经开始探索并运用智能投顾和全资产托管平台，为财富客户构建特色化资产配置平台与生态系统。随着金融与科技的深度融合，通过大数据和人工智能等技术可以实现有效提高资产配置的效率、提供更个性化的资产配置方案（见图14）。

	画像与分析	规划与配置	交易与执行	组合管理
大数据	• 精准营销 • 反欺诈 • 客户标签 • 智能客服 • 远程开户 • 反洗钱	• 产品分析 • 组合产品	• 资金安全 • 反洗钱	• 组合诊断优化 • 市场信息分析 • 资产异动管理 • 交叉销售
人工智能	• 反欺诈 • 客户分层 • 远程开户 • 智能客服	• 投研投顾： — 智能读取 — 智能生成 — 智能预测 • 产品分析 • 组合产品	• 语音识别 • 图像识别	• 组合诊断优化 • 市场信息分析 • 自动调整再平衡 • 一体化账户管理 • 交叉销售
区块链	• 加密信息存储		• 交易效率 • 智能合同	
机器人流程自动化	• 通过跨系统连接、多系统解耦和数据实时调取，实现流程简化和作业自动化			

图14　科技在资产配置流程中的应用

资料来源：课题组。

2. 资产配置工作流程

信托公司进行大类资产配置的工作流程（见图15），首先由公司级投资决策委员会在年初召开投资决策会议（以下简称“投决会”），进行战略资产配置的比例和额度商定，结合金融市场走势和当年产品发行规划，决策公司整体的资产配置方案（比如股、债、现金、海外等主要市场主流资产的比例上限），并给予投资部门分级授权标准和各底层资产的相应投资额度。

前台财富销售部门在对客户进行定制化资产配置时，以投决会决定的资产配置方案比例为限，动态调整具体配置额度和销售策略。

投资研究部门负责大类资产配置的研究和各底层资产的投资研究，对前台财富销售部门的个性化定制方案提供支持。

风险部门对资产组合实施实时的风险监控，对投资部门和研究部门进行监控。运营部门负责具体的产品申购、赎回管理等具体运营管理工作。IT部门对用户数据进行搜集和用户画像描述，提供智能化资产配置建议，供研究部门和销售部门参考。

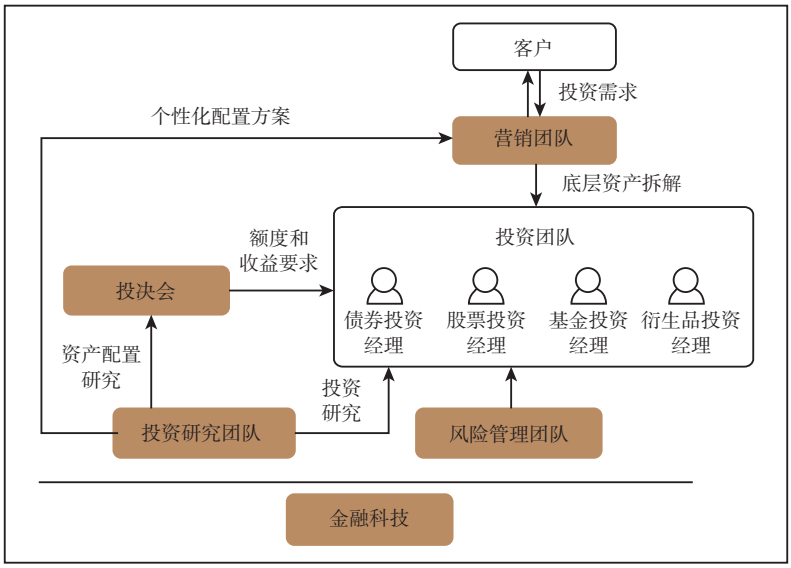


图 15　资产配置工作流程

资料来源：课题组。

（三）从投资到销售的风险管理

在风险管理方面，市场上很难找到现成的经验可供信托公司开展资产配置业务时参考。因信托公司在资产配置业务链条中的涉及角色复合，且有传统融资业务评审流程的深刻烙印，以及预期收益产品向净值型过渡过程中的相关配套准备的不足，都导致信托公司的标品业务风控难度较大。下文分为投资环节的风险管理和销售环节的风险管理分别讨论。

1. 投资环节风险管理

风险管理创造价值。对于投资组合来说，资产管理的本质是平衡收益和风险的过程。风险无法被消除，但是可以通过科学、主动的管理获取回报，使得组合承担的每一分风险都能创造相应的价值。

资产配置业务作为信托公司新的业务领域，不同于私募投行信托业务更专注于非标准的单一具体的项目，资产配置业务涉及的投资范围更广，影响因素更多，风险管理的难点和涉及的协助部门更多。信托公司应重新梳理、完善和健全现有的风控体系，识别新业务风险，甚至不惜新建完全独立于传统业务的风控体系；建立覆盖信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险等在内的统一的监测和报告体系；建立更加完善的风险控制信息系统，提升风控效率。具体的投资风险管理措施如下：

（1）各层级制度体系。完善包括投资风险管理、公平交易管理、合规管理、防火墙机制、流动性管理、应急方案等各项风险管理和合规制度，从制度层面确定全流程覆盖、独立

的风险控制架构和体系，特征是构建业务部门风险管理与公司风险管理双轮并行管理和监控体系。

调研中发现，公募基金的投资经理负责制不适用于信托公司在发展初期全盘借鉴，可能导致公司对业务部门风险把控缺位，但照搬传统融资业务的“评审会与投决会的双审批”也不利于业务发展，会导致流程冗长，风险把控流于形式，对实质风险点却缺乏有效抓手。

因此，投决会与评审会并行，有丰富投资经验的高管领衔投决会，并根据团队实际情况分级授权，借助科技系统实现风控阈值的全流程嵌入，或许是当前信托公司比较可取的制度体系基础。

（2）全流程风险监控。完善投前、投中、投后的风险控制机制和监控体系，不仅包括投资部门的投资决策及授权管控，也包括中后台对投资行为的风险监控机制。在投资组合层面，市场风险的控制措施包括收益预算监控、风险价值VaR、情景分析、组合止损预警、压力测算等。个券层面，市场风险控制包括灵活止损线、集中度限制、投资权限分级等。

投资运作前，风险控制机制主要是建立完善的投资、权限管理体系和监控指标。从投资经理、投资总监到投资决策委员会，分别有不同的授权，将各层级的投资决策风险设定在可控的范围之内。投研人员和风控人员持续跟踪宏观经济变化和监管政策走向、行业发展趋势、市场热点和风险事件，在定期或不定期的投资决策委员会和风险管理委员会上，对市场上存在的风险点和风险因素进行提示。研究员负责对覆盖的行业、公司或产品进行深入研究和分析，研究成果形成内部证券池，各产品投资的品种必须来自内部证券池。风控人员在投资运作前，通过交易系统中的风控模块对各项指标和权限进行设定，确保风险指标的落实，避免违规和异常交易。投资经理综合分析宏观市场环境、研究员意见和投资风险等多方面因素，构建组合的资产配置计划。

投资运作中，风险控制机制主要是对交易执行、合规运作等方面的持续监控。风控人员通过交易系统的指标监测和预警功能，实时控制交易环节的风险，根据相关规章制度、合同约定及内部投资决策、风控指标，在交易系统中设置各类风控指标的相应预警阈值和禁止阈值，对超过预警阈值的投资及时预警，并使超过控制阈值的投资无法下单操作。交易人员实时检查交易情况，在市场大幅波动或发现异常交易时，及时提示投资经理和风控人员。

投资运作后，风险控制主要基于投后跟踪、组合绩效和风险分析方面的量化评估。风控人员对产品组合收益波动率、跟踪误差、VAR值、行业或个券波动率、偏离度、集中度、变现天数、换手率等风险指标进行定期分析和评估，并对产品业绩进行分解分析，形成风险分析和绩效评估报告，供投资经理、投决会和风险委员会参考。投决会与投资经理根据市场变化和投资对象的实时变化情况，并结合风控人员的分析结论，对产品面临的投资风险重新进行评估。若发现产品组合面临的潜在风险超出预期，将考虑调整配置计划或要求投资经理改变组合结构以降低风险。针对市场出现的极端波动行情，为降低组合投资风险，提高管理效率，采用严格通过控制投资组合权益类风险资产仓位的方法进行锁盈止损。

2. 销售环节风险管理

我国以个人客户为主的投资者仍偏好于具有稳健收益的中低风险产品，特别是对于信托产品的“刚兑”思维仍根深蒂固，对于风险与收益平衡的认识逻辑仍呈现扭曲状态。传统的信托产品为固定收益产品，而资产配置业务打破过往信托产品“刚兑”思维，实行净值化管理，这对于投资者来说是个新的尝试，尚需认知培育的过程；对于信托公司来说无论是内部投资运营、风险管理，还是销售面客、产品设计都面临如何在打破刚兑与维护投资者关系上找到平衡点的挑战。

资产配置业务打破“刚兑”和净值化管理的机制要求信托公司重塑“卖者尽责，买者自负”的良性投资文化，需要更加注重投资适当性原则，完善信息披露机制。具体包括：

一是健全完善客户分类、产品风险等级划分、客户风险承受力评估“三位一体”的行为风险防控体系，科学审慎甄别“一般投资者”与“合格投资者”，提高产品评级的敏感性和科学性，增强客户评估的独立性和客观性。

二是在产品端、投资端、销售端发力。产品端，关注是否影响投资者知情权、自主选择权、公平交易权等合法权益，是否适应投资者需求；销售端，关注产品的匹配性、净值的准确性、客户的风险承受能力及销售行为的可回溯；投资端，关注底层资产穿透管理和信息披露及时性、充足性。

三是提升财富经理的专业素质，强化销售合规文化建设，将“以产品为中心”的营销理念转为“以客户为中心”，建立科学的销售人员绩效考评机制。资产配置业务不同于传统项目制信托业务，对于营销人员的专业素质要求更高，不仅需要熟悉具体的产品属性，还需要了解当前的宏观市场、政策情况、资产走势及对未来的市场趋势研判等。

四是加强风险揭示和投资者教育，提升投资者基本投资理财知识水平，定期不定期地给投资者举办市场分析及理财知识宣讲会，强化投资者对于风险的认知。

五是提升系统自动化风险控制，包括风险不匹配刚性控制、人工智能技术的应用（风险测评、双录、产品风险匹配推进等）。

专题：资产配置实操复盘：2020年经济金融与资产配置回顾

本专题将实盘展示某信托公司2020年开展资产配置业务的逐季度市场判断逻辑和市场走势，及对2021年下半年的后市展望，成文于2021年8月。

2020年是宏观大年，宏观经济经历了从疫情重大冲击快速进入衰退期，到疫情防控得力、政策强力刺激转变为复苏期，全年经济呈现深V走势。整体来看，2020年全年大类资产的定价中表现了市场对经济走势、货币政策等关键阶段变量的预期，并符合以风险偏好、基本面变化和流动性支持的维度框架所进行的投资逻辑。

2020年新冠肺炎疫情冲击叠加全球央行大规模放水，大类资产在2020年抢跑走完了美林时钟的“衰退”“复苏”“过热”后，整体资产表现呈现大类资产普涨、且“美股→A股→农产品及工业金属”依次领跑修复的特征。全年大类资产配置围绕着3个关键节点来进行配置及调整：（1）疫情冲击经济快速进入衰退期：2020年2月，疫情暴发，经济重挫，避险情绪抬升，政策宽松，大类资产的配置权重为债券>股票>商品。（2）疫情防控得力和政策刺激的复苏期：2020年4月国内疫情防控得力，企业复工复产，政策持续宽松，经济底部爬升，大类资产的配置权重为股票>商品>债券。（3）流动性充裕及供给不足带来的小幅滞涨期（过热）：2020年8月，经济全面稳步修复，企业盈利有所改善，疫苗加速推进，流动性宽松，通胀有所抬升，大类资产的配置权重为商品>股票>债券（见图16）。

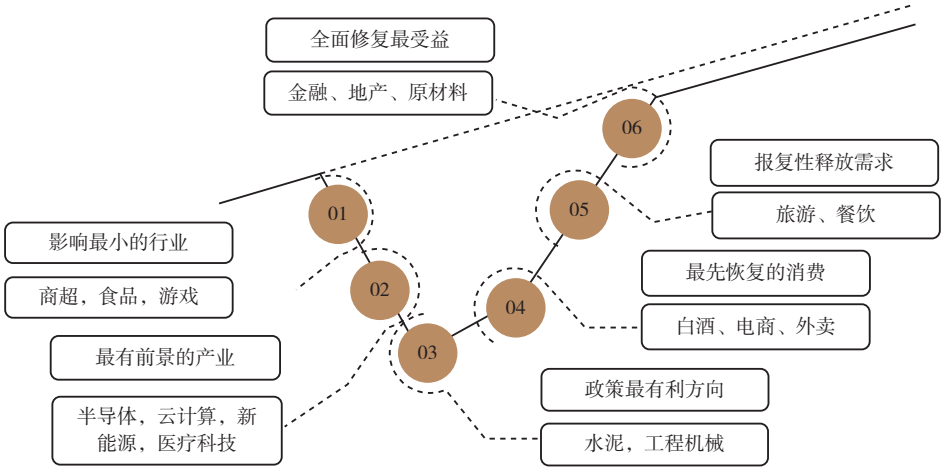


图16　受疫情影响的行业复苏顺序

2020年一季度配置逻辑及建议：2020年年初疫情暴发初期，需要判断疫情会加速恶化还是逐步缓和，这是一季度初资产配置策略的关键因子，但也是我们难以作出判断的地方，市场普遍预期疫情影响仍为短期行为，冲击有限。单纯从疫情影响的风险偏好来看，我们初期给出资产配置建议：适度增加避险品种的权重，主要为债券（利率债和中高等级债券）和黄金；标配股票权重，减配短期受疫情影响不利的餐饮、旅游、航空等服务行业，增配医药行业、食品等刚需行业等。随着疫情的持续发酵，我们判断疫情对经济的冲击超预期，调整策略，持续加大债券的配置权重，且在市场冲击下逐步配置受疫情影响较小的食品、游戏、商超、医药等；减配商品类资产。

2020年一季度经济及市场实际情况：新冠肺炎疫情主导避险情绪迅速抬升，剧烈冲击全球金融市场，3月美元流动性危机前后各类资产共振，全球央行货币政策全面放松。在2月中下旬到3中上旬的这段时间内，金融资产经历了抛售风险资产、追逐安全资产的剧烈转换。3月美元流动性危机，黄金避险特征也暂时性“失灵”，美股四次熔断，股、债、黄金、石油等各类资产同时下跌，资产之间的经验相关性短时间失效。这一极端情况在美联储开启无限QE，以及联合全球主要央行增加货币互换额度之后得到了稳定。一季度符合经济衰退期的投资策略，国内大类资产表现在一季度总体来看，债券>股票>商品，避险资产总体跑赢风险资产（见图17）。

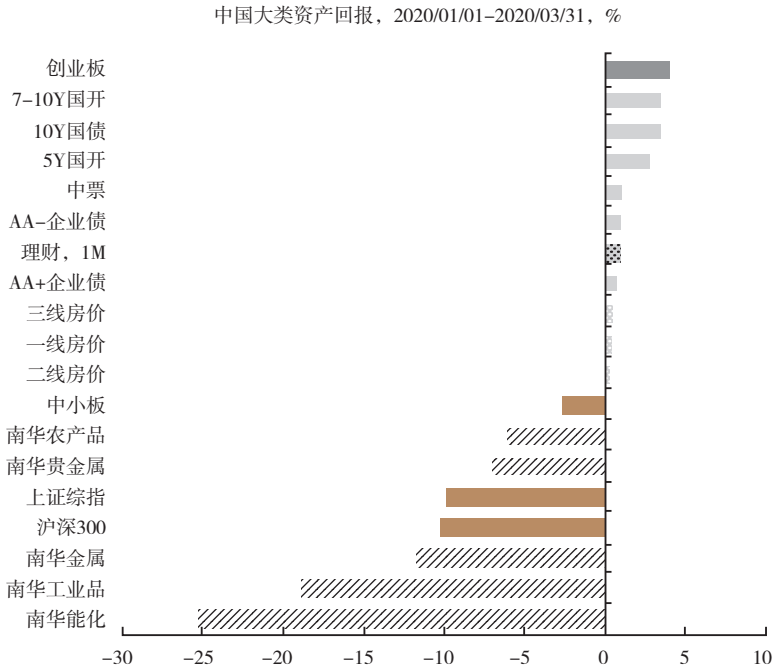
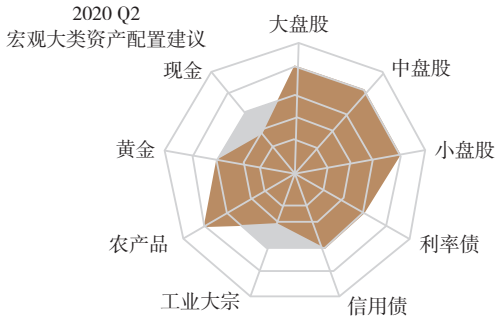


图17　2020年一季度大类资产实际回报情况

2020年二季度配置逻辑及建议：基于经济受到疫情巨大冲击及全球央行大放水，我们判断一季度经济增长会出现巨大的下滑之后大概率会出现U形复苏而不是V形反转。国内经济随着复工复产推进，经济处于“底部爬升期”，尽管海外疫情暴发的二次冲击正在显现，包括出口、产业链等方面，但中国自身在防疫、改革的优势也有助于更好地应对外部环境的长期变化。对于海外而言，随着美联储逐渐接近病灶，流动性危机阶段性缓解，同时随着政策加码，疫情或逐步进入平台期，其带来经济成本的同时也可能为市场带来喘息窗口期。新冠肺炎疫情预计

在4月欧洲达到顶峰，5月美国达到顶峰；中国和印度大概率在2020年能保持经济正增长，美国和欧洲会出现个位数的经济衰退。股票市场3月显现出了严重衰退的价格反应，利率水平处于历史低位，金融市场仍将有巨大的波动。基于上述分析，我们给出大类资产定性判断。建议二季度：1）黄金：考虑到地缘政治风险上升，叠加全球流动性极度宽松，上调黄金的战略资产配置；2）农产品：地缘政治风险上升背景下，海外农产品价格上行风险上升，上调农产品资产至超配；3）适度超配股票：长期看好A股在全球配置中的相对优势，在经济复苏中优先中小创，据疫情影响程度不同及修复节奏不同选配行业；4）适度减配债券：从宏观环境而言，短期对于利率债影响好坏参半；绝对利率水平处于低位，性价比有所下降；5）工业品：在全球经济需求仍偏弱背景下，下调工业品资产至低配（见图18）。



2020Q2大类资产配置建议								
组合类型	沪深300	中证500	中证1000	利率债	信用债	工业品期货	农产品期货	实物黄金
保守	6.6%	6.6%	6.6%	29.0%	29.0%	2.5%	2.3%	16.6%
稳健	15.1%	15.5%	15.5%	9.2%	9.3%	3.2%	2.8%	29.4%
积极	19.9%	20.9%	21.0%	3.4%	3.6%	2.3%	2.3%	26.7%

注：绿色区域的边缘为中性，在绿色区域内部为低配。

图18　2020年二季度宏观大类资产配置建议

2020年二季度经济及市场实际情况：国内疫情基本控制，货币政策强调逆周期调节，股债牛熊互换。国内疫情得到了积极有效的控制，率先开启复工复产之路，但全球范围内经历了疫情的暴发期，意大利等欧洲国家的确诊人数快速增加。美国同样进入疫情暴发期，但得益于流动性市场对企业（贷款）和居民（救济金）的支持，美国市场标普和纳指基本收回之前跌幅。在国内市场和美股市场中，科技和消费逐渐成为两大投资主线，但欧洲市场依然表现不见起色。二季度中，原油库存爆仓与现货交割的矛盾冲突爆发，出现了前所未有“负油价”事件。债市从牛陡到熊平，股票收复大部分失地、中小盘优于大盘。二季度符合经济复苏期的投资节奏，国内大类资产表现在二季度总体来看，股票>商品>债券（见图19）。

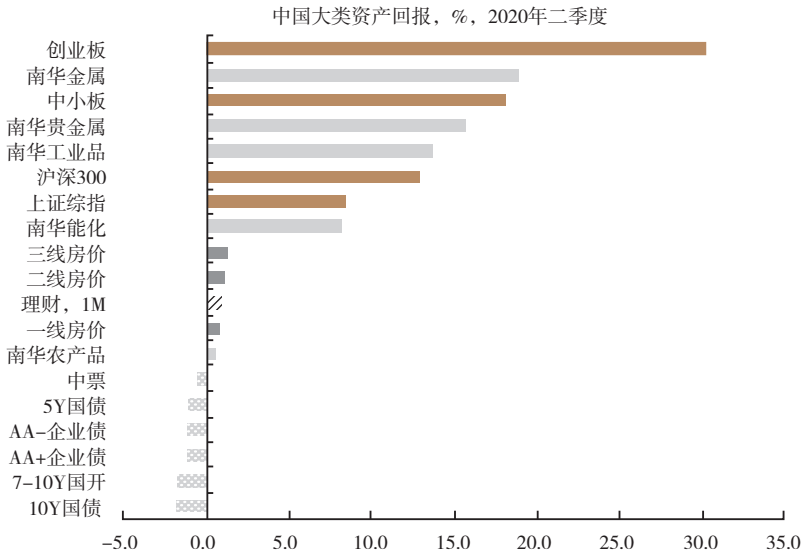
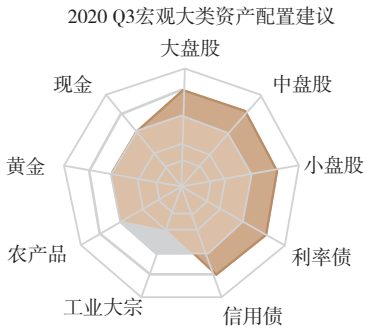


图19　2020年二季度大类资产实际回报情况

2020年三季度配置逻辑建议：6月中国疫情已经基本得到控制，海外疫情仍在快速蔓延，中国经济二季度将领先于全球经济复苏。预计政策在疫情不确定性的情况下仍将维持宽松状态，资产配置可以参考以往经济周期下行阶段末期的配置策略。发达国家利率降至零值或负值，中国资产的配置价值提升；无风险利率逐步下行，权益资产的配置价值提升；全球实际利率下行，黄金的配置价值提升；全球市场的波动加剧，硬核资产的配置价值提升。1）股票：长期战略看好A股观点不变，但三季度内或出现阶段性调整，调整即为买入；2）债券：二季度调低配比建议已兑现，三季度利好因素边际增加，建议增配；3）黄金：对冲全球不确定性，维持标配；4）农产品方面，生猪价格可能由于旺季等因素持续反弹，居民消费类需求回升和油价上涨拉动经济作物和油脂，建议标配。5）工业品对经济复苏价格反应较充分，建议低配（见图20）。



注：绿色区域的边缘为中性，在绿色区域内部为低配。

2020Q3大类资产战术配置建议
（斜体为2020年Q2配置建议）

组合类型	沪深300	中证500	中证1000	利率债	信用债	工业品	农产品	实物黄金
保守	7.4	7.6	6.3	31.2	31.2	1.9	1.3	13.2
	6.6	*6.6*	*6.6*	*29.0*	*29.0*	*2.5*	*2.3*	*16.6*
稳健	17.0	18.1	15.9	11.1	11.1	2.7	1.4	22.8
	15.1	*15.5*	*15.5*	*9.2*	*9.3*	*3.2*	*2.8*	*29.4*
积极	20.7	22.9	22.9	6.8	6.8	2.3	1.1	16.9
	19.9	*20.9*	*21.0*	*3.4*	*3.6*	*2.3*	*2.3*	*26.7*

图20　2020年三季度宏观大类资产配置建议

2020年三季度经济及市场实际情况：贵金属资产再度受到投资者追捧，起因一是美国进入第二轮疫情暴发期，特朗普在大选期间感染新冠。同时印度、巴西等国家进入确诊增速峰值，带动全球疫情的第三次传播，市场避险情绪再度升温。起因二是美元指数在2020全年实际是走弱趋势，美联储实施超常规的货币宽松政策，抬高了国际市场中黄金交易价格基础，黄金作为抗通胀资产被持续买入。美股也同时在复杂的环境下创出新高，以“FAANG+”[①]为代表的互联网平台型公司受益于居民居家办公和消费的利好，利润和市值规模同时增加。三季度末起A股风格切换迹象渐显，流动性驱动估值逐渐转变为业绩驱动。随着国内经济持续复苏、货币政策边际收紧，股票市场从上半年的消费、医药、科技等高估值高beta的行业占优逐渐轮动至下半年以汽车、有色金属、化工等景气度较高且低估值顺周期行业为主导的行情（见图21）。

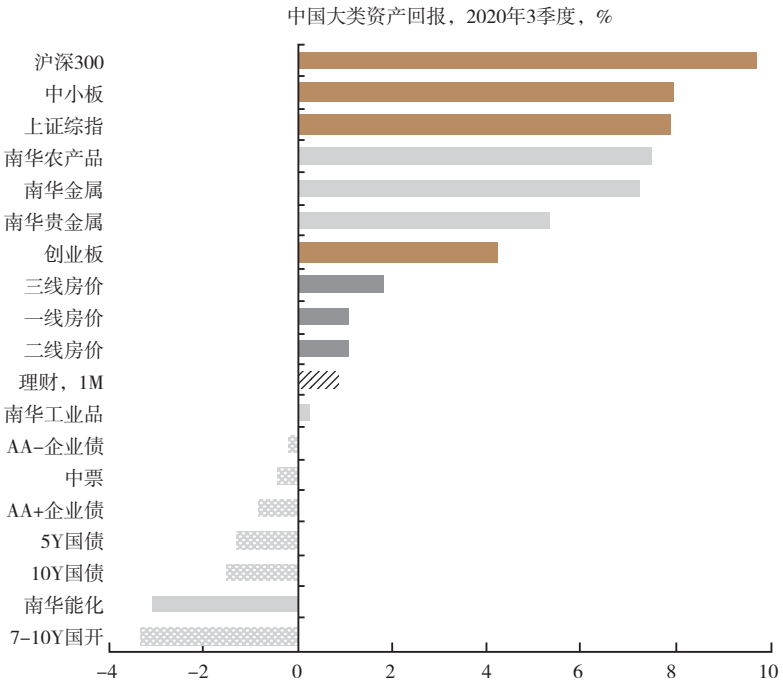
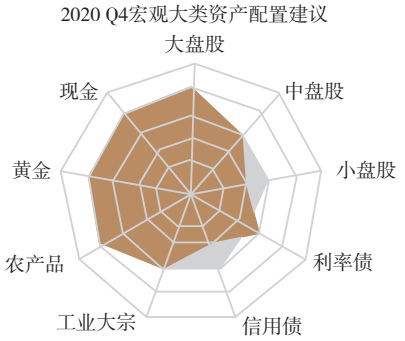


图21　2020年三季度大类资产实际回报情况

2020年四季度配置逻辑及建议：10月以后，中国经济韧性仍在延续，但地产部门的边际变化开始出现，增长最快的时候或正逐渐过去，货币和财政政策或“预调微调”进一步回归正常化。海外方面，四季度海外经济和市场或呈现“估

① FAANG是美国市场上五大最受欢迎和表现最佳的科技股的首字母缩写，即社交网络巨头Facebook（NASDAQ：FB）、苹果（NASDAQ：AAPL）、在线零售巨头亚马逊（NASDAQ：AMZN）、流媒体视频服务巨头奈飞（Netflix，NASDAQ：NFLX）和谷歌母公司Alphabet（NASDAQ：GOOG，NASDAQ：GOOGL）。

值高+经济复苏+政策放缓”的组合，叠加美国大选不确定性的尾部风险，在VIX指数[①]上升+美股“散户化”的背景下，市场波动可能加大。四季度建议：1）股票：四季度或面临阶段性调整，短期内消化估值的阶段是优质资产的长期布局时点；2）债券：虽然交易性机会仍难，但配置价值已凸显，考虑到信用边际收紧，利率>信用；3）商品：长期看好黄金以对冲全球不确定性，关注极端天气对农产品的影响和国内信用宽松边际放缓对工业品影响（见图22）。



2020Q4资产配置建议								
组合类型	沪深300	中证500	中证1000	利率债	信用债	工业品期货	农产品期货	实物黄金
保守	6.3%	4.7%	3.1%	37.3%	20.1%	3.5%	2.3%	21.6%
稳健	12.1%	7.9%	6.1%	13.0%	7.0%	4.2%	2.9%	39.8%
积极	15.3%	7.7%	7.7%	10.1%	4.1%	2.3%	2.3%	50.7%

注：绿色区域的边缘为中性，在绿色区域内部为低配。

图22　2020年四季度宏观大类资产配置建议

2020年四季度经济及市场实际情况：美国大选落地，FDA加快进行了疫苗审批，各国经济活动和消费需求出现恢复，带来中国出口数据连续取得增长。市场对于明年海外经济复苏预期提升，年末“铜博士”的供需恢复带动了金属、农产品等大宗商品乐观预期，商品类资产在第四季度有着优秀表现，而原油大幅反弹。经济复苏的基本面数据成为国内权益资产上涨的重要逻辑，新发基金规模超过3万亿元，消费、科技类等核心资产继续受到投资者关注。四季度宏观经济在流动性充裕及供给缺口情况进入经济过热阶段，大宗商品总体表现亮眼，商品>股票>债券。作为避险资产的黄金走弱，原油则在需求改善预期下震荡回升（见图23）。

2020年以来，“美林时钟”看似短暂回归，市场交易的重心变化是确定性—复苏—再通胀，市场经历了“现金—债—股—黄金—工业品”完整轮动。但疫情的冲击过去后，“美林时钟”的指导意义可能褪色。结束“大开大合”的行情，资产配置又回归相对价值、轮动、新品种等结构性机会。

① VIX指数由芝加哥期权交易所（CBOE）在1993年推出，是指数期权隐含波动率加权平均后所得之指数。VIX代表着市场多数人对于未来指数波动的看法，可清楚透露市场预期心理的变化情形，故又称为“投资人恐慌指数”。

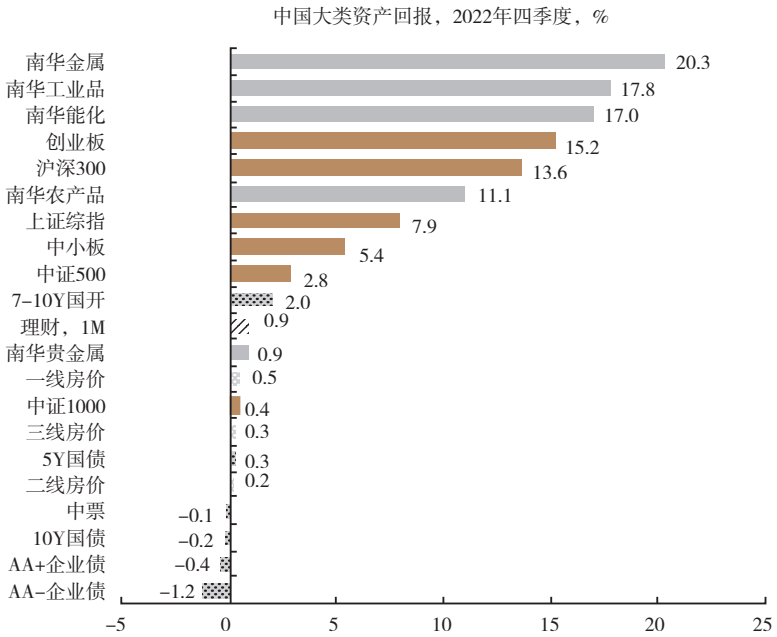


图23　2020年四季度大类资产实际回报情况

2021年上半年，随着疫苗接种的有效推进，全球主要经济体逐步转向复苏。以美国为代表的发达经济体仍在实施大规模财政货币刺激政策，全球金融市场风险情绪占据主导。二季度以来，海外通胀对国内工业品价格形成压力，对工业企业利润造成挤占。在海外生产替代效应减弱、投资房地产融资受限、地方政府平台管理趋紧背景下，投资消费对国内经济拉动作用有所减弱。

2021年三季度承前启后，经济、市场与政策都处于重要的转折阶段。通过解读7月政治局会议，不难发现公平与效率正在重新平衡、自主可控的重要性仍高、反垄断与教育平权手段等服务于新发展格局。投资应对上，“十四五”规划仍然是重要的行业选择方向指引。而产业链自主可控需要通过反垄断、控制贫富差距、引导资源“脱虚向实”以扩大内需，互联网平台经济、房地产、隐性债务等仍然是重点调控方向，将影响相应行业趋势、制约财政发力空间、影响债市高收益资产供给。

下半年经济基本面受到出口及地产两大引擎承压叠加疫情冲击的扰动，政策组合“货币稳中偏松+财政温和托底+监管毫不动摇”，大类资产的性价比不高，资产配置呈现股债均衡的配置思路，A股配置宜遵循自下而上思路，聚焦业绩，内资主导品种安全性好于外资主导品种，主流赛道成长股分化，周期股在业绩期有交易价值，价值股可以开启定投模式，重视景气度与业绩匹配较好的行业，中

上游相对好于下游，风格上以中证500为代表的中小盘估值仍然有利。债市顺风，总体以锚定β行情为主，逢回调可考虑适当入场顺势而为。转债整体控制仓位，聚焦个券，优先选择正股有潜力且转债相对性价比较高的品种。美联储taper已在铺垫，对贵金属、人民币等形成一定压制，大宗商品的博弈点仍在供求，关注原油系回调后的中长期上涨机会。

展望下一个十年，劳动力萎缩、资本积累速度放慢，以及曾促进中国经济发展的全球化红利、工业化红利、市场化红利均出现一定程度的弱化，将令国内经济走上慢车道，彭博经济研究预计2020—2029年中国经济平均每年增长5%左右，增长中枢较2019年下降1个百分点左右。在储蓄率维持相对高位、利率市场化纵深推进、广义政府和房地产增量债务逐步下降（国内城投、地产融资约束加强）的背景下，预计在2030年前后，中国经济增速可能会下降到4%左右的平台上，10年期期国债利率可能将逐步下降到2%的平台上，广谱利率也将有相当幅度的趋势下行，这一利率的下行过程对权益市场（包括转债配置）都将产生积极影响，国内股债市场长期慢牛均值得期待，而在权益领域，公募REITs、打新、定增、IC期货的贴水等市场机制提供的α机会等亦可以长期关注。

六、信托公司转型资产配置业务的难点及解决建议

从业者的直观感受是信托公司开展资产配置业务犹如以新人身份杀入老手的领地（资本市场），外部竞争激烈，信托难言优势。但以目前在资产配置业务领域取得一定发展先机的信托公司的成长路径来看，发挥自身禀赋优势，坚定迎接内部挑战，更是成功的关键。资产配置业务的竞争对手是券商、基金、保险资管各类机构……相比关注你的牌照，资金端客户更看重投资能力、历史业绩、服务质效，以及与自身需求的匹配性。

（一）内部挑战及解决建议

从信托公司的内部看，投资文化（战略认知共识、基层执行共鸣）、投资体系（流程、标准）、投资团队（人员激励、融合互信）可能均不完备，如何逐一构建，并在过程中培养能力，首先要在战略层面达成公司上下的共识。

战略抉择：无论在资产管理项下开展资产配置业务，还是在财富管理项下开展资产配

置，都面临资产配置能力建设问题，即主动管理投资能力建设。周期长、投入大、见效慢，需要时间沉淀投研团队、营销团队、风控体系和培育客户群体。对比于传统非标业务带给公司的利润收入，大部分信托公司标品业务短期内所创造的盈利收入基本很难满足标准化团队自身的盈亏平衡，更别说给公司带来可替代传统非标的可观利润。所以信托公司对于标品业务的团队培育、业务支持、绩效考核和薪酬激励等方面如何进行支持和把控，维持信托公司生存与发展之间的平衡点，本质是战略抉择问题。

信托公司当应顺应大势，尽快树立全面转型的决心和信心，通过充分市场调研摸清转型策略与步骤，边练边学，边投资边提升能力。这过程中，自营投资支持、股东及相关各方的支持非常关键（见图24）。

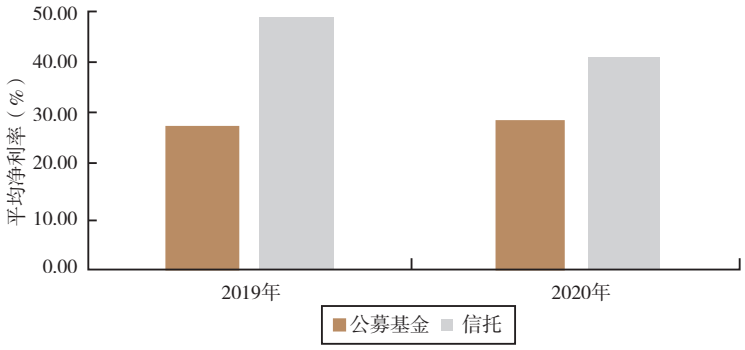


图24　公募基金行业与信托行业平均净利润率对比

战略共识：信托公司股东层、管理层、从业人员对于向标品转型、向资产配置业务转型的认识并不一致。股东层往往担心利润变少，ROE（净资本回报率）不及从前；管理层及从业者大部分出自银行系统，对证券业务及资产配置业务缺乏足够的理解，特别是对其需要投入的精力和时间缺乏足够的准备，持续投入的决心不足影响资产配置业务的发展。调研中发现，战略共识难以达成的核心难点在于：向后看，转型业务达不成过去融资业务动辄2%—3%的利润水平，实难接受；向前看，与基金、券商相比从文化到人员的短板都非常明显，难以突破。

犹如遏制房地产发展，培育新经济引擎的中国宏观经济局势，信托公司上下也应通过反复宣贯、研讨、调研等方式，自上而下、自下而上统一共识，尽快认清形势采取行动，系统性补上能力短板，打造长期健康发展新引擎。

组织重塑：与外部竞争对手相比，投资体系差异显著，甚至连用语都不相同，比如“标品”一词仅信托独有。这背后是组织架构、流程制度、运营标准的差异。传统的信托业务为非标准化项目制，通常为小团队制，少则2—3人，多则十几个人。而资产配置业务需要销售、产品、投资、研究、交易、风控、估值核算等前中后台一体化协作完成，单纯券商基金的标准化投研模式，少则10—20个人，多则40—50人，甚至上百人。同时资产配置业务受宏

观市场变化、政策变化、行业发展趋势等多因子的影响，对于投研能力、风控和决策效率要求更高，需要依托投资决策委员会、投资总监、投资经理等多级授权机制，实现专业分工、岗位职责更细化设置——产品、投资、交易、研究、风控、营销、投顾、运营、科技等。我们可以适度借鉴基金公司的情况，以工银瑞信基金为例，成立16年以来，公司设立了15个能力中心和四大研究板块，涵盖了宏观、策略、各个产业等不同研究领域，精细化分工提升投研能力。同样地，目前基金管理规模排名首位的易方达基金在2018年时曾向媒体透露，其非常重视投研团队建设，仅固定收益部就聚集了80多位人才，投资、研究、交易三大环节的人员各司其职。

因此信托公司应充分借鉴公募基金、证券公司对投研人员的投入和激励制度。但在短期的组织架构变革方面，可以结合银行理财子公司、标品业务领先的信托公司等的组织架构，以最简易团队、最小人力资本投入的方式，先将业务上马，并且同步升级投资管理系统，将风控合规要求嵌入系统，避免非专业人员对业务的不必要审批，再逐步通过自建+外采+委外等方式的结合，快速提升投资能力与组织效率。

起步后的其他难题：资产配置业务一旦起步，就不是类似今年地产、明年政信的阶段性“打猎业务”，而是需要通过持续投入实现持续盈利的“农耕业务”。那就涉及留住业务、留住客户、留住团队三大难题。调整股东预期，接受盈利水平走低的事实，才能为业务长期发展，团队人才激励机制留出空间，即留住业务；持续科技投入，在改善申赎便利性、信息披露及时性等用户体验方面下功夫，并且通过更好的科技赋能投研，提升投资能力，才能打造业绩优、体验佳的好产品，进而留住客户；人才是资产管理业务的核心竞争力，特别是投资类业务，如何引进优秀人才、培育优秀人才和留住优秀人才是每家信托公司必须认真面对的课题，团队是否稳定也是投资者的重要选择依据，用什么留住人才，可能是业绩和规模有一定成绩后的新烦恼。

（二）外部竞争及应对建议

从标品业务及资产配置业务的外部竞争来看，券商、基金、银行、保险等金融机构在资管行业已深耕多年，无论从人才培养、系统建设、流程体系的搭建，还是客户培育、市场占有及品牌推广等方面都已经远超信托公司，且都围绕着自身的优势形成了各具特色的业务风格。而信托标品业务整体还处于市场的起步阶段，如何在竞争日益激烈的情况下，快速与市场接轨，信托公司除了要学习这些金融机构的优势外，还应该在业务决策体系、风险管理、绩效考核、薪酬激励及市场培育等方面作出相应的转变，将标品业务的现实状况和信托本身的自我优势相结合，形成具有信托特色的标品运作体系。

在投资者面前与基金、券商竞争时，机构投资者往往不在意你是什么类型的机构，更在意你的历史业绩（做了多久、做得如何）、团队实力（团队构成、人员履历）。因此对于信托

公司来说，财富中心直销团队的标品销售能力、资产配置能力建设刻不容缓。

在公司完成“非标期次发售到净值型产品持续在架”的产品转型的同时，财富团队应该同步完成从无非标产品可卖到挖掘并匹配客群需求，开展标品的持续营销。在实战中锻炼并提升资产配置的投顾能力，与客户构建新的信任关系。同时，信托公司应意识到过去银信合作期间与机构投资者积累的信任基础远比券商、基金要深厚，充分利用好信任关系，抓紧时间培育团队和历史业绩，达到代销门槛，走上代销+直销双推动的高速发展大道。

资产配置业务需求前景广阔，且因其丰富多样的底层资产来源而无须担心规模天花板，对于长期缺乏“根据地”的信托公司来说，沉心静气锻造资产配置业务能力，是可以打造转型后新的规模收入增长极，且不惧监管政策变化，做成百年老店的业务方向。

叁

基于信托视角的产业链金融研究

课题牵头单位：英大国际信托有限责任公司

课题指导专家：陈 赤

课题负责人：王剑波

课题组成员：

俞华军	李 芳	刘博研	陈 健	张惠栋	
周敬怡	秦 华	张新杰	徐天娇	张寒露	英大国际信托有限责任公司
陈 进	胡安亚				百瑞信托有限责任公司
余春梅	张卿隆				华宝信托有限责任公司
尹小兵	许从宝				华润深国投信托有限公司
殷琪洋	李 欣	吴 朔			天津信托有限责任公司
崔继培					中诚信托有限责任公司
陶斐斐	张恩瑜	杜玉洁			中国对外经济贸易信托有限公司
李 彧	孔令超	匡 岩			中海信托股份有限公司
郝晨旭	白 晗				中航信托股份有限公司
曲晓燕	郑雪峰	乐邵池	杨 楚	郭晓辰	中粮信托有限责任公司

摘要

产业基础再造和产业链提升，是应对全球经济形势变化，推动供给侧结构性改革，实现高质量发展的重点，也是构建双循环新发展格局的关键。近年来，从国务院到各级部委多次发布关于支持产业链供应链稳定和创新发展的相关意见。在此背景下，研究信托视角的产业链金融，是助力信托服务实体经济、支持中小企业发展、推动产业升级的重要一步，也是信托公司在行业转型时期形成差异化、特色化优势的有效路径。

信托公司想在开展产业链金融的同时做大做强，提升行业掌控力，降低业务风险，就应该树立产业链金融理念，从剖析产业链发展要素入手，站在国家和行业发展的高度，审视产业发展规律，掌握产业链的组织结构、相互关系及金融需求变动规律，结合自身竞争优势，选择特定产业链作为服务对象，通过提供有效的产业链金融服务，提升产业链价值，达到立足产业、服务产业、整合和提升产业的目的，实现与产业链的合作共赢。

信托公司如何发挥自身优势，充分参与、嵌入产业链，用信托最擅长的手段为产业链各环节输送金融活水，同时推动产业链的整合、稳定、延伸和提升，是本次研究想要重点探索的问题。报告本着尽可能全面，但有侧重的原则，在吸收了大量实践经验和理论文献的基础上，深入研究了产业链及产业链金融的内涵及特点，梳理了信托公司开展产业链金融的优劣势、典型案例，提出了不同资源禀赋的信托公司开展产业链金融的路径选择，就部分信托公司已参与的产业链形态和市场需求进行了分析，并总结了信托公司可以提供的产业链金融服务内容。然后，报告从信托公司目前已经开展、较为熟悉的业务领域出发，围绕产业链的价值增值环节，提出了有针对性的信托服务模式。之后又从信托公司目前介入较少，但却是产业链金融发展趋势的角度出发，围绕不同核心企业类型的产业链，结合实例设计和构想了产业链金融生态圈模式。最后，报告从运营保障、风险管理和金融科技的角度，详细阐述了信托公司开展产业链金融所需的能力建设，并从产业政策、信托监管、金融科技和信托运营层面，提出了信托公司开展产业链金融的相关建议。

一、概述

（一）产业链概述

1.产业链的含义

（1）产业链思想的起源。产业链的思想最早来自西方古典经济学家亚当·斯密（Adam Smith，1773）有关劳动分工的论断，其著名的“制针”的例子不仅将生产者和消费者分开，也将生产活动分为了上下游，从而在一定意义上形成了最基本的产业链意识。只不过西方经济学家早期的观点认为产业链是制造企业的内部活动，强调企业自身资源的利用。直到新古典理论和新古典学派经济学代表人物马歇尔（Alfred Marshall，1890）根据斯密的分工理论将企业内分工扩展到企业间分工，才将产业链从意识上升到理论，这可以称为产业链理论的真正起源。

随着产业链理论发展的不断深入，西方学者进一步引申出供应链、价值链、商品链、功能链等概念。但值得注意的是，产业链本身作为一个中国化的名词，几乎没有被西方学者作为一种独立的经济组织层次进行研究，而是在企业和产业这两个层次中，重点研究产业链的具体表现形式，通过分析产业链现象来解决产业链中企业的纵向整合或者企业之间跨组织的资源组合等问题。

（2）我国产业链理论的发展。国内对产业链的研究起步相对较晚，据学者考证“产业链”一词最早在1985年[①]被我国学者提出，到90年代初逐渐被更多学者应用，彼时学术界和企业界对产业链这一问题已有了一定的认识，但还没有上升到理论和应用，是我国产业链发展的萌芽阶段。

我国产业链理论的研究起步于农业产业链，从20世纪90年代起有不同学者从农业产业链的内涵、类型、组织形式、优化途径、成长机理和经济效应等方面进行了较为全面的研究。但一直以来，产业链的实际应用要多于理论研究，学术界对产业链的概念也一直没有达成一个统一的认识，杨公仆和夏大慰（1998）从产业关系的角度将产业链定义为产业依据前、后向的关联关系组成的一种网络结构。周路明（2001）从分工的角度，认为产业链是建立在产业内部分工和供需关系基础上的产业生态图谱，分为垂直的供需链和横向的协作链。蒋国俊（2007）从企业关系的角度将产业链阐述为一个产业联盟组织。吴金明、邵昶（2006）从产业链形成机制角度，认为产业链是由供需链、企业链、空间链和价值链这四个维度在相互对接的均衡过程中形成的。

① 姚齐源，宋伍生.有计划商品经济的实现模式——区域市场［J］.天府新论，1985（03）.

根据我国学者从不同角度对产业链内涵进行的阐述，产业链主要有以下几个特点：一是产业链的形成是劳动分工深化的必然结果；二是产业链是一种产业内和企业间生产活动的联系方式；三是产业链是一个满足最终需要的渐进的过程；四是产业链是产业在生产产品和提供服务过程中按内在的技术经济关联要求将有关的经济活动、经济过程、生产阶段或经济业务按次序联结起来的链式结构。

（3）本文对产业链的定义。产业链理论的形成和演化与产业关联、产业集群、产业组织等理论的产生和发展有着密切的关系，是技术经济学和产业经济学的一部分。在产业经济学中，“产业”是指“生产同类或有密切替代关系的产品或服务的企业集合”，如果单纯从产业的角度来理解产业链，那么产业链简单来说就是“生产同类或有密切替代关系的产品或服务的企业集合，依据特定的逻辑关系和时空布局关系客观形成的链条式关联关系”，但在这个“简单概念”中，没有体现出从原材料到最终产品之间的产业层次和分工，没有体现出产业链为满足消费者特定需求所经历的一系列价值增值活动，也没有体现出产业链生产产品或服务的过程中技术、资金、信息、排放物等若干事物的流动。

为了弥补产业链“简单概念”中的不足，同时细化产业链相关子系统之间的关系，本文借鉴了刘富贵等（2006）、郁义鸿等（2005）、吴金明等（2006）、蒋国俊等（2004）、江曼琦等（2017）对产业链的基本理论及构成产业链的“内含链”簇的分析，引入价值链、供需链、产品链、企业链、空间链、创新链、生态链、物流链、资金链、信息链等内含链，产业链就是上述内含链在相互对接的均衡过程中交错编织出的综合体，这些内含链在产业链的构建、演化和运作等过程中成为产业链的组成部分。

本文重点围绕价值链、供需链和创新链进行研究。价值链是指企业内部和企业之间为满足用户特定需求或进行特定产品生产（及提供服务）所经历的原材料采购、中间产品生产、制成品组装、销售、服务等一系列价值增值活动。供需链是依据产品或服务间的供需关系建立的链条式关联形态，产业供需链是产业链的基础框架，也是物流链、资金链、信息链等细分链条所依附的“主干链”。创新链是指将科研成果或发明转化为产品，实现产品的商品化、产业化的过程，主要由高等院校、科研企事业机构和企业研发部门参与，可以与供需链的每个环节进行有效对接。

结合以上内容，本文给出产业链的定义：产业链是以满足用户需求为目标，以最终商品或服务为对象，以价值增值过程中一系列相互作用、彼此联系的“内含链”为基础，依据特定的逻辑联系和时空布局，将不同经济活动主体串联而成的链式组织。

2.产业链与供应链

供应链概念最早来源于纽约大学管理学教授彼得·德鲁克提出的“经济链”，而后经由哈佛商学院教授迈克尔·波特发展成为“价值链”，最终演变为“供应链”。供应链是一个管理学概念，表达的是一个企业结构模式，它包含从原材料供应开始，经过链上不同企业的制

造加工、组装、分销等过程直到最终用户的所有企业。换句话说，供应链是有供应关系连接的企业所构成的集合，不构成供应关系就不是供应链。

产业链是一个经济学概念，其反映的是不同产业部门之间的技术经济关联，产业链不依托供应关系而存在，而是客观存在的。从依从关系角度，供应链是产业链的一种表现形式，仅反映了产业链中企业间的具体业务运作，一个产业链中可以存在多条供应链；从维度关系角度，供应链是一维的，而产业链则是多维的，除供应链外，还包括与供应链产生交点的空间链、生态链、创新链等多个维度。

3.产业链的类型及特点

产业链从不同角度出发有不同的分类方法，常见的有形成机制分类法、层次范围分类法、关联结构分类法和核心企业地位分类法等。

一是按形成机制分类，产业链可以分为市场交易式产业链、纵向一体式产业链和纵向约束式产业链。市场交易式产业链指产业链节点企业之间的关系为简单的市场交易关系，没有核心企业。纵向一体式产业链是指产业链中的企业同属于一个集团公司，集团公司通过产权控制着产业链的上游下游企业的生产经营活动。纵向约束式产业链指通过“契约”来控制产业链节点企业的行为。现实中产业链可能是上述三类的一种，也可能是多种的组合，即复合式产业链。

二是按产业范围分类，产业链可分为全球产业链、全国产业链、区际产业链、区域产业链、园区产业链等。

三是按关联结构分类，产业链可分为技术推动型、资源带动型、需求拉动型、综合联动型四种。技术推动型产业链的特点是上游企业向中游企业提供技术和设备；资源带动型产业链是中游企业对上游企业的资源依赖性强，上游资源型企业基本处于垄断地位；需求拉动型产业链的启动来源于最终消费者的需求，强调对消费者的个性化服务；综合联动型产业链则是兼顾了技术推动型和需求拉动型的特点。

四是按核心企业地位分类，产业链可分为王国式产业链、共和式产业链、联邦式产业链。王国式产业链表现为大量小企业作为供应商围绕核心企业进行配套生产，核心企业处于领导地位。共和式产业链表现为大量地位相对平等的中小企业集聚，缺乏核心企业。联邦式产业链表现为围绕两个或多个核心企业形成的产业链网。联邦式产业链实际是王国式产业链和共和式产业链两种模式的综合。

（二）产业链金融概述

1.产业链金融的含义

（1）产业链金融的国外研究。由于产业链是一个中国化的名词，国外对产业链金融的研

究并不太多，斯特穆勒（Stemmler）和赛琳（Seuring）在2002年提出产业链金融是基于物流的控制和优化进而实现金融流的优化。之后有学者以美国银行为例，提出银行参与产业链金融，需要全面掌握产业链的整个流程和过程，并借助电子手段，通过集成物流、资金流和信息流进而实现全产业链管理，为客户创造价值。总体来说，国外对于产业链金融的研究，仍是从价值链或者供应链金融角度入手，也难以区分产业链金融和供应链金融的区别。

（2）产业链金融的国内研究。国内对产业链金融的研究起步相对晚于供应链金融的研究，最早在2003年的文献中就出现了“产业链金融”的提法，但彼时其内涵仍与供应链金融有很多共通之处。2013年博鳌亚洲论坛上，学者提出产业链金融就是金融机构以产业链的核心企业为依托，针对产业链的各个环节，设计个性化、标准化的金融服务产品，为整个产业链上的所有企业提供综合解决方案的一种服务模式（吕东，2013）。从业务附加值角度，民生银行则将“产业链金融”定义为，对分散于诸多产业链中的核心企业以及上下游中小微企业，提供的金融产品设计和服务的一系列活动（李蕾，2013）。岳叶（2016）将产业链金融定义为金融机构通过扩展对核心企业的服务，将处于产业核心地位的企业和其上下游中小型供应企业连成一个整体，从原材料采购到制造中间品及最终产品，再到最后连同消费者一起，全方位地为整条产业链上的企业提供金融服务，实现价值增值的金融服务模式。

（3）本文对产业链金融的定义。总体来说，产业链金融是一种新兴金融服务模式，与传统金融服务模式相比较，产业链金融不再局限于单点扶持，而是站在产业链视角，将服务范围沿产业链不断延伸，最终目标是通过金融服务达到“产业链延伸，价值链提升，供应链优化”等目的。

为呼应前文对产业链的定义，本文对产业链金融的定义为：金融机构依托产业链核心主体，为产业链条上的所有主体提供的与发展相关的一揽子金融服务，通过金融产品、服务等标的，把产业链条中各个环节的主体紧密团结在一起，形成相互促进、相互包容、共同发展的协同关系，以此促进产业链整体健康发展的金融模式。

2.产业链金融与供应链金融

产业链金融起源于供应链金融，两者之间存在千丝万缕的联系。供应链金融源于供应链管理，是基于物流金融发展而来的新的融资模式，是对供应链上的企业融资进行批量管理的模式，而产业链金融则是为整个产业链条上所有经济体提供综合金融服务的模式。

从传统概念上看，两者最核心的功能，均为将核心企业的信用转换为上下游企业的信用来实现覆盖上下游企业的金融服务，但其服务的覆盖范围和内容存在不同，如果企业是点，那么供应链金融服务的是线，而产业链金融服务的则是面，可以说产业链金融是由多个供应链金融的链条编制而成的网。在服务内容上，供应链金融主要是依托上下游企业真实交易而进行的融资服务，而产业链金融既包括供应链金融，也包括服务企业内部的产业金融。

根据中国银保监会对供应链金融的最新定义，其强调的是综合金融服务和全产业链覆

盖，使得供应链金融的内涵已经无限趋近于传统产业链金融的概念，但与本文所定义的产业链金融仍存在一定的区别。根据本文对供应链和产业链的研究，产业链是由多个“内含链”依据特定的逻辑联系和时空布局相互交错对接形成的链式组织，而依托真实贸易而形成的供应链只是部分“内含链”对接的结果。产业链金融的目标是服务众多“内含链”的有效对接，促进产业链的形成（接通）和延伸，提高产业链整体的效率和利润，供应链金融是产业链金融的一部分。

3. 产业链金融的类型及特点

（1）传统的产业链金融分类。对于产业链金融的类型，目前较少有学者进行系统性的分类和研究，不同学者根据研究的目的，按主导企业类型和产业链整合方向对其进行了分类。

①按主导企业类型。吴凡（2015）从产业链金融主导企业的类型，将产业链金融分为商业银行主导、物流企业主导、第三方交易平台主导和核心企业主导四类。商业银行主导是商业银行作为信贷业务的主动方，站在产业链之外寻找中小企业的资金缺口并设计金融产品；物流企业主导是指物流公司通过货物运输连接着产业链节点企业，与商业银行合作建立“1+N”的产业链融资模式；第三方交易平台主导是指第三方交易平台与金融机构合作设计金融产品或向金融机构推荐客户；核心企业主导是指核心企业作为产业链金融的组织者，将有资金需求的融资企业与金融机构等资金提供者链接起来。

②按产业链整合方向分类。章和杰、陈通明（2015）从产业链整合方向出发，将产业链金融分为纵向供应链金融、横向产业集群金融和网络平台金融三种基本模式。纵向供应链金融模式，是指依托供应链形成金融机构、核心企业、上下游中小企业可持续发展的产业生态系统；横向产业集群金融模式，是指在商业体、产业集群内，较高关联度的同类企业有着相似的特性与财务结构，金融机构借助商业体、产业集群中的管理者和信息收集机构提供的软信息，批量提供金融服务；网络平台金融模式，是指基于电子商务平台的金融模式，如阿里小贷公司专营化网络模式，依托阿里巴巴电子商务平台，为平台上进行交易的企业提供信贷支持。

（2）信托视角的产业链金融分类。随着产业链金融的发展，其内涵不断丰富，服务模式处在不断创新实践过程中，上述分类也难以概括目前所有的产业链金融类型。本文基于信托视角的产业链金融，将结合产业链的发展趋势，按业务环节和服务对象进行分类。

①按产业价值链环节分类。按产业价值链环节的分类，落脚于信托现阶段开展产业链金融的主要业务模式。一是研发环节，主要是知识产权投融资业务模式；二是建设环节，主要是项目投融资业务模式；三是采购环节，主要是应收账款业务模式；四是生产环节，主要是抵质押类业务模式；五是销售环节，主要是订单贷业务模式；六是资本经营环节，主要是并购类业务模式；七是零售环节，主要是消费金融业务模式。

②按核心企业类型分类。按核心企业类型分类，是在王国式产业链、联邦式产业链和共

和式产业链的理论基础上，将产业链分为基于强势核心企业、基于多核心企业和基于缺乏核心企业三种类型，同时结合产业链金融未来发展趋势，落脚点不再是服务于产业链某环节，而是在产业链整合和产业链金融整合的基础上发展的平台化/生态圈模式，信托公司在平台化模式中不再只是单纯的资金中介，而是产业资源和金融资源的整合方，通过发挥制度及资源优势，发起、优化或嵌入产业链金融平台，更好地发挥信托支持产业链稳定及优化升级的作用。

（三）国内外产业链金融发展历程与实践

1.欧洲与美国产业链金融发展与实践

国外产业链金融的发展经历了萌芽期、发展初期和扩列期，最初的产业链金融即供应链金融。萌芽期始于19世纪中期之前，但当时的业务还比较单一，主要是针对存货质押的贷款业务。发展初期出现在20世纪上半叶，业务种类逐渐丰富，承购应收账款等保理业务开始出现。扩列时期始于20世纪70年代，企业的生产分工开始从企业内转向企业间，核心企业具备了信用优势和业务信息优势，纷纷成立金融部门帮助中小企业解决融资难问题，业务种类也开始繁荣，出现了预付款融资和保险等融资产品，真正意义上的产业链金融模式随着核心企业实力的上升而最终确立。

国外产业链金融从实践来看，主要分为金融机构主导型、核心企业主导型、物流公司主导型和第三方机构主导型。

金融机构主导型在供应链金融发展早期就登上历史舞台，至今仍在广泛的领域发挥作用。以苏格兰皇家银行MaxTrad平台为例。MaxTrad提供国际贸易与供应链相关的金融解决方案，该平台为企业提供的服务包括自动处理贸易交易、管理应收账款与预付账款等。

核心企业主导型即产业资本参与产业链金融，是伴随着精细化生产和规模化企业集团运作发展起来的。通用电气（GE）通过整合散布在各业务板块中的金融业务，为产业链中的上下游提供资金支持，包括存货融资、应收账款融资、基于资产的借贷、库存保险等。

物流企业主导型是随着物流企业地位日益提高，其业务也从最初的仓储、货运等物流服务扩展到预收付款、代收付款等金融业务。美国联合包裹运送服务公司（United Parcel Service，UPS）通过UPSC资本公司收购了美国第一银行后，将其设为专业的产业链金融服务银行，目标客户定位于中小企业，为他们同时提供物流和金融服务。

第三方机构主导型是随着信息技术在金融、产业、物流等领域越发深入的应用，第三方平台通过领先的信息技术成为联系各方的重要服务纽带。PrimeRevenue是一家美国供应链项目服务商，其创建的闭环系统通过结合各方关系、转账以及财务数据，链接采购与融资，核心企业与供应商可以在这个平台上兑换发票与账款，供应商可以将获得核准后的应收账款兑换成现金流。

2. 我国产业链金融发展与实践

我国的产业链金融发展较晚，开始于20世纪七八十年代，由于初期受限制较多，因此采用产业链金融模式的企业较少。早期产业链金融主要是以商业银行为主导的模式，服务传统商业金融模式中不能开发的中小型客户，具体包括了票据贴现、商业保理、仓单质押、应收账款管理等方式。由于缺乏足够的信息渠道和资金来源，早期产业链融资一般仅限于核心企业及其关联企业。

随着科技进步及商业模式创新的加速发展，产业链金融大力发展线上业务，通过高效透明的信息化平台，线上整合商流、资金流、物流以及信息流，并进一步将数据翻译成标准化的金融语言，实现银行、核心企业、上下游企业、第三方管理机构的多方协同互动，并提高了信息的可视化程度，大大提高了风险控制能力和运营效率。产业链金融的参与机构也更加丰富，电商平台、信息咨询公司，信息系统服务商，行业核心企业、物流公司都试图利用各自数据以及产业优势，切入产业链金融，这使得产业链金融的形式更加丰富多样（见图1）。

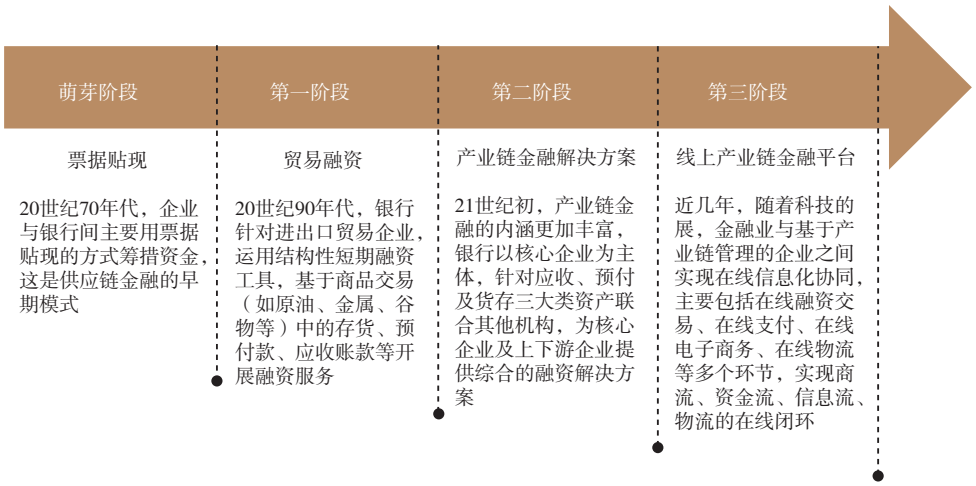


图1　产业链金融发展阶段

资料来源：课题组整理。

3. 我国产业链金融发展趋势

一是相关法律法规将更加完善。近年来，从地方到中央再到具体的监管部门，均陆续出台了多项政策鼓励产业链金融的发展，产业链金融政策不断完善，未来将会有更多的相关政策出台，逐步打通产业链金融业务目前存在的掣肘，推动产业链金融业务健康发展。

二是产业链金融将向更加细分行业发展。随着市场竞争日趋激烈，产业的划分也将更加细化，而不同产业具有不同的特征，这就促使产业链金融业务向更加细分的市场发展，为产业链企业提供更加精准、更加专业的综合金融服务。

三是金融科技持续赋能产业链金融发展。随着新一轮科技革命和产业变革的推进，“大云物移智链”等新一轮科技迭代产物已逐渐实现商业化应用，并继续为产业链金融赋能，进一步降低产业链金融风险水平，并为产业链金融的平台化、线上化提供技术实现基础。

四是打造产业链金融生态圈将成为发展方向。受传统经营理念的影响，当前产业链金融业务更多以核心企业需求为中心。未来，随着金融机构经营理念的转变，金融与科技的深度融合，产业链平台化的持续发展，产业链金融服务将逐步嵌入产业链的各个环节，形成一个涵盖客户需求、产品与服务、数据信息流的生态循环，并最终建成一个开放、共享、多元、生态化的产业链金融生态圈。

二、信托公司开展产业链金融的比较优势和路径选择

（一）信托公司开展产业链金融的意义

构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，是与时俱进提升我国经济发展水平的战略抉择，也是塑造我国国际经济合作和竞争新优势的战略抉择。在此过程中，提升供给体系对国内需求的适配性，打通经济循环中存在的“堵点”和“断点”，提升产业链供应链的完整性，特别是强化产业链对国内大循环的支撑能力，尤为重要。

加快发展现代产业体系是壮大实体经济的重要路径，产业链现代化是党的十九届五中全会对我国发展现代产业体系、推动经济体系优化升级所作出的重大谋划和部署。因此，服务产业链现代化是服务实体经济的重要路径。作为金融业的重要组成部分，服务实体经济是信托业的“天职”，开展产业链金融，更是信托业深化落实国家发展战略，全力推动供给侧结构性改革，加强服务实体经济的重要手段。此外，强化主动管理能力，利用信托制度优势创新产业链综合信托服务，也符合信托行业转型和高质量发展的刚性需要。

（二）信托公司开展产业链金融业务的发展历程及典型案例

我国信托公司开展的产业链金融始于供应链金融。起初，部分产业背景的信托公司基于对股东产业领域的研究及其产业金融服务，发展出了颇具特色的产业链金融信托业务，如中粮信托的农业金融业务、英大信托的能源特色金融业务等。近年来，随着供应链金融市场快

速发展的过程中，概念更为宽泛的产业链金融逐渐走向前台，更多信托公司开始在自身资源禀赋和优势基础上，利用丰富的信托手段开展产业链金融业务。

目前信托公司产业链金融总体处于初级阶段，多数信托公司的产业链金融仍局限于以真实贸易为背景的供应链金融，服务模式普遍为投融资业务。此外，也有部分信托公司开展了产业链金融业务，但由于缺乏对产业链金融和供应链金融区别的认识，将其所有相关业务均表述为供应链金融。

从多年来信托公司在产业链金融业务方面的实践来看，拥有产业集团背景的信托公司一般开展相关业务较早，在产业链金融业务领域形成了先发优势，如中粮信托（农业）、英大信托（电力）、华宝信托（钢铁）等，而没有产业背景的信托公司或基于自身资源禀赋，或通过与行业平台、产业资本等合作来探索产业链金融业务。

1.产业背景信托公司

（1）英大信托电力产业链金融。英大信托股东为国家电网公司，主要从事电网投资建设，自2013年起英大信托开始深耕电网产业链金融业务，2016年成立供应链金融事业部，并陆续推出“联赢”系列产品，有效解决了电网供应商融资难的问题。此外，英大信托也积极参与上游发电端清洁能源领域业务，推出了“蓝天”系列清洁能源信托产品，并设立蓝天伟业清洁能源基金管理有限公司，投资光伏、水电、风电等清洁能源领域以及电力产业链上下游、环境资源等方面公司的债券、股权、可转债等。

（2）中粮信托农业产业链金融。中粮信托股东为中粮集团，自2010年起中粮信托便积极探索在农业领域的供应链金融业务，经过多年的探索、研究和实践，目前已形成了灵活的贷款期限、标准化的放款流程、差异化的贷款利率、数据化的授信机制等，能够有效满足农业产业链上中小企业的融资需求。2020年，中粮信托组建供应链金融部，并成功落地蒙牛集团单一事务管理类业务。同时，中粮信托与腾讯集团签署战略合作协议，在其旗下金融科技公司支持下积极打造线上供应链金融服务平台，切实提高了业务效率。

2.非产业背景信托公司

（1）云南信托小微产业链金融。云南信托是基于自身资源禀赋开展产业链金融业务的典范，一直积极助力中小微企业的发展，在交易场景、业务模式、产品设计、风险控制等方面积累了较多的经验，2017年便落地了首单供应链业务。自此之后，通过以点带面的方式，供应链金融业务规模不断增加，覆盖领域逐渐扩大，现已涉及汽车、农业、餐饮、物流、医疗等多个行业。

（2）中信信托“商品通”产业链金融。中信信托采用行业平台合作的方式开展产业链金融业务，2018年6月携手佰所仟讯，通过资金清结算服务信托体系，共同打造商品通全球工业原料服务平台，重点为石油化工、塑料、煤焦、造纸等行业的上下游企业提供商品报价、交易撮合、支付结算、货物交收等综合服务。借助这一平台，中信信托可为各产业链的上下

游企业提供线上供应链金融服务。

（三）信托公司开展产业链金融业务的优劣势分析

1.信托公司开展产业链金融的比较优势

目前产业链金融的主导方主要为核心企业、商业银行、物流公司和第三方平台四类。随着信托公司从供应链金融逐渐深入产业链金融领域，由信托公司主导或作为主要参与方的产业链金融也将成为该领域的重要组成部分。信托公司作为“金融百货公司”，相较商业银行及其他金融机构，存在着一定的比较优势。

一是信托公司拥有丰富的金融工具。受益于信托牌照赋予的广阔的业务范围，信托公司可开展融资类信托、投资类信托和服务信托等形式的产业链金融业务，为产业链条提供融资、投资、投行、服务等多种金融服务，服务方式涵盖直接融资和间接融资、标品投资和股权投资、资产证券化等，最终解决产业链多样化金融需求。而受限于业务领域限制，以商业银行为主的其他金融机构主要满足的仍是债权融资需求，或仅能实现信托公司可以开展的部分服务内容，业务适用的主体和范围都相对较窄。

二是信托公司的业务开展拥有相当的灵活性。其一资金来源灵活，信托公司参与产业链金融可以使用自有资金，也可以使用信托资金，信托资金可以来自单一委托人或多个委托人，委托人可以是自然人、机构或金融产品；其二信托架构灵活，信托产品层面既可以采取平层形式，也可以根据不同投资人的偏好需求采取结构化设计；其三资金运用灵活，可以采取单一金融工具，也可以综合运用多种金融工具；其四资金期限灵活，可以根据产业链的需求匹配短期、中期或长期资金。

三是部分信托公司拥有一定的资源禀赋优势。信托公司根据股东背景的不同，也呈现出不同的业务领域优势。与商业银行相比，多数信托公司拥有产业类股东背景，受益于股东背景带来的资产获取便利、风控抓手易于构建的优势，对该产业领域的产业链金融有所侧重，产融结合相对推动较快。此外，商业银行主要服务于核心企业，而信托公司在工商企业领域的长期拓展中积累了丰富的服务中小微企业经验，而服务中小微市场主体也是产业链金融的重要组成部分。

2.信托公司开展产业链金融的主要劣势

一是信托公司对产业及产业链的认识不够深入。大部分信托公司仍以开展融资类业务为主，且业务领域集中于房地产和政信等，拥有产业背景的信托公司产业链金融业务也多限于股东背景产业，对实体经济的其他产业了解甚少，开展产业链金融业务的专业性严重不足。

二是信托公司开展产业链金融业务的风控手段不足。我国产业众多、产业链长，涉及的

交易行为及金融服务需求较为复杂。尽管产业链金融中以核心企业为中心的上下游中小微企业供应链金融业务发展较快，但由于信托公司对产业链了解不深，风控抓手较弱，导致在展业中出现了不少风险项目。

三是信托公司开展产业链金融业务的科技手段不足。大部分信托公司的金融科技处于起步阶段，难以通过线上化、大数据化等手段，整合分析商流、物流、资金流、合同流等数据信息，建立信息平台和风控模型。

四是信托业务的私募属性缩小了信托公司开展产业链金融业务的范围。信托业务限于私募属性，资金成本高于银行，直接限制了信托公司低风险产业链金融业务的开展。过高的资金成本也导致信托公司难以抵御周期的波动，仅能顺周期开展产业链金融业务。

五是信托公司开展产业链金融业务尚存在多项的业务机会不公平障碍。其一是信托公司缺乏部分业务资格，例如企业ABS计划管理人资格较难获取，目前仅有中信信托和华能信托获取了该资格。其二是公募REITs试点项目确定了“公募基金+资产支持证券”的产品架构，目前基本排除了信托公司担任基金管理人的可能。其三是实业股权投资信托计划因涉及三类股东问题，目前尚存在上市障碍从而影响退出，也挫伤了信托公司为产业链提供股权资金的积极性。

（四）信托公司开展产业链金融的路径选择

产业链金融业务具有较强的行业属性，而不同的行业形成的产业链结构存在较大的差异，对于产业背景信托公司来说，借助股东的产业背景，不仅能快速展业，还能服务集团主业，形成协同发展态势。没有产业背景的信托公司在难以直接与产业链中的核心企业建立合作关系时，也可以基于自身资源禀赋，或通过与行业平台、产业资本等合作探索产业链金融业务。

1.行业选择

信托公司开展产业链金融，除产业背景信托公司一般从服务主业入手外，其他信托公司均需选择一个前景广阔且自身有服务优势的行业，而在选择行业时主要从以下五个维度来进行考量：

第一，行业前景。主要考虑决定行业发展前景的国家政策、行业自身的成长性以及短期内行业的不可替代性。足够的行业规模和盈利水平才能给予信托公司稳定的展业环境，并覆盖展业的成本。

第二，核心企业情况。不同行业的核心企业具有不同的特点，建立合作关系的难易程度、行业的影响力、商业信誉、组织协调能力、市场占有率、所处的产业链环节、研发能力等均是信托公司需要考虑的因素。

第三，行业融资需求。不同行业的客户以及产业链中不同环节的客户对于融资成本和融资时效性的需求都有所差异，信托公司在选择行业时需要结合融资需求、获客方式和获客成本，以及自身的资金特点及业务模式来综合考量。

第四，行业数字化水平。信托公司传统供应链金融业务主要依赖于人工对信息的获取及处理，但开展产业链金融需要关注产业链是否积累了足量、可靠、可获得的数据，此外要考虑信托公司自身业务系统与行业相关系统或平台的对接。

第五，信托公司自身能力。信托公司要判断自身的资源禀赋、经营理念、业务定位、组织结构、业务流程、风控体系、人才队伍、数字化水平是否适配相关行业，且是否能在相关行业建立差异化的竞争优势。

2. 业务模式选择

在确定行业后，信托公司需要考虑的就是运用何种手段来服务产业链，其中重点包括服务的目标客户、服务的开展方式和服务的内容。

服务的目标客户主要分为全产业链、核心企业为主和上下游中小微企业为主。服务全产业链，即将产业链金融的服务边界沿产业链条延伸，覆盖产业链上的所有主体，这是产业链金融的理想目标，信托公司靠自身一般难以实现，需要强势核心企业来搭建产业链金融平台，信托公司作为平台的参与方，依托核心企业的全产业链资源整合能力，来实现产业链客户的覆盖；服务核心企业为主，即以满足核心企业金融需求为主要目标，通过丰富产业金融手段服务核心企业，可以有效挖掘产业链潜力，并有助于与核心企业建立合作，进而围绕其信用来实现向上下游的延伸；以上下游中小微企业为主，即围绕上下游企业的核心及辅助需求来设计产品，这类客户相对分散，信托公司主要通过与B2B平台、供应链管理公司、供应链金融公司、其他金融机构合作等方式来实现获客及服务。

服务的开展方式主要分为股东协同模式、平台化模式、资源协同模式和自主开展模式。股东协同模式是借助产业背景股东优势，围绕股东及上下游企业需求开展产业链金融；平台化模式是通过入股或与行业垂直平台合作，加强行业渗透，增强获客基础，精准对接客户需求；资源协同模式是与其他参与供应链管理和服务的机构合作，实现资源共享，协同发展，优势互补，弥补缺少核心企业合作的不足；自主开展模式是依托信托公司自身科技、业务、风控和客户等资源禀赋，自主为链上企业提供金融服务。

服务的内容主要包括：一是产业链整合服务，目的是提升产业链整体运作效能，重点服务于链上企业的并购需求；二是产业链金融整合服务，目的是实现全产业链的融资服务联动开发，重点是基于核心企业的信用穿透，整合各类金融及非金融机构产品及服务，来满足产业链的融资需求；三是创新链综合金融服务，目的是加强产业链与创新链的深度融合，重点是满足创新链各主体的金融服务需求；四是产业链定制化信托服务，目的是满足产业链非融资需求，重点利用信托制度优势，为链上企业及员工开展定制化的信托服务。

三、信托公司开展产业链金融的市场机会

科学合理地选择产业链，是信托公司开展产业链金融的起点。在目前信托公司已参与的产业链中，按企业竞争关系和产业发展阶段，可以简单分为低竞争产业、高竞争产业和新兴产业。本文将结合信托公司展业经验，对六个具体产业链的市场机会进行分析，为信托公司探索上述产业链或其他同类型产业链的业务机遇提供参考。

（一）低竞争产业链

1.电力产业链

（1）产业链现状及发展趋势。国家能源局将电力系统划分为发电、输电、配电、售电和用电五个环节（见图2）。电力产业链的主要特征包括：一是对核心企业依赖度较高；二是涉及行业、企业数量众多，覆盖面广；三是技术壁垒高；四是大量的应收、应付账款及存货等资金资产流。

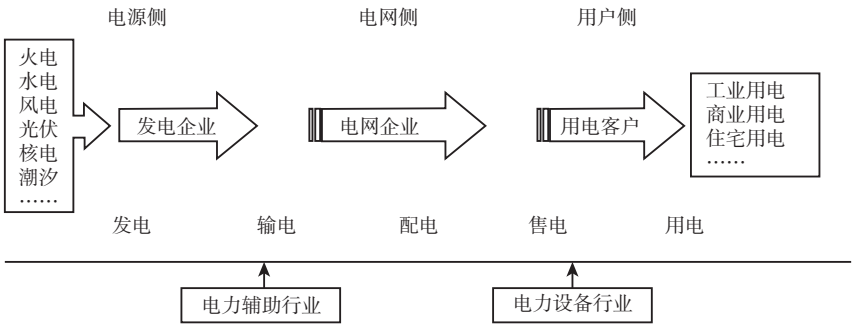


图2　电力产业链图谱

资料来源：课题组整理。

2021年3月，中央财经委员会第九次会议提出构建以新能源为主体的新型电力系统，将带来电力产业链的巨大变革，未来的电力产业链发展需紧紧围绕新型电力系统的建设展开，且随着电能替代、多能互补的推进，未来新能源将成为新增电源的主体，终端消费的电气化、用能清洁化和能消水平将显著提升，各种能源之间产生交叉、互补替代，形成综合性的能源互联网。

（2）产业链金融市场需求及机会。一是基础设施建设需求，新型电力系统建设将带动电网系统的重塑，将带来大量新能源电站建设需求及大规模电网建设投资需求。随着电力行业格局的重塑调整，还将产生行业并购整合、优质企业发行上市等需求。信托公司在投融资及

事务管理方面的优势，在服务大规模资金运作方面具有较大发挥空间。

二是电力供应链盘活需求，随着新型电力系统建设的推进，电力供应链的上下游依存度将进一步提高，电力供应链的数字化、智能化水平不断提高，除电站应收电费、物资供应商应收账款、电网应收售电费等需求外，未来服务领域和服务空间将进一步扩大。信托公司近年来在供应链金融及相关金融科技领域的探索，使其在电力供应链领域具有一定先发优势。

三是基于新型电力系统建设产生的其他金融需求。一是电费结算清分服务需求。随着发用电一体的产销者涌现，电费结算将由单向抄表核算变为多向结差核算，进而产生电费结算清分服务需求。二是碳资产交易市场机遇。可以通过开展碳资产抵质押融资、碳资产转让附回购、碳资产财产权信托、碳资产托管服务信托等业务，深度参与碳资产交易。三是储能、合同能源管理、新能源汽车、综合能源服务、电能替代等领域市场空间广阔。可以通过债权、股权、基金等多种形式支持充电桩设施建设、电源侧储能建设、节能环保项目升级改造、电烤烟等电能替代业务等机遇。

2.油气产业链

（1）产业链现状及发展趋势。油气产业是国民经济和国家能源战略的重要组成部分，具有经济总量大、产业链条长、技术专业性强、复杂度高等特征。油气产业链上游主要包含油气勘探开发、油气设备制造、勘探开采服务等，涉及石油公司、设备公司、油服公司等。中游主要是油气储运，它是连接油气生产、加工、分配、销售诸环节的纽带，也是连接产业上下游的重要一环。下游主要包括炼化销售和化工品等（见图3）。

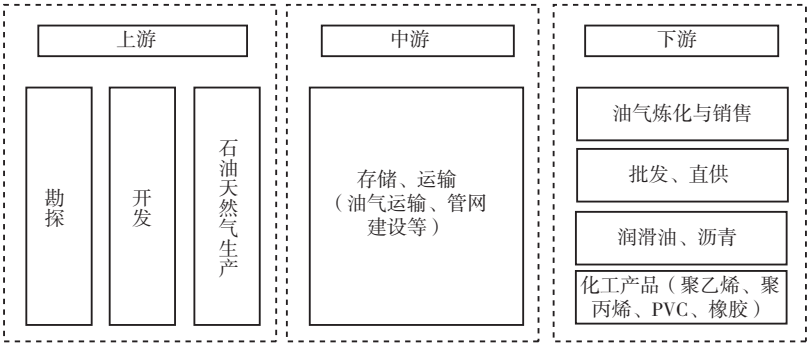


图3　油气产业链图谱

资料来源：课题组整理。

未来随着各类市场主体的加入，将会进一步激发我国油气上游市场活力，形成以国家石油公司为主体，多种经济成分参与的市场体系。而在我国完善四大能源战略通道及国内骨干油气管网建设中，将建成“横跨东西、纵贯南北、覆盖全国、联通海外、资源多元、调度灵活、安全可靠”的中游油气运输体系。随着我国化工产业逐步朝着高端电子化学品、精细化工品和新能源、新材料等方向延伸，下游制造能力将越来越复杂，消费方面完善的成品油销

售网络，是我国石油化工公司最具竞争力的一环。

（2）产业链金融市场需求及机会。一是产业链整体资金需求巨大。油气产业链横跨多个行业，市场主体众多，有巨大的应收账款、预付账款和存货规模，但上下游关系较为清晰稳定，为信托公司拓展产业链金融提供了巨大的市场空间。

二是跨区域金融服务需求。我国油气主产区与主消费区分布差异大，距离远，上游企业集中在产区，下游企业更多靠近消费区，中游炼化企业选址着重考虑区域环境因素和储运成本，为实现全产业链覆盖，对跨区域金融服务的需求较大。信托公司依托异地业务部分或财富中心，具有较强的跨区域金融服务能力。

三是专业化金融服务需求。油气产业体系庞大、产业链长、覆盖面广、复杂度高，产业内技术密集，对能够深入掌握产业发展方向、动态，厘清产业链运行脉络，价格传导机制，把握产业运行规律的专业化的金融服务能力和风险控制能力需求度高。信托服务手段的丰富性和灵活性，使得信托公司在服务庞大复杂的产业链时，具有较大比较优势。

（二）高竞争产业链

1. 农业产业链

（1）产业链现状及发展趋势。农业作为最基本的物质生产部门，是国民经济的基础。当前，我国农业正向现代化、产业化、规模化、链条化方向发展。农业产业链包括从土地流转、产前采购到产中种植和养殖，再到产后农产品加工、流通销售，到最终消费等诸多环节，涉及农户、农业专业合作社、农产品加工企业、批发配送中心、大小经销商等各个参与主体。其中农业专业合作社、农产品加工企业、大型批发配送中心及大型零售市场作为核心企业，是产业链中的组织者和领导者（见图4）。

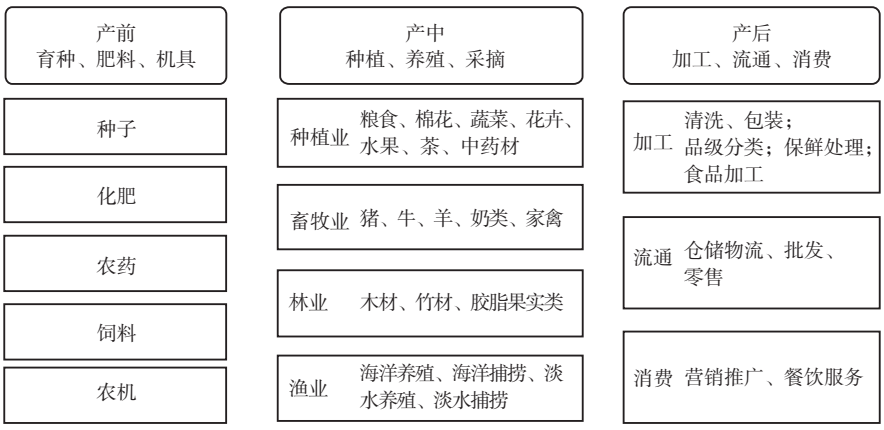


图4　农业产业链图谱

资料来源：课题组整理。

我国农业产业链较欧美其他国家发展较晚，面临产业化还不够发达，企业规模较小，农业基础设施不足，社会化服务体系不完善等诸多问题，表现出产业链组织化程度较低、产业链利益分配机制不完善、产业链与市场需求脱节等特征。

未来，依赖于制度改革创新，以及农业产业链的科技化、市场化发展，将逐步改变农业企业的商业模式，农业产业链条结构以及农业企业和农业经济的业态也将发生变化。行业规模化和产业链一体化发展是提升我国农业产业链现代化水平的必由之路。

（2）产业链金融市场需求及机会。农业产业链的金融需求主要集中在三个环节：一是农资生产制造与流通环节，需求集中在种子、肥料、饲料，农资代理商、经销商贷款，农机厂商贷款，农机代理商、经销商贷款等方面。二是农林牧渔业生产经营、服务环节，金融需求主要集中在农资购买、土地租赁费用、人工支出，农机购买、设施、设备费用，仓储、运输、物流环节，农产品集中采购费用与其他经营性周转资金需求等方面。三是农副产品加工制造环节，主要需求出现在农产品收购费用、厂房设备投入费用、人工支出与其他资金周转需求等方面。

农业产业链金融提供了很好的解决方案，具有较强的竞争力，未来市场空间大，但存在诸多潜在的竞争者。未来预计股权投资、农业产业基金等直接融资方式在农业产业链金融领域比重将越来越大，信托业转型的重要方向就是发展股权投资，结合信托公司在服务信托等领域的优势，有机会开辟出一条新的农业产业链金融道路。

2. 啤酒产业链

（1）产业链现状及发展趋势。啤酒行业产业链上游参与主体为原材料供应商，包括啤酒大麦、大米、酒花、酵母等农产品和原材料生产者和经销商，也包括酒瓶、易拉罐、纸箱等包装物供应商。上游原材料供应商比较分散，市场竞争充分（见图5）。

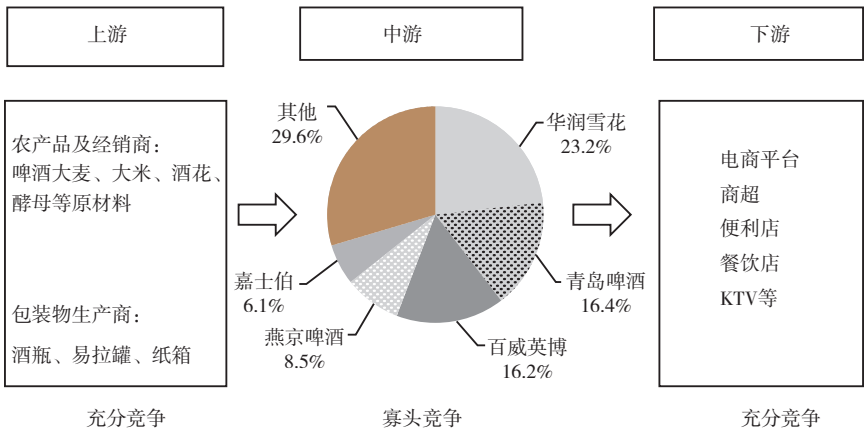


图5　啤酒产业链图谱

资料来源：课题组整理。

啤酒产业链中游为各类啤酒生产。啤酒生产技术简单，但品牌推广投入大，行业集中度日益提高。中国啤酒产业链中游形成了华润、青岛、百威、燕京以及嘉士伯五大龙头割据市场的竞争格局，五大龙头的地位相对稳固。

啤酒产业链下游为销售渠道，包括电商平台、商超、便利店、餐饮店、酒吧、KTV等娱乐场所等。

（2）产业链金融市场需求及机会。啤酒行业是典型的核心企业主导的产业，对发展产业链金融有天然的优势。产业链上游方面，原材料供应商和农产品收购商都有较强的流动资金融资需求，产业链下游各类经销商也存在巨大融资需求。此外，产业链金融通过支持上下游企业，可以优化产业链上下游生态环境，提升在相关地区或领域的竞争力，同时能使核心企业全程参与贸易流转，扩大销售，占据更大市场份额，并提升产业链资金运转效率。

信托公司依托制度和资源优势，可以服务于产业链整合以及产业链金融整合，同时还可以创新开展服务信托支持产业链资金运转，在应收、预付款和流动性支持方面均有展业的经验及优势。

（三）新兴产业产业链

1.数据中心产业链

（1）产业链现状及发展趋势。IDC（互联网数据中心）产业链上游主要为建设数据中心的硬件供应商，包括IT设备、电源设备、土地、制冷设备、发电设备和基础运营商提供的宽带服务等。中游为IDC专业服务及相关解决方案的提供商，是整合产业链上下游，提供服务的关键；下游最终用户包括所有需要将内容存储/运行在IDC机房托管服务器的云计算企业、互联网企业、金融机构等（见图6）。

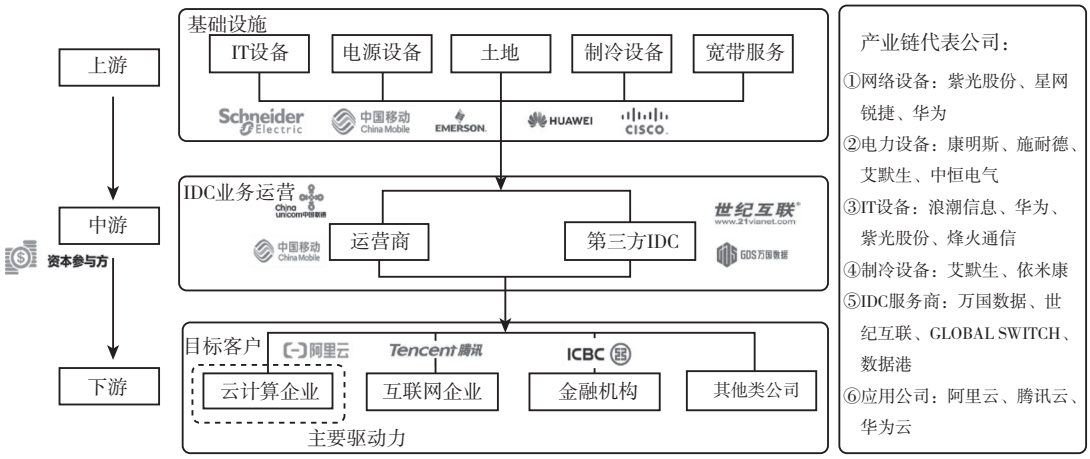


图6　IDC产业链图谱

资料来源：课题组整理。

受新基建政策和国家数字化转型发展战略利好带动，中国IDC业务市场总体规模增长迅速。未来，受益于5G技术的日益成熟与商用普及、互联网行业的持续高速发展等因素，国内IDC行业将保持30%以上的年复合增长率①。

（2）产业链金融市场需求及机会。IDC作为重资产行业，投资大，建设周期长，前期出租率低，电费高，产业链的发展及相关企业的规模扩张需要大量资金，目前银行、保险、信托、基金等金融机构和房地产投资机构等纷纷在融资或资产层面参与到了IDC产业链的投融资中。从行业需求端来看，新冠肺炎疫情的暴发，导致了在线办公、视频会议领域、在线教育领域、在线诊疗领域等下游行业需求的迅速增加。从行业供给端来看，牌照许可、电力供应、网络环境、能耗指标、建设周期等一直使得IDC行业存在供需错配，且在一定空间及时间内难以弥合，其中孕育着投资价值。信托公司可以通过项目融资、股权投资、产业基金或参与REITs等方式服务IDC产业链。

2. 电商产业链

（1）产业链现状及发展趋势。电商产业链主要是由电商平台为核心的五大参与方构成的。以B2C为主的经典电商产业链为例，可分为电商平台、快递机构、支付机构、线上卖家、网购客户五大参与方，开展信息流、物流和资金流的有效交互（见图7）。

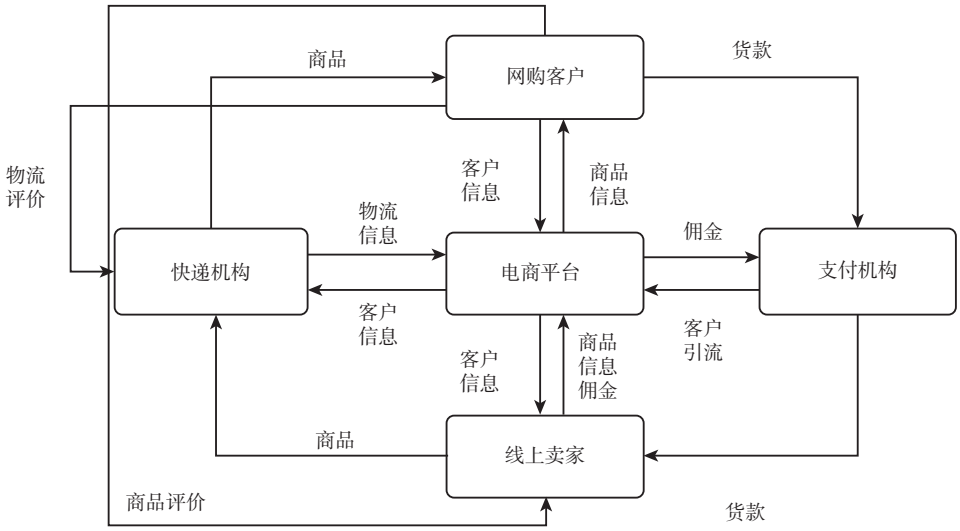


图7　经典电商产业链流程图

资料来源：课题组整理。

电商平台是产业链信息流的核心，国内市场整体呈现的三巨多强格局正在被兴起的直播类电商平台打破。未来，电商平台上的卖家可能会更加聚焦在消费者需求洞察，而后端的商品供应链及履约等环节，会有专门的服务商来解决。

① 艾瑞咨询.2020—2021年中国IDC行业发展研究报告［R/OL］.［2021-03-04］.https：//m.thepaper.cn/baijiahao_11549808.

快递物流行业是产业链物流的核心，可以分成快递和仓储管理两部分市场。其中，快递市场领域未来行业集中度有望提升。仓储管理市场整体的优化还需要整个流通环节数字化程度的提高以及产业互联网的助力。

支付行业是产业链资金流的核心，整体呈寡头垄断、结构优化、规范发展的发展格局。

总体来说，整个电商产业链正在往产业互联网和数字化方向发展。在这个大浪潮下，更多的与B端相关的业务模式和需求将诞生出来。

（2）产业链金融需求及竞争格局。结合电商产业链的未来发展趋势以及各环节现有竞争格局，我们可以看出，电商产业链上的金融需求可能来自未来产业互联网方向上的供应链金融环节和仓储管理环节的数字化提升上。

对于供应链金融的环节，电商产业链上的B端商家们大多是较为小微的企业，甚至是个体户，商家在电商平台的经营数据对于它们的资信评估异常重要。在这一方面，平台方以及掌握商家订单数据的软件服务商们可能具备先天优势。信托公司想要切入此环节应该尽可能寻求有数据优势的平台合作。

对于仓储管理环节的数字化程度提升，未来仓管服务赛道上必然会跑出一些效率领先的三方仓服务商。在现阶段市场集中度较低的情况下，该市场的金融服务商们也比较分散，传统的资产证券化或者REITs机构更擅长帮助此类企业评估资产、盈利能力，完成融资，信托公司也可以通过参与此类业务进入赛道。

四、信托公司开展产业链金融的服务内容

（一）提升整体运作效能的产业链整合服务

随着社会分工的细化，没有任何一种产品或服务可以由一家企业完全提供。一个企业所能向顾客提供的价值，不仅受制于其自身的能力，还受上下游企业的制约，产业链整合就是为了谋求长远的竞争优势，以企业为整合对象，跨空间、地域、行业和所有制重新配置生产要素，调整和构筑新的资本组织，从而提升企业的竞争优势，同时也提高整个产业链的运作效能。

1.信托服务产业链整合的思路

信托服务产业链整合的对象是企业，目的是价值链的互补、延伸、扩散和优化，整合的方式分为横向整合、纵向整合和斜向融合。

一是横向整合。当一个企业考虑到需要尽快开拓更多业务、获得更高的市场份额而实行

整合时，信托公司可以服务其依靠相关联的要素开展横向整合。两个企业整合后可以将共同环节生产要素进行合并重组，同时吸收非共有优势业务，剥离负增值业务，进而实现价值链的优化、互补、延伸和扩散。

二是纵向整合。当一个企业在产业某一环节占据优势位置，为了降低交易成本和提高经营效率时，信托公司可以服务其开展对上下游企业的纵向整合，提高对上下游环节的控制，将外部交易变成内部协作，进而降低与上下游企业之间的博弈及不确定性所带来的经营风险，同时有利于核心企业加强对产业链的决策控制和管理协调。

三是斜向融合。斜向融合一般有两种情况，第一种情况是当产业链由于重大技术创新、政府放松管制、市场需求变化等原因，产生了新产品或服务，以及新的产业主导技术、供求关系和价值分配模式时，信托公司可以服务产业与其他原本相关性较低的产业进行融合，构成满足新产品和服务需求的全新产业链条，如“互联网经济”下信息产业与传统产业融合而产生的新兴产业。第二种情况是当企业开展多元化经营战略时，可以服务企业整合多元化经营相关目标产业，助力企业核心优势延伸到目标产业中，并通过发展目标产业来弥补主业的缺陷和不足，延伸、扩散主业的链条，培育发展新的产业链条。

2.信托服务产业链整合的手段

过去的产业链整合主要以行政干预为主，通过国家直属机构的命令性安排来决定产业整合和主要企业的并购，而当代的产业链整合更多是从市场需求出发，通过企业并购的形式来达到行为控制（参、控股）或一体化（兼并）的整合目标。在企业并购中，信托主要可以承担两种角色，一是融资服务方，通过股权或贷款信托、产业基金、资产证券化等方式，为并购方直接或间接提供并购资金；二是并购服务方，发挥信托公司财务顾问的功能，提供方案设计、交易估值、过桥融资、协助进行资产重组等并购相关专业服务。

（二）基于信用穿透的产业链金融整合服务

长期以来，国内中小微企业普遍面临融资难、融资贵的问题，主要由于传统金融信贷模式是基于企业财务报表、企业不动产价值等“硬信息”，而中小微企业普遍缺少此类“硬信息”。传统产业链金融的特点就是可以将核心企业或平台的良好信用进行延伸，核心企业处在产业链融资的绝对主体地位，也承担着信用担保中介者，依托自身的产业地位和良好信用，可以有效提升产业链的整体信用和抗风险能力。

而在产业链信息整合、业务整合、产品整合的基础上，可以实现全产业链金融联动开发的目标。通过与企业信息系统的对接，将产业链上的企业交易行为内部化，信托公司可及时了解产业链企业的市场需求、交易状况与信用变动状况，进而提供更精益的金融服务，对内可以横向整合不同信托产品和服务，对外可以纵向整合其他金融或非金融机构的产品和服

务，构建多层级的产业链金融合作体系，整合采购、库存、销售、项目、研发、并购、投资等环节的融资需求，衔接调研、评级、授信、担保等流程，实现审查、审批、签约、放款业务的一体化，进行提高业务审批处理效率，提升企业融资的响应速度。

此外，基于核心企业的带动作用和产业链整合作用，除纵向的信用集成外，也可以对产业链中的横向企业进行信用延伸，信托公司可以借助核心企业对产业链物流、资金流、信息流的整合，掌握较高关联度的同类企业的经营特性和财务结构，进而为横向链条的企业提供批量的金融服务，真正满足全产业链网络中的中小微企业融资需求，提升产业链整体的竞争力。

（三）围绕创新链生命周期的综合金融服务

习近平总书记提出“围绕产业链部署创新链，围绕创新链完善资金链”，根据本文对产业链的研究，创新链属于产业链的“子链条”之一，是产业链上各创新主体相互协同开展创新活动的链式结构，一般包括基础研究、应用研究、中试、商品化和产业化五个阶段[①]。信托依托制度优势，可以对接各类型资金，开展多样化金融服务，将业务触角延伸至创新链开端，做到围绕创新链完善资金链。

创新链研发环节是科技创新的开始，主体以高校、科研机构和企业创新部门为主，包含基础研究和应用研究两个阶段，科技创新的不确定性使研发阶段资金的投入风险较大，加上研发环节的人力资本对资金需求很大，典型投入多产出少，难以得到足够的融资担保，在一定程度上限制了债务融资，因此需要政府补贴和金融机构的风险投资满足资金供给。信托公司可以探索通过知识产权信托等方式为创新主体融资，或开展资产管理和服务信托来实现各类创新资源的优化配置。

成果转化环节是商业化的基础，主体以产业链企业为主，包含中试和商品化两个阶段，资金需求主要来源于继续研究和更新换代。此阶段的现金流和可抵押资产增加，信托公司已经可以通过信托融资、风险投资、财务投资和股权投资等手段，满足成果转化资金需求。

产业化环节是商品销售和生产达到规模化程度的过程，处于创新链的末端，也是与产业链关系最紧密的环节，此时科技成果在市场上占有一定份额，盈利额大幅增加，资金需求来源于规模化生产，在此阶段的金融服务需求基本可以通过传统产业链金融的手段来满足，信托公司在其中既可以承担融资服务方，也可以承担资产管理方的角色。

（四）面向产业链定制化需求的综合信托服务

面向产业链定制化需求的综合信托服务，整体是深挖产业链各环节、各企业组织甚至涉及人员的非融资需求，综合运用各类信托工具为其设计定制化的金融服务方案。随着经济的

① 王玉冬，王萌，邵弘.战略性新兴产业创新链与资金链供需匹配研究述评［J］.财会月刊，2020（06）.

发展和金融的开放，企业和个人的金融和非金融需求日益旺盛，以现金管理、投资顾问、管理咨询、员工激励、资金清结算等为主的企业需求，以及以财富管理、财富传承、养老、慈善、消费等为主的企业家和员工需求也将逐渐成为主流。信托公司在开展产业链金融过程中，不仅要关注产业链的融资需求，同时要发挥信托的制度优势，关注场景中的人和企业的多元化需求，通过定制化的信托服务，解决场景中基于信托财产存在的信任、安全、效率等痛点，从而间接地帮助企业更好地发展技术、优化资源配置、提升人力资本效能等，达到提高产业链全要素生产率的目的。常用的信托业务包括现金管理、投资、消费金融等资金类信托，也包括养老信托、家族信托、遗嘱信托、保险金信托、慈善信托、员工持股信托、资金清结算信托、企业年金信托等服务类信托。

五、基于产业链不同环节的信托服务模式设计

（一）研发环节的知识产权投融资业务模式

1. 服务主体及需求特点

知识产权是一种无形财产权，主要可以分为工业产权和著作权两大类。近年来，我国大力推动高新技术发展，加大知识产权保护力度，取得了积极成效。不过，很多中小科技企业在研究开发环节仍面临前期投入大、成果转化难、长期资金短缺的问题。随着中国知识产权市场的迅速发展，知识产权资本化需求旺盛，基于知识产权的金融服务日益丰富。

2. 信托服务模式

知识产权信托将知识产权与信托制度相结合，是知识产权所有者将其拥有的知识产权委托给信托机构，由信托机构进行管理或处分，以实现知识产权价值的一种信托业务。美国和日本是较早发展知识产权信托的两个国家，主要成熟模式为知识产权投资管理信托和知识产权证券化信托两大类。总体来讲，知识产权信托的服务模式较为丰富，不仅可以通过股权、债权、证券化、投贷联动等资金信托方式在知识产权的权利创造及转化运用阶段为知识产权权利人提供高效的融资方式，提高知识产权流动性，还可以借助信托的资产隔离及财产管理功能，通过服务信托及慈善信托等方式，提供知识产权权益管理、维护、分配、代际传承、公益慈善等服务，实现对知识产权全链条和全流程的参与和管理。

3. 风险特点及应对措施

一是知识产权信托基础资产的权利归属风险。知识产权在确权过程中容易发生纠纷，企

业体制机制变革、商业价值变化、运营管理模式等现实因素可能会产生知识产权归属的稳定性和可持续性问题，直接关系到信托公司作为受托人对知识产权的处分权完整性。

二是知识产权商业价值的市场风险。知识产权作为一种无形资产，缺少公开透明的市场定价，没有稳定的历史价格数据，其价值实现受政策环境、法律环境、市场环境等多方面影响，具有较大不确定性，甚至可能会因为技术革新等黑天鹅事件出现巨大价值贬损。

三是信托公司经营管理风险。当前国内信托公司知识产权相关管理经验较少，缺少兼具信托知识与知识产权专长的复合型人才，对知识产权评估、管理、运用等方面的专业能力亟待提高。此外，信托公司针对知识产权信托的相关业务专业流程和风控政策尚不健全，整体风险管控能力较弱。

未来发展知识产权信托，需要知识产权管理机构、信托监管机构、信托公司和知识产权专业服务公司等各方共同努力。一方面，信托公司要提高知识产权评估、管理、运用等方面的专业能力，加强与高校、科研院所合作，组建专业化人才队伍，强化知识产权信托的设计和创新能力。另一方面，针对知识产权业务特点建设专业流程和风控政策，注重知识产权价值评估，强化风险管控能力。此外，各参与方要积极探索推动我国知识产权信托业务相关立法规范和风险共担机制。

（二）建设环节的项目投融资业务模式

1.服务主体及需求特点

项目建设阶段如何融到必备资金，对任何一家企业的诞生或者发展都至关重要，项目融资信托为其提供了一个可行的方案，它是一种以项目未来收益和资产作为偿还贷款的资金来源的融资方式。

项目融资始于20世纪30年代美国油田开发项目，后来逐渐扩大范围，广泛应用于石油、天然气、煤炭、铜、铝等矿产资源的开发，发展至今，项目融资已经被广泛应用于全产业链的各个领域。项目融资适用于建设周期长、投资量大，但收益稳定、受市场影响小的项目，如资源开发类项目、基础设施建设项目、制造业项目等。

2.信托服务模式

项目融资信托主要分为无追索权项目融资信托模式和有限追索权项目融资信托模式。

无追索权项目融资信托的还本付息完全依靠项目的经营效益。同时，信托公司为保障自身的利益必须从该项目拥有的资产取得物权担保。如果该项目由于种种原因未能建成或经营失败，其资产或收益不足以清偿全部的贷款时，信托公司无权向该项目的主办人追索。

有限追索权项目融资信托模式除了以项目的经营收益作为还款来源和取得物权担保外，信托公司还要求有项目实体以外的第三方提供担保。信托公司有权向第三方担保人追索，但

担保人承担债务的责任仅以其担保的金额为限。

以有限追索权项目融资为例，产业链某核心企业A计划建设某项目，信托公司基于其项目建设计划设立夹层融资信托，与商业银行、战略投资公司签订夹层资本投资协议并确定优先级、次优级以及劣后级资产的分配比例，同时核心企业A为信托公司提供抵押品，并提供一家担保公司负责连带担保责任。核心企业A在获得信托融资后，将取得的资金专项用于项目建设。在信托计划到期时，若A公司无力偿还信托融资，信托公司可以通过拍卖抵押品进行清偿；若抵押品仍然不足以偿还债务，则由担保公司负责偿还。具体交易结构图如图8所示。

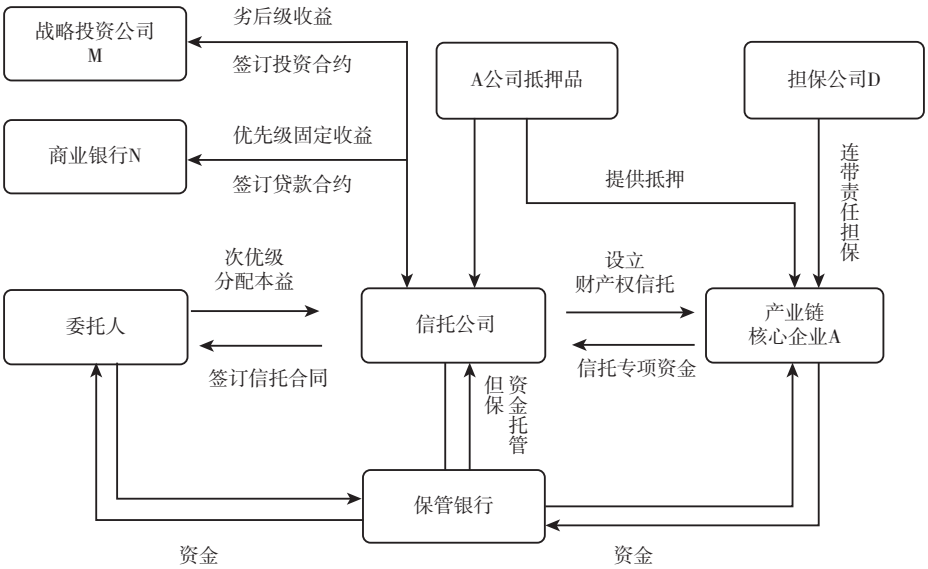


图8　有限追索权项目融资信托交易结构图

资料来源：课题组整理。

3.风险特点及应对措施

信托公司在设计项目融资产品时主要以项目偿债能力分析为核心，重点从项目技术可行性、财务可行性和还款来源可靠性等方面评估项目风险，除要充分考虑政策变化、市场波动等不确定因素对项目的影响，审慎预测项目的未来收益和现金流外，最需要注意的就是项目自身的风险和融资主体的风险。

项目自身的风险主要包括生产风险、完工风险、市场风险和环保风险等；融资主体风险主要是项目建设企业的信用风险。从已有的风险事件看，融资企业不诚信、恶意违法、经营管理不善等行为，往往使得信托资金暴露在更大的风险隐患下。

为了规避上述风险，信托公司一是应加强事前风险管理，尤其加强对宏观经济、行业和企业的分析能力，并加强对抵质押物的估值能力，进而提高对项目未来现金流预测的准确度；二是要加强信托运营过程管理，包括加强风险管理信息系统建设，提高风险管理精细化

程度，增加风险度量和评级手段，同时提高项目风险处置水平。

（三）采购环节的应收账款业务模式

1.服务主体及需求特点

产业链中小企业成员是产业链金融的直接受众，也是多数应收账款融资的服务主体。进入产业链的中小企业往往具有以下特征：一是由于与核心企业的谈判地位较低，又面临同类企业的激烈竞争，在交易价格、结算方式、供货速度和销售指标方面，不断受到核心企业的挤压，导致利润下降和资金流紧张。二是资产的主要形式是预付款、存货和应收账款，并占用企业的大量流动资金。三是信用基础薄弱，属于银行的高风险客户，融资便利性差，成本高。

受限于资产形式和信用基础，产业链中小企业难以通过传统银行信贷模式获得融资。应收账款融资具有还款自偿性、融资期限短、操作的封闭性、授信用途的特定化、有公开透明的质押物登记公示系统等特点，可以较好地解决产业链中小企业融资困境，同时也能满足金融机构对风险的把控。

2.信托服务模式

在应收账款融资模式下，上游企业将应收账款转让至信托公司，再由信托公司针对受让的应收账款提供应收账款融资、管理、催收等综合性金融服务。实践过程中，根据转让内容的不同，应收账款融资信托主要有两大类，一种是转让所有权的应收账款转让模式，另一种是转让收益权的应收账款资产证券化模式。转让模式操作环节较为简便，不涉及复杂的物流、信息流管理，是信托公司大力拓展的业务类型。

（1）所有权转让——卖断型模式。卖断型又可分为有追索权卖断型融资模式和无追索权卖断型融资模式。无追索权卖断型融资模式中，投资者承担了应收账款不能收回的风险。有追索权卖断型融资中，对于到期不能收回的应收账款，信托公司可以向应收账款出售方进行追索。

（2）收益权转让——资产证券化模式。资产证券化模式下，信托公司通过证券交易所发行ABS、银行间市场发行ABN的形式开展信托业务，同时还会设置差额补足条款、不良资产替换、信用触发机制等风险管理措施，操作相对复杂，但具有较高的流动性，因此也备受信托公司青睐。

3.风险特点及应对措施

（1）结合业务和司法实践，应收账款信托融资风险要点主要有以下几个方面：

一是应收账款确权风险。应收账款真实存在、不存在严重权利瑕疵是有效开展应收账款

融资的前提。实践中存在应收账款欺诈、应收账款重复转让或质押、转让程序瑕疵和客户纠纷导致应收账款质量下降等风险。

二是应收账款回款监管风险。信托项目还款对应收账款回款依赖性较高。实践中，监管措施不到位和账户监管不严谨可能导致应收账款回款同融资方其他资金混同或回款资金被挪用、回款资金未能按照约定支付至监管账户等违约风险。

（2）针对上述风险，可以采取以下应对措施：

一是应收账款真实性核查，一方面要查询对应采购合同、供货单、验收单等，与核心企业进行订单确认，确保真实供货；另一方面要核实发票开具情况，注意虚开发票、重复开票情况，避免影响应收账款的划付。

二是应收账款全流程梳理。对应收账款从形成到回款全流程全节点进行梳理，确保资金流封闭监管，全流程位于可控范围内。

三是加强资金监管，严格按照预期回款进度核对资金回款，做实资金监管，确保监管账户的独立性。对于有违约迹象的标的企业，及时扣划监管资金，对尚未回款应收账款及时保全。

（四）生产环节的抵质押类业务模式

1. 服务主体及需求特点

存货抵质押融资的融资主体一般为产业链上游中小企业。对于有些原材料资源短缺，并且生产产品的加工时间比较长的企业，为了扩大自身业务发展规模，常常需要提前备货，因此，企业的产品、产成品的库存或原材料库存将占用大量流动资金，容易导致企业资金短缺，从而影响生产企业的正常经营及扩大规模经营。而存货抵质押融资模式主要是针对企业从存货入库到实现销售的全过程中出现资金短缺的中小企业提供融资服务的融资模式。

存货抵质押融资根据质押物类型、质押方式等，可分为静态质押、动态质押、标准仓单质押及非标准仓单质押等。实际业务中，除应收账款质押外，最常见的就是仓单质押。仓单质押融资需求一般建立在融资方缺少合适不动产作为抵押、存货的市场价值难以评估或资金方难以独立对存货实现监管的情况下，通过引入专业仓储公司在融资过程中发挥监督保管抵押物、抵押物价值评估、担保等作用。

2. 信托服务模式

以仓单融资为例。信托公司开展仓单融资业务可通过发行“仓单收益权转让+质押融资”的信托计划，向合格的投资人募集所需资金。融资主体将取得的信托融资用于解决生产经营中的资金短缺问题。交易架构如下：

融资方将其在监管体系下仓单的收益权作为标的转让给受托人，并约定在 × 个月后回购其转让给受托人的仓单收益权。当到期未能按照不低于应支付仓单收益权回购价款之价格处

置仓单及仓单下之货物时，受托人有权要求融资方以该价格回购该仓单收益权。

融资方以其自有的存放于第三方仓库中的货物所对应的电子仓单向受托人提供质押担保，第三方监管对电子仓单项下的货物履行保管、监管责任。融资方违约时，受托人有权处分质押电子仓单，处分措施包括但不限于处置质押电子仓单或仓单项下的全部或者部分货物，或将电子仓单转让给其他买受人。

该类信托产品的具体交易结构图如图9所示。

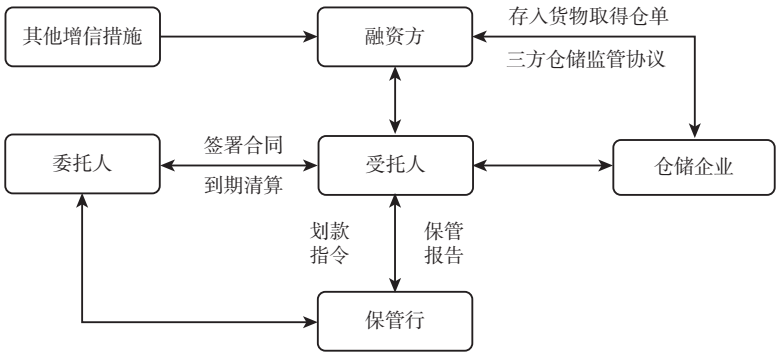


图9　仓单融资信托交易架构图

资料来源：课题组整理。

3.风险特点及应对措施

存货抵质押融资的主要风险为存货担保变现风险和信用风险。变现风险是存货抵押融资最重要的风险，主要包括存货价格风险、质物形态风险以及销售风险三大类，其中价格风险为主要风险来源；信用风险主要包括融资主体的信用风险和物流企业的信用风险两类。仓单抵押融资中融资主体的信用风险主要是指融资主体的财务状况、管理问题等；物流企业的信用风险主要是指监管风险，包括欺骗、不负责任、虚假上报、监管失误等。此外，该类业务也面临着产业链系统风险，主要包括融资主体所在产业链的竞争风险、上下游企业的协调风险和核心企业对产业链的控制风险三类。

根据风险特点，信托公司应关注产业链核心企业性质、回款周期及其他增信措施；核心企业优先央企、国企、上市公司、政府机构及事业单位，回款方式应优先账期不超过6个月的现金转账/电汇并确认标的资产不存在权利负担，必要时补充法定代表人连带责任保证等增信措施。

（五）销售环节的订单贷业务模式

1.服务主体及需求特点

销售环节订单贷业务模式，主要服务于核心企业的下游小微企业。核心企业与下游经销

商签订订单合同后，信托公司依据其真实有效的销售场景与订单合同的关联数据，根据核心企业推荐接收下游客户的贷款申请，满足下游客户支付货款等短期融资需求。此类项目主要为短期无抵押的纯信用类贷款，单户授信总额度一般不超过300万元，以“小额分散、快速便利”为主要特征。此类业务通过大数据模型分析客户的信用质量，筛选白名单，评估授信额度，并实现线上放款。

2. 信托服务模式

该类业务高度依赖数据风控技术和信息技术，需构建专业服务平台，涵盖数据风控、运营管理、资金方接入和贷款人门户等核心功能模块，以实现场景分析与识别、产品流程与设计、风控建模与管理及业务运营管理等工作任务。信托公司开展此类业务需具备自主数据风控能力和信息技术能力，或与具备此类能力的金融科技公司合作开展。合作企业可为同一产业集团内部的金融科技公司，双方对于集团产业的产业地位、发展模式和产业链合作情况易形成较为深刻的理解。以下介绍信托公司与金融科技公司合作开展此类业务的具体模式。

数据订单贷业务，要依托产业场景，对经销商经营行为进行深层次的客户行为分析。数据风控模块通过对交易行为、经营行为、商业信用等内部数据和征信、司法、工商、税务等外部数据分析为基础，构建客户筛选、客户信用风险评价、限额、客户行为打分卡、预警、反欺诈等模型体系，应用于贷前、贷中和贷后全业务流程，以预测和控制风险（见表1）。

表1　订单贷业务协同模式

环节	核心企业	信托公司＋金融科技公司
客户获取	推荐客户、协助导流	确定客户筛选条件
产品设计	提供必要信息，配合调研	基于金融业务视角、以数据风控为基础进行产品设计
客户准入	提供产业数据，配合现场调研	建立贷前规则、信用评分模型、白名单，开展现场尽调
贷中审批	—	依据风控模型和尽调材料履行审批职责
后续运营	持续提供客户与产业数据支持	依托信息系统进行运营管理
贷后监控与处置	提供必要数据/处置押品/停止供货/催收等线下措施	监控贷后数据及舆情、价格波动等指标/合作开展还款提醒或电催等线上措施/协议范围内的实施处置

资料来源：课题组整理。

例如，某产业集团内部核心企业与其下游小经销商采取现款现货模式，信托与公司集团内金融科技公司合作，围绕这类客户的资金需求，发起设立资金信托，运用数据风控手段，向下游经销商发起信用类短期无抵押经营用途贷款，用于支付其向集团核心企业的订单采购款（见图10）。

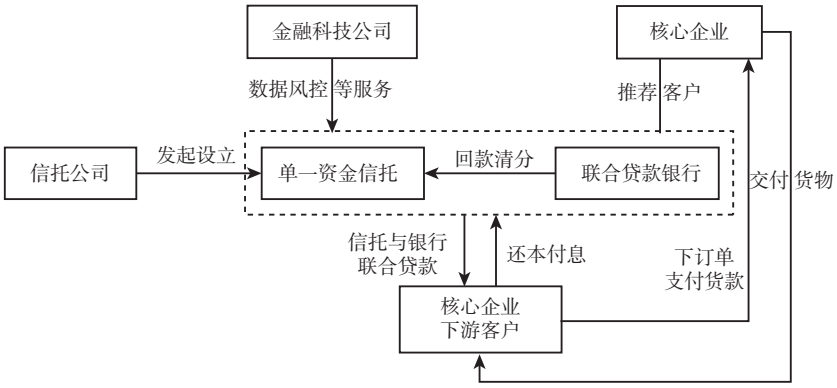


图10　订单贷示意图

资料来源：课题组整理。

3.风险特点及应对措施

本项目为无抵押纯信用类贷款，主要风险为因客户违约而导致的信用风险。为控制此类风险，建立了全流程风险控制体系，形成贷前、贷中、贷后管理闭环，严格客户准入、规范授信调查完善贷后管理。

在控制操作风险方面，则通过强化科技手段，对关键环节进行数据自动核验比对，使各合作方均通过接口形式实现系统直连，避免人为干预，同时对于特定事项引入人工审核。

在控制市场风险方面，定期与核心企业就行业趋势、产业政策进行访谈，结合产业专家对行业发展的判断，适度调整授信政策。同时安排专人对市场风险进行检测，研究行业属性，定期出具分析报告。

（六）资本经营环节的投资并购类业务模式

1.服务主体及需求特点

完成资本的集中积累，实现资本扩张，将企业做大做强是企业发展的必经之路，企业并购是市场机制中最常见的资本扩张手段之一，也是企业整合产业链的有效手段，其最终目的是帮助企业打通产业链中的各个环节，实现产业链上下游的协同效应以及产业结构的调整和优化。在产业链并购的过程中，需要大量的资金支持，信托可以作为传统并购融资方式的有益补充，为产业链并购提供金融服务，实现多方共赢。

2.信托服务模式

由于并购融资实质上是股权投资，因此风险通常高于普通融资，而信托资金如果要参与产业链企业并购，更需要在法律允许的范围内，结合自身业务模式的特性，规范地构建信托业务模式，进而设定可行的信托计划。信托公司参与并购业务，主要可分为融资类并购、事

务类并购两种模式。

（1）融资类并购信托模式。融资类并购信托是指并购方在自有资金不足的情况下通过信托公司进行外部融资从而达到并购的目的。按照提供资金的方式，又可分为并购贷款、并购股权信托和并购基金。

一是并购贷款。信托公司充当为并购主体提供并购资金的角色，介入并购活动不深，按照交易结构，可以分为平层和结构化设计，区别是结构化设计中通常由并购人出资或注入资产作为信托计划的劣后级，为信托计划的优先级提供安全垫。平层和结构化并购贷款交易架构如图11所示。

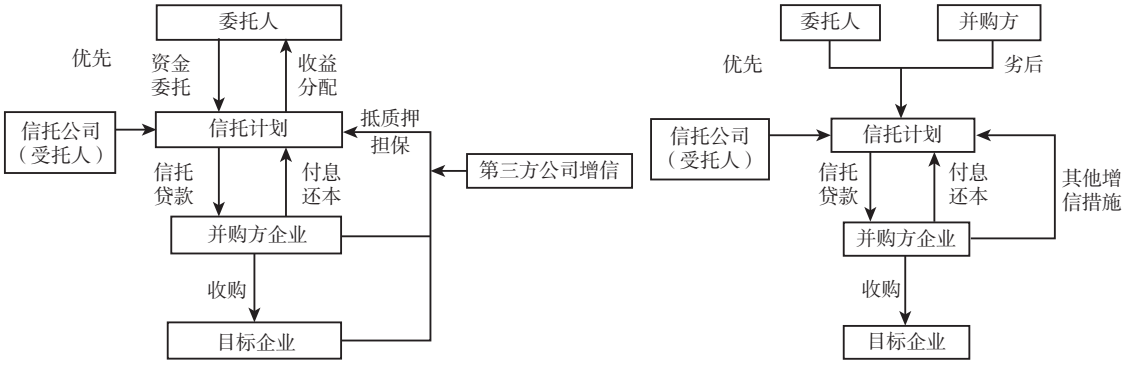


图11　并购贷款模式（平层左/结构化右）

资料来源：课题组整理。

二是并购股权模式。由于并购贷款的模式会增加并购方企业的杠杠率，增加财务风险，对财务资源不足的并购方来说，通常愿意引入股权资金作为并购资金。在实际的并购融资决策中，很多时候会采用股债混合出资的模式。并购股权交易架构如图12所示。

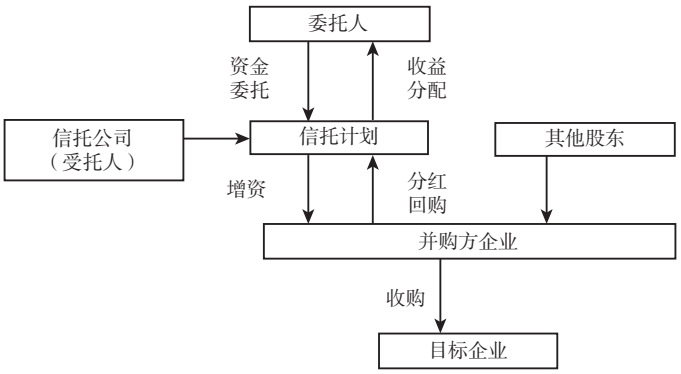


图12　并购股权模式

资料来源：课题组整理。

三是并购基金模式。并购基金模式是并购股权模式的一种延伸，通常由信托公司与合作方（以投资并购为目的的产业单位、上市公司或其他专业的投资机构）共同成立一个产业并

购基金或公司，用于并购标的资产。信托计划通常作为优先级有限合伙人（LP）负责资金的募集。交易结构如图13所示。

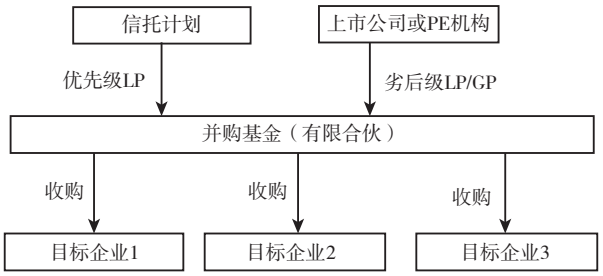


图13　并购基金模式

资料来源：课题组整理。

（2）事务管理类并购信托模式。事务类并购信托计划是指受制于某些客观条件，并购方委托信托公司设立信托计划，以信托计划名义参与企业并购或股权投资，并约定待条件成熟时由信托计划将股权转让给并购方从而实现并购目的。事务类并购信托产品的业务模式多种多样，包括MBO（管理层收购），员工持股计划、委托书收购、PE信托等各类信托业务（见图14）。

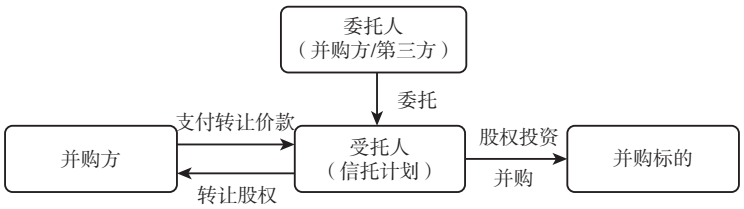


图14　事务类并购信托交易结构示意图

资料来源：课题组整理。

3.风险特点及应对措施

一是交易定价风险。指并购交易价格不能合理反映目标企业价值，存在套取并购融资资金或者利益输送的风险，或影响二次转手及获利水平。

三是经营及财务风险。指并购完成后目标企业及并购方的生产经营及未来现金流能否保持稳定增长的风险，可能对并购贷款还款来源造成影响。

三是法律与合规风险。指并购交易各方缺乏并购交易主体资格，缺乏从事营业执照所确定的行业或经营项目资质，资金来源存在有限制性规定，担保的法律结构不合法有效或缺乏了必要的法定程序，并购方（借款人）对还款现金流的控制不合法合规，信托公司权利不能获得有效的法律保障等风险。

为了应对上述三种主要风险，信托公司应加强对并购方及目标公司所处行业及公司自身的尽职调查，判断并购双方的产业相关性以及在战略、管理、技术、市场、资源等方面的协

同效应，构建合适的财务模型，加强对并购标的的独立估值能力，减少经营、财务和定价风险，并重视对并购相关资格、决策、交易、公告等文件的审阅，确保项目的合规性。

（七）零售环节的消费金融模式

1. 服务主体及需求特点

零售环节是产业链的末端，是最终产品或服务提供给消费者的环节，这一阶段的产业链主体是消费者。随着宏观经济的增长、国民收入水平的提升、社保体系的逐步健全、消费环境的逐渐改善，消费者开始敢于消费也愿意消费，消费方式也逐渐发生变化。消费金融作为金融支持消费的重要举措，通过帮助消费者合理分配信用资源，优化当期与未来的储蓄、消费活动，有效提高了消费水平，扩大社会的消费总需求，而通过聚焦场景，消费金融更可以为各类产业链提供更多支撑，进而助推产业链发展。消费金融具有单笔授信额度小、审批速度快、无须抵押担保、服务方式灵活、贷款期限短等特点。

2. 信托服务模式

目前信托公司介入消费金融主要采取资产流转和直接放贷两种模式，以资产流转模式为主。

（1）资产流转模式。资产流转模式主要分为ABS/ABN模式和Pre-ABS模式。一是ABS/ABN模式，是消费金融公司等作为发起机构以部分消费信贷资产作为信托财产委托给信托公司，并由信托公司设立特定目的信托。信托公司向投资者发行资产支持证券，并在信托计划成立后，以信托财产产生的现金流为限支付相应税费及资产支持证券的本息及其他收益。交易结构如图15所示。

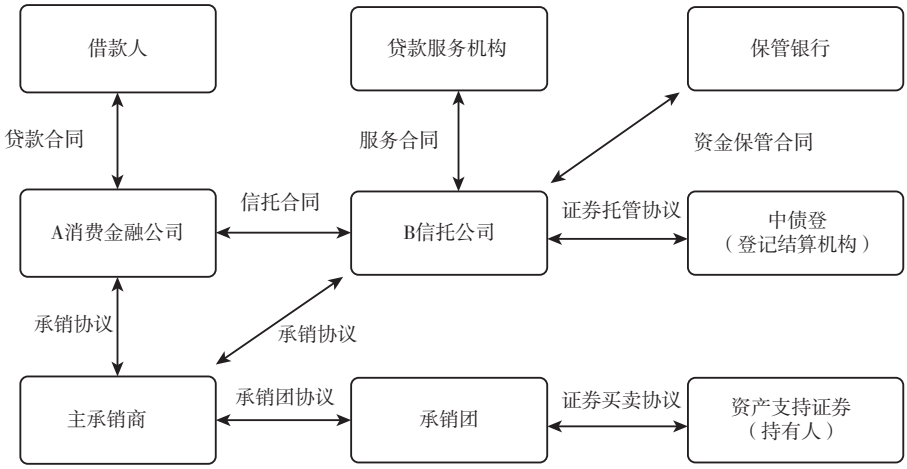


图15　消金公司消费金融资产支持证券化结构图

资料来源：课题组整理。

二是Pre-ABS模式，是指为资产证券化的原始权益人形成基础资产提供资金，并以资产证券化募金作为回款的投资方式。信托公司参与Pre-ABS主要通过发起集合资金信托，进行Pre-ABS投资，并且在前期主动选择后期ABS业务承做机构，全程参与，也可以帮助企业发起交易商协会ABN，还可以当商业银行Pre-ABS投资的通道。

（2）直接贷款模式。直接贷款模式主要包括流贷模式和助贷模式。一是流动资金贷款模式，即信托公司通过发行资金信托计划，募集资金用于向消费金融服务机构提供资金支持，消费金融服务机构通过提供消费金融服务实现的回流资金等对信托贷款进行还本付息；二是平台引流放款模式/助贷模式，是指信托公司与消费金融公司等机构合作，信托公司直接与消费者签订个人消费金融信托贷款合同，消费金融服务机构作为贷款中介服务机构，一方面提供商户和客户推荐及资质审核服务，另一方面协助信托公司进行贷前、贷中与贷后全流程管理。

3. 风险特点及应对措施

一是电子合同效力风险、借款利率风险和还款方式风险等法律风险；二是利用金融科技手段提高业务效率而导致可能违反常规业务法律法规产生的金融科技风险；三是消费金融公司、小额贷款公司等合作机构违法导致的风险；四是消费者无法还款而使信托公司蒙受损失的风险。

信托公司在应对法律风险时，主要依托金融科技和事前约定措施，确保电子合同采用可靠的电子签名，同时事前明确相关费用及还款方式等；金融科技风险主要依托严控金融科技能力，规范其使用方法及范畴；合作机构风险主要依托加强尽职调查和事前约定等措施；还款风险主要依托结构化设计、还款连带责任等。

六、基于核心企业类型的产业链金融生态圈模式设计

（一）基于强势核心企业的集约管理平台模式

1. 拥有强势核心企业的产业链特征

（1）产业本身具有垄断特征。本文中的强势核心企业，要求核心企业在产业链中具有主导地位，对上下游节点企业具有极强的议价能力和话语权，其发展战略对产业链的发展起到决定性作用。因此，强势核心企业必然在某个或某段产业链环节中处于完全垄断或寡头垄断

地位。在我国，一般只有自然垄断行业（或自然寡头垄断行业）和行政垄断行业具有本文所指的强势核心企业，如电力、电信、天然气、石油、烟草、铁路等行业。

（2）产业链普遍为复合式产业链。随着国有企业混合所有制和自然垄断行业改革不断推进，在严格监管产业链自然垄断环节的同时，竞争性环节市场化成效显著。此外，随着技术的进步，纵向一体化的规模效益和范围效益在一定环节被打破，核心企业也主动或被动地退出上下游部分市场，转而通过市场交易或“契约”来弥补相关环节，进而形成由市场交易式、纵向约束式和纵向一体化共同组成的复合式产业链。

（3）核心企业处于产业链的绝对中心地位。从产业组织结构的角度看，强势核心企业是整个产业链的物流中心、信息中心和资金周转中心，在采购、生产、销售整个链条中起主导与组织作用，大量中小企业围绕核心企业进行配套生产经营。在拥有强势核心企业的产业链中，产业链运作的好坏以及整个产业链竞争力的大小在很大程度上取决于核心企业的协调能力，同时核心企业也肩负着保障产业链稳定，带动产业链提升的责任。

2. 拥有强势核心企业的产业链金融需求

（1）推动核心企业战略落地的综合金融需求。金融服务强势核心企业产业链的一项重点工作，就是服务核心企业自身打造现代产业链链长，推动战略有效落地。对于以央企为主的强势核心企业，企业集团内部各版块、各环节之间存在大量的物资、资金的流转和信息的交换，其对金融服务的需求不再是单纯的资金融通，而是通过产业与金融的有机结合，实现“以融促产、以融强产”，发挥金融的资源配置作用，实现资源、资产、知识产权和未来价值的资本化，最大限度地提高企业内外部的资金运作、资源整合和价值增值效率，支撑相关领域投融资、股权架构及商业模式的创新发展，做好科技成果培育孵化，深化混合所有制改革，推动企业的现代化转型升级。

（2）满足产业链上下游中小企业的融资需求。强势核心企业的特性决定了有大量涵盖大中小微、国有与民营企业的庞大产业链网络围绕其进行配套生产经营。核心企业处在产业链融资的绝对主体地位，也承担着信用担保中介者，依托自身的产业地位和良好信用，可以有效提升产业链的整体信用和抗风险能力，金融机构可以依托核心企业实现产业链的整体授信，进而满足中小微企业的融资需求。

（3）满足产业创新链的金融服务需求。强势核心企业以央企为主，有责任实现核心科技高度自主可控，抢占世界科技和产业制高点。我国一些产业存在“卡脖子”技术问题，其根本原因是基础理论研究跟不上。央企要发挥创新主体作用，联合高校、科研院所下苦功夫，从基础研究做起，打造自主可控的创新链和安全可靠的产业链。高额的资金投入是科技创新的基础，产业链金融要根据创新链每个节点主体的不同特点提供服务，实现不同创新主体间的协同，推动创新链与产业链的深度融合。

3. 拥有强势核心企业的产业链金融难点

（1）核心企业内部协同方面。一方面，强势核心企业经营规模大，子公司的数量众多、类型丰富、地域分布广，产业链条上涉及大量的各级供应商及经销商，金融需求种类多样、规模庞大，很难做到有效的内部协同。另一方面，强势核心企业的产业链金融一定是核心企业主导的，一般是通过企业自身旗下的金融单位配合搭建产业链金融的整体框架，这时又面临着产业单位与金融单位之间的协同问题，需要产业单位对金融业务有足够的理解，才能在产业链金融模式的设计中实现有效的产融协同。

（2）管理机制不够完善。如上文所述，强势核心企业普遍为中央企业，并具有资源垄断性质，这使得其在管理上存在市场化不足的弊端，而金融属于高度竞争行业，需要配套相应的市场化机制才能吸引并留住高端金融人才，持续创新金融服务。如何有效整合两种管理机制，也是强势核心企业在开展产业链金融时需要解决的问题。

4. 拥有强势核心企业的集约化产业链金融平台模式

对于拥有强势核心企业的产业链而言，信息流、物流、资金流集中在核心企业，走集约化发展道路是优化产业结构、提高资源配置效率的有效路径。产业集约化发展模式下，核心企业运用系统化思维，从行业整体的高度统一设计和规划，以集约化的方式对产业链进行管理运营，产业链各企业通过企业间的资源优势互补型合作、“垂直型”分工协作网络体系、横向或纵向一体化组织体制等模式，建立以强势核心企业为主导，上下游中小企业协助服务的专业化分工与协作网络，使核心企业及各级中小企业之间形成错位竞争，避免无序竞争，更可以有效地促进分工专业化与协同作用，降低重复生产和平均成本，有利于实现整个产业链的规模经济。

产业集约化的本质是在产业层面形成企业之间基于专业化分工的联系，目前最有前景的联系方式，就是以核心企业为主搭建一个由传统核心企业、服务类企业、金融类企业等共同参与的产业链金融综合服务平台，以数字技术为基础，通过整合产业链上下游企业的资金流、物流、信息流等数据，建立产业链金融业务数据库，实现技术赋能、信息撮合、交易结算、物流配送、融资服务等功能，核心企业以产业供应链为抓手，按照“总体规划、统一建设、集中运维、资源共享”的集约化管理原则，打造协同发展生态，实现传统产业链上下游研发、生产、服务、商务、物流、投融资等资源和能力的数字化、网络化在线汇聚，进而实现供应链、创新链、资金链、人才链等的有机结合，提高产业链全要素生产率，提升整体的运作效率。

形成强势核心企业的大型产业集团多数通过积累金融牌照，衍生出了不同类型的金融服务公司，纵深覆盖集团内部客户和产业链上下游的金融需求，以强势核心企业主导的集约化产业链金融综合服务平台，也是以核心企业系统内金融单位为开发主体，构建以融资产品为主、增值服务为辅的金融服务体系。从产业链金融生态圈的角度看，单靠商业银行、信托或财务公司等某一方单独开展都难以满足产业链综合需求，产业链金融平台需要发挥产业集团系统内金融单位整体的产业优势、信息优势、渠道优势和管理优势等，通过协调系统内核心

成员企业，调动产业链上各类资源，并引入外部金融深度参与，构建能够发挥各自优势的合作模式。同时，平台依靠“科技+金融”，高效触达海量客户并沉淀丰富的交易大数据，通过标准化金融产品和自动化交易机制降低业务成本，利用集约化的产业生态圈形成资金闭环，其并非传统产业链金融业务的线上化，而是对传统产业链金融业务融资服务逻辑的颠覆和业务流程的再造。

信托公司在强势核心企业为主导的集约化产业链金融综合服务平台中，主要起到的是融资服务和增值服务提供商的角色，融资方面发挥信托投融资手段多样、资产种类丰富等特点，为核心企业及上下游企业提供标准化及定制化的金融产品及服务；增值服务方面，发挥信托资源整合和财富管理专家的特点，为核心企业及上下游企业提供业务撮合、财务顾问、投资理财、股权改造等增值服务。

5. 国家电网公司“电e金服”产业链金融平台

国家电网公司在电力能源产业链中居于核心企业地位，具有独特的客户和数据资源优势。公司所属1 200余家各级企业连接着10万多家上游供应商和亿万下游用电客户，年资金流量超过6万亿元，汇聚着海量的业务流、资金流和信息流。为更好地发挥中央企业龙头作用，深挖产融协同潜力，带动产业链上下游共同发展，国家电网公司创建的数字化金融服务平台“电e金服”于2020年5月正式上线。

“电e金服”以平台门户为中心，对内连接财务管控、ERP、ECP、营销等内部专业系统，贯通业务办理全流程；对外连接征信、工商、税务、司法等外部专业系统，为企业信用评价、贸易背景核查、风险防控等提供信息支撑；需求侧连接网上国网、ECP、国网商城等系统，实现客户多入口引流；供给侧连接内外部金融机构核心业务系统，打造金融云超市，服务内容涵盖资金融通、保险保障、资产管理等金融主要领域，满足“一站式”在线办理业务需求，同时紧密嵌入购电结算、项目投标、合同履约、电费缴纳、电力交易等业务场景，广泛联动供电营业厅、供应商服务大厅等渠道，实现数据集成整合，并利用大数据、云计算、区块链等技术赋能客户画像、信息存证、产品匹配、风险管理等功能。

“电e金服”的上线，有助于国家电网公司充分挖掘自身资源禀赋和要素优势，带动产业链上下游中小微企业共同发展，促进全产业链协同高效运行，围绕推动传统产业链升级、打造新兴产业链、补齐产业链短板等方面，吸引更多市场主体加入，实现共建共享共赢，推动形成更具优势、更高水平、更加开放的产业链供应链新生态。

（二）基于多关键企业的“产业协同”平台模式

1. 多关键企业的产业链特征

在经济全球化和产业市场化浪潮中，产业竞争已经从产品和企业层面的竞争，提升为产

业链层面的竞争。多关键企业的产业链是产业链在经过一定的发展和整合后，在同一环节或不同环节形成了多个龙头企业，龙头企业在一定的空间或价值链环节具有竞争优势，对整个产业链的发展起到了重要的推动作用，但整体仍呈各自为战的格局，没有形成有效的协同效应。多关键企业产业链的竞争力更依赖于整个产业链上下游环节的系统协调。

产业链竞争力的影响因素包括产业链的组织化程度、核心企业的竞争力、产业链支撑能力和产业链的一体化程度。多关键企业产业链的核心环节难以形成较高的市场集中度，不同企业在规模化生产和区域化布局上具有各自的差异化优势。关键企业自身技术水平较高，但对产业链整体内部信息、资金、物流的管理水平较低，存在信息孤岛。此外，多关键企业产业链在生产、加工、服务、营销等环节的空间集聚程度、合作效率较低，产业链一体化程度较低。

纵向或横向一体化，以及战略联盟是多关键企业产业链的发展趋势，其中战略联盟指两个或多个龙头企业为了实现一定的战略目标通过一定方式组成的网络式联合体，龙头企业之间按照专业化分工的要求进行生产经营活动，通过对各个成员技术、信息、资金管理和市场资源的重新组合，聚合彼此在价值链不同环节上的核心专长，整合分散资源，获取新技术，进而提高运作速度，扩大市场份额，获得更大的协同竞争优势，共同形成产业链并充分发挥产业链的作用。

2. 多关键企业的产业链金融需求及难点——以农业产业链为例

多关键企业产业链类型较为丰富，产业链的金融需求总体上离不开资金需求以及产业链整合两大类，但不同产业链的具体需求也存在着一定差别，本文以农业产业链为例来分析多关键企业的产业链金融的需求及特点。

当前，农业产业链拥有着巨大的金融需求。一是从服务体量上看，龙头企业、家庭农场、合作社的信贷资金需求与银行实际提供的资金缺口一般在30%—40%。二是从服务环节上看，不同参与主体的融资需求和发展需求具有较大的差异。如农户更加关注农业资金的易得性，而农业龙头企业除投融资需求以外，更加注重管理提升、营销资源对接、产业整合等一系列基于产业协调方面的服务。

同时，我国农业金融仍面临着一些难点。一是金融供给不足。由于农村经济资产的资本属性不足，加上传统农业散小弱、缺少足值有效的抵押物等各种原因，金融体系对农业的投入严重不足。二是农业保险市场的不完善。涉农金融保障缺失，不利于涉农担保机构支持农业产业链金融发展。三是农业信用体系建设不完善。农业金融需求方和供给方之间信息的不透明、不对称，导致农业金融信用风险较高。四是顶层设计尚不完善。目前仍缺少集中且高效的农村土地交易市场，限制了资产抵押变现的能力，近些年出台的多项指导措施也仍未明确落实农业产业链金融发展中的顶层设计，导致金融机构与农业产业联系不强。

3. 多关键企业的产业链金融生态圈模式设计——以农业产业链为例

（1）多关键企业产业链生态圈模式设计的出发点。伴随脱贫攻坚向乡村振兴战略的转

变，共同富裕战略的部署和推进，互联网技术、电商和快递行业的发展，推动了农业科技化、产业化、规模化、市场化的发展，产业链不断延伸，辐射企业不断增加。伴随产业链上多个关键企业的规模、业务发展，相关金融需求越来越大，与之相对应的是金融供给的不足。

多关键企业产业链金融的核心理念在于将产业链上涉及的地方政府、农村集体组织、关键企业、上下游客户以及延伸客户群体视为一个整体，根据他们的法律权属、管理权利、贸易关系、行业特征等，开发具有针对性的融资方案，将资金有效地流向相对弱势的中小微企业，有效解决农业生产领域的“融资难、融资贵、玻璃门、空心化”等现象。

（2）多关键企业产业链协同平台设计——以农业产业链为例。随着互联网技术的发展，可以将互联网与农业产业深度融合，搭建产业链协同平台，以实现产供销一体化，达到真正的“供需匹配”，并推动多关键企业的农业产业联盟的建设。平台利用信息流打通产业链，运用价值链整合产业链，促进一、二、三产融合，推动“第六产业”发展，从而形成贯穿农业全产业链的“互联网+农业”的生态圈。

产业链协同平台在农业产业链中起到信息桥梁的作用，从供需对接出发，通过信息累积、储存、分析等有机整合农业产业链的科技资源、物流资源、金融资源等，为各涉农主体提供精准服务。根据平台在农业产业链不同环节中所起到的协同作用，可以为关键企业之间，以及关键企业与其上下游主体之间的农资交易、农技协调、土地流转、农产品交易、技术共享、创新合作等提供协调服务，同时引入金融机构利用平台沉淀的产业及企业数据资源，为平台各主体提供交易、结算、融资、保险、理财等金融服务。平台从生产、流通、营销、服务等多方面影响农业关键企业，可以有效减少产业链环节与层次的冗余，提高信息流、物流和资金流的效率，进而推动产业链整体竞争力的提升。

农业产业链协同平台的建设需要政府的大力支持，以农业核心企业为基点，通过生产关系中的土地、技术、管理等生产要素，订单、委托、销售等环节，以及抵质押、应收账款、应付账款、贸易流量核准等模式，形成农户、合作社、地方政府、科研院所、农业公司、金融机构间的良性生态圈。

信托公司在产业链协同平台中，可以依托制度优势形成实物操作上的多元化，通过债权融资、债股结合、资产证券化、股权投资等在收益和风险管理手段上具备层次性的产品体系，为平台上各主体提供标准化金融服务，或度身定做符合企业特征的金融产品和服务方案。

4.“中粮·五里明”农业产业链生态圈模式

“中粮·五里明”模式是中粮信托、黑龙江省肇东市五里明镇玉米种植合作社、龙江银行共同设计的农业产业链生态圈模式，以多元主体共同参与、相互衔接，相互补充的抵押品创新机制，有效整合土地、技术、资金、管理等生产要素。

该农业产业链生态圈模式涉及的多关键企业/主体包括地方政府、农村合作社、农民、科研院所、中粮公司、龙江银行、中粮信托。其交易结构为：在地方政府和农村集体的支持

下，以农业合作社为中心，农民以土地入股农业合作社，龙江银行向农业合作社发放贷款。农业合作社与中粮公司签订购销协议，中粮公司收到粮食后通过龙江银行将扣除给农业合作社的贷款本息后的剩余款项支付给农业合作社。地方政府给农业合作社提供基础设施和大型农机器具的支持，龙江银行聘请高等院校和科研机构的农业专家为农业合作社提供技术指导和支持。

中粮信托接受农业合作社的土地经营权委托后，以自益型财产权信托计划中的财产收益权为合作社的贷款行为提供担保，农业合作社全体股东和镇政府领导为贷款承担连带责任。在此交易结构中，农业产业链上的任何一个企业/主体，均对该产业链上的生产承担重要作用，为共同目标，彼此承担各自角色和功能，构建了多关键主体的、高效的农业产业链生态圈（见图16）。

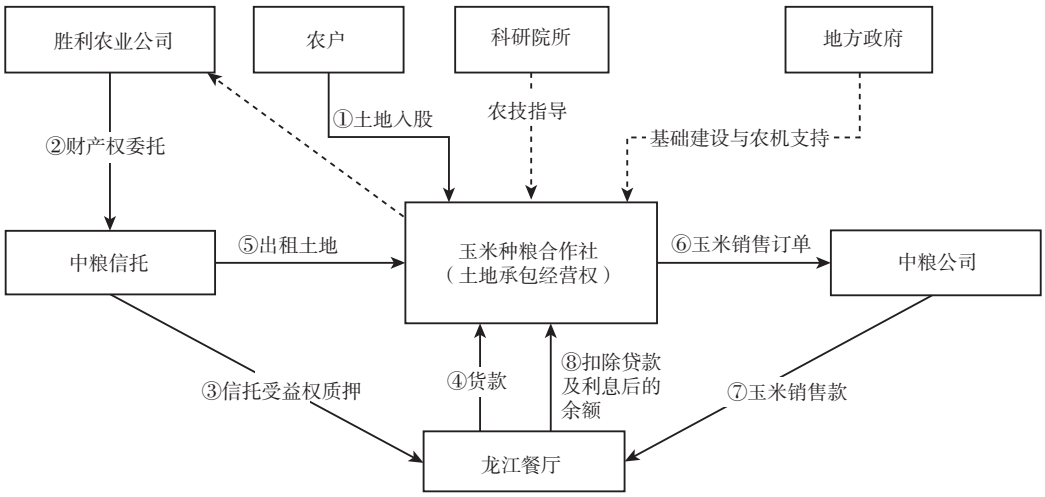


图16 “中粮·五里明”模式交易结构图

资料来源：课题组整理。

（三）基于缺乏核心企业的“去中心化”平台模式

1.缺乏核心企业的产业链特征

缺乏核心企业的产业链并非指产业链没有核心企业，而是缺乏可以自主构建产业链生态圈的单一或多个核心企业，或者金融机构无法与核心企业达成直接合作，难以将服务延伸至产业链各个环节。目前大多数传统供应链金融的设计，一般都是以一家核心企业的信用为整个链上的信用基础，由一家金融机构给链上企业授信，模式较为单一，而且存在以下几个问题：

第一，核心企业一般缺乏为产业链上的融资提供担保，以及为自己的应付款提供确权的意愿。

第二，寄希望于核心企业增信，并没有真正研究产业链本身的特点，没有真正发挥产业链金融的作用。

第三，仅寄托于核心企业信用的产业链金融模式往往只能服务核心企业的上游供应商，而不能服务核心企业的下游采购商。这样的产业链金融是残缺的。

第四，产业链上的企业往往并不是只生存在一条供应链上，而是同时生存在几条供应链上。一家企业在不同的供应链上向不同的银行贷款，给企业自身的资产负债管理带来很大麻烦，也不利于企业与银行建立稳定而熟悉的合作关系。

第五，大多数传统供应链金融都是以营销贷款为目的，并没有根据不同产业的特点，应用数字技术改善产业链供应链运作效率，提高资金周转速度，从而减少产业链的融资总量，降低企业资产负债率和融资成本。

第六，由于只考虑产业链上中小企业的融资供给，给了核心企业借机挤占中小企业流动性的机会，反而造成中小企业资金周转速度更慢，融资成本和资产负债率更高。

2.缺乏核心企业的产业链金融需求及难点

传统供应链金融服务模式高度依赖核心企业，但核心企业往往在产业链中处于强势地位，为上下游企业提供债务确权或贷款担保的意愿并不强，缺乏核心企业配合成为金融机构拓展产业链金融的一大掣肘。随着数字经济的快速发展以及产业数字化信息化的不断深化，核心企业的缺乏成为制约产业链金融从基于核心企业“主体信用”向基于交易的“数据信用”转变的主要因素。对此，信托等金融机构应突出科技赋能，强化产业链金融“数据信用”建设，充分运用大数据、区块链、物联网、人工智能等金融科技手段，搭建服务平台，将金融服务嵌入产业链金融的各个环节，同步获取上下游企业的交易信息，解决线下产业链金融存在的核心企业配合难、贸易背景核实难、服务成本高等问题。

3.缺乏核心企业的产业链金融生态圈模式设计

在缺乏核心企业的产业链中，最常见的产业链生态圈模式为金融机构与垂直电商、平台电商或第三方产业链平台合作，从而嵌入相关产业。在此种“去中心化”的产业链服务模式中，信息传递的高效与安全是重中之重，信托的隔离制度和区块链技术均提供了解决这一问题的思路。

目前第三方平台最有名的是中企云链。中企云链成立于2015年，由中国中车联合中国重机、中国铁建、金蝶软件等联合发起，经过多轮增资扩股，目前股东已涵盖10多家央企和地方国企。中企云链业务模式为：核心企业在银行授信额度内，登录中企云链平台，在平台上主动向供应商确认付款时间明确的应付账款，供应商的账户中就生成了称作“云信”的应收账款电子凭证，此凭证可在平台上各级供应商之间转让，也可以向金融机构保理，转让价格隐含的利率如果高于核心企业的银行贷款利率，核心企业还可以购买云信凭证提前清算套利。具体架构如图17所示。

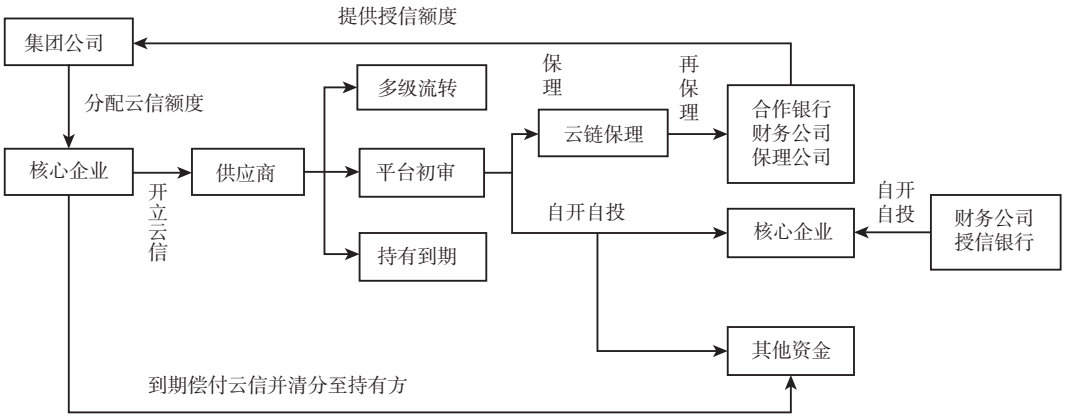


图17　中企云链应收账款流转平台模式

资料来源：陈晨《中企云链公司供应链金融模式研究》。

目前信托公司主导或参与建设的产业链“去中心化”平台较少，且目前主流的利用区块链等技术实现“数据信用”的平台仍是以某一核心企业为主导，如英大信托参与的“川电云链”“南网e链”和百瑞信托参与的“融合云链”，一方面是信托公司缺乏搭建产业链级平台的动力和金融科技实力，另一方面是在产业链及产业链金融整合的能力上存在不足。未来，随着信托公司深入产业链金融领域，产业整合能力、金融科技能力和风险控制能力得到长足发展，通过可复制的“去中心化”平台模式，可以有效拓展产业链金融版图，提升中小微企业服务力度。

七、信托公司开展产业链金融的能力建设

（一）完善管理保障能力

1.战略引领

信托公司开展产业链金融业务，需要建立体系化的战略支持与管理能力。

一是自上而下战略引导。对于大多数信托公司而言，产业链金融还是一个新兴的展业领域，需要信托公司转换既有思路，深化产业认知，集中配置资源，强化创新突破。目前，随着产业集团越来越重视产融协同，产业链金融战略也逐渐成为集团战略，部分信托公司在集团引领下，将产业链金融作为公司的战略定位或核心战略内容。

二是坚持战略定力。产业链金融业务是一项长期的战略业务，要求信托公司深入产业、聚焦资源、持续创新。当前信托公司开展的较有特色的产业链金融业务，如英大信托在电力

领域，中粮信托在农业领域等，都经历了多年探索和发展，才形成了规模化、可持续的发展模式。

三是自下而上战略落地。目前信托公司服务产业链金融的整体能力偏弱，未来还需要信托公司深入产业，拓展产业金融服务模式，持续建设产品设计和研发能力，运用多种金融工具满足客户的多元化金融需求。

四是战略闭环管理。为了有效推进引导战略落地，需围绕产业链金融战略，构建战略制定与宣贯、目标分解、战略执行督导与战略评价的一整套战略闭环体系，既要保持战略前瞻性、预见性和灵活性，还要确保公司各部门分工协同，推动战略高效执行落地。

2. 组织保障

信托公司产业链金融业务的组织形式与业务发展阶段有关。部分信托公司产业链金融业务发展较为成熟，设立了专业部门开展业务。如英大信托的电网事业部、清洁能源事业部、供应链金融事业部都围绕电力产业链开展金融业务。中粮信托2020年组建供应链金融部，将供应链金融业务作为公司“十四五”规划的战略重点业务等。华宝信托在原产业金融总部的基础上，搭建“一总部、多区域业务中心”的组织架构，成立供应链金融业务部，为钢铁产业供应链上下游中小微企业提供金融服务。

还有一些公司的产业链金融业务仍处于初步探索阶段，并未设立专门部门，而是鼓励多部门依托专业特长对接产业链金融业务。例如百瑞信托的普惠金融部、资产证券化部、产业金融部均可开展集团业务和产业链金融业务，同时，这些部门也可承接市场化业务。此外，还有一些信托公司通过创新孵化团队、特色化团队等方式，组建产业链金融专项业务团队，聚焦资源，支持发展。

信托公司可根据已有的组织架构成熟度和产业链金融展业需要，结合现有业务的专业性、人才的匹配与充足性、运营效率的流畅性等方面的实际情况，差异化搭建最优的组织架构建设方案。

3. 人力资源

信托公司的产业链金融业务离不开人才的支持，这里的人才不仅指金融知识储备丰富的金融人才，更应包括深耕产业研究的产业背景人才。产业人才能够充分理解产业链发展逻辑，快速帮助信托公司识别产业链中存在的金融服务需求，发掘综合金融服务机会。目前信托公司前中台业务人员中，具有产业背景的相对较少，未来深入拓展产业链金融业务需要对产业背景人才进行培养与补充。

产业人才队伍的建设需要明确产业金融队伍的定位与各岗位的核心职责，在对现有人力资源进行充分的盘点和适配后，梳理人才缺口，并在遵循信托公司产业链金融战略规划的基础上，制定团队建设规划，按需逐步搭建产业链金融团队。信托公司可以通过内、外部培训的方式，提升公司内部员工对产业的理解，增加内部员工的产业知识储备。在梳理产业链金

融团队各岗位核心职责后，对各岗位的工作流程进行拆解，梳理与匹配各岗位的核心能力细项（专业知识、通用能力、专业能力），并匹配相应的必修课程与选修课程。

4. 激励机制

信托公司的产业链金融业务需要激励机制的正向引导。信托公司的产业链金融业务尚处于起步阶段，并未形成标准化的展业模式和规模化的发展，组织机构与人才团队搭建也在探索完善中。针对信托公司产业链金融业务，自上而下搭建完善、透明、市场化的激励机制，一方面能够有效传导集团与资本控股平台的战略指引，强化战略引领与管控；另一方面能够有效吸引优秀的市场化专业人才，同时，让团队更有认同感与参与感，从而激发组织活力与主动性，提升项目孵化与运营效率。信托公司产业链金融业务可选的激励机制包括目标薪酬、项目奖金、KPI考核、定期评比奖励等。目前信托公司内部、集团或资本控股平台的主要激励机制是通过绩效考核加以引导，辅以适当的绩效加分或绩效加成。

5. 研发能力

信托公司开展产业链金融业务应着重提升以下几方面能力。一是产业研究能力，应深度把握产业链现状、政策形势、竞争态势、发展逻辑、行业周期和发展趋势，深入产业场景，对产业链上下游企业有比较深刻的了解，为投融资、运营管理和投后管理奠定坚实基础；二是专业化资产管理能力。在产业研究能力的基础上，强化资产识别、获取、评判和管理能力，提高资源整合能力，深度对接产业链客户需求，深入产业，运用多种金融工具为产业客户提供一揽子、一站式综合金融服务；三是产业链风险管理能力。探索构建与产业特点相匹配的风险管理体系，从产品设计、产品营销、尽职调查、信息披露、风险揭示、投后管理等全流程增强受托管理能力。

（二）强化风险管理能力

产业链金融追求的是将资金与资本通过最合理、高效的形式投入整条产业链，服务于产业链采购、生产、运输与销售的各个环节，在为产业链的核心企业提供个性化的金融解决方案的同时，也为产业链当中处于弱势地位的中小企业提供合适的金融产品，从而为整个产业链营造出生态的金融环境。在产业链金融深度发展后，针对整体产业链的风险管控需及时关注。

1. 产业链金融风险

产业链内企业关联性强，依存度高，风险容易传导，这对产业链金融供应商提出了较高要求，在防范来自市场的系统性风险的同时，也需对链上企业或单个产品进行较好的风险把控。产业链金融整体风险主要分为链内风险、链外风险、产业链主体风险和其他风险。其

中，链内风险指产业链内任何因企业间不当的互动行为所导致的风险；链外风险一般来源于产业链外部不确定性因素，也可以称为系统性风险。产业链主体风险则是由产业链行为主体本身的原因造成的风险和不确定性。其他风险则包括资金回收风险、操作风险、增信作用不佳风险等。

一是内生风险。首先是企业关联度风险。供应链是产业链的核心链，同一条供应链依托真实贸易使得整合度较高，资金流转在供应链业务中形成闭环，可以通过对各环节的跟踪管理来控制供应链金融风险，但不同供应链上企业的关联度可能较低，在为产业链提供同质化金融服务时存在风险。其次是信用风险。一方面体现在上下游企业的偿债意愿与能力上，另一方面体现在通过提供虚假的业务单据和货物凭证来取得融资的贸易造假上。最后是管理及运营风险。主要指产业链管理失效使得各环节主体的配合与协调出现问题造成商流、物流、信息流等的不连贯。

二是外生风险。首先是经济环境与周期风险。主要是经济波动或下行时期对产业链上企业产生的冲击。其次是政策监管风险。主要是政策监管环境变化导致的企业经营限制、金融业务限制等。最后是金融环境风险。主要是市场流动性、利率变化等对融资成本等产业链金融要素的影响。

三是产业链主体风险。首先是经营风险。主要是运营能力、创新能力等企业自身素质造成的盈利和发展上的风险。其次是财务风险。主要包括资产流动性风险、债务风险、现金流风险等。

四是其他风险。首先是资金回收风险。主要是存在货款未能达到信托专户而造成资产损失的情形。其次是操作风险。主要是人员道德和专业性所带来的风险，流程设计不完善和执行不力造成的风险，信息系统不足所导致的风险等。再次是增信作用不佳的风险。主要包括质押登记时应收账款尚未形成的风险、应收账款质权未能实现的风险、质权灭失的风险、应收账款质押增信作用有限的风险等。最后，产业链金融风险还包括中介机构管理风险、业务咨询方风险、资金归集银行风险等。

2. 产业链金融风险管理能力建设

相比传统业务风险控制，产业链金融要求金融机构不仅关注眼下融资主体，更需以产业链整体的思维视角去审视全局，注重对风险动态的管理，如业务流程、信息控制、人员影响、宏观环境等。

首先，健全风险管理体系。因产业链信贷业务具有与传统信贷业务不同的风险特征，需从全方位、全过程去管理。因此首先要做到的即将产业链金融的企业独立出来，审慎选择交易对手。对供应商及采购方建立相匹配的准入标准，在原有财务指标要求的基础之上需考虑整体因素，同时需引入企业背景与交易实质作为评判因素的风险管理系统。

其次是建立内部控制防止操作风险。建立完整的内部审核机制及要求，对于相关产业链

上企业需实地调查，到交易对手的营业场地和生产场地，直接观察并拍照或视频记录企业的经营运作情况；通过资料核查，核对交易对手提供的身份证明、业务主体资格、财务状况、政府批文（如有）等资料的真实、完整、有效性，并将核实过程和结果以书面形式记载。对于交易对手提供的复印件，调查人员须在核对无误并与原件一致的情况下签署“经核对与原件相符”字样并签名；同时通过现场访谈交易对手的实际控制人、高级管理人员、关键部门负责人或生产员工等，把同一问题从不同的角度及同一问题向不同的对象调查咨询；最后通过外围调查加以进一步补充完善。具体如，获取信用评级机构评定的信用等级，金融同业的评价，政府部门与行业团体的评价，同行业及上下游客户的评价，权威机构公布的排名名次，经济年鉴，行业年报，新闻媒体报道等。

（三）加强金融科技能力

1.产业链金融科技

产业链金融发展面临信用信息不足、信息不对称、违约风险较高以及金融服务供求难以匹配等难题。而金融科技为缓解产业链金融发展困境提供了重要支撑。金融科技在产业链金融中的应用主要包括以下四种技术：

一是大数据。数据资源是金融行业赖以生存的重要资源。产业链会产生巨量的交易、物流、资金流、客户行为等数据，通过大数据技术的处理、分析与挖掘，可以深度了解产业链上下游企业的交易行为及偏好，对产业链金融客户进行全方位分析，并判断资金需求和方向，便于制定有针对性的营销手段，优化资金配置，并突破传统风控手段的局限性。

二是云计算。通过云计算模式，可以将产业链相关企业以及金融机构的数据信息进行归集分类，打造一个高效透明的信息平台，消除产业链上各节点企业以及金融机构之间的信息孤岛，优化信息共享机制，缓解信息不对称，提升产业链金融业务效率。

三是区块链。区块链本质上是一个去中心化的数据库技术，具有信息不可篡改、异构多活、去中心化信任等优势。基于区块链技术构建的去中心化的互信机制，可以有效降低信任成本，将金融资产数字化，提升资产流动性，降低整个产业链的融资成本。

四是人工智能。针对产业链金融而言，随着人工智能技术的发展，可以大幅度提高数据的利用效率和使用深度，通过深度解读产业链中的交易数据，还原中小企业的真实价值，例如通过对企业经营数据的解构和分析，以及对财务报表更加详尽的注释，让报表更加具有信服力，也使金融机构能够为产业链上的企业提供更优质的金融服务。

2.金融科技供应商

金融科技供应商，又称金融科技服务商，是指通过企业自身技术能力，对金融机构或金融科技公司进行技术输出或合作（且不仅服务于金融机构及金融科技公司）的一类技术公

司。目前信托公司应用已与多个领域的金融科技供应商开展合作，如客户管理领域的顶点软件、众安科技，数据风控领域的京东数科、同盾科技，信贷领域的科蓝软件、决对科技，证券投资领域的通联数据、恒生电子，合规风控领域的平安科技、神州信息等。

信托公司开展产业链金融，除与上述类型的金融科技供应商合作，全面提升自身数字化水平外，还需要搭建专门的产业链/供应链金融平台。根据平台建设方的不同，可分为核心企业搭建产业链金融平台和信托公司自建供应链金融平台。如国家电网公司的“电e金服”、国家电投集团的“融和e链”、招商局集团的“CM-Link”等央企产业链供应链金融平台，一般由集团旗下金融科技公司搭建，依托区块链、人工智能、大数据、5G、云计算等技术，对接内外部专业系统和金融单位，通过数字化技术克服传统“信息孤岛”和“信息失真”现象，为产业链上下游企业提供标准化和定制化的金融产品，有效提升服务效率、降低融资成本，信托公司在集团产业链金融平台中主要承担资金方和金融服务提供方的角色，需要解决的是自身业务系统与产业链平台的对接。

信托公司自建供应链金融系统/平台，一般为信托公司和金融科技供应商合作建设，为自身的或其他金融机构的产业链/供应链金融业务提供支撑，如中信信托联合网易和顺丰成立的中顺易开发的“信账宝系统”，中粮信托联合联易融搭建的供应链金融平台，英大信托联合四川电力公司产业单位、中金支付以及中国国安搭建的“川电云链”供应链金融区块链平台等。

除上述公司外，目前典型的为产业链金融领域提供区块链、人工智能、云计算和大数据等服务的供应商还有微众银行、蚂蚁金服、拉卡拉金科、云从科技、众企安链、京东数科、金融壹账通、云永网络科技、链平方、大创科技等。

八、信托公司开展产业链金融的相关建议

（一）产业政策层面

一是建议对信托公司服务产业链中小微企业予以适当的税收优惠。近几年，财税部门已经对小微企业金融服务进行了一定程度的优惠，然而由于信托公司作为具有高度灵活性和创新性的金融机构，服务实体经济业务模式丰富，难以被明确划入某一项税优支持的范畴。因此，建议对信托公司开展产业链中小微企业服务业务进行认定，并给予一定的税收减免优惠，如提供贷款利息收入增值税优惠、对贷款损失或计提损失准备金在所得税前扣除等等，鼓励信托公司承担更多的社会责任，支持产业链纵向延长，支持区域经济整体协调发展。

二是建议地方政府根据区域产业发展战略，制定产业链金融支持政策。地方政府利用财政资金设立产业链金融风险保障基金，引入政策性担保机构对具体投资项目提供担保，与信托公司形成风险共担机制，有效减轻信托公司经营风险。

（二）信托监管层面

一是完善监管政策体系，制定相关配套实施细则。产业链金融涉及多种类型的信托服务，监管机构不仅要出台纲领性的监管文件，也要及时制定相关业务管理细则，尽快形成监管法规体系，如服务信托管理细则、家族信托管理细则、慈善信托管理细则等，引导信托公司规范拓展产业链金融业务。

二是建议实施差异化监管政策，提高信托公司服务产业链企业的主动性积极性。一方面将服务产业链企业的数量、规模等情况纳入监管评级标准和行业评级标准，对切实投入资源服务产业链企业的信托公司予以鼓励和支持，引导信托公司更广泛和深入地开展产业链金融服务；另一方面，对信托公司依托核心企业开展的投向合理合规的产业链供应链融资类业务，给予适当宽松的政策空间。

三是建议降低信托公司服务产业链中小微企业的信托产品认购信托业保障基金比例。新发行信托产品按规模或收入的一定比例认购信保基金，为信托公司带来了一定的流行性资金使用成本压力。为支持信托公司服务产业链上下游中小微企业，建议降低小微企业资金信托和财产权信托的信保基金认购比例，从而提高信托公司开展产业链金融积极性，并间接降低产业链融资成本。

（三）金融科技层面

一是建议地方政府运用金融科技搭建产业链企业数据平台，实现信息互通共享。对信托公司来说，由于缺乏商业银行零售业务积累的客户数据，在进行小微企业金融服务时更加缺乏有效判断和识别风险的数据体系和评判标准。因此，建议由政府主导，搭建小微企业数据平台，借助税务、工商、基础设施运营部门、物流企业等资源，整合小微企业纳税信息、工商信息、水电煤、企业营运、物流等全方位数据信息，有效支持对小微企业的信用画像和风险识别，从而实现对优质企业的金融服务。

二是建议信托公司及产业链相关企业建设可靠的信息管理系统，构建产业链金融服务平台。信息系统在产业链金融业务创新中发挥着重要作用，不仅对产业链供应商、经销商等信息的采集、资金流的控制等都需要将相应的信息管理系统进行集成整合；而且对众多经销商等批量业务也需要有一个稳定可靠的信息处理系统作为后盾。信托企业以及产业链相关企业各方应加快信息技术平台的建设，最大限度地提高信托公司开展产业链金融业务的能力和效率。

（四）信托运营层面

一是加强管理体制建设，培养产业链金融人才。信托公司内部应设立专门的业务主管部门，对产业链金融该业务进行统一管理。另外，应加大对产业链金融相关人才的培养力度，增强各职能、各层级人员对产业发展、政策法律的认知水平，以及相关领域的业务水平，推动产业链金融业务的全面发展。

二是调整经营理念，加强产业链金融产品的品牌塑造。在实施产业链金融品牌策略时，应考虑产业链金融产品市场的发展现状，避免出现产品同质化的现象，可以采取差异化策略提升融资产品品牌的竞争力，塑造品牌的统一形象，提高品牌辨识度，维持并逐步提高市场份额。

三是增强风险管理意识，实施全流程的风险管控。不论是何类金融业务的开展，风险把控总是第一位的。对产业链金融业务来讲，虽然通过产业链上的信息、资金去向监控等优势能在一定程度上降低风险，但应对千变万化的金融与经济环境时，风险仍旧存在。信托机构在提供产业链金融服务时，要密切关注整个产业链的运行状况，及时全面地掌握有关产业链外部环境的发展态势，以便准确把握产业链的整体风险。此外，信托机构应及时跟踪调查、科学评价核心企业和产业链上下游企业的经营业绩状况等信息，及时对有关问题进行有效预防或改良。

参考文献

[1] 曹琦琪 . 浅析区块链对产业链金融服务的支撑作用 [J]. 商业文化，2021（17）：102–103.

[2] 邹智 . 新冠肺炎疫情以来的产业链金融政策效果评估——基于机器自学习分析框架 [J]. 区域金融研究，2021（04）：55–60.

[3] 中国人民银行伊春市中心支行课题组 . 后疫情时代我国产业链完善与金融支持问题研究 [J]. 黑龙江金融，2021（03）：18–21.

[4] 冯来法，于楠楠，邹迪，贾云琦 . 构建“电 e 金服”平台 畅通经济金融循环 [J]. 管理会计研究，2021，04（Z1）：16–20，101.

[5] 黄雯 . 天津滨海新区产业链金融 SWOT 分析与路径选择 [J]. 北方金融，2021（03）：36–40.

[6] 时杰 . 国有企业在构建新发展格局中关键作用：增强产业链与供应链可控能力 [J]. 现代国企研究，2021（03）：32–37.

[7] 景峻，冯林，宋晓丽 . 基于产业生态平台的供应链金融模式研究：理论分析与案例实证 [J].

金融发展研究，2021（02）：80–87.
[8] 房剑.装备制造业产业链特点及搭建全产业链金融服务平台的思考[J].财经界，2021（05）：19–20.
[9] 袁冰.深入推进产业金融 助力“5+1”现代工业高质量发展[J].经营管理者，2021（02）：45–47.
[10] 胡德斌.深化科技赋能，构筑供应链金融数字生态[J].中国金融电脑，2021（02）：18–20.
[11] 龚谨.发挥供应链金融增强产业链自主可控的“活水”作用[J].中国经济评论，2021（02）：50–53.
[12] 本报特约评论员.以金融促进产业链供应链优化升级[N].中国城乡金融报，2021–01–27（A01）.
[13] 张忠寿，曹金飞.创新经济发展背景下的新型价值链金融研究[J].江苏社会科学，2021（01）：62–69.
[14] 武汉大学经济学博士 财政部中国财政科学研究院博士后 娄飞鹏.发展供应链金融，助力产业链供应链现代化水平提升[N].证券时报，2021–01–14（A03）.
[15] 史浩，戴小红.数字贸易产业链金融、生态链金融分析[J].中国经贸导刊（中），2021（01）：41–44.
[16] 高波.大型能源国企产融结合的特点、问题与对策[J].经营管理者，2021（01）：30–33.
[17] 李洪东，郑联盛，武传德.金融科技助推产业链金融升级的缘由与路径[J].财会月刊，2021（01）：135–141.
[18] 王文斌.产业互联网背景下的金融服务实体经济模式创新[J].管理工程师，2020，25（06）：3–8.
[19] 陈杰英.粤港澳大湾区科技金融创新的逻辑——基于产业生态圈协同发展的思考[J].科技管理研究，2020，40（24）：13–18.
[20] 黄福华，李力辉.多元视角下供应链创新研究综述[J].供应链管理，2020，01（12）：5–11.
[21] 王增业，王文忠.打造供应链金融生态圈[J].中国金融，2020（23）：90–91.
[22] 王伟.当前产融结合背景下企业集团财务公司延伸产业链金融服务[J].大众投资指南，2020（17）：53–54.
[23] 农业银行北京分行副行长 郑志刚.“三聚焦三提升”为场景金融赋能[N].中国城乡金融报，2020–08–21（A06）.
[24] 林立功.从产业链金融到产业链互联网金融[J].人民周刊，2020（14）：94–97.
[25] 宁毅.支持产业链金融的对策研究[J].经济管理文摘，2020（12）：23，25.
[26] 陈晨.中企云链公司供应链金融模式研究[D].安徽财经大学，2020.

[27] 李明月.“互联网+农业”产业链协同平台核心功能的算法研究[D].南京财经大学，2020.
[28] 郑文范，刘明伟.围绕创新链完善R&D投入资金链的研究[J].东北大学学报（社会科学版），2019，21（06）：559–566.
[29] 黄剑辉.全球产业链引发金融服务新需求[J].中国金融，2019（20）：49–51.
[30] 陆洪.“互联网+”信托提供供应链金融综合解决策略[J].银行家，2019（09）：113–115，7.
[31] 吴凡.核心企业主导的产业链金融模式探索[D].河北金融学院，2019.
[32] 叶望春.构建智能供应链金融生态圈[J].中国金融，2019（10）：59–61.
[33] 姜超峰.产业链金融前景广阔[J].中国储运，2019（05）：34.
[34] 徐家鹏.农业产业链纵向协作模式：特征、选择与治理优化[J].江苏农业科学，2019，47（06）：305–310.
[35] 黄鑫.基于产业链金融视角的中小企业融资问题探讨[J].现代商业，2019（01）：89–90.
[36] 温显红.基于不同产业特点下的产融结合模式与路径探究——以新希望集团为例[J].商场现代化，2018（23）：88–90.
[37] 中国石化财务有限责任公司山东分公司结算部经理 许钦珍.发挥数据分析价值 推进产业链金融业务[N].金融时报，2018–11–03（006）.
[38] 唐润，关雪妍，于荣.“互联网+农业”产业链协同平台建设[J].中国科技论坛，2018(09)：121–127.
[39] 田俊东.金融科技助力构建产业链金融生态圈[J].冶金财会，2018，37（05）：36–39.
[40] 李金洪.互联网背景下产业链金融业务风险评估研究[D].山东大学，2018.
[41] 高博扬.基于物流一体化视角的产业链金融发展维度研究[J].中国集体经济，2018(10)：105–106.
[42] 郑伟.新经济下的产业链金融[J].首席财务官，2018（06）：76–77.
[43] 叶静.我国产业链金融发展现状及未来发展思路[J].时代金融，2018（08）：56–58.
[44] 郑文范，关宝瑞.论产业链、创新链与资金链合理配置[J].山东科技大学学报（社会科学版），2018，20（02）：74–82.
[45] 大型钢铁企业集团全产业链金融服务模式的构建与创新[J].冶金财会，2018，37(01)：10–19.
[46] 江曼琦，梅林.产业“链”簇关系辨析与协同发展策略研究[J].河北经贸大学学报，2018，39（01）：73–82.
[47] 计军恒，王锐，孙蕾，王珣，张润琨，钟立琼，王海.发展产业链金融助力能源类央企集团战略转型[J].创新世界周刊，2018（01）：10–21.
[48] 倪淑慧，孙仕敏.产业链金融发展实践：一个文献综述[J].金融理论与教学，2017(06)：

19–21.
[49] 方俭 . 产业链金融研究述评［J］. 企业改革与管理，2017（13）：111–112，143.
[50] 武耀华 . 金融控股集团协同发展综合金融服务探究［J］. 金融与经济，2017（06）：63–67.
[51] 韩羽 . 顺应产业链金融趋势构建信用导向型产业链金融服务体系［J］. 中小企业管理与科技（中旬刊），2017（06）：67–68.
[52] 叶武君，王华章 .“产业链金融 + 互联网金融”融合模式解析与展望［J］. 金融会计，2017（06）：73–77.
[53] 郭红兵，苏国强 . 从产业链金融到科技链金融——论科技链金融的概念、模式和意义［J］. 南方金融，2017（05）：10–17.
[54] 李凯，郭晓玲 . 产业链的垂直整合策略研究综述［J］. 产经评论，2017，08（03）：81–95.
[55] 詹子友 . 产业链金融理论探析［J］. 西部金融，2017（04）：16–20.
[56] 方燕儿，何德旭 . 区块链技术在商业银行产业链金融中的发展探索［J］. 新金融，2017（04）：24–27.
[57] 王帅 .“长三角”地区产业链金融的发展现状及其对策研究［J］. 赤峰学院学报（自然科学版），2017，33（05）：75–76.
[58] 孙祎光 . 基于我国企业集团财务公司产业链金融试点经验的启示研究［J］. 当代会计，2017（02）：25–26.
[59] 谢海兵，昆仑银行线上产业链金融平台 . 北京市，昆仑银行股份有限公司，2016–12–01.
[60] 王可丰 . 产业链金融发展模式与路径［J］. 科技展望，2016，26（32）：211，227.
[61] 刘彬，陈涛 . 共享模式下的产业链金融［J］. 中国金融，2016（12）：85–86.
[62] 程华，杨云志，王朝阳 . 互联网产业链金融业务模式和风险管理研究——基于京东模式的案例分析［J］. 金融监管研究，2016（04）：85–98.
[63] 荀璐 . 试论我国自然垄断行业特征和发展路径完善［J］. 商，2016（14）：290，267.
[64] 张传良，刘祥东 . 产业链金融信托业务模式与产品设计［J］. 金融理论与实践，2016（04）：90–95.
[65] 耿宁，李秉龙 . 产业链整合视角下的农产品质量激励：技术路径与机制设计［J］. 农业经济问题，2014，35（09）：19–27，110.
[66] 洪崎 . 产业链金融商业模式创新［J］. 中国金融，2014（01）：43–45.
[67] 李平，陈计芳，郭洋 . 基于内容分析法的产业链概念分析综述［J］. 江苏商论，2013（12）：77–82.
[68] 肖小红 . 产业链理论研究综述［J］. 贵州商业高等专科学校学报，2012，25（04）：29–32.
[69] 张延坤 . 产业链理论研究［D］. 河北工业大学，2012.

[70] 卢文辉 . 从区域块状经济到现代产业集群 [J]. 浙江经济，2011（24）：40–42.
[71] 田夏 . 产业链组织结构对产业链技术进步的影响研究 [D]. 东华大学，2012.
[72] 魏然 . 产业链的理论渊源与研究现状综述 [J]. 技术经济与管理研究，2010（06）：140–143.
[73] 陈江 . 从产业链占位到生态圈经营 [J]. 中国石油石化，2010（08）：84–85.
[74] 韩顺法，李向民 . 基于产业融合的产业类型演变及划分研究 [J]. 中国工业经济，2009（12）：66–75.
[75] 屠凤娜，杨智华 . 基于产业特点的产业集群战略比较研究 [J]. 工业技术经济，2009，28（07）：64–67.
[76] 安波 · 杨英措，张华，李燕蓉 . 论农业专业合作社与农业产业链的内部协调 [J]. 商业时代，2008（21）：96–97.
[77] 杨蕙馨，纪玉俊，吕萍 . 产业链纵向关系与分工制度安排的选择及整合 [J]. 中国工业经济，2007（09）：14–22.
[78] 刘贵富 . 产业链基本理论研究 [D]. 吉林大学，2006.
[79] 刘贵富，赵英才 . 产业链的分类研究 [J]. 学术交流，2006（08）：102–106.
[80] 杨智华 . 基于产业特点的产业集群模式比较研究 [D]. 河北理工大学，2006.
[81] 张铁男，罗晓梅 . 产业链分析及其战略环节的确定研究 [J]. 工业技术经济，2005（06）：77–78.
[82] 张琦，孙理军 . 产业价值链密炼机理及优化模型研究 [J]. 工业技术经济，2005（07）：111–113.

信托参与涉众性社会资金管理研究

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

课题负责人：陈　进

课题组成员：

陈　进　朱峻萱　夏　爽	百瑞信托有限责任公司
王栋琳　尹　璐	北方国际信托股份有限公司
周建伟	重庆国际信托股份有限公司
应汇康　李　立　赵心怡	杭州工商信托股份有限公司
刘明娟　钱　超	交银国际信托有限公司
方玉红　王　莹	国投泰康信托有限公司
刘发跃　王毅江	西部信托有限公司
王盛楠	山东国际信托股份公司
陶斐斐　付　饶	中国对外经济贸易信托有限公司
管百海　钟　晨	中铁信托有限责任公司

摘要

涉众性社会资金类型多样、影响面较广，涉及社会、经济生活的多个领域，涉众性资金的管理关系到涉众财产安全和社会治理，社会意义重大。随着互联网平台等业态与场景的持续多元，涉众性社会资金的场景更加丰富，涉及参与方数量也在不断增多。在缺少顶层监管措施和规范管理的情况下，其发展存在着诸多管理上的问题和潜在的风险。

依托信托制度的财产独立性、灵活性和稳定性等制度优势，引入信托机制参与涉众性社会资金管理，既是在信托行业转型发展背景下，立足受托人定位，回归信托本源的重要方向；也能够解决涉众性社会资金管理问题，提升交易安全性和效率，更好地满足人民群众对美好生活的向往。

信托机制已在社会保障与公益慈善领域等部分涉众性社会资金的管理方面得到应用，相关法律法规逐步健全。部分信托公司积极探索信托制度在预付式消费、物业基金等领域的运用，但仍处于起步阶段。在其他更为广泛的涉众性社会资金管理领域，信托机制仍有较大的运用和发展空间。

本课题研究旨在分析涉众性社会资金管理现状和发展环境的基础上，梳理美国、日本和我国台湾地区等运作信托机制管理涉众性社会资金的经验，并总结运用信托参与涉众性社会资金管理的优势及可行性。以此为基础，结合具体的运用场景，就信托参与预付款和押金管理、物业资金管理、和其他涉众性社会资金管理进行深入研究，提出可行的业务模式建议，并梳理了市场上的典型案例。最后，参考其他国家和地区经验、理论研究成果和信托业务实践，尝试提出了发展涉众性社会资金管理信托的政策建议和对信托公司的业务发展建议。

引言

涉众性社会资金通常是指为促进交易或实现特定目的，向不特定多数人收取，并以该资金作为担保财产或进行非投资性运营活动等的资金。信托参与涉众性社会资金管理可以充分发挥信托财产独立和破产隔离的优势，是信托业务“回归本源”的体现之一，有利于拓展信托公司业务范围，树立信托业良好社会形象。围绕服务实体经济、服务人民群众美好需求，信托参与涉众性社会资金管理将在一定程度上平衡资金提供方与商品服务提供方的关系，提高资金运用的安全性和效率，符合我国信托业受托人定位和发展方向。除了在社会保障和公益基金管理领域运用信托机制外，近期部分信托公司已开始积极探索将信托运用于预付款管理、物业资金管理等领域。虽然在现有的管理环境和制度环境下，涉众性社会资金管理信托面临诸多挑战，但是在顺应监管导向，回归信托本源的大背景下，信托公司将在涉众性社会资金管理领域进行更多有益尝试。

（一）研究背景

涉众性社会资金的类型十分丰富，比如，健身房、美容行业、教育培训等预付式消费模式中提前预收的资金，业主交存住宅专项维修资金，还有社会保障与公益慈善资金等，影响面广泛，涉及社会、经济生活的各个领域。随着互联网平台等新兴业态的兴起，涉众性社会资金涉及的场景更加丰富。

目前涉众性社会资金管理尚无统一监管，对应的监管部门各不相同，这在一定程度上加大了监管难度，增加了涉众性社会资金管理中的潜在风险问题。随着商业模式的演变，和互联网平台的兴起，给监管造成了困难。因此，一旦发生资金管理方面的纠纷，消费者（资金提供方）常面临监管缺位、无处受理的情况，不利于长远持续健康发展。

2020年年初，中国银保监会信托部主任赖秀福提出两会建议，运用信托机制管理涉众性社会资金。2020年9月，银保监会公开了对该意见的答复。答复意见称，运用信托机制管理涉众性社会资金，有利于提升涉众性社会资金安全性和使用效率，符合我国信托业的功能定位和发展方向。银保监会前期多方呼吁发挥信托机制在涉众性社会资金管理中的作用。银保监会将继续会同相关部门，推动信托机制用于涉众性社会资金管理。

（二）研究意义

管理、运用好涉众性社会资金，是我国经济社会健康发展、不断满足人民日益增长的美好生活需要的基本保障。在现有的管理模式中存在的主要问题包括，一是资金混同，存在挪用风险；二是权责关系不清晰，未形成有效监督机制；三是资金使用效率、增值率较低等。在以上管理问题的共同作用下，社会上出现了一些涉众性社会资金管理的风险事件。因此，如何寻求一种方式来平衡资金出资方与收取方的关系，厘清涉众性社会资金管理中各方的责任，研究信托参与涉众性资金管理，具有十分重要的现实意义。

第一，维护合法财产安全，提升交易安全性和效率。伴随涉众性社会资金管理应用场景的拓展，优化涉众性社会资金管理模式关系到保护人民群众财产安全和提升社会治理水平。信托参与涉众性社会资金管理，充分运用信托制度优势，能够促进涉众性社会资金的安全管理和有效使用，也是解决涉众性社会资金社会治理难题的市场化解决方案。对于相关企业和个人消费者来说，信托参与涉众性社会资金管理，可以成为相对中立的第三方，扮演执行者和监督者的角色，追求独立、效率、公平、安全，社会治理等各个方面。依托信托制度优势，服务于特定人群权益保护、特定交易资金监管等社会治理目标，在服务人民群众美好生活和提升社会治理水平方面发挥价值。

第二，发挥信托制度优势，实现信托业转型发展，回归本源。近年来，信托业已经开始从高速增长阶段向高质量发展阶段转变，在强化监管中推动回归信托本源，服务类信托成为信托行业转型升级发展的新方向。运用信托机制管理涉众性社会资金，是典型的服务信托业务，符合监管引导方向。因此，研究运用信托机制管理涉众性社会资金既有利于规范资金管理、保护消费者合法权益，也有利于为信托业转型发展提供一种新的业务思路。回归本源发展服务信托，灵活运用信托机制参与各类涉众性社会资金管理场景有利于树立良好的信托业形象，体现行业发展社会责任。

第三，涉众性社会资金管理市场空间广阔，具有一定的商业价值。随着互联网平台等业态与场景的持续多元，涉众性社会资金的场景也持续丰富。在政策引导行业转型，鼓励发展服务信托，以及互联网平台等新兴业态及应用场景持续多元化的双重背景下，信托参与涉众性社会资金管理，具有广阔的市场空间和需求。依托于信托财产独立、稳定、灵活性等制度优势，信托参与涉众性社会资金管理具有一定的优势，也具有一定的可行性。随着涉众性社会资金管理的应用场景持续扩充，也将进一步体现信托参与涉众性社会资金管理的商业价值。

（三）研究创新性

第一，本研究是针对信托参与涉众性社会资金管理的系统性研究。涉众性社会资金管理

涉及社会经济生活的方方面面，属于关系社会民生的领域。管理、运用好涉众性社会资金，是我国经济社会健康发展、不断满足人民日益增长的美好生活需要的基本保障。为此，课题组希望通过本研究对监管部门的推动方向有所回应，并提供相应建设性意见。研究从涉众性社会资金管理现状与面临主要问题出发，充分借鉴海外经验，获得运用信托参与涉众性社会资金管理的优势及可行性，并就信托参与预付款和押金管理、物业管理和其他涉众性资金管理等典型应用场景逐一进行深入分析研究，在此基础上提出可行的业务模式建议。最后，结合理论研究和信托业务实践，本研究还提出了发展涉众性社会资金管理信托的政策建议和业务发展建议。

第二，基于海内外比较视角开展信托参与涉众性社会资金管理研究。尽管每种制度都有特定的历史文化内涵，但无论是英美法系还是大陆法系信托参与涉众性社会资金管理的分析都能为研究提供一些宝贵的借鉴。尽管不同国家和地区之间存在社会经济文化的差异，各个领域市场的发展也不尽相同，但信托参与涉众性社会资金管理在美国、日本和我国台湾地区都得到了很好的发展，极具参考意义。因此，课题从海外国家及地区信托参与涉众性社会资金管理的发展变迁入手，逐一审视上述国家和地区的相关制度体系、信托应用模式和监管思路，揭示国际经验对我国的启示，并结合我国信托参与涉众性社会资金管理的现有情况，最终提出信托参与涉众性社会资金管理的具体思路和模式。

第三，提出信托参与涉众性社会资金管理的多种模式和发展建议。信托机制已在部分涉众性社会资金的管理方面得到应用，但还有很多领域亟待开发。本研究从预付款及押金、物业相关资金和其他涉众性资金等场景出发，提出了相关的业务开展模式，并结合当前已有案例进行了深入分析。除此之外，课题通过借鉴其他国家和地区政策上的支持措施及先进经验，结合涉众性社会资金管理管理现状，对我国当前信托参与涉众性社会资金管理从构建“1+N”政策体系和加强信托参与涉众性资金管理的政策支持两方面提出政策性建议。通过提出业务开展模式和政策支持建议，课题希望为推动信托参与涉众性社会资金管理提供借鉴意义，以期为引领行业回归本源，助推社会健康发展，不断满足人民日益增长的美好生活作出一定贡献。

一、涉众性社会资金类型与管理现状

涉众性社会资金与人们的生活息息相关，类型十分丰富，覆盖经济社会生活面广，这在一定程度上加大了监管的难度，在目前分类管理的制度环境下，涉众性社会资金管理存在着一些问题。

（一）涉众性社会资金的含义与主要类型

1.涉众性社会资金的含义

目前，涉众性社会资金尚无明确的定义，通常是指为促进交易或实现特定目的，向不特定多数人收取，并以该资金作为担保财产或进行非投资性运营活动的资金等的统称[①]。所谓“涉众”，可以理解为涉及社会公众的权益。

2.涉众性社会资金的主要类型

涉众性社会资金类型包括预付款及押金、物业相关资金、其他涉众性资金，形式多样、覆盖面广，关系社会民生各个领域。

第一类预付款及押金中，预付款主要是指酒店、美容美发、餐饮娱乐、健身等行业中充值会员卡、消费券等交易中所涉及的资金；押金及保证金则是租车、租房、长租公寓、连锁加盟、二手房买卖等交易中涉及的资金。

第二类物业相关资金包括，社区居民向物业公司缴纳的物业费、车位管理费、停车费等费用的保管，住宅专项维修资金等。

第三类其他涉众性社会资金，例如，社会保障及公益慈善基金管理包括：社保基金、企业年金、职业年金受托管理、公益资金、慈善资金管理等；住房相关资金管理包括：商品房预售资金存管、购房契税款代缴中的保管等；各类补贴及赔偿款管理，如生态赔偿金管理等；工程资金结算包括工程建设中发包、转包涉及的资金支付、农民工工资支付、劳务派遣用工工资发放等情形。

以上仅仅是对已经出现的部分涉众性社会资金的列举，未来随着社会经济的发展，可能持续丰富。可以看出，涉众性资金类型多样，涉及人民经济生活的方方面面，因此涉众性社会资金管理与人民群众的合法权益保护、保障合法资金安全息息相关。

（二）涉众性社会资金的基本特征

1.涉众性资金类型丰富、适用场景多

通过上文梳理的涉众性社会资金类型可以看出，涉众性社会资金管理存在于多种场景中，包括预付款及押金管理、物业相关资金管理、社会保障与公益慈善资金管理，以及其他资金的存管等。并且，随着互联网平台等新兴业态的兴起，商业模式创新与演变，涉众性社会资金涉及的场景愈加丰富。

2.涉及社会公众数量众多、规模较大

涉众性社会资金存在于社会、经济生活的各个领域，涵盖传统贸易、电子商务、共享经

① 高斌.运用信托机制管理涉众性社会资金［J］.中国银行保险报，2020-06-09，第7版.

济、酒店餐饮、健身娱乐、美容美发等各种行业，面向社会不特定群体（包括个人与单位），涉及社会公众数量大、人口类型庞杂。在共享经济模式下，通过网上付费，网上支付系统解决了资金交付事务。使得资产共享比以往更加便宜、更加便捷，因此使分散的交易具备了形成更大规模的可能性。正是由于公众数量多，即便是单笔金额很小，涉众性资金在社会中的总体规模较大。

3. 涉及人员、行业、地域具有分散性

涉众性社会资金呈现分散性的特点。首先是涉及人员具有分散性，呈现性别、年龄、学历等不同的人口特征。其次是行业分散性，如前文所述，涉众性社会资金类型丰富适用场景较多，遍布经济生活中的方方面面。最后是地域分散性，特别是在互联网商业模式下，提供的产品或服务受地域限制较小，资金还具有地域分散的特点。由于涉众性社会资金分散性的特点，一旦发生风险事件，给调查取证造成了困难。

4. 资金使用要求不一致，较难实现统一管理

也正是由于上述特点，不同类型的涉众性社会资金涉众性社会资金交易具有不同的交易特征和资金划付要求。比如，共享经济模式下，单笔消费交易频率高但金额确很小，且对合理的资金划转有一定时效性要求。而住宅专项维修资金管理过程中，资金使用频率很低，但单笔金额通常较大，而且需要业主委员会或相关组织同意方能使用。在以上原因的综合作用下，涉众性社会资金很难实现统一标准下的管理，埋下了风险隐患。

（三）涉众性社会资金管理制度环境分析

由于涉众性社会资金在多种商业领域存在，管理或监管机构不同，目前我国尚未形成在此方面统一的顶层设计，以分类管理形式存在。本研究对各领域的涉众性资金管理的制度环境进行了梳理。

1. 预付式消费领域的资金管理相关制度

目前，我国用于预付卡的法律规范散见于不同层级的法律、行政法规或部门规章等规范性法律文件中，主要有《民法通则》《合同法》《消费者权益保护法》、商务部发布的《单用途商业预付卡管理办法（试行）》、人民银行发布的《非金融机构支付服务管理办法》和《非银行支付机构客户备付金存管办法》等规定，但由于对预付式消费没有进行系统性的制度设计，难以切实保护消费者权益。

各地政府也根据各地方实际情况出台了管理规定，但管理模式不一致，适用的领域也非常零散，很难有效统一监管。2018年上海颁布了《上海市单用途预付消费卡管理规定》，次年颁布了《上海市单用途预付消费卡管理实施办法》，指出要选择一家银行开设专用存款账

户，签订专户管理协议，经营者要确保专用存款账户足额。2021年8月，北京市政府公开征求对《北京市单用途预付卡管理条例（草案）》的意见，指出，单用途预付卡发行超过行业主管部门规定规模的发卡单位应当在存管银行开立单用途预付卡预收资金专用存管账户。发行规模以及资金存管要求、使用和清退等具体办法，由市行业主管部门会同地方金融监管部门制定。

2. 共享经济等新兴业态中押金及预付金的管理制度

2019年5月，交通运输部等六部门联合印发《交通运输新业态用户资金管理办法（试行）》（交运规〔2019〕5号），旨在加强网络预约出租汽车、汽车分时租赁（俗称“共享汽车”）和互联网租赁自行车（俗称“共享单车”）等交通运输新业态中的用户押金和预付资金管理。明确了用户资金收取原则，明确运营企业应当提供专用存款账户或者用户个人银行结算账户两种方式存管用户资金，并限制账户留存备付金比例。伴随着前期长租公寓负面影响的扩大，各地加大了对长租公寓的监管力度，代表城市有深圳、北京、上海等。

3. 物业费及住宅专项维修资金管理制度

2007年《物权法》颁布后，公共维修资金受到社会高度关注。2007年12月，《住宅专项维修资金管理办法》（建设部、财政部令第165号）发布，初步确立了相关制度。目前，我国各地政府根据实际情况摸索、制定了相应的规定和程序，但专项维修资金的缴存标准、缴存方式及其管理主体也不尽相同。按照《住宅专项维修资金管理办法》，业主大会成立前，住宅专项维修资金由物业所在地直辖市、市、县住房城乡建设部门或财政部门代管；业主大会成立后，业主交存的维修基金划转，由业主大会决定账目管理单位。住宅维修基金按照专户存储、专款专用、所有权人决策、政府监督的原则，应当在当地商业银行开立专户，以物业管理区域为单位设账，按房屋户门号设分户账。由于业主大会成立率较低等原因，业主大会自行管理维修资金的数额很少。

各地对物业费管理也进行了摸索，例如，2020年3月1日施行的《深圳经济特区物业管理条例》第70、72条中明确规定物业管理费属于业主共有资金，并对资金的账户与使用条件有了具体规定，要求在数据共享银行开设业主共有资金基本账户，并通过物业服务信息平台，向全体业主实时公开业主共有资金基本账户或者共管账户信息。在共有资金保管上具有了类似信托受托人的职能。

4. 其他涉众性社会资金管理相关制度

除以上领域外，管理制度还包括对社会保障资金、公益慈善资金、生态环境赔偿金、商品房预售资金等在其他场景下的涉众性社会资金约束。

（1）社会保障领域。在养老保险体系“第二支柱”方面，从1991年首次提出鼓励企业实

行补充养老保险起，经过二十几年的建设，我国的企业年金制度从无到有，取得了较大的发展。2004年5月，《企业年金试行办法》（劳社部20号令）、《企业年金基金管理暂行办法》（劳社部23号令）开始施行，企业年金制度正式启航。职业年金方面，2015年《国务院办公厅关于印发机关事业单位职业年金办法的通知》出台，2016年《关于印发职业年金基金管理暂行办法的通知》颁布，职业年金成为第二支柱的又一重要支撑。

（2）公益与慈善资金。2016年，我国《慈善法》颁布实施，在概念上，《慈善法》中的慈善信托与《信托法》的公益信托并行，慈善信托属于公益信托，二者在根本属性上具有一致性，但在立法上有区分。2017年，银监会、民政部联合印发《慈善信托管理办法》，标志着我国慈善信托规制体系基本建立。

（3）生态环境损害赔偿金。财政部等九部门于2020年3月联合印发《生态环境损害赔偿资金管理办法（试行）》，对生态环境损害无法修复的案件，赔偿资金作为政府非税收入纳入一般公共预算管理，缴入同级国库。2020年8月，生态环境部等印发的《关于推进生态环境损害赔偿制度改革若干具体问题的意见》第11条提到，对生态环境损害可以修复的案件，赔偿义务人或受委托开展生态环境修复的第三方机构，要加强修复资金的管理，根据赔偿协议或判决要求，开展生态环境损害的修复。国务院办公厅于2021年11月发布了《国务院办公厅关于鼓励和支持社会资本参与生态保护修复的意见》，旨在促进社会资本参与生态保护修复项目投资、设计、修复、管护等全过程。

全国各地政府也相应出台了本地相关实施办法和资金管理办法。例如，深圳市出台了《深圳经济特区生态环境公益诉讼规定》，设立生态环境公益基金，基金来源于生态环境损害赔偿金和社会捐赠等，实行慈善信托管理，基金不仅可以支付提起环境公益诉讼的费用，也可用于生态环境损害的修复等。

（4）商品房预售资金。为保证商品房预售资金优先用于工程建设，切实维护商品房交易双方合法权益，国家层面出台了《中华人民共和国城市房地产管理法》《城市商品房预售管理办法》（建设部令第131号）、《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》（建房〔2010〕53号）。商品住房预售资金监管制度由各地制定，商品住房预售资金要全部纳入监管账户，由监管机构负责监管，确保预售资金用于商品住房项目工程建设。

各地陆续出台了商品房预售资金监督管理办法，规范商品房预售资金的监督管理，但各地的监管原则、允许使用资金的节点要求不尽相同。比如，北京市住房城乡建设委、北京银保监局、人行营管部等部门对《北京市商品房预售资金监督管理办法》（京建法〔2013〕11号）、《关于加强本市商品房预售资金使用管理的通知》（京建法〔2015〕23号）进行了修订，起草了《北京市商品房预售资金监督管理办法（2021年修订版 公开征求意见稿）》，预售资金由现行的先网签后入账，调整为先监管保护后网签，即开发商在网签之前，将不能支取首付款、定金等款项。

随着经济社会的发展，涉众性社会资金涉及的场景将更加丰富，政策制度体系也将更加完备。

（四）当前涉众性社会资金管理面临的主要问题

社会事件暴露出了涉众性资金管理中的问题，曾经的共享单车领军企业如今债务缠身，关联公司陆续注销，至少1 600万人共计约15亿元的押金未退还。这些风险事件的背后不单纯是某一个商家经营不善或失信导致的，更重要的是相关制度的缺位，对涉众性社会资金管理中参与方约束不牢。当前涉众性社会资金管理面临的主要问题包括：

1.资金混同，存在挪用风险

一般而言，企业的资金账户不会区分固有资金和涉众性社会资金，在法律上也没有破产隔离等相应保护措施，因此涉众性社会资金进入企业账户后，往往会与企业的自有资金混同使用。在企业发生重大投资亏损、资金面紧张等情况下，涉众性社会资金存在被挪用的风险，很难安全退出、返还至个人。

在普通的涉众性社会资金业务中，人们在将资金交付给商户（资金收取方）后，在实践中往往就失去了对资金后续监督管理的真实权利，商户很少会主动公示专项资金的余额、使用情况等。个人也由于资金额度不大，或个人力量有限等原因往往处于劣势，最终只好对商户的糊涂账得过且过。对于商户而言，由于无须主动公示资金使用情况，往往容易挪用资金去其他领域，甚至最终运用有限责任公司的破产制度，以有限的责任获取巨额不法利益。

特殊情况下，有的商户会利用普通公民专业知识的匮乏、风险意识淡薄，诱使普通民众将资金用于一些非法领域进行敛财，而公众往往对资金的真实投向毫无了解，只知道商户许诺的收益和好处，最终可能成为受害者。

2.权责关系不清晰，未形成有效监督机制

涉众性社会资金管理中，存在多个参与方，如资金提供方、资金收取方、存管方、产品或服务提供方等，但他们之间的权利和义务并不清晰，且未形成有效监督机制。例如，专项维修资金的管理实践中通常存在三种模式，分别是由业主委员会自主管理、由物业企业管理、由房产行政主管部门代管。但是，我国很多地区的物业小区还未成立业主委员会，而后两种管理模式都存在“委托—代理”问题，各方主体权限不明晰，面对何时应当启用该项资金、如何使用及管理等问题时，各方经常出现推诿扯皮现象。

3.资金使用率、增值率较低

一般情况下，在社会公众的资金划转到商户或者制定账户后，长时间存储在账户上直到

消费或按指令使用时才被划转取用，造成了大额资金的闲置。即便在保证涉众性社会资金正常使用的前提下，允许按照有关规定将闲置资金再投资用以保值增值，由于一般商户、管理机构或组织缺乏相应的投资能力和可靠的投资渠道，资金能否真正实现保值增值仍具有不确定性。资金在未投入使用的情况下，相关资金可能仅仅存放在银行活期账户中，产生资金冗余、增值率低等问题。

二、其他国家和地区运用信托管理涉众性社会资金的经验借鉴

运用信托机制管理涉众性社会资金在其他国家和地区十分常见。美国是最早提出“社会保障”概念的国家，联邦社保基金采用的是信托模式。不仅如此，美国的物业维修资金管理和预付式消费领域也引入了信托机制。日本则针对预付式消费制定了专门的资金保全规则，利用保证金制度来限制预付卡的使用，监管资金余额，以保障消费者的权益。在我国台湾地区，信托在预付式消费领域的应用已经相当成熟，相关制度较为完善，业务发展迅速。尽管不同国家和地区之间存在社会经济文化的差异，各个领域市场的发展也不尽相同，但信托制度在上述国家和地区都得到了很好的应用，各具特色，在制度体系建设、业务模式应用以及信托文化普及方面都极具参考意义。

（一）美国

美国是世界上信托制度应用最发达的国家之一，在包括物业维修基金、预付式消费和社会保障等多个涉众性社会资金管理领域，都显现出了信托的作用。

1.信托在物业维修基金领域的应用

（1）美国物业维修资金概况。在美国，物业维修资金被分为维修准备金和物业保养费。前者是指在规定的物业保养费范围内出现问题，而且影响共有人正常居住和生活的情况下，可以运用这部分资金来进行维修、养护和改造，与我国的住宅专项维修资金类似。后者是主要用于小区公用部分设施的维修改造，以及所需的管理和人工费。

（2）应用模式。按照美国现行的法律规定，住宅专项维修资金是由物业公司进行管理的。而物业公司又可以通过代管协议将收缴的专项维修资金交给专业的基金公司进行管理。在需要动用这块资金的维修事项出现时，基金公司通过招投标的方式寻找专业的维修公司来处理。在资金闲置期内，基金公司只需要在留足15%的可灵活使用资金后，对其余的闲置资

金做投资管理。资金投向必须是风险较小、安全性较高的投资项目中，例如，以借支的方式将闲置资金借给各大银行从而获得利息收入[①]（见图1）。

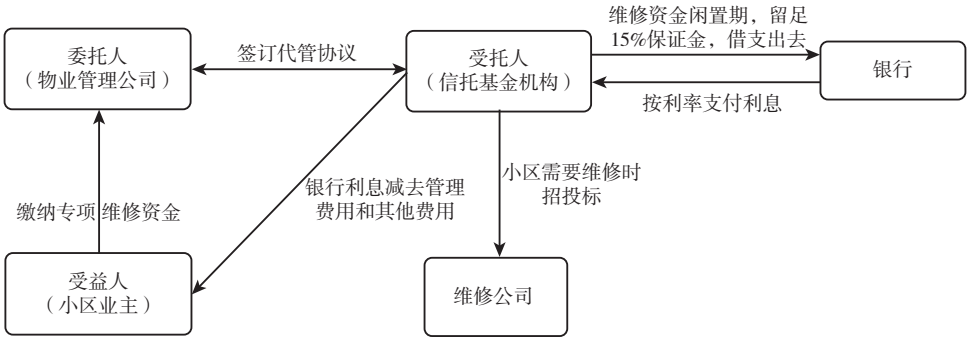


图1　美国住宅专项维修信托基金机制

（3）法律法规和制度支持。按照美国的法律规定，物业公司会将维修、改造使用的金额和计算方法予以公示后来收缴住宅专项维修资金。如果业主拒绝缴纳这一笔资金，物业公司会留存一定的期限，然后由物业公司的律师向银行发出通告，通过银行来计算该业主欠缴的维修资金以及产生的包括滞纳金、律师费、登记费等在内的所有费用。在业主拒不配合的情况下，房屋将会被银行强制抵押、登记，甚至在情节严重的情况下，被变卖或者拍卖[②]。

2.信托在预付式消费领域的应用

作为预付式消费的一种活跃形式，早在20世纪70年代，预付卡就已出现在美国的地铁交通系统中。商场可以独立发行出售预付卡，还可以联合其他机构发行。在美国，在预付卡制造、发卡、销售、数据处理、清算、收单、数据调查等各个环节都有专门的服务结构，构成了一条完整的预付卡产业链。

（1）应用模式。尽管美国针对预付卡的法律规定并没有直接提及信托，但主要监管预付卡的存款保险制度，实际运用上采用了信托的架构，引入了第三方为预付资金进行了单独建账管理。

根据美国的存款保险制度，针对预付卡资金管理有两种系统：一是银行储蓄系统。消费者直接从银行购买预付卡，银行为消费者建立公共储蓄账户。当消费者进行消费时，预付卡的资金从公共账户中转移给提供商品和服务的商家。二是消费者账户系统。消费者从银行购买预付卡，银行为每个消费者建立独立的资金账户，当消费者进行消费时，预付卡的资金从消费者独立账户给提供商品和服务的商家。在实际操作中，由于银行建立独立账户会进入《联邦存款保险法》定义的“账户”的范畴，需要交纳保险费，因此一般采用第一种运营模式较多（见图2）。

① 谢成巍.浅析美国住宅专项维修基金制度及其借鉴［J］.商业故事，2018（06）：91.

② 郑华.国外经验与理论对我国公共维修基金管理的启示［J］.中国房地产，2005（11）：51.

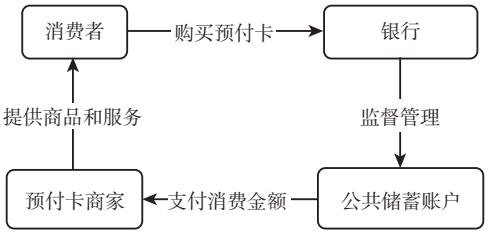


图2　美国预付卡领域的存款保险机制

（2）法律法规和政策支持。美国法律中对预付卡的监管主要以《联邦存款保险法》为主，以《电子资金转账法》及其E规则、《公平礼物卡法》《无主财产法》和《资金划拨主体法》等法条作为补充。其中，《联邦存款保险法》明确了存款保险制度，将发行预付卡的银行纳入了监管范围，要求发卡方定期进行审计，并向国家支付保障金；《资金划拨主体法》则围绕非银行金融机构中的预付卡支付业务作了明确的对顶，包括预付资金的用途、赔偿责任和发行预付卡的资格；《E规则》对预付卡从发行到具体使用环节进行了详细的规定，要求经营者详细记录消费情况和预付卡余额，以书面形式告知消费者；《无主财产法》则是对预付卡内余额进行了统一详细的规定，在消费者忘记卡内余额或者丢失的情况下，充分保障消费者享有财产的所有权；《电子资金转账法》对发卡方的信息披露义务作了具体规定，包括交易过程中的所有信息；《公平礼物卡法》对预付卡面额大小、使用期限和收取金额等作了明确规定，适用于所有类型的预付卡。

3. 信托在社会保障领域的应用

美国联邦社保基金就是由政府根据《社会保障法案》及其修正案强制征收工薪税所形成的联邦老年、遗属和伤残人士保险信托基金（Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds，简称OASDI，一般称之为联邦社保基金），OASDI由两个子基金所构成：OASI即老年、遗属保险信托基金，DI即伤残人士保险信托基金。

根据美国社会保障总署（SSA）于2021年9月发布的数据结果来看，截至2020年9月末，联邦社保基金当前覆盖人数约6 500万人，其中，71%是退休老人，13%是伤残人士，剩余的16%是遗属。2020年，联邦社保基金实际收入约1.12万亿美元，支出约1.11万亿美元（占美国GDP总额的百分比由2019年的4.89%上升至2020年的5.23%），年末余额约2.91万亿美元。2021年预计收入1.74万亿美元，支出1.15万亿美元，年末基金余额约2.83万亿美元[①]。

（1）应用模式。在美国，联邦社会保障基金营运管理的总体特点是统一管理与分享管理相结合，专业管理与顾问参与相结合[②]。目前，联邦社会保障基金营运管理由美国财政部总体统筹，具体管理与投资由“联邦社会保障信托基金托管委员会”来负责。根据美国《社会保

① 资料来源：Fast Facts & Figures about Social Security, 2021.详见https://www.ssa.gov/policy/docs/chartbooks/fast_facts/index.html。

② 胡继晔.美国社保基金分类监管的法律体系及其对中国的启示［J］.国际经济评论，2007（05）：61-64.

障法案》，联邦社会保障基金下属各个信托基金的资金账户开设在财政部内并由财政部专项管理，国内税务局将联邦社会保险捐款税征缴上来后直接存入各信托基金账户；作为专用账户，信托基金账户由联邦社会保障信托基金托管委员会来具体管理、监督和投资。

（2）法律法规和制度支持。1935年，美国国会通过了历史上第一部完整的社会保障法律——《社会保障法案》（The Social Security Act），在世界范围内首次提出了“社会保障”（Social Security）的概念，形成了现在的美国联邦社保基金（OASDI）。OASI是依据1939年社会保障法修正案第201条款而创设的，根据该修正案创建了一个信托基金托管委员会，于1940年1月1日开始实施，它提供自动的财务开支授权，按月支付退休金给退休雇员或已故雇员的遗属。DI是依据1956年社会保障法修订案创设的，于1957年1月1日开始生效实施，按月支付给伤残雇员或其受益人。

因为《社会保障法案》对联邦社保基金投资的规定是只能投资于美国政府对其本息均予以担保的孳息型有价证券。同时，联邦社保基金不仅要由联邦政府统一集中管理，而且收支节余也必须投资于联邦政府连本带利担保的证券，所获利息也被存入信托基金。这样，美国政府从法律上严格确保了联邦社保基金不得被用于购买股票或进行委托投资、房地产开发等其他方面的投资。此外，《美国联邦刑法典》也有对“侵占养老金与福利基金罪”的处罚规定（见图3）。

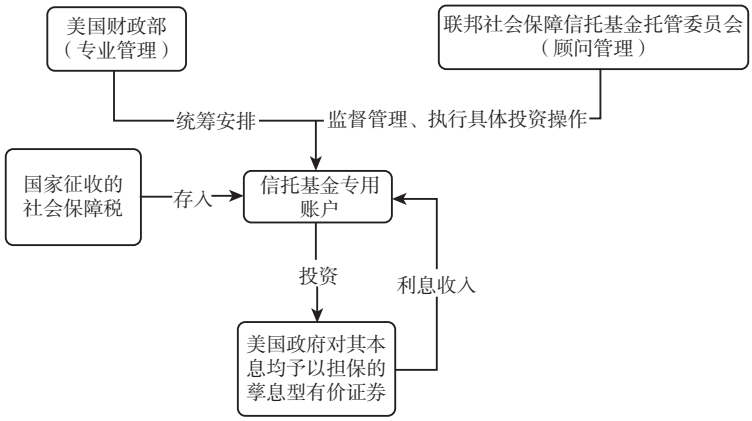


图3　联邦社会保障信托基金结构

（二）日本

1.信托在涉众性社会资金领域应用概况

在日本，信托参与涉众性社会资金管理的应用表现较为突出的也是在预付式消费领域，包括涉及多个行业的预收款项以及预付卡。

（1）发展现状。在预收款方面，信托是日本对商家预收款进行管理的一项重要制度，受托机构开发出了以资产保全为目的的一系列信托业务，其中包括顾客分别金信托、养老院入

住费信托、购房预付款信托、学费预付费信托等。在预付卡方面，日本也是世界上预付卡使用最为普及的国家之一。

（2）应用模式。这类信托业务的基本模式是，提供消费服务的商家作为委托人，以从消费者处收取的预付款作为信托财产设立信托，消费者为受益人，例如养老院入住者、有价证券投资者、接受培训的学生等。信托存续期间，受托机构根据商家与消费者之间签订的服务合同履行情况，分期将商家在消费者当次消费中所应收取款项对应的信托受益权解除，并将对应资金划付给商家。在经营过程中，商家无法直接支配预收款；出现商家破产情形时，受托机构向受益人分配信托利益，消费者取得剩余的预付资金。这种机制可以有效实现破产隔离，达到保障交易安全的目的[①]（见图4）。

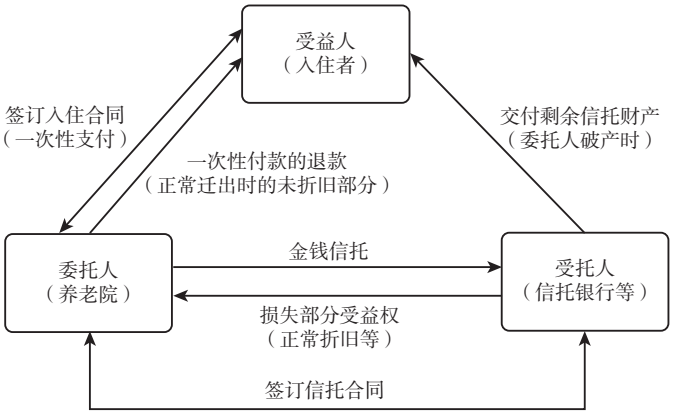


图4　日本养老院入住费预收款信托的基本架构

2. 法律法规与制度支持

（1）制度框架。在日本，法律上将具有预付卡性质的券卡统称为“预付手段”或“预付卡”。预付卡按照发行和兑现方式主要被分为两大类：第一类是等同于单用途预付卡的自家发行型预付卡，仅能在发行者处使用；第二类是同等于多用途预付卡的第三者发行型预付卡，可以在发行者以外的商品服务提供者处使用，待消费者使用后，再由发行者与特约商户进行结算。

当前，日本关于预付式消费的法律框架以《资金结算法》中对于预付卡支付手段的规定为核心，以《资金结算法实施令》《预付卡管理条例》《金融工作指引（预付卡部分）》《预付式支付手段内阁府令》等相关条例以及行业协会制定的预付卡交易标准条款等内容作为有效补充。其中主要内容有登记制度、保证金制度、监督管理制度和支付服务协会自律制度。

（2）具体规则。《资金结算法》规定，对单用途预付卡实行事后报告制度，对多用途预付卡实行事前登记制度，申报与登记都由日本内阁总理大臣受理。多用途预付卡机构发行预

① 胡萍.预收款信托如何实现破产隔离［J/OL］.［2019-08-19］.https://trust.hexun.com/2019-08-19/198248814.html.

付卡在发行前必须向监管部门申请和登记。另外，《资金结算法》对预付票证未使用余额采取了保证金制度，对让渡预付式票证发行有关的业务规定了地位继承制度，对日本政府主管部门针对预付费消费的规制职权也作了监督管理制定规定，还设立了性质是社团法人的预付式票证发行协会。

《资金结算法》中最具有参考价值的是针对预付卡的资金保全方式的规定，保证金制度是日本预付卡管理的特色之一，通过以下两种方式实现：一是委托供托所来对资金进行保管和提存；二是与第三方金融机构签订发行保证金保全契约，签订“保全契约”的第三方必须是银行、信用金库、保险公司、信托公司或者其他有供托能力的法定机关。

利用信托契约来对预付卡内资金余额进行有效监管的方式仅适用于多用途预付卡，按照《资金结算法》，发行方与信托公司等签订发行保证金的信托契约，可以与其他资金保全方式（供托、银行保证）并用。信托在预收资金余额保全中的应用，不仅可以维护消费者权益，对发行者来说，也可以自行考虑发行成本后选择适合自己的履约担保模式。

（三）中国台湾地区

1.信托的应用概况

在我国台湾地区，信托参与涉众性社会资金管理的应用表现较为突出的是在预付式消费领域。

（1）发展现状。预付式消费模式在我国台湾地区的起步较早，早在20世纪60年代，当地就开始发行预付卡，并于20世纪80年代起不断完善立法结构和制度设计。目前，我国台湾地区已建立起了较为完善的制度体系，预付款信托业务逐渐成熟（见图5）。

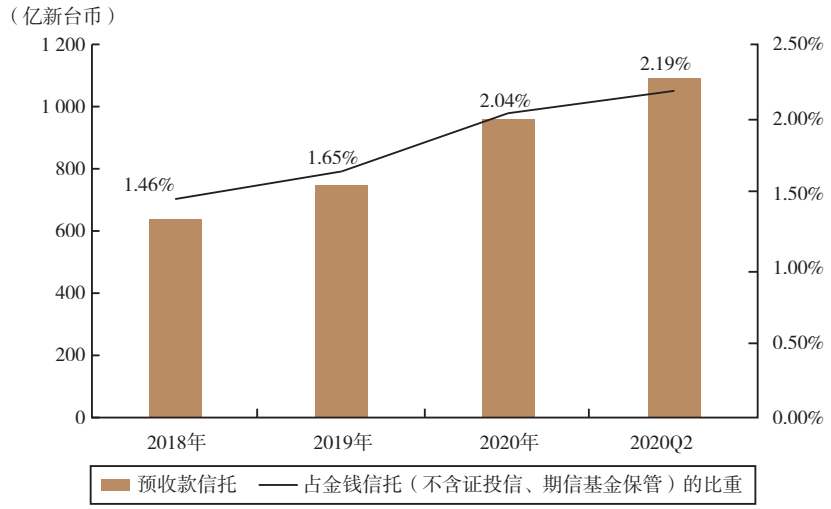


图5　预收款信托业务规模和占比

根据我国台湾信托业商业同业公会网站发布的统计数据显示，近几年来，台湾预收款信托呈现高速增长势态。截至2021年2季度末，台湾预收款信托合计规模达到了1 093.33亿新台币。在台湾金钱信托业务（不含证券投资信托、期货信托基金保管）中的占比也从2018年末的1.46%上升至2021年二季度末的2.19%①。

台湾地区的预收款信托业务可以分为六类：礼券预收款信托、生前契约信托、电子票证储存款项信托、电子支付机构支付款项信托（储值款项）、预售屋价金信托和其他预收款信托（见图6）。

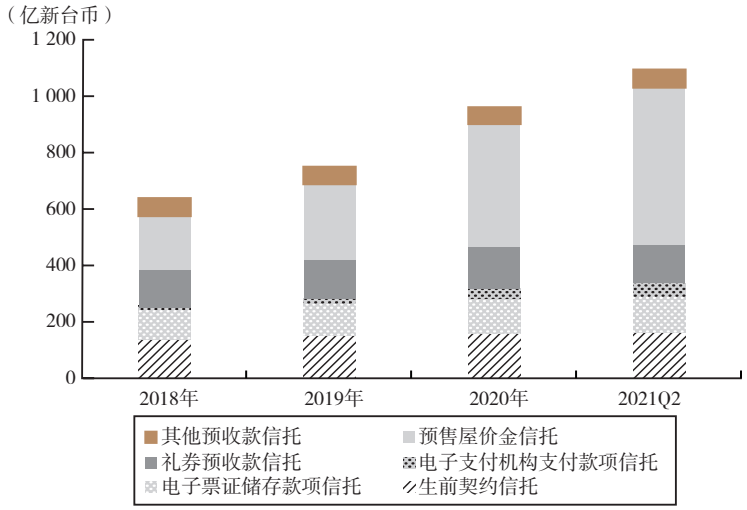


图6　我国台湾现行的各类预收款信托业务发展状况

（2）应用模式。礼券预收款信托，是指发行礼券的商家（委托人）在礼券发行前或发行时，将预计发行礼券面额的总金额交给信托公司（受托人）成立预收款信托，双方签订信托合同，由信托公司依据该信托合同约定管理或处分信托财产，当消费者实际获得商品或服务或信托合同到期后，商家可以领回该笔信托财产，架构如图7所示。

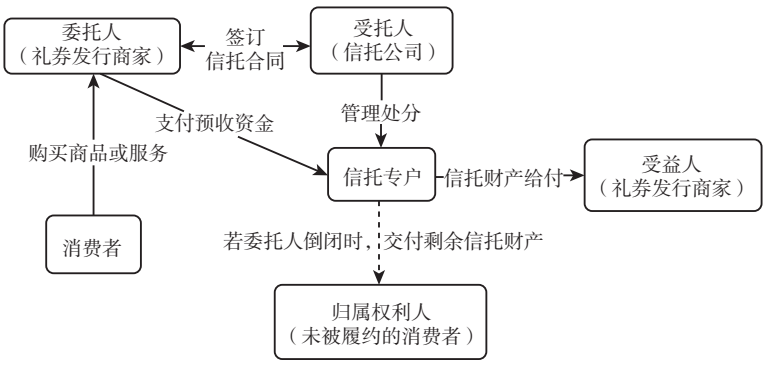


图7　我国台湾礼券预收款信托的基本架构

① 资料来源：https://www.trust.org.tw/tw/info/related-statistics/0。

礼券预收款信托虽然是自益信托的架构，委托人和受益人都是礼券发行商家。但依规定，商家必须在履行其对消费者的义务以后才可以向信托公司请求返还其相对应的信托财产。大部分的信托期限定为一年，也就是在购买礼券后享有一年的信托保障，如果超过一年期间消费者仍未使用礼券，商家也可以向信托公司请求返还该笔信托财产。如果商家在信托存续期间宣告破产、撤销登记或歇业，而无法对消费者提供服务或者履行义务时，该信托财产的受益权即归属于尚未被履约的消费者，让消费者有机会取回其预先支付的全部或部分款项。

其他类别的预收款信托在应用模式上与礼券预收款信托十分相近，但因涉及行业不同，规则存在细微差别。

2. 法律法规与制度支持

（1）制度框架。目前，我国台湾地区已形成了较为完善的预收款法规制度体系。根据台湾信托业商业同业公会对现有法规函令的整理[①]，截至2019年9月30日，针对预付款信托业务已颁布了共75条法规及相关函令，主要分为以下四个部分：一是基本法规与相关函令，内容包括“信托法”、“信托业法”、电子票证发行管理条例、殡葬管理条例以及相关细则等28个法条；二是礼券等定制化契约应记载及不得记载事项，内容涵盖了零售业、第三方支付、线上游戏点卡、洗衣、烟酒、瘦身美容、餐饮、交通、停车、观光、旅游、住宿、电影、图书、健身、按摩、娱乐休闲等各个领域的24个法条；三是礼券类信托相关重要函令，围绕零售业等商品（服务）礼券定制化契约应记载及不得记载事项制定了12项细则；四是生前契约信托相关重要函令和细则共11项（见图8）。

（2）具体规则。在预付卡领域，我国台湾地区针对预付卡的不同类型进行分别规定：一是在单用途预付卡方面，2006年，台湾地区公布了《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》，用于规范单用途消费预付卡相关的问题，明确了“发行人的履约保证方式、使用期限条款无效、限制发行人片面解约方面的规定以及广告仅供参考”等内容，较为有效地遏制经营者通过格式条款来限制和侵害消费者权益的现象，促使预付式消费中经营者的义务法定化。二是在多用途消费预付卡方面，2001年，我国台湾地区针对多用途预付卡颁布了《银行发行现金储值卡许可及管理办法》，仅限于银行属性的金融机构发行的预付卡，即“现金储值卡”。2009年，为了进一步完善立法，将多用途预付卡的发行主体扩张至非银行机构，台湾地区通过了《电子票证发行管理条例》，从“准入门槛、核准制、应当记载及不记载条款、履约担保”等几个方面对预付电子票证的相关问题作出了规定[②]。《电子票证发行管理条例》第18条明确规定，非银行机构的履约保证方式包括有“缴存准备金、交付信托或取得银行的履约保证”。

---

① 我国台湾信托业商业同业公会汇编：《预收款信托相关重要法规及函令》。

② 王博.台湾地区预付卡法律规制的制度构造及其借鉴［J］.财经法学，2015（06）：123.

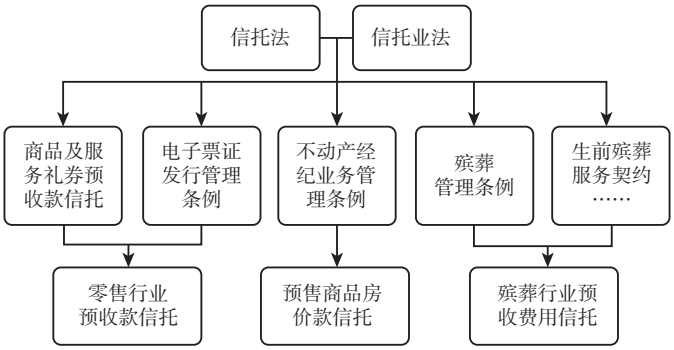


图8　我国台湾地区的预收款信托法规体系框架

针对预收款信托，我国台湾信托业商业同业公会于2010年11月9日发布了《商业同业公会会员办理预收款信托业务应注意事项说明》以及条文和对照表，进一步明确信托机构开展预收款信托业务的经营规则，落实业务风险管控。同时，前面提到的几类预收款信托业务均有可参照的法规规则：第一，礼券预收款信托依据的法规条款就是上述预付卡相关的规则。《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从五种机制（信托、银行履约保证、同业互保、公会连保、其他经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）中任选一项以保障消费者权益。随后，客运业、旅馆业、餐饮业及健身中心等相关主管机关都纷纷制定了不同行业的礼券定型化契约应记载及不得记载事项，为持有礼券的消费者提供更周全的保障。第二，生前契约预收款信托主要参照的是《殡葬管理条例》。《殡葬管理条例》对开展生前殡葬礼仪服务的商家提出了资本实力、业务规模及服务能力的门槛要求，并且在预收费用部分引入了强制的信托机制，要求预收费用的75%交由信托业管理。第三，预售屋价金信托则主要参照《预售屋买卖定型化契约应记载及不得记载事项》中制定的针对各类预售屋的履约保证机制。

（四）其他国家和地区的经验启示

通过梳理总结发现，在美国、日本和我国台湾地区运用信托管理涉众性社会资金已有很长的历史，经过多年的演进，相关制度与管理模式日益成熟稳固。对比我国大陆地区涉众性社会资金管理现状来看，以上国家和地区在制度设计上更加完备，并且通过法律明确引入信托机构参与管理，成为保障财产安全、提高监督能力、有效保值增值的有益工具。

1.立法的不断演进完善了制度体系

涉众性社会资金覆盖的领域和影响面广泛，涉及社会与经济生活的诸多方面。相关的立法不能一蹴而就，尤其是针对预付式消费这样高速发展和变化的领域。在规范预付款消费活动方面，日本和我国台湾地区都制定了基本法规、示范文本、具体业务的经营规范等制度，

并不断改进对商业预付卡的统一管理，修正法规条例，进一步完善立法。

2. 规则的细化形成了差异化监管

针对不同类别的预收款信托，我国台湾地区在已经制定了基本法规的基础上，进一步推出各项细则，覆盖多个行业和领域，对不同类型的业务从各个方面推出了相适应的规则，以规范经营活动，明确主体责任，强化信息披露。日本也根据发行主体风险的不同，对预付式票证发行采用了申报制和登记制。

3. 专业机构的引入提高了管理效能

我国台湾地区直接要求由信托业来参与预收款的管理，日本要求具有供托能力的信托机构来强化履约担保，而美国的物业维修基金是由专业的基金公司进行投资管理。引入专业的第三方机构，不仅能起到资金保全和监督作用，同时还可以对闲置资金进行有效的保值增值处理。

4. 文化的普及促进了业务快速发展

信托制度源于英美法系，与美国自由创新的本土文化高度契合。而日本和我国台湾地区，得益于政府对信托制度的普及和推广，提高了民众的文化意识，才实现了信托制度的广泛应用，信托业务才得以快速发展。

三、信托参与涉众性社会资金管理的优势与可行性

信托是一种财产管理制度，具有财产独立和破产隔离等制度优势。运用信托机制管理涉众性社会资金，有利于提升涉众性资金安全性和使用效率，也符合我国信托业的功能定位和发展方向。

（一）信托参与涉众性社会资金管理的制度优势

1. 信托财产独立和破产隔离是参与涉众性社会资金管理的制度根基

2001年《信托法》的颁布在法律层面明确了信托制度。《信托法》明确了信托财产所有权和受益权相分离与信托财产的独立性，即信托财产既独立于受托人的固有财产，也独立于委托人、受益人的固有财产。而信托作为一种财产转移的制度设计，在信托法律关系利益中，委托人将财产转移给受托人并不是目的，而是为了将此财产隔离出来，由受托人以受益

人的利益最大化为目的行使管理权，受托人的职责和权限由信托文件载明的信托目的和信托财产管理运用方法决定。区别于委托、代理等其他财产管理制度，信托关系中的财产占有权转移给受托人，具有财产独立和破产隔离的制度功能，是信托参与涉众性社会资金管理最为核心的制度基础。

2. 信托灵活性优势是参与涉众性社会资金管理的内生动力

涉众性社会资金管理的应用场景广泛，目的多元，参与方式多样。信托制度的灵活性赋予了信托可以满足涉众性社会资金管理需求的能力。信托制度的灵活性体现在，一是信托标的、信托形式到信托目的灵活多样；二是信托业务涉及资本市场、货币市场、实业投资，能有效缓解资金结构矛盾，促进资产有效流动，提高资源配置效率。因此，信托参与涉众性社会资金管理可以深入挖掘委托人、受益人各种各样不同的诉求，灵活运用信托制度，依托综合金融服务能力，灵活设计信托架构，合理设置管理方式，专业高效管理涉众性社会资金。随着涉众性社会资金管理的场景日益丰富，信托制度的灵活性将为信托参与各类涉众性社会资金管理增添更强生命力。

3. 信托机制的稳定性是参与涉众性社会资金管理的重要基础

持续稳定是信托与委托—代理、第三人利益契约等其他制度的重要区别，是信托制度的核心特征之一。信托参与涉众性社会资金管理，在信托成立前，在设定信托目的方面能够在最大限度上体现涉众性社会资金委托人的合法运用目的和方式，一旦信托成立，受托人一切对于信托财产的管理运用活动均围绕该目的展开，不会因为委托人或相关企业的存续状态和意外事故导致涉众性社会资金管理的被迫终止，也不会因涉众性社会资金的相关利益方的其他利益诉求而改变，这为期限相对较长、利益诉求制衡关系相对复杂的涉众性社会资金管理奠定了重要的基础，使信托模式下的涉众性社会资金的管理具有长期、可持续、稳定的特征。

4. 信托受托人信义义务是参与涉众性社会资金管理的有效保障

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（通称“九民纪要”）中明确提出，虽然信托关系主要是根据信托合同构建，但并不影响受托人的信义义务本质上是一种法定义务的事实。这种严于契约制度的诚实信用原则的法定义务成为涉众性社会资金管理机制的有效保障。信托参与涉众性社会资金管理，履行以信义义务为核心的受托人职责，确保受托人坚守不以受益人的利益为代价促进自身或他人利益的行为底线。同时，通过强化披露义务与合规义务来落实受托人的信义义务，使信托在涉众性社会资金的管理中具备了普通委托代理关系中所不具备的多重监管、专户管理等特点，更有利于保障涉众性社会资金的管理运用与消费者等相关利益方的保护。

（二）信托参与涉众性社会资金管理可实现的主要功能

依托信托制度独有的财产独立、灵活性等优势，运用信托机制参与涉众性社会资金管理可在一定程度上解决目前涉众性社会资金管理中的问题。信托参与涉众性社会资金管理可实现的主要功能概括如下：

1. 实现资产隔离，保护资金安全

开展涉众性社会资金管理信托业务时，信托公司作为受托人，可发挥财产独立、风险隔离等制度优势，通过专用信托账户将信托财产与信托当事人、第三方的其他财产相隔离，防止信托财产与其他财产混同，对信托财产进行安全保管。受托开展涉众性社会资金管理信托业务的信托公司仅在约定条件具备时才对信托财产进行划转和结算，进而有效防范信托当事人破产、跑路等情况导致的信托财产被挪用或流失的风险。运用信托制度，能帮助化解由于信托当事人之间缺乏信任而带来的交易失败、结算纠纷等问题，从而促进交易达成、节约交易成本。

2. 依托信托架构制衡信托当事人，明晰权责关系

根据设立涉众性社会资金管理信托的信托目的不同，设计灵活的信托架构，明确了信托当事人包括委托人、受托人、受益人的权利与义务。与代理关系不同，受托人可以以自己的名义管理、处分信托财产，而代理人须以被代理人的名义在授权范围内进行活动。在这样的结构关系下，受托人并非委托人的代表，除了信托文件规定或法律限制外，不受委托人或受益人的控制，制衡了信托当事人的权利。此外，涉众性社会资金涉及庞大的社会群体，还可引入监察人机制，由政府管理部门、行业协会、律师等担任监察人，进一步保障信托当事人合法权益，为信托政策运作保驾护航。

3. 规范闲置资金运用，提高使用效率

保障资金使用不被挪用侵占的同时可投资流动性高、安全性好的金融产品，资金使用效率高。信托公司作为专业的持牌金融机构，可在法律规定的范畴下，将沉淀资金进行安全地增值运作。如将闲置资金投资于安全性较强的货币基金、现金管理类产品等高流动、低风险金融资产，在切实保障信托财产安全的同时，更好地满足涉众性社会资金管理保值增值的要求。

4. 满足多样需求，提供专业、高效、灵活的服务

涉众性社会资金管理信托服务可利用其业务结构灵活、服务品类丰富等特点，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，为委托人开立信托专户。信托公司作为账户管理人，可承担起资金划拨、保管、估值、结算、信息披露等功能。

当资金收取方出现注销、停业等情形导致商品或服务无法兑现的，由信托公司作为受托人按照信托合同约定，将预收资金余额按规定划转。从不同的涉众性社会资金管理场景入手，信托公司可以与其他机构形成差异化发展，借助运营系统高效实现场景内用户的多种需求。

（三）信托参与涉众性社会资金管理的可行性

1.信托业转型发展为信托参与涉众性社会资金管理提供良好环境

2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）发布以来，信托行业开始努力转型，迈入高质量发展阶段。在“严监管”的政策指引和与日益完善的制度体系下，为包括涉众性社会资金管理在内的服务信托创造了良好环境。2020年5月，中国银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（资金信托新规）公开征求意见，明确了服务信托的定义。应用信托机制管理涉众性社会资金属于典型的服务信托，围绕资金关系和具体事件的业务管理能力，是基于信托关系独立的第三方执行者，信托功能包括数据处理、清算交割、利益分配、信息披露等，设定标准化流程，灵活开展。

2020年两会期间，全国人大代表、中国银保监会信托部主任赖秀福建议，“进一步强化信托机制在涉众性社会资金管理方面的推广应用，使之成为维护人民群众财产安全、提升社会治理能力的有益工具”。银保监会对该建议的答复意见明确表示，“运用信托机制管理涉众性社会资金，有利于提升涉众性社会资金安全性和使用效率，符合我国信托业的功能定位和发展方向。银保监会将继续会同相关部门，推动信托机制用于涉众性社会资金管理”。预计未来，信托参与涉众性社会资金管理的制度体系将持续推动与完善，为信托参与涉众性社会资金管理提供更加明确的指引和良好的环境。

2.信托机制已运用于部分涉众性社会资金管理领域，具有一定展业基础

目前，在相对完善的制度体系指引下，信托机制已在企业年金信托、慈善信托等方面经过多年的实践应用，有效保护了社会公众合法权益，促进了经济社会发展。2021年，信托行业持续深化对服务信托的探索，已有多家信托公司在教育预付款、物业服务管理等涉众性社会资金管理领域探索尝试，设立管理信托提供预存资金保管、交易安全保障、支付结算等服务，实现资金监管等功能。同时，近年来已有多家信托公司持续推动建立适应高频信托服务的信息科技与运营服务系统，在服务信托领域具备了涵盖账户运营、高效清算分配、信息披露等综合服务功能的系统群，从基础设施建设方面为参与涉众性社会资金管理提供了条件。

3.信托公司作为专业金融机构管理涉众性社会资金具有专业优势

对信托公司而言，开展涉众性社会资金管理服务信托业务，发挥信托制度优势和自身灵活性、创新性，提供多样信托服务，是回归信托本源，立足受托人定位，转型升级发展的重

要方向。信托公司作为专业金融机构，基于风险管理体系与能力，对沉淀的资金进行管理，保障资金使用不被挪用侵占的同时可以根据以信托合同约定为前提，在限定范围内投资流动性高、安全性好的金融产品，加强交易风险与投资风险识别与防范，更好地满足涉众性社会资金的管理要求。此外，近年来，信托公司日益重视金融科技投入，相较于直接将资金交付给商户，信托公司能够充分发挥科技赋能，强化对信托账户的数据管理，借力已经积累的信息与数据处理的基础能力，打通科技系统，提高信息处理的时效性、准确性与稳定性，为涉众性社会资金管理提供专业服务。

（四）信托参与涉众性社会资金管理面临的挑战

尽管信托独有的制度优势为信托参与涉众性社会资金管理赋予了极大能量，并且也有信托公司先行先试，创新设立涉众性社会资金管理服务信托，但基于涉众性社会资金的管理现状、信托业务展业环境和自身业务逻辑，信托参与涉众性社会资金管理可能还面临一些发展挑战。

1. 相关政策制度体系有待完善

现阶段，目前涉众性资金归口管理部门分散，面对涉众性社会资金类型丰富、分散性等特征，需要在立法层面加强研究填补已有制度体系的空白。如无明确的政策引导或要求，涉众性社会资金的收取者习惯于通过在银行开立账户等方式自主进行资金管理，这一现状导致了信托公司在开展此类业务时难以达成交易。此外，该类业务委托人可能数量较多且资质良莠不齐，这一特征也给展业带来了反洗钱难度高、合规压力大等问题，这些问题都需要监管政策作出进一步规范。

2. 社会对信托和信托业务认知度不高

普通社会公众与信托的接触较少，对信托制度、信托公司、信托业务认识相对匮乏并且有局限性。相对于其他传统业务，涉众性社会资金管理信托作为一项创新性业务，社会认知度较低，其概念对大部分潜在委托人、受益人来说仍非常陌生，这就给此类业务的开展造成了较大的困难。并且，无制度环境支持导致客户接受度低，商户即资金收取方本身接受监管的意愿就不高，更不必说引入新的机构参与管理环节。

3. 信托在价值链中的作用不突出

在涉众性社会资金管理信托业务中，信托公司由于在价值链中发挥的作用不突出，往往处于比较弱势地位。造成这一现状的主要原因有：一是信托在相关场景中处于备选方。在没有该信托业务的情况下，相关当事人也能通过银行实现资金管理，对他们而言，信托业务并不是必要的选项。二是与银行相比，信托开展此类业务增加了环节和成本。由于信托在银行

设立托管账户，资金依然需要银行划转，因此引入信托增加了业务环节，从而增加了成本。

4.信托公司自身转型尚未完全适应新业务发展

信托行业积极投身转型，发展创新业务，但就目前来看，信托公司过去由于长期经营传统业务形成的业务模式、内部管理流程和其他基础设施条件仍在逐步升级中，尚未完全适应新业务的发展。第一，服务信托利润薄，信托公司内部推动积极性较差。相比信托传统业务而言，单笔服务信托收费较低，利润较薄。但高效的服务信托依托于信息系统运行，因此前期投入高，短期来看服务信托投入产出比并不可观。第二，对于涉及财产权的业务，如果形成基础资产的交易文件不完善或无法完成基础资产的交付及对债务人的通知，公司可能面临合规风险。而且如果基础资产数量多或较为分散，信托财产完全交付会存在一定困难，需要交易对手配合，从而带来交易对手配合度的问题。第三，还存在由于委托人众多、线下场景难以标准化等原因带来的反洗钱问题等。

四、涉众性社会资金管理信托典型运用场景——预付款、押金

近年来，预付式消费、共享经济模式在百姓生活相关的众多领域得到广泛应用。作为发展较快的商业模式，涉及社会公众数量多、总体金额较高。伴随共享经济的发展，衍生出押金管理的相关问题，引起了社会广泛讨论。

（一）预付款、押金与信托制度应用

预付式消费涉及的产品或服务金额从几元钱至几十、上百万元不等。近年来商业模式的演变出现了新现象，更有的商家将预付式消费与金融消费信贷捆绑到一起，使监管难度更大，人民的合法权益风险增加。在预付式消费规模日益增长的同时，老百姓的投诉也日渐增多。在中国消费者协会发布的2017年至2020年连续四年的“十大消费维权舆情热点”报告中，预付式消费均入榜。有的商家在预收消费者的款项后，发生经营困难，提供的产品或服务达不到预先约定的标准甚至发生商家“关店、跑路”现象，消费者无法退还未消费的金额，造成老百姓金钱损失，且维权困难。

共享经济作为一种新经济模式，可以促进社会海量、分散、闲置资源优化配置，提高资源使用效率，实现社会高效治理。随着网络的发展，共享经济在我国发展迅速，据国家信息中心发布的《中国共享经济发展报告（2021）》显示，我国2020年共享经济市场交易额大约

为3.4万亿元，主要集中在交通出行、共享住宿、知识技能、生活服务、共享医疗、共享办公等方面（见图9）。

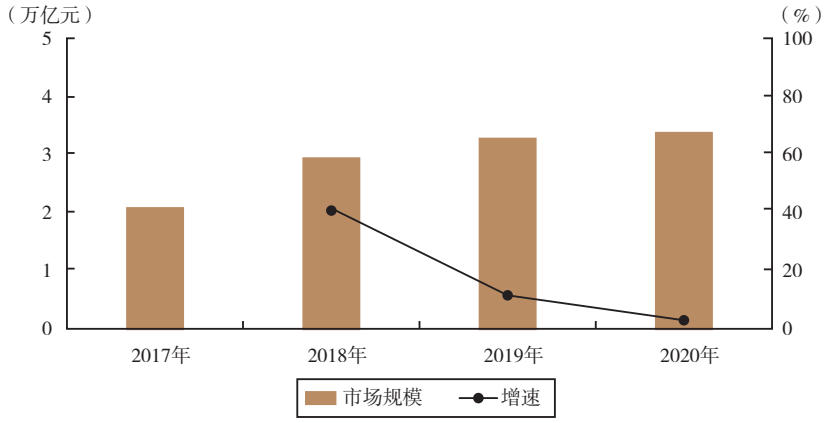


图9　2017—2020年中国共享经济市场规模及增速

资料来源：国家信息中心、智研咨询研报。

共享经济服务提供商所收取的“押金”主要可分为两种类型：第一类是与传统意义上“一物一押”的押金相差无几，仍属于正常收取的押金，比如汽车租赁、共享住宿等，在一个时间点，未向多人收取押金，且在每次消费完成后，按照押金的正常管理模式进行退还或扣除。第二类是本质上已脱离押金的属性，异变为部分共享经济服务提供商的一种融资手段，并且大部分共享经济活动中收取的“押金”属于这种类型，比如共享单车、共享汽车（TOGO、一度用车）、共享办公等，由于这些消费者的共享消费行为发生频率高，并不适宜每次消费均进行“押金”的缴纳和退还，并且共享经济服务提供商同时向多人收取“押金”，甚至有时所收取的押金总额远超共享物品本身价值。

1.预付式消费及信托制度运用

从前述章节海外对预付式消费管理的分析情况来看，三者均利用信托原理，通过第三方“受托人”来保管消费者的预付款，商家不能随意使用，以保证消费者预付资金的安全等先进做法值得借鉴。

基于信托原理来制定预付式消费的相关管理办法，以消费者预付未消费的资金作为信托财产，以商家作为委托人，以信托公司作为受托人，监督未消费资金的使用，保护消费者权益。通过信托公司作为“受托人”介入，使未消费的余额处于有效托管之下。信托公司为消费者建立虚拟的权益账户，根据消费者的权益消费情况，将相应资金划付给商家。

2.共享经济“押金”及信托制度应用

对于共享经济模式下的第二类押金，当共享经济服务提供商出现问题时，消费者想要退还以前交付所谓“押金”时，这些资金早已被使用，无法追回，也就无法退还给消费者。小蓝单

车、OFO小黄车等就是这方面的典型案例。因此，对于这两类押金均需引入第三方加强监管。

对于共享经济服务提供商收取的“押金”，可通过信托的模式进行专户管理，信托公司作为受托人为共享经济服务提供商和消费者提供“押金”保管及后续的结算服务，受托人在消费者的共享消费行为结束后，根据消费协议应当返还或消费者要求返还“押金”时，共享经济服务提供商与消费者对租赁物是否损失进行认定。根据认定结果，信托公司作为第三方对押金进行退还或者部分扣除或者全部扣除的处理。

将信托制度引入共享经济的押金管理，使相关押金随时处于可控状态，维护消费者权益，避免共享经济服务提供商将押金挪走他用，在企业出现问题而导致消费者押金无法退还的情况发生，维护社会诚信与公正。

（二）业务模式

对于预付款和共享经济的押金管理，信托的参与方式主要是提供账户管理服务和资金结算服务，切实保障消费者权益。

1.预付款管理信托模式

信托公司参与预付式消费管理，可主要以服务信托方式进行。信托公司在对相关预付款进行账户管理、资金结算服务的同时，还可将相关资金投资于流动性强的金融产品，进行投资理财，相关投资收益部分归于消费服务的提供商，其余部分可作为信托公司的管理费。

信托公司在开展该项业务前，与消费服务的提供商协商好相关事宜，设计好相关服务信托合同，并交与消费服务的提供商。考虑到资金划付的便利性和高效性，相关信托合同签订与交易最好通过线上开展。

委托人：商家，亦即消费服务的提供商。商家在收到消费者所交的消费预付款后，经信托公司设立服务信托，委托信托公司对该预付款进行管理。

受托人：信托公司作为受托人，依据商家和消费者签订的相关消费服务协议以及服务信托合同对消费预付款进行管理或处分，在保证资金流动性和安全性的前提下，对相关沉淀资金进行投资理财。

受益人：商家和消费者均可作为受益人。当消费者每进行一次消费，信托公司根据商家与消费者签订的相关消费服务协议，将相应数量的资金及时划到商家的账户上，该笔划出的资金成为商家的可自由支配资金；此时，商家成为受益人。当根据商家与消费者签订的相关消费服务协议，满足相关条件需要对某位消费者所交的消费预付款进行清算时，对其进行清算，如需将剩余资金退还消费者，则进行退还，此时，消费者为受益人；如不需退还（如公交月卡月底清零），则将剩余资金全部划给商家，此时，商家为受益人。

信托目的：通过该信托，使消费预付款随时处于可控状态，防止因商家跑路而导致消费

者未消费的款项无法追回的现象发生，从而保障消费者权益；与此同时，也为商家提前锁定消费者，实现“以销定产”。

2. 共享经济押金管理信托模式

将共享经济活动相关的押金设立服务信托，信托公司提供账户管理、资金结算服务，信托公司在对押金进行管理和处分的同时，可以进行投资理财，投资理财收益部分归共享经济服务提供商所有，剩余部分作为信托公司的管理费。信托公司在开展该项业务前，与共享经济服务的提供商协商好相关事宜，设计好相关服务信托合同，并交与共享经济服务的提供商。相关信托合同签订最好使用APP在线上进行。

委托人：共享经济服务提供商。共享经济服务提供商为保障自身利益，需要事先收取一定的押金，如果消费者在使用共享物品的过程中损坏了共享物品，则在损坏行为发生后，直接在消费者所交的押金中进行扣除以补充相应损坏。委托人收取押金后，可通过信托公司设立信托进行管理。

受托人：信托公司。信托公司依据押金的通常管理办法以及共享经济服务提供商与消费者签订的相关消费服务协议、服务信托合同对押金进行管理或处分，在保证资金流动性和安全性的前提下，对相关沉淀资金进行投资理财。

受益人：共享经济服务提供商或消费者。当一次共享消费行为完成或者消费者要求退还押金时，如果共享物品没有发生损坏，则信托公司将押金全额退还消费者，此时，消费者为受益人；如果共享物品发生损坏的价值低于押金金额，则信托公司将消费者应赔偿的金额划给共享经济服务提供商，剩余部分退还给消费者，此时共享经济服务提供商和消费者同时作为受益人；如果共享物品发生损坏的价值大于等于押金金额，则信托公司将押金全部划给共享经济服务提供商，此时共享经济服务提供商为受益人。

信托目的：通过该服务信托，使共享经济活动的押金随时处于强管理状态，防止因商家跑路等原因而导致消费者的押金在该退还时无法退还，从而保障消费者权益。

（三）典型案例

1. 国联信托教育培训资金监管服务信托

2021年10月20日，国联信托在收到家长的委托资金后，宣布成立“国联信托·教育培训资金管理0号服务信托计划”，该只信托系业内首单教育培训资金监管的服务信托。

（1）信托方案。学员家长将培训费作为委托财产交付给信托，信托按照培训进度定期向培训机构划付已结课程的费用。期间如一方提出退费，信托按家长和培训机构协商的退费金额或比例进行退、付；如培训机构“跑路”，则在教育主管部门核实后向家长退费。

相较于培训机构自身开立银行监管户，信托模式更符合“双减”政策“第三方托管”的

要求，也从源头上防范了培训机构挪用、“跑路”。此外，系统在支持家长课程查询、签约、付费、退款、“跑路”举报的同时，也方便教育主管部门在线管理，随时查看全市校外培训机构招生、收费、授课等情况，实现实时管理，为落实“双减”政策提供了较好的解决方案。

（2）信息系统建设。国联信托会同灵锡互联网（无锡）有限公司、中顺易联合开发了相应的预付资金管理系统。同时中顺易为国联信托提供了具有高频、高并发特点的预付资金在线监管的账户系统Saas服务，全面支持消费者预缴学费权益登记、期间资金增值核算以及按特定条件向教培机构结算。

国联信托投入500万元建设预付资金管理系统，每年投入100万元用于系统运营。预付资金管理系统与原有的无锡市教育信息化管理服务中心已开发的“无锡市教培机构监管系统”、灵锡互联网（无锡）有限公司的“灵锡”APP连接和交互，即培训机构通过教培系统提交课程备案要素，消费者通过“灵锡”APP签署电子合同并缴费（缴费至信托资金专户）。

（3）业务模式。国联信托作为受托人，在培训机构正常履行培训义务的情况下，按培训进度定期向其划付培训费。即通过“灵锡”APP的入口，教培机构跟消费者和信托公司签一个三方的合同，家长把预付资金付到信托专户，然后教培机构提供服务，国联信托根据合同约定，按照教学进度来划付款项，达到资金监管的功能。如培训机构发生异常，消费者通过“灵锡”APP进行举报、退费发起，主管部门通过教培系统查看运行状况、下达退费指令；国联信托在收到主管部门确认后，将剩余培训费退还消费者。期间，信托资金专户内的存量资金，由受托人国联信托进行低风险的投资，在培训机构完全履行培训义务的情况下，投资收益归培训机构；未完全履行培训义务的，投资收益归消费者。在服务信托运行期间，无锡市教育、市场监督等主管部门作为监察人，对信托资金运作情况进行全过程监督指导（见图10）。

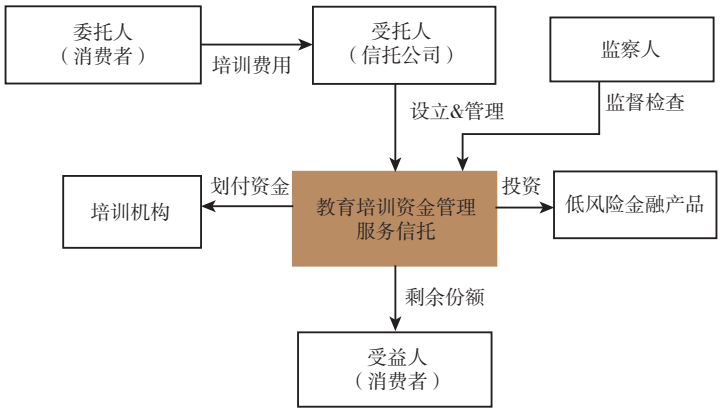


图10　国联信托教育培训资金监管服务信托交易结构图

资料来源：课题组根据公开披露信息绘制，具体交易结构以产品说明书为准。

2. 苏州信托校外培训资金监管服务信托

2021年11月12日，苏州市举行校外培训预付资金信托管理系统上线暨首单落地仪式，

宣告苏州市校外培训预付资金信托管理系统启动，首单校外培训服务信托计划——苏信服务·新科教育众安1号服务信托计划正式落地。

（1）信息系统建设。苏州市校外培训预付资金信托管理系统是苏州市预付式消费资金管理平台的子系统。该系统由苏州市地方金融监督管理局牵头负责建设，苏州市教育局积极支持，引导高新区、相城区教育局参与，苏州信托有限公司作为受托人负责提供信托服务和系统运营服务。系统提供了政府端、商户端、消费者端、金融机构端功能，并且具备全流程一体化的服务能力，具有安全性、普惠性、灵活性、开放性和持续性的特点。

（2）信托机制参与教育培训预付费管理。利用信托制度优势，保障资金安全有效运用，在保障消费者合法权益的同时，有助于提升商户信誉度与信息透明度，成为消费者和商户信赖和放心的平台，实现在维护消费者利益的同时，也能够切实提升商户的形象和获得感。信托机制参与偶遇培训预付费管理，可以使消费资金独立于收付双方，更好地保障资金安全。一是平台可以接入多种模块，使系统更加开放；二是支持多种支付方式，消费者操作更加便捷；三是平台不会增加消费者和商户的任何成本，并且利用信托公司专业管理能力使资金运用效益更高。在充分保障消费者权益的同时，有助于提升商户的信誉度和信息透明度，切实维护消费者和培训机构的合法权益。

五、涉众性社会资金管理信托典型运用场景——物业管理资金

物业管理资金主要涵盖物业费和住宅专项维修资金两大类。物业费一般按期缴纳，是保障建筑物日常管理运行的费用，包括小区的卫生维护、垃圾清理、公共物品的基本维护以及修葺等；住宅专项维修资金一次性强制缴纳，仅能用于共用部分的维修、更新。近年来，围绕居民小区产生的冲突越来越成为社会矛盾的集聚点之一，其中物业管理服务冲突是主要的高发领域，根据12345电话投诉事项统计，全国超过60%的市民投诉与物业管理有关，位列百姓最不满意的居住问题之一。二者均可采用信托制度参与管理运用。

（一）物业管理资金与信托制度应用

1.物业费管理与信托制度应用

当前物业费管理存在支出不透明、业主与物业服务企业互不信任等问题，根本原因是物业费的管理方式不合理。

（1）物业费管理现状与问题。目前，绝大多数小区采用“包干制”的物业体制管理模式，是指由业主向物业管理企业支付固定物业服务费用，盈余或者亏损均由物业管理企业享有或者承担的物业服务计费方式。包干制度下物业费使用及共同收益账目管理的不透明，使物业服务企业存在降低服务质量以谋求更高利润的行为动机，双方不信任积怨日久弥深，形成业主拒缴物业费以消极抵抗的恶性循环，最终带来的是服务质量下降与建筑物加速老化，并且大幅拉低了物业企业的后续回报。

酬金制即在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金支付给物业管理企业，其余全部用于物业服务合同约定的支出，结余或者不足均由业主享有或者承担。酬金制的物业费收取方式给物业服务企业较小的授权，赋予业委会较高的监督权，但存在过于依赖业主委员会委员的素质和能力等制度弊端，让一些非职业、非专业资产管理身份的业主委员会委员承担复杂的资产管理职责和群体治理能力是不现实的。而且业委会与物业服务企业之间的协商往往屏蔽了普通业主参与，因此容易将普通业主与物业服务企业的矛盾转移为与业委会的冲突，未能建立一个彼此信任的良性循环场景，容易导致物业服务人员向业主委员会推诿管理责任等不合理后果，且一旦物业费不足另行向业主收取的可行性极低，因此酬金制模式不具有普遍可复制性，难以取得预想的效果。

自2007起，部分小区试点了信托制物业管理方式，这种模式给物业服务企业较大的授权并给予充分监督。2020年7月，成都市武侯区发布了《党建引领小区发展治理“信托制”物业服务指南》，为更多小区推广复制“信托制”物业服务模式提供可操作的行动指南，并对这种模式的实践效果给予了充分的肯定。

（2）信托制物业费管理方案的治理效能。当前物业管理矛盾冲突的根本原因是未能建立业主与物业服务企业之间的信任关系。引入信托机制可以有效破解传统物业服务模式的治理困境，推动信任关系重塑。

第一，保障业主的知情权、参与权和监管权。信托制物业基于信任关系设立，关键环节管理透明，信息公开，通过建立信托专户，制定费用使用预算、公示账务信息等手段，建立小区财务完全透明的管理机制，并以此促进业主积极行使参与小区治理的合法权益，规避了物业服务企业因贪婪侵占物业管理成本的风险，推动信任关系的建立。

第二，改善物业服务中“弱—强”关系的平衡问题。在住宅小区物业服务过程中，存在非常典型的“弱—强”关系。而信托制物业通过引入受托人，将业主群体“一盘散沙”的弱势状态凝聚为信托项下平等的信托受益权，汇聚形成共同的利益目标，提升居民积极参与小区治理的积极性，提高了业主声量的一致性，从而实现业主与物业服务企业之间的事实平等。

第三，推动建立物业管理中最高操守的信义关系。信托制对物业服务企业的操守要求比“酬金制”更高，即要求将其所有的日常运营工作对全体业主绝对公开透明，而不是仅对业主委员会负责，从而使得每位业主监督物业服务企业的门槛大幅降低，这种极高标准的管理要求大大缓解了业主的猜忌、疑虑心理，降低了物业服务中的信任成本和沟通成本，形成了

一种互惠互利的、稳固的信义关系。

2. 物业费管理服务信托业务模式

《民法典》未就物业费内涵进行细分，但实践中，物业费应当区分为物业服务费和物业管理成本两部分，前者是物业提供服务收取的对价，后者包括住宅日常修葺及环境改善等支出，是真正为业主利益支付的费用。2020年十部委联合发布的《住房和城乡建设部等部门关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》（建房规〔2020〕10号），鼓励使用酬金制物业费用计算方式，实际上已经尝试将物业费区分为物业服务对价和住宅日常修葺费用两部分区别对待，物业酬金部分相当于物业服务对价。

基于以上认知，信托制物业费管理方案的基本原则是，明确物业费的索取顺序，物业公司收取的服务对价是物业费的固定索取部分，而业主是物业费的剩余索取权人。物业费扣除服务对价之后归属全体业主所有，用于住宅日常修葺及环境改善等支出，需要通过“预算—决算”等方式，向业主们证明自己采购各项服务和所需物料价格、质量的合理性以及必要性等。

（1）一般业务模式。业主或业主大会担任委托人，每个业主为受益人，业委会或其他有公信力的组织或个人担任监察人，以全体业主缴纳的物业费为信托财产，设立集合资金信托或财产权信托。物业企业从信托财产中请求支付报酬，服务报酬可以分为固定部分+管理绩效，推动物业进一步提高服务质量，而剩余部分属于为业主利益支付的住宅日常修葺及环境改善费用。

（2）成都信托制物业模式实践。成都市自2019年开始，由政府主导，在武侯区、金牛区、郫都区等地小区试点并大力推广信托制物业服务模式。从首批试点情况来看，试点的7个居民小区物业纠纷同比减少九成以上，物业缴费率普遍提高两成以上，物业服务满意率达90%以上。

成都推广信托制物业服务的案例中，通常由物业服务企业直接担任“受托人”，业主缴纳的物业费用形成“信托财产”，建立每个受益人都有查询密码的“专户”进行管理，受托人按合同约定和预算完成进度收取固定比例的服务费用作为管理酬金，剩余资金留存信托专户，关键环节包括以下三个方面：

第一，制订开放式预算计划，给每个业主知情权。预算制定过程中可多方参与，但最终需要由物业服务企业发挥自己的职业特长，确定各预算科目资金量，物业资金的使用计划不再是暗箱，而是业主对物业服务企业保持信任的依据，减少许多无谓的质疑和纠纷产生。

第二，双密码对公账户。每个小区建立专属物业费双密码资金账户，查询密码向每个业主公开，以保障每个业主有权查阅、抄录或复制共有资金的流水信息，确保每个业主的知情权、监督权和诉权。

第三，服务过程全公开。物业服务企业对本小区预算对应的每项服务实施过程频度标准、质量标准和岗位职工完成记录的书面化，且向全体业主公示、公开，以便业主了解各服

务岗位是否按时、按质、足量地完成了与其工资对应的工作。再结合双密码对公账户，接受业主的监督，提升和稳定物管公司和所有外包供方的服务质量。

3. 住宅专项资金管理及信托制度应用

现行的《住宅专项维修资金管理办法》虽然没有明确引入信托制度，但已经体现出了一定的信托关系，确立了专户存储、专款专用、受益人决策、政府监督的基本原则。《住宅专项维修资金管理办法》明确业主享有维修基金的所有权，相当于“委托人”和“受益人”。“管理人”分为三类机构：在业主大会成立前，由物业所在地的房地产主管部门通过在银行设立专户的方式代为管理；业主大会成立以后由业主大会开立银行专户，代管的行政部门将资金交存于该专户；实践中，由于业主大会履职有限，一般存在受业主委员会委托，物业服务管理企业代为管理的现象。

虽然住宅专项维修资金被赋予了类似信托的管理制度，但现实中，我国很多地区的物业小区还未成立业主委员会，而业主委员会、房地产主管部门、物业管理企业都在充当着专项维修资金管理人的角色，存在一系列问题。

（1）代管部门或机构难以充分履行受托人职责。一是政府代管压力巨大，行政管理效率下降。一方面，部分地方行政主管部门挪用或侵占维修资金的现象偶有发生；另一方面，行政主管部门缺乏利益上的关切性，没有对维修基金进行对外投资保值增值的动机和专业技能。二是业主大会能力不足。实践中，业主大会成立率低、制度不完善，且对住宅专项维修资金进行管理、增值保值涉及各类专业知识，一般的业主难以胜任。三是物业服务企业的服务质量良莠不齐，由物业服务企业来管理和使用维修资金，无法避免维修资金被挪用、侵占的风险，也会产生专项维修资金与日常物业服务费用混淆使用的问题。

（2）保值增值效率低下。目前我国大量商品房住宅仍未到“大修”阶段，大量维修资金处于“沉睡”状态。尽管《住宅专项维修资金管理办法》明确，在保证住宅专项维修资金正常使用的前提下，可以按照国家有关规定将住宅专项维修资金用于购买新发行的国债，并持有到期。但由于上述原因的存在，闲置住宅专项维修资金增值效果不理想。随着经济的发展，通货膨胀压力增大，建筑维修的成本不断上升，对维修资金进行保值增值投资是维护业主切身利益的重中之重。

（二）展业建议

1. 明晰展业路径

物业费和住宅专项维修资金的缴纳和支取方式各有特点：物业费按月缴纳、逐月支取，引入信托制度更侧重“服务”能力，强调双方信任关系的重塑和信息公开、透明，物业费的管理对信托公司人力物力形成较大消耗，难以形成稳定的利润点；住宅专项维修资金一次性

缴付，长期沉睡，引入信托制度更侧重实现资金“保值增值”，避免因通货膨胀和建筑维修成本上升导致住宅维修资金贬值，影响业主切身利益。由于资金规模大、可投期限长，住宅专项维修资金适合作为长期资金投资于安全性高的投资产品，符合信托公司传统的资金运用方式，可以形成稳定的利润增长点。

因此，信托公司管理物业相关资金时，可选择开展物业费和住宅专项维修资金管理相挂钩的组合类信托产品，为服务的目标小区同时提供物业费管理服务及住宅专项维修资金管理服务，以后者创造的利润收入覆盖前者成本投入。用信托制度解决物业管理相关矛盾，提升社会治理能力的同时，保持信托公司自身盈利的可持续性，并叠加其他增值、创新服务，从而构建出切实可行的商业模式。

2. 完善管理制度

（1）扩大信托机制的适用性。囿于现行物业相关资金管理的现状和发展背景，信托公司参与管理存在一定困难。就物业费而言，一般由物业公司担任信托制物业费管理机制下的“受托人”；就住宅专项维修资金而言，一般存放于指定银行形成银行存款。基于以上背景，信托公司介入相关领域需要与物业公司、银行等机构重新分割市场，存在一定难度。考虑到当前物业管理服务冲突已经成为社会矛盾冲突的聚焦点，建议在物业管理相关领域强制性要求适用信托管理机制，或者选择部分试点城市先行先试，逐步推广。

（2）赋予业主大会法律主体地位。当前业主大会和业主委员会不具备法律主体地位，已经造成一定的司法困扰。过往业主起诉物业服务企业或房地产开发商的案例中，已经出现过因业主大会或业主委员会不具备法律主体地位而驳回上诉的情况，给业主维权造成较大困难。通过赋予业主大会和业主委员会法律主体地位，可以消灭信托制物业管理中的法律瑕疵，建立“完美信托”，充分维护业主权利。

（3）扩大住宅专项维修资金投资范围。当前住宅专项维修资金只允许用于银行存款或投资于国债并持有到期，在保值增值受限的同时限制了资金流动性。维修资金具有一次缴纳，多年“沉睡”的特点，考虑到通货膨胀、维修成本上升以及住宅老化速度缓慢等因素，未来产生维修需求、取用维修资金时可能存在较大的贬值风险。因此，在合理控制风险和保持流动性的前提下对维修资金进行保值增值投资，是维护业主切身利益的关键，可探讨允许结余资金进入低风险债券以及优质公租房、廉租房等政府主导项目提高资金的增值收益，从而盘活存量、提高资金收益。

（三）典型案例

目前，信托公司积极利用信托账户财产独立、破产隔离等法律优势，在物业相关资金领域落地了多个信托项目，旨在推动小区物业费及公共收益等涉众性社会资金的安全及高效运用。

1. 万向信托设立物业服务信托

万向信托与成都智乐物业服务社会企业有限公司签署“阳光物业系列”服务信托合同。在该单物业服务信托中，物业公司为委托人，万向信托为受托人，而社区的全体业主则为受益人。在该项目运行中，万向信托会根据合同约定条款将相关资金划付给物业公司，供其履行社区管理职能。

在该项目中，作为受托人的万向信托积极履行社会责任，对所收缴的物业费及公共收益等涉众性社会资金进行统一管理，根据年度资金预算按期向物业公司划拨小区维护所需费用，账户的资金进出完全公开透明，社区业主可以通过手机端小程序实时查询账户资金变动情况。社区业主可以结合账户资金的使用明细，对物业各项服务进行有效监督，物业公司回归“忠诚管家”的角色，信托公司则替广大业主守好钱（见图11）。

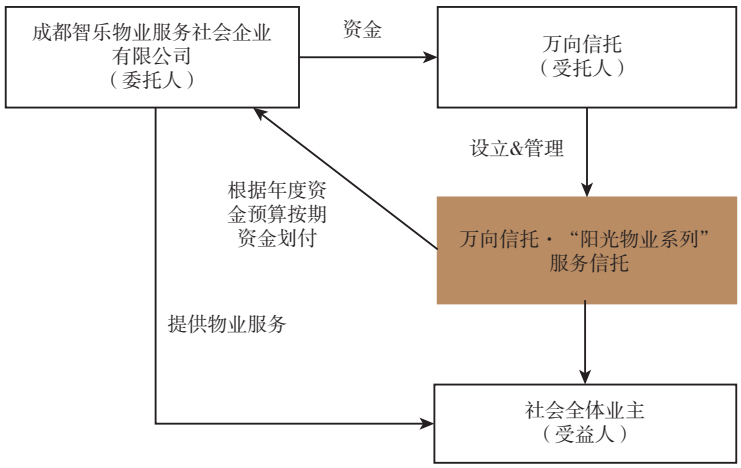


图11　万向信托物业服务信托交易结构图

资料来源：课题组根据公开披露信息绘制，具体交易结构以产品说明书为准。

2. 中航信托设立社区管理服务信托

中航信托与成都市武侯社区发展基金会签署信托合同，国内首单社区发展基金管理服务信托落地成都。该社区发展基金管理服务信托，通过账户管理服务助力慈善资金的高效运用，是发挥受托服务的本源优势、彰显服务信托真正价值的重要探索。

成都市武侯社区发展基金会作为该笔服务信托的委托人，是四川省第一家社区基金会。是由成都武侯产业发展投资管理集团有限公司出资、武侯区委社治委指导，在四川省民政厅注册并作为业务主管单位的慈善组织，在社区服务领域具有丰富的实践经验。该信托可依托信托财产独立、破产隔离的制度优势以及专业的资产管理能力，为社区发展基金会提供独立建账、流动性管理以及慈善资金的保值增值服务，助力其更好地实现促进社区发展与共治的目的（见图12）。

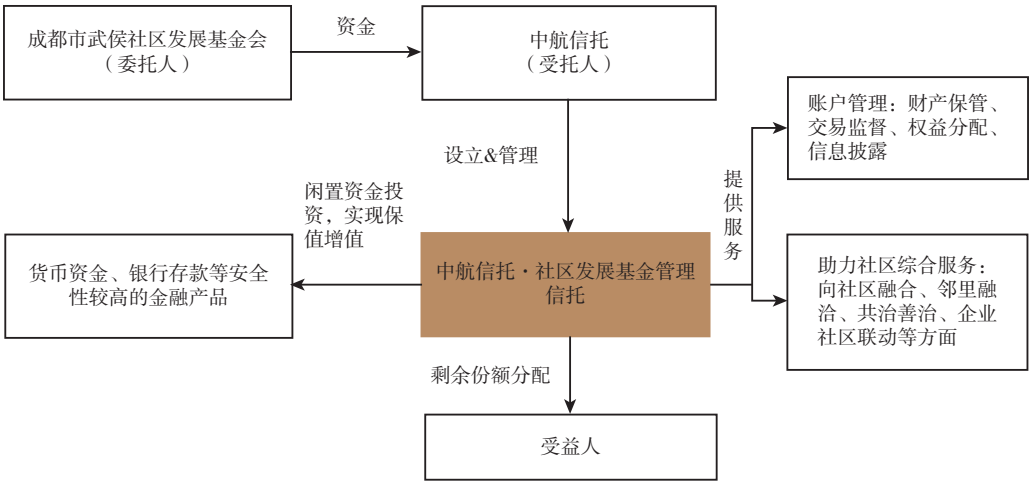


图 12　中航信托社区发展基金管理信托交易结构图

资料来源：课题组根据公开披露信息绘制，具体交易结构以产品说明书为准。

3. 中航信托设立“双受托制”物业管理服务信托

2021 年 10 月 13 日，中航信托与成都市香城丽园小区、香江岸小区、福珠苑小区业委会以及成都益民源、成都诚智物业、成都智乐物业签订合同，正式落地物业管理服务信托。

在该业务中，小区业主大会通过表决授权，由业主大会或业主业委会作为委托人，物业企业和信托公司共同作为受托人，发挥各自领域的专业优势，同时彼此配合和约束，保障作为受益人的小区全体业主的利益最大化。物业公司承担小区物业服务管家角色，负责小区安全保障、环境养护和设施维护等各类基础物业服务工作。信托公司作为共同受托人，承担小区物业费、公共收益等业主共有资金的管家角色，以业主共有资金信托专户为载体，根据委托人的意愿，开展财产保管、权益登记与分摊、支付结算、执行监督、清算、信息披露等专业托管运营类金融服务，在保障资金安全的前提下，实现小区业主共有资金的账户事务管理和保值增值需求。在此基础上，小区业主可以定期了解账户资金变动情况，对物业费的支出使用有效监督（见图 13）。

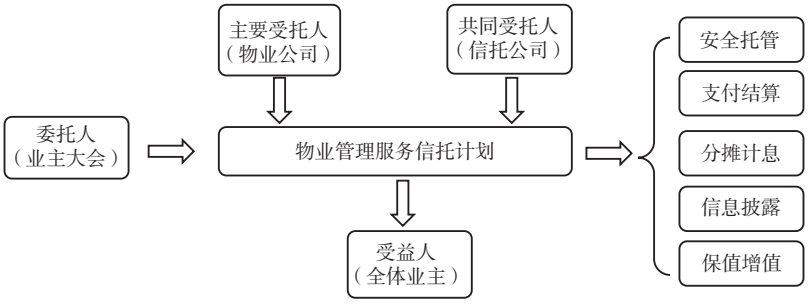


图 13　中航信托“双受托制”物业管理服务信托交易结构图

资料来源：公开资料。

在与中航信托签订合同之前，成都市新都区香城丽园小区已经尝试借助“信托制”物业服务模式。可以为物业公司创造稳定的管理费来源，提高其服务的积极性，但仍然不能从根本上解决资金的独立、安全、长期保管问题。而采用真正的信托工具，对所收缴的物业费及公共收益等涉众性社会资金进行统一管理，发挥信托制度优势和专业能力，才能让物业公司真正回归“管家”角色，真正做好社区服务。

六、其他涉众性社会资金管理信托运用场景

目前，信托机制已在社会保障和公益资金方面有所应用，信托公司也已参与到社会保障和公益资金管理中，开展了企业年金信托、慈善信托等相关业务。信托机制在社会保障和公益慈善等领域应用已经纳入相关法律法规并形成良好实践经验。随着经济社会的不断发展，生活场景发生变化，还有诸多涉众性社会资金场景可运用信托机制管理，如生态环境赔偿金管理、商品房预售资金管理、资金结算等。但以受托服务为特色的服务信托受制于社会基础和发展环境因素，仍处于起步阶段，并且其他领域尚无相关制度规定，因此鲜有涉足。

（一）社会保障资金

我国养老社会保障体系由基本养老保险金、企业/职业年金、商业养老保险金三大支柱组成。随着我国当前人口老龄化程度的不断加深，社会保障体系所承受的压力不断增大，我国基础养老金缺口越来越大。在此背景下，国家正逐步加大对我国养老第二、三支柱的支持。在此背景下，信托公司作为专业资管机构，可以有效发挥信托制度优势，发挥受托人及账户管理人功能，运用投资管理能力为养老社会保障资金提高投资收益、提升资金配置效率。目前，信托公司已在企业/职业年金管理、社保资金投资运用方面进行实践运用。

企业年金和职业年金共同构成了我国养老保险体系中的“第二支柱”，即职业养老保障体系。迄今为止，职业养老保险体系覆盖面仍旧较窄，惠及人口有待扩容。因此本研究以企业年金信托为代表的，信托制度及企业年金信托在养老第二支柱中的应用。

1.企业年金管理现状

企业年金基金，是指根据依法制定的企业年金计划筹集的资金及其投资运营收益形成的企业补充养老保险基金。企业年金基金采用委托—受托模式，即委托人（或代理委托人）与受托管理人签订合同，受托人委托具有企业年金管理资格的账户管理人、投资管理人和托管

人，负责年金基金的账户管理、投资运营和托管。经过多年的发展，年金及年金基金管理制度已较为完善，多层次养老保险体系取得了长足发展。

信托作为以受托人为中枢的独特的财产管理制度，其内含的基本原则与企业年金制度要求具有高度适配性。在国外，企业年金信托已经发展成为重要的信托业务之一。目前信托公司参与企业年金管理只有两种资质，即受托人资质和账户管理人资质，需先向当地银保监局申请企业年金基金管理业务资格获得行政许可，再由人力资源和社会保障部统一认定。截至2021年10月，已有两家信托公司有企业年金管理人资格。其中，华宝信托拥有账户管理人资格，中信信托拥有受托人资格，此外银保监会甘肃监管局已核准光大信托开办企业年金基金管理业务。

由于我国信托公司的企业年金管理资格有限，不能作为投资管理人，使得信托公司主要围绕受托服务和账户管理开展企业年金信托，属于典型的服务信托。从整体信托业在年金市场中的占比来看，与银行类、养老保险类机构相比，无论从受托管理规模，还是管理企业数和员工数等指标来看，占比均较小。

2. 企业年金信托业务模式

第一，信托公司担任受托管理人，提供受托管理服务。信托公司作为企业年金基金法人受托管理机构，主要发挥受托服务功能，根据信托合同约定或委托人指令进行账户管理、信息披露等管理事项，属于典型的服务信托类型，信托公司并不拥有信托财产的运用裁量权，具体业务模式如图14所示。

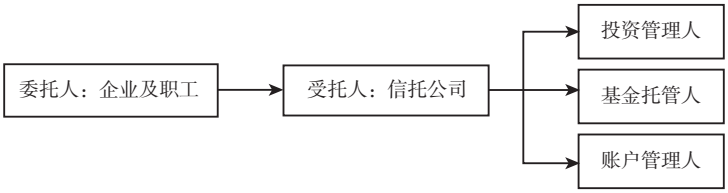


图14　信托型企业年金管理模式

在该业务模式下，由于信托公司并不拥有信托财产管理的主导权，因此，该类业务营利性不高，且由于企业年金信托相关管理事项烦琐，对业务系统等方面的要求较高，业务成本不具优势，使得信托公司的参与积极性不高。近年来，随着我国企业年金规模的增加，以及国家对包括企业年金在内的养老资金投资运用有所松绑，作为长期、稳定的资金来源，企业年金对信托公司的吸引力有所增加，不少信托公司再次启动对企业年金基金管理机构资质的申请。

第二，信托产品作为企业年金投资标的。随着近年来我国养老金投资保值压力的加大，政府对养老金投资范围持续放宽：2020年12月30日，根据《人力资源社会保障部关于调整年金基金投资范围的通知》（人社部发〔2020〕95号），年金基金投资范围调整。投资信托产

品方面，过去企业年金投资信托产品，信托发行主体需拥有企业年金管理资质，或者已经建立企业年金计划、属于某金融集团企业集团公司控股子公司拥有年金管理资质。调整后，年金基金投资信托产品取消了年金计划和管理资质相关认定条件。

信托产品投资条件的放宽，使信托公司在发挥大类资产配置、优化企业年金投资运用方面有了进一步合作空间。企业年金可以直接与符合相关条件的信托公司建立合作，以投资信托产品的方式进行合作，未来，信托公司有望在企业年金投资运用方面打开新的局面。

3. 企业年金信托管理中存在的问题

企业年金信托能有效发挥信托制度优势，是监管政策鼓励信托公司发展的业务方向，但目前信托公司参与企业年金管理依然面临很多问题：

一是企业年金管理实行资格管理，由人力资源和社会保障部统一评审，人社部对企业年金管理资格要求较为严格，使得信托公司参与企业年金管理的渠道有限，信托公司在企业年金市场份额占比仍然较小。二是从企业年金业务特点来看，银行、保险类机构凭借较强的资源以及与大型企业集团的良好关系，在受托人的市场占比较大，信托公司在企业年金业务竞争中处于劣势。此外，企业年金信托业务营利性较低，叠加前期系统建设等成本投入过高、投资回报期过长，导致了信托公司的年金受托业务难以在短期内实现盈亏平衡。三是信托公司欠缺企业年金管理经验，业务部门人员配备、系统建设、组合投资能力等，与保险公司、公募基金等机构相比仍存在一定差距，造成企业年金委托人对信托公司存在一些负面评价。

（二）公益资金

公益资金主要由我国公益慈善组织负责筹集，并就资金使用进行运营管理。随着我国公益慈善事业的快速发展，以及互联网相关筹资渠道的不断变化，公益资金在筹集和运用管理模式复杂多样。随着制度建设的完善，信托制度参与到公益资金的运用与管理中来，以慈善信托方式开展公益资金管理。

1. 信托参与公益资金运用现状

信托公司主要以公益信托方式参与公益资金管理运用，在《慈善法》出台之前，“93号文”和《信托法》成为信托公司开展公益信托的主要法律依据。2016《慈善法》颁布实施后，我国慈善信托得到快速发展，在此期间，公益信托在法律适用上，与慈善信托本旨存在一致性。2017年《慈善信托管理办法》颁布后，信托公司以慈善信托方式开展公益资金管理，因此，本研究在此所述慈善信托可视作目前公益信托的发展主体。

随着《慈善法》《慈善信托管理办法》的颁布实施，此后，慈善信托作为公益信托发展主体得到了快速发展。信托公司主要通过与公益慈善组织合作开展慈善信托。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。因此，双方存在较好的合作切

入点。近年来，慈善信托发展较快，根据慈善中国信息平台公开数据，截至2021年8月31日，我国已累计备案慈善信托633单，财产规模达到34.87亿元，呈现数量不断增长的趋势。

2. 慈善信托发展中存在问题

公益资金的管理运用可以借鉴慈善信托上述模式，利用信托制度的隔离优势，助力解决公益基金投资保值问题。各类慈善组织、公益捐赠平台，可以作为委托人将公益资金交付给信托公司设立慈善信托，提升捐赠平台资金运用的透明度和监督效力。但仍需解决以下问题：

（1）审批机构及标准不明晰。根据《信托法》第62条规定，公益信托的设立和确定其受托人，应当经有关公益事业的管理机构批准。在实践中，具体管理机构不明确。例如，设立救济贫困、救助灾民、扶助残疾人的公益信托，其审批机构应当是民政部门；设立发展环境保护事业的公益信托，其审批机构应当是环保部门等。这可能导致在公益信托本身性质不明晰，或同一公益信托包含多种公益目的时，难以确定审批机构，并且多方设立审批机构也可能增加成本。

其次，《信托法》以及相关法律法规均未规定对公益信托目的进行实质性审查的标准。一方面，申请者在准备申请材料时无迹可寻、无法可依；另一方面，审批机构在审查时所依据的标准也难以统一，“自由裁量权”过大，使得公益信托审批不具有可预见性和稳定性。

（2）税收优惠较难落实。根据慈善信托的政策规定，在民政部门备案的慈善信托可以享受税收优惠，但目前仍然没有配套的税收政策，无法将税收优惠进行落实，慈善信托无法向捐赠人开具可抵扣所得税的公益性捐赠票据，增加了捐赠人的捐赠成本，也削弱了捐赠人设立慈善信托的积极性。

（3）公益信托社会推广度需进一步提升。尽管我国信托行业近年来发展迅速，资产管理规模与银行、保险公司并驾齐驱，但信托本身于社会公众的熟知度依然较低。慈善信托作为新生事物，社会公众对于其认识程度更是远远不足，这大大限制了慈善信托的长期发展。需要相关部门加大对慈善信托的推广和普及，发挥慈善信托对公益事业的支持作用。

3. 信托进一步参与公益资金管理展望

公益资金管理涉及领域广泛，未来，需要进一步研究在环境保护、教育、科技、医疗等公益领域发挥信托资产管理和专业投资的优势，为公益资金在相关领域的投资运用提质增效。目前还需进一步解决以下问题：

（1）公益资金投资运用主要以政府为主导，需要加大相关部门公益资金运用的信托普及，促使公益基金及慈善组织等机构主动建立与信托机构的长期合作。

（2）规范互联网、微信等公众平台公益慈善募集渠道，协调相关部门要求资金管理需以信托模式进行资金监管和运用，发挥信托独立第三方机构的市场监督和专业投资作用，从而提升公益资金在募捐环节的公信力，通过有效的信息披露和资金管理定期公开披露，提升公

益捐赠的有效性。

（3）进一步完善公益募捐资金使用管理相关法律法规，要求公益资金必须由独立三方金融机构进行托管，提高相关公益组织机构的资金运用信息披露效力，规范整顿公益慈善组织，加大对违法违规慈善组织假借公益目的谋取商业利益的打击处罚，树立良好的公益事业发展环境。

（三）生态环境损害赔偿与修复资金

根据《生态环境损害赔偿资金管理办法（试行）》规定，生态环境损害赔偿资金是指生态环境损害事件发生后，在生态环境损害无法修复或者无法完全修复以及赔偿义务人不履行义务或者不完全履行义务的情况下，由造成损害的赔偿义务人主动缴纳或者按照磋商达成的赔偿协议、法院生效判决缴纳的资金。经生态环境损害赔偿磋商协议确定或者人民法院生效法律文书确定，由赔偿义务人修复或者由其委托具备修复能力的社会第三方机构进行修复的，发生的生态环境损害修复费用不适用《生态环境损害赔偿资金管理办法（试行）》。2020年8月，生态环境部、司法部、财政部等《关于推进生态环境损害赔偿制度改革若干具体问题的意见》第11条提到，对生态环境损害可以修复的案件，赔偿义务人或受委托开展生态环境修复的第三方机构，要加强修复资金的管理，根据赔偿协议或判决要求，开展生态环境损害的修复。

根据上述规定，生态环境资金可以分为两种类型，一是生态环境修复资金，二是生态环境赔偿资金。第一种主要是针对生态环境损害可以修复的案件，由经生态环境损害赔偿磋商协议确定或者人民法院生效法律文书确定；第二种针对生态环境损害无法修复的案件，或者赔偿义务人不履行修复义务，赔偿义务人需要支付生态环境损害赔偿金，这部分资金纳入一般公共预算管理。但各地可以对这部分资金的具体管理和使用方式进行规定，例如《深圳经济特区生态环境公益诉讼规定》提到设立生态环境公益基金，实行慈善信托管理。

1. 生态环境修复资金管理信托业务模式

该模式下，主要是在诉讼过程中，针对被告损害环境的具体情况，由被告作为委托人，信托公司作为受托人，设立以被告所涉环境损害领域保护、修复或环境保护。受托人负责按照约定对信托资金及逆行投资运作，同时设立信托决策委员会（由原告方代表、被告方代表、第三方专业人士等组成），对慈善资金的使用进行决策，并由决策委员会评选出执行机构负责开展环境保护、修复相关工作。受托人在商业银行开设信托专户，确保资金的独立、安全，保证专款专用。同时，设立监察人监督信托运营，定期披露信托资金管理和使用情况。通过交易结构安排，以实现信托资金财产独立、决策及时合理、执行专业、有效监督与公开透明的效果（见图15）。

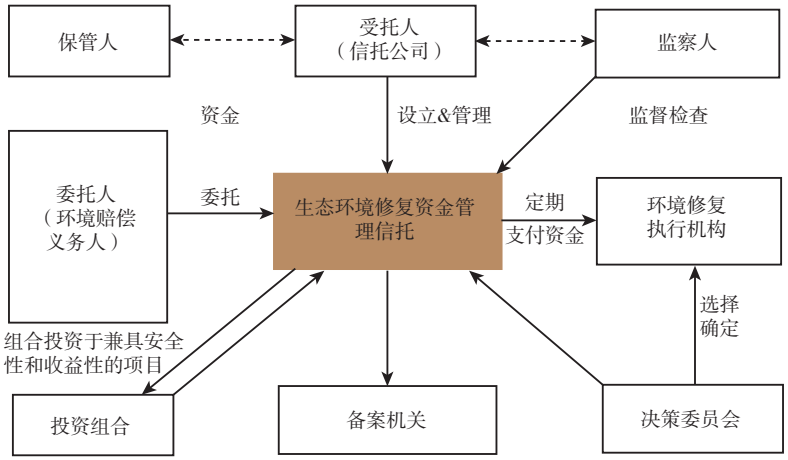


图 15　生态环境修复资金管理信托交易结构图

2. 生态环境慈善信托基金业务模式

该模式主要参考《深圳经济特区生态环境公益诉讼规定》中提到的用慈善信托模式管理的生态环境公益基金。可以针对特定地区或特定领域的环境保护设立慈善信托。慈善信托初始可以由一个委托人设立，以后发生符合慈善目的要求的环境公益诉讼时或发生污染环境的事件时，法院裁判文书、调解书确定的生态环境损害赔偿金和费用等都可以纳入该慈善信托，该慈善信托也可以接受社会捐赠，持续做大慈善信托规模，为生态环境修复或保护筹集更多的资金（见图 16）。

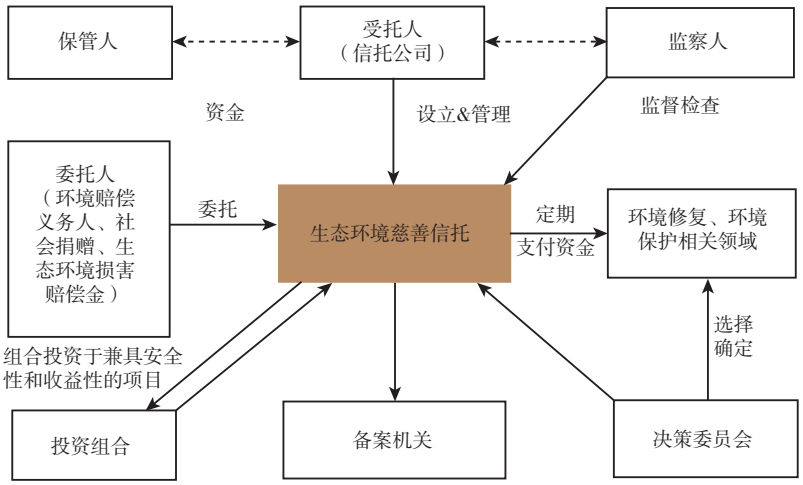


图 16　生态环境慈善信托交易结构图

（四）商品房预售资金

根据现行的《城市商品房预售管理办法》，商品房预售是指房地产开发企业将正在

建设中的房屋预先出售给承购人，由承购人支付定金或房价款的行为。商品房预售所得款项，必须用于有关的工程建设。预售资金可按建设进度进行核拨，但必须留有足够的资金保证建设工程竣工交付。一般而言，商品房预售资金是指商品房预售时购房人按照预售合同约定支付的全部房价款，包括定金、首付款、购房贷款以及其他形式的购房款。

1. 商品房预售资金监管与信托制度应用

商品房预售制解决了房地产市场快速发展阶段的资金需求，同时也对社会群众居住水平的提升起到有力的促进作用。但不可否认的是，预售制度背后潜藏着危害预售资金安全的风险。近年来，“高杠杆、高周转”开发模式叠加疫情影响，企业资金压力凸显，个别房地产开发项目出现资金链紧张，甚至挪用预售资金的情况，引发社会高度关注。为进一步加强商品房预售资金监督管理，保证商品房预售资金优先用于工程建设，切实维护商品房交易双方合法权益，促进本市房地产市场平稳健康发展，北京、天津、成都等地相继出台商品房预售资金管理办法。

信托的财产隔离制度优势能够将商品预售资金与房地产开发企业的其他资金有效隔离，避免了开发企业挪用预售资金，导致项目出现经营困难问题。如果房地产开发企业因债务压力等问题导致破产的，在信托制度的保护下，商品房预售资金也不会受到影响，能够最大限度地保障按时、保质交房。此外，根据相关规定，如购房者合法解除商品房买卖预售合同的，房地产开发企业应当在规定时间内退还已付全部房款，并计算给付利息。在信托制度的保护下，能有效保护购房者在解除商品房买卖预售合同后，顺利拿回应返还的款项，避免发生开发商拒不返还购房款等相关情况。

2. 商品房预售资金管理信托业务模式

在该业务模式中，为了保证商品房预售资金安全，购房者作为委托人应将预售资金直接转入信托在商业银行开立的信托专户，确保资金的独立、安全，保证专款专用。信托公司作为受托人，设立并管理商品房预售资金管理信托，负责按照约定对信托资金进行管理运作。同时可以设立信托决策委员会［由住房建设主管部门、勘察、设计、施工、监理（建设）等单位等组成］，对信托资金的使用进行决策。按照决策委员会出具的商品房建设进度证明文件，向房地产开发企业支付资金，用于工程建设。并设立监察人监督信托运营，定期披露信托资金管理和使用情况。在保证商品房预售资金安全且合理使用的前提下，受托人可将部分信托资金投资于兼具安全性和收益性的项目，提高资金的保值增值能力。购房人可凭网签编号、密码等信息，查询预售许可项目对应的商品房预售资金监管账户入账、支取、余额。通过交易结构安排，以实现信托资金财产独立、决策及时合理、执行专业、有效监督与公开透明的效果（见图17）。

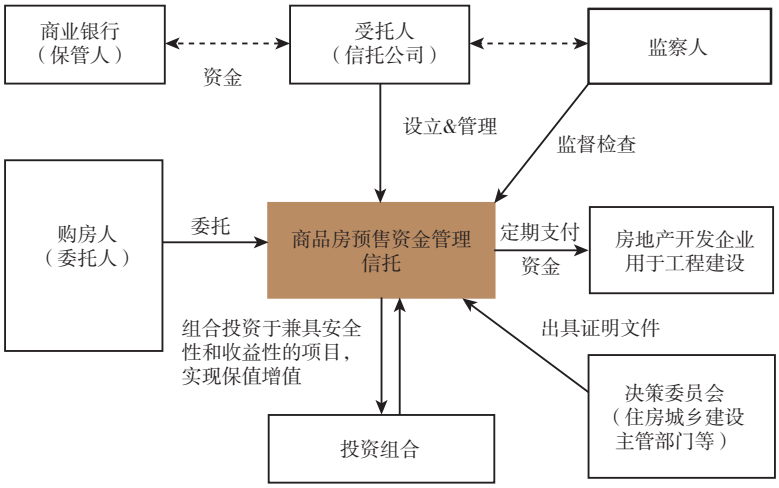


图 17　商品房预售资金管理信托交易结构图

（五）资金结算

资金结算的概念比较广泛，本研究中的资金结算主要是指工程建设中发包、转包涉及的资金支付、农民工及劳务派遣用工的工资发放等。这些也是纠纷较多，影响广大人民群众财产安全的领域。

1. 资金结算一般模式及问题

近年来，国家和地方政府十分重视工程资金结算问题，出台了一系列政策文件，如《保障农民工工资支付条例》等，有力保护了农民工合法权益。但是，由于长期以来形成的一些行业生产组织方式不规范，源头上建设资金不足，治理欠薪制度措施刚性不够，用人单位主体责任没有完全落实到位等原因，导致拖欠农民工工资问题屡治不绝。

以劳务派遣工资发放为例，如图 18 左侧所示，一般模式中，用工单位将劳务派遣费用支付给劳务派遣机构后，劳务派遣机构如不能按时发放劳动者工资或者跑路，劳动者将不能取得劳动报酬，极易引起劳动纠纷，不利于社会稳定。

2. 资金结算信托业务模式

将信托机制运用到工程资金结算中后，通过信托制度的稳定性和财产隔离制度，保证劳动者应得的资金报酬不被挪用，有力地维护了劳动者的合法权益。劳动派遣机构与信托公司签署信托合同，信托公司作为受托人设立管理工程资金结算信托。如图 18 右侧所示，用工单位将劳务派遣费用直接支付至信托专用账户，而不再支付给人力资源服务公司，由信托公司按时向劳动者结算工资，这样可以有效防止人力资源服务公司不按时发放劳动报酬或者跑路的风险，避免引起劳动纠纷（见图 18）。

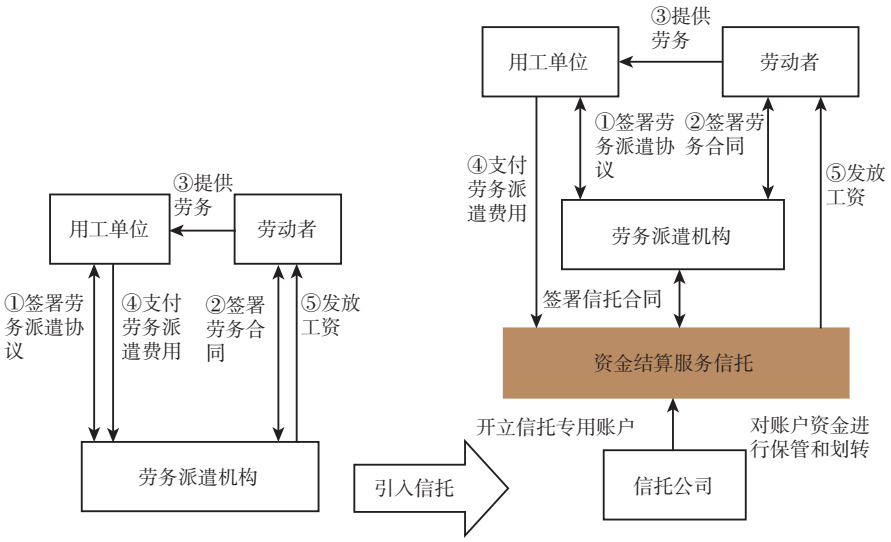


图18　劳务派遣工资发放

3. 典型案例

西部信托于2019年成立了“西部信托·通享1号服务信托”，截至2021年10月31日，该信托累计出金和入金均达到50多亿元。

该信托的委托人为网络货运平台公司。该信托接受委托人委托，为其开设统一的专用信托账户，利用银行以及第三方支付公司等成熟、快捷、便利的线上及线下服务工具，按照委托人指令，为其运输货款的清分、贸易资金支付提供结算服务，同时为资金方的融资资金提供清算及监管服务。产品交易结构图如图19所示。

通过设立信托有效帮助了委托人实现资产风险隔离、财务规范化运营，同时可以有效提高中小企业的资金使用效率和账户管理安全性，增强线上贸易的安全性。该类业务创新利用公司的金融科技赋能服务贸易发展，取得了良好的效果。

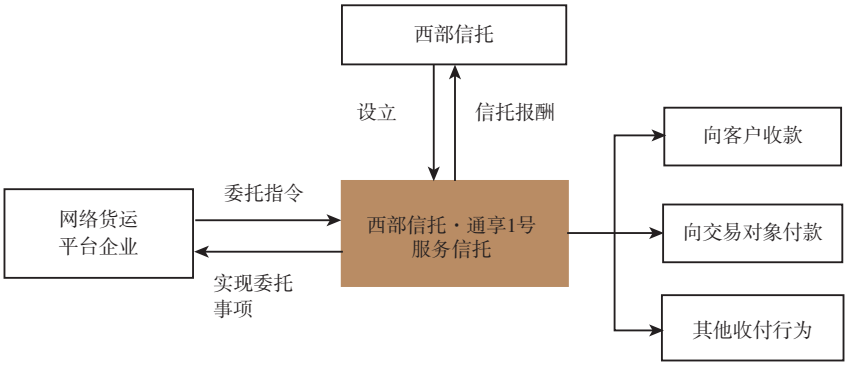


图19　西部信托·通享1号服务信托

七、相关政策诉求与发展建议

综合我国涉众性社会资金管理现状与其他国家和地区的先进经验来看，加强制度建设，为信托机制应用创造良好环境十分必要。对信托公司而言，也应加强内部建设适应信托行业转型发展，创新发展涉众性社会资金管理信托业务，为保护人民群众财产安全、提升社会治理水平贡献力量。

（一）相关政策诉求

通过借鉴其他国家和地区政策上的支持措施及先进经验，结合涉众性社会资金管理管理现状，对我国当前信托参与涉众性社会资金管理提出政策性建议具体如下：

1.加强制度建设，构建“1+N”政策体系

（1）加强顶层制度设计统筹涉众性社会资金管理。通过梳理总结海外经验可以发现，如若顺利推进信托参与涉众性社会资金管理，在监管政策层面进行强制规定具有很大必要性。在预付款信托发展较为成熟的我国台湾地区，针对美容、洗衣、殡葬、民宿、休闲农场、健身中心等几十个行业均出台了详细的定型化契约应记载及不得记载事项条文，对预付款需交由信托管理做了强制性规定，促进了预付款信托的发展。日本也根据发行主体风险的不同，对预付式票证发行采用了申报制和登记制。

因此，本研究认为应加强顶层制度设计统筹涉众性社会资金管理，如人民银行、商务部、住建部、银保监会等多部门联合在顶层设计层面进行纲要性制度设计，指导并促使不同场景涉及监管部门依照顶层制度设计制定相应细则、并进行相应调整与执行。顶层设计在涉众性社会资金管理的制度体系中扮演着“1”的角色，发挥统领作用。

（2）加强制度协调形成制度共识。建议各部门、各地方根据顶层设计部署具体实施方案，制定预付式消费、押金管理、物业管理及其他领域及具体行业的监管政策，各地区构建本地的管理体系，弥补制度空白。这一系列文件构成“1+N”制度体系的“N”，将构建起目标明确、分工合理、措施有力、衔接有序的涉众性社会资金管理“1+N”政策体系。

第一，加强各监管部门、地区之间的政策协调。由于涉众性社会资金涉及场景众多，每种场景可能受不同监管部门的政策约束。因此建议在顶层制度统筹下，加强对不同的领域、地区出台的制度的协调。包括规定的具体细则是否保持一定的统一性，政策出台的时间是否保持在一定的范围等。

第二，加强现有制度与已有制度的协调。由于涉众性社会资金管理信托的推进可能涉及的监管部门及相应制度众多，在对现有制度进行修改完善或者出台新的制度过程中，需充分考虑是否与现存的其他相关制度存在矛盾或冲突之处。首先需相对全面地搜集所有相关制度，筛选出拟修改或添加内容与现存制度可能存在矛盾或冲突的具体条款，仔细斟酌研判制度的修改成本，综合考虑制度间的约束关系，最大限度地降低制度的设计成本。例如，在涉众性社会资金管理信托业务开展过程中，由于涉及的资金收付方较多，反洗钱及客户身份识别工作是否需要沿用目前资管产品对于反洗钱及客户身份的要求，就属于需要做制度协调统筹的情况。

（3）综合考虑多方利益诉求进行制度具体设计。涉众性社会资金管理信托运行过程中涉及主体较多，可能包括商家、客户、企业、雇员、和信托机构等多个主体。商家或企业希望资金使用灵活便捷，存管比例越低越好；客户则希望最好全部资金都存管，保障资金的安全；而信托机构考虑更多的是如何满足合规要求，不承担资金划转的审批责任与风险。因此需综合考虑多方利益诉求进行制度设计。否则可能会导致制度实际执行过程中出现障碍，或者导致某一方主体在政策框架下存在利益受损，甚至生存困难等情况，进而阻碍涉众性社会资金管理长期发展。如对于商家或者企业而言，预付款、押金收入往往在其实际运营过程中起到补充日常运营流动性的作用，将这部分资金纳入信托保管账户，可能对其日常现金流管理造成不小的压力。在制定政策前，需相对全面地实地调研考察相关主体的利益诉求，以推动该业务长远发展。

2. 加强信托参与涉众性资金管理的政策支持

涉众性社会资金管理信托本质上是服务信托的一种，其涉及场景丰富，主体多元，未来发展空间巨大。当前信托行业面临转型发展关键时点，涉众性社会资金管理信托可作为信托公司服务实体经济，回归本源的业务方向之一，本研究认为应加强信托转型相关政策支持，使其在涉众性社会资金管理领域更好地服务社会。

由于服务信托与传统的资金信托在交易结构、信托目的以及社会意义上存在明显差异，若将其纳入目前的统一信托监管框架，则有碍于服务信托业务在实际运行过程中充分利用信托制度优势服务社会。因此建议针对服务信托出台专门的监管政策，尤其是涉众性社会资金管理信托，由于其对信托保管机构的信用要求较高，对于开展此类业务的信托公司也应设置一定的准入标准。具体而言，建议从以下几个方面对信托公司从事涉众性社会资金信托进行政策支持：

（1）对于涉众性社会资金资金信托业务具体运作流程作出基础规定。目的是借鉴海外国家或地区成熟经验，促进涉众性社会资金管理信托业务长足发展。对涉众性社会资金管理信托业务具体运作流程作出一些基础性、原则性的规定，如初期是否以自益信托为基本模式，在该模式下，应在信托文件中特别规定信托终止等事项由受托人主张，及限制经营者受益人

的受益权等来避免因经营者恶意而给消费者造成损失等；信托公司直接与预收款企业建立信托关系，简化委托人管理，避免高频次委托；明确信托财产运用限制，受托财产不得运用于投资目的，保障预付的特定目的；明确信托清算流程，在企业倒闭等情况下，消费者获得信托受益权，保护消费者利益；建立行业规范的合同范本和定期的信息披露制度等。

（2）对于信托公司开展涉众性社会资金管理信托业务设置准入标准。由于信托公司参与涉众性社会资金管理优势，主要是发挥信托制度的破产隔离功能，保障资金使用不被挪用侵占，信托公司作为相对独立客观执行资金监管职责的第三方机构，其自身信用和经营情况相对更为重要。出于保护参与各方利益必要性的考虑，建议对信托公司开展涉众性社会资金管理信托业务设置准入标准，如对注册资本、净资产、管理资产规模、行业评级以及软硬件配置等方面做一些要求和限制。涉众性社会资金的特点是数额较大，涉及的行业、经营者、消费者众多，这对信托公司的托管、运营能力也提出了极大的考验。具体到各家信托公司，也只有通过规模化运营预付卡信托才能实现较好的盈利效果。因此金融科技的建设是信托公司开展涉众性社会资金信托业务必不可少的基础和保证。建议监管对金融科技也提出基础性配置要求。

（3）形成有效监管机制。由于设立涉众性社会资金管理信托目的主要为保障涉众性社会资金安全，因此建议可以引入第三方审计评估机制，引入监察人制度等防范资金使用风险，形成有效监管机制。但由于引入三方审计评估机构对于信托本身而言增加了运行成本，信托机构、消费者以及商家理论上可能无意愿主动聘请。因此建议在制度层面进行强制规定，要求涉众性社会资金管理信托在设立过程中必须有第三方审计评估机构或监察人的参与，对开展预付式消费经营者的审查监督、对经营情况的信息披露、预付合同的完善等方面进行监察，进而促进涉众性社会资金管理信托形成完备的内外部监管体系，促进其长足发展。

（二）信托公司发展涉众性社会资金管理信托的建议

涉众性社会资金管理信托业务有望成为信托公司重要的业务转型方向，涉众性社会资金管理的业务逻辑与管理与传统信托业务相比有较大的差异，建议从以下几个方面提升综合竞争力，更好地服务于实体经济、满足人民群众对美好生活的需要。

1.统筹发展，制定业务发展规划

从战略层面来看，转型是一个系统工程，需要全面统筹，进行自上而下的设计与规划。第一，确定目标，整体规划。需要立足当下、着眼未来，聚焦“十四五”规划纲要中民众对美好生活新需求，制定战略发展目标，根据目标场景需求开展涉众性业务的顶层设计，奠定转型框架基础。第二，以战略目标为指导，细化分解战略目标。细化各类业务指标，对核心业务与管理体系目标进行重构，并设计升级改进策略。第三，建立反馈与迭代机制。业务体系初步建立后，需建立灵活的反馈机制，予以不断优化组织和结构设计，形成闭环，通过不

断迭代，形成常态化迭代演进能力，实现场景服务能力提升的战略目标。

2. 建立相关业务体系、人才体系、考核体系

战略目标确立后，信托公司需要建立与之相适应的业务体系，兼顾场景需求与业务发展，以不断强化业务领域的专业度。一是要根据聚焦的行业的商业逻辑设计业务模式、风控标准、运营模式。涉众性社会资金管理信托业务涵盖类别较广，每一类业务的应用场景和商业逻辑均有不同，但是对账户管理能力的要求普遍较高。需要信托公司设计具有涉众性信托业务适应性的全流程管理，以业务为导向的销售体系、风控体系、运营体系、管理体系，以追求提高效率及可复制化发展。二是培养专业人才。信托公司需要根据所要布局的领域，培养和引进专业人才，加强研发。三是根据展业情况，适当加强组织变革，以设立事业部、专业团队等形式，形成专业条线发展。四是在绩效考核方面，向新业务进行倾斜，充分激发员工参与涉众服务信托的积极性。

3. 强化金融科技支持与保障，打造高效便捷的服务体系

涉众性社会资金管理信托业务，以账户保管、风险隔离、权利规划、交易执行等为基础，信托通过发挥数据处理、账户管理、清算交割、利益分配、信息披露等功能，保障参与各方的公平与互信。这类服务信托的高效开展必须依赖体系化、标准化的账户运作与管理，对于信息与数据处理的时效性、准确性、高效性及稳定性提出更高要求。一是增强业务管理能力，在结构设计、流程控制、交易管理等方面形成标准化管理流程与运作方式，以提升效率。二是提升精准服务能力。更好地链接各个平台的系统，及时响应平台需求、处理多维数据、处理复杂信息、验证订单信息，准确进行服务。三是根据业务重新设计关键风控环节，实时记录并核对各个业务平台的信息流、资金流、物流，降低信息不对称，进一步提升风险防控能力。四是加强外部合作，信托公司可以加强和银行的合作、科技服务类公司的合作，扩展业务、提升服务效率。

4. 转观念、谋发展，强化信托文化建设

涉众性社会资金管理信托业务的持续健康发展离不开良好的信托文化。弘扬以信义为核心的信托文化，增强受托管理能力、服务能力，才能实现信托功能从过去利差模式向综合服务的转变。一是强化受托人文化，强化树立守正、忠实、专业的受托文化，以客户为中心，以服务为核心，以账户为载体，引导信托公司向信托服务角色转变，同时加强对信托受托服务功能的正面舆论宣传，积极营销及推进信托服务功能。二是树立创新文化，形成转型的共识和文化氛围，在各个层面引导全员参与，通过培训、论坛、讲座等方式，帮助员工理解新业务，认知转型和创新的紧迫性和必要性。三是树立科技文化，未来科技与信托的关系应从应用到引领，信托文化与科技文化的全面融合共生将是双方实现优势互补、互利共赢的必然选择。

伍

中国家族信托专题研究报告（2021）

课题指导专家：周小明

课题牵头单位：中信信托有限责任公司

编写组成员：

涂一锴　周　萍　杜　哲　朱文君	中信信托有限责任公司
李　欢　邓　婷　黄殿均	长安国际信托股份有限公司
罗思婕　杨显峰　周明泽	广东粤财信托有限公司
鲁长瑜	吉林省信托有限责任公司
吕致文　冷春鹏　徐　进	建信信托有限责任公司
江如青　王　俊	陆家嘴国际信托有限公司
周贵庆　王　晶　王　满　王　嘉　佟　玲	西藏信托有限公司
和晋宇　殷晓薇	中诚信托有限责任公司
陶斐斐　郝奕斐	中国对外经济贸易信托有限公司
李　亮　高哲蒙　袁　路　黄婷儿	中建投信托股份有限公司

摘要

在国内经济增速放缓与金融市场波动加剧的背景下，高净值人士对市场的不确定性认识加深，避险情绪加强，“保证财富安全”与“财富传承”成为主要财富目标，从需求端推动了家族信托的进一步发展。在供给端，开展家族信托业务的信托公司持续增加，中国信托登记有限责任公司数据显示，截至2021年6月末，已有59家信托公司开展家族信托业务，家族信托业务规模超过2 800亿元，已持续5个季度保持上升态势。在需求端与供给端的双向推动下，这项被称为财富管理领域“皇冠上的明珠”的业务近年来发展稳健，“蓝海”特征日益明显。

本文致力于立体、白描地呈现中国家族信托图景。首先，对家族信托的客户特点、参与主体、服务方式、受托人专业能力等方面刻画中国家族信托发展现状。其次，通过论述与案例相结合的形式，展现中国家族信托在信托目的、资产类型、分配方案、资产配置等方面涌现的创新。再次，从信托公司在家族信托中的法定定位、现实状态与未来角色进行分层解析。随后，分析中国家族信托当前面临的主要挑战，认为在产品供给、认知误区、服务体系及能力建设上仍有提升空间。最后，从市场、服务体系、投资模式的角度研究中国家族信托的发展趋势，认为家族信托在未来一段时间内仍将保持增长态势，作为家族信托服务主体的信托公司在服务体系与投资模式上将更加丰富与成熟。

一、中国家族信托的现状分析

信托的起源最早可以追溯到古罗马帝国时期，当时为了规避罗马法对遗产继承人的限制，遗嘱人将自己的财产委托移交给信任的第三人，由该第三人为遗嘱人的妻子或子女利益而代为管理和处分遗产，间接实现遗产继承，这便是早期信托的雏形，主要是处理遗产问题。现代信托制度则起源于11世纪英国的“用益制度”（Uses），主要用于规避当时法律对土地的限制，经过不断发展，到16世纪最终形成信托制度。

信托制度的出现和发展并非出于对投资的需求或者财富的增值，而是通过信托制度规避当时法律对遗产继承和财产管理的限制，进而实现对财富的保护和传承。由此可见，最早的信托便是以“家族信托”为主要表现形式，涉及家庭或个人财产的管理以及遗产的继承等内容。随着社会发展进步，家族财富管理和传承的问题越来越受到关注，家族信托逐渐在欧美发达国家高净值家庭的财富管理过程中被广泛采用，这也与工业革命之后家族企业的逐步发展、遗产税的开征等相关。通过回顾国外家族信托的起源可见，一方面信托等相关法律制度逐步完善，另一方面高净值家庭对于将财富交给独立受托人来管理并实现财富传承的需求日益旺盛，共同促进了家族信托的迅速发展。

在海外家族信托发展百余年后，我国的家族信托业务在相关制度逐步建立健全的背景下，在经济飞速提升和社会财富逐步累积的基础上，为了满足高净值家庭对于财富管理、传承、保障等需求而迅速发展。

家族信托在我国的首次尝试始于2012年，2013年初平安信托落地国内首支家族信托产品，随后，家族信托业务在我国发展迅猛，外贸信托、中信信托、上海信托等多家公司纷纷进行业务布局，我国的家族信托业务快速走过理论学习和概念推广阶段，形成了一定业务规模。近年来，家族信托相关监管政策逐步完善。2018年银保监会发布《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》（以下简称“37号文”），首次在监管文件中明确家族信托的定义，为业务持续健康发展奠定了基础。作为信托行业回归本源的重要业务类型，家族信托迎来蓬勃发展，越来越多的信托公司参与其中，为高净值客户提供更为完善的家族财富管理服务。第十三届全国人大会议通过的《民法典》在2021年正式实施，其中明确了自然人可以依法设立遗嘱信托，进一步完善了继承制度，同时也丰富了家族信托的设立方式，对家族信托的发展具有重要意义（见表1）。

表1　我国家族信托业务发展的重要事件

时间	组织/机构名称	事件
2013年1月	平安信托	设立“平安信托·鸿承世家单一万全资金信托”，总额度为5 000万元，是国内首支家族信托产品
2013年5月	外贸信托、招商银行	推出国内第一例私人银行家族信托产品
2014年1月	中信信托	开启“家族办公室”服务，并宣布签下首单“家族办公室”合约
2014年1月	上海信托	成立了名为“家族管理办公室”的部门，主要对接具有家族信托需求的客户
2014年4月	中国银监会办公厅	《关于信托公司风险监管的指导意见》发布，提出“探索家族财富管理，为客户量身定制资产管理方案”
2014年5月	中信信托、信诚人寿	推出国内第一例保险金信托产品
2017年5月	国家税务总局、财政部、人民银行、银监会、证监会、保监会	联合发布《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》，这对我国境内家族信托业务具有一定的促进作用
2018年8月	中国银保监会	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》（即“37号文”），首次在官方监管文件中明确家族信托的定义和业务规范
2019年11月	最高人民法院	发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》，家族信托可参考适用其中关于营业信托财产独立性及债务隔离性的规定
2020年5月	第十三届全国人大会议	审议通过《民法典》，并于2021年1月1日起开始实施，明确了遗嘱信托的法律地位，对家族信托的发展具有重要意义

资料来源：课题组根据调研统计整理。

（一）家族信托的实践概况

1.家族信托的定义与要素

（1）家族信托的定义。在“37号文”中，明确了家族信托的定义“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”；并指出家族信托的设立门槛，“财产金额或价值不低于1 000万元，受益人应是包括委托人在内的家庭成员，但委托人不得为唯一受益人”；强调“单纯以追求信托财产保值增值为主要信托目的，具有专户理财性质和资产管理属性的信托业务不属于家族信托”。

（2）家族信托的要素。从信托要素角度分析，家族信托的信托目的、信托财产、信托当事人以及信托管理和处分的行为也具有其自身特点，与其他信托业务有一定程度的不同。

一是信托目的。根据定义，家族信托的信托目的是家庭财富的保护、传承和管理，不能

仅是单纯的财产保值增值。在业务实践中，委托人设立家族信托的目的主要涉及财富传承、财富规划、资产隔离、遗嘱替代、协议替代、养老医疗、税务规划、公益慈善等。调研数据显示，信托公司所设立的家族信托的信托目的排在前三位的是财富传承、财富规划和资产隔离。此外，信托目的包含遗嘱替代的家族信托也占据一定比例；信托目的包含养老、税务筹划以及公益慈善的业务数量虽然较前述信托目的类型较少，但近年来规模和数量也呈上升趋势。总体而言，家族信托的信托目的较为复合。

二是信托财产。家族信托的信托财产应是委托人的合法财产，其金额或价值应不低于人民币1 000万元。家族信托的信托财产类型较为丰富，除了较为普遍应用的货币资产、资管产品、保单等金融资产，还包含企业股权、不动产、艺术品等多种形式的非金融资产。随着越来越多的高净值客户了解并选择家族信托作为其财富管理的重要工具，置入家族信托的财产种类更加丰富多样。

三是信托当事人。家族信托的委托人可以是单一个人或者家庭，目前在我国的业务实践中以单一个人为主，探索和推进以家庭作为委托人的家族信托业务模式需合理设置相关当事人和主体的权利；我国家族信托的受托人即为信托公司，但从海外家族信托业务发展看，家族信托的受托人不仅局限于信托公司，还可以是专业的家族办公室等机构；按照定义，家族信托的受益人应是包括委托人在内的家庭成员，但委托人不得为唯一受益人，这充分体现了家族信托的核心特征，即以实现家族财富保护、传承和管理的目的。

四是信托管理和处分行为。在家族信托业务中，信托的管理和处分主要包含定制化事务管理和金融服务。具体而言，受托人在家族信托服务中应按照委托人的需求，根据信托财产管理运用需要，进行财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益（慈善）事业等多方面的事务管理或金融服务。此外，“37号文”规定家族信托不适用《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”）相关规定，这使得家族信托的财产管理、运用和处分有别于其他信托产品。

2. 家族信托的特点与功能

（1）家族信托的特点

一是信托目的复合多样。如前所述，委托人设立家族信托的目的不仅包含财富规划、资产隔离、养老医疗、财富传承等方面的需求，也包含遗嘱替代、税务筹划、公益慈善等多种诉求。一方面，委托人通过复合多样的信托目的可以实现对家族财富的全面规划和保障；另一方面，信托目的多样化和综合化也是家族信托具备较高灵活度和较强服务水平的主要体现。

二是信托财产种类丰富。家族信托业务开展初期，委托人设立信托的财产以金融资产尤其是货币资金为主，也包含部分资管产品、保单等，而随着高净值客户在传承非货币类财产方面的意愿逐步增强，家族信托财产的类型正不断丰富，以企业股权、不动产、艺术品等财

产设立家族信托的情形进一步增加，家族信托管理的信托财产种类不断丰富。

三是信托存续时间较长。家族信托是对客户家庭或整个家族的财富管理和规划，一般存续时间较长。委托人需要在家族信托方案中全面判断其自身以及受益人在生命周期不同阶段的不同需求，进一步综合家族或者企业的治理情况，对家族财富进行合适的分配条款设计，同时也有越来越多的委托客户希望能够传承家族精神财富，因此，家族信托需要较长的存续周期才能满足以传承为主的信托目的。

四是管理运行要求专业。委托人设立家族信托，充分体现了其对受托人能够保证持续专业管理、长期稳定服务以及全面完善保障的深度信任，这对信托公司的受托管理能力提出较高要求，需要受托人在项目存续期保持长期的专业性和稳定性，并提供更为完善的覆盖金融与非金融多方面的服务保障，建立全方位的家族信托服务体系。

五是家族信息私密安全。通过家族信托安排，可以最大限度地保护家族隐私，满足高净值客户私密性需求。家族信托设立之后，信托财产登记于受托人名下，信托财产的管理和运用都以受托人的名义进行，不再对外体现委托人，与此同时，受托人对委托人、受益人以及信托事务管理负有依法保密的义务，可以充分保障委托人及其家族的隐私安全。

六是家族传承全面综合。在家族信托的传承过程中，信托财产完全与委托人财产、受托人财产和受益人财产相隔离，全面保障信托财产，从而避免债务风险、婚姻风险、意外风险及代持风险对家族财富的侵蚀。此外，家族信托可以通过全面灵活的定制化设计，满足不同家族的诉求，并通过专业机构科学的受托管理机制，有效贯彻执行传承方案，确保家族金融资本、人力资本、文化资本、社会资本的全方位、跨周期传承。

（2）家族信托的功能

一是有序传承家族财富。在家族信托全周期中，可以通过完善的分配方案实现合法、有序的分配，在长期财富传承过程中实现单纯通过遗嘱所不能实现的复合目的，例如防范子女挥霍财产、保障子女成长教育、减少继承纠纷、保障医疗养老需求等，充分避免风险、实现有序传承。

二是规划管理家族财产。作为专业资产管理机构，信托公司具备较强的财富规划和资产管理能力，经过对委托人需求的综合判断进行全面的方案设计，进而在专业的管理运行机制支持下，降低财产损失的风险，并进一步通过合理的资产配置提供长期收益，实现家族财富的保值增值。

三是保障家族财富安全。家族信托财产独立性、信息安全私密性等特点，一方面可以有效隔离，避免债务风险，另一方面也可以通过预先规划防范婚姻变故带来的财产损失，同时还可以实现较为严格的信息保密，防止为富所累，充分保障家族权益。

四是促进家族基业长青。目前家族信托已经不仅是财产保护和传承的工具，越来越多的高净值客户通过家族信托的专业顾问服务实现家族治理，通过对家族资产和企业等方面的统

筹安排保障家族发展，通过整合多方面资源满足发展过程中的特定需求，从而为家族财富世代传承护航。

3. 家族信托的政策环境

近年来，陆续出台了对家族信托发展有较大影响的法律和政策，为家族信托的发展创造了良好的政策环境。

首先，“37号文”特别指出家族信托不适用于资管新规的相关规定，表明了监管机构对家族信托发展的支持。其次，最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》，其中第95条在《信托法》的基础上对信托财产的独立性和债务隔离性进行了重申和进一步阐释，家族信托可参考适用其中关于营业信托财产独立性及债务隔离性的规定，这是家族信托隔离功能在司法层面得到的再次认证。

此外，《民法典》的实施对家族信托发展也具有重要意义，《民法典》强调了对私有财产的保护，同时也明确了遗嘱信托的法律地位，进一步丰富了家族信托的设立方式，具有较强的信号意义。不仅如此，信托财产登记制度也有望持续改善，满足信托行业发展的更高要求。

4. 家族信托的发展概况

作为监管鼓励的信托本源业务，家族信托近年来发展迅速，逐步成为信托公司重要的业务转型方向，多家公司加大投入力度、提升重视程度，家族信托服务能力普遍提升。中国信托登记有限责任公司（以下简称“中信登”）数据显示，2013年仅有6家信托公司开展家族信托业务，而截至2021年6月末，开展家族信托业务的信托公司已达59家，行业占比高达86.76%；家族信托业务规模约2 800亿元，连续5个季度呈上升态势，家族信托已经被越来越多的高净值客户接受。

中国信托业协会调研显示，截至2020年年末，建信信托、中信信托、外贸信托等规模居前，其他规模超百亿的信托公司还有浙金信托、山东信托、中融信托、长安信托和上海信托。数据显示，家族信托业务的分布较为集中，规模排名靠前的公司总规模在行业总数中占比较高。从业务增长速度看，2020年有34家信托公司的家族信托业务规模实现正增长，其中15家信托公司家族信托业务增长速度翻倍，包括五矿信托、华润信托、光大信托、中融信托、民生信托、杭工商信托、上海信托等；此外中信信托、外贸信托、山东信托这些规模基数较大的信托公司也取得了60%以上的增长，可见家族信托业务仍然处在高速成长期。从单笔规模上看，截至2020年年末，我国家族信托单笔规模主要在1 000万—3 000万元，此类业务总计3 205单，总规模312.94亿元，占比分别达到74.94%和42.74%；其次是单笔规模在3 000万—5 000万元的业务，总计806单，总规模171.38亿元，占比分别是18.84%和23.41%。据统计，2020年单笔信托规模在1亿元以上的家族信托业务增至78单，规模合计132.76亿元

（上年度数据分别为49单、57.6亿元），家族信托业务超级大单的数量呈现快速上升的趋势，总规模占比高达18.13%，表明家族信托正获得更多超高净值客户的认可，这有助于家族信托提高单笔业务投入产出比，促进业务商业价值的提升。

自2018年资管新规出台后，伴随信托行业的转型，家族信托业务无论在业务规模，还是在参与主体的多样性方面，都迎来了井喷式的增长与变化。与此同时，信托公司抢抓时代机遇，围绕客户的财富管理需求，充分发挥信托制度优势，为客户提供了包括财富保障与传承、资产配置、家族事务管理等综合服务，扩展丰富了中国参与家族信托的客群。

（二）家族信托的客户特点

本节主要采取问卷调研的方式，对当前信托公司家族信托客户画像进行分析研究，调研内容包括近三年业务发展情况、客户主要来源、参与家族信托业务客户的基本情况以及需求等。调研主要分为两项：一是中国信托业协会对68家信托公司的调研，其中43家信托公司填写了家族信托相关问题；二是本课题组发起的参与单位深度调研，8家信托公司[①]就当前公司客户情况，包括性别、年龄、设立目的、委托资产类别、子女情况等进行了细致、全面的调研回复，为后续国内家族信托业务蓬勃发展提供有效的参考。

据参与行业调研的43家信托公司调研样本数据显示，截至2020年年末，家族信托业务存续客户数量为8 193位，较2019年同期增长57.19%；2020年家族信托业务新增客户数量为2 892位，较2019年同期增长60.13%。其中，中信信托家族信托业务客户数量最多，达到1 843位（见图1）。

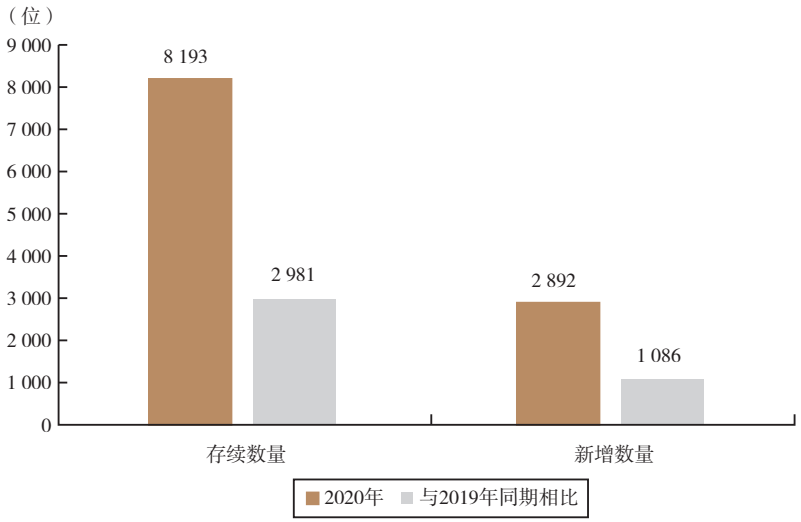


图1　家族信托业务存续客户数量与新增客户数量分布图

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

① 中信信托、中建投信托、粤财信托、陆家嘴信托、吉林信托、外贸信托、长安信托、中诚信托。

1.家族信托客户画像分析

（1）家族信托客户年龄特点。据参与行业调研的43家信托公司调研样本数据显示，设立家族信托的客户年龄主要分布在40—60岁，占比达到64%，成为家族信托客户的坚实群体。而40岁以下的客户数量最少，占比为15.01%。尽管60岁以上的客户数量不是最多的，但该年龄范围客户所带来的家族信托业务规模最大，为370.82亿元，占比达到38%。

该结果反映出40岁—60岁富裕人群随着年龄的增大，财富传承意识逐渐加强，并有计划地开展财富传承规划。而相对年轻的超高净值客户（40岁以下）设立家族信托的需求有待进一步挖掘，该部分客群首要目标仍然是继续创造、积累财富（见图2、图3）。

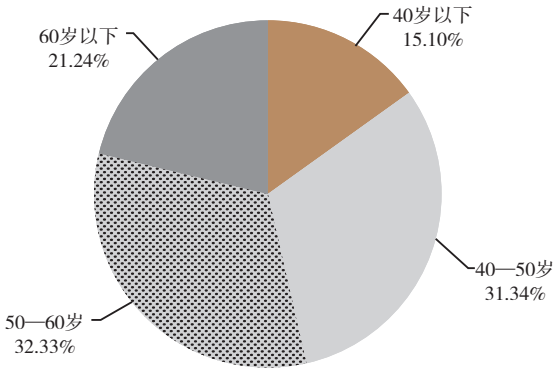


图2　家族信托客户年龄分布图

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

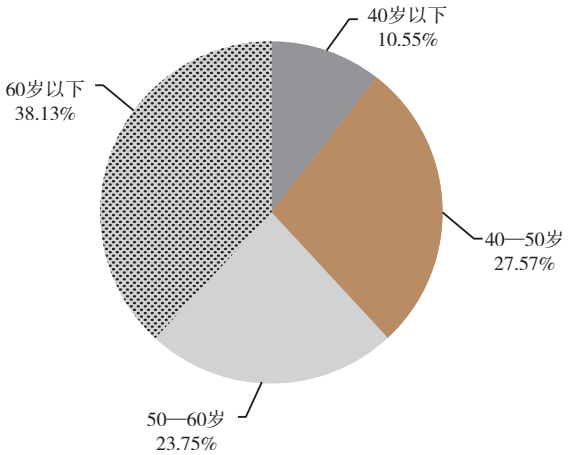


图3　家族信托业务规模累计按客户年龄分布图

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

（2）家族信托客户资产分布。据参与行业调研的43家信托公司调研样本数据显示，大部分开展家族信托业务的客户委托设立家族信托的资产规模主要集中于1 000万—3 000万元，此范围内客户人数占比达38.31%，10亿元以上超高值家族信托业务极少，只有9单。其中在

参与本次调研范围的信托公司中，长安信托在1 000万元—3 000万资产规模区间中的业务数量最多，达到557单（见图4）。

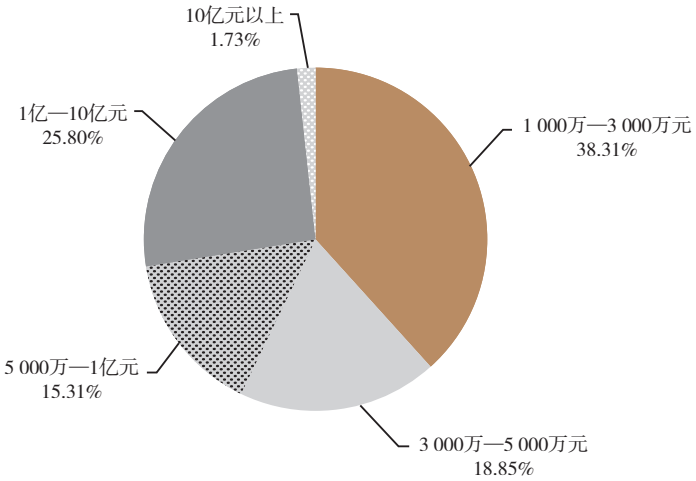


图4　家族信托资产分布图（单数）

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

从累计资产规模来看，客户设立家族信托业务资产规模主要分布在1 000万—3 000万元，此区间家族信托业务规模占总体业务规模的71.72%（见图5）。

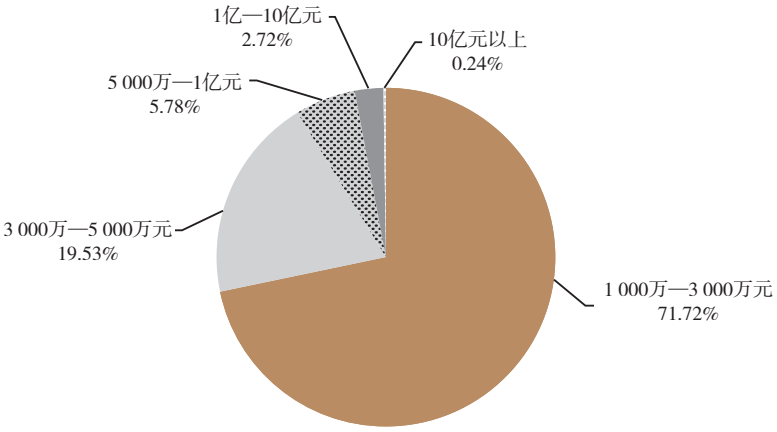


图5　家族信托资产累计规模分布图

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

（3）家族信托客户行业分布。据参与深入调研的8家信托公司调研样本数据显示，家族信托客户的主要行业分布为房地产业、制造业、贸易行业、零售业以及多元金融方向。行业分布的多元性，也决定了客户的背景和需求都有较大的差异。家族信托的服务是非标准化的，更注重客户的定制化和个性化需求，向超高净值客户提供服务的综合要求非常高（见图6）。

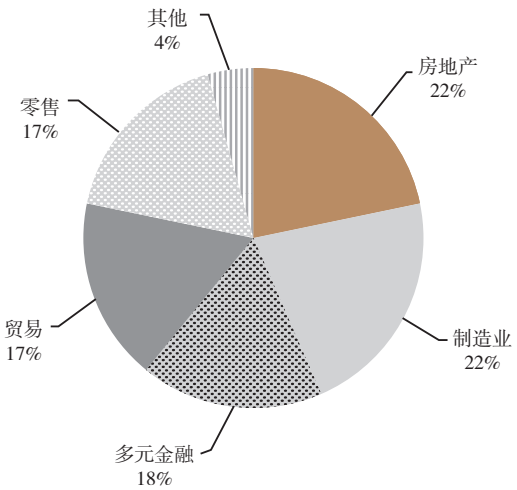


图6　家族信托客户行业分布

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

（4）家族信托客户子女情况。据参与深入调研的8家信托公司调研样本数据显示，大部分家族信托客户家庭是2—3位子女，占比达到39%，其次是有1位子女，占比28%，另有11%的家庭是超过3位的多子女家庭。这也从侧面反映出，家族信托可以充分发挥信托功能优势，帮助委托人实现、解决和改善子女的教育安排、创业支持、养老安排、遗嘱继承等与家庭密切相关的传承问题，同时通过其完善的法律机制以避免家庭内有可能出现的纷争（见图7）。

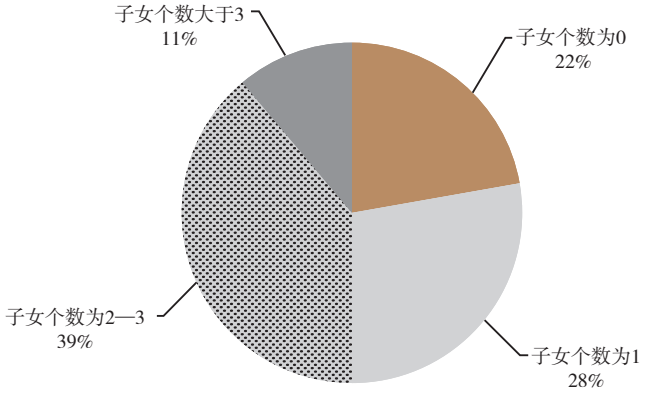


图7　家族信托客户子女数量分布

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

（5）家族信托客户平均年收入。据参与深入调研的8家信托公司调研样本数据显示，家族信托客户平均年收入主要分布在300万—1 000万元，这部分占比达到47%，年收入1 000万元以上客户的占比为20%，300万元及以下客户占比为33%。统计结果显示出家族信托客户群体的总体收入呈现两端少，中间群体人数较多的特点，对于不同收入阶段的客户可

进一步深入了解客户需求，调研其家族信托业务需求方面的共性和特点，便于信托公司结合自身资源禀赋，更有针对性地为客户提供相关服务（见图8）。

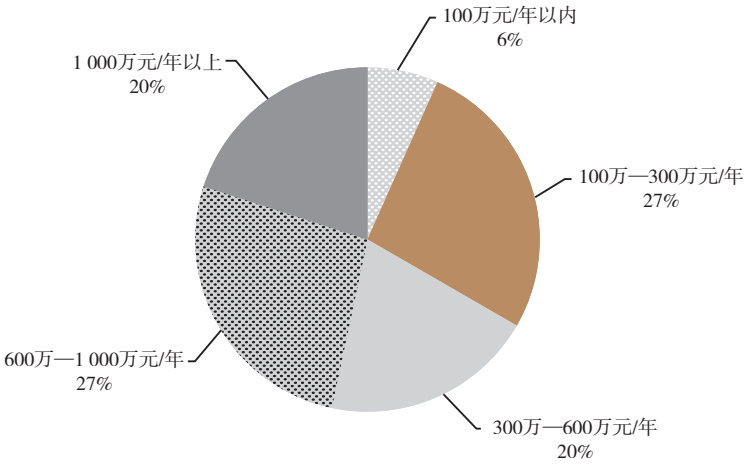


图8　家族信托客户平均年收入情况

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

（6）家族信托客户资产类型分布。据参与行业调研的43家信托公司调研样本数据显示，家族信托客户委托资产类型绝大部分为金融类资产，仅有1单为不动产类资产。从业务单数统计，占比最高的金融资产类型为现金资产类，共计2 876单，占比65.05%，其次为理财资管计划，共1 049单，占比25.34%（见图9）。

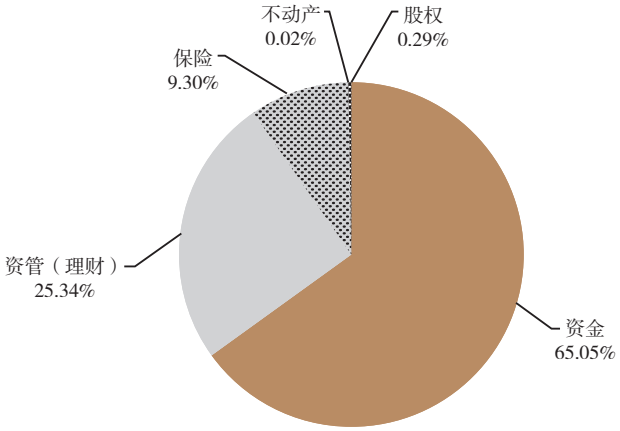


图9　家族信托业务客户资产类型分布图（单数）

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

从委托资产的规模看，家族信托金融资产规模累计为1 064亿元，占比为94.98%；资金类资产规模达569亿元，占比为53.49%；除一单不动产类资产委托外，无其他类型的资产委托（见图10）。

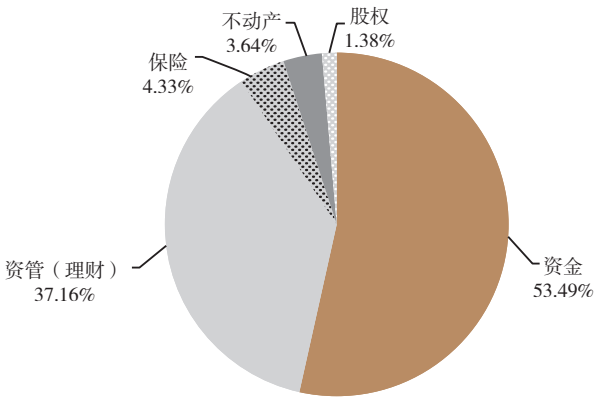


图10　家族信托业务客户资产类型分布图（规模）

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

2. 家族信托客户需求分析

（1）客户设立家族信托的目的。据参与行业调研的43家信托公司调研样本数据显示，家族信托设立的主要目的为财富传承的业务数量最多，占比达60.98%，其次为财富规划，占比为17.18%，而家族信托设立的主要目的为协议替代和家族基金的业务数量最少。

家族信托客户已逐步由过去的财产保值增值转向了代际传承，从早期的打理财富的需求进一步提升到更关注传承、家族财产规划和安排、资产隔离、遗嘱替代、慈善公益等各个方面（见图11）。

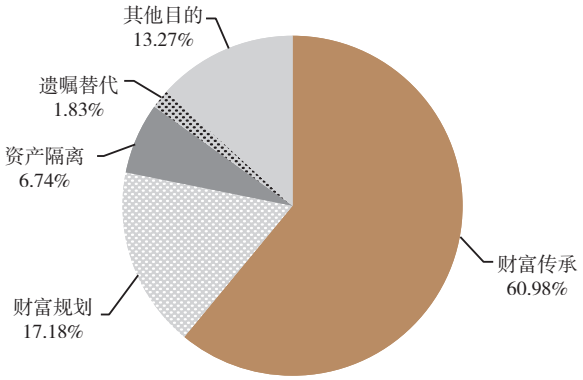


图11　家族信托设立主要目的分布图

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

（2）家族信托客户合同期限。据参与行业调研的43家信托公司调研样本数据显示，家族信托合同期限主要模式为无固定期限合同，占比达58.34%，合同期限在5年以下的家族信托业务最少，占比仅为4%。其中，合同期限为无固定期限的业务中，中信信托的业务数量最多，为1 440单，所有信托公司整体平均为74单（见图12）。

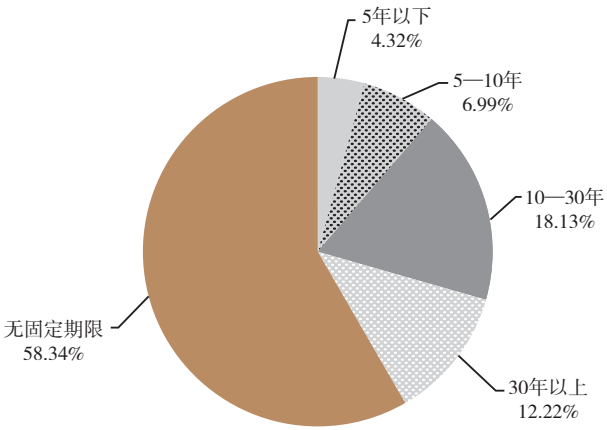


图12　家族信托业务合同期限分布图

资料来源：课题组根据中国信托业协会调研资料整理。

3.家族信托业务客户特征

家族信托是信托的本源业务，充分发挥了信托制度的天然优势，信托作为一种法律关系，具备资产隔离、财富管理的功能，信托公司发展家族信托具有突出的制度优势，也是回归本源的重要体现。家族信托在中国经过不到十年的发展，市场需求的日益旺盛，监管政策的鼓励与支持，都为家族信托业务的发展提供了良好的土壤，无论是业务规模还是客户基数，都获得了较大幅度的增长，并成为各家信托公司积极转型的重要方向。

我国家族信托业务的受托目的虽然不尽相同，委托财产也具备多样性、时间长等特点，受托人发挥的功能也存在差异，特别是在经历了新冠肺炎疫情后，叠加当前相对动荡的国际政治经济环境，设立家族信托的客户传承的需求更加凸显，成为超高净值人士设立家族信托的首要目的。基于调研数据可以看到，信托行业中选择家族信托服务的客户一般以40岁至60岁、多子女家庭为主，委托信托公司设立家族信托的资产规模主要分布在1 000万—3 000万元区间，资产类型主要以金融资产为主，设立目的大部分集中于财富传承，客群所属行业比较多元，主要分布在房地产、制造业、多元金融、贸易以及零售业。

基于调研数据可见，目前家族信托业务正处于快速发展阶段，信托行业积极摸索家族信托展业模式，研究符合不同客群个性化需求的家族财富管理、财富传承、财产隔离的信托方案。伴随家族信托业务迅猛的发展，相信基于庞大客户群体和现实需求，未来此类业务将成为信托公司展业重点，以及转型发展的核心。

（三）家族信托的参与主体

从家族信托业务涉及的职能角色划分，可以分为受托、运营、托管、资产配置及增值服务提供者。而国内参与家族信托业务的相关主体包括信托公司、商业银行、券商、保险公

司、律师事务所、会计师事务所、其他资产管理机构和第三方服务机构等。

1.家族信托的不同业务职能

（1）受托和运营职能。在我国现行的法律框架下，信托公司是国家特许经营的、受监管的受托人，“37号文”明确家族信托是“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。因此国内家族信托的受托人只能由信托公司担任。

（2）托管职能。家族信托的资金需要开设独立的托管账户，托管人的职责主要包括安全保管金融类资产、办理清算交割、信息披露、估值、对托管财产报告出具意见等。同时托管人对于家族信托合同中约定的投资范围、投资比例限制等也有审核义务。目前这一职能只能由银行担任。

（3）资产配置职能。家族信托财产的保值增值是业务架构中最重要的职能之一，也是各主体竞争最激烈的职能，除信托公司外，银行、券商、第三方财富机构、其他资产管理公司及保险公司等，也可以投资顾问或财务顾问的角色提供配置服务。

（4）增值和衍生服务职能。根据服务类型的不同，信托公司、律师事务所，会计师事务所（税务规划）、保险公司（保险金信托），慈善机构（慈善信托），可以为家族信托提供财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益（慈善）事业等增值和衍生服务。

2.不同主体可提供的服务及功能

（1）信托公司。在家族信托设立阶段，信托公司要根据监管要求对委托人进行尽职调查，审查受托财产合法性和合理性；并根据委托人的需求设计家族信托架构、分配方案、投资方案，通过信息系统和法律文件具体落实和实施。

在家族信托运行阶段，信托公司主要承担信托财产管理和事务性管理工作。在资产配置能力上，信托公司已形成自身业务优势：过去多年信托公司在投资银行业务、债性投资、非标投资等方面具备有竞争力的研究管理能力，为客户提供了持续稳定收益，也培育了一大批高净值和超高净值的稳定客户群体。此外，国内信托公司的财富管理逐渐形成体系，信托客户经理与委托人的高效沟通和服务，也是很多客户选择信托公司直接设立家族信托的原因。

在家族信托业务中，财产管理主要有三种模式，即全权委托型管理、咨询型管理和指令型管理。全权委托管理是委托人全权委托信托公司按照事先约定的投资框架代理客户进行投资和资产管理；咨询型管理是信托公司负责向客户提供配置建议，客户做最终决策；指令型管理是信托公司完全按照委托人的具体指令执行操作。

家族信托的事务性管理涉及信托利益分配，信托公司需要根据信托方案对受益人的分配申请进行资格审查，并执行分配指令。此外，信托公司还要负责信托资产的估值复核、信息

披露、执行变更家族信托方案指令、终止清算等全流程运营和服务工作。可以说家族信托的传承、资产隔离、财产规划、特殊安排等功能都要通过信托公司的合约、系统和运营实现。

（2）银行。银行在家族信托业务开展过程中主要担任托管、投资顾问或财务顾问角色。相比其他机构，商业银行有更好的信用基础；同时，高净值人群与主办银行的往来业务较多，双方容易建立稳固的信任关系。除此之外银行还承担了家族信托的托管职能，为家族信托开立独立的托管账户，确保资金安全，同时对家族信托交付金融资产进行估值、复核等。

（3）券商。券商在家族信托业务中主要担任投资顾问或财务顾问角色。与银行一样，券商在资产配置，尤其是在二级市场配置方面有着牌照和研究优势，不少券商也利用这一优势开展了家族信托业务。

（4）第三方财富机构。第三方财富机构在家族信托业务中主要担任投资顾问或财务顾问角色。相较于信托、银行和券商，第三方财富机构在业务上更为灵活，比如可协助客户搭建境内外家族信托架构。但考虑到第三方财富机构并非持牌金融机构，客户一般会对业务涉及的合规和风控把控存在一定顾虑。

（5）律师事务所。在家族信托设立前，律所可以提供法律咨询服务及协助制作法律文本等。在家族信托设立后，委托人可选择律师事务所担任监察人或者执行人的角色。

（6）会计师事务所。对于有涉外身份或涉及境外税务筹划的委托人，会计师事务所的税务筹划是其家族信托方案设计中的重要部分。这部分职能主要由会计师事务所或税务事务所参与。

（7）保险公司。保险公司在家族信托架构中可以担任投资顾问或者投资管理人角色，家族信托的投资配置可能涉及保险产品或者保险公司发行的资管产品。另外，在保险金信托中，可以将保险产品的受益人变为家族信托，也可由家族信托来支付保险金，这部分需要保险公司与信托公司共同配合完成。

（8）慈善组织。近年来，随着我国慈善事业的发展、公益慈善路径的丰富，高净值人群回馈社会的意愿上升、渠道畅通，家族信托的设立目的中慈善的出现频率越来越高，慈善组织在具体慈善项目的选择、捐赠的落实等方面有着更为丰富的经验和体系，因此慈善组织在家族信托中的参与度较以往明显提升。

（9）其他资产管理公司。如公募基金、私募基金等投资机构，都可以家族信托投资顾问或投资管理人角色，为家族信托中的信托财产实现保值增值。

（四）家族信托的服务方式

1.标准化与定制化

国内信托产品从产品层面可分为标准化产品和定制化产品两类。标准化家族信托的方案

即是采用标准化设计，适用于无特定需求的家族信托客户。而定制化家族信托，一般适用于设立门槛较高，基于家庭情况有一定特殊需求的超高净值客户群体。

（1）标准化信托。标准化的家族信托主要有以下特征：一是采用统一的标准信托合同模板；二是客户可填选内容通常包括委托人信息、受益人及顺位安排、信托利益分配方式、管理模式等条款；三是客户认可信托合同，即可签约设立家族信托。国内标准化家族信托的起点金额通常低于定制化的家族信托，标准化的家族信托利益分配方式相对简单固定，协议文本相对简化且数量较少。在信托公司的实践中，标准化家族信托占比优势明显，该模式既可以帮助客户理解家族信托的基本功能，引导客户进一步了解复杂架构的家族信托，也可以通过降低起点，以标准化模式快速做大客户规模，提升市场影响力，同时为定制化的家族信托积累经验。

（2）定制化信托。除标准化的信托产品外，部分信托公司根据高净值客户的特殊需求，推出定制化家族信托服务。针对委托人家族特点找到最优解决方案是定制化家族信托的优势所在。以信托利益分配为例，由于所有权与收益权分离，家族信托分配条款非常灵活，可进行个性化设计，满足多元传承需求。比如子女尚年幼或其他不具备财富管理能力的情况下，设定获取条件，可按月领取，也可在上学、求职、结婚等关键节点上进行有规划的领取，还可以设置领取的一系列条件，不满足条件将无权得到资产，以此来激励子女成长。在受益人方面，可以是子女、配偶等直系亲属，也可以是隔代出生或未出生的孙子女。资产一旦进入家族信托，除了受益人之外，其他人均无权触及资产。即便委托人身故，依然可以按照委托人生前意愿对财产进行分配和处置，实现财富安全传承。

定制化家族信托必须安排有效的调整机制、预留足够的调整空间。家族企业、家族成员的情况可能随时发生变化，委托人的诉求也可能随时改变。每一个定制化家族信托都是一个宏大工程，要从分配与实现、投资与制衡、保护与救济、沟通与响应四个层面进行有效安排。

2. 自主决策型与受托管理型

从信托公司视角，按照资金运用权限划分，目前业内开展的家族信托可分为：自主决策型与受托管理型。

（1）自主决策型家族信托。自主决策型是指基于委托人的信任及委托，信托公司承担全部或部分信托财产投资决策的管理职责的信托业务。该模式优势为委托人无须自行挑选产品，节省时间精力；无须参与交易流程，交易效率更高。该模式要求信托公司具备较强的投资配置及组合管理能力。信托公司须通过主动管理建立投资组合，搭建匹配不同风险—收益偏好的多策略解决方案，在投资领域的专业能力可帮助高净值客户寻求符合其投资需求与风险承受能力的最佳投资组合。

（2）受托管理型家族信托。受托决策型是指委托人指定的投资顾问或其他第三方等根据委托人的风险偏好及意愿选择投资标的，或由委托人自主选择投资标的，信托公司仅根据其

出具的投资指令或投资建议进行操作，而不承担投资决策管理职责的信托业务。

两种类型对于信托公司在业务存续环节的管理提出了不同要求：一是能力禀赋要求不同。自主决策型家族信托，由信托公司按照合同约定，对信托财产进行投资决策，掌握着资产端的主导权，对家族信托团队的资产配置能力、资产供给能力、投研能力有较高要求。在非标受限之前，各信托公司的自主决策型家族信托多以投资本公司的非标产品为主，与其他业务形成了联动，也因此该类家族信托通常被视为信托公司特有的长期资金。二是服务效率要求不同。受托管理型家族信托，投资决策通常由合作方的银行或者委托人指定方担任，信托公司仅需按照指令进行投资交易。

（五）受托人的专业能力

家族信托因其综合性、专业性、个性化程度强、周期长以及服务场景多样化等特点，对信托公司的多元化专业能力和高品质服务能力提出了高标准与高要求，近十年来，在信托业的不懈努力下，逐步形成了家族信托业务服务体系。

1. 专设家族信托展业部门

基于中国信托业协会调研数据显示，业内公司最初开始布局家族信托业务是在2012年，之后每年都有新的信托公司加入布局家族信托业务的行列，2017年以后布局步伐加快。截至2020年末，有9家信托公司尚未设立专门的家族信托办公室或事业部（以下简称“家族信托专门机构”），有33家信托公司已经设立了家族信托专门机构，其中23家家族信托专门机构被设置为一级部门，是目前最主流的设置；8家信托公司将家族信托专门机构设置为财富管理部门下的二级部门；1家设置在创新业务总部下；1家设置在融资事业部下。有些信托公司在其家族信托专门机构下，又组建了诸如区域家族办公室、投配运营部、开发部、账户管理部等细分组织，从而使家族信托开发、运营、管理、服务各环节职责分工更加清晰。

2. 家族信托团队建设不断完善

中国信托业协会调研显示，从地域分布上来看，家族信托业务团队分布呈现出相对集中的地域分布特征，在31家信托公司中，有24家信托公司在北上广深设置了42个家族信托团队；8家信托公司在东南沿海省份设置了26个家族信托团队；4家信托公司在华中华北省份设置了6个家族信托团队；1家信托公司在西南省份设置了2个家族信托团队；1家信托公司在西北省份设置了1个家族信托团队。可见大部分信托公司都倾向于将家族信托团队布局在高净值人群富集的北上广深及东南沿海区域，信托公司的注册地或管理总部也较多的分布于这些区域；在华中华北、西南、西北省份设置家族信托团队的信托公司，其注册地也大多坐落于这些区域。

调研还显示，截至2020年年末，40家信托公司中专门从事家族信托业务的人员有372人，

比2019年增加了128人，同比增长52%，2019年同比2018年增长了50%，两年来专门从事家族信托业务的人员增加了一倍多。家族信托专门机构成员超过30人的有1家，介于20—30人的有5家；介于10—20人的有7家，介于5—10人的有13家，不足5人的有14家。

信托公司近两年加速推进了家族信托综合性专业人才的储备和培育，团队成员背景涵盖法律、税务、慈善、保险、资产配置、投资管理、企业治理等多方面，此外，还引入投资、婚姻、继承等方面的驻场律师。同时，与律师事务所、会计师事务所、私人银行、公证处、跨境投资等专业机构合作，构建开放式、可延展的专业服务能力，从而为客户提供系统性的信托结构设计和财富管理与传承综合解决方案。

通过数据整理可以看出，家族信托存续规模前10位的信托公司，布局家族信托业务的时间相对更早，专门团队成员的数量相对更多，说明家族信托业务的规模化需要时间的积淀和人财物的集聚。

3. 家族信托专业系统持续提升

根据39份样本信托公司数据，在家族信托管理信息系统建设方面，有16家信托公司实施了外部采购，有11家信托公司采取自主搭建的方式，有4家公司采取外部采购和自主搭建相结合的方式，有8家公司暂时依托于现有业务系统。

不论采取何种系统建构方式，家族信托管理信息系统的打造都十分注重延展性和全面性，既满足标准化和定制型业务的需要，又满足长期性和保密性的需要，并支持持续迭代和优化。在上游端，注重为合作方门户系统提供标准化对接端口，以便高效促成批量渠道合作业务的落地；在客户端，提高客户使用效率和便捷度，优化客户在各种终端上的体验效果；在运营管理端，注重构建家族信托涵盖立项与审批、客户管理、风险评估、底层资产管理、合同管理、投配管理、合作方管理、要素变更、分配清算、信息披露等全流程、全生命周期智能化系统支持平台。

家族信托专门系统的搭建，提升了家族信托的运营管理效率，降低人工操作成本和风险、防止数据丢失和篡改，保障了信托公司为客户提供长期、稳定、可信赖、可持续的受托管理和运营服务，为家族信托业务实现规模化、创造客户价值、提升信托公司核心竞争能力提供了坚实的科技基础。

二、中国家族信托的实践创新

家族信托是个性化、定制化的受托服务业务，随着客户对家族信认识理解的加深和接受度的提高，客户的需求也将更加个性化、差异化。家族信托的服务内容既包含对金融工具的

整合运用，也涉及大量非金融的事务性管理工作，要求受托人以客户需求为核心导向，充分运用信托工作的灵活性以及自身的专业能力进行产品结构、条款设置、分配方案、资产配置模式等方面的创新，全方位地实现客户跨生命周期的财富管理安排。2020年以来，信托公司在延展家族信托的服务功能、拓宽信托财产类型、灵活满足客户多样化的收益分配需求、提升资产配置能力等多个方面积极创新，取得丰盛成果。

（一）信托目的更丰富

国内的家族信托业务在信托“37号文”里程碑的指引下，规模如雨后春笋，行业蓬勃发展的同时，业务模式日渐成熟，比起之前单纯的保值增值与单向传承，信托目的也更为丰富。

1.精准传承功能

超高净值客户在财富规划中，首要的关注点就是财富传承的持续性与精准性——其财富能否完全由其理想的继承人继承并持续传承下去；而家族信托的四大法律机理决定了信托是最佳的传承工具：信托财产的权利与利益相分离、信托财产的独立性、信托目的的自由性与信托管理的连续性；家族信托的四大机理决定了家族信托可实现传承的可靠法律结构。相比之下，遗嘱和法定继承存在财产清理与分割困难、继承人身份难以确定和财产转移手段复杂等问题。

案例：通过家族信托实现财富传承（湖南信托）

信托目的：委托人L先生现居住在广东深圳，为某IT企业创始人。其家庭结构为委托人及其配偶，育有一女（14岁）及一儿（4岁）。委托人希望通过家族信托实现多个信托目的：（1）家族财富传承；（2）将家族财富在女儿婚前传承给女儿，防止女儿未来婚姻变化引起的家族财富外流；（3）提前筹划女儿及儿子的教育；（4）提前留存委托人及委托人配偶的养老金。

信托结构：委托人以资金设立家族信托。

信托财产的运用：以投资顾问方式运作信托财产。

2.风险隔离

家族财富在传承过程中，不可避免地面临债务风险、婚姻风险、企业经营风险以及宏观经济波动风险等因素的影响，因此除了精准传承之外，如何有效地隔离风险也是超高净值客

群关注的重点。信托之所以具备风险隔离功能，根本原因在于信托独立性的制度安排：即委托人所持有的财产一旦为了他人的利益或特定目的设立了信托，该财产作为信托财产便成为一项仅为信托目的而加以管理的独立资产，既独立于委托人的自有资产，也独立于受托人的固有资产和受益人的自有资产，而且原则上不得强制执行。

因此，委托人以自有财产设立家族信托，可设定受益人的受益权作为受益人的个人财产，以避免婚姻风险带来的财产分割；企业主以个人在负债前的财产设立家族信托，并约定受益权不能用来偿还负债，即可实现家企的风险隔离。

3. 特殊群体关怀

家族信托的另一项信托目的便是可以实现对家族成员中特殊群体的有效关怀。现实生活中，家族成员往往存在着三类特殊群体：行为能力受限的人、行为习惯不良的人和财产管理能力不足的人。这些特殊群体容易给家族财富规划带来两难困境：既需要信托收益分配以实现生活需求，又不能直接予以分配财产。解决这一问题的途径，即是让特殊群体享受财产的利益，但却无法享受财产的所有权；而这一途径只能通过家族信托来实现。

除了信托财产的独立性之外，信托财产的另一项法律特征是“权利与利益相分离”，基于此项特征可实现特殊群体无法触碰该财产，却又能从中受益。信托财产一经交付，即实现了名义权利与实际利益的分离，信托财产的名义权利由受托人拥有，受托人据此控制、管理和处分信托财产，但受托人并不享受信托财产的利益，信托财产的利益按信托文件的安排由受益人享有。正是基于这一点，家族信托可以实现对特殊群体关怀的信托目的。

4. 跨境传承规划

随着全球化浪潮的推进，资产配置全球化和人口跨国流动已成为常态，超高净值客户对跨境传承的关注与需求程度明显上升，针对外籍税务居民的跨境家族信托也受到越来越多的关注，比如针对美籍受益人的（FGT）外国赠与人信托，还有针对加拿大籍受益人的（Granny Trust）祖母信托。

以祖母信托为例，目前国内信托实务中更多特指中国税籍“祖母”（祖母辈委托人）为加拿大税籍后代所做的家族信托传承架构。该架构适用于委托人非加拿大籍、受托人非加拿大境内公司而受益人为加拿大籍的情况。

加拿大实行全球征税制，其征收范围包括加拿大税收居民所获得的世界范围内的收入，在税收体制上实行联邦、省和地方三级征税制度，因此加拿大的税务居民面临着联邦最高33%与省级最高21%的双重税收，在个人所得税上合计最高税率可达54%。

虽然目前加拿大暂无遗产税和赠与税，但对于非现金资产直接赠与加拿大居民的行为则需按“视同出售”原则计算资产现值与取得成本之间的差额利得，并入居民当年申报的资本利得一并纳税；此外，加拿大税收居民在生涯最后阶段——死亡前，需将当年度的所有收入与非货币资产按“视同出售”原则申报缴纳。在双重税负与“视同出售”的申报原则下，加

拿大的税收负担较高，而祖母信托可为信托相关方提供税务上的便捷与优惠，最大程度降低高净值人士将境内财富向加籍后代受益人传承过程中的税务成本。2021年8月，长安信托成功落地了境内首单祖母信托业务。

5. 公益慈善

家族慈善信托是以促进社会公益慈善为目标而设立的信托，即在家族信托中，慈善家族信托可实现回馈社会、公益慈善的信托目的。家族慈善对于家族而言，并不是简单的散财，而是家族久远传承的助力器。家族慈善本身就是家族的一项重要资本，即社会资本。

家族慈善信托与慈善基金会相比，由于不具备法人资格，设立手续相对简便，仅需备案即可，设立门槛也较低，管理方式更加灵活方便，可普适于大规模和中小规模的慈善安排。

在西方社会中，慈善和传承通常是一体两面的存在。从事慈善的好处有：一是从事慈善可以和家族企业发展战略一致，慈善是最好的广告；二是慈善可以培养家族成员的创造力、进取心，也是凝聚家族向心力的方式；三是慈善是一种实用的教学工具，家族成员可以通过赠与他人的过程学习美德和商业技能；四是慈善事业背后的秘密是利人利己。

案例：设立家族慈善信托（中建投信托）

信托目的：信托资金优先用于慈善目的，以先行信托的收益持续支持客户成立的慈善信托，以保障该慈善信托的永续，同时，年度剩余收益用于指定家庭受益人，兼顾委托人财富传承以及回馈社会的意愿。

信托结构：委托人将持有的信托产品受益权及新增现金财产设立“慈善先行信托＋家族信托”的模式。

信托财产的管理：信托财产的投资管理采用全权委托管理，受托人收取固定管理费用，信托公司同时负责为客户提供慈善项目的初步挑选名单。

（二）资产类型更多元

信托的设立、存续和管理都必须依托于信托资产，在传统的营业型信托中，信托资产多以资金的形式出现，财产权出现的情形较为少见，偶有少数特定资产收益权如应收账款、土地受益权等。但在家族信托中，根据客户的信托目的和家族情况不同，信托资产也更加多元化，公司股权、不动产以及艺术品等其他另类资产也更多地出现在家族信托的信托资产之列。

1. 资金

资金是最常见的一种信托资产。资金信托是委托人将自己合法持有的资金交付给信托公司，委托信托公司按照家族信托合同约定的资金运用方式和信托目的，进行管理、运用和处置，并按照预设的分配条件向受益人分配信托收益。

2. 金融产品受益权

在家族信托实务中，除了资金之外，客户已投资的金融产品受益权也是常见的信托资产。根据《信托法》的规定，“设立信托，必须有确定的信托财产”，信托财产的确定性一般包括两方面，一是信托财产应当从委托人的自有财产中隔离出来，二是信托财产可以从数量或边际上确定。在金融理财产品整体标准化、净值化的环境下，客户已投资的金融资产受益权具备清晰的权属和明确的估值体系。目前，业内多家信托公司大都可接受金融产品受益权作为信托资产。

案例：以信托受益权设立家族信托（东莞信托）

信托目的：客户设立家族信托的主要目的为退休养老，期限为30年，由客户指定自己及其配偶、女儿为受益人，其中第一顺位受益人为委托人自己，第二顺位受益人为委托人的配偶，第三顺位为委托人的女儿。

信托结构：以委托人交付的信托受益权设立家族信托，首期信托规模1 070万元；在信托利益分配上，设置固定分配（季度分配）。

信托财产运用：在信托财产运作方式上，该信托为投资顾问型，由委托人自己作为投资顾问，负责信托项下信托资金的投资（主要投资该信托公司发行的信托产品），受托人按照委托人的投资指令进行操作，由于该信托的结构为TOT，新增投资需向监管部门作关联交易报备，要求受托人密切关注底层资产的运作情况以及与监管部门沟通报备的时效。

---

3. 股权、上市股票

家族信托的客户群体中，企业主的占比较高，因此公司股权作为信托资产的情形也较为多见。客户以名下公司股权作为信托资产交付，可实现公司所有权与治理权分离，即所有权在信托期限内归属受托人，同时委托人可通过在家族信托项下设立SPV，以GP的方式保持对公司的治理权，从而实现家族企业的控制权与治理权相分离，以保障后续子女在不参与公司经营的情况下仍可享受公司的利润，同时公司的控制权不被稀释，实现家族企业的长久传承。由于目前国内针对以股权、股票设立信托缺乏非交易过户制度，直接以股权、股票作为

委托财产被视同为交易，需要缴纳所得税，加之信托财产登记制度缺失，因此目前国内股权或上市公司股票家族信托很多都是采取了“资金—SPV—股权”以及“资金—股票”的架构，这样解决此类信托设立过程中的主要障碍。

案例：通过家族信托持有上市公司股票（中航信托）

信托目的：通过家族信托长期持有特定股票，通过信托持股保证股权的集中、稳定，免受自然人持股存在的潜在婚姻风险、债务风险等。

信托结构：客户以资金设立家族信托，受托人以家族信托名义开立证券账户和资金户，通过大宗交易的方式买进特定股票并长期持有，受益人为委托人指定的家庭成员。

信托财产的管理运用：针对股票的持有，需取得客户指定有权人的指令，受托人提供事务管理的服务；若未来客户有资金追加进信托或者股票分红/处分的收益进入信托，按照委托人与受托人协商的方式进行管理，可以由受托人全权委托亦可以聘请外部投顾提供投资配置服务。

4. 不动产

目前，我国的不动产主要是房产。不动产装入信托的实务情形较为少见，因为不动产作为信托资产的确定性毋庸置疑，但在我国当前的政策下，不动产作为信托资产交付实际视同于以企业作为房产的交易主体进行房产买卖，交易的税费成本较高，而市场上的不动产中，流通性较强的住宅类资产难以产生稳定现金流收益，商业地产和工业地产可以产生现金流的资产又存在变现较难的问题。因此，国内的不动产家族信托较为少见，目前只有少数信托公司落地了不动产作为信托财产的家族信托。

案例：不动产家族信托（中航信托）

信托目的：通过家族信托长期持有某商业物业，未来商业物业产生的现金流，可以通过家族信托分配至家庭成员，使指定的家庭成员共享企业经营成果；另外，通过信托持有商业物业，可免受自然人持有存在的潜在婚姻风险、债务风险等。

信托结构：客户首先以资金设立家族信托，受托人以家族信托名义搭建SPV，通过SPV取得指定商业物业，受益人为委托人指定的家庭成员。

信托财产的管理运用：针对商业物业，运用方式为长期持有，并聘请客户认可

的有权人负责日常经营，经营收益会以分红的方式通过SPV回流至家族信托。若未来客户有资金追加进信托或者物业分红/处分的收益进入信托，按照委托人与受托人协商的方式进行管理，可以由受托人全权委托亦可以聘请外部投顾提供投资配置服务。

5.另类资产（艺术品）

对于超高净值客户来说，高价值的艺术品已经成为家族财产的重要组成部分。随着艺术品市场拍卖制度的完善和市场认可度的提升，以及相关财产保险制度的成熟，艺术品作为资产交付信托已具备成熟的环境与条件，信托公司已经成功落地了以艺术品设立家族信托的案例。

案例：设立艺术品家族信托的流程（长安信托）

（1）委托人与信托公司签署信托文件，明确设立艺术品信托意思表示；

（2）委托人提供艺术品正规来源（收藏证、拍卖所得证明）及价值证明（正规估值报告）；

（3）受托人与委托人认可的具有艺术品保管能力的机构（如博物馆）签署保管协议；

（4）保管机构提供保管场所或保管设施，委托人在公证机构见证下将艺术品交付保管机构提供的保管场地；

（5）受托人按照委托人意愿，使用信托资金为作为信托财产的艺术品购买财产险。

（三）分配方案更灵活

在家族信托的设立流程中，委托人明确信托目的后，通常由受托人围绕信托目的规划相应的信托利益分配方案。如前文所述，随着超高净值人群财富需求的变化，家族信托设立目的更加丰富；与之匹配，信托公司设计的分配方案也更加灵活，以实现或独特或融合的信托目的。与生前赠与、身后遗嘱等传统财富分配工具相比，家族信托在分配的灵活度、执行财富所有人意志方面，具备显著优势。通过受益人顺位安排、信托利益分配方式的设计，既可以有效防止家族纷争、保障家族和谐，也可以严格执行委托人意愿，实现灵活分配。

1.并列分配与顺位分配

家族信托的受益人设置往往不止一位家庭成员，甚至跨越几代家庭成员，即使都属亲属

关系也有远近亲疏。从受益人分配顺序的角度，家族信托的分配方式可以分为并列分配与顺位分配两类。并列分配指所有受益人均有权按信托文件约定方式参与信托利益分配；顺位分配指受益人在接受信托利益分配时存在先后顺序，只有顺位在前的受益人受益权终止后，顺位次后的受益人才可参与信托利益分配。在实操中，既有单独使用并列分配或顺位分配的情况，也有二者结合的安排。

在家族信托的受益人中，有一类跨越了家族范畴而延伸至公益慈善领域，在顺位安排上既可以“慈善先行”也可以“慈善并行”。慈善信托的出现，使得家族慈善不止停留在资金、财物捐赠层面，信托的灵活性和创造性，让家族慈善的深度拓展成为可能。利用慈善信托完成财富的第三次分配，在实现高净值人群家族慈善目的的同时，也将使财富有效的流向社会最需要的领域或人群，助力共同富裕。多家信托公司积极促进高净值客户慈善需求的落地，实现“慈善+信托”在第三次分配中的独特优势。

案例：慈善先行家族信托（中信信托）

“中信信托·孟想非凡家族信托金融投资项目”系国内首单慈善先行家族信托，委托人孟非先生系国内知名主持人，在设立家族信托后，中信信托依照委托人意愿进行受托管理，通过基金会对接云南大学的贫困新生，以每人每年1万元的标准发放给受捐赠人，连续4年资助100名云南大学贫困新生至本科毕业，届时再根据委托人的意愿决定是否继续捐赠以及重新确定捐赠对象和捐赠金额；在信托终止时，受托人将按照信托合同的约定，把本项目的剩余信托财产分配给家庭成员。该模式为高净值人士参与公益慈善、助力共同富裕提供了更灵活的选择。此前高净值人群参与公益范畴内的基金会捐赠、慈善信托等，必须将财产一次性捐出，且无法对捐赠计划进行调整，而慈善先行信托作为私益范畴内的慈善安排，灵活度更高。委托人可在设定的捐赠周期结束后，根据捐赠的社会效果和自己的意愿，自由决定是否通过修改信托利益分配来继续进行慈善捐赠。

案例：慈善并行家族信托（上海信托）

在上海信托的一单家族信托实践中，将慈善信托与亲属设置为并列分配。委托人早年离开家乡创业打拼，事业有成后希望反哺家乡教育事业，鼓励乡村贫困地区的学子继续深造，也为在校中小学生提供一定的生活补助。与此同时，客户也希望通过设立信托，将关心社会、热心慈善的家族精神传承给自己的子女，在

富足的物质生活之外，也拥有宝贵的精神财富。结合该委托人的两大需求，上海信托为客户定制了家族信托，受益人名单涵盖客户亲属，另有专属慈善信托也作为受益人之一，每年投资收益的一部分将会按合同约定分配给慈善信托，按照委托人意愿进行永续传承和管理，支持教育事业。通过信托架构的设计，慈善信托的管理权可以在委托人去世后由家族信托受益人继承，该安排实现了委托人传承家风的意愿。

2. 固定金额分配与浮动金额分配

在具体分配金额方面，既有固定金额也有浮动金额，两种方式各有所长，委托人可根据家庭需要选择。固定金额分配方式操作方便、执行度高，可以避免不要的纷争，但跨越多年的家族信托或面临若干年后经济环境的巨大变化，设立时的固定金额可能难以满足实现原本保障家人生活富足的信托目的。与固定金额相比，浮动金额分配可根据实际经济环境变化，灵活调整分配金额，保障信托目的的实现，但需在信托合同中应明确约定浮动信托收益的计算方式，避免受益人对受托人调整金额时引发纷争。

案例：固定金额分配与浮动金额分配相结合（平安信托）

在平安信托的操作案例中，委托人分别以长子、次子为受益人，设立C1、C2两个家族信托。两个信托的信托合同分别约定，在符合委托人指定条件的主体（委托人长子/次子的婚生直系血亲后代且年满18周岁）申请后，添加该后代为C1/C2的受益人。同时，两个家族信托在特定条件下，可互为受益人。即：如果C1所有自然人受益人均身故，则C1项下的信托财产余额向C2分配。若C1所有自然人受益人均身故，且届时C2已终止，则C1信托财产余额全部分配给委托人指定的公益机构。C2同理。根据委托人要求，除生活金、医疗金、生育金、紧急备用金等固定分配名目外，信托在固定时间点根据信托合同约定的公式计算并向受益人分配特定信托利益。

3. 固定频率分配与附条件分配

从分配频率上看，目前家族信托既可实现常规的固定期限（明确日期）分配，分配金额可以固定或浮动，例如在信托合同中约定受益人满18周岁后，每年分配100万元，分配日期为每年1月1日；也有不以时间作为触发分配的条件，而以事件触发的附条件分配，即达成约

定条件则启动分配，是一种精准、定制化传承的分配方式，通过既定条件的设置，对后代行为进行激励与规范，实现良好家风的传承。所附条件往往是具体、可衡量的行为表现，像考上哪类大学、养育几名子女、创立企业等，例如约定受益人取得研究生录取通知书后（亦可指定院校白名单），可领取“教育奖励基金”，一次分配金额为50万元。

案例：标准化家族信托中的分配模板（中建投信托）

在实操中，家族信托的分配频率常以固定频率与附条件分配相结合，比如在中建投信托标准化家族信托的分配模板中，客户可勾选及填写具体选项进行分配规划，其中既包括固定期限分配，如基本生活和养老金，也包括附条件分配，如学业支持、家庭和谐、创业支持、消费引导等。

表2　中建投信托分配模板

分配名目	分配方式及金额
基本生活和养老金	☐ 受益人_____周岁前，每年分配信托利益_____万元整，分配日为每年12月20日后20个工作日内。 ☐ 受益人_____周岁后，每年分配信托利益_____万元整，分配日为每年12月20日后20个工作日内。
学业支持	☐ 小学入学一次性分配_____万元整，初中入学一次性分配_____万元整。 ☐ 高中入学一次性分配_____万元整，大学（含留学）入学一次性分配_____万元整。 ☐ 硕士（含留学）入学一次性分配_____万元整，博士（含留学）入学一次性分配_____万元整。
家庭和谐	☐ 结婚一次性分配信托利益_____万元整。 ☐ 婚内生育一次性分配信托利益_____万元整。
创业支持	☐ 创业奖励一次性分配信托利益_____万元整。
消费引导	☐ 购房一次性分配信托利益_____万元整。 ☐ 购车一次性分配信托利益_____万元整。
应急金	☐ 根据提交的医疗发票金额进行一次性分配（发票总数不超过5张，总金额不低于10万元，开票日期不得早于受托人收妥之日的30日）

4. 临时分配安排

临时分配，即受益人可向受托人申请分配信托利益用于临时性大额开指的资金流动性支持，例如罹患某类疾病（需有清晰的界定范围）可申请临时分配。在上表的中建投信托分配模板中，最后一项应急金即属于临时分配安排。

以上四点仅是根据现行信托公司实践提炼出的分配方案特色，在实际操作中，一单家族信托可能呈现上述的多点特征。

案例：分配方案多层面的灵活设计（长安信托）

在长安信托的一单家族信托中，委托人使用夫妻共同财产设立家族信托，由

受托人负责信托资金的投资配置，投配组合方案由委托人进行书面确认。信托利益分配方案较为复杂：一是在受益人存在吸毒、故意伤害他人等违法犯罪行为或对委托人及其配偶以及其他受益人有重大侵权行为时，经委托人或保护权已生效的保护人向受托人出具书面指令，可以暂停或取消向该受益人进行信托利益分配；二是信托利益分配方式中固定分配、条件分配、临时分配三种方式并用，条件分配根据委托人对各受益人的期许和要求全部定制；三是剩余信托财产分配中，设置顺位资产接收人，前顺位资产接收人生存且行为能力或未放弃接受权利的，后顺位资产接收人无权接收剩余信托财产。

（四）资产配置更综合

资金仍是家族信托的主流财产形式，即使在设立之初以非资金作为信托财产，也会因随着管理、运用、处分而产生资金（如不动产出租、售卖，资管产品到期收益等）。有信托资金，就意味着要对资金进行投资配置，对于全权委托型家族信托来说，资产配置能力是受托人核心竞争力的重要体现。依据委托人的信托目的以及主要财产类型，受托人统筹规划与之匹配的资产配置方案，确立资产配置目标、策略以及风险收益水平。与普通理财产品仅追求收益的单一目的不同，家族信托账户资金有传承、保障等特殊目的，需要进行长期战略型资产配置。受托人充分考虑委托人的投资目标、风险承受度和分配方案相关的流动性考虑、委托人提出的投资范围与限制等。在长期战略配置的同时，为把握短期投资机会，受托人可以在征得委托人同意情况下，做短期操作。

1.专业投资团队

在行业转型的背景下，多家信托公司强化投研体系建设、组建专业投资团队，提高在资产配置和资产管理方面的专业能力。

以平安信托为例，通过集成公司各业务板块专家组建投资顾问专家小组，为家族信托客户提供组合配置策略；公司内部为家族信托遴选优质资产和制定白名单库，满足客户家族信托财产长期和多元化组合配置需求；支持客户全市场配置金融产品需求，公司做好风险评估和风险揭示，并严格落实投后管理。长安信托也已建立起一支具有市场竞争力的家族信托投资配置团队，该团队目前十余人，成员均来自各家大型投资机构，具有丰富的投资和产品经验；为进一步丰富家族信托的可投资产范围，投资配置团队在筛选长安信托自主发行的传统信托产品的同时，积极寻找外部知名机构发行的优质产品。民生信托通过整合公司内部资源，以各部门优秀人才兼任的方式构建一支优秀的投资配置专家队伍，为家族信托账户提供更专业的投资配置。

2. 多元资产选择

伴随信托行业的转型步伐，信托产品从传统非标转变为“标品+非标”的多元组合，涵盖非标信托产品、公募基金、私募基金、流动性产品、股权投资等产品类型。多家信托公司进一步提升资产配置服务能力，以各公司内部产品为基础，制定家族客户组合投资方案，发挥受托人主动管理能力，真正实现信托资金的合理、分散、有效配置；同时积极加强与外部专业机构的交流与合作，以投资策略等维度构建优质外部产品/管理人白名单，结合客户端的实际需求，适时引入家族信托外部投资顾问角色，打造高度定制化、专业化的大类资产配置服务。

以中信信托为例，截至2020年年末，其家族信托存量管理规模超过500亿元，在资产配置上以买方顾问模式，坚持分散和择优的核心理念，构建开放式的综合资产平台，全市场优选管理机构，并给予客户一定参与决策权利。通过整合国内最优秀的投资管理人，构建起了专业的资产配置平台：固定收益类资产方面，中信信托自身即拥有市场领先的固收类产品，兄弟公司中信证券、中信建投证券在债券投资上具备卓越实力与市场地位；权益资产方面，中信集团体系内的华夏基金、信诚基金均具备国内顶尖的权益投资团队，中信信托的千亿阳光私募受托规模也积累了丰富的权益私募管理人资源；PE投资类资产方面，拥有最优秀的PE团队，如中信聚信资本、中信资本、中信金石等，且可以与中信集团协同投资；海外类资产方面，中信证券国际、建投国际、中信信惠资本等海外子公司在海外债券、权益、商品等领域均具备领先的特色业务。

再以中融信托为例，截至2020年年末，其家族信托存量管理规模已超过110亿元，且基本为主动管理类。通过“主动管理+优选外采”方式为家族信托进行大类资产配置，形成了以固收产品为核心资产，公募和私募基金产品为卫星资产的投资策略。在长久期中，能够分散投资风险，分享资本市场超额收益，以协同、开放的心态加强与银行、券商、律师事务所等机构的长期合作，共创、共享、共担，建立集成化、综合化、开放化的服务平台。

三、中国家族信托中的信托公司角色

如前文所述，一单家族信托的设立运行中可以有多家机构共同参与，包括银行、信托公司、券商、第三方财富管理机构、律师事务所、会计师事务所等，但核心架构的搭建在于信托公司，除了牌照赋予的受托人资格，近年来多家信托公司在家族信托业务领域不断夯实展业能力，在人力资源、系统搭建、制度保障、投资决策等方面均奠定了坚实基础。

（一）法定定位

家族信托是指委托人基于对受托人的信任，将家族财产权委托给受托人进行家族财富管理的一种信托行为。而其中，受托人的职责则在于按照委托人的意愿，为了受益人的利益或特定目的，进行家族财富的管理、保护、分配、传承等行为。家族信托的设立，“受托人”一角必不可少，其同时兼任着家族财富的规划者、信托财产的管理者、信托目的的执行者等多重使命；通过持有、处置信托财产权，为家族财富的传承保驾护航。而提供受托服务也正是信托公司参与家族信托管理最主要的业务模式。

虽然我国《信托法》并未对家族信托“受托人”的承担主体加以限制，广义而言家族可以找自己所信赖的任何自然人或法人机构去承担上述“受托人”的职责，但是信托公司开展家族信托业务尤其得天独厚的优势和禀赋：

其一，信托公司开展家族信托业务具备制度优势。家族信托业务作为信托本源性业务，与信托公司“受人之托，代人理财”的制度定位最为契合；而信托公司在其中也能充分发挥其在财产独立性、破产隔离、账户管理等方面的制度优势，保障家族财产的安全。根据我国《信托法》明确规定，委托人不是唯一受益人的，信托存续，信托财产不作为其遗产或者清算财产。因此，家族一旦通过信托公司设立不可撤销、他益型家族信托，其资产保护功能就可以有效起到“防火墙”作用，帮助安全隔离合法财产，让委托人的变故不影响其家族的信托财产与受益人的利益，较好地起到了破产隔离和离婚避险等功效。总结而言，在财富规划、资产管理、税收计划、公益慈善等功能方面，信托公司或与其他资管机构存在竞争关系，但信托财产的独立性则在“基因”层面赋予了信托公司在家族信托业务当中额外的价值加持。

其二，信托公司经营稳健，抗风险能力较强。首先，穿透追溯实际控制人来看，68家信托公司当中，中央政府控股26家，地方政府控股27家，合计占比近80%，多拥有较强的股东资源和较好的品牌美誉度。其次，信托公司资本实力较为雄厚，根据2020年年报数据显示，百亿及以上净资产的信托公司共21家，公司抵御风险的能力较强。再者，作为持牌金融机构，信托公司内部治理机制要求严格，且受到银保监会等多方外部监管机构的监督管理，因此合规稳健经营也便成为信托公司受托责任履行、受益人权益保障的坚实的基础。

其三，信托通过横跨实体经济、货币市场和资本市场展业，可以实现资金的跨市场、跨时间、跨空间的转移和配置，以此为客户提供综合金融服务。多数信托公司具备丰富的产业投融资经验和私募证券投资基金服务经验，所推出的主动管理FoF、固收等资管类产品，通过多资产、多策略配置，能有效降低波动率与最大回撤水平，更好地达成绝对收益目标，已具备专业的大类资产配置能力。同时，信托公司的非标资产创设与风险管控能力突出，具有较强的风险识别、预警与处置能力，可助力家族提高其财富、资产的配置效率与投资收益。

（二）现实状态

截至2020年年底，我国个人可投资规模超200万亿元，已成为了全球第二大财富管理市场；与此同时，数据显示我国城镇居民家庭金融资产占比仅为20%，现金和储蓄占比仍超过一半。对标世界发达经济体，其现金和储蓄的比例已下降到13%左右，而金融资产占比约为70%。由此看来，中国居民的金融资产占比明显偏低。在财富管理市场规模与资产配置优化空间巨大的双重背景下，家族信托业务的发展前景未来可期。

自2013年我国信托公司成功落地首单家族信托以来，我国家族信托业务步入了快速发展阶段。家族信托，作为信托公司具有牌照优势的业务，也成为各家信托公司转型过程中着重布局的本源业务。截至2021年6月，家族信托开展的公司数量已经达到59家，存续规模2 800亿元左右，以上数据可以看出家族信托业务目前正处于快速成长阶段，也反映了委托人对受托人的要求与期待。

但从业务内涵来看至今信托公司开展家族信托业务仍处于初期探索阶段。信托公司家族信托的发展仍然有如下制约因素：一是国内顶层法律架构较为薄弱，信托相关判例法稀缺。信托法之上有《民法通则》，信托一定程度上会受到民法的挑战，加上受托人的实务经验不足，中国也缺乏破产隔离的相关实施细节，国内家族信托的有效性和可靠性存在一定争议。二是配套制度尚需完善。目前，受托人的主体责任问题，包括受托责任、管理责任、保密义务尚需进一步规范，同时涉及信托财产的登记、转移等配套制度尚不完善、信托税收体制也不完善、遗产税与赠与税的问题尚待解决，整体系统配套制度尚需完善。三是信托公司综合服务能力待提升。2013年以来，信托公司通过与不同资管机构之间寻求功能耦合，通过“合作机构引流+优质固收产品”两大核心驱动因素，逐步打开家族信托业务市场，业务规模迅速扩张。然而，合作型家族信托的占比过高不仅导致了信托公司运营承压，信托公司在为客户提供全面、定制化的家族传承综合服务能力方面的积淀仍有较大提升空间。四是我国信托文化与财富传承文化建立尚在过程之中。随着全球化程度不断加深，我国高净值人群的投资心态更加开放成熟，投资理念也越来越国际化。但是，仍有一些财富管理与资产配置的理念需要进一步升维。例如，中国家族信托的主力军之一就是企业家群体，而这类群体有一个明显的特征便是普遍性家企不分，即家族财产与企业资产相纠结，家庭责任与企业责任相绑定；而家企不分使得家族财富管理与企业经营管理之间缺乏“防火墙”，严重时甚至可能引发法律纠纷。又例如，中国高净值家庭相较于国外那些显赫的、得以传承数代的家族而言较为“年轻”，多未建立起完善的家族价值理念和文化精神，在此基础上高净值人群对于家族财富管理的理念仍多以资产的保值升值为目的，代际传承的思想和需求尚未被完全激发。

虽然信托公司开展家族信托业务有诸如以上的制约因素，但家族信托在国内的发展是一个先经历跑马圈地、冲量发展，再逐渐规范，品质化纵深发展的过程，目前，随着顶层设计、配套制度的逐步完善，展业公司服务经验的不断积累，客户认可度、美誉度的接续提升

以及多年来沉淀下来的综合资产配置管理能力，信托公司已逐步向第二阶段“高品质发展”跃迁。

（三）未来角色

那么，在家族信托发展至相对成熟的阶段时，信托公司可以担任怎样的角色？以日本为例，作为较成功移植信托制度的大陆法系国家之一，其信托业务伴随国家经济水平不断提升，也同样经历了从早期单纯发挥信托融资功能到后续不断深化投资配置能力、运营管理能力和其他综合服务能力。目前，日本的家族信托业务也以助力家族财富升值保值的投资配置服务、保障家族资产安全的运营管理服务等多元化综合金融服务为主，助力家族财富、精神、文化的传承。所以，若要问信托公司在家族信托业务中能承担怎样的角色，那么答案能有很多，包含但不仅限于财富规划者、资产保护者、投资配置经理、财务甚至税法顾问，等等。

随着我国家族信托业务不断发展，信托公司就是要以上述多元的专业角色作为发展定位，并将以能够为高净值客户提供一揽子综合金融服务作为发展目标。而这也对信托公司在客户服务能力、产品架构设计能力、资产管理配置能力、受托运营管理等多个方面提出了较高的要求。未来，信托公司也要加快自身能力建设，以专业能力为基石搭建起家族信托服务平台。

第一，要提升以财富传承为核心的产品设计能力。财富传承能力主要依赖于信托的制度隔离、管理团队的稳定、传承安排的有序、客户预期的有效管理、家风家规的传承安排等。这要求信托公司要有明确的传承方案、传承体系、详尽的家族背景分析、策略的灵活等。

第二，要持续丰富可投资产品品类，培养资产配置能力。目前信托公司家族信托的资产配置能力较为薄弱，而我国家族信托市场开拓以及未来家族信托业务得以专业化发展的最关键的要素即为信托公司的资产配置能力提升。因此在家族信托的资产配置方面，产品线要拓展、丰富，要能够尽可能涵盖现金管理、类固收、浮动收益、FOF等资产，提升客户归属感和满意度；同时，要提升资产配置能力，提供结构化的配置满足客户收益与传承的需求，实现穿越牛熊的长期配置。

第三，构建开放式服务平台，借力提升事务管理能力。由于超高净值人群在金融服务之外还同时需要多样化的定制服务，包括股权管理、税务规划、公益慈善、继承等财务规划，房产筹划、移民、子女教育、高端社交等增值服务，这就要求信托公司进一步提升事务管理能力，提供“一站式”规划，满足高净值客户的多种需求。

第四，要落实好对资产配置的持续管理和动态评估调整。目前各家资管机构在个人客户理财方面多聚焦于资产配置的起始投资组合搭建，较少去关注资产管理过程中的持续动态评估和策略调整。家族信托的设立一般期限较长，在存续过程中，无论是外部市场环境还是家

族内部对财产的需求情况都可能会发生巨大的变化。因此，信托公司应搭建起完善的高净值客户信息库，不断完善客户画像的精准度；同时，不断提升动态风险管理、专业投研和资产配置能力。

第五，要优化运营体系，降低运营风险提升客户体验。家族信托业务的操作流程、反应速度、审批效率等显著影响客户体验。运营团队要进一步固化流程，降低手工操作带来的操作风险，同时进一步加强和中台资源的配合，从合同设计、交易维护、资产交割和核算清算的各个步骤进一步提升效率和准确性。

四、中国家族信托的关键挑战

家族信托在海外的发展已经十分成熟。如列支敦士登、新加坡等常见家族信托属地中，很多知名家族已经通过将财产转入信托的方式来实现财富的永续传承，如洛克菲勒、肯尼迪家族等。2000年，世界首富比尔·盖茨设立了梅琳达·盖茨信托基金会，陆续将名下资产转入家族信托。从比尔家族的信托形式可以看出国外较为流行的家族信托设立方式。比尔的信托基金会也是世界上最大的私人基金会，采用商业化模式运作，设有理事会和职业经理人，整个基金会由全球卫生项目组、全球发展项目组、美国项目组以及运作领导组组成。作为一项舶来品，家族信托在我国起步较晚，在产品、认知、服务等方面仍有较大提升空间。在挑战面前，参与其中的信托公司也将勇敢攀登，在公司战略层面更予以重视，在人员、系统、产品等方面进一步配备齐全。

（一）产品供给带来的挑战

随着信托行业的转型、信托公司业务结构的调整，传统家族信托“前店后厂”式的投资模式迎来挑战，当非标产品日渐稀缺时，如何保持客户所期待的投资收益、如何调整家族信托投向、如何选取外部产品、外部产品的风险又如何管理等系列问题的解决迫在眉睫。从内外两方面看，既要加强投研能力建设（涉及团队搭建、IT系统建设、激励机制等），也亟须丰富外部产品白名单（涉及对外部机构与外部产品的准入标准）。近两年来，在监管引导下，各家信托公司积极调整产品结构，从原本的非标为主逐渐转向“标品+非标”双线发展，依托于信托公司专业化的研究团队和高效的金融科技，支撑包括股权投资、证券投资、消费金融、供应链金融、资产证券化、FOF等创新业务稳健发展，打造风险可控、收益稳健、期限灵活的产品体系。

家族信托业务涉及代际传承，因而期限较长，对受托人的专业能力和服务周期提出了更高的要求。因此，要想真正做好家族信托需要更精细化的深耕产品设计，根据委托人的意愿和目的，结合信托财产的自身特点，合理进行产品创新，开发技术含量高、个性化强的家族信托产品。

（二）认知误区带来的挑战

从海外成功的家族信托案例来看，家族信托的一大优势就是可以实现委托人的“个性化定制”，信托基金中可以根据委托人的要求，设置一系列个性化的条款，比如规定家族财产不可分割、信托不可撤销等，在不违反法律规定的前提下，委托人可以最大限度地实现信托“个性化定制”。尽管我国在2001年就颁布和实施了《信托法》，但在2013年以前国内家族信托一直处于“蛰伏”状态。直到2013年起，陆续有不到10家信托公司推出了自己的家族信托，国内家族信托才开始崭露头角。家族信托在中国内地的发展主要得益于中国经济的快速增长以及庞大并且仍然在不断扩大的富裕阶层的财富管理需求，这是家族信托的机遇，但同时中国的家族信托还很年轻，市场对国内家族信托还存在许多误解，主要包括以下10点认知误区：（1）将家族信托与理财产品混为一谈；（2）国内设立家族信托没有法律保障；（3）家族信托是富豪们的专属工具；（4）在境外设立离岸家族信托更有保障和优势；（5）已有完善的保险，不需再设立家族信托；（6）财富传承安排用遗嘱比较简单便捷，没必要用家族信托；（7）把家族信托当作避税工具；（8）现在一切都好，完全没必要设立家族信托；（9）家族信托会让后代养尊处优、坐吃山空；（10）一旦设立家族信托，财富就将失去控制。形成这些误区有多方面的原因，除客户认知存在局限性、专业服务供给不足、配套制度有待完善之外，境外同行采取的不当竞争手段也是重要原因，一些境外同行机构利用国人对制度的不熟悉和疑虑，大肆宣传国内《信托法》不完善、法律制度不配套等十分具有误导性的信息。因此，树立家族信托理念的宣传是开展家族信托业务的当务之急，家族信托机构应该加大宣传力度并积极协助高净值客户改变固有思维，通过扭转整个市场的认知来达到推动自身发展的目的。

（三）服务体系带来的挑战

家族信托服务涉及家族治理、家族企业传承、税收筹划、子女教育、健康养老、慈善公益等多个方面，家族信托服务体系的搭建是一项系统工程，需要法律、税务、投资规划、信托、证券、保险等多个领域人才共同合作，为委托人提供个性化、一站式全面服务方案。与欧美成熟市场相比，我国家族信托服务体系仍处于发展初期，面临诸多挑战。

1.税收筹划功能未能得到充分体现

回顾海外家族信托发展历史，均在建立信托制度的同时，确立了信托税收制度，因此

境外家族信托具有更强的税收筹划功能（主要针对遗产税）。但在我国尚未建立与信托制度相适应的税收体系，信托财产转移面临双重或多重征税情形，这在无形中提高了信托交易成本。同时，由于我国尚未出台遗产税，因此无法通过家族信托实现对遗产税的税收筹划。总之，由于我国信托税收制度不健全，信托活动本身所固有的税收筹划功能没有得到有效体现，极大地制约了家族信托对高净值人群的吸引力。

2. 信托财产登记制度缺失制约财富传承

受制于信托财产登记制度的缺失，目前我国家族信托尚不具备处理需要办理登记手续的资产功能，大部分的家族信托均以资金信托的形式存在。然而，现实中高净值人群的资产包含有大量的房产、股权等非现金资产，信托财产登记制度缺失使得家族信托难以满足委托人财富传承需求。对于股权类资产，由于我国尚未对股权资产管理作出明确规定，无法对企业所有权、管理权和分红权的清晰划分提供法律依据，如何采用家族信托模式实现对家族企业的有效管理，一直是行业面临的难题。对于不动产资产，由于不动产转移登记需要交纳高额税费，设立和管理成本较高，这也在一定程度上限制了不动产信托推广。

3. 外汇管制导致家族信托具有较强地域限制

当前我国境内金融机构推出的家族信托仅限于客户境内资产，如果涉及境外资金，则需要在境外单独设立信托。由于存在外汇管制，很难将境内资产与境外资产统一置入家族信托资产包，只能分开单独设立信托进行托管。尽管部分信托公司已经具备QDII业务开展资格，但跨境资产配置手段依然有限，即使在境内设立了家族信托，也无法解决境外资产的风险隔离问题。因此，对于资产实现全球布局的高净值人群来说，境内家族信托服务还很难满足其全球资产配置需求。

4. 法规制度不完善影响慈善公益服务需求

当前我国尚未制定专门的家族信托法规制度，尽管“37号文”对家族信托内涵进行了具体界定，并对家族信托的资管新规适用性进行了豁免。但由于缺乏家族信托专门法规，目前依然按照集合信托计划进行规范和管理，这在一定程度上制约了家族信托慈善功能的发挥。同时，《慈善法》和《慈善信托管理办法》的发布，确立了慈善信托运作的基本规范，但依然缺少针对慈善信托的详细操作指引，对慈善信托的设立、运作、变更、终止及清算等环节缺乏全流程指导和规范，导致家族信托与慈善信托不能较好地进行融合，制约了家族信托慈善功能的发挥。

（四）能力建设带来的挑战

随着我国家族信托业务规模快速增长，发展家族信托业务对受托机构的风险防范能

力、资产管理能力、运营管理能力、产品设计能力、人员专业能力等提出了较高要求。考虑到家族信托的受托服务具有信托目的复合性、委托财产多样性、存续时间长期性等特点，受托管理能力直接决定了家族信托服务质量。目前我国家族信托普遍面临能力建设不足难题。

1.风险防范能力有待提升

家族信托具有较强的灵活性和个性化特征，在产品设计和管理过程中，很容易出现未知风险。信托公司一方面需要履行受托人职责，保护受益人利益；另一方面还要维护受托人自身声誉，防止负面消息给自身带来的负面影响。在产品设立阶段，信托公司需要把握客户设立家族信托的真实目的，判断目的的合法合规性，是否符合社会公序良俗，是否符合监管对家族信托的业务定位。在存续管理阶段，需要时刻关注家族内部关系情况，防止因家族成员关系紧张导致家族信托管理出现僵局。目前我国家族信托受托机构对家族信托目的不当风险的识别与防范、存续期风险预防与识别能力还有待提升。

2.资产管理能力需要加强

与海外家族信托机构重法律架构设计轻资产管理的特征不同，我国信托行业的金融属性赋予了信托公司较强的资产管理功能。信托公司在非标资产投资管理上拥有较为丰富的经验，但在标准化资产、私募股权投资方面，仍与公募、私募、券商等金融机构存在一定差距。为了保证家族信托委托人财产的保值、增值，信托公司需要不断夯实多元化资产管理能力，构建更加全面的资产管理体系。在管理家族信托财产时，既要履行忠实义务，严格按照委托人要求进行资产管理，又要履行投资义务，在符合委托人风险偏好的前提下，最大限度满足资产增值需求。

3.运营管理能力仍需提高

家族信托是长期财富管理产品，需要受托人具有较强的持续专业运营管理能力。一方面需要满足家族信托项目估值要求，实现产品净值化管理；另一方面考虑到家族信托项目是覆盖全生命周期的财富规划，对信托持久稳定的服务要求高，需要信托公司具备长期执业能力，在资产规划配置同时，满足客户养老、医疗、教育、慈善等非金融需求，提升综合运营管理水平。当前信托公司对家族信托的保障和运营管理能力还有待提升，数据信息治理、分析和应用能力需要加强，业务系统智能化水平有待提高。

4.产品设计能力有待提升

在企业传承方面，家族信托需要厘清企业的所有权、经营权与控制权的分配结构，对企业的管理权限进行重构和再平衡，避免企业传承过程中出现权利争夺与经营混乱；在资金分配方面，需要针对每类客户群体，进行结构条款的设计和对接，明确委托人、受托人、监察

人、受益人、保护人的权利和义务，真正实现委托人的财富管理需求。当前信托公司对家族信托利益分配机制的设计、家族企业股权权利的拆分重构等还有提升空间，需要不断沟通和完善产品设计方案，及时取得受益人的理解，达到家族治理目的。

5. 财富经理综合能力有待提高

家族信托具有期限长、定制化、综合化等特点，对财富管理人员的专业能力要求较高，一方面理财经理需要对家族信托的优劣势、功能和局限性烂熟于心，熟练掌握涉及家族信托的相关法律条款，流利陈述家族信托的资产隔离、税务筹划以及风险隔离的核心功能，提升说服力；另一方面，理财经理还要对税务、企业股权架构设计、财富继承、婚姻法等领域均有所了解，必要时可请专业团队一起营销，更好地与客户建立信任感。目前，我国家族信托理财经理专业性还有待提升，专业能力建设有待增强，对客户需求分析及尽调能力需要提高。

五、中国家族信托的趋势研判

（一）市场研判

家族信托是信托业的本源业务之一，也是信托公司的专属业务。2020年，受金融市场的不确定性增大等因素影响，高净值客户的避险情绪有所增强，家族信托作为财富传承和避险的方式，迎来了新一轮增长。中信登数据显示，截至2020年年末，我国家族信托业务存量规模为2 051.55亿元，较2019年年末增长80.29%，2020年内连续四个季度持续上升，环比增幅分别为11.2%、8.34%、35.94%和10.09%。2021年6月末，家族信托业务存量规模进一步上升至2 800亿元。

若延续近两年增长态势，未来一段时期内，家族信托的整体规模有望持续增长。一是20世纪80年代兴起的民营企业经过约40年的发展，已成为国民经济的重要组成部分，但部分民营企业的实际控制人已逐步进入退休年龄，未来将执掌家族财富的参与者也具备一定的家族企业风险隔离意识。面临家族财富传承问题，家族信托具有资产隔离、财富保护和传承的功能，已成为财富传承的重要手段之一。财富传承需求将为家族信托规模扩张提供重要支撑。二是国民财富逐步积累，可用于投入家族信托的资产规模总量增加。2018—2020年，国内生产总值同比增速分别为6.60%、6.10%和2.30%。随着疫情影响逐步减弱，我国经济增速有望进入回升通道。三是家族信托普及率提升。随着高净值人群对家族信托的认知日趋深入，家族信托的市场普及率显著提升。本课题的两次调研显示，家族信托为被调研者的首选家族财

富传承工具。高净值人群规模增速与其对家族信托认知度、认可度的提升将成为家族信托规模增长的主要驱动。四是信托公司的财富管理团队日趋完善。根据公开资料，在国内68家信托公司中，参与家族信托的机构数量由2019年的超35家增加到2021年6月末的59家，机构参与度明显上升。同时，信托公司在专业团队、服务能力和金融科技方面的加快布局，将有助于吸引家族信托客户，推动业务规模进一步扩大。综合多项因素，预计2024年年末规模将突破5 000亿元，2026年年末规模将突破1万亿元，2031年年末规模将突破1.5万亿元。

（二）服务体系研判

1.境内家族信托服务供给端发展阶段回顾

在境内，家族信托从2012年发展至今，经历了三个阶段：1.0 工具定义时代，境外引入初期，行业对家族信托的定义、架构法理推敲与界定，属于探索尝试阶段；2.0理财工具时代，随着高净值人群理财需求的崛起与财富行业的日趋成熟，家族信托成为投资理财工具之一，为各类财富管理机构所用，以家族信托的架构，实现机构立场下的产品与服务销售；3.0时代去机构化财富管理服务时代，从2.0的机构立场转变为客户立场，家族信托不再是信托理财的升级产品，而是一种财富保护、管理与传承的服务，不再以机构产品销售出发，而是从客户的需求出发，通过家族信托的法理功能构建财富产权隔离独立架构实现财富保护，在架构之下进行全市场资产配置打破机构的边界，从家族跨代传承的视角设计信托治理机制，打破投资型信托产品的局限，体现信托在民事领域的服务延展性。家族信托业务发展，随着客户的成熟，市场的成熟，已经步入3.0时代，机构主导产品营销思维显然与客户的需求不在契合，客户需求的持续挖掘与统筹各领域专业能力经营客户，为客户提供全面可落地的解决方案并持续跟进实施才是服务的本质，这需要家族信托作为全方位服务的载体，利用家族信托本身架构的产权独立功能实现财产独立，利用家族信托作为民事领域的服务信托本身的灵活性与可调整性实现信托治理机制与家族治理愿景的持续融合并在这个基础上嫁接家族企业治理需求、家族基金投资管理需求、家族慈善需求等，最终实现以家族信托作为中枢式工具，实现家族有形财富与无形财富跨代传承的服务目标。

2.财富管理行业需求端发展概况

回顾家族信托服务供给端的三个发展阶段的演变实际上反映的是客户端的需求的演变过程。高净值客户乃至家族客户可粗分为两大类型，一类是乘着改革开放40年的大机遇富起来的创一代，在过去10年，他们已经基本完成家族财富的创造阶段，因此我们会看到2020年的胡润研究院发布的数据，保障与传承的需求首次超过资产长期增值，成为超高净值人群家族财富管理的首要目标，而正是这一类高净值客户的这一需求转变，将单一强调投资理财与

保值增值的家族信托推动向前，推动信托公司跳出金融机构投资理财的角色定位，以家族财富顾问的综合角色设计家族信托，家族信托也不再是专户理财信托的升级版，而是更全面综合，下沉到客户长久跨代家族治理、家族核心资产治理需求的服务信托，唯有能定制契合家族多代保障与传承规划，能有效地进行灵活调整与制衡约束的信托治理机制，确保家族愿景在多代之后仍能按照家族信托委托人的设想进行下去，方可获得客户的认可。

3. 家族财富管理与传承服务的演变推进

高净值客户（尤其是经营着家族企业的家族客户）的需求随着时间的推移，有着很大的变化，随着家族资产类型的增加、家族支系与家族成员的增加、家族企业内外经营环境变化、经营管理合规要求的变化以及上述变化的复杂程度的大幅度增加对家族应对问题与解决问题的能力提出新的要求，需要家族从法律、税务、投资、身份规划、家族企业股权优化的各个专业领域寻求资深专业顾问，形成综合的解决方案及依托多个专业服务团队进行综合方案实施。

从实践中总结，家族财富管理的普遍路径遵循构建保护架构—管控架构—传承架构的思路展开，这三大架构形成的最终目的是确保架构之下的家族财富的权益最终归属始终紧锁于家族之内进行有效传承，防止内外部风险导致家族财富及其权益外流。而这三大架构均需依托于一个中枢式的结构化工具，即以家族信托载体的架构。

保护架构是三大架构的基础，家族信托充分发挥其法理上的隔离功能优势，实现家族财富所有权从家族成员个人名下转移到信托架构之下，信托公司以家族信托受托人的名义持有财富所有权，并依据信托文件的约定进行管理。基于只有产权梳理清晰且所得合法合规，方能置入架构实现财富所有权隔离保护效果，信托公司在架构设计与资产置入过程中起到主导作用，确保信托财产置入有效性、信托整体架构有效性与信托财产隔离性，形成家族成员个人与家族财富之间的风险隔离、家族企业与家族财富之间的风险隔离、不同类型家族财富之间的风险隔离。

信托架构的搭建，信托公司在构建大的委托人—受托人—受益人三角框架之外，需要在架构之上留有充足的合规应对机制和接口安排，合规应对机制更多考虑家族成员身份变化对信托管理要求的调整，信托公司需充分了解作为信托当事人的家族成员的身份规划，提前规划税务身份变化后信托架构、信托财务管理可能面临的调整。接口安排更多是指不同类型、境内外不同法域的家族财富置入方式不同、税务成本不同、合规持有要求不同，信托公司应充分与相关的法律筹划、税务筹划、身份筹划机构进行充分的方案对接融合，信托架构应充分考虑上述因素，留有灵活接口为未来资产注入留有余地。

管控架构侧重于家族财富的管理，包含两大范畴：一是家族经营性资产，主要指家族企业的决策与经营管理，由家族主导；二是金融性资产的投资管理，管控架构之下，家族企业是家族财富的来源，而投资管理则使得家族财富持续有规划地保值增值，平滑家族企业经

营周期性波动带来对家族成员的影响，而后者是信托公司及其他投资顾问专业机构的服务重点，信托公司作为受托人，应从机构立场转变为家族立场，基于家族的投资价值观与短–中期投资目标与支出规划，形成有效的投资策略及在这之下的资产配置组合策略，全市场优选产品。

传承架构是在保护架构与管控架构之上的延伸。家族对家族成员的保障与支持，家族财富跨代传承规划均是一个家族愿景规划的顶层。家族信托的架构与投资管理是执行体系，最终是为了实现顶层的保障与传承愿景。在实践中，这往往需要家族、家族内嵌或外聘的家族办公室与信托公司紧密的沟通，将家族的愿景落实到家族信托的传承机制设计中。家族办公室，无论是家族内嵌还是外聘，在其中起到核心作用，基于家族办公室参与到家族内部沟通，对家族内部关系、家族诉求的精准掌握，向信托公司有效传达，方可形成可落地的信托传承机制。

从上面的家族财富管理与传承三大架构的搭建与管理过程，我们看到，信托架构是所有功能的载体，是中枢式的工具，信托公司在家族财富管理传承综合服务中处于中心，连接着家族的身份规划、跨境资产持有与现金流通的法律、税务筹划、家族治理与家族企业治理规划。因此，信托的架构设计、治理机制设计都应该在确保合规有效的前提下，做到充分的灵活、多接口、可延展，信托公司作为受托人应该保有开放的服务模式，与各专业服务机构进行有效融合，实现方案设计阶段与实施阶段的有效融合。

（三）投资模式研判

受托人的核心职能之一是资产配置，本节着重论述未来家族信托的投资模式、投资工具的推进演化。首先，基于资产配置能力结构的视角将信托公司分为四类；其次，基于社会核心发展动力的视角提炼资产配置演化的主角；最后，则根据信托公司的分类和资产配置模式的匹配得到家族信托投资模式和工具的推进演化路径。

1.信托公司：分类基于资产配置能力结构的视角

资产可以分为两类：一是标准化资产；二是非标准化资产。由此对应的资产配置能力可以包括两个维度：一是标准化资产的配置能力；二是非标准化资产的配置能力（见图13）。每个维度的配置能力均分为强和弱两种，由此进行组合，将信托公司分为以下四类：

A类信托公司：标准化和非标资产配置能力均强。

B类信托公司：标准化资产配置能力强；非标资产配置能力弱。

C类信托公司：标准化资产配置能力弱；非标资产配置能力强。

D类信托公司：标准化和非标资产配置能力均弱。

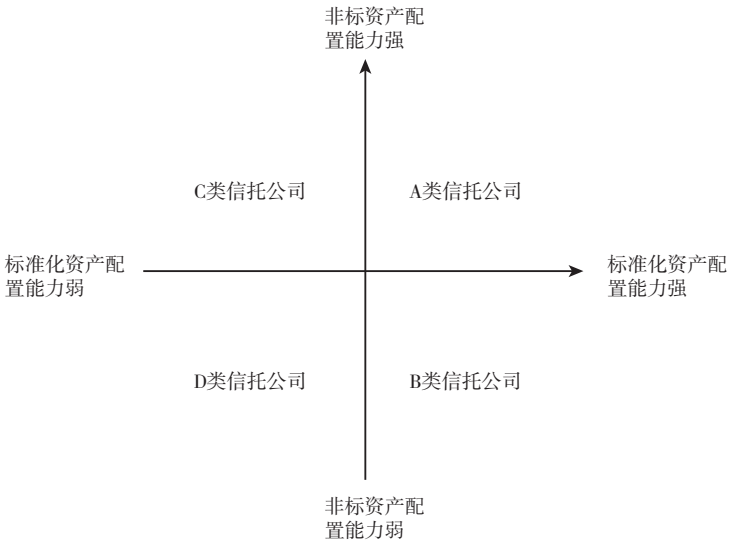


图13　信托公司分类：基于资产配置能力结构的视角

从当前来看，大部分信托公司属于C类和D类，小部分信托公司属于B类，个别是A类信托公司。

2. 资产配置演化：基于社会核心发展动力的视角

从信托行业来看，目前信托公司总体的资产配置能力主要体现在非标准资产的配置能力上，而在未来的资产配置中，鉴于当前和未来中国转型发展的最大驱动力是创新，而创新的关键依托平台则是良好的资本市场。因此，资本市场是这个发展过程中核心动力及载体，是未来社会发展的主流方向，是社会主流财富聚集的地方。因此，未来主要的机会集中在标准化资产领域，特别是以A股为代表的资本市场的机会，而非标债权类资产在可见的未来大概率会慢慢降低比重。

因此，未来家族信托投资模式和投资工具的选择和演化将主要围绕标准化资产的配置展开。

3. 家族信托资产配置模式的进化：基于信托公司资产配置能力结构完善的视角

（1）不同类型信托公司资产配置的选择。在此，根据主导方的不同可将投资模式分为：以信托公司为主导的主动管理投资模式和第三方投资顾问主导的被动管理投资模式。在标准化资产领域，将投资工具分为主动投资工具（采用主动投资策略的金融产品）和被动投资工具（采用被动投资策略的金融产品）。

一般而言，以信托公司为主导的主动管理投资模式的投资工具将主要以被动投资工具为主，而以第三方投资顾问主导的被动管理投资模式的投资工具则主要是以主动投资工具为主。之所以有此差异，是因为信托公司在标准化资产的配置能力结构所限，但是，其实标准化资产最主要的配置策略是被动投资工具。

因此，可以预见：以信托公司为主导的主动管理投资模式将会充分利用被动投资工具的优势来弥补自身的不足，进而以被动投资工具配置为主（见表3）。有鉴于此，可以根据信托公司的分类对其资产配置做出预判：

对于A类信托公司，其资产配置将会以自身为主导的主动管理的投资模式为主，投资工具主要是：自身发行的各类标准和非标信托产品，标准信托产品以被动投资工具为主；市场上优秀的资管产品（辅助）。

对于B类信托公司，其资产配置也会将以自身为主导的主动管理的投资模式为主，投资工具主要包括：自身发行的各类标准信托产品，标准信托产品以被动投资工具为主；市场上优秀的资管产品。

对于C类信托公司，一是以信托公司自身为主导的主动管理的投资模式，在标准化资产方面，主要是投向各被动投资工具，在非标资产方面，主要是投向自身发行的信托产品；二是以第三方投资顾问为主导的被动管理投资模式，主要投向各主动投资工具。

对于D类信托公司，一般会引入第三方投资顾问，即采用以第三方投资顾问主导的被动管理投资模式，主要投向各主动投资工具；如果采用以信托公司为主导的主动管理的投资模式，则投资工具一般是自身发行的信托产品。

表3　不同类型信托公司资产配置的选择

信托公司类别	主导的投资模式	投资工具
A类	以信托公司自身为主导的主动管理的投资模式	1.自身发行的各类标准和非标信托产品，标准信托产品以被动投资工具为主；2.市场上优秀的资管产品（辅助）
B类	以信托公司自身为主导的主动管理的投资模式	1.自身发行的各类标准信托产品，标准信托产品以被动投资工具为主；2.市场上优秀的资管产品
C类	以信托公司自身为主导的主动管理的投资模式和以第三方投资顾问为主导的被动管理投资模式并重	1.以信托公司自身为主导的主动管理的投资模式，在标准化资产方面，主要是投向各被动投资工具，在非标资产方面，主要是投向自身发行的信托产品；2.以第三方投资顾问为主导的被动管理投资模式，主要投向各主动投资工具
D类	以第三方投资顾问为主导的被动管理投资模式	主要投向各主动投资工具

（2）进化的路径。由前可知，未来信托公司绕不开的是标准化资产的配置，据此可以将信托公司资产配置能力结构完善的路径分为如下几条（见图14）：

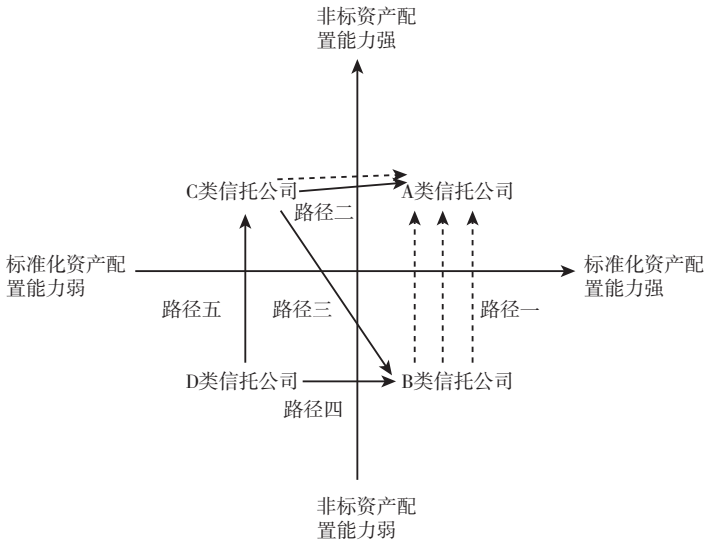
路径一：B类信托公司→A类信托公司（不一定发生）

路径二：C类信托公司→A类信托公司

路径三：C类信托公司→B类信托公司→A类信托公司（后半段不一定发生）

路径四：D类信托公司→B类信托公司→A类信托公司（后半段不一定发生）

路径五：D类信托公司→C类信托公司→A类信托公司



注：同一种颜色为同一条路径，其中同一种颜色的虚线线段代表此路径不一定会发生

图14　信托公司资产配置模式进化路径图

其中，关于路径补充说明如下：

B类信托公司可能一直保持自身在标准化资产配置能力的优势领域而不向非标资产配置能力进化。

鉴于标准化资产在未来的机会，C类信托公司不太可能一直保持自身在非标准化资产配置能力的优势领域而不向标准资产配置能力进化，但是进化有两种路径：一是在保持非标资产配置能力优势的同时，深化标准化资产配置能力，即路径二；二是将主要资源倾注在标准化资产配置能力上而弱化非标资产配置能力，即路径三。

D类信托公司进化也有两条路径：一是选择标准化资产配置能力作为突破口，即路径四；二是选择非标资产配置能力作为突破口，即路径五，此路径概率较小。

陆

保险金信托研究

牵头单位：中诚信托有限责任公司

指导专家：周瑞明

课题组成员：

和晋予　沈苗妙　殷晓薇　崔继培	中诚信托有限责任公司
韩　波　高　雅	北京国际信托有限公司
黄中翔　马　林　刘天昀　李小华	财信信托有限责任公司
方玉红　张玉洁	国投泰康信托有限公司
张　旦　靖东晓　钱　超	交银国际信托有限公司
王　琼　王　硕　刘　刚　徐一宁	陕西省国际信托股份有限公司
张　毅　周　末	五矿国际信托有限责任公司
张玉超	西部信托有限责任公司
郑　馨　谢一凡	厦门国际信托股份有限公司

摘要

保险金信托以财富的保护、传承和管理为目的，兼具保险与信托的功能优势，是居民财富管理和传承的重要工具，在全球已有135年的发展历史。在我国，保险金信托于2014年首单突破后，已是当前信托公司重要转型创新业务，呈现参与主体不断扩展、业务模式不断演进、信托规模快速增长、服务水平持续提升的良好发展态势，成为信托公司与保险公司合作发展财富管理业务的成功模式，对保险公司增强客户黏性、丰富服务内容、补充保单服务、提升竞争能力等方面有重要促进作用，为信托公司回归本源业务、加强信保合作、完善服务保障、丰富家族安排等方面也提供了有力支持。

作为一项创新业务，保险金信托与传统信托业务相比有其独特关键环节。第一，保险法律法规对保险当事人权利义务的规定影响信托公司受托管理责任，信托法律法规对于信托当事人及信托财产的要求也影响保险金信托委托人的确定和对接保险产品类型。第二，保险金信托设立环节的尽职调查、价值确定、工作流程等方面应充分考虑保险的特点。第三，厘清保险金信托成立后信托公司和保险公司的管理责任，尤其是保险事故发生后的各方职责。第四，特别关注保险金信托变更事项对保险金信托有效性和受托人管理责任的影响，包括保险受益人变更、保单价值变化等保单变更事项，以及信托受益人调整、信托财产追加等信托变更事项。

与境外相比，我国保险金信托发展仍处于起步阶段，面临制度建设滞后、普及程度较低、培育时间较长等一系列挑战。为促进保险金信托持续发展，一要进一步丰富保险金信托业务的应用场景，充分发挥保险金信托在服务人民美好生活需要中的功能价值；二要进一步完善保险金信托的法律与监管政策，建立统一的监管规则，促进保险金信托业务规范发展；三要进一步提升保险金信托受托服务能力，挖掘综合商业价值，提升保险金信托业务对信托公司的价值贡献。

一、保险金信托概述

保险金信托是将保险与信托两种财富传承工具相结合的创新财富管理安排，具有保险与信托制度的双重功能优势，可以有效服务高净值客户的财富保护、传承和管理需求，受到保险业、信托业以及高净值人群的高度关注。开展保险金信托业务，对保险公司增强客户黏性、丰富服务内容、补充保单服务、提升竞争能力等方面有重要促进作用，为信托公司回归本源业务、加强信保合作、完善服务保障、丰富家族安排等方面也提供了有力支持。

（一）保险金信托的概念

1. 保险金信托的起源

保险金信托最早起源于英国。信托业与保险业分别于15世纪和18世纪均诞生于英国，随后在整个欧洲地区得到广泛发展。金融机构为了扩大客户群体，大量保险工具与信托工具被投放市场来满足个人投资者的需求，并且金融机构还为客户制定个性化的投资方案。在此背景下，保险金信托应运而生。1886年，英国推出第一款保险金信托产品“信托安全保险”，运用信托及保险来规避家族的传承风险。随着保险制度和信托制度的全球化传播，美国、日本、我国台湾地区都纷纷开展保险金信托业务实践。2014年中信信托和信诚人寿推出“传家”系列保险金信托产品，成为首个中国大陆地区的保险金信托产品。我国的保险金信托仍处于发展的萌芽阶段，未来具有广阔的发展前景。

2. 保险金信托的概念

保险金信托以保险合同的相关权利（如身故受益权、生存受益权、分红领取权（如有）等）及对应的利益（如身故理赔金、生存金、保单分红（如有）等）和资金等（或有）作为信托资产，当保险合同约定的给付条件发生时，保险公司将按保险约定直接将对应资金划付至对应信托专户。信托公司依据信托合同的约定对委托财产进行管理、运用和处分，并将信托利益分配给信托受益人。

3. 保险金信托与家族信托的联系与区别

保险金信托与家族信托在功能方面具有相似之处。从信托目的来看，二者都主要以家庭财富的保护、传承和管理为目的。从信托利益的归属来看，家族信托是他益信托，受益人是包含委托人在内的家庭成员；目前行业实践中操作的保险金信托，也主要以家庭成员或亲属

为信托受益人。

保险金信托与家族信托存在多个角度的区别，主要体现在以下五个方面：

（1）信托财产不同

保险金信托的信托财产是保险金请求权。目前市面上普遍用于设立保险金信托的险种是终身寿险和大额年金险，以不同的保险金请求权设立信托，信托财产的价值及确定需要视险种不同而确定。

家族信托的信托财产形式较为丰富，目前市场上主流的是货币资金、资管产品、保单等金融资产及相应权利。除了上述金融资产，越来越多的家族信托客户在传承非货币类财产方面的意愿也逐步加强，以上市或非上市企业股权，甚至不动产、艺术品等财产设立家族信托的情形进一步增多，对家族信托受托人长期稳定的管理、运用和处分信托财产提出了更高的要求。

（2）信托财产规模要求不同

家族信托在监管方面有明确的设立规模要求。根据银保监会2018年下发的《信托部关于加强规范管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”），家族信托财产金额或价值不低于1 000万元。

保险金信托在监管方面没有对设立规模有特殊的规定限制，但仍需符合一般信托的信托财产规模要求。目前行业实践中操作的保险金信托，其设立的信托规模门槛通常高于人民币100万元。

（3）信托当事人设置要求不同

家族信托当事人的监管要求较为明确。一是在委托人方面，“37号文”中对家族信托提出了明确定义，明确了家族信托的委托人可以是单一个人或者家庭；二是在委托人与受益人的关系方面，家族信托以家庭财富的保护、传承和管理为主要信托目的，其受益人是包括委托人在内的家庭成员，家庭成员以外的人作为信托受益人，则不能视作家族信托；三是在受益人的设置要求方面，委托人不得为唯一受益人，家族信托不能成为自益信托。

保险金信托相关当事人的设置除了满足信托相关的法律及监管要求外，还需要受到保险法以及保险合同的限制。一是保险金信托当事人之间的利益关系问题，由于信托委托人即是保险合同的投保人，在实践中要符合我国《保险法》中所要求的“人身保险的投保人在保险合同订立时，对被保险人应当具有保险利益”；二是受托人在保险合同中的角色问题，设立保险金信托时，受托人具有多重身份，信托公司会被指定或者变更为保险受益人，因而可以享有保险金请求权，依法对信托财产进行管理、运用和处分；三是根据保险合同约定，人身保险的受益人由被保险人或者投保人指定，保险金信托的受益人要符合此项要求，但与原保险受益人不需要完全一致；四是在以终身寿险设立的保险金信托中，其被保险人无法成为该部分信托财产所对应的受益人；五是不同于家族信托，保险金信托可以是

自益信托。

（4）信托财产管理运用特点不同

保险金信托对于信托财产的管理运用阶段不同于其他信托产品，有三方面需要被关注。一是事故通知和理赔办理。当发生保险合同约定的保险事故时，应确保受托人（即保单的新受益人）可以及时知晓相关信息，可以由信托合同约定的受益人通知受托人并积极提供理赔所需的全部证明材料，并协助受托人办理理赔事宜；二是理赔资金进入信托专户。对于理赔资金进入信托专户的过程要求，应在信托文件中约定清晰，发生保险合同约定的保险事故后由受托人按照保险合同约定向保险人提交理赔申请，若由受托人以外的其他人就保险事故通知保险人，保险人应及时以书面形式告知受托人；三是理赔资金到账之后的信托财产管理要求。受托人对于信托财产的管理、运用和处分实际上并非开始于信托成立初期，而是在保险事故发生、理赔资金进入信托专户后，此时由受托人按照信托合同约定履行其管理职责，包括但不限于信托资金投资运用、账户管理、运营维护、清算分配及提供或出具必要文件以配合委托人管理信托财产等事务。

家族信托对信托财产的管理、运用和处分开始于信托成立、办理完毕相应资产转入信托项下的确认手续之后，但由于家族信托的自身特点对相应的管理运用提出了较高的要求。一是客户对信托财产管理风险的要求，家族信托财产的管理运用，应与事先确定的委托人的风险偏好相一致；二是对家族信托利益分配的流动性要求，由于需要为财富传承发挥重要作用，家族信托的定期分配、条件分配和临时分配条款通常设置全面，需要受托人进行合理的资产配置，以保障利益分配的流动性需求；三是家族信托对于非货币财产的管理有专业性要求，由于委托财产类型多样，受托人履行对货币资金、理财产品、保险产品等金融资产，或者公司股权、不动产、艺术品等复杂资产的管理运用，其复杂程度和专业程度较高，受托人需要根据不同资产所处的不同阶段分别管理。

（5）保险金信托与家族信托的业务交叉

在实践当中，保险金信托与家族信托还存在业务交叉。一方面，对于信托规模在1 000万元以上的保险金信托，可以设置为家族信托，也可以将保单和其他财产共同置入家族信托。对于包含保险金请求权在内的家族信托，应当注意满足法律法规和监管方面的要求：首先，在受益人安排方面和常规保险金信托不同，不得为完全自益的信托；其次，若以终身寿险保单置入信托，还应当符合终身寿险对受益人的限制。

另一方面，在家族信托成立之后，可以由家族信托受托人作为投保人进行投保，即保险金信托的3.0模式。这种模式下，设立家族信托的委托人不再是保险投保人，而是由信托公司作为保险的投保人和保单的受益人，直接运用信托财产支付保费并依照合同约定对保险理赔资金进行有效的管理运用，有利于保险金信托与家族信托的深度结合，可以切断保单作为委托人财产的风险，实现资产的充分隔离保护。

（二）保险金信托的功能和特点

1.保险金信托的功能

保险金信托产品主要具有财富传承、资产规划、风险隔离、隐私保护、税务筹划等基本功能。

（1）财富传承功能

保险金信托使得财富的传承更为灵活，委托人可在信托合同中约定受益人的信托利益分配方式、情景等，既能够突破保险受益人的限制，还可以对家庭成员、子孙后代进行更为灵活的财产分配设计，同时引导激励家庭成员的正向行为，约束惩罚不当行为，在保证家族基业传承的同时，实现家族精神和文化的传承。不仅如此，保险金信托可以充分保护委托人对其财产的控制权，委托人身故后，依然可以根据信托合同约定的决策机制体现委托人的意志，实现财富有效传承。

（2）资产规划功能

保险金信托通过两次增值实现了财富放大和资产的合理规划管理，首先是以较少的保费投保较大的保额实现保单增值，也可以通过期缴保费方式，降低初始入门门槛，令中产阶层也可通过保险金信托实现财富增值和传承；其次是通过设立保险金信托，由受托人管理运用保险金，取得一定的投资增值收益，实现信托阶段的增值。信托公司作为市场上专业的投资机构，能够根据客户的不同需求，设置不同的资产管理组合，帮助受益人更好的规划保险金财产，实现信托财产的保值增值。

（3）风险隔离功能

保险金信托作为保险产品与信托产品的有机结合，能够更好地保持财产独立性，实现委托财产风险的双重隔离。

一是保险的风险保障。在保险端，当被保险人发生保险事项时，可以按照保单约定将保险金支付给保单受益人，具有风险转移和分散的作用，并且除了根据我国《保险法》第四十二条规定的无法确定受益人、受益人先于被保险人死亡、受益人丧失受益权三种例外情形外，如果被保险人在保险期内死亡，保险金不得作为被保险人的遗产来参与被保险人的债务清偿，从而可以实现对保险金的有效隔离保护。

二是信托的破产隔离保障。根据我国《信托法》规定，信托设立后，信托财产即与委托人、受托人及受益人的其他财产相区别，若委托人遭遇破产，除设立信托前其债权人已对信托财产享有优先受偿的权利外，债权人不能主张对信托财产强制执行，保障了保险金信托的相关财产与被保险人、信托公司及信托公司管理的其他财产的独立性，能够避免保单存续期间作为投保人的财产被追索、保单理赔后保险金作为受益人的财产被追索的风险。

（4）隐私保护功能

保险金信托具有私密性，可以避免继承权公证、遗嘱公证等过程中可能存在的遗嘱纠纷。以身故为给付条件的保险金信托，在设立时不需要进行提前的公证或者公布，而且在变更的过程中私密性也更强，能够使得投保人按照自己的意愿对身故后财产进行分配。当前诸多高净值人群并不愿意让自己的家庭成员提前知晓自身的财富传承安排。因此，利用保险金信托私密性与便捷性优势，通过身故之后由保险金信托管理机构定期给予受益人一定生活费用的方式，一方面给予保险金受益人基本生活保障，另一方面能够有效防止受益人大肆挥霍保险金。

（5）税务筹划功能

虽然我国目前尚未出台遗产税，但有关征收遗产税的提议近年来一直络绎不绝，伴随着我国经济的发展以及居民收入水平的提高，高净值人群规模在继续扩大，征收遗产税的呼声预计会越来越高。因此，近年来关于税务筹划的问题逐步得到高净值人群的广泛关注，保险金信托产品具备的税务筹划功能可以帮助高净值人群合理节税。实际上，帮助居民合理节税已成为美国保险金信托行业的最主要功能。

2. 保险金信托与保险相比的特点

保险金信托在保险保障的基础上结合了信托产品的优势，较之保险产品，可以充分实现受益范围更广泛、资金给付更灵活、资金保障更独立、资产分配更安全、资产增值更有效。

（1）扩大受益群体范围

保险金信托不仅可以在信托产品中安排保险受益人之外的受益人，同时在保险产品明确受益人的基础上，也可以将保险金信托的受益人扩大为一个特定的范围，实现家族财富的跨代传承。

（2）灵活安排利益分配

保险金信托还可以灵活安排保险金的给付。虽然很多保险公司都可以提供保险金分期给付安排服务，但灵活度有限，而保险金信托则可以根据客户的复杂需求进行灵活多样的信托利益给付设计，设定不同的给付条件和频率，为自己保留分配方案调整的权利，充分体现了委托人的自身意愿，满足家族财富传承的个性化需求。

（3）保障机制较为独立

保险产品的理赔资金赔付给受益人后成为受益人的财产，在债务、婚姻等问题出现时存在财产被分割的风险，保障不够充分，而通过保险金信托可以隔离风险，理赔后的保险金进入信托专户，作为信托财产与受益人的其他财产隔离，避免出现债务、婚姻等特殊情况下财产无法保全的风险。

（4）财产分配较为安全

保险产品的理赔资金赔付给受益人之后，受益人对资金的处置便不再受到任何限制，因此受益人对资金的使用可能有悖于投保人的初衷，甚至无度挥霍。保险金信托则可以有效避免此类风险，可以通过信托资金的分配频率、条件等限制，由受托人按照信托文件的约定合理进行资产管理、运用和分配，充分保障财产的合理使用。

（5）保值增值更为有效

保险公司可以对保险理赔资金进行一定程度的给付安排服务，但对于尚未给付的资金在部分保险机构不计算利息，或者仅按照一年期定期利息计算，不能充分利用资金，存在一定的财产贬值风险，而保险金信托可以通过受托人的专业资产管理能力对资金进行有效的投资配置，保证一定流动性的同时实现资金的保值增值，依照合同约定，更为高效和安全的安排理赔资金的资产规划。

3. 保险金信托与其他信托相比的特点

作为兼具保险保障和信托财产隔离、管理功能的“保险+信托”的组合，与其他信托相比，保险金信托在受众范围、资金保障和收益获取等方面都具备一定的优势。

（1）业务门槛较低，受众范围更广

就认购一般的信托产品而言，投资者需要满足100万元的投资门槛，而根据2018年8月中国银保监会下发的《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》（以下简称“37号文”），要求家族信托的委托财产金额或价值不低于1 000万元，这就大大提高了投资者投资信托产品或者规划家族信托的门槛。客户购买保险，一般是通过支付保费实现一定保额的保障，适合设立保险金信托的保险产品是通过大额保单的保额达到保险金信托的门槛，从而使得更多希望对家庭财产进行完善规划的客户能够运用保险金信托的方式实现其对家庭财富的进一步配置安排。

（2）有效利用保费，实现增值保障

在人寿保险中，投保人通过期缴保费的方式，每年支付较少的金额，当保险保障触发时保险金理赔的数额通常是投保人缴纳保费的数倍，而适合设立保险金信托的保险产品即为此类大额保单，一般是终身寿险、大额年金险等产品，有效利用保费，再将赔付的保险金纳入信托架构，进行财富的管理传承，从而可以进一步通过保险金信托实现资金的保值增值以及资产配置规划。

（3）切实获得保障，获取收益可靠

一般的信托产品投资中，委托人虽然可以获得一定程度的资产保值增值，但也存在一定的风险，信托收益存在一定的不确定性和波动性，收益或高或低，甚至会出现亏损；而在保险保障中，以终身型年金险为例，保险的收益将在合同签订后锁定终身，因此具备基础的收益保障，再进一步通过保险金信托的架构，可以获得相对有保障的资产保值增值，其投资风

险更低，获取收益更为稳健。

（三）开展保险金信托业务的意义

1.满足客户财富管理需要

保险金信托为委托人提供保单以外的专业信托服务，包括财产隔离保护、资产保值增值、财富有序传承等综合服务。同时，由于保险金信托方案具备较强的灵活性，可以通过模式化的常规服务或者定制化的个性服务提供多种服务，实现委托客户的全方位财富管理需要。

2.提升保险公司竞争力

保险金信托可以丰富服务内容、完善保险产品的功能，通过对保单后的服务安排提供补充，拉升大额保单的销量，实现客户增加和业绩增长。同时由于保险金信托的长期性和安全性，还能通过为客户提供更长期的资产规划，进一步增加客户黏性，从而使得公司在总体业绩、长期客户以及服务质量方面获得全面提升，增强行业竞争力。

3.推动信托公司转型创新

对信托公司而言，可以通过保险金信托进一步加强信保合作。除传统的保险资金投资信托计划的方式外，引入资产端的合作，同时丰富客户渠道。如果未来有更多的寿险产品能够与信托通过保险金信托实现对接，不仅增加了寿险的附加价值，无疑也会为信托公司注入一笔优质的长期资金。此外，保险金信托提供长期服务，可以全面提升信托公司的财富管理水平，通过对客户的长期吸引力为信托公司提供持久稳定的业务资源，进一步促进信托行业回归本源，有利于信托公司进一步提高主动管理能力。

4.深化信托与保险行业合作

保险金信托产品联结了保险、信托、基金、银行等多方面金融机构。由于我国实行的是分业经营的金融政策，金融市场的三大分市场，银行、保险、证券都只能在各自行业内为各自的客户理财。三个市场的客户资金一般只能在各自的体系内循环，而无法利用其他两个市场实现资金的增值。根据新《保险法》，保险资金不能直接用于经营与证券有关的业务，包括证券公司、信托公司、基金公司等。保险资金在投资渠道受限的情况下，可以通过对保险金设立信托的方式进行保值和增值。这种结合可以使得寿险信托的开发不仅有利于受益人对保险金进行有效管理，还可能衍生出更多的保险产品增值服务，从而可以促进保险与信托行业的合作。

二、境外保险金信托发展的经验借鉴

保险金信托起源于英国，商事信托在美国、日本以及中国台湾等较为发达的国家和地区发展较为成熟，并形成了不同的业务模式。借鉴境外保险金信托业务发展经验，保险金信托成为居民财富传承的重要工具，法律法规和监管完善是推动保险金信托发展的重要保障，保险金信托的发展需要全面的制度支持。

（一）美国的保险金信托业务

1. 美国保险金信托发展较为成熟

20世纪早期，美国保险公司设立信托部门，开始发展保险金信托业务，其中主要以人寿保险金信托为主，目前人寿保险金信托已成为美国居民重要的财富管理方式。1935年8月，罗斯福总统签署《美国社会保险法案》后，在政府部门以及金融机构的推动下，保险信托以到期即付与基金两种方式为主，并不断衍生出多种个性化的金融产品，这其中包括残障者保险信托、最后生存者保险信托、住院保险信托、医疗保险信托、慈善保险信托等，使美国在保险金信托业的发展超过了欧洲。

2. 主要模式为信托投保模式

美国的保险金信托由于其特殊的制度而得到蓬勃发展，在弥补保险制度的同时进行相应的税收筹划。美国的税收制度规定，被保险人死亡时其本人或其控制的任何实体持有或控制的保单保险金必须征收遗产税，只有保单归第三人所有，才有可能规避遗产税，因而可以利用信托机制实现对保险金的税务隔离，将大额人寿保单通常装入不可撤销保险金信托，从而使继承人得到全部保险金。因此，为了最大程度避免被征收遗产税，美国的保险金信托以信托投保为主要模式。

3. 不可撤销型保险金信托为主流

美国的信托业务按照委托人是否可保留撤销信托的权利，分为可撤销信托和不可撤销信托。不可撤销人寿保险金信托作为美国保险金信托的主要业务类型，其蓬勃发展主要得益于美国税收制度。不可撤销人寿保险金信托是美国家庭最常使用的遗产避税工具，由投保人将保单的现金价值、变更保单受益人、解除或转让保单等权利转移给受托人。此时，不可撤销人寿保险金信托的受益人拥有不可撤销的、法律上已确定的未来收益，实现了保单和被保险

人的完全分离，达到了美国税法上关于死亡保险金免征遗产税的规定，能够帮助高净值家庭合理避税（见图1）。

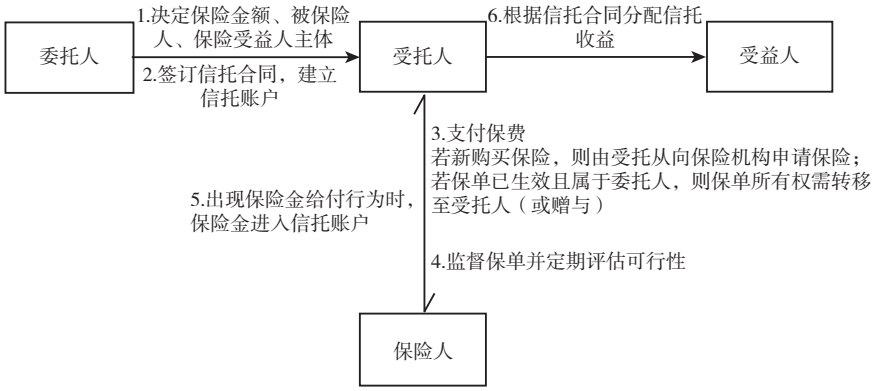


图1　不可撤销人寿保险金信托业务模式

（二）中国台湾地区的保险金信托业务

1. 保险金信托发展得到监管部门的鼓励

中国台湾地区的营业信托业务起步很早，但保险金信托业务相对滞后。1996年“信托法”和2000年“信托业法”的颁布施行，标志着台湾地区保险金信托业务开始走向规范化发展道路。2001年，万通银行向“财政部”[①]申请开办“受托经营保险金信托业务”并经核准后，中央信托局与彰化银行等多家机构开始相继布局；2008年后，信托公司和保险公司都可以开始开展保险金信托业务。

中国台湾地区监管部门对于保险金信托业务给予高度重视和推广，制定了制式合同范本，主要是在保险合同中增加保险金划款信托专户批注，并鼓励金融机构向民众提供此类服务，目前台湾地区的保险金信托已覆盖至寿险、健康险、年金等众多险种。

2. 主要模式为保险带动信托模式

中国台湾地区的保险金信托业务覆盖人寿保险（包括祝寿保险金和身故保险金）、健康保险（包括长期照顾一次保险金和长期照顾分期保险金）、伤害保险（包括身故、残废保险金）等。台湾地区的保险金信托业务多为保险带动信托模式，即先签订保险合同，再由保险受益人或投保人作为委托人，以保险金作为信托财产签订信托合同。

3. 受益人分为自益和他益两种类型

中国台湾地区的保险金信托业务按照信托委托人和受益人是否相同，分为自益保险金信

① 2004年以前，中国台湾地区对金融行业实行分业监管体制，其中“财政部”为最高金融主管部门，集中了所有金融监管的行政管理权；2004年设立“金融监督管理委员会”，吸收合并“财政部”下设的多个监管机构，开始对金融行业实行统一监管。

托和他益保险金信托。

自益保险金信托是指信托委托人和受益人是同一人，最常见的形式为父母为被保险人，第三人（通常为子女）作为保险受益人、信托委托人和信托受益人。当保单出现给付行为或期满时，保险金汇入信托账户（见图2）。

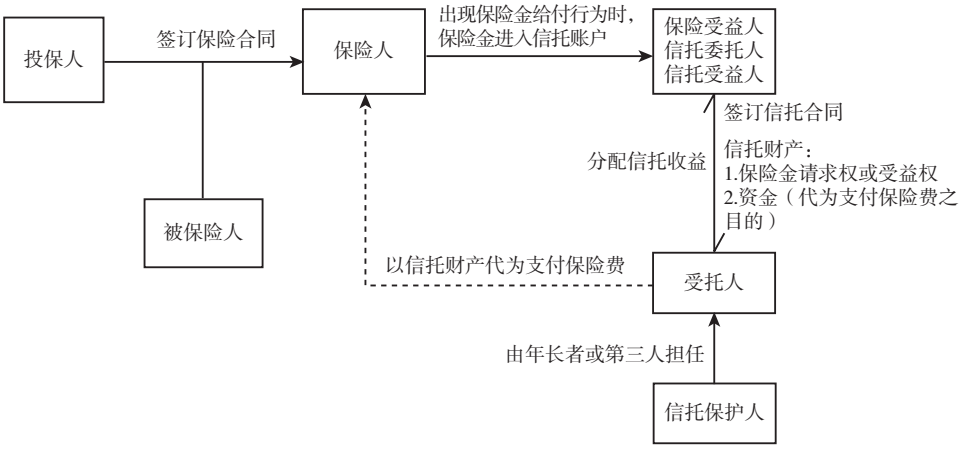


图2　台湾地区自益保险金信托业务模式

他益保险金信托是指信托委托人和受益人非同一人，最常见的形式为父母为被保险人和信托委托人，子女为保险受益人和信托受益人，这主要是针对自益保险金信托中受益人无法有效、合理管理信托财产而设立的；父母可以在信托中设定信托利益的分配条件和方式、其他个性化安排等，这样可以更好地保障信托目的实现，并据此实现财富的代际传承。

（三）日本的保险金信托业务

1.保险金信托服务较为普及

日本民众十分热衷于投资保险产品，同时对保险金有效管理及分配需求不断增长，保险金信托应运而生。1925年，日本三井信托公司推出首单人寿保险金信托产品，被认为是日本保险金信托业务的开始。随着人们对财富管理个性化需求的不断增强，保险金信托业务在日本获得了巨大的发展。2010年，日本三井信托公司与美国保德信保险公司的日本子公司合作，开发出“安心支持信托”的人寿保险信托产品，其设立的主要目的是节约保险金，合理安排委托人的需求，满足受益人的未来生活需要。发展至今，保险金信托在日本已十分普遍，在银行窗口即可随时办理，这也得益于“简化型保险带动信托模式”流程的简便。

2.主要模式为简化型保险带动信托

日本的保险金信托业务可被认为是简化型保险带动信托模式，即信托委托人仅将保险金债权转让给受托人，保险的其他权利如保单解除权、保费缴纳义务等仍由委托人享有。在这种

模式下，委托人先签订保险合同，同时以保险金请求权作为信托财产签订信托合同，并将保单受益人变更为信托受托人，实现保险金请求权的转移。在保险金发生给付行为时，信托受托人领取保险金进行管理运用，此时保险公司与信托受托人之间的联系仅是资金划拨（见图3）。

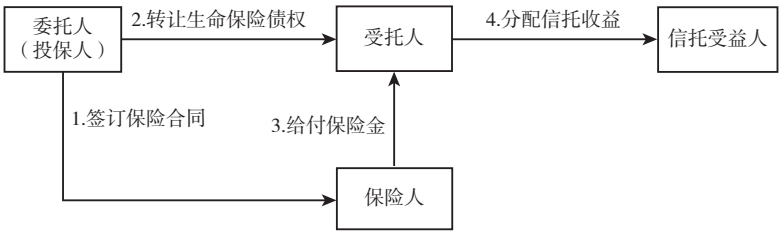


图3　日本保险债权信托业务模式

3. 受托人包括保险公司和信托公司两类

依据日本《保险业法》的规定，允许经营生命保险事业的保险公司经营信托业务（日本将人寿保险称作“生命保险”，以人寿保险金设立的信托称作“生命保险信托”）。因此在日本，保险金信托有两类受托人，即保险公司为信托受托人和信托公司为信托受托人。

以保险公司为信托受托人是指，信托委托人同时也是保险投保人，保险公司在承保的同时也担任信托受托人的身份，在信托设立后，由保险公司按照信托文件管理和运作信托财产。以信托公司为信托受托人是指，保险合同签订后，委托人将保险金债权让与信托机构，即在保险金发生给付后，保险金的领取权利让与信托公司，信托公司按照信托文件进行管理和运作信托财产，目前这种模式在日本更为普遍。

（四）境外保险金信托业务发展经验总结

1. 保险金信托成为居民财富管理的重要工具

保险金信托在家庭财富管理方面具有诸多优势和特点，可以满足居民日益增长的财富管理和传承需求，在境外已成为众多家庭的重要选择。美国在保险金信托的基础上，衍生出残障者保险信托、最后生存者保险信托、住院保险信托、医疗保险信托、慈善保险信托等多种细分产品。境外保险金信托业务的发展均是基于保险和信托机构合作，以满足委托人财富管理及传承的需要。保险公司和信托公司提供了便捷的保险金信托服务，如日本发展“简化型保险带动信托模式”，流程简便，在银行窗口即可随时办理，有力地推动了保险金信托的普及。

2. 制度完善和监管鼓励是保险金信托发展的重要保障

境外保险金信托业务的发展均有完备的法律制度作为支撑。如美国通过建立完备的基础法律制度、税收制度、公示制度、监管制度以及投资者保护制度，可以为保险金信托的顺利

开展提供较为全面完善的保障和制度基础，保险金信托也因此而发展成熟。台湾地区监管部门对于保险金信托业务给予高度重视和鼓励，制定了制式合同范本，鼓励金融机构向民众提供此类服务，并设立信托保护人制度保护未成年人利益。日本基于特有的信托银行制度和更为发达的保险市场，将保险金信托受托人分为保险公司和信托机构，可以有效实现管理被保险人死亡后的保险金，这也得益于信托银行制度的充分发展。

3. 税收是影响保险金信托交易结构的重要因素

美国人寿保险金信托主要基于避税目的而设立，以信托为中心，向外延伸各个要素，即信托投保模式。台湾人寿保险金信托主要基于财富传承、分配目的而设立，以保险为中心，通过自益保险金信托降低税费成本，且在自益信托中设立信托保护人，即保险带动信托模式。由此可见，不同的税收制度是促进不同地区保险金信托诞生和发展的重要因素。保险金信托可以在较长存续期间实现财富的保护和传承，并同时成为有效的税务筹划手段。因此，国家或者地区的税收体系催生了保险金信托业务并促使其结构完善，以适应税收政策。

三、我国保险金信托的法律与监管基础

保险金信托是保险与信托的结合，应同时符合保险法律法规和信托法律法规的相关要求。其中，保险法律法规对保险当事人权利义务的规定影响信托公司受托管理责任，信托法律法规对于信托当事人及信托财产的要求也影响保险金信托委托人的确定、对接保险产品类型以及信托财产价值确定等事项。

（一）保险方面的法律与监管要求

1. 保险类型

《保险法》规定，保险是指投保人根据合同约定，向保险人支付保险费，保险人对于合同约定的可能发生的事故因其发生所造成的财产损失承担赔偿保险金责任，或者当被保险人死亡、伤残、疾病或者达到合同约定的年龄、期限等条件时承担给付保险金责任的商业保险行为。

开展保险金信托业务对保险产品的选择提出了一定的要求，这主要是因为：一是用于设立保险金信托的保险产品，其先决条件是保险金给付，所以出险概率更低的意外险等保险产品较不合适；二是要求保险金给付金额较大，多具备保障未成年及弱势家庭成员目的，因此给付金额波动较大（例如投资连结险）的保险产品也不适合设立保险金信托；三是从需求角

度而言，如果保险事故发生后，受益人对保险赔付金的需求与信托的初衷背道而驰，则此类产品置入信托意义不大，比如对赔付金的需求较为急迫重疾或全残产品；四是管理方面，保险金信托运行周期较长，涉及服务主体较多，信托公司需综合考虑成本与收益的配比关系。

经过多年的发展，具有较强传承、养老或教育规划功能或者具有较高现金价值的终身寿险和年金保险成为保险金信托的最佳标的资产。

（1）终身寿险

终身寿险是以被保险人死亡为给付保险金条件，且保险期间为终身的人寿保险。因此，终身寿险是不定期的死亡保险，提供终身保障，保险合同订立后，被保险人无论何时死亡，保险人均应给付保险金，其作为保险金信托最主要对接的保险险种，满足了保险金给付这一先决条件，同时有相对较高的保额，可以在时间和金额方面对保险金信托的受益人提供较为完善的保障，满足保险金信托的设立要求。

（2）年金保险

年金保险是指在被保险人生存期间，保险人按照合同约定的金额、方式，在约定的期限内，有规则的、定期向被保险人给付保险金的保险。大额年金险的投保人或被保险人一次或按期交纳总额较高的保险费，保险人以被保险人生存为条件，可以按年、半年、季或月给付保险金，直至被保险人死亡或保险合同期满。年金保险是人寿保险的一种，因此大额年金险具备保险金给付和保额较高的基本条件，也是保险金信托主要对接的保险险种。

2. 保险当事人及相关主体

保险关系中主要涉及的当事人及相关主体包括投保人、保险人、被保险人以及受益人。

（1）投保人及其权利和义务

投保人是指与保险人订立保险合同，并按照合同约定负有支付保险费义务的人。

我国《保险法》对投保人的相应权利义务作了规定，具体内容主要包含但不限于以下内容：保险合同成立后，投保人按照约定交付保险费，投保人可以解除合同，还可以对合同的效力约定附条件或者附期限；订立保险合同，保险人就保险标的或者被保险人的有关情况提出询问的，投保人应当如实告知；投保人故意或者因重大过失未履行前款规定的如实告知义务，足以影响保险人决定是否同意承保或者提高保险费率的，保险人有权解除合同；人身保险的受益人由被保险人或者投保人指定；在受益人为数人的情况下投保人可以确定受益顺序和受益份额；投保人、被保险人或者受益人知道保险事故发生后，应当及时通知保险人，应当向保险人提供其所能提供的与确认保险事故的性质、原因、损失程度等有关的证明和资料。

（2）保险人及其权利和义务

保险人是指与投保人订立保险合同，并按照合同约定承担赔偿或者给付保险金责任的保险公司。

我国《保险法》对保险人的相应权利义务作了规定，具体内容主要包含但不限于以下内容：投保人提出保险要求，经保险人同意承保，保险合同成立，保险人应当及时向投保人签发保险单或者其他保险凭证，保险人可以对合同的效力约定附条件或者附期限；法律规定的某些情形下，保险人有权要求增加保险费或者解除合同，投保人和保险人可以协商变更合同内容；订立保险合同，采用保险人提供的格式条款的，保险人向投保人提供的投保单应当附格式条款，保险人应当向投保人说明合同的内容；投保人已交足二年以上保险费的或其他法律规定的情形下，保险人应当按照合同约定退还保险单的现金价值；保险公司应当按照国务院保险监督管理机构的规定，公平、合理拟订保险条款和保险费率，不得损害投保人、被保险人和受益人的合法权益。

（3）被保险人及其权利和义务

被保险人是指其财产或者人身受保险合同保障，享有保险金请求权的人。投保人可以为被保险人。人身保险的投保人在保险合同订立时，对被保险人应当具有保险利益。

我国《保险法》对被保险人的相应权利义务作了规定，具体内容主要包含但不限于以下内容：投保人、被保险人或者受益人知道保险事故发生后，应当及时通知保险人，应当向保险人提供其所能提供的与确认保险事故的性质、原因、损失程度等有关的证明和资料；人身保险的受益人由被保险人或者投保人指定，可以指定一人或者数人为受益人，受益人为数人时被保险人可以确定受益顺序和受益份额，被保险人可以变更受益人并书面通知保险人。

（4）受益人及其权利和义务

受益人是指人身保险合同中由被保险人或者投保人指定的享有保险金请求权的人。投保人、被保险人可以为受益人，人身保险的受益人由被保险人或者投保人指定。

我国《保险法》对受益人的相应权利义务作了规定，具体内容主要包含但不限于以下内容：投保人、被保险人或者受益人知道保险事故发生后，应当及时通知保险人，应当向保险人提供其所能提供的与确认保险事故的性质、原因、损失程度等有关的证明和资料（见表1）。

表1　保险当事人及相关主体权利与义务情况

		投保人	保险人	被保险人	受益人
权利	解除保险合同的权利	√	√（附条件）		
	对合同的效力约定附条件或者附期限	√	√		
	指定和变更受益人的权利	√		√	
	确定受益顺序和受益份额的权利	√			
	变更保险合同内容	√	√		
	对保险标的或被保险人的询问权		√		
	拒绝赔偿或者拒绝给付保险金		√		
	代为请求赔偿的权利		√		
	决定保险合同是否有效的权利			√	

续表

		投保人	保险人	被保险人	受益人
权利	保险金请求权			√	√
	请求赔偿或者给付保险金的权利			√	√
	领取保险金的权利			√	√
	享有受益权				√
义务	缴纳和补缴保费义务	√			
	承担保险责任		√		
	赔偿或者给付保险金的义务		√		
	说明和提示义务		√		
	核定义务		√		
	通知义务	√	√	√	√
	告知义务	√	√	√	
	保密义务		√		
	提供和补充有关证明材料的义务	√		√	√
	防止或者减少损失的义务			√	

3. 保险金请求权

保险金是指人身保险中，保险事故发生后，保险公司依照保险合同的约定向被保险人或其受益人支付的款项（一定金额的现金）。

保险金请求权是保险金信托的信托财产，根据《保险法》规定，被保险人和受益人享有保险金请求权。被保险人是其财产或者人身受保险合同保障，享有保险金请求权的人；受益人是人身保险合同中由被保险人或者投保人指定享有保险金请求权的人。投保人可以为被保险人，投保人、被保险人可以为受益人。

（二）信托方面的法律与监管要求

1. 保险金信托委托人的权利和义务

首先，根据《信托法》的规定，信托的委托人必须为具有完全民事行为能力的自然人、法人或者依法成立的其他组织。具体到保险金信托而言，其委托人应当是具有完全民事行为能力的自然人或者家庭委托人。

其次，保险金信托生效后，委托人不再享有相关财产性权利，包括信托财产的管理处分权和收益权。同时，按照《信托法》规定，虽然委托人对信托财产本身不享有财产性权利，但信托的目的是实现委托人的意愿。因此，委托人基于其设立信托的地位，仍然享有一定的权利，具体可以分为法定权利和保留权利两类。

最后，保险金信托的委托人负有将信托财产转移给受托人的义务，以及因不履行此项义务而发生的实际履行、赔偿损失等责任，而原则上在信托生效后，委托人对受托人和受益人也不再负有任何义务和责任。因此，在信托成立后、生效前，委托人应当履行其法定义务和责任。在信托生效后，委托人的义务和责任具体要以相应的信托文件约定为准。

2. 保险金信托受托人的权利和义务

首先，根据《信托法》的规定，受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人。在我国保险金信托业务实践中，受托人为信托公司，信托公司接受委托人的委托，按照信托文件对信托财产进行管理、运用和处分。

其次，在保险金信托的法律关系中，受托人地位重要，享有相应的权利，其权利的范围、行事方式等均需按照信托文件的约定进行。一是与受托人履行信托职责相关的各项权利，受托人对信托财产具有名义所有权、管理和处分权，以及对不当强制执行信托财产的异议权，并享有可以代表信托起诉和应诉的权利；二是与受托人履行信托职责不相关的权利，即受托人因提供信托管理服务而自身享有的权利，受托人有权依照信托文件的约定取得报酬，受托人因处理信托事务所支出的费用、对第三人所负债务，若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；三是经委托人和受益人同意，受托人可以辞任。

最后，保险金信托受托人的义务可分为法定义务和约定义务两类。约定义务由委托人和受托人在保险金信托的信托合同中约定。法定义务主要包括以下方面：一是遵守信托文件约定的义务，受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务；二是忠实和谨慎的义务，保险金信托的受托人应当忠于委托人所托，对保险金信托尽到忠实负责、善良管理的义务；三是尽职管理义务，主要是指在保险金信托的开展中，为实现委托人的信托目的，对于信托财产的使用，受托人应当尽职尽责、谨慎管理；四是管理运用信托财产的义务，保险金信托财产与受托人的财产、受托人管理的其他信托财产应当分别管理；五是记录、报告和保密义务，保险金信托的受托人保存处理信托事务的完整记录，并定期将信托财产的管理运用、处分及收支情况，报告委托人和受益人，同时对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务；六是支付信托利益的义务，保险金信托的受托人应以信托财产为限、按照信托文件约定的方式向受益人支付信托利益；七是清算义务，保险金信托终止时，受托人负有对信托进行清算并出具清算报告的义务。

3. 保险金信托受益人的权利和义务

一般而言，受益人是在信托中享有信托受益权的人，可以是自然人、法人或者依法成立的其他组织，委托人可以是受益人，也可以是同一信托的唯一受益人。在保险金信托实践中，由于主要采用终身寿险或者大额年金险设立信托，若保险金信托的受益人是保单的受益人，相应的受益人也要符合保险相关规定对受益人的要求。此外，对属于家族信托范畴的保险金信托，其受益人也应当按照相应规定执行，必须为家庭成员，且委托人不得是唯一受益人。

其次，保险金信托的受益人自信托生效之日起享有信托受益权。受益人所享有的信托受益权，是《信托法》特有的法律概念，专指受益人在信托关系中所享有的享受信托利益的权利以及依据《信托法》与信托文件规定所享有的其他权利，包含财产性权利和非财产性权利两大部分。

最后，在信托关系中，保险金信托的受益人在信托生效后原则上没有对委托人和受托人应负有的责任和义务，但仍可能发生法定或者约定的义务和责任，例如法定直接规定的某种特殊情况下应当承担的特定义务，或者信托文件中规定的在信托存续期间受益人应当承担的义务。

4. 保险金信托的信托财产应满足特定要求

设立信托对信托财产的要求主要体现在两个方面，即信托财产的确定性和合法性。我国《信托法》第七条规定，设立信托，必须有确定的信托财产，并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。此外，用于设立保险金信托的信托财产还应当具备转让性。

（1）信托财产的确定性

我国《信托法》第十一条将信托财产不能确定作为信托无效情形之一加以规定。信托法律关系中信托财产的确定是要求信托财产从委托人自有财产中隔离和指定出来，而且在数量和边界上应当明确，即信托财产应当具有明确性和特定性，以便受托人为实现信托目的对其进行管理运用、处分。

信托财产的确定性，首先是信托财产存在的确定性，即信托财产已经存在。保险金信托以保险金请求权作为信托财产，是一种财产权，但并非或有。虽然设立信托时信托保险金并没有全部入账，但具备可确定的现金价值，这就是保险金请求权的确定性在信托关系中的反映。

（2）信托财产的合法性

我国《信托法》第十一条规定，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，信托无效。信托财产的合法性要求是指，委托人用于设立信托的财产应当是合法取得并占有的财产。委托人对该财产享有占有、使用、收益和处分的权利，其他任何人不得主张权利。

保险金信托的委托人用于设立信托的保单资产，应是其合法所有的财产性权利，应在设立信托时提供完整的文件证明材料，并确认该等特定保险金请求权未进行质押、转让等任何处分，保险金请求权不存在任何权利瑕疵。

（3）信托财产的可转让性

委托人须将拟设立信托的保险金请求权转让给受托人，因此，设立保险金信托的财产应当具有可转让性。

首先，保险金请求权具有可流通性，符合信托财产转让性的要求。具体是指在保险事

故发生前，人身保险的保险金请求权可以通过被保险人（通常也是保险金信托的委托人）指定或变更保险受益人的方式进行转让，而保险受益人在保险事故发生后也可转让保险金请求权。由此可见，在保险金信托的设立中，依照合法合规的情形进行了保险金请求权的转让流通。

其次，保险金请求权具备处置性，可以用于设立信托，具备了设立保险金信托的基本条件。委托人合法所有的保单不属于法律禁止强制执行的财产，并且在不是共有财产、不是附属于其他权利之下、不是约定不得转让的财产的情况下，委托人可以自由处置，设立保险金信托。

（三）保险金信托的监管要求

目前保险金信托虽然尚无法律规范或者监管文件予以明确规定，但是通过对保险制度和信托制度的分析可以得出结论，保险金信托符合意思自治的民法原则和监管对金融回归本源的期待。面对千亿元甚至万亿元级的财富管理市场，信托、保险、银行以及其他机构仅需立足本身优势、妥善解决不同制度之间的磨合、谨慎把握当事人角色定位，即能实现各方共赢，分享市场增长带来的回报。

四、我国保险金信托发展现状及挑战

国民财富增长、风险防范意识增强、财富传承和管理需求提升，共同推动了我国保险金信托的发展。自2014年首单落地以来，保险金信托已成为信托公司重要转型创新业务，并呈现参与主体不断扩展、业务模式不断演进、信托规模快速增长、服务水平持续提升的良好发展态势。

（一）我国保险金信托发展迅速

1. 市场需求情况

（1）国民财富增长催生财富管理需求

我国经济的快速发展带来了居民财富的快速累积。招商银行2021年《中国私人财富报告》显示，我国个人可投资资产总规模从2008年的39万亿元迅速增长至2020年的241万亿元，年均复合增长率超过16%。2020年可投资资产在1 000万元以上的高净值人群数量达262

万人，高净值人群人均持有可投资产约3 209万元。预计到2021年底，中国高净值人群数量预计接近300万人，可投资资产总规模将突破268万亿元。国内国民财富迅速积累，高净值人群不断增长，普通大众的收入水平也得到显著提高，催生了巨大的财富管理需求（见图4）。

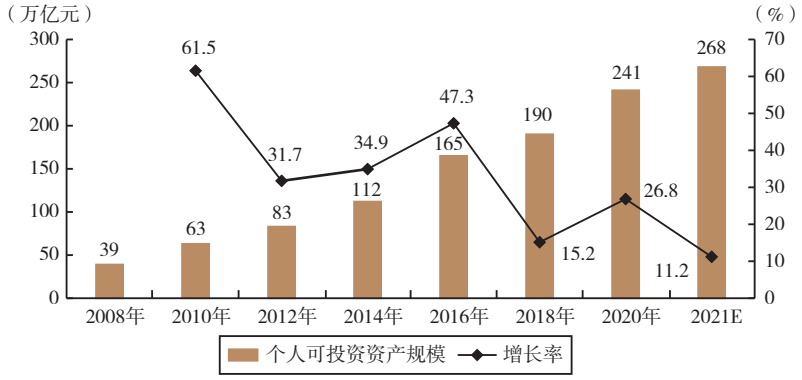


图4　2008—2021年中国个人持有的可投资资产总体规模

资料来源：招商银行2021年《中国私人财富报告》。

（2）风险意识提升加速保险金信托发展

在居民财富的增长和高净值人群崛起的同时，财富管理市场需求结构也发生显著变化。从需求理念角度看，财富安全和保值成为投资者财富管理的首要目标，资产配置理念、风险管理意识不断提升。招商银行2021年《中国私人财富报告》显示，65%的受访投资者已在准备或已开始财富传承的相关安排。保险和信托在财富传承、财富增值、风险隔离、税务筹划、隐私保护等方面的特质，使其在中高净值人群财富管理市场具有得天独厚的竞争优势。

（3）保险市场持续壮大为保险金信托发展奠定基础

2016年我国已跻身全球第二大保险市场，保险市场（保费）以年复合增长率接近15%的速度彰显出强大的群众基础与勃勃生机，也为保险金信托的发展带来了直接的增量市场（见图5）。特别是受到2020年新冠肺炎疫情影响，民众的人身保障意识进一步得到提升，越来越多的投资者对风险有了更加深刻的认知和理解，对保险金信托的认可和信任度也随之持续加深。这些需求结构的变化也为保险金信托发展夯实群众基础。

2. 参与机构情况

（1）参与主体不断扩展

2014年落地国内首单保险金信托，由此拉开了我国保险金信托的发展序幕。目前保险金信托业务已取得一定的市场认知度，拓展保险金信托业务的信托公司进一步增加。根据行业调研统计，2020年开展保险金信托业务的信托公司达15家，累计设立保险金信托7 161单[①]。参与保险金合作的保险公司超过20家，包括平安人寿、中信保诚、泰康人寿、友邦、招商信

① 资料来源：《中国信托业发展报告（2020–2021）》。

诺、中德安联等，除平安人寿外，大部分为合资或外资保险公司（见表2）。

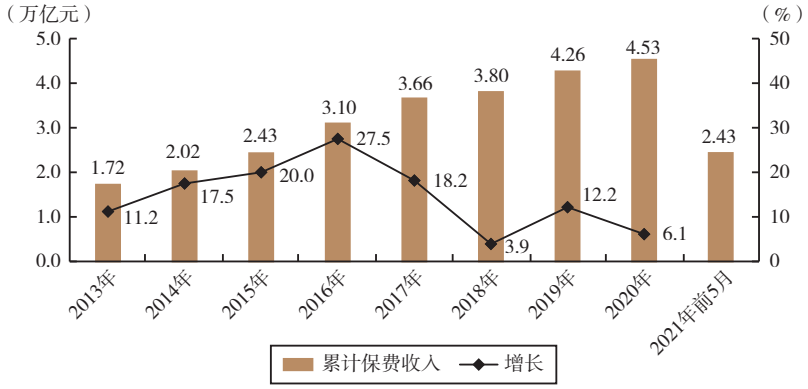


图5　2012—2020年中国原保险保费收入及增长情况

资料来源：中国银行保险监督管理委员会，课题组整理。

表2　信托公司开展保险金信托业务的主要事件

时间	信托公司	保险公司	主要内容
2014年5月	中信信托	信诚人寿	落地国内首单保险金信托产品
2014年10月	外贸信托	7家保险公司	落地首单保险金信托产品
2015年11月	山东信托	某保险公司	落地首单保险金信托产品
2015年12月	中信信托	信诚人寿	推出生存保险金信托
2016年12月	平安信托	平安人寿	集团协同开展，可进行线上定制
2017年2月	长安信托	中德安联	携手宜信博诚联合推出保险金信托
2017年9月	昆仑信托	中意人寿	推出“臻传”系列保险金信托
2017年12月	国投泰康信托	泰康保险	集团协同开展保险金信托
2019年2月	北京信托	横琴人寿	落地首单保险金信托产品
2019年7月	中航信托	信美人寿	落地首单保险金信托产品
2019年9月	平安信托	平安人寿	落地国内首单总保额超亿元的保险金信托产品
2019年12月	交银国际信托	—	落地首单保险金信托产品
2020年3月	平安信托	—	落地首单线上定制保险金信托
2020年5月	五矿信托	恒大人寿	落地首单保险金信托产品
2020年8月	平安信托	平安人寿	联合平安私人银行共同设立2.6亿元保额保险金信托
2020年12月	中粮信托	中英人寿	落地首单保险金信托产品
2020年12月	上海信托	太平洋人寿	举行战略合作签约仪式
2021年1月	中航信托	鲸禧保险经纪	落地国内首单“保险金信托+养老信托”产品
2021年5月	北京信托	国富人寿	举行战略合作签约仪式

资料来源：课题组根据公开资料整理。

（2）信保合作协同效应初现

在客户共享、服务共建趋势下，信托公司积极联合集团内保险公司开展合作，发挥协同效应、实现优势资源互补。一方面，集团内部信保公司强强联合，保险公司为信托公司持续输送优质客户，扩大客群范畴，降低获客成本；另一方面，集团内部金融科技系统具备一定的兼容性和互通性，便利信保双方合作沟通，提升保险金信托的设立效率，降低操作成本，为保险金信托业务顺利开展奠定坚实基础。

■ 专栏1　集团内部信保合作案例：中信信托和中信保诚人寿

2014年以来，中信信托与集团旗下中信保诚人寿在保险金信托业务方面开展密切合作：

时间	合作内容
2014年5月	联袂首次推出保险金信托
2015年12月	联合推出“传家·致祥”产品，首创生存金信托服务
2017年11月	联手发布“中信信托·传家宝”APP，首创线上“标准版保险金信托”，实现了在手机上办理标准版保险金信托业务，提升信托设立效率
2018年11月	联合其他机构共同召开第三届中国保险金信托论坛，并发布国内首份《中国保险金信托发展报告》
2019年12月	联合其他10家保险公司推出国内首个保险金信托的服务标准

资料来源：课题组根据公开资料整理。

3. 业务发展情况

（1）客户数量与信托规模快速增长

国内首单保险金信托推出以来，保险金信托业务发展迅速。据统计，2014年仅10位客户设立保险金信托，2015年增至近百位，2016年达到500位，2017年实现翻番超过1 000位，涉及信托资产超过50亿元[①]。截至2020年，行业保险金信托规模已突破200亿元[②]。

（2）聚焦客户需求，提升服务水平

业务规模快速增长的同时，信托公司不断提升保险金信托业务标准化程度，聚焦客户需求，优化产品设计，提升客户体验。

① 资料来源：《中国保险金信托发展报告（2018）》。

② 资料来源：《中国信托业发展报告（2020–2021）》。

■ 专栏2　保险金信托标准化建设：以中信信托为例

2019年12月，中信信托联合中信保诚人寿、友邦保险、泰康人寿等11家合作保险公司发布了国内首个保险金信托的服务标准。该标准以客户利益为出发点和归属点，明确保险金信托定义，避免认知误区，明确操作模式及功能。通过建立服务政策、设立流程、期间服务、管理运用以及服务话术五个方面的标准，合力破解业务发展困局、确保业务规范发展。2020年，中信信托保险金信托客户已超过1 000位，受托资产规模超过人民币50亿元。

■ 专栏3　保险金信托金融科技服务建设：以平安信托为例

2019年开始，平安信托为保险金信托业务打造全流程、线上化、智能化一站式业务运营管理系统，实现了客户申请、保险账户直连、银行账户直连以及信托公司一站式交互等功能，保险金信托业务实现全流程智能化线上办理。2020年，受新冠疫情影响，线下展业受限，但依托平安银行私行部门的代销推广、保险金信托业务高效的线上展业，并借助集团的综合金融优势，平安信托保险金信托业务突飞猛进，仅一季度就为客户设立保险金信托近600单，同比增长260%，全年新增保险金信托业务3 012笔，新增规模达130.3亿元，分别较上年增长127.35%和228.96%。

资料来源：《中国信托业发展报告（2020–2021）》、课题组根据公开资料整理。

（二）我国保险金信托业务模式不断演进

1.保险金信托业务模式的发展

目前主流的保险金业务模式主要有1.0、2.0与3.0三种分类。传统的1.0业务模式下，委托人自行投保并将其持有的人寿保险或年金保险的保单受益权或保险金作为信托财产委托给信托公司设立信托，经过被保险人同意，将信托公司变更为保单受益人，当保单约定的赔付条件达到后，保险公司将保险金赔付给信托公司，信托公司作为受托人，按照信托合同中的约定，管理和运用信托财产，将信托财产及收益逐步交付给委托人指定的信托受益人（见图6）。

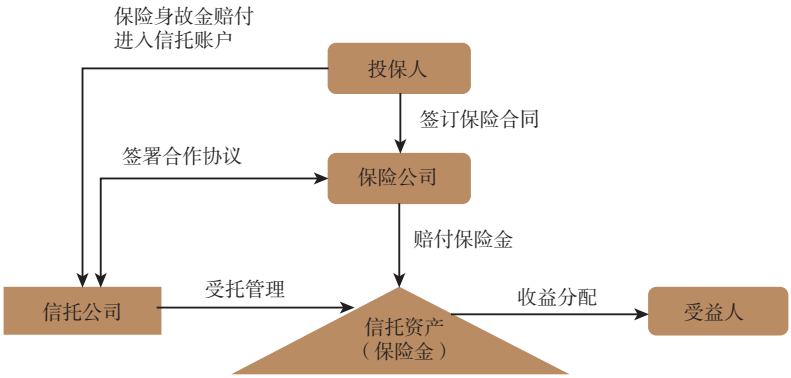


图6　保险金信托1.0模式

资料来源：课题组整理。

2.0模式是基于1.0操作模式的升级版。在保险产品和信托产品均成立后，经被保险人同意，将投保人、保单受益人均变更为信托公司，在保单存续期内，由信托公司利用信托财产继续代为缴纳保费，并作为保险受益人，受托管理和分配保险金。由于后续投保人变更为信托公司，避免了投保人身故后保单作为遗产被分割或者作为投保人财产被强制退保等风险（见图7）。

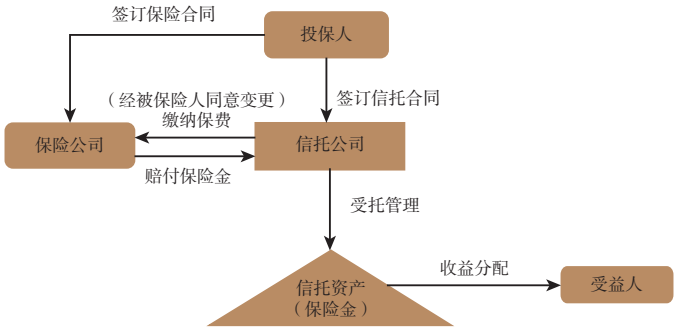


图7　保险金信托2.0模式

资料来源：课题组整理。

3.0模式是委托人以其自有资金设立信托，委托信托公司购买保险。信托公司作为受托人用信托财产支付保费并与保险公司签订保险合同，信托公司不仅是保险的受益人，也是保单的直接投保人，在理赔机制触发后，受托管理和运用保险公司理赔的保险金。3.0模式从投保阶段、保单持有、理赔之后三个维度为客户家庭的保单提供全方位托管服务，将投保品种由传统的人寿保险扩大为所有保险类别，让保险成为信托财产资产配置的组成部分，进一步发挥“家族信托+保单”在实现家族财富保值、增值方面的作用（见图8）。

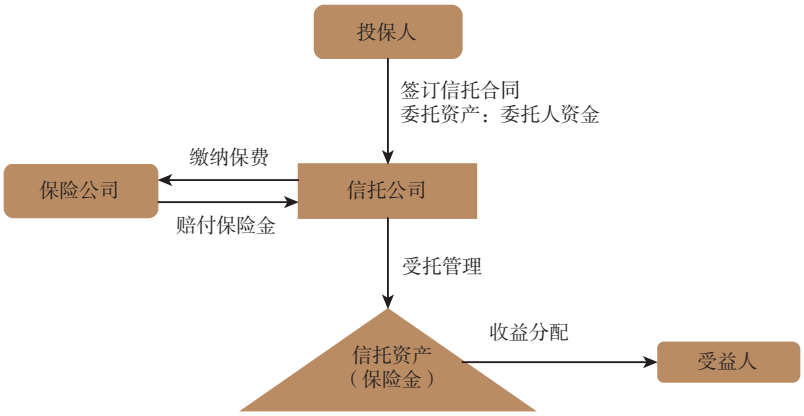


图8　保险金信托3.0模式

资料来源：课题组整理。

在规范发展既有传统业务模式的基础上，部分信托公司又创新推出“升级版”保险金信托业务模式，不断丰富保单所涉及的险种和受托服务形式。

■ 专栏4　保险金信托1.5模式—以五矿信托为例

2020年5月，五矿信托家族办公室与恒大人寿、民生银行深圳分行落地了五矿信托的首单保险金信托业务—传世系列2020910号家族信托，为保险金信托1.5模式。该家族信托同时以资金及保单作为交付资产。委托人将400万元现金及价值638万元的保单委托五矿信托，并指定本人及其儿子为受益人，民生银行为财务顾问（见图9）。

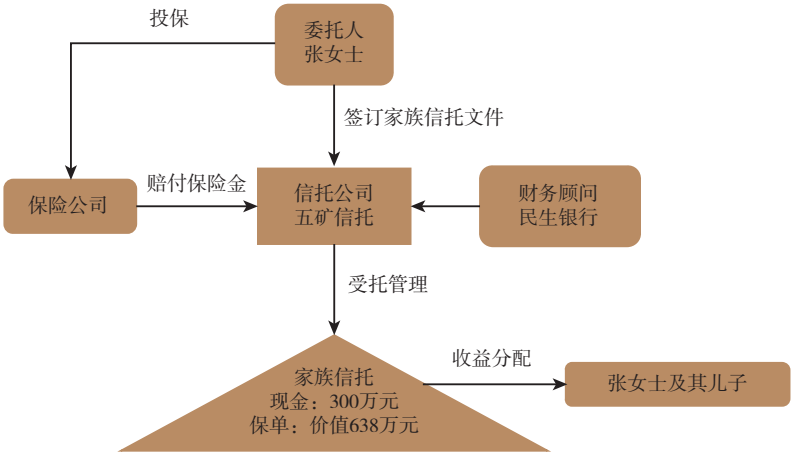


图9　保险金信托1.5模式

■ 专栏5 “资金+多保单”保险金家族信托—以长安信托为例

2019年3月，长安信托与民生银行、招商信诺、泰康人寿联合为客户定制了一款对接多家保险公司、多类型保险产品及现金资产的保险金家族信托，包含上千万的资金及3笔不同类型的大额保单，并已成功落地。该模式突破了原有的以一家保险公司为主导的保险金信托模式，将客户的资金和多家保险公司多种类型的保单放在一个家族信托账户中进行管理，方便了客户的财富规划与传承。

■ 专栏6 “家庭保单”保险金信托—以中信信托为例

2019年6月，中信信托推出了“家庭保单”保险金信托服务，打破了“单一被保险人+单家保险公司+信托”的传统模式，可为客户整体统筹名下的所有保险资产，使保险金信托在延续家族掌舵人意志、传承家族财富、凝聚家族精神方面发挥更大作用（见图10）。

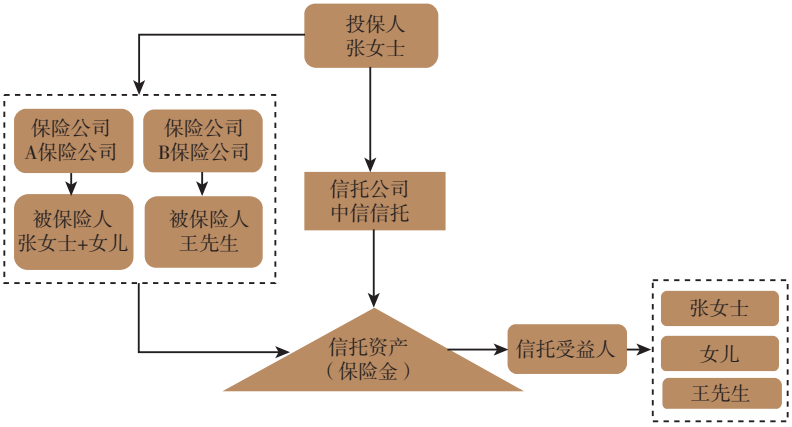


图10 中信信托“家庭保单”交易结构

资料来源：《中国信托业发展报告（2020–2021）》、课题组根据公开信息整理。

此外，信托公司通过“跨界创新”不断拓展服务边界、丰富产品供给，高效高质满足客户服务需要。一是“保险金信托+遗嘱”服务模式，将遗嘱理念融入保险金信托中，使委托人的遗嘱意志得以充分体现，信托财产得到有力保障。二是“保险金信托+养老信托”服务模式，将大额保单与养老信托相结合，一方面发挥信托的风险隔离、资产管理、灵活分配等特色；另一方面还可实现保险赔付之后的长期管理，达成传家、守业的目标。三是可在保险金信托引入慈善捐赠服务安排，将信托的灵活性与慈善捐赠的自愿性进行有机结合，实现保

险保障、财富传承和慈善三项功能的融合。

■ 专栏7　保险金信托+遗嘱—以中信信托为例

2021年，中信信托正式推出“保险金信托+遗嘱”服务，将中信信托较为成熟的保险金信托服务模式和遗嘱结合。客户在中信信托设立保险金信托后，可以通过订立遗嘱的方式，指定名下遗产在其身后追加进入保险金信托。该服务将信托、保险、遗嘱三大传承工具结合，帮助委托人更好地规划身后遗产安排，提供更加全面的财富传承规划方案。该服务既可以实现家族财富在生前的灵活支取、使用，也可保证身后财富的正确运用，实现真正的福佑子孙后代。

■ 专栏8　保险金信托+养老—以中航信托为例

2020年，中航信托通过养老信托与寿险保险的结合，一站式主导落地了“保险鲸选、受托管理、养老规划、社区入住、养老支付”全流程养老服务模式。中航信托考虑委托人在养老规划中加入大额保单配置的需求，对接中航资本旗下保险经纪公司“鲸禧保”，为客户筛选大额终身寿险保单，以客户为中心整合资源。该服务通过养老信托专户，助力客户获得高品质、高自由、高效率的养老体验。

■ 专栏9　保险金信托+慈善—以中信信托为例

2020年，中信信托落地了首单保险金信托定向慈善捐赠服务业务，实现了保险保障、财富传承和慈善三项功能的融合。2016年委托人为患有自闭症的独生子设立保险金信托，通过信托保管资产并实现保值增值，并通过分次给付的方式为孩子的未来提供基本的生活所需。在此基础上，综合考虑委托人的捐赠需求，2020年，中信信托为该客户进行个性化的信托条款和服务设置，在该委托人进行资金追加后，实现了其每年定额分配以及在受益人身故后一次性定向捐赠给深圳壹基金公益基金会，用于支持以自闭症、脑瘫、罕见病等特殊需要儿童为主要服务对象的海洋天堂计划。

2. 保险金信托业务模式的比较

从业务结构角度看，现有三种保险金信托业务模式的核心区别主要体现在投保人、受益人、委托资产及设立流程等方面。具体对比如表3。

表3　保险金信托不同业务模式对比

业务模式	投保人	受益人	委托资产	备注
1.0模式	委托人	信托公司	保险金请求权	受益人待保单成立后变更为信托公司
2.0模式	信托公司	信托公司	保险金请求权	投保人先是委托人，后变更为信托公司；受益人变更为信托公司
3.0模式	信托公司	信托公司	委托人的资金	信托公司投保；信托公司为保单受益人

资料来源：课题组整理。

三种模式的保险金信托的业务优势各异，适用场景有所不同，具体内容如表4。

表4　保险金信托业务模式优点及适用场景

业务模式	业务优点	适用场景及解决问题
1.0模式	传统模式，综合信托和保险优势	保险金信托的基本模式，为市场广泛运用的业务模式，降低家族信托门槛，解决客户购买大额保单后的赔付金滥用风险
2.0模式	更好地实现资产隔离，有利于业务进一步扩展	避免了投保人身故后保单作为遗产被分割或者作为投保人财产被强制退保等风险，进一步解决客户投保资金的保护问题
3.0模式	以资金设立信托，直接满足委托人隔离保护意愿；扩大投保品种，实现全方位托管服务	信托公司直接投保，充分隔离风险

资料来源：课题组整理。

（三）当前我国保险金信托业务发展面临的挑战

1.制度建设层面

（1）基础制度建设不足增大业务实践难度

保险金信托业务起步较晚，缺乏具体的法律法规规定。一方面，《信托法》《保险法》及其他相关的法律法规均未对保险金信托产品的概念、市场准入、具体运作等方面做出明确的规定，相应的监管机构不明确，监管规则缺乏。另一方面，保险金信托实施过程中涉及《信托法》《保险法》《公司法》税法等诸多法律法规及监管条例，而目前我国在相关配套法律法规中并未明确涉及信托相关事务的处理规定，因此需要相关部门不断完善财产所有权的认定、信托登记制度的优化以及税法《公司法》《婚姻法》等相关法律法规的配套，为保险金信托的规范发展提供制度保障。此外，保险金信托由信托公司和保险公司跨行业合作，应当制定信托公司和保险公司展业行为规范，保护保险金信托当事人利益。

（2）“财产隔离”在特定情况下可能难以奏效

保险金信托固然有财产隔离的天然属性，但在特定情况下可能无法达到有效隔离。未赔付前，保险金信托保单的财产可能受到投保人的债务、婚姻分割等多方面情况的影响，财富保全功能不完善。人寿保险中投保人享有的“解除权”则可能影响保险金信托的信托财

产，因此可能发生保险金信托的信托财产灭失等影响信托存续的情况。在目前的司法实践中，当客户存在债务风险时，保单现金价值仍有可能会被强制执行[①]，影响保险金信托的设立价值。

（3）责任边界混乱增加产品销售压力

2017年修改后的《中国保监会关于严格规范非保险金融产品销售的通知》规定，保险公司、保险专业中介机构及其从业人员未经批准不得销售非保险金融产品。目前法律层面对保险人员销售保险金信托产品监管相对严格，但对保险金信托服务的界定尚不明确，保险销售人员要向客户介绍信托增值服务又要避免存在销售动机，要能够帮助客户联系到信托，又不能代信托行事，一定程度上制约了保险金信托业务的发展。

2. 业务管理与发展层面

（1）跨生命周期属性增加执行与管理风险

保险金信托是一个跨生命周期产品，特别是对接终身寿险的保险金信托产品，信托公司的管理事务大多发生于委托人身故之后，必须充分考虑跨生命周期过程中可能涉及的各种执行问题，包括如何及时获取客户动态信息，如何执行理赔流程等等，都需要在合同中进行约定，保证未来事务性工作的可操作性，这对信托公司和保险公司提出了较高要求。由于保险金信托业务在中国开展时间较短，尚未有保险金信托产品走完全生命周期，其中可能出现的各种问题还没有得到充分考虑，这就增加了保险金信托的执行与管理风险。

（2）报酬滞后性削弱信托公司业务发展动力

对于信托公司而言，1.0和2.0模式下，信托公司当期只收取一笔设立费，只有当触发保险理赔机制，信托公司才会实际管理和运用信托资金。理赔后的资金注入开始资产管理事务的业务模式并不能为企业当期带来大规模增量资金，对公司当前业务增长的帮助有限。较少且相对滞后的信托报酬令很多信托公司缺乏动力去推动保险金信托业务的实际落地。

（3）保险金人才储备和个性化产品供给不足难以满足客户多元需求

保险金信托产品环节较多，要求机构及其从业人员具备较高的服务水平和服务能力。当前信托公司保险金信托业务方面高水平复合型人才储备不足，精力资源投入有限，各个业务部门的数据信息无法全面打通。作为一项知识密集型业务，保险金信托对后续信托服务提出了极高的要求，信托公司需要组建一支具备投资、法律、税务、风险管理等一系列专业知识的团队，而对于国内开展不久的保险金信托业务而言，专业人才的匮乏是其能否长期、有效地做好后续服务的瓶颈。

---

① 浙江省高级人民法院执行局于2015年3月6日发布的《关于加强和规范对被执行人拥有的人身保险产品财产利益执行的通知》明确了当投保人、被保险人或受益人作为被执行人时，该财产权属于责任财产，法院可以执行。江苏省高级人民法院于2018年7月9日发布的《关于加强和规范被执行人所有的人身保险产品财产性权益执行的通知》也持该观点。

（4）投资者教育仍需加强，市场有待培育开发

首先，产品服务模式阻碍客户决策和付费。一方面，保险金信托是对理赔后资金的安排，客户购买存在非迫切性，签约数量有待进一步转化；另一方面，客户需为远期的服务支付当期设立费，决策存在障碍，相比较保险公司理赔后分期给付保险金的服务，投资者感知到的保险金信托的设立成本较高，市场和客群有待进一步培育和发展。其次，投资者对保险金信托仍存在一定认知误区。部分投资者仍简单地认为保险金信托属于理财产品，从保险公司转接的投资者习惯了固定额度赔付，对于保险金信托无法承诺保本、固定收益的安排接受度较低，纠结产品收益率导致保险金信托业务难以开展。

3. 协同合作层面

（1）保险金信托需要信托公司与保险公司之间高效对接

保险金信托业务操作中需要保险公司与信托公司的密切合作，但实际操作中即使是在自身集团体系内的信托公司与保险公司间的沟通和对接也存在诸多障碍，较高的磨合沟通成本降低了信息传递效率，影响服务质量和客户体验。此外，当前保险公司和信托公司双方对接人获知客户状态和项目流程的主要方式是通过网络平台或电话等联系形式，需查询内部系统告知对方进度，受制于时间或空间，存在信息反馈不及时不准确、客户信息可能泄露、项目流程无法清晰追踪等情况发生，这极大地影响了客户的服务体验。

（2）加强对保险人员的信托知识培训，促进保险金信托业务的拓展

由于业务场景的特殊性，保险金信托服务推广仍然需要依靠保险端向投资者进行基础理念介绍，帮助投资者将保险架构与信托架构进行统一设计的综合解决方案。信托对于大量保险行业从业者是相对较新的领域，销售人员对于信托的功能缺乏准确的认知，专业性能力有待提升。因此，应加强对保险人员的信托知识培训，促进保险金信托业务的拓展，提升保单到保险金信托的转化率。

五、保险金信托设立的关键要素

设立保险金信托，首先要确定信托的委托人及其交付的信托财产。在委托人的确定方面，投保人对保险合同的财产权利较充足，适合作为委托人并以保险金请求权设立信托。在信托财产价值确定方面，需要根据保险类型进行判断，一般以定期寿险设立的保险金信托，其信托规模以保额计算；以大额年金险设立的保险金信托，其信托规模以保费计算。此外，保险金信托设立环节的尽职调查、工作流程等方面也应充分考虑保险的特点。

（一）保险金信托当事人的确定

1.保险金信托委托人的确定

（1）不同业务模式下的保险金信托委托人

在保险金信托业务中，针对目前已经广泛开展的1.0模式和逐步推广的2.0模式，都是由保险投保人作为委托人与信托公司签订信托合同。我国《信托法》要求委托人具有完全民事行为能力，《保险法》规定投保人是指与保险人订立保险合同，并按照合同约定负有支付保险费义务的人，并要求人身保险的投保人在保险合同订立时，对被保险人应当具有保险利益。因此，在法律框架下对投保人和委托人资格的要求并无冲突，且一定程度上具备一致性，在保险金信托业务中可以由投保人充当信托委托人。

在保险金信托3.0模式中，则是由委托人以资金进行委托，签订信托合同，继而由受托人作为投保人投保，同时作为保单的受益人，并由信托公司使用信托财产支付保费和管理理赔金。其信托资金的管理运用方式更为直接，完全切断保单作为投保人财产的风险，实现资产隔离，同时也有利于保险金信托与家族信托的深度结合。

（2）关于投保人可作为保险金信托委托人的分析

目前大部分公司都采用由投保人作为信托委托人的模式，主要是保险金信托1.0和2.0模式，从而产生了投保人是否有权利交付的问题，是否违反《信托法》第七条信托财产必须是委托人合法所有的财产的规定。因为根据《保险法》第十二条和第十八条的规定，保险合同的请求权属于被保险人和受益人，而保险合同受益权则为受益人享有。如果仅以此断定投保人并非合法交付权利主体，则很容易跳进逻辑陷阱，颠倒权利之间的因果关系。

若由投保人作为保险金信托委托人，需关注其所享有的财产权利。在人身保险合同中，投保人是以财产为基础享有保险合同权利（财产性权利）的当事人，被保险人则是以人身关系为基础享有保险合同权利（人身性权利）的当事人，而受益人是投保人或者被保险人指定的享有保险金请求权的主体，不是保险合同的当事人，而是第三人。

首先，受益人享有的保险金请求权包括具有人身性质的请求保险人给付保险金的身份资格和获得保险金的财产利益，这种身份资格只有在保险事故发生后才能够享有，而对保险利益的受益权更是在保险事故发生前拥有的一种具有期待性质受益权，并非既得权利，这一点也可以从《保险法》第四十二条受益人先于被保险人死亡，保险赔付金是作为被保险人遗产而非受益人遗产处理方式得到印证。

其次，排除掉受益人作为权利处分人之后，享有保险金请求权还有被保险人，被保险人享有的保险金请求权不同于受益人，这种权利以被保险人以特定的人身性为基础，不能被更换或者替代，具有固有性，但是被保险人享有的保险金请求权并不包括受益权，没有直接的财产属性。

最后，可以认定投保人是以自身合法财产与保险人成立的保险关系，有权变更受益人且有权对保单价值进行处置，所以财产权利较充足。

2.保险金信托受托人在保单中的角色

在国内业务实践中，保险金信托的受托人由信托公司担任。具体而言，在保险金信托1.0模式中，由委托人变更信托公司为保险受益人，此时信托公司既是信托受托人，也被指定为保险受益人；在保险金信托2.0模式中，是将投保人、保险金受益人均变更为信托公司，此时信托公司既是信托受托人，也变更为保险投保人和保险受益人；而在保险金信托3.0模式中，则由信托公司作为投保人投保，受托人同时为保单的受益人，并使用信托财产支付保费和管理理赔金。此时，信托公司既是信托受托人，也是保险投保人和保险受益人。需要关注的是，信托公司在保险金信托业务中具有受托人和保单相关角色的多重身份，应按照保险相关法律法规的要求进行办理，防范保险当事人变更的合规风险。

在保险金信托1.0和2.0模式下，保险受益人变更为信托公司，该项变更应经被保险人同意，且受托人作为保单受益人，在享有保险相应权利的同时应当履行保险受益人对应的义务。

在保险金信托3.0模式下，由信托公司作为投保人，还需要关注保险利益的问题。人身保险的投保人在保险合同订立时，对被保险人应当具有保险利益。根据《保险法》规定，被保险人同意投保人为其订立合同的，视为投保人对被保险人具有保险利益。因此，信托公司作为投保人为被保险人投保，应当取得被保险的同意。

3.保险金信托的受益人

原则上，保险金信托的受益人与原保险受益人不需要一致，特别是具体实践中，相比于原保险，保险金信托的受益人可以扩大为一个具体的范围，既包含指定的多个受益人，也可以包含其现有或未来将有的继承人等，受益范围更广泛。

保单的受益人并非保险合同当事人，其所享有的保险金请求权不具有固有性且仅为具有一定期待性质的受益权，因此，受益人的利益是否有所减损并不依赖于信托合同设立与否，而取决于投保人或被保险人的意志。因此，信托受益人无须特别限定在保单受益人上，可以根据委托人对实现信托目的要求进行设置。

（二）信托财产（保险金请求权）及其价值的确定

1.保险金请求权可作为信托财产的分析

设立保险金信托，无论是投保人以保险合同委托给信托公司，还是以资金设立信托后由信托公司进行投保，主要信托财产最终都是保险金请求权，保险金请求权符合对信托财产的各项要求，这是设立保险金信托的重要前提。

一是保险金请求权具有确定性。保险金请求权是一种确定的财产权利，设立保险金信托后，无论是保险事故发生前还是发生后，保险金请求权均是信托公司作为保险受益人依法享有的确定的权利，符合信托财产确定性的要求。

二是保险金请求权具有合法性。首先，无论是委托人以其合法所有的保险合同设立保险金信托1.0或者2.0模式，还是保险金信托3.0模式，合法合规的保险合同即成为信托财产合法性的前提；其次，保险金请求权的合法性体现在其权属关系的确认中，在保险关系中，被保险人及保险受益人享有保险金请求权，因此可以确认作为保险受益人的信托公司可合法管理、运用和处分信托财产。

三是保险金请求权可以合法转让。首先，用于设立保险金信托的终身寿险或者大额年金险，其保险金请求权可以通过投保人或被保险人（通常为同一人，也同时是保险金信托的委托人）指定或变更保险受益人的方式进行转让，在保险金信托的设立中，实现了保险金请求权的转让流通；其次，委托人可以自由处置其合法所有的保险合同，用于设立保险金信托，而保险金请求权作为信托财产可以由受托人依照法律规定和信托文件的约定管理、运用和处置，其可处置性也是作为信托财产的必要条件。

因此，保险金请求权作为信托财产，具备了法律要求的基本特性，是保险金信托在我国《保险法》与《信托法》对于保险金信托相关的法律要求中有效衔接的保障。

2.保险金信托规模的确定方式

关于委托财产规模的确认，对接不同保险险种的保险金信托则不相同，由于我国保险金信托的信托财产是保险金请求权，通常表现为保险的受益权，而具体到实操中，保险受益权不应当局限于保险公司因履行保险合同而向保险受益人给付的保险金，应该根据不同的保险种类进行判断和确定，要同时在信托合同中进行明确。具体确认保险金信托财产价值的规则如下：

（1）以定期寿险设立的保险金信托，其信托规模以保额计算

以终身寿险设立的保险金信托，信托规模为保险保额。由于终身寿险具有一定的储蓄性质，保单会随着时间推移产生相应的现金价值，并保持增加，因而需要将这些现金价值同时纳入信托财产范畴，因此信托财产规模应以保额计算。

（2）以大额年金险设立的保险金信托，其信托规模以保费计算

以大额年金险设立的保险金信托，信托规模为总保费。但在某些年金保险中存在定期领取的收益，除此而外还会有保险分红，可在保险合同中约定保单红利由投保人指定的人享有，按照保险合同，分红的权利和时间都是确定的，保单红利金额也是可计算的，保险合同也未对投保人转让其分红权作出禁止或限制性约定，因此分红也应纳入信托财产。

（3）其他需要计入信托规模的情况

另外还存在一些特殊情况，例如在法定或约定情形下，保险人向投保人退还一定金额的保费，退还的保费并非属于保险收益，但可约定属于信托财产，需要做全面考虑。因此，保

险金信托的信托财产除保险金请求权外，还可包含投保人在特定情形下取得的保单现金价值、分红以及退还的部分保费等保险合同项下可能产生的全部财产性权益。

不仅如此，如果委托人以保险合同中某个或某几个受益人所享有的保险金请求权设立信托，应分别确认其价值，再以对应价值确认保险金信托的规模。

（三）保险金信托的设立流程

1.尽职调查

受托人在保险金信托业务中应按照一定程序进行尽职调查，尽职调查内容包括但不限于：

（1）委托人设立信托的目的

我国《信托法》规定，设立信托，必须有合法的信托目的，且信托目的违反法律、行政法规或者损害社会公共利益的，信托无效。因此，保险金信托的尽职调查应当首先确认其信托目的是我国法律法规允许的方向，不存在法律法规禁止的行为或目的。

（2）用于设立保险金信托的信托财产

尽职调查应确认信托财产的权属及其真实性、合法性和有效性，委托人可以通过提供相应的材料证明上述内容，尽职调查核实相关人身保险合同的条款内容（包含但不限于保险合同相关方身份信息的真实性、保单价值、保险合同的有效性以及保险合同是否由于《保险法》相关规定而无效或被解除等）。在此基础上，还应当同时对保险人的基本信息、业务资质、资信情况等核实清楚，进一步确保信托财产的有效性和权属清晰性。

（3）信托当事人的相关情况

保险金信托的信托当事人包括委托人、受益人、监察人（或有）、投资顾问或财务顾问（或有）等，尽职调查应当充分确认信托当事人的基本信息，以及行管监察人、投资顾问或者财务顾问的基本信息、业务资质、业务经验、专业能力、资信情况等，同时了解清楚委托人的家庭情况，以及各方之间的关系等。

（4）反洗钱（身份识别）情况的调查

保险金信托的尽职调查还应当做好委托人的身份识别，包括根据公司相关制度要求，有效识别委托人洗钱及恐怖融资风险等级，并对委托人进行非居民金融账户涉税尽职调查。

此外，受托人经办部门在尽职调查过程中应根据所获取的各项信息资料对业务的合法合规性、风险的可控性等方面进行充分分析，形成完善的尽职调查报告和项目方案后再进行相应的项目审批流程。

2.设立保险金信托的业务流程

（1）信托前期准备

设立保险金信托的前期准备主要包含尽职调查和方案设计、项目审批、合同审查等工作。

一是尽职调查和方案设计。受托人在设立保险金信托之前应按照公司规定进行充分的尽职调查，对委托人设立信托的目的及其真实性和合法合规性进行调查，对委托人、被保险人、受益人等的基本信息，委托人的家庭情况，以及各方之间的关系等进行充分了解，并对委托人具体情况进行识别了解。此外，受托人应在尽职调查的基础上与委托人就项目方案设计进行充分沟通，明确各方职责和风险承担原则，并对业务的合法合规性、风险的可控性等方面进行充分分析。

二是项目审批。受托人在完成尽职调查后撰写尽职调查报告并发起立项审批流程，提交公司进行审批，信托公司可根据不同的项目类型设置相应的审批流程。

对于由受托人根据委托人指定的投资代表的指令对信托财产进行管理、运用及处置，信托公司不承担主动管理职责的保险金信托业务，即指令型业务，可以进行简化流程审批，以便提高效率。对于由受托人根据信托文件的约定对信托财产的管理运用进行自主决策、管理的业务，即全权委托型业务，可以在履行完毕全面风控合规审批程序后进行项目实施。

三是合同审查。受托人应在项目审批完成后按照公司流程进行项目合同审查，对信托文件的审查应严格按照法律法规要求和公司制度执行，保障保险金信托项目的顺利实施和信托目的实现。

（2）信托成立生效

信托成立生效的先决条件是信托文件的签署。受托人应按规定办理信托文件的审批和签订手续，签约手续过程中信托公司应向委托人进行充分的风险揭示，并对签约过程进行录音录像。信托文件的签约可以采取现场签约或者远程签约，目前大多数信托公司都在尝试实现全面线上完成签约办理的流程。平安信托已在业内率先实现保险金信托申请服务100%线上化，即客户在购买适用于设立保险金信托的保险产品的过程中，即可同步勾选传承计划，该动作视为同意受益人直接设置为信托公司，接着，由客户提供相关材料并在系统中录入保险金信托设立信息，随后经内部系统自动完成审核备案后，通知客户缴纳设立费，合同生成后自动打印并交由信托人员与客户签署，同时进行双录，最后，合同签署完毕并在信托成立后自动生成并发送生效通知书给客户。

完成文件签署后，要进行信托财产交付才能实现信托生效。委托人应在保险产品犹豫期后，经被保险人同意（被保险人为无民事行为能力人或者限制民事行为能力人的，可以由其监护人同意），向保险人申请将保险产品受益人及/或投保人变更为公司，保险人收到变更受益人的书面通知后，在保险单或者其他保险凭证上批注或者附贴批单，证明受益人变更完毕。

受托人取得保险单或者其他保险凭证上批注或者附贴批单，并取得委托人配偶（如有）关于同意其投保、设立保险金信托的同意函后，标志着信托财产交付完成。

（四）设立环节中的相关风险因素及其应对建议

在保险金信托设立的过程中，应当对各个基本环节中可能产生风险的因素予以关注并实施有效的应对措施，具体表现在以下几个方面：

1.尽职调查

保险金信托的尽职调查过程应当全面，受托人应在确认信托方案前进行充分的客户沟通和背景调查，做好客户身份审查和反洗钱调查等相关工作，对相应的资料核实确认，做到尽职调查审慎完善，防范因尽职调查不充分或不完善而产生的项目风险，保障保险金信托的设立安全。

2.风险分析

受托人应当在保险金信托设立过程中进行全面的风险分析，检查并确认委托人信托目的的合法性以及信托财产的真实性，合理规划和安排信托财产的管理、运用和处分事宜，全面分析保险金信托的整个项目周期中的风险因素，并对可能产生的相关风险进行充分揭示。

3.项目审批

受托人应严格控制保险金信托业务在公司项目审批过程中的风险，建立并完善保险金信托项目上会审批制度及合同审查制度。项目审批流程要做到清晰规范，保障项目审查的全面完善。合同审查过程应有合理的审查复核机制，保障信托文件的合法合规。

4.成立生效

保险金信托的成立生效环节也要严格注意风险控制。一是签约环节，受托人在签约手续过程中应按照公司制度要求向委托人进行充分的风险揭示，并对签约过程进行录音录像，确保签约过程的真实合法；二是在信托财产交付环节，应及时按照保险公司要求配合办理保险受益人的变更和信托财产的交付手续，并对相关资料进行确认，核实审查相关信托财产交付凭证的真实性和合法性，完成信托财产的安全交付后办理信托的成立手续，以充分保障相关当事人的合法权益。

六、保险金信托管理运行的主要环节

保险金信托成立生效后，信托的管理运行分为保险赔付前、保险赔付以及保险金进入信托后三个阶段，需要厘清保险金信托成立后，信托公司和保险公司的管理责任，尤其是保险事故发生后的各方职责，特别关注保险金信托变更事项对保险金信托有效性和受托人管理责

任的影响，包括保险受益人变更、保单价值变化等保单变更事项，以及信托受益人调整、信托财产追加等信托变更事项。

（一）保险赔付前的管理运行

1.信托成立后的信息管理

（1）信托公司的管理责任

信托成立后，受托人的管理责任持续时间长且具备特殊性。

保险金信托成立初期，一般有较长的时间没有资金入账，主要的信托财产管理运用要发生在保险金理赔之后。因此，受托人应在保险金信托项目成立的同时建立项目管理台账，对信托事务的处理过程和具体业务部门履行受托人职责的相关情况及时进行记录。

信托存续期间，受托人应保持与委托人的有效联系，对保险公司的经营情况进行跟踪。如获悉保险事故发生，应根据信托文件和保险合同的约定及时办理保险产品理赔事项。

（2）保险公司的管理责任

保险公司的管理责任主要体现在对保单及其理赔流程的管理。

一是协助办理受益人变更的责任。在信托成立并收到相关材料后，保险公司协助办理保险受益人的变更，实现保险金请求权的转让，从而完成信托财产的交付和信托生效。

二是经保险金信托委托人授权，保险公司可以根据情况向受托人出具委托人的保险合同履约情况表。

三是配合受托人了解、查询相应保险合同的履约情况（查询事项仅限于保险受益人基于相关法律、法规及保险合同可以了解、查询的事宜）。保险人应及时将相关所有的查询结果反馈受托人，保险金信托委托人可以授权保险公司按受托人要求向其提供对应的保险合同相关情况及信息。

2.信托运行期间的信息披露

在保险金信托业务开展中，应按规定以及信托文件约定进行信息披露，具体规则应符合相关法律法规约定，主要包含以下几个方面的信息披露安排：

（1）定期信息披露

在保险金信托业务中，目前尚无硬性规定定期信息披露的具体间隔和规则等内容，但是按照《信托法》规定，受托人必须保存处理信托事务的完整记录，并应当每年定期将信托财产的管理运用、处分及收支情况，报告委托人和受益人。因此，保险金信托存续期间，受托人应当根据信托文件的约定，按照一定频率出具《期间管理报告》并定期向委托人发送，如委托人与受益人非为同一人且委托人在信托存续期内身故，受托人应于委托人身故后定期将《期间管理报告》向受益人发送。

（2）临时信息披露

除了定期信息披露相关报告外，保险金信托信息披露还包括临时性报告情况。在保险金信托发生受托人变更、增加新的委托人、增加信托财产、变更信托受益人范围、信托财产可能遭受重大损失或其他情形的，受托人应当及时向信托相关方进行信息披露，并在必要时向受益人书面提出信托公司采取的应对措施。

（3）保险金信托业务中的保密安排

在进行相关信息披露的同时，信托公司应严格遵照客户信息安全保护相关制度规定，对保险金信托业务有关信息和资料严格保密，并且在遵照监管规定和合同约定进行对外信息披露时，应在不违反监管规定及合同约定的前提下保护保险金信托客户信息。委托人、受益人及受托人对于保险金信托以及与该信托项下有关的事项均需承担保密义务，未经其他方书面同意，任何一方不得将保险金信托的任何有关事项向除信托相关方以外的第三方披露。涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私的信息以及保险金信托的委托人不同意公开的姓名、名称、住所、通讯方式等信息，不得公开。

（二）保险赔付相关的管理运行

1. 事故通知及保险理赔

保险事故发生后，投保人、被保险人或受益人有义务通知保险公司以及提供理赔相关材料。

可于信托合同约定，如果发生保险合同约定的保险事故，由信托受益人通知受托人并积极提供理赔所需的全部证明材料，协助受托人办理理赔事宜。

信托公司应按照保险合同约定向保险人提交理赔申请，保险公司办理理赔并给付保险金至信托账户。若由受托人以外的其他人就保险事故通知保险人，保险人应及时以书面形式告知受托人。

此外，在信托合同中还可约定不应当由受托人承担的责任。如因受托人不知晓保险合同约定的保险事故发生导致受托人未按照保险合同约定向保险人提交理赔申请的，或者因信托合同约定的受益人未及时向受托人提供申请理赔所需材料等原因导致受托人作为保险受益人未能或未能及时或未能全额取得相应的保险金，由此导致的损失则不应当由受托人承担。

2. 保险理赔后的职责

理赔完成后，由保险人将理赔结果书面通知受托人及投保人相关权益人。受托人应根据信托合同约定妥善管理、运用和处分保险金。保险人已按照相关协议约定给付的保险金后，若有其他原因导致保险金损失的，应依据法律规定及信托合同的约定解决，且不应据此要求保险人重新支付保险金或赔偿损失。

在保险金信托业务中，要明确保险产品和信托产品的阶段区间和责任定位，明确界定保险产品的风险全部在保险金给付前，保险金信托对应的风险以交付信托财产（保险金给付）为前提，在财富管理和资产的传承保护、风险隔离方面发挥作用。

（三）变更事项

1.保单变更

保险金信托项目存续期限较长且涉及的信托财产不仅仅是单纯的货币资金，而是财产性权利，因此在长期的信托项目运行管理期间，可能发生多种情形，如保险受益人变更、保单价值变化等，在发生各类变更事项的同时，关注变更事项对保险金信托的影响以及保险公司和信托公司在其中应当承担的具体职责显得十分重要。

（1）保险受益人变更

一般来讲，保险金信托设立后，若因投保人或被保险人变更保险合同项下保险受益人导致受托人不再是任一份保险合同项下唯一领取特定保险金的保险金受益人的，保险金信托应当终止；若且任何一份《保险合同》项下新的投保人或者被保险人未经受托人同意变更保险金受益人的，受托人也有权终止信托。

（2）保单价值变化

理论上讲，保险金信托在设立后也可以进行保单质押贷款、减保等减少保单价值、进而影响保险金信托的信托财产价值的操作。

投保人可以进行保单质押贷款，虽然不对保单的现金价值直接产生影响，但是若借款人到期不能履行债务，当贷款本息积累到退保现金价值时，保险公司有权终止保险合同效力，也因此对保单的有效性产生影响，可能导致信托财产灭失进而影响保险金信托的存续。因此，投保人进行保单质押贷款时应如实告知受托人，以便定期跟踪发现可能影响信托存续的情况，及时应对。

此外，若投保人对保单进行减保，保单的现金价值也会跟着变小，被保险人或受益人所享受的保险金基本额度就会变小，但是减少保额后的保额不能低于该产品规定的最小值，投保人减保时应当及时通知受托人，届时对保险金信托的信托财产价值进行重新确认，以确认保险金信托是否存续或触发终止条款。

实践中，由于难以有效监管委托人的操作、保单价值确认困难等种种原因，部分受托人与委托人协商在信托文件中约定不进行保单质押贷款或者减保。

2.信托变更

（1）调整信托受益人

保险金信托可以设置多顺位受益人及其顺位继承规则，信托存续期间，委托人或其指定

方有权按照信托文件中“受益权变更”“受益人顺位变更”等相关内容的约定，向受托人提交变更申请及相应的证明材料，指令受托人对受益人名单及分配规则进行调整，或者增减任一生效受益人的后一顺位受益人，并设置对应的信托利益分配规则。受益人身故、放弃、被取消信托受益权或出现特殊情形的，应在信托文件中约定相应的确认条件，并由受托人确认后执行。

（2）追加信托财产

保险金信托设立后，委托人有权追加信托财产，在追加保单时应按照保险公司和信托公司的规定办理。委托人应当向受托人提供追加保单的相关证明材料，并完成信托公司办理信托财产追加所需要的手续，并向保险人申请办理相应的受益人变更，经保险人出具批单确认后，标志着追加财产的交付完成。

（四）其他管理运行事项

1. 费用提取

受托人在信托存续期间按照合同约定收取受托人报酬，一般包含固定信托报酬和信托设立费。固定信托报酬自信托专户内收到首笔现金开始收取，由委托人或信托财产承担，以信托财产总值为计提依据，根据信托财产管理规模、信托项目复杂程度等因素的不同设定相应费率，在信托存续期间定期提取。

由于保险金信托业务存在特殊性，信托设立初期，乃至很长一段时间内都没有资金进入信托专户，信托报酬通常要在保险金理赔之后开始计收，因此在行业实践中，受托人可以收取设立费。信托设立费通常在信托设立阶段按照约定收取，根据信托规模的不同阶梯式设定相应的收费金额，一次性提取。

此外，在保险金信托业务中可能发生的费用提取还包括信托变更费用、信托服务费用、定制条款费用、保护人费用、投资顾问费用等，具体收费标准和提取方式以信托文件约定为准。

2. 投资管理

保险金划付至信托专户后，受托人应当严格按照法律法规、监管规定以及信托文件的约定对保险金进行管理、运用和处分，受托人要在具体的信托财产投资管理中提供多项支持。

（1）流程支持

受托人处理保险金信托的投资管理，应当区分不同的信托项目类型。对于指令型业务，保险金的管理、运用和处分应根据投资代表指令进行。受托人应对投资标的的合法合规性和投资指令的有效性进行审查，并应充分判断投资标的可能产生的声誉风险等。

对于全权委托型业务，受托人应当按照信托文件的约定管理和运用保险金，对拟投标的

资产按照公司同类资产的要求进行尽职调查后进行审批决策。

此外，保险金信托项目投资于受托人发行的信托产品，应当按照监管要求履行关联交易等相关报备手续。

（2）系统支持

受托人做好保险金信托项目的投资管理，需要完善的业务系统予以支持。由于保险金信托业务的特殊性，需要长时间稳定管理、有效的档案存储和大量的数据维护工作，目前越来越多的信托公司都采用独立的家族信托和保险金信托业务操作系统进行项目管理和运营维护，受托人应当充分运用金融科技手段，提升公司在投资管理方面的专业技术水平。

（3）信托产品支持

首先要保证高质量的产品设计开发能力。保险金信托对拟投资产品的安全稳定性要求较高，同时由于其存续期限较长，也对信托公司能够持续不断提供优质产品的能力提出了考验，这就需要受托人有较高的产品研发能力，持续提供可投资标的。

其次要提供必要的外采产品支持。为了确保产品的丰富性，同时也能够满足保险金信托产品的不同受益需求，受托人还应当提供完善的产品外采服务，建立并丰富公司的拟投资产品库。

最后还要有持续稳定的产品监督跟踪。由于保险金信托需要在较长的存续期限内提供稳定的资产管理服务，更需要对投资情况进行定期跟踪，以便及时发现问题，最大化减少损失，这是受托人投资管理能力的重要体现，也是长期提供优质服务的保证。

（4）投资范围支持

原则上，信托行业能投资的范围，保险金信托都能投资。但由于委托人设立保险金信托的目的大都是实现资产隔离保护和定向传承分配，首先要考虑保证信托资产安全，所以保险金信托的投资风格一般以保守稳健为主，主要投向为安全边际较高的集合资金信托计划、同业存款、高等级债券、同业现金管理类产品等。

此外，如果委托人有海外投资的需求，而受托人又具有QDII资格（合格境内机构投资者）和额度，可以约定一部分资产用于投资海外市场。

3. 信托利益分配与终止清算

（1）信托利益分配

保险金信托仅以信托财产净值为限，按照信托文件约定向受益人分配信托利益。受托人按照信托文件约定有效的“信托分配计划”中“定期分配规则”“条件分配规则”与“临时分配规则”的约定向各受益人进行分配。

定期分配规则是指按照一定的时间规律进行分配，资金往往用于支付受益人的基本生活费用或者定期生活消费，提供稳定保障；条件分配规则是指受益人实现一项目标、完成一项任务或者达到某种要求时进行的分配，往往用于激励或者提供突发情况中的生活、医疗等相关保障；临时分配规则是指遇到特殊情况进行的分配，一般需要由受益人发起申请并提供相

关的支持材料后执行。

（2）终止清算安排

保险金信托按照信托文件约定的情形终止后，若届时信托财产全部为货币形态的，应当按照约定进行信托利益分配与清算。信托终止事由发生时，若存在尚未变现的信托财产（信托业保障基金除外），受托人可进行信托财产现状返还，或经委托人/全体剩余信托财产归属权利人（委托人出现特殊情形后，若全部剩余信托财产归属权利人均身故、放弃或被取消信托受益权，则为信托文件约定的相关方）与受托人协商一致同意，信托可延期至全部信托财产变现（信托业保障基金除外）之日。

自信托终止事由发生之日，至剩余信托财产分配完成之前，剩余信托财产的运用方式仅限于银行存款，不得进行其他任何形式的主动投资。

（3）信托终止时的信息披露

保险金信托终止时，受托人应当于信托终止后做出处理信托事务的清算报告，并向委托人和受益人（若全部受益人均身故、放弃或被取消信托受益权，则为信托文件约定的相关方）发送，如委托人与受益人非为同一人且委托人已身故则仅向受益人发送。

（五）管理运行中的相关风险因素及其应对建议

保险金信托具有较长的存续期限和较高的安全稳定要求，因此，在保险金信托的运行管理中，应当特别注意可能产生风险的相关因素，具体会涉及信托管理运行过程中的以下几个重要环节：运营维护、保险理赔、投资环节、流动性安排、信托利益分配、信托变更事项、信息管理以及信息披露等。

针对上述环节可能产生的风险，受托人应采取以下应对措施：一是注意信托存续期间的管理运行安排，建立全面的运营维护机制并对长期管理做好规划；二是特别注意保险理赔前后的多项问题，对信息传递、理赔流程以及各方管理职责可能产生的风险进行跟踪预判，确保理赔环节顺利完成；三是投资环节按照约定程序进行，并对投资标的的发行人、管理人及相关服务机构的资质、管理能力、相关知识和经验以及操作能力等可能产生的风险充分提示，确保投资环节的安全性；四是注意流动性安排并解释相关风险，按照信托文件要求执行，保障信托受益人的权益；五是在信托利益分配环节按照信托文件约定进行资格审查等工作，并做好剩余信托财产的安排，对信托利益分配时的安全有效性提供保障；六是在信托变更事项中充分做好过程管理、信息披露以及确认工作；七是做好保险金信托的信息管理和信息披露工作，及时进行信息更新和跟踪管理，保障信托当事人的合法权益，同时应做好保密工作，避免发生相应风险。此外，受托人应当在信托文件中对保险金信托管理运行期间可能产生的风险进行全面揭示，做到受托管理充分尽职。

七、保险金信托业务的市场拓展策略

近年来，信托公司开展保险金业务主要是对接寿险公司的终身寿险、年金险产品，合作对象包括中资寿险公司、中外合资寿险公司。为触达更广泛的具有财富保障意愿的高净值人群，信托公司与商业银行、私人银行逐步建立了资产与资金合作。同时，随着信托财富管理业务的持续发展，信托公司自身累积的财富管理客户也具备向家族信托、保险金信托客群转化的可能性。随着金融科技的进步，无论是信托公司自身的营销体系，还是代销合作方的保险金信托产品销售平台均实现了显著发展，这对于信托公司的营销拓展起到日渐重要的作用。

（一）与保险机构的合作拓展

信托公司与保险机构的保险金业务合作，主要是与国内各类人寿保险公司，包括中资寿险公司与中外合资寿险公司。其中，中资寿险公司具有市场份额高、营业网点多的优势，合资寿险公司则在深耕一二线城市的高净值人群方面建立了优势。根据银保监会披露的许可证信息，目前我国人身险业务公司共有92家。截至2020年底，寿险公司资产总额19.98万亿元，全年寿险业务原保险保费收入2.4万亿元，中资寿险公司的市场份额为89.97%，外资寿险公司的市场份额为10.03%（见图11）。

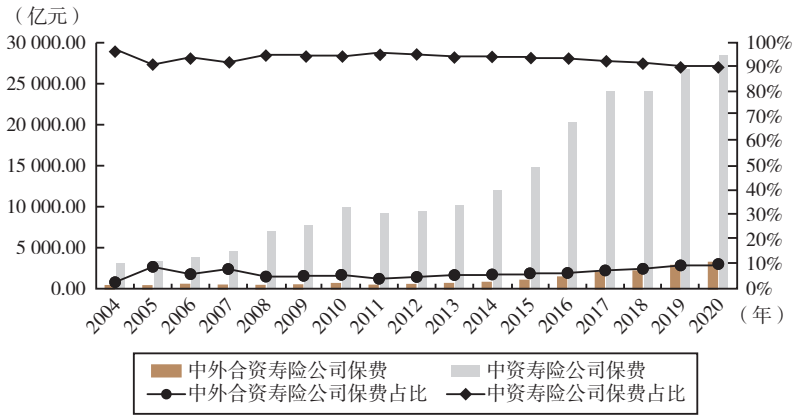


图11　中资寿险公司与合资寿险公司的保费收入及占比情况

资料来源：Wind。

1. 中外合资寿险公司

（1）中外合资寿险公司在国内的发展特点

自1996年首家中外合资保险公司中宏人寿成立后，国内成立了多家中外合资保险公司。中外合资保险公司的财产险业务大多服务于在华外资企业，市场份额相对较低，其寿险业务主要向一二线城市聚集，重点服务于收入水平较高、保险意识较强的人群。在北京、上海两地，中外合资寿险市场份额达到21%左右；在深圳、广州等中外合资寿险公司相对集中的区域，其市场的份额也超过10%（见图12）。

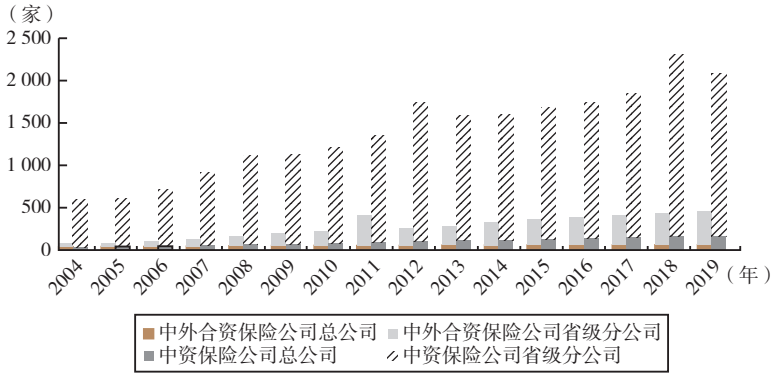


图12　中外合资保险公司与中资保险公司的机构数量对比

资料来源：Wind。

（2）合资寿险公司开展保险金信托业务的优势

目前，中外合资寿险公司的外资股东多为国际市场上跨越多个周期的百年保险公司，具有较强的综合实力、良好的品牌声誉，其资产分散在全球，因而具备较强的抗风险能力，并且在产品的创新与运营上有着更为丰富的管理经验，在一二线城市已形成深度布局，对于服务中高净值客户建立起自身的优势。

部分中外合资寿险公司受自身营业网点少的影响，在自身直接营销的基础上，也积极借助间接营销方式拓展市场，与能够全国展业、特别是财富管理网点布局与高净值客户积累较多的信托公司具有良好的合作基础，与信托公司合作推出保险金信托产品，能够持续巩固在高端客户市场的地位与影响力。

（3）信托公司与合资寿险公司的合作策略

目前，信托公司与合资寿险公司业务合作多为同一集团金融板块旗下的信托与保险牌照之间的业务协同。例如，中信保诚人寿为中信集团与英国保诚集团的合资寿险公司，建立了专注于高净值客户的保险品牌“传家”。此外，还有外贸信托与中宏人寿（加拿大宏利人寿、中化集团合资设立）的“宏运世家”保险金信托，昆仑信托与中意人寿（中石油集团、意大利忠利人寿合资设立）的“中意臻传”保险金信托等，均面向高净值客户提供终身寿险和年金险产品。

除了集团业务协同模式，信托公司也积极对接外部其他战略合作伙伴，充分融合信托与保险各自优势拓展业务。如中信信托与同方全球人寿（同方集团、荷兰全球人寿合资设立）、复星保德信人寿（复星集团、英国保德信合资设立）等建立了保险金信托合作。长安信托与中德安联人寿（德国安联、中信集团合资设立）合作推出“安享世家”保险金信托，提供终身寿险产品。

2. 中资寿险公司

（1）中资寿险公司的发展特点

目前，我国寿险公司为 81 家，排名靠前的寿险公司实力雄厚、发展时间相对较长，前十家合计市场份额为75.41%，呈现出较为头部集中的特征（见表5）。

表5　2020年中资寿险公司按保费收入排名

中资寿险公司	保费收入（亿元）	保费收入占比（%）
中国人寿	6 129.44	21.51
平安人寿	4 760.87	16.71
太平洋人寿	2 084.60	7.32
新华保险	1 595.11	5.60
华夏人寿	1 471.22	5.16
太平寿险	1 443.67	5.07
泰康人寿	1 439.56	5.05
中国人保寿险	961.84	3.38
中邮人寿	819.96	2.88
前海人寿	783.47	2.75

资料来源：Wind。

（2）中资寿险公司开展保险金信托业务的优势

相较于中外合资寿险公司聚焦一二线城市的策略，头部中资寿险公司除了管理规模和保费收入的优势，另一大特点与优势是全国网点布局多、从业人数多，从整体上看能够覆盖的客群更广。

（3）信托公司与中资寿险公司的合作策略

一是通过自身产业链建设，为客户提供全面化服务与附加价值。如泰康人寿将保险和医养相结合，将投资者的财富传承需求与养老资源需求相结合，依托产业链提供泰康养老社区服务。泰康人寿已对接中信信托、长安信托、国投泰康信托、中航信托等多家信托公司，提供年金险与终身寿险产品。二是通过多元牌照的集团协同，打通业务全链条，做大保险金信托规模。2016年，平安信托与平安人寿联合推出保险金信托服务。2020年，平安人寿、平安信托签署了保险金信托业务的合作协议，由平安信托运用保险金信托的现金资产，以新投保人的身份向平安人寿续缴保单保费，并以保单受益人身份接受保险金给付等业务场

景中的合作。

（二）与私行机构的合作拓展

1. 国内私人银行发展特点

2007年，中国银行和苏格兰皇家银行合作在北京和上海两地开展私人银行业务，标志着国内私人银行业务的开端。2007年8月，招商银行正式成立私人银行部，中资银行正式进军私人银行的业务领域。同月，中信银行也成立了私人银行中心。在接下来的2008年，中国工商银行、交通银行、中国建设银行、中信银行、光大银行以及民生银行等多家中资银行开设了私人银行业务，开启了我国私人银行业务发展的新局面（见表6）。

表6　　2019年资产管理规模领先的中资银行私人银行情况

资产管理规模	商业银行
资产管理规模≥1万亿元	招商银行、工商银行、中国银行、建设银行、农业银行 其中，招商银行以2.72万亿元AUM与15.47万人客户数量位居第一
资产管理规模≥3 000亿元	交通银行、中信银行、光大银行、浦发银行、民生银行、平安银行、兴业银行 资产管理规模上大多保持了15%及以上的增长速度
3 000亿元>资产管理规模≥1 000亿元	邮储银行、广发银行，华夏银行、北京银行、浙商银行

资料来源：中国银行业协会、清华大学五道口金融学院《中国私人银行发展报告（2020）》。

2. 私人银行开展保险金信托业务的优势

商业银行具有全国布局的网点优势，私人银行经过多年为超高净值客户提供金融服务，已积累较多的潜在家族信托客户资源，特别是分支行网点能够深耕本地市场，通过量身定做的专属服务实现较高的客户黏性。近年来，私人银行从传统的重视产品销售、规模增长的业务模式转向重视大类资产配置与专业投资顾问能力的培育，加快服务升级、产品升级，以适应高净值客户对于财富传承、税收筹划、养老、教育、消费等个性化需求的增长。

3. 信托公司与私人银行的合作策略

一是保险金信托战略合作。如招商银行与华润信托。招商银行私人银行于2012年成立了家族办公室，提供投资起点千万以上的家族信托与全权委托业务。2018年，招商银行私人银行启动金葵花财富信托服务，与战略合作方华润信托合作提供起点100万元的标准化金葵花保险金信托，具有照顾特定家人、灵活分配、资产隔离等功能。

二是依托多元牌照的综合金融服务。对于具有多元金融牌照的综合性金融平台，则可通过旗下银行板块与信托板块的联动，为投资者提供全方位、综合性解决方案及配套服务。

中信银行通过开展面向高净值客户的路演等活动，有效对接私人银行客户参与由中信信托担任受托人的保险金信托。2020年疫情期间，中信银行还上线了私人银行代销线上销售系统，在线向客户代销保险金信托业务。

平安银行参与平安信托、平安人寿的保险金业务合作，通过平安集团的资金生态圈，实现支持全品类保单以及产品模式创新，2019年共同完成首支总保额超亿元的保险金信托，2020年设立规模2.6亿元保险金信托。为应对疫情，平安银行私人银行推出“传承业务在家办”服务，通过APP实现远程、无接触，足不出户设立保险金信托，为客户提供线上申请、线上设置收益分配方案、线上合同签署等线上化服务。

（三）开发信托公司自身财富管理客户

除了通过与保险公司、私人银行的合作切入保险金业务潜在客群，信托公司也可聚焦自身存量财富端自然人客户，通过持续优化资产配置服务体系，深挖客户的保险金业务需求。根据中国信登披露数据，截至2021年第一季度末，全行业存量信托产品的投资者合计88.87万人，其中自然人客户85.08万人，占比约95.8%；存量信托产品中自然客户投资规模为3.50万亿元，自然人客户投资占比呈现出持续提升的趋势，是保险金信托的重要客户来源。

1. 保险金信托与家族信托结合

2020年末，全行业开展家族信托业务的信托公司已经达到46家，家族信托存续规模为2 700亿元，同比增长80%，2020年新增规模为1 200亿元，家族信托业务在全行业管理信托资产中的规模占比为1.32%。当前家族信托业务的渗透率还很低，未来可拓展的增量还很大。

保险金信托可作为家族财富传承的入门级产品，实现与家族信托相似的功能，作为家族信托业务的补充。相较于家族信托，保险金信托显著降低了普通家族信托设立的门槛，对于部分无法满足家族信托业务投资门槛要求的高净值客户，保险金信托可作为入门级产品，惠及更多的高净值或中产阶层家庭。此外，保险金信托的分配与传承功能与家族信托类似，其初始委托信托财产既包括现金类资产，也包括了保单类资产，是对家族信托产品内涵的补充与丰富。

2. 丰富保险金信托增值服务

在服务信托业务中，信托公司可运用账户管理、财产独立、风险隔离等方面的制度优势和服务能力，为委托人提供除资产管理服务以外的资产流转，资金结算，财产监督、保障、传承、分配等受托服务的信托业务。除了资产配置与财富传承，高净值客户往往在人身财产保障、高端医疗、子女教育等其他领域具有延伸性需求。因此，信托客户可将保险金信托与服务信托相结合，与外部机构合作，将医疗、养老、教育等综合性的附加服务或权益纳入保

险金信托服务范围，更好地凸显自身保险金信托的差异化优势。

（四）通过金融科技提高客户服务能力

2020年，突发疫情导致传统沟通方式受限后，一方面促使市场上各类财富管理机构陆续推出各类“非接触式”服务，致力于提高线上触客与服务能力，另一方面也加快提升高净值人群对于线上方式的接受程度，以及通过微信、手机 APP、客户端等方式办理业务的意愿。后疫情时代，信息科技的运用将影响包括保险金信托在内的综合财富管理领域的营销、服务全流程。

信托公司的财富管理APP普及率提升，对于拓宽客群、提升服务效率发挥着重要作用。在保险金业务的线上销售中，头部信托公司多采用“自建平台+线下服务”相结合的方式。同时，信托公司合作的私人银行也开始为高净值客户提供线上营销服务，对于标准化产品可实现全线上操作远程办理。

八、促进保险金信托持续发展的建议

促进保险金信托持续发展，需要进一步丰富保险金信托业务的应用场景，完善保险金信托的法律与监管政策，信托公司要提升保险金信托受托服务能力，持续挖掘保险金信托的综合商业价值。

（一）进一步丰富保险金信托业务的应用场景

1.扩大保险金信托对接险种范围

目前我国保险金信托发展仍处于初期，产品类型较为单一，主要集中于寿险及年金险，但企业及个人客户在资产管理、风险隔离等方面的需求快速增长，信托公司及保险机构应积极开展产品创新，扩大保险金信托的覆盖人群范围、拓宽可设立信托的保险险种，丰富保险金信托业务的应用场景。

一方面，可以基于现有保险品种，探索与健康险等不同保险险种对接保险金信托的可行性，实现业务进一步发展。另一方面，可以推进保险金信托业务与人寿保险的同步创新，探索残障者保险金信托、最后生存者保险金信托、老年人保险金信托、高风险职业者保险金信托、住院保险金信托、医疗保险金信托、慈善保险金信托等产品，充分发挥保险金信托在服

务人民美好生活需要中的功能价值。

2. 建立多层次保险金信托服务

以个人及企业客户实际需求为导向，根据委托资产规模设计差异化服务内容，满足不同类型客户的保险与财富管理需求，有效提升保险金信托客户服务的针对性。对于委托资产在1 000万元以下的委托客户群体，进一步完善产品推介、方案设计、合同签署及后期管理方面的标准化服务工作，重点研究其融资需求及投资回报，探索通过降低费率、降低保单质押贷款利率等方式提升保单杠杆作用。对于符合家族信托资产门槛的保险金信托委托客户，服务重点为综合性的家族事务，在保险金信托后期提供资产投资、子女教育、家族传承等综合高端服务。

3. 丰富保险金信托服务功能

一是进一步打破“单一被保险人+单家保险公司+信托”的模式，探索整合委托人名下多种、多类、多家保险公司的存续保单和新增保单至同一个保险金信托的业务形式，突破“单一被保险人”限制，整合家庭保单，未来可通过进一步整合投保人/委托人的保单设立保险金信托，满足投保人/委托人的保险保障诉求和后续信托保障诉求，不仅实现保险金信托家族财富传承的作用，同时充分发挥其财富增值、风险隔离、隐私保护以及税务筹划等方面的功能。二是探索保险金信托与企业保险相结合，服务企业经营活动，为各类型企业及企业主提供重要的“安全垫”保障。

（二）完善保险金信托的法律与监管政策

1. 明确监管导向和保险金信托法律地位

保险金信托是保险制度和信托制度满足人民群众财富管理需要、服务人民美好生活的重要金融产品，监管或行业协会层面应出台保险金业务鼓励政策。作为典型的交叉性金融业务，现阶段保险金信托业的监管导向应在以较为宽松的制度环境中积极引导促进保险金信托的发展，监管部门与保险公司和信托公司等经营机构加强合作联动，积极探索更好的服务模式与稳定有效的监管模式。同时，应在信托和保险的相关法律法规中，分别对保险金信托的法律地位予以明确。

2. 尽快出台保险金信托业务的具体操作规范

在保险金信托产品市场准入、业务规范等方面尚未出台明确规定，监管机构与主体也并不明确，缺乏统一的监管规则及制度。建议早日出台相应规范性文件及配套制度，促进保险信托业务健康发展。一是建议由银保监会牵头，银行业协会、保险业协会及信托业协会共同出台保险金信托业务的行业性统一指引，明确保险金信托中各个角色承担的权利与义务，对业务模式、主要类型、合同基本条款、适用对象、从业人员资格、信托资金运用范围、收费

标准、禁止性行为及法律责任等内容进行统一的规范和指引。二是制定信托公司和保险公司保险金信托产品销售行为规范，保护保险当事人和保险金信托当事人的权益。三是借鉴美国的不可撤销保险金信托制度，允许具有不可撤销的具有确定性的财产权利作为确定的信托财产，提升保险金信托的稳定性，防止保单因投保人的债务、婚姻变化等风险削弱财富保全功能。

3.完善信托登记、税收等相关配套制度

确定不可撤销信托制度并完善信托登记制度，防止投保人的随意退保行为，增加保险金信托的稳定性。明确和优化保险金信托相关税收规定，建议借鉴台湾地区《保险法》规定，免除保险金信托的个人所得税，同时出台其他税收优惠政策，大力推动人寿保险信托业务的发展。

（三）提升保险金信托受托服务能力

一方面，加强与保险公司的深度对接工作，积累客户资源，挖掘综合商业价值。一是做好信息系统的对接，在客户信息、合同管理等方面做好产品全流程信息系统对接工作；二是统一业务标准，加强营销人员培训，提高营销人员的专业化程度，减少机构间磨合成本；三是做好产品后期服务管理工作的对接，降低沟通成本；四是通过保险金信托拓展信保合作，挖掘保险金信托的综合商业价值，提升保险金信托业务对信托公司的价值贡献。

另一方面，提高受托服务能力，优化运营管理，通过增值服务提升保险金业务附加值。一是完善及优化流程，确保操作层面的完备性，前端的产品和服务定制环节，要充分考虑跨生命周期过程中可能涉及的各种执行问题，包括如何及时获取客户动态信息，如何执行理赔流程等，需要在合同中进行约定，保证未来事务性工作的可操作性。二是强化持续服务能力，组建一支具备投资、法律、税务、风险管理等一系列专业知识的团队，加强资产配置能力、受托服务能力及风险管理能力等能力建设。三是优化管理模式及运营管理体系，针对保险金信托跨生命周期及个性化设置特性，通过系统开发和内部运营能力的提升进一步缩短业务处理时间，降低人工成本，建立保险金信托客服体系，改善客户体验。四是在为客户提供优质、便捷的信托事务服务基础上，向客户提供如法律、税筹、慈善、账户支付等增值服务，根据客户需求进一步提升保险金信托功能，通过多元、综合性提升保险金信托业务增值服务价值。

信托公司受托人定位及文化建设研究

课题牵头单位：中铁信托有限责任公司

课题指导专家：苏小军

课题组成员：

王　兴　管百海　钟　晨　朱晓林	中铁信托有限责任公司
张　毅　周　末	五矿国际信托有限公司
方玉红　闫　旭	国投泰康信托有限公司
和晋予　沈苗妙	中诚信托有限责任公司
刘发跃　王毅江	西部信托有限公司
陈　进　魏一凡　夏　爽	百瑞信托有限责任公司

摘要

我国信托业在此前40余年发展过程中为我国经济建设作出了较大贡献，但也存在定位不清晰、发展不规范等问题。2017年以后，我国信托业面临的环境发生重大变化，监管趋严、行业规模也从顶峰逐年稳步下降。并且，社会不同发展阶段对信托的需求也不同，这些因素使得信托公司需要重新审视自身，进行重新定位。而且，2018年4月，资管新规出台，信托业迎来资管新时代。在新的环境下，信托公司重新进行受托人定位，有利于信托公司找准发展方向、推进转型升级，实现可持续发展、高质量发展。

同时，信托行业在2017年前的十多年处于高速发展阶段，信托公司对于信托文化建设不够重视，也在一定程度上导致受托人文化不成熟、受托人定位有偏离。因此，需要大力加强受托人文化建设，通过受托人文化建设夯实受托人定位根基，为信托行业的长期可持续发展保驾护航。

课题在分析信托行业发展背景的基础上，阐述了研究的重大意义。为了借鉴国际上其他国家好的做法和经验，对三个国家的受托人定位进行比较研究和借鉴，包括信托发源地的英国，营业信托得到兴旺发展的美国，以及与我国信托业发展具有较强相似性、在战后经济建设中发挥重要作用的日本。通过分析受托人定位在不同国家、不同历史阶段的发展变迁，对我国信托公司受托人定位从法律层面、业务实践层面进行研究，探讨了我国当代对受托人定位的发展和丰富。

对于作为受托人定位基础的受托人文化建设研究方面，在分析受托人文化内涵、对其进行科学定义的基础上，分析了受托人文化的基本特征以及此前我国受托人文化建设中存在的问题，提出通过受托人文化建设夯实受托人定位根基，并基于信托公司实际需求，提出了受托人文化建设的建设方案以及具体举措。

当前阶段，信托公司正处于转型期，此时更应坚守和回归受托人定位，不忘初心，牢记使命，培育和树立良好的受托人文化，促使信托行业焕发新的活力，获得可持续发展的能力。

一、引论

（一）研究背景

我国信托业随着改革开放于1979年恢复营业，在40年发展中不断探索，历经数次整顿而曲折前进，信托一法两规颁布后才逐渐步入正轨，最近十多年获得快速发展。2007年，信托资产规模仅为7 300亿元，2017年突破了26万亿元，十年间增长了30多倍，一跃而成我国金融体系第二大子行业，已成为居民财富管理和企业融资的重要渠道。

我国信托业的快速发展，积极填补了传统银行信贷服务领域的不足，提升了金融服务实体经济质效，较好地满足了社会多元化投融资需求，但同时也出现了一些偏离信托本源、规避行业监管的行业乱象，使行业积累了不少问题和风险隐患。随着信托业进入风险防控攻坚期和转型发展关键期，信托公司唯有回归受托人定位，坚定纠偏，才能打破行业发展反复整顿的怪圈，步入回归信托本源的高质量发展轨道，开启行业发展新篇章。

2021年是“十四五”规划的开局之年，规划明确了金融在国家经济社会建设中的服务定位，提出金融行业与实体经济、民生发展、科技创新均衡发展的功能要求。信托业作为中国金融业重要组成部分，在国内经济减速换挡、供给侧结构性改革步入深水区、“双循环”新发展格局的大背景下，面临新的发展机遇与历史使命，走到了转型分化的十字路口。要推动行业加快转型高质量发展，关键是要推动信托公司回归受托人定位，培育和树立良好的信托文化，从根本上转变发展方式。

信托公司回归受托人定位，培育和树立良好的信托文化，是国家防范和化解金融风险的要求。习近平总书记多次强调，防范化解金融风险事关国家安全、发展全局、人民财产安全，是实现高质量发展必须跨越的重大关口，必须打好防范化解金融风险攻坚战。信托行业近十多年虽然获得了快速发展，但同时也积累了一定的金融风险。近几年，信托公司风险事件时有发生，监管部门不断加强信托行业风险防控，守住不发生系统性风险底线，推动信托行业回归本源、转型发展，信托公司回归受托人定位已经时不我待。

信托公司回归受托人定位，培育和树立良好的信托文化，是信托业服务实体经济，承担社会使命的要求。信托公司作为连接投资和融资、金融和实业的桥梁，国家要求信托业将自身业务开展与实体经济发展绑定起来，依托信托制度优势，为实体经济提供针对性强、附加值高的金融服务。同时，要能够以供给侧结构性改革为主线，围绕支持国家重大发展战略落实、支持先进制造业发展、支持经济社会发展薄弱环节、支持扩大内需等方面拓展业务，服

务实体经济高质量发展，助力构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。信托业已经成为我国金融体系的重要组成部分，信托业需要彻底改变过去的思维定式，承担更重的国家使命，为金融服务小微、服务民营企业发展提供有效补充，信托公司必须回归受托人定位，不再扮演影子银行的角色。

信托公司回归受托人定位，培育和树立良好的信托文化，是信托业满足人民群众对美好生活向往的要求。近年来，人民群众对于财富保值、增长、传承以及慈善的需求逐渐增强，信托业一方面可以持续丰富信托产品体系和服务，为人民群众提供更多的金融产品投资选择，为投资者创造收益，让经济发展的成果惠及更多的人民；另一方面可以发扬传承文化，助力我国中产阶级和高净值人群财富有效地传承下去，支持国家长治久安；还可以推动慈善信托业务发展，发挥慈善信托制度在社会财富分配、慈善救济、促进社会稳定方面的作用。这些都依赖于信托业真正回归受托人定位，不当信用中介，并在此基础上通过信托的灵活机制，运用多样化、综合化的服务方式，打造专属捕鱼区。随着信托服务领域逐步拓宽，家族信托、保险金信托、企业年金信托、消费信托等本源业务稳步推进，信托业在财富传承、福利保障、消费升级、社会慈善等方面都大有可为。

信托公司回归受托人定位，培育和树立良好的信托文化，是信托业落实党中央促进共同富裕重大决策部署的要求。随着我国经济的快速发展，中等收入群体规模快速增长，财富管理的需求大量释放，信托公司回归受托人定位，可以发挥信托制度财富管理的本源功能，通过不断提升自身财富管理能力，为更广大的中等收入群体提供稳定、专业的财富管理服务，进一步扩大中等收入群体规模，助力我国加快形成橄榄型的社会分配结构。同时，信托公司回归受托人定位，通过推进慈善信托的发展，发挥好主动管理的优势，一方面为高收入群体量身定制慈善方案，成为高收入群体回馈社会的渠道；另一方面更加有针对性的帮扶低收入群体，助力解决贫困问题，缩小贫富差距。

（二）研究意义

信托业正处于从根本上进行转型的历史阶段，本文通过研究其他国家受托人定位的发展变迁，结合我国实际情况，希望明晰信托公司的受托人定位，夯实信托公司的根基，同时研究受托人文化，为受托人文化建设建言献策，通过受托人文化建设促进信托公司向受托人定位回归，旨在从以下几个方面助力信托业健康发展。

第一，明确受托人定位，培育良好信托文化，有利于提升思想认识，牢固树立受托人定位的思想意识。信托公司回归受托人定位已经提了多年，但由于对受托人文化思考不深、理解不透，信托公司实际执行中往往发生偏离受托人定位的问题。多年来，委托人对信托公司的信任建立在明示或暗示的刚性兑付上，而非信托公司的忠实品格和专业水准上，违背了信托业“受人之托、代人理财”的制度定位，将信托业务从直接融资做成了间接融资，从表外

业务做成了表内业务。资金信托业务作为目前信托公司的主流业务，主要从融资端发起，信托公司在开展该类业务时主要围绕融资人的需求创设信托产品，对融资人利益的关注多于对委托人和受益人利益的关注，这实际上违背了以受益人为核心的信托规律，展业逻辑存在错位。同时，信托公司在当前资金信托业务模式下获取的主要是利差收入，违背了信托公司以管理费为主要收入来源的准则，盈利逻辑也存在错位。究其原因，还是信托公司思想认识不到位，受托人定位不突出，没有形成浓厚的信托文化。信托公司究竟应该如何定位，信托文化应当如何培育，需进一步深入研究。

第二，明确受托人定位，培育良好信托文化，有利于信托行业加快转型，回归信托本源。信托行业一直努力淡化固有投资机构色彩，努力拓展信托业务，努力完善公司治理、内控机制、业务流程和激励约束机制，并取得了初步成效，但全行业仍然存在受托人文化不成熟、受托人职责不清晰、受托人定位有偏离的问题，行业在转型的问题上主观上存在惰性，欠缺积极性、主动性，个别信托公司依然对通过简单的影子银行业务和通道类业务盈利存在路径依赖和幻想，提供的信托产品不够高端，缺乏通过创新产品和服务促进信托财产稳步升值增值的内生动力。信托业回归本源的核心是回归受托人定位，坚持信托目的合法，确保管理行为合规，严格按照合同履行受托人职责，以受益人利益最大化为服务宗旨，不断提升能力为受益人创造价值。

第三，明确受托人定位，培育良好信托文化，有利于提升行业竞争力。金融机构之间的竞争，也是文化之间的竞争，文化是综合实力的体现，也是金融机构成熟程度的体现。商业模式可以模仿，但文化却是独一无二的。信托公司想要建成百年老店，首先要建设好信托文化，打好基础，逐步形成品牌效应，在市场上形成特色，这样才能在竞争中占有一席之地。其次信托文化是信托行业的行为准则和基本观念，具有独特的内涵，信托文化的法律基础是信托关系，核心是信托财产的独立性和受托人的信义义务。与其他金融行业文化相比，信托的功能是“受人之托，忠人之事”，这决定了信托不仅可以作为资产管理的基础，而且可以通过慈善信托、养老信托、特殊需求信托等解决社会问题。大象无形、大音希声，文化对行业的影响是潜移默化的，不是立竿见影的，不能即刻带来效益，但文化对行业的影响最为根本和长久，能够从根本改变一个行业的面貌，为行业发展带来生机和活力。通过明确受托人定位，培育良好信托文化，凝神聚气，把属于信托的东西拿回来，把不属于信托的东西丢出去，强基固本，把信托行业的根基扎深、扎牢，使信托业在金融行业竞争中立于不败之地。

第四，明确受托人定位，培育良好信托文化，有利于信托文化建设，培育信托队伍专业人才。党的十九大报告指出，文化是一个国家、一个民族的灵魂。文化兴国运兴，文化强民族强。对于一个行业也是同样，文化兴则行业兴，建设良好信托文化，一方面可以提高信托从业人员的底线意识，促进其坚守职业操守，减少从业人员的道德风险；另一方面为信托投资者树立“收益自享、风险自担”这一正确的投资理念，改变投资者普遍持有的短期偏好。

信托行业想要健康稳定发展，需要一支专业的高素质队伍，在全行业形成“诚信、专业、勤勉、尽职”的良好价值理念。今年是信托文化五年建设计划的第二年，是信托文化的普及年，趁此时机，明确受托人定位，回归本源，培育良好的信托文化，加强信托队伍建设，为信托业长远发展提供良好的文化氛围。

（三）课题的创新性

1. 针对受托人定位及文化建设的首次系统性研究

近年来，信托业普遍认识到，文化是构成整个行业核心竞争力的要素。在信托文化的精神渗透中，信托机构围绕本源开展业务，着力提升专业服务能力，信托转型初显成效。尤其自中国银保监会原副主席黄洪在2020年信托业年会上聚焦受托人文化提出“夯实受托人定位根基”的要求起，各界对相关问题的关注与探讨与日俱增。但总体来看，相比其他金融业态，信托业关于文化建设问题的研究呈现起步晚、涉及面窄、缺乏理论支撑等特点，受托人定位研究的阙如和滞后也一定程度上制约了行业高质量发展目标的实现。目前，全行业仍然存在受托人文化不成熟、受托人职责不清晰、受托人定位有偏离等问题①。为此，课题组希望通过研究对上述缺漏有所回应与填补，从受托人定位历史发展变迁视角出发，首次就受托人定位及文化建设展开系统梳理和分析。

本课题以受托人定位为切入点，对英国、美国和日本的受托人定位发展变迁进行考察，并从法律层面、业务实践等不同维度概括归纳我国当代受托人定位的深刻内涵，继而指出受托人文化的概念和基本特征，试图在较高的理论平台上构建课题研究的坚实基础。从目前我国信托业转型的进程来看，受托人文化在促进信托业向受托人定位回归和促进社会良性发展方面具有功能填补作用，“围绕受托人的中心地位建设良好受托人文化”必要且迫切。鉴于此，课题从受托人文化建设的目标、原则、总体方案和具体举措等多个方面提出培育和深化受托人文化建设工作的有效方案，为塑造守正、忠实、专业的高品质受托人、推动信托业的长远可持续发展提供充分依据和支撑。

2. 比较视角下的受托人定位考察

比较研究常用于信托法律制度研究场合，但通过比较方法进行受托人定位的考察具有一定新颖性。比较是认识事物的基础，是人类识别和确定事物异同最惯用的思维方式。尽管每种制度都有特定的历史文化内涵，但无论是英美法系还是大陆法系的受托人定位考察都能够为我们的研究提供一些可贵的教益。

受托人文化是在信托业艰难曲折的长期发展过程中逐步沉淀，并汲取中华民族优秀传统

① 黄洪.在2020年中国信托业年会上的讲话［OL］.http：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=947973&itemId=915&generaltype=0，2020-12-08.

文化与西方金融制度中的先进经验形成的。历史上，从古埃及的“遗嘱托孤”，到我国古代的“伊尹监国”“西周共和”“宋人行钱”等，都蕴含了“受人之托、忠人之事”的受托文化核心[①]。如银保监会原副主席黄洪所言，“信托制度是舶来品，但受托人文化不是。我们国家五千年的历史，受人之托、忠人之事的事例屡见不鲜，受托人精神也一直是我们民族古往今来最鲜明、最崇敬的品格之一。”因此，课题关于受托人定位的研究，既非单纯借鉴域外经验，也不局限于我国情况的讨论，而是从域外国家及地区受托人定位的发展变迁入手，逐一审视英国用益制度、美国现代信托制度、日本信托制度中对受托人定位的不同界定，揭示国际经验对我国受托人定位的启示，并结合我国受托人定位的历史情况，最终提出受托人文化建设方案的具体思路。

3. 多层面、多维度提出受托人文化建设的具体举措

目前，我国信托业已全面进入“回归本源”的转型发展期，关于如何回归受托人定位、加强受托人文化建设，学术界和实务界未有全方位的讨论。对此，课题研究认为，有必要从立法和监管角度出发，在推进信托法律制度建设的同时，完善“一体三翼”的信托监管体系，为受托人定位提供充分的法律依据，促进和支撑信托主体回归受托人定位。此外，还应以信托公司为主体，发挥其能动性，多途径培育受托人文化。

具体来讲，首先，受托人文化作为信托文化的核心要义，强调的是信托施加给受托人信义义务的法定性和强制性，要求信托公司回归受托人定位，忠实、谨慎履行受托职责，将“受益人利益最大化”作为最高行为准则。法律可以规定受托人诸多义务，能够确保信托按照既定的目的有效运行，故应加快推进《信托法》的修订，以促进我国民事信托和整个资管行业的健康有序发展。此外，规则是在案例中发展和形成的，不是单靠立法而一劳永逸地实现的[②]。因此，本课题组在以立法为视角讨论探讨信托文化建设举措的基础上，进一步指出司法实践对受托人文化建设的积极意义，这一思路具有一定创新性。

其次，持续完善以监管部门为监管主体，行业自律、市场约束、安全保障为补充的多层次、多维度的信托业风险防控体系，可以有效推进信托公司回归受托人定位，促进信托业高质量规范发展。

最后，研究从完善公司治理体系、加强从业人员日常交易和管理、增强专业服务能力、加强合规文化建设、加强受托人文化宣传和普及五个方面提出培育受托人文化的具体途径，为落实受托人文化建设方案提供了完整的举措建议，以期引领行业回归受托人定位，开启信托业高质量发展的新篇章。

---

① 马腾跃.深植信托文化 实现价值引领［OL］.https：//baijiahao.baidu.com/s?id=1676319226759896438&wfr=spider&for=pc，查询时间：2021-07-20.

② 赵廉慧.判例研究作为法学教学模式的意义和费时间方法——以东京大学民事判解研究研究会为参照［J］.中国法学教育研究，2010（1）.

二、其他国家受托人定位的发展变迁

（一）英国用益制度下的受托人定位

1.信托广泛运用于遗产、慈善及社会公共服务领域

英国是信托制度的发源地，具有悠久的信托发展历史和完备的信托法律体系。信托制度最初主要运用于遗产和慈善领域。虔诚的基督教徒为了践行博爱、利他、同情、济世的教义，规避《没收法》的禁令，创设了“用益制度（Use）”。16世纪以来，“用益”（Use）和“信托”（Trust）快速发展，在遗产和慈善领域的运用日益普遍，主要是遗产信托和离岸信托。根据英国税务局HMRC的统计，2016—2017年，英国共有遗产信托15.7万件，信托财产产生的收入约24亿英镑。出于避税或保密需求，高净值客户选择离岸信托。同时，英国的慈善信托非常发达。据英国慈善委员会统计，2017年，英国有慈善机构16.8万个，全年慈善性资产收益以及捐赠得到的收入达754亿英镑，其中慈善信托是重要的组织形式。

20世纪以来，英国对信托的使用逐渐从民事领域扩大到了商事领域。一是养老金信托。1908年，《老年养老金法案》颁布，信托被应用到企业养老金的委托管理领域。在税收政策的倾斜下，养老金信托逐渐成为金融体系最重要的金融工具之一。二是投资管理信托。单位信托是一种公募开放式集合信托投资计划，受托人主要由银行和保险公司担任，投资者为委托人和受益人。

英国信托制度还运用于提供社会公共服务。英国有公共受托人制度，由官方机构担任受托人，为未成年人、老年人、精神病患者及其他特殊群体管理财产等。社会公众可以自愿申请公共受托人提供服务，如无力亲自管理自己财产、身边没有子女照顾的老人可以将财产交给公共受托人管理。

2.受托人类型以个人无偿受托为主

英国的信托从遗产和慈善领域发源而来，由个人充当受托人并以无偿为原则，是英国信托业的一大特色。英国人长期受到基督教的荣誉感和传统的良心观念的熏陶，比较注重个人间的信赖。因此，在英国充当信托的受托人被视为一种莫大的社会荣誉。个人受托人主要由社会地位较高的牧师、律师或值得他人信赖的人担任，并且不收取报酬。英国营业信托受托人主要集中在银行和保险公司，大多采用兼营的方式，专营的比例很小。

司法受托人和公共受托人是两类特殊受托人。在英国，信托的设立不以受托人承诺为前提。衡平法有句格言："衡平法院不会使信托因缺乏受托人而失效"。如果委托人设立信托时没有受托人，或者信托受托人死亡或因破产、被解散等原因导致职责终止后，未能依照信托文件指定新的受托人，则由法院指定一位司法受托人负责管理和处理信托事务。英国专门制定了《1906年司法受托人法》予以规范。公共受托人是一个官方法人机构，为难以找到受托人的信托担任受托人。信托设立后因各种原因找不到受托人的，可以申请公共受托人。共同受托人可以担任司法受托人，但不得担任慈善信托受托人，也不得担任营业信托受托人。

3. 受托人义务通过判例和立法得以明确

英国通过判例确立了受托人的谨慎义务（Duty of Care），也称为注意义务，要求受托人管理信托事务必须采取合理的谨慎。司法实践中，法院根据具体情况，对不同受托人可能采用不同的谨慎标准。如果受托人由普通公众担任，受托人应像一个谨慎的普通商人处理自身事务一样处理信托事务。如果受托人由专门经营信托业务的专业机构担任，或者由律师、会计师等专业人员担任，法律对专业受托人提出了更高的要求，他们的谨慎标准应当是其所处行业从业人员的职业技能和谨慎标准。信托事务涉及投资的，受托人应当遵循更高的谨慎标准。随着信托应用领域不断扩大，其重要性越来越高，除司法判例以外，越来越多的法规旨在保护受益人或规范信托关系的法律出台，包括1925年《受托人法案》，1961年《受托人投资法案》，1987年《信托认定法案》，1995年《养老金法案》，2000年的《金融服务和市场法案》，2000年《受托人法案》，2004年《养老金法案》和2011年《慈善法案》等。

（二）美国现代信托制度中的受托人定位

1. 以商事信托为主并广泛服务于居民财富管理需求

美国的信托源于英国，但又不囿于英国的观念。美国一方面承继公民个人间以信任为基础、以无偿为原则的非营业信托，另一方面又创造性地将信托作为一种营业来发展，以高效率的公司组织形式推广信托事业。随着战后重建和经济发展导致社会融资需求急剧增长，以赢利为目的的信托公司应运而生，在筹资、融资参与经济建设方面不负众望，赢得了民众的信赖，从而稳定了其经营模式。美国也完成了个人受托向法人受托的过渡和民事信托向金融信托的转移。

美国信托业受托人主要由商业银行（Commercial Banks）信托部、储蓄机构（Saving Institutions）以及不经营储蓄业务的信托公司（Non-deposit Trust Companies）组成。其中，商业银行的信托部在数量、信托资产规模和信托业务收入中均占垄断地位。据FDIC Trust Report统计，2005年美国共有信托机构8 900多家，其中银行下属信托公司数量占85%，信托资产规模占90%，信托收入占87%。不经营储蓄业务的信托公司也可以为客户提供投资管理和财富

传承安排等服务，其数量虽不到1%，但其管理的信托资产规模达9%。

2.受托人权利和利益冲突防范的规定较为全面

为规避遗产和赠与相关的税收，美国相当一部分信托是不可撤销信托，受托人被赋予极大的管理空间，对信托事务处理享有较大自主的管理权利。对此，美国对受托人的权利范围和内容做出明确界定，防止受托人滥用权利。在美国，受托人行使权利应当遵守以下原则。一是明示权利。委托人以信托条款明确授予受托人的权利，受托人当然享有。二是默示权利。只要信托条款未禁止该行为，则推定受托人有此项权利。三是法定权利。美国《信托法重述》总结以往的判例，认为在信托条款未作禁止时，受托人享有以下法定权利：费用支出权；出租权；出卖权；和解、仲裁与弃权事宜；股份信托财产表决权的行使。四是法院及主管机构赋予的权利。受托人就信托财产管理可随时寻求法院（私益信托）或主管机构（公益信托）的指示，并依此指示行使明示或法定之外的权利。五是自由裁量权。如委托人不仅将信托财产的管理权赋予受托人，而且将信托利益的分配权也一并交给受托人运用，则受托人可以自由行使其决定权。法院对于受托人的决定并不加以干预。

英美法上对受托人利益冲突防范的规定较为全面。在英美法上，信托是一种信赖管理（Fiduciary Relationship），据此，受托人应忠实地为受益人利益处理信托事务，不得将自身置于与受益人利益相冲突的地位。英美法著名的“利益冲突防范”原则主要有三个层面。一是禁止受托人利用其地位从信托中获益。如受托人运用其地位使自己获得有报酬的职位，则其所得的薪水或收益也应归入信托财产。二是禁止与信托财产进行交易，包括以自有资金购入信托财产和以信托资金购买自己财产。对于此种交易，英美法赋予受益人以绝对的撤销权，不管交易本身有多么公平和诚实。这就对与受益人交易加以限制。英美法虽不绝对禁止受托人与受益人交易，但要求受托人必须保证交易能“绝对公平与透明化”，受托人不仅应支付公平对价，而且须就自己所知的与该交易有关的所有事项均告知受益人，否则受益人可随时撤销此项交易。

3.受托人的“谨慎义务”与“投资义务”进一步拓展

美国信托法拓展了“谨慎义务”要求，受托人必须是一个诚实信用并拥有符合信托管理要求的高标准操行之人，他必须以公正、正当、诚实和最大限度地善意、健全的判断力以及高度谨慎的态度来处理信托事务。

随着信托在投资获利目的的运用日趋广泛，英美信托法除对受托人施加一般性义务以外，还形成了专门以规范受托人投资的特别规范。美国的“谨慎投资人规则”包含三个层面的内容。一是注意的需要（Requirement of Care）。受托人于投资之前，应以合理的注意，对投资对象的安全性与获益性进行调查，必要时还应征求各方面专家意见，以供参考。如受托人未作调查或调查时未尽适当的注意，则对投资所产生的损失应承担赔偿责任。反之，受托人已尽其注意作了调查，其投资本身也无不当之处，则虽有损害发生，也可免责。二是技能

的需要（ Requirement of Skill ）。受托人应具备与所从事的投资行为相适应的技能，否则应就投资损失承担责任。三是谨慎的需要（ Requirement of Caution ）。受托人不仅应为职务上的注意和尽其所能，而且应谨慎行事，即应以合理的方法（比如分散投资等）获得合理的收入，尽量避免投机性行为。

（三）日本信托制度中的受托人定位

1.信托在战后经济重建中发挥了重要作用

日本于20世纪初引入信托制度。1902年，日本兴业银行成立后首次开办了信托业务，主要是为配合公司筹资的附抵押公司债信托业务。1904年成立的东京信托公司是日本第一家专业信托公司，此后这类信托公司发展迅猛。1922年同时颁布了《信托法》和《信托业法》，并对信托业进行整顿，信托公司不得兼营银行业务，实行信托专业化。到20世纪90年代初，日本的信托机构只有8家，其中有7家信托银行和1家银行设立的信托部。

尽管日本的信托机构数量不多，但信托业务十分发达。与英美不同，日本信托几乎都属于商事信托，业务范围涉及社会经济生活的各个方面，有“金融百货商店”之称，并且在战后经济重建中发挥了重要作用。日本的信托业务按信托财产的性质归类，分为金钱信托、非金钱信托、金钱和非金钱相兼的信托及其他信托四大类，其中金钱信托占主要地位，信托资金的运用主要是贷款和有价证券投资。在非金钱信托中，土地信托是重要品种。以个人为受托人的民事信托在日本极为罕见，主要原因是日本政府和日本信托业发展是为了配合国家的经济发展的需要。因此，对适于民事领域的信托品种开创较为缺乏。

2.通过立法对受托人职责做出原则性规定

日本信托法对受托人的管理义务要求是“受托人须按信托的宗旨，以善良的管理人应有的慎重处理信托事务”。“善良管理人的注意义务”是大陆法系民法上的一术语，与英美法系的“谨慎义务”相似。解释上认为，此“注意”比“处理自己事务为同一的注意”要求更高，即须达到受托人所从事的职业或阶层应该普遍要求达到的注意程度。据此，受托人若是以从事信托为职业的人，如信托银行和信托公司，则应具有该职业所要求的高度注意能力。

大陆法系的日本信托法也有利益冲突防范的规范，但相较于英美信托法制，其禁止或限制则要宽松得多。关于受托人利用其地位获益，缺乏具体规范。就与信托财产为交易，只禁止受托人不得将信托财产转为自有财产或就信托财产取得权利，至于受托人是否可以用信托资金购买自有财产，则未有规范。受托人与受益人的交易，也无任何限制性规定。在信托投资的规范方面，日本信托业务与投资活动紧密相关，但是有关信托财产投资保护与受益人利益的规则也远没有英美法系细致发达。

（四）启示和借鉴

1.受托人定位随着信托制度功能变化而变迁

当信托最初在英国中世纪出现之时，主要是被用作一种消极的财产转移设计，目的是规避当时封建法律对财产转移所加的种种限制与负担。当时多数的信托设计中，受托人仅仅是一承受信托财产法律上所有权的“人头”，对信托财产不负任何积极的管理处分义务，受益人不仅享有信托财产的利益，也实际上拥有管理处分权。随着封建制度的彻底崩溃和资本主义市场经济以及法治原则的确立，信托作为一种单纯的、消极的、以规避法律限制为目的的财产转移设计，在新的社会环境中已失去了用武之地。为适应新的社会发展需要，信托成为提供专业财产管理的工具。财产转移功能与财产管理功能紧密结合，并日益突出财产管理功能，代表着现代信托的一种发展趋势。在这种发展趋势中，受托人的角色从消极被动的“人头”借用者转变为需以自己知识经验为信托财产投资决策的积极管理者。

2.受托人监管随着信托运用领域拓展而加强

信托的弹性空间和高度灵活性，使其在实务上的运用领域极其宽泛，信托品种极其繁多，几乎覆盖了社会生活的方方面面。在民事领域，信托制度被运用于家庭成员间的他益信托，如隔代信托、自由裁量与保护信托、财富管理信托，实现家族财富代代相传，对家庭成员利益提供特殊保护。在商事领域，单位信托为广大中小投资者参与资本市场投资，分享资本市场收益提供了专业渠道；公司债信托帮助股份公司顺利地发行附担保公司债并实现融资目的；表决权信托有助于稳定公司管理、协助公司重整、防止恶意并购、加强少数股东利益保护；养老金信托和其他雇员受益信托（如员工持股信托）有助于提升员工工作主动性以及社会安全和稳定。信托制度在促进社会公益慈善事业发展方面（公益信托）和弱势人群保护（特殊需要信托）方面也扮演着极其重要的角色。甚至在政治系统中，信托设计也发挥着积极作用，如美国的“盲目信托”用于一定职务以上政府官员的职务监控，防止政府决策阶层的私人事务与政府职务产生利益冲突以致影响决策的公正性和客观性。随着信托运用领域的不断扩大，信托对社会发展的重要性也越来越高，旨在规范受托人行为和保护受益人利益的相关法律不断完善，对受托人监管也在持续跟进。

3.对受托人职责加以具体规范是推动信托业务发展的重要保障

英美法属于判例法体系，信托的设立与有效要件、信托财产的法律地位、受托人的基本义务、受益人的权利、信托无效及终止后的效果规范主要存在于衡平法的判例中。为加强对受托人职责的规范，英国颁布了《受托人法》，主要针对受托人如何处分转移信托财产的技术细节加以规范。该法是英国最重要的一部成文信托法，就信托关系的基本方面作了比较全面的规定，如受托人的投资及其一般权利、受托人的任命与解任、法院的权力等。此外，英

国还颁布了大量的信托特别法，包括《公益信托变更法》《公益法》《公益受托人法》《司法受托人》《公共受托人法》《公共受托人报酬法》《信托变更法》《地方当局共同投资信托法》《国家信托法》《信托承认法》等。就受托人的投资活动，1961年推出了专门的《受托人投资法》（Trustee Investment Act）。

美国在承袭司法判例的同时，也致力于通过信托法的成文法对受托人职责加以具体规范。在州政府层面，相当数量的州颁布了全面调节信托关系的信托法典。在联邦政府层面，陆续颁布了四个成文的信托特别法，分别为规范信托公司业务活动的《信托公司准备法》，规范信托收据的《统一信托收据法》，规范投资公司利用信托基金投资的《投资公司法》，规范信托契约的《信托契约法》。为统一各州信托法以及对受托人职责规范，美国法律协会整编蕴含于判例之中的关于信托的法律原则与法律规范，并于1935年出版了《美国信托法重述》（Restatement of the American Law of Trusts），1957年又系统修正后再版《美国信托法重述（第2版）》，此后又分别于1992年、2003年进行了改版，成了各州信托法立法与司法的示范，对于规范信托关系、明确受托人定位和职责、推动信托业务规范发展具有极其重要意义。

三、我国当代对受托人定位的发展和丰富

（一）我国受托人定位的历史变迁

我国信托机构的受托人定位均来源于法律法规等规范性文件的规定，具有大陆法系典型的成文法特征。1986年的《金融信托投资机构管理暂行规定》正式拉开信托法制化进程，但在这之前及之后的很长时间里，信托都和投资牢牢绑在一起，这从当时相关规定及信托机构名称上可见一斑，信托投资机构主要是为了配合经济改革、通过信贷投放促进基本建设而存在，业务范围广泛，具有显著的全能型金融的特征[①]，此时的信托极具银行特色，全无受托人概念。信托机构在信托法律关系中真正作为受托人大致经历了三个发展阶段，第一个阶段（2001—2007年）是“旧两规”[②]颁布之后的时期，第二个阶段（2007—2018年）是“新两规”[③]颁布之后的信托业高速发展时期，第三个阶段（2018年至今）是资管新规发布以来信托业回归本源和积极转型时期。

第一个阶段始于人民银行颁布的《信托投资公司管理办法》，该办法先于《信托法》出

① 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）.

② 分别为2001年的《信托投资公司管理办法》和2002年的《信托投资公司资金信托管理暂行办法》。

③ 分别为2007年的《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》。

台，第一次较为完整的塑造了信托法律关系，赋予信托机构受托人身份，同时详细规定了受托人行为准则，《信托法》又进一步对信托法律关系进行了补充完善，虽然《信托法》沿用《信托投资公司管理办法》相关内容，但由于是人大常委会审议通过的法律文件，法律位阶更高，效力更强，至此信托机构受托人法律地位得以法律形式正式确立。后来出台的《信托投资公司资金信托管理暂行办法》则对信托机构最主要的资金信托业务进行了规范。这一阶段是受托人法律地位的确立阶段，而在营业信托中，信托机构作为受托人明显在信托法律关系中处于关键地位，受托人准入标准及业务开展规则的确定为信托机构依法合规展业打下了坚实的制度基础，该阶段确立了信托机构“服务于受益人最大利益”的受托人定位，该定位成为中国信托业始终遵循和追求的价值目标。

第二个阶段伴随着信托行业第六次整顿及信托监管机构由人民银行调整为银监会，在银监会“新两规”颁布后受托人迎来的新发展阶段。虽然从内容上看，在对受托人规范上《信托公司管理办法》并未对《信托投资公司管理办法》做出实质性改动，《信托公司集合资金信托计划管理办法》对信托机构最主要的资金信托业务开展进行了微调，但伴随着国家经济社会高速发展，信托机构作为受托人管理的资产规模大幅攀升，在2017年达到巅峰，突破了26万亿元①，资金信托占比超过了83%，事务管理类占比将近60%②。由于资金信托中委托人与受益人为同一人，信托公司尽管在身份上是受托人，但与其他资产管理机构在职能上并没有本质区别，反而能够真正体现信托社会功能、将信托财产所有权③与收益权相分离的“他益”信托（家族信托、慈善信托等）并未如资金信托一般发展壮大。

第三个阶段中信托机构受托人定位的总基调是“回归”，2018年颁布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》将监管重点指向通道、多层嵌套等业务，监管按照该规定要求金融机构持续压降通道、融资等业务规模，在各类资产管理机构中，信托机构受到的影响最为明显，管理的资产规模连年下降，到2020年末已经降到了20.49万亿元④，行业整体步入转型轨道，针对信托行业存在的受托人文化不成熟、受托人职责不清晰、受托人定位有偏离等问题⑤，银保监会副主席黄洪在2019年信托业年会上讲话要求行业用五年时间开展信托文化建设，并在2020年信托业年会上系统阐述了受托人文化的内涵及外延并明确了行业应该建设什么样的受托人文化。至此，信托业的发展主题转向回归受托人定位、回归本源发展。

除了“回归”这个主题外，受托人定位在此阶段又有新的发展，具体表现为将“服务受益人最大利益”提升为“满足人民群众日益增长的财富管理需求”，增加了“服务实体经济、

① 资料来源：中国信托业协会。

② 同上。

③ 根据中国政法大学赵廉慧教授观点，信托财产所有权这个表述并不严谨，其实信托财产种类很多，委托人转移的并不仅局限于资金等物体的所有权，也有可能是股权、债权等财产性权利，本文相关表述仅为表述方便使用。

④ 同上。

⑤ 黄洪.在2020年中国信托业年会上的讲话［OL］.http：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=947973&itemId=915&generaltype=0，2020-12-08.

履行社会责任、坚守底线、提升受托能力”等内容，进一步丰富了受托人定位的内涵和外延，受托人定位呈现出立体、多维的特点，以求达到重塑行业社会形象、推动行业加快转型并实现高质量发展的目的。此时的受托人定位具备两方面内容，一是在资金端仍然服务于受益人合法利益最大化；二是在信托财产投向上则强调服务实体经济及履行社会责任。20年的时间，受托人定位从第一阶段的一个内涵变成了现阶段的两个内涵，受托人定位在新时期也有了新的发展方向。

（二）法律层面的受托人定位

1.《信托法》的相关规定

法律对受托人的定位，主要体现在对受托人权利、义务及责任的规范上。对于受托人的权利，《信托法》只规定了受托人有权收取信托报酬及特定情形下的优先受偿权。鉴于受托人在信托法律关系中的重要地位，立法机关主要从义务及责任上对受托人进行了规制。受托人的义务主要包括忠实义务及谨慎义务（或称注意义务）两大方面，忠实义务一方面体现为受托人要为受益人的最大利益处理信托事务，并且受托人要自己亲自处理信托事务、定期进行信息披露、出具清算报告、进行信托利益分配（积极义务）。另一方面体现为禁止将受托人义务转委托，禁止受托人利用信托财产为自己谋利，禁止属于受托人所有的财产（以下简称“固有财产”）与信托财产进行交易，禁止受托人将不同委托人的信托财产相互交易、债权债务进行抵销，禁止信托财产与固有财产混同和抵销，履行保密义务（消极义务）。

谨慎义务主要体现为受托人要将信托财产与固有财产相区别，妥善保管处理信托事务形成的各类资料等方面，《信托法》对于受托人的谨慎义务并没有太多规定，但要实现受益人合法利益最大化，就必然要求受托人要具备足够的专业能力管理好、运用好信托财产，否则受益人的最大利益将无从实现。受托人责任则规定了受托人违反忠实义务和谨慎义务时应承担的责任，主要包括损失赔偿责任、不当得利返还等责任。纵览受托人两大义务①，忠实义务规定了受托人应该做什么和不应该做什么，谨慎义务则规定了受托人具备什么样的能力才能履行好忠实义务，前者是客观要求、是主要义务，后者是主观要求、是手段、附随义务，二者共同服务于受益人最大利益这个根本。从立法角度看，对于受托人的定位就是服务于受益人最大利益，要以受益人合法利益最大化为目标。

此外，《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》等法律法规及作为行业自律组织的中国信托业协会颁布的《信托公司受托责任尽职指引》《信托公司信托文化建设指引》等自律规则均继承了《信托法》关于受托人定位的表述，《信托法》关于受托人定位的立法精神得以延续并得到了进一步发展。

① 目前学术界对于受托人义务的分类稍显复杂，受托人两大义务足以统领各具体义务，学术界关于受托人义务代表性分类详见《信托制度：法理与实务》《信托法解释论》。

2.“信托”与“委托”[①]

信托与委托（代理）是一种什么样的关系，从《信托法》定义看，信托法律架构也出现了“委托人”“受托人”“委托”等字样，信托与委托似乎存在相似之处，二者之间的区别和联系是什么，值得探究。二者都是基于信任而产生，法律主体都包括委托人和受托人，不同之处在于信托法律关系主体多了一个受益人，那么是否可以认为信托是一种特殊的委托，这种理解似乎并无不妥，但作为不同的法律架构，信托与委托仍然存在诸多不同。

首先二者追求的法益既有相同、也有不同之处，信托是为了受益人的目的（也有可能是其他特定目的），委托则是为了委托人的目的，如果信托委托人与受益人是同一人（自益信托），则委托与信托追求的法益相同。如果信托委托人与受益人不是同一人（他益[②]信托），则委托与信托追求的法益不同。追求法益的不同，决定了救济主体的不同，在信托法律关系中，委托人、受益人[③]均对受托人违法及违反约定的行为有救济权，但委托关系中只有委托人有救济权。从信托实践来看，自益信托（资金信托）在营业信托中的占比处于绝对优势地位。即使自益信托与委托追求的法益相同，信托与委托仍存在其他方面的不同。

其次法律对象（即法律关系的客体）不同，委托的客体是受托人针对受托事务所为的行为，信托的客体则是财产权[④]。从范围来看，委托的客体远大于信托，信托仅限于财产权，而委托的内容并无范围限制。从属性看，信托是一种财产管理制度，而委托并非专门的财产管理制度，委托（代理）是《民法典》总则规范的内容，可以适用于各种民事法律关系（如监护、委托、技术开发、咨询、服务、行纪、中介等民事法律关系）。信托则属于民事特别法，是一种独特的民事法律关系。

再次法律关系的内容不同，信托法律关系中受托人权利义务与委托人、受益人权利义务具有明显的不对等特性，受托人权利较少而义务、责任较多，且多为法定义务，这在营业信托中体现得尤为明显。在金融活动中，作为受托人的信托公司需要遵守的规则更是远多于委

---

① 《信托法》将信托定义为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。《民法典》并未直接对委托进行界定，根据委托合同定义，可以将委托认定为委托人和受托人约定由受托人处理委托人事务的行为。

② 个人理解他益（将委托人与受益人分开）是信托制度赖以确立的根本。自益不需要借助信托也能实现，信托之外的其他资产管理机构从事的资产管理业务即是证明。

③ 信托财产一旦移交受托人，权属即发生转移，委托人对信托财产丧失所有权，一旦信托利益受损，由受益人发起救济即可，委托人保留救济权并发起救济的法理基础似乎并不牢固，因为大陆法系并不承认双重所有权，一物一权是大陆法系物权法的基本原则。委托人与受益人权利竞合，模糊了委托人和受益人的界限，逻辑上不能自洽。

④ 《信托法》只在信托定义中使用了“财产权”一词，其他地方则称为“信托财产”（出现次数超过七十次），二者之间缺乏对应关系，作为上位法的《民法通则》有财产权这个说法（出自第五章第一节标题），在《民法通则》废止后，财产权这个词语并未在《民法典》中出现，而是用“财产权利”代替，为求准确，需修改“财产权”这一说法并明确其和“信托财产”的衔接关系。经向中国政法大学赵廉慧教授请教，《民法典》在第440、444条出现了“财产权”的表述，并认为《信托法》信托定义中的“财产权”是一种概括性的表述，当然背后的法理比较复杂，此处不再赘述，笔者个人还是认为立法语言还是应力求简洁准确，作为有从业经历的人员理解《信托法》的信托定义尚且有此困惑，普通投资者恐怕也很容易出现困惑，出现困惑倒还不是问题，最大的问题是信托定义中的“财产权”这个术语从业人员很难给投资者讲清楚。

托人、受益人，受托人与委托人、受益人之间的关系已非一般民法意义上的平等主体之间的关系，权利倒向了委托人、受益人一方，义务、责任倒向了受托人一方，而委托在民法上是一种平等民事主体之间的法律关系，受托人义务具有意定性，是一种契约义务，故委托并未出现信托这种权利义务“失衡”。

最后法律后果不同，委托（代理）中，受托人需在委托人委托权限内以委托人的名义从事相关行为，受托人自由裁量权较小，因此委托的法律后果由委托人承担，而信托委托人一旦将信托财产“委托给”[①]受托人，受托人则取得信托财产的管理、处分权（这是一种仅缺乏收益权能的“所有权”，也就是说受托人取得了所有权的三项权能），并能以自己的名义进行相应行为，因此自由裁量权相对较大（营业信托中信托公司可自主选择投资标的即是证明），只是信托的法律后果归属于受益人。另外，“委托给”受托人的信托财产具有独立性的特征，这一特性是委托所不具备的。

（三）业务实践中的受托人定位

法律将受托人定位为“服务于受益人最大利益”[②]，在信托机构具体的业务实践中，其受托人定位是什么，是否遵循了法律上的定位，是否有所偏离，如果出现偏离，偏离的原因又是什么，这一连串的问题依然值得探索。对于前述问题，我们将从始终占据信托业务核心的资金信托业务着手，试图给出解答。

在资金信托业务中，信托公司的展业逻辑是先找到可供投资的资产，确定好交易要素（交易对手、交易价格、增信措施等）后，再向合格投资者（即委托人）募集资金，而委托人投资信托的唯一目的就是获取资金利差。此类业务中委托人就是受益人（自益），除了资金增值，委托人不可能有其他目的。实际上，此类业务根本就不需要受益人[③]，该业务与其他资产管理机构（银行、证券、基金、期货、保险等）开展的资产管理业务没有本质差别，如果非要说有什么差别，那就是套用了信托这个法律架构，徒增了一个受益人，更深层的原因则是金融分业经营。

我们拿家族信托、慈善信托等业务作为对比，该类业务需要先找到委托人，再和委托人确定受益人、信托资产投向及运用方式等，可以说没有委托人，此类业务基本没有开展的可

---

① 《信托法》在信托定义中对财产权的移交使用了“委托给”这个词，而未采用草案中的“转移给”一词，容易让初步接触信托的人将其和委托混淆，造成理解上的困惑，而且“委托给”这个词本身也不准确，无法从该词中得出受托人取得信托财产所有权这个结论，只能从定义中的“管理或者处分”以及其他条款进行推演，故建议修改。

② 比较吊诡的是，作为上位法的《信托法》将受托人定位为“服务于受益人最大利益”，但早于《信托法》颁布的《信托投资公司管理办法》却将信托业务目的界定为“收取报酬”，2007年的《信托公司管理办法》沿用了这个说法，在立法层面受托人定位已经出现了偏离，这对《信托法》受托人定位产生极为不利的影响，以收取报酬作为展业目的，将有极大可能侵占及损害受益人利益，急需修改。

③ 实际上2020年的《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》将“委托人和受益人统称为投资者”就已经凸显了这种尴尬，而更为致命的是，这种表述已经破坏了信托这种独特的法律架构。

能。从前述分析可以看出资金信托业务与家族、慈善信托业务具有完全相反的展业逻辑和路径。在这两类业务中，资金信托业务的业务属性决定了委托人的利益类型是单一的，并且该利益实际由受托人掌控，受托人能决定委托人利益的多寡。因此，委托人在资金信托业务中基本上是没有话语权的，而家族、慈善信托业务的展业逻辑决定了受托人需要充分遵循委托人的意愿，若不尊重委托人意愿此类业务将无法开展。

两项对比可以看出家族、慈善信托业务明显更能体现委托人的意愿，更有利于受益人利益的维护，委托人的意愿、受益人的利益居于该类业务的核心，并对受托人的行为有决定性的影响，不管主动还是被动，受托人的一切行为都是为受益人利益服务，此类业务符合《信托法》对受托人的定位。在资金信托业务中，委托人及其利益都很难居于核心地位，至少是不如前者的，受托人及防范业务风险才是该类业务中的核心和重点。安全兑付是资金信托业务最好的归宿，委托人信托利益的获得是该类业务的结果而不是原因。一旦将委托人利益后置，就很难判断受托人的定位，也很难讲清到底是委托人的利益优先还是受托人的利益优先，尤其是非标资金池甚至标品资金池，到底是底层资产优先还是委托人利益优先，其实一目了然。

如果信托机构开展信托业务不是为了受益人利益，而是为了给自身牟利、遮蔽风险等，一定会导致信托机构的发展偏离受托人定位这个轨道，情形严重的还会产生风险事件，降低社会公众对信托的正面评价、甚至产生不信任，进而影响整个行业的健康发展，而且这种情况已经发生。信托行业目前面临的转型及持续的严监管态势，究其根本还是受托人的定位出现了偏离，在某种程度上既没有维护好受益人合法权益（没有把受益人合法权益放在首位），也没有服务好实体经济。信托的制度优势（信托财产独立性、破产隔离）目前仅在家族信托、慈善信托等业务领域发挥了作用，但这类业务盈利能力较为欠缺，并未成为信托业务主流。养老信托、绿色信托、服务信托等能发挥信托制度优势的业务领域由于缺乏足够的政策支持，目前尚未发展起来。反而资金信托业务这些年为信托行业贡献了最重要的收入来源，但其本质却是个资产管理业务，不是个信托本源业务，仅仅是套用了信托这个法律架构，但与信托这个法律架构本身是有冲突的。

（四）小结

我国信托业在改革开放的40多年中，为我国社会经济的发展作出了较大贡献。但在行业发展过程中，国家对信托业的定位一直不是非常明确，我国信托业的发展也陷入了“发展—整顿—再发展—再整顿”的循环怪圈。2007年，依据“一法两规”对信托公司的经营范围及业务进行界定，重新划定信托业受托人定位。但在近十年信托行业的展业过程中，受托人文化不成熟、受托人职责不清晰、受托人定位有偏离等问题仍相继出现，信托制度的灵活创新能力始终没有得到开发。2018年以后，随着资管新规的起草、颁布及实施，信托业全面进入

以回归信托本源为方向的“治乱象、防风险、促转型”整顿期。信托在中国这几十年的发展过程中，一直在进行创新以适应社会发展的需要，从而创设了超法而不违法的制度空间，这也是信托制度与其他金融制度相比竞争力的体现。因此，发挥信托灵活的制度优势，成为信托业回归受托人定位，更好配置信托资源的重要方向。

受托人定位问题。在《信托法》层面对受托人的定位从三个角度进行阐释：受托人权利（收取信托报酬、特定情形下的优先受偿权），受托人义务（忠实义务、谨慎义务），受托人责任（违反受托人义务应承担的损失赔偿责任、不当得利返还等责任）。从实践层面来讲，自“一法两规”颁布以来，我国信托业的制度定位逐渐明确，即办成“主营信托业务的金融机构”，做专业的受托人。但近年来，信托业的发展仍然存在受托人文化不成熟、受托人职责不清晰、受托人定位有偏离等问题，制约行业高质量发展目标的实现。究其原因是，信托公司在实践中并未落实受托人定位所要求的“忠实”“谨慎”“专业”原则。忠实是指忠于委托人，为受益人合法利益最大化的目标积极管理信托财产，不负委托人和受益人的信任，以积极的方式管理运用信托财产，主动追求受益人合法利益最大化的目标。“谨慎”是指遵循社会普遍的道德约束和公认的行为准则，善用信托制度的灵活性，但不投机取巧违反法律。“专业”是指受托人应当具有实现信托目的所需要的专业能力，首先要具有完善的公司治理、内控机制和全面风险管理能力，能够有效防止因自身过失而导致信托财产损失，具备保护信托财产安全的能力；其次是具备与受托服务目标相匹配的专业人才队伍和主动管理能力。

信托业发展历史一再表明，坚守受托人的根本定位，坚决回归信托本源，坚持信托法律关系，做精做细信托主业，是信托业的根本出路，也是实现信托业高质量发展的关键。信托业要主动承担社会使命，结合自己的职责定位，支持实体领域经济发展，建设良好受托人文化，牢记受托人定位，夯实受托人根基，履行受托人义务，在实现自身高质量发展的同时，为我国经济社会高质量发展作出行业的新贡献。

四、受托人文化的概念及基本特征

当前，信托文化建设五年计划正在如火如荼开展，各家信托公司积极贯彻银保监会信托文化建设五年规划，深入理解协会《信托公司文化建设指引》，以做好信托文化建设的顶层设计为主要目标，积极开展信托文化建设工作。中国银保监会原副主席黄洪在2020年中国信托业年会上指出，信托文化是一个总括性概念，信托法律关系所包含的各利益主体以及各环节流程，都具有各自的子文化，在这些子文化中，最基础、最核心、最重要的子文化之一是

受托人文化，抓住了这一关键子文化的建设，就抓住了信托文化建设的牛鼻子，而且能够带动其他子文化的建设，让整体信托文化建设水到渠成。信托公司作为受托人，在信托法律关系中发挥着举足轻重的作用，受托人文化的建设对于指引信托公司高质量发展和整体信托文化建设至关重要。

（一）受托人文化的定义与内涵

1.受托人文化的定义

对于“文化”而言，其包罗万象，难以给出简要明确的定义。自英国人类学家爱德华·泰勒在《原始文化》（1871年）中首次把文化作为专门术语来使用后，后续各界学者又陆续提出两百多种有影响力的文化定义。我国著名学者余秋雨在征求多名海内外学者意见后，对文化进行了一个较为清晰简练的定义——“文化，是一种成为习惯的精神价值和生活方式。它的最终成果，是集体人格。[①]”

受托人文化是信托文化的关键子文化之一，关于信托文化的定义，中国信托业协会发布的《信托公司信托文化建设指引》中表述为：信托文化是指信托公司以信托关系为基础，以收益人合法利益最大化为目标，回归信托本源，服务实体经济，满足人民群众日益增长的财富管理需求，形成“诚信、专业、勤勉、尽职”的良好价值理念。在中铁信托发布的《信托文化建设概论》中，进一步将信托文化定义扩充为：信托文化是基于信托架构这一原点，用于评价、激励、约束和规范信托当事人及其利益相关方的行为与关系的价值观念、法律制度、监管规则、社会舆论与理论基础，其核心是围绕委托人特定信托目的，受托人忠诚守信、谨慎尽责履行受托义务，实现受益人利益最大化的行为方式。

进一步聚焦到受托人文化来看，结合信托文化定义与内涵，本文将受托人文化定义为：受托人文化是指基于委托人的信任，精神价值上拥有高尚品格，忠于委托人，坚持为受益人合法利益最大化的目标；行为方式上遵纪守法，勤勉尽责，具备实现委托人特定目的的专业能力。经过长期积淀，最终凝结为受托人的集体人格，表现为受托人行为规范上的共同默契，进而深入到潜意识之中并成为一种本能。

2.受托人文化的内涵

信托制度从英国的“用益”制度发展而来，在特有的衡平法支撑下不断发展壮大，以“正义、良心和公正”为原则建立了现代信托制度的雏形，在这段时期受托人主要扮演名义上的所有权人，以满足财产转移需求，没有实际上的管理权力与责任。随着信托制度在美国与金融行业的深度融合，受托人对信托财产的积极管理能力愈发重要，也赋予了受托人更为广泛的自由裁量权，在现代信托观念中形成了以“信赖义务”标准为核心的受托人文化，为

① 余秋雨.中国文化课［M］.中国青年出版社，2019.

信托受托人树立了极高的道德和能力标准。现代信托制度由于在财产管理和处分上具有优势而被越来越多的国家和地区所认同，现代信托观念逐渐传入大陆法系国家，其中受影响较为显著的是日本，其参照美国信托制度，颁布了《信托法》和《信托业法》，极大地促进了商事信托的发展，也为信托制度在大陆法系国家发展打下的基础①。

虽然信托制度在20世纪才被引入中国并得到广泛应用，但信托文化，尤其是受托人文化，在我国优秀的传统文化中早有体现。古人云："受人之托，忠人之事"，基于委托人的信任，受托人对所托之事当竭尽全力、不负所托。我国历史上有著名的"白帝城托孤"，其中诸葛亮作为"受托人"的典范，基于刘备的信任，为蜀汉事业殚精竭虑，以"鞠躬尽瘁，死而后已"的实际行动为受托人精神证道。结合当代我国信托行业的发展，受托人文化主要表现为两个方面：在精神价值方面，主要表现为对委托人的忠实诚信，受托人基于委托人的高度信任，以善意、诚信、正直的价值导向管理信托财产。受托人对信托财产的一切处置行为，最终目标是以受益人利益最大化并实现委托人目的为宗旨，而不能利用自身所处的"受信任"地位及信息优势，为自己或第三人牟取不当收益。在行为方式方面，主要表现为对信托财产的善管义务，以谨慎、勤勉、尽责的方式管理信托财产。委托人的信任通常蕴含着两种信任，除了对受托人高尚人格的信任外，还有对其管理能力的信任，这便要求受托人在管理过程中保持高度的"注意"，具备有效降低信托财产风险并提高理财收益的能力。

（二）受托人文化的基本特征

加强受托人文化建设，有必要对受托人文化的基本特征进行一些思考，厘清受托人文化的基本特征，有利于推进受托人文化建设的深入开展。结合信托行业发展历程，我们认为受托人文化的基本特征主要体现在以下三个方面：

1. 坚守正道，行稳致远

从最早的用益制度开始，信托最初便被用于规避当时封建法律对财产转移的限制以及对财产所加的各种税捐负担，在后续的社会经济发展中，凭借其精妙的法律构架和独特的风险隔离与权利义务重构功能，展现出了强大的灵活性和创造力。面对如此灵活创新的制度体系，如何将其有效控制在合适的应用空间内就显得尤为重要。为此，现代信托明确要求其有效的前提是信托目的必须合法。美国《统一信托法》规定只有在信托目的具有合法性、不违背公共政策并有实现可能的范围内才能成立。我国《信托法》同样明确提出，若信托目的违反法律、行政法规或者损害公共利益，则信托无效。

受托人作为信托关系的关键组成部分，首先要做到遵纪守法，在委托人设立信托时，确

① 高斌.信托制度中受托人文化的前世与今生［OL］.中国经营网，2020-12-23.

保信托目的不违反法律规定、不损害公共利益、不违背社会公序良俗，满足信托法律关系成立的根本前提。在信托目的实现过程中，严格遵守各项规定，在坚守正道的基础上追求受益人合法利益最大化，保障信托关系能够持续稳健经营。同时，受托人应积极发挥信托制度在维持公序良俗、推动社会进步等方面的正向积极作用，深入探索信托制度在支持实体经济高质量发展、满足人民群众对美好生活向往的方法途径，主动承担起自身应该承担的社会使命，这是受托人文化的应有之意，更是每一个社会主体义不容辞的责任。

2. 忠诚守信，勤勉尽责

信托所称的“信”就是建立在忠实可靠基础上的一种于人于己可以信赖的感觉。“信”是“托”的基础，“托”是“信”的结果，先有“信”而后有“托”。信托作为一种基于信任的多边财产关系，受托人及其义务都是在这一信任基础上产生和维系的，忠诚守信、勤勉尽责是受托人安身立命的重要基础[①]。受托人必须品格高尚，忠于委托人，为受益人合法利益最大化的目标积极管理信托财产，不负委托人和受益人的信任。

我国《信托法》第二十五条明确规定，“受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”。这要求受托人不能滥用其信任地位以及信息不对称为自身牟取利益，不能将受托人自身利益置于同受益人相冲突的地位。同时，受托人要以勤勉、谨慎的态度，采用积极的方式管理信托财产，使得信托财产的风险收益与信托目的相匹配，努力实现受益人合法利益最大化，实现信托财产的有效运用和稳步增值。

3. 德才兼备，与时俱进

信托关系中，委托人对受托人的信任蕴含双重属性，即对受托人的人格品质与专业能力的信任，委托人不仅要求当事人有高尚的道德情操、良好的品行体现，更希望受托人在管理信托事务中具备相应的学识和能力，使信托财产能够保值增值。同时，为充分发挥信托制度的灵活优势，在实际操作中，越是复杂、个性化的信托结构设计，越是需要专业机构提供专业的服务予以实现。例如，在信托财产运用的资产端，面对交易对手日益专业化的展业领域及细分，受托人需要做出更加专业化的投资和配置判断；在代表委托人意愿的客户端，随着家族信托及服务信托的深入发展，个性化、复杂化的意愿需求将不断涌现，受托人需要具备更加卓越的职业素养和专业能力与合格投资者及具有更加个性化需求的委托人群进行互动，以实现信托目的[②]。

基于委托人的双重信任，受托人既要“管得住”又要“管得好”。这就要求受托人要具有完善的公司治理、内控机制和全面风险管理能力，有效保障信托财产的安全，同时作为职

① 李群星.信托法律问题比较研究［D］.武汉大学，2000.

② 袁田.构建信任机制为本的信托文化共同体［J］.当代金融家，2020（Z1）.

业受托人应当具有专业的知识技术，对市场动态作出专业判断和及时反应，能够通过风险管理创造风险价值。面对经济社会发展过程中涌现出的新趋势、新需求以及新业态，要求受托人能够快速学习把握关键要点，不断提升专业管理能力。

（三）受托人文化建设中存在的问题

信托作为舶来品在我国特定发展阶段和市场环境下发展起来，其行业定位和发展模式一直处于不断探索和纠偏中。我国信托业自1979年恢复经营以来，已历经六次整顿，信托“一法两规”颁布后才逐渐步入正常轨道。近年来，我国信托业积极填补传统银行信贷服务领域的不足，提升金融服务实体经济质效，较好地满足社会多元化投融资需求，已发展成为我国金融体系中重要一员，但信托业近年来发展过于依赖通道业务，逐步偏离信托本源，使得行业积累了不少问题和隐患。中国银保监会原副主席黄洪指出，受托人文化建设有四个方面问题：一是意识不牢，未坚实树立受托人定位的思想自觉；二是守正不足，未高度重视受托目的的正当性要求；三是忠实不够，未完全做到对委托人的勤勉尽责；四是专业不强，未具备履职所需的主动管理能力。结合信托公司的发展历程，受托人文化建设存在的问题主要表现为受托人精神尚未树立，受托人定位有所偏离，受托人职责模糊不清。

1.受托人精神尚未树立

在信托发展初期，受托人通常都是德高望重的绅士，担任受托人并非为了获取报酬，而只为一种道德上的责任。在信托逐步商业化之后，对受托人道德上的严格要求逐步丰富并转化为一种理性的商业诉求，但信托的基因中依然存在对受托人德行的要求，市场需要并检验的不单单是个人道德，更是受托机构作为一个组织的职业操守①。

我国在信托“一法两规”颁布实施后，信托业的规范发展具备了法律基础。但是，少数信托公司依然存在挪用信托资金、关联交易、大股东过度干预日常经营等现象，公司沦为股东及关联方的“圈钱工具”，将公司推向破产倒闭的边缘，并将风险包袱扔给了国家和社会，影响经济金融安全稳定②。在展业方式上，信托公司通过发挥信托机制的灵活性优势，为满足社会融资需求作出了一定贡献，但在当前经济增速换挡、金融风险快速积累的情况下，未能及时调整展业逻辑，为金融机构的监管套利和限制性领域的资金融通提供便利，从而影响了国家整体宏观调控，违背了受托人坚守正道的初心。我国信托业经过数十年发展，已经成为金融系统中不可或缺的重要组成部分，应主动承担起自身相匹配的使命与担当，在服务实体经济和满足人民美好生活需要上作出实质性贡献，建立起当代受托人精神。

① 王道远等.信托的逻辑［M］.中信出版社，2019.

② 陈赤，管百海.信托文化建设概论［M］.中国金融出版社，2021.

2. 受托人定位有所偏离

自“一法两规”颁布以来，我国信托业的制度定位逐渐明确，即办成“主营信托业务的金融机构”，做专业的受托人。在信托关系中，受托人是基于委托人对其品格与能力的双重信任，以受益人利益最大化为目标管理信托财产。但在实际操作中，由于对受托人文化思考不深、理解不透，部分信托公司过于重视追逐自身利益，甚至将公司利益置于受益人权益之上，使得受托人定位发生偏离。

信托公司在接受委托人的财产托付时，将本应基于对自身品格和能力双重信任的信托关系，错误的建立在明示或暗示的刚性兑付之上，违背了受托人定位的本质逻辑，使得直接融资做成了间接融资，金融风险过度集中于信托公司自身，看似受益人得到“保本”收益，但实质上给整个金融系统的稳定带来极大风险隐患。同时，融资类信托业务是以资金需求方为驱动因素和业务起点，寻求信托资产的固定回报为主，虽然该类业务的出现一定程度上顺应并满足了市场中存在的强烈融资需求，但从业务本身过于关注融资人利益上来看违背了信托以受益人合法利益最大化的目标[①]。此类以向特定项目索取融资本金和利息的业务模式，使得资产管理业务的直接融资间接化，弱化了信托作为金融机构应有的定价博弈功能，降低了市场配置资源的效率，导致受托人定位出现偏离。

3. 受托人职责模糊不清

我国《信托法》明确规定：“受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”。这就要求受托人在履行受托职责方面做到勤勉尽责，受托人要像对待自己的财产一样对待信托财产，甚至在发生利益冲突时要以受益人利益为先。

在信托业近些年的发展过程中，借由牌照优势，过度依赖较低附加值的通道业务，此类业务不利于提升公司专业化的主动管理能力建设，从而在受托履职管理的全流程上存在较多不足，未能严格履行谨慎义务。例如，某银行因企业未满足信贷资产准入条件而将业务推介给信托公司，银行负责提供评级报告、进行产品设计、完成尽职调查等工作，借用信托通道为企业提供融资支持，并承诺后续启动多项融资计划作为信托的重要还款来源。诸如上述通道类业务在行业并不少见，也通常被认为是风险最低的信托业务，但是从受托人角度对此类业务的实际案例深入分析可知：在风险管理方面，依然秉承传统信贷业务模式，尽职调查时不全面不审慎；在项目管理过程中，缺乏有效的监控手段，难以充分把握项目风险；在信息披露环节，处于信息优势的受托人未能及时向委托人和受益人反映项目风险信息。同时，信托公司作为资产管理机构，因长期从事非标投资工作，在标准化产品投资、股权投资等方面存在较大短板，投资研究能力较为薄弱，不利于信托财产利益最大化目标的实现，难以充分履行受托人职责。

① 吴晓玲，邓寰乐等.资管大时代——中国资管市场未来改革与发展趋势［M］.中信出版社，2020.

五、通过受托人文化建设夯实受托人定位根基

受托人文化的内涵与发展阶段与受托人定位息息相关，而受托人文化也是信托回归信托本源的重要指引与内在动力。现阶段金融供给侧改革背景下，监管套利及刚性兑付等信托惯性发展模式已难以为继，必须要高度重视受托人文化建设及其定位的关系，即通过受托人文化建设夯实受托人定位根基。具体来说，在明确受托人定位与受托人文化的关系基础上，通过受托人文化建设促进信托公司向受托人定位回归，并不断丰富受托人的社会功能，牢牢把握战略转型主动权。但也必须看到，受托人文化培育建设与受托人回归本源非一日之功，信托公司要保持战略定力，在“守正、忠实、专业”的受托人文化建设指引下，坚定不移回归本源，让全社会共享信托制度红利，作出对中国金融高质量发展和中国经济高质量发展应有的价值创造和贡献。

（一）受托人定位与受托人文化的关系

受托人文化是包括制度建设、行为准则等在内的复合概念，其发展受多方面因素制约，其中受托人定位是最直接的因素。与此同时，受托人文化作为信托文化最重要的子文化之一，反映了受托人对功能定位的真实想法和最核心的利益诉求，也是受托人公众形象最核心也最直接的展示。在经历多次整顿后，相比其他金融行业，信托更加需要文化内涵上的深度挖掘与精要提炼，以重塑可信、可敬、专业的受托人形象，拥抱更广阔的财富管理市场，在现代金融业谋得信托的一席之地。因此，培育、发展良好的受托人文化至关重要。

受托人文化作为信托文化重要的子文化，其培育程度与发展内涵与社会各界对受托人定位的认知直接相关。从我国信托业发展历程来看，受托人功能定位的清晰程度与完整程度直接决定了受托人文化的培育程度与内涵，受托人文化也随着受托人定位的探索与调整而逐步丰富完善。改革开放初期，受托人业务定位与功能定位都严重偏离信托业本源，受托文化更是无从谈起。地方政府及财政部门通过试办信托业务募集建设资金，减轻财政负担，彼时受托人实际功能定位是引进外资，尽管信托业完成了引进外资、进行金融创新的历史使命，但是要素及财富市场发展不健全、过度宽泛的业务和监管经验的缺乏导致信托机构定位模糊，且投机性强，加大了经济波动及宏观调控难度，同时也陷入了数次行业集体整顿—发展—再整顿的循环[①]。“一法两规”颁布实施后，信托有了明确的法律关系，信托公司的信托主业定位得以确立，受托人文化中制度建设的空白也逐步完善。信托公司主营业务从固有业务转向

① 唐炜.回归受托人定位，开启信托业发展新篇章［J］.当代金融家，2019（9）.

信托业务，但由于信托制度的高度灵活性和监管政策，信托被作为监管套利的工具，信托也被认为是助推社会融资成本，削弱宏观调控的力量之一[①]。信托业务以不需要主动管理能力的通道业务为主，刚性兑付也成为行业“潜规则”，在短期商业利益驱动下，受托人定位偏离“受人之托，忠人之事”的本源，受托人文化培育与发展也没有得到重视。随着资管新规的起草、颁布及实施，信托业全面进入以回归信托本源为方向的“治乱象、防风险、促转型”整顿期，信托公司也在坚守本源方向开始积极探索转型。在这过程中，信托公司也面临着市场细分和金融服务专业化进程推进带来的竞争加剧[②]，如何在回归受托人定位、重塑可持续商业模式及争取市场机会间取得平衡，成为现阶段信托公司要解决的重要现实课题。

良好的受托人文化是受托人回归本源定位的思想自觉和核心支撑，只有信托公司发自内心、情感深处的认可和坚守，而不是为了短期商业利益，受托人文化才能产生凝聚力和生命力，进一步建立和巩固信托行业良好的受托人形象。信托之所以历经几百年的岁月洗礼，仍旧熠熠生辉，就在于其具有普适性的文化价值早已被普遍接受并认同，进而成为各个国家信托业发展的共同遵循[③]。现阶段，信托公司都认可了受托人的定位，但在实际经营层面仍然无法彻底摆脱以融资人为核心的展业逻辑及以利差收入为主的盈利逻辑，这既有社会对于信托制度认识的不足，也折射了受托人对受托人文化思考不深的现状。受托人文化是行业回归受托人定位的理论基础和发展的顶层设计，“守正、忠实、专业”为特征的受托人文化[④]为受托人定位回归指明了要点与方向，为在行业转型发展的关键时期大力弘扬受托人文化，弘扬信托文化，通过文化引领作用，凝聚全社会对于信托基本理念、基本规则、基本功能的共识，解答受托人定位是什么，如何通过完善制度、规范经营、加强治理等促进受托人回归本源等重大问题，为受托人定位的回归提供理论支撑，保障信托行业在更高级，更复杂阶段的健康发展[⑤]。

（二）通过受托人文化建设促进信托公司向受托人定位回归

信托业传统发展模式及经营模式有特定的历史原因和时代背景，随着经济发展方式转变、经济增速下行及经济结构调整，信用风险等金融风险加速暴露，强监管、严监管成为常态，信托业的惯性发展思路已无生存之机[⑥]。但与此同时，经过数十年的发展，信托行业已积累了相当的资产管理能力与高净值客户资源，现阶段市场也具备了产生以财富管理为宗旨的

---

① 中国信托业协会.2020年信托业专题研究报告［R］.http：//www.xtxh.net/xtxh/u/cms/www/202102/071542304wdj.pdf，2020-04-24.

② 翁先定.中国信托业发展历程的思考与展望［R］.http：//www.xtxh.net/attachments/download/fb2ed819df583d4f886df5c768e36c50.pdf，2021-08-01.

③ 浦奕诠.解构信托文化的深层逻辑（二）［N］.中国银行保险报，2020-10-20（007）.

④ 黄洪.在2020年中国信托业年会上的讲话［OL］.http：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=947973&itemId=915&generaltype=0，2020-12-08.

⑤ 陈赤、管百海.信托文化建设概论［M］.中国金融出版社，2021.

⑥ 唐炜.回归受托人定位，开启信托业发展新篇章［J］.当代金融家，2019（09）.

信托服务业土壤，融资主导型的金融市场格局也逐步转向，未来投资者的话语权将会大幅提升[①]，信托公司必须认清未来发展大方向，牢牢把握财富管理、资产管理业务的战略主动权。信托公司需要深入思考受托人文化内涵，明确受托人定位与价值功能，确定稳定、健康、可持续的商业模式。对内强化自律，主动纠偏，建立专业、高素质的受托人队伍；对外，统一行业协会、监管层及公众对信托制度及受托人定位的共识，完善信托法律体系与监管环境，在信托业回归本源的征途中获得更强大的发展力量。

以受托人文化为导向，进一步明确受托人定位与目标市场。在新发展阶段下，要深刻意识到现有业务结构存在的风险及不可持续性，在金融供给侧改革的大背景下重新审视信托全能性金融牌照优势与价值，以受托人文化为指引，客观分析在受托履职管理的全流程各环节存在的不足，在跨周期及大类资产配置的角度下评价所提供服务对财产稳步增值升值的贡献度，在国际视野范围下比较风险管理能力及投资运作能力水平，回归、落实以委托人需求为核心的展业逻辑及以管理费用收入为主的盈利逻辑，培育具备专业资产管理及投资管理能力的人才队伍，扎实回归受托人本源。

重视培育受托人文化，牢固树立受托人意识。行业及机构应大力加强受托人意识的培养，通过深入研究、挖掘受托人文化及义务内涵，进一步巩固“受人之托，代人理财”的受托人定位。全方位培育受托人文化，将“守正、忠实、专业”的要求嵌入企业文化、发展战略、员工培训、制度规定、激励约束机制等环节，建立信托公司员工行为规范与指引，引领全体员工将受托人定位作为根本定位，将充分履行受托义务作为首要职责，以“受益人合法利益最大化”作为职业生涯的根本守则[②]，让受托人意识内化于心，外化于行。

凝聚受托人定位与功能价值共识，完善信托发展制度环境。做好受托人文化的宣传及推广工作，在行业、监管、政府及社会公众中树立正面、积极的受托人形象，让社会各界充分认识到信托功能制度的价值，完善信托本源业务发展的基本法律制度，带动信托工具的运用。一是完善制度体系建设，营造转型良好环境。围绕家族信托、慈善信托等本源业务在实践推进中存在的制度障碍，推动《信托法》修订和《信托公司管理条例》制定工作，在法律层面增加对受托人义务的规范，就受托人应尽的忠实义务、审慎义务、有效管理义务、保密义务等作出规定，强化受托人治理[③]；针对信托行业特点，构建信托专业监管制度体系，结合信托行业特色和未来转型发展方向，优化信托公司分类监管体系，提高监管工作质效。二是优化配套机制建设，提供转型强力支撑。研究拟订信托财产非交易性过户制度、信托登记实施制度、信托税收制度，解决股权信托、不动产信托等非资金类信托的设立及税收问题，突破信托回归受托人定位的制度瓶颈。

---

① 聂无逸.大券商要做大资管［OL］.https：//opinion.caixin.com/2021-04-26/101699064.html，2021-04-26.

② 黄洪.在2020年中国信托业年会上的讲话［OL］.http：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=947973&itemId=915&generaltype=0，2020-12-08.

③ 肖刚委员.建议完善信托制度、推行家族信托［OL］.https：//topics.caixin.com/2021-03-04/101670691.html，2021-03-04.

（三）通过受托人文化建设不断丰富受托人的社会功能

受托人文化建设中要明确信托服务国计民生的使命，发挥金融优化资金配置、降低社会融资成本的社会功能，发挥信托在保护共有财产、公共利益及弱势群体的制度优势，让全社会分享信托制度红利，作出对中国金融高质量发展和中国经济高质量发展应有的价值创造和贡献。

金融的社会核心功能是调节全社会资金，实现有效分配和流动，提高价值的创造和传递的效率①，信托行业需要深刻理解金融发展的规律以及中国需要金融业的社会功能，摒弃短期套利的思维惯性，将自身业务开展与实体经济发展紧密绑定，依托信托制度优势，提升风险管理能力与资源配置效率，为实体经济提供针对性强、附加值高的金融服务，切实降低实体经济成本。以供给侧结构性改革为主线，围绕支持国家重大发展战略落实、支持先进制造业发展、支持经济社会发展薄弱环节、支持扩大内需等方面拓展业务，服务实体经济高质量发展，推动供应链调整、产业结构升级和价值链跃迁，助力构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局②。

做好受托人本职工作，向全社会推广信托制度及信托文化，强化全社会对信托制度、信托功能的认知，与社会共享信托制度红利。一是持续丰富信托产品与服务体系，提升人民群众财产性收入，建立面向企业及个人资金管理与信托事务管理需求的信托产品体系，推进养老、遗产规划、企业年金等领域业务的产品应用研究，共享发展红利。二是强化信托的财产保护与财富传承功能，助力中产阶级及高净值人群有效传承财富，推动慈善信托业务发展，发挥慈善信托制度在发挥第三次分配、促进社会稳定方面的作用。三是加大信托在保护弱势群体中的应用，以服务信托为载体，加强与法院、公安机关等涉及群体性事件及恶性事件的单位合作，加强信托在涉众或易引发欺诈等法律风险领域的应用。

六、受托人文化的建设方案

（一）受托人文化建设的目标和原则

当前，我国信托业正处于深化转型时期，按照资管新规的要求，整治行业乱象与促进转型发展并重，而通过信托文化的力量注入发展新动能、以文化为行业根基开展本源业务，已

① 施明强.蚂蚁上市波折解释中国金融发展的矛盾和趋势［OL］.https：//shimingqiang.blog.caixin.com/archives/237022，2021-11-05.

② 黄洪.在2020年中国信托业年会上的讲话［OL］.http：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=947973&itemId=915&generaltype=0，2020-12-08.

经成为信托行业发展的内在需求[①]。

今年是信托文化建设五年计划的第一年，各家信托公司对于信托文化建设的重视程度正在不断提升。受托人文化建设是信托文化建设的核心，需要具有建设的目标和原则[②]。

1. 建设目标

《信托公司信托文化建设指引》（以下简称《指引》）中将“信托文化”定义为，信托公司以信托关系为基础，以受益人合法利益最大化为目标，回归信托本源，服务实体经济，满足人民群众日益增长的财富管理需求，形成“诚信、专业、勤勉、尽职”的良好价值理念。可见，受托人文化建设是否成功，是信托公司能否“回归信托本源”的关键环节[③]。

（1）以受托人文化建设为核心，形成文化场域，建立动态连接。受托人文化建设属于文化建设研究领域，课题组认为，建构受托人文化场域，不仅为信托公司落实文化建设和弘扬信托文化力量提供一种全新的思路，更是新时代背景下受托人文化建设的根本目标。

文化互动场域的概念由法国社会学家布迪厄提出，他将“文化场域”总结为集合了理念、机制、制度于一体的社会场域。人作为文化场域中的行为主体，被场域所影响并以自身行动作用于场域，形成一个有机动态的社会空间。受托人文化建设以文化场域的建设为目标，能够避免受托人文化建设过程的局限性，最终避免信托文化建设出现“单一性”和“片面性”问题[④]。

信托文化场域就是基于信托关系，由信托委托人、受托人和受益人等各方主体构成的网络所建立的社会实践空间，可以从结构上分为内在精神文化、制度行为文化和外在物质文化三个层面，这三个层面能够相互作用、互相影响，达到内部的平衡性与成长性，最终促进受托人文化建设顺利实现并能够运用于实践指导，达到在全社会范围内各参与方形成对信托文化良好共识的最终目的（见图1）。

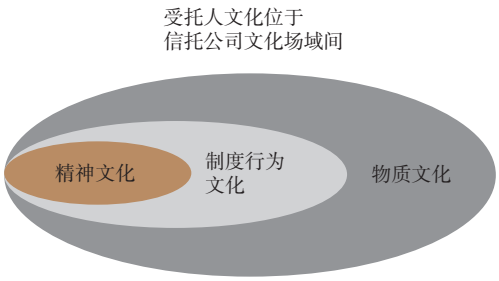


图1　受托人文化建设场域模型示意图

① 袁田，禄琼.信托文化建设新思路构建文化场域［J］.金融博览，2018（03）.

② 陈赤，钱思澈.信托文化建设呼唤信义精神［J］.中国金融，2020（19）.

③ 陈赤.信托“刚性兑付”的化解之道［J］.金融博览，2014（04）.

④ 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）.

图1反映了受托人文化建设的关键。当主体处于信托文化场域时，会受到三个层面的共同影响：从精神上形成文化认同，制度上形成文化规范进而约束日常行为，行为上形成物质文化的输出，最终达到公众宣传效应。

因此，受托人文化建设以精神文化为场域内核，将制度文化与物质文化作为精神文化的外延，这种由内而外的影响作用及完整体系能够有效平衡受托人为委托人提供的精神满足与物质需求，助力信托功能应用契合正确主流的财富价值观，保障信托公司及信托从业人员围绕核心价值观，为客户创造最大价值，实现商业价值和社会价值的有机整合。

（2）以受托人文化建设为根本，达成受托人、委托人和受益人多方共识。在加强对受托人文化建设过程中，应注重以委托人、受托人、受益人及利益相关方逐步建立起一致的价值认同感为目标，促进各方对信托文化的认同，形成制度规范和行为模式的共识，丰富信托文化的内涵[①]。

在交易各方均形成良性共识基础上，信托公司方能够不断向社会公众传递良好受托人形象，进行有效的文化输出，避免信托行业出现的系统性风险，助力信托公司回归本源业务。

（3）以受托人文化建设为起点，形成具有实践性的受托人文化长效机制与配套措施。受托人文化建设从狭义上看依旧是信托公司文化建设，相关制度的确定和实施能够较大程度保障受托人文化建设不偏离初心，加强从业员工对此的认同感，同时在一定奖惩措施基础上，对自身日常从业行为是否符合受托人文化建设核心思想与精神做到提前预判。

2. 建设原则

按照受托人文化的建设目标，结合信托文化场域建设模型图，课题组认为受托人文化建设的原则应主要包含以下几点：

（1）以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，构建受托人文化构建的内核思想。按照图1所示，精神文化虽然是无形的，但却是信托文化场域的内核。信托最初起源于中世纪英国的用益制度，其蕴含的信任机制与我国本土的诚信文化价值观产生了耦合反应，伴随信托制度的应用发展，为打造中国特色的信托文化奠定了基础。

中国信托文化的精神内核，主要来自中国优秀传统文化中的义利观与社会主义核心价值观中的信义观。我国古代对财富的理解和认知即是以传统伦理价值追求为核心，春秋时期的义利观就强调致富必须“以其道得之”。这种“义利并重”的财富观，是中国财富思想的滥觞[②]。

立足当下，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，社会主义核心价值观将诚信作为个人精神层面的价值准则，也是评价公民道德行为选择的基本价值标准。由是观之，信托公司从业人员应当首先建立精神内核，以身作则树立以诚信为首的受托人价值观。

---

① 周兰珍.文化场域与生态伦理建设［J］.南京政治学院学报，2007，023（005）.

② 邢成，陈镜宇.强化穿透监管，弘扬信托文化——中国信托业特征分析及趋势展望［J］.金融博览（财富），2020（Z1）.

（2）设立公司制度规则，形成统一组织。信托文化的核心是“受托人责任”，《指引》着重强调了信托文化中的“责任”内涵—信托公司应发挥信托制度功能作用，推动信托业在维护公序良俗、促进社会进步方面发挥特有作用，积极履行社会责任，创造社会效益，成为完善我国社会治理体系的重要力量。

受托人责任的体现离不开信托公司统一组织原则下制度文化的建设。制度文化是信托文化场域中多元主体的诉求通过协商达成共识，在制度层面形成法律法规和制度规范，对场域内的主体和事件具有约束力。

信托公司和信托从业者是信托行为的主体，是“受托人文化”的真实践行者，在具体的业务流程操作中可以集中体现信托文化的特征，反映信托公司信托文化的品牌和影响力。因此，在制度建立后，需要参照公司统一制定的规则与要求，对从业人员行为进行指引。良好的受托人制度具有凝聚人心、社会动员的文化效应，能够直接提升受托人对场域文化的心理认同度和参与度。

（3）我国受托人文化建设发展方向需要具有战略思想。信托文化建设是一项战略性、系统性、长期性的工作，目前信托文化整体的建设基础较为薄弱，未来，信托行业的受托人文化建设方向需基于战略高度和定位，从宏观上深入把握行业发展趋势和方向。一方面，信托公司应主动承担起对受托人文化建设的主体责任，将受托人文化建设与公司发展战略、经营管理、品牌塑造相结合。另一方面，在我国金融市场持续对外开放前提下，倡导不同国家体制下信托文化的交流共存。要秉持开放发展理念，推进文化的交流交融，互学互鉴。信托公司应主动引进注重公司长远发展、管理经验成熟的合格战略投资者，对标国内龙头信托公司，甚至对标世界一流金融企业，借鉴吸收成熟的治理经验和管理方法，努力形成适应于公司发展的战略思想，最终培育良好的信托文化。

（4）受托人文化建设过程需要有辩证思想。要充分意识到，在推进信托文化建设过程中，需要有较强的辩证思维能力。比如，在构建信托行业意识形态工作中，既要增强社会主义意识形态的凝聚力和引领力，也要对错误思潮和观点进行主动反对与批判；既要弘扬社会主义核心价值观，也要对管理层或信托公司股东中的部分个体具有个人利益至上等思想加以不断自查与纠错。此外，辩证思维下的受托人文化建设需要处理好务实和务虚之间的关系，既反对将两者完全隔离开，也要防止两者相互混淆。只有将“为什么这么做”的务虚和“具体怎么做”的务实相互结合起来，才能高标准、高质量、低风险地开展信托业务，为新时代社会主义市场经济的繁荣贡献力量。

（5）受托人文化建设要与整体信托文化建设以及其他金融机构文化建设有机结合起来。信托公司属于金融机构中的成员之一，信托文化建设自然属于金融文化的一部分，与社会生活各个方面紧密相关。首先，信托文化与我国传统文化关系密切。中华文化源远流长，蕴含着丰富的思想道德资源，对于信托业发展起着重要作用。在对待传统文化时，受托人文化建设要坚持结构思维方法，准确把握二者关系，正确对待优秀传统文化的继承和弘扬问题。此

外，应结合我国经济发展特色，以信托公司为载体，有效推进金融领域中的传统文化观念向现代化方向进行转化的过程。

其次，受托人文化包含了民生文化、服务文化等特质。信托是一种财产管理制度，但信托公司的财产管理不限于财产的投资获益，还致力于解决财富管理、运用过程中的个人难题、社会问题，满足国家治理需求等。信托业作为金融行业的一个组成部分，结合前文提到的受托人定位问题，受托人文化建设更应一方面持续为客户提供资产保值增值等基本业务，另一方面则在账户管理、财产独立、风险隔离等方面提供有特色的服务，以区别于其他金融机构的文化理念，对社会公众而言更具备辨识度和独特性。

（二）受托人文化建设的总体方案

当前信托公司正处于转型发展的关键时期，只有牢固树立受托人意识，围绕受托人的中心地位建设良好的受托人文化，使得全体信托从业人员都发自内心地认同受托人定位，才能实现信托业的高质量发展，才能让社会公众认可并信任信托公司及信托关系，才能切实履行支持实体经济发展和满足人民群众对美好生活向往的使命。根据前文所提及的建设原则，课题组认为，受托人文化的建设应当做到：树立一个意识、牢记两个使命、养成三个习惯、提升四个能力①。

1. 树立一个意识

信托关系成立的基础是委托人对受托人的信任，这就要求受托人必须以“受益人合法利益最大化”为受托服务的最高宗旨。因此，信托公司及信托从业人员都必须牢固树立受托人意识，并发自内心地认同受托人定位，从而形成建设良好受托人文化的内生动力。

信托公司作为受托人，应大力加强受托人意识的培养，将“守正、忠实、专业”的要求嵌入企业文化、发展战略、员工培训、制度规定、激励约束机制等环节，形成受托人文化宣传教育的常态机制，让员工从思想上认同受托人定位，从而在开展业务时将充分履行受托义务作为首要职责。

对信托从业而言，应加强对受托人定位及文化的研究学习，深刻领会并遵循受托人义务的本质，并转化为行动上的自觉，将受托人定位作为根本定位，将以“受益人合法利益最大化”作为职业生涯的根本守则。

2. 牢记两个使命

作为一种建立在信任基础上的财产管理制度，信托具有高效的资产配置能力，是促进我国社会经济发展的重要力量。在受托人文化的建设中，信托业要以社会主义核心价值观和社

① 黄洪.在2020年中国信托业年会上的讲话［OL］.http：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=947973&itemId=915&generaltype=0，2020-12-08.

会主义先进文化为指导，继续牢记服务实体经济和服务人民美好生活的使命，主动融入新时代金融体系之中。

一是支持实体经济高质量发展，实现与实体经济的良性互动、协调发展。信托公司应将服务实体经济的使命根植于受托人文化中，牢固树立与实体经济共同发展的职责使命，通过创新信托服务方式，找准不同经济发展阶段的功能定位。具体而言，信托公司作为连接投资和融资、金融和实业的桥梁，要将自身业务开展与实体经济发展紧密绑定，不断完善与实体经济结构和融资需求相适应、多层次、广覆盖、有差异的投融资体系，为实体经济提供针对性强、附加值高的金融服务。

二是满足人民群众对美好生活的向往，忠实履行受托责任。信托公司应将满足人民群众需求根植于受托人文化中，一方面要围绕人民群众对于财产保值增值、财富传承的美好愿望，在立足本源打造核心业务的同时不断探索新领域、开创新模式，不断提升人民群众的幸福感、获得感和安全感；另一方面要充分发挥信托制度的功能作用，推动信托业在维护公序良俗、推动社会进步方面发挥特有作用，促进社会公益事业及福利事业的发展，使信托业成为我国社会治理体系的重要力量。

3. 养成三个习惯

受托人文化的建设，除了要牢固树立受托人意识外，还需要加强行为引导。作为受托人的信托公司、所有信托业从业人员都是受托人文化的行为承载体及行为主体，需要按照建设受托人文化的要求，养成良好的行为习惯，进而凝结为行业的行为规范。

一是养成遵规守纪的习惯。遵规守纪最主要的就是要依法合规经营，这既是实现行业稳健发展的内在要求，也是防范金融风险的先决条件。一方面，信托公司要坚定不移地做法律制度和监管规则的拥护者和实践者，以依法合规为前提创造经营效益；另一方面，信托公司要将合规要求无缝嵌入公司的规章制度及业务流程之中，将合规意识贯穿于所有员工的行为中，使其成为自觉的行为准则，从而做到人人有责、人人守则。

二是养成埋头实干的习惯。信托公司及其从业人员，要树立“不赚快钱，赚辛苦钱”的思维，通过提供高质量服务获取相应报酬，靠创造价值来获取利润。具体而言，信托公司应充分挖掘信托制度优势和自身禀赋，推动传统融资业务转型，积极开展符合信托本源要义的业务，特别是如主动投资、家族信托、服务信托、慈善信托等“赚辛苦钱”的业务，实实在在靠提供服务和创造价值获取利润。

三是养成勤勉尽责的习惯。恪尽职守，诚实、信用、忠实地为受益人的最大利益处理信托事务、管理和处分信托财产，是信托公司安身立命之本。信托从业人员都要兢兢业业、履职尽责，对委托人和受益人诚实守信，在受托管理的各个环节忠实地履行自己的职责，不损害委托人和受益人的利益。具体而言，信托公司应配备有能力胜任受托职责的专业人员，事前履行注意义务、充分尽职调查，管理过程中加强风险管理，以合理方式而非投机方式为受

益人获取投资收益，从而真正实现信托资产独立性，将信托财产收益和风险均归属受益人，受托方尽职免责[①]。

4.提升四个能力

信托关系成立的基础是委托人对受托人的信任，这种信任不仅来自受托人的职业操守，也来自受托人的专业服务能力。信托公司需具备与受托服务内容相匹配的专业人才队伍和管理体系，在资产管理领域应具有通过风险管理创造风险价值的能力，在服务信托和慈善信托领域应具有相应的法律、税务、信息科技系统、企业经营管理等综合服务能力[②]。

一是提升全面风险管理能力。一方面，信托公司要不断完善公司治理机制和内部控制体系，强化权力制衡和监督，加强中后台部门对前台业务部门的制衡监督。另一方面，信托公司要构建与信托业务特点相匹配的全面风险管理体系，从产品设计、产品营销、尽职调查、信息披露、风险揭示、投后管理等全流程增强受托管理能力，消除受托履职瑕疵，实现“卖者尽责”基础上的“买者自负”。此外，信托公司还需要加强风险管理文化体系建设，在公司内部形成全员开展风险管理与控制的文化氛围[③]。

二是提升专业化资产管理能力。首先，信托公司要牢记服务实体经济和服务人民美好生活的使命，结合自身资源禀赋聚焦少数产业或行业精深细作，通过全流程的投研体系不断挖掘其中的投资价值；其次，信托公司要通过选拔和培养具有产业背景的专业团队，不断加强资产挖掘能力、产品设计能力、产品推介能力和过程管理能力，并利用信托制度的优势，为企业提供不同发展阶段、不同金融需求场景下的综合金融解决方案，走专业化、精细化道路。

三是提升综合化管理服务能力。财富管理业务是面向高净值客户群体的定制化综合服务，是一揽子的综合服务，也是一个机遇和挑战并存的蓝海[④]。信托公司拓展财富管理业务的关键，在于具备根据委托人需求提供一揽子、一站式综合管理服务的能力。要具备产品设计能力，能够设计满足委托人需求的组合产品投资策略；要具备资源整合能力，整合各类资产供给渠道满足委托人的资产配置需求，整合法律、税务、企业治理、跨境投资等资源和服务满足委托人的综合需求。在提供财富管理服务的基础上，信托公司可继续挖掘拓展为委托人提供财产传承、财产保管、执行监督、结算清算等服务信托业务的机会，进一步丰富综合管理服务的内涵。

四是提升信息科技支撑引领能力。随着云计算、大数据、移动互联网、物联网、人工智能等新技术在金融业的广泛运用，金融科技时代已全面到来。信托公司要深入研究应用金融科技，以科技赋能推进业务创新、提升经营管理质效，为公司转型发展提供强大支撑和引

①② 唐炜.回归受托人定位，开启信托业发展新篇章［J］.《当代金融家》，2019（09）.

③ 董丁丁.信托公司实施全面风险管理的几个关键问题与措施［J］.现代企业，2020（04）.

④ 王道远、周萍等.信托的逻辑——中国信托公司做什么［M］.中信出版社，2019.

领。具体而言，信托公司要坚持业务导向和需求导向，深化自主研发、自主设计、自主管理能力，在客户管理方面发展一站式、平台化业务，实现定制化、精准度更高的客户服务；在业务创新方面以科技为核心，使数据成为业务发展的核心驱动力；在合规风控方面，从“经验判断”走向“人机结合”；在运营管理方面，围绕效率提升，进一步走向数字化和智能化[①]。

（三）受托人文化建设的具体举措

目前，我国信托业已全面进入以“回归信托本源”为方向的转型发展期，而信托业回归本源的核心，就是信托公司要回归受托人定位，加强受托人文化建设，以受托人要求规范自身行为。受托人文化的建设的举措具体可分为外部和内部两个层面。其中，外部层面主要包括制度体系和监管体系两类举措，需要法律及监管予以政策支持，内部层面主要指信托公司体系的举措，需要发挥信托公司的能动性，紧紧围绕受托人文化“守正、忠实、专业”三个基本特征，从公司治理、人员管理、专业能力、合规建设以及文化宣传等多途径培育受托人文化。

1.推进信托法律体系建设，为受托人定位提供充分的法律依据和法律约束

我国《信托法》颁布于2001年，距今已经20年整。我国《信托法》是为规范信托关系而制定的基本民事法律，对于信托关系的设立、变更、终止、信托当事人之间的法律关系、信托财产的独立性、受托人义务的基本内涵等都做了规定[②]，但并未对信托公司的金融信托活动做出任何直接规定。由于我国在信托公司业务活动之外的普通民事领域并没有应用信托制度的传统，《信托法》主要还是在信托公司的经营活动中被应用。

随着我国经济的快速发展和家庭财富的积累，信托制度在民事领域的重要意义日益凸显，家族信托、慈善信托等都有不同程度的发展。同时，我国资管行业的蓬勃发展也使得资管业务是否适用《信托法》持续引发社会热议，修改和完善《信托法》的呼声也不绝于耳。但是，由于社会大众对信托制度仍缺乏基本的了解和认识，民法学界对信托制度的认知度和关注度也非常有限，《信托法》修法似乎陷入了一个尴尬的境地。

此外，我国尚未出台明确信托业定位和经营规则的《信托业法》，相关的配套制度也没有建立起来。如中国信登虽然已开展了信托产品登记业务，但并未涉及信托财产登记，无法体现受托人对该信托财产的名义所有权，也无法体现该财产成为信托财产，无法保证其财产独立性，不能对抗第三人。

有效运作的信托法律机制，不仅需要信托在法律上得到确认，而且还要包括一系列的信

① 外贸信托等.金融科技时代背景下的信托业转型与发展，2020年度信托业协会重点课题。

② 柏钦涛.“信托修法”思考：《信托法》的立法定位［OL］.https：//mp.weixin.qq.com/s/bLnR74uZyi6wW5nQug1gGA，2021-06-23.

托法律原则、规则和立法机制，还应涉及相关法律制度的配套调整、社会公众和相关部门对信托制度的正确理解，以及司法部门在裁判中的合理运用[①]。因此，监管机构和信托业界还需要继续加大信托普及力度，持续推进《信托法》修改完善及配套制度完善，并加强与司法部门的沟通协作，推进《信托法》的司法实践。

通过信托法律制度及其配置制度的不断完善，推动确立信托财产独立、破产隔离等信托本源功能，并明确作为受托人的信托公司的定位、业务范围、行为规范、经营规则等，可为受托人定位提供充分的法律依据和法律约束，为受托人文化建设提供良好的法律环境。

2. 完善信托监管体系，促进和支持信托公司进一步回归受托人定位

忠诚守信是受托人的立基之本，信托公司作为受托人，主观上要诚信、尽责，客观上要审慎、勤勉，不辜负委托人的信任。欲使受托人忠实履行其责任、义务，仅靠受托人的自觉是不够的，还需要加强对受托人行为的监管，从制度上约束受托人的行为，构建督促受托人尽职履职的制度环境。

首先，构建符合信托公司“受托人定位”特征的监管框架，兼顾受托人行为监管和机构审慎监管，兼顾微观审慎监管和宏观审慎监管，维护信托受益人合法权益，促进信托公司稳健运营，防止滥用信托灵活性给金融系统稳定性带来不利影响。比如监管机构可以出台相关规定，约束信托公司的行为，促使其“诚实守信”。同时，可以加强对受托人业务的检查和监督，缩减受托人“违规”的空间。

其次，加快信托监管制度体系建设，为加强信托公司行为监管和审慎监管提供制度保障，强化信托公司的受托行为管控。自2018年资管新规正式发布以来，人民银行、银保监会、证监会等陆续出台十余份配套细则和监管制度文件，涉及银行理财、信托、保险资管、券商资管等各个领域，但涉及信托的资金信托管理办法、服务信托管理办法、信托公司资本管理办法等制度尚未出台。此外，在目前信托行业转型升级的过程中，信托公司面临的主要风险将是受托行为的操作风险，也需要监管制度引导信托公司提高操作风险应对能力。

最后，进一步完善“一体三翼”的信托监管体系，加强信托行业自律机制、信托登记平台市场约束机制和行业流动性保障机制对信托公司回归受托人定位的促进和支持。信托业协会作为自律组织，通过建立受托人文化建设自律公约，营造推动行业文化建设的氛围。同时，以高于监管机构的标准、细于监管机构的操作，有效推动受托人文化建设。中国信登充分发挥信托产品及信托受益权登记与信息统计、信托产品发行与交易平台、信托业监管信息服务平台的作用，助力监管监测并推动行业转型，促进信托业回归本源。保障基金将服务行业的定位和服务监管的责任统一起来，通过构建多层次预防、化解和处置行业风险的体系，发挥行业“稳定器”和“消防局”的作用，维护行业稳健发展。

---

① 柏钦涛.“信托”的六重含义［OL］.https：//mp.weixin.qq.com/s/VAFEYQzCpDbNM6MoWrN83g，2021-07-21.

3. 以信托公司为主体，多途径培育受托人文化，真正成为地位崇高的受托人

（1）完善信托公司的公司治理体系，夯实受托人定位根基。对信托公司来说，作为金融机构，其公司治理比一般的企业利益相关方更多，要考虑的因素更多，要求也更高。在进行公司治理时，信托公司要跳出主要基于股东利益的窠臼，基于“受托人定位”来开展相关工作①。

为夯实受托人定位根基，信托公司治理体系需要从法人治理、内控机制建设以及激励约束机制建设三方面进行完善。首先，在法人治理方面，要进一步加强股权管理，规范股东行为，强化独立董事监管，体现受益人利益最大化的基本原则。股东（大）会、董事会、监事会、高级管理层等组织架构的建立和运作，应当以受益人利益为根本出发点。公司、股东以及公司员工的利益与受益人利益发生冲突时，应当优先保障受益人的利益。其次，在内控机制建设方面，要严格按照职责分离的原则，完善内部约束机制，在前、中、后台部门之间形成有效的相互支持、相互监督机制。要建立以受托行为操作风险防控为重点的内控体系和风险防控机制，完善相关规章制度和信息系统建设。最后，在激励约束机制方面，要结合公司自身的特点形成一套公平科学的规章制度，激励维护公司诚信、增强专业能力的行为，纠正过分追求短期回报、忽视受益人合法权益的不当行为。

（2）加强从业人员的日常教育和管理，形成浓厚的受托人文化建设氛围。我国信托业过去几十年的发展过程中，部分信托公司及其从业人员受托人意识不强、专业能力不足，造成了一些受益人利益受损的情况。为塑造良好的行业形象，推动行业的长期稳健发展，要以“受托人定位”为核心，加强对从业人员的日常教育和管理，使得全体信托从业人员都发自内心地认同受托人定位，并以此约束自己的行为。

目前多家信托公司在从业人员日常教育和管理方面已经开展了丰富多样的活动，如中铁信托2017年开始构建企业文化系统，编印了员工手册和负面清单手册1.0版本，并于2020年推出2.0版本。除此之外，中铁信托还开展了信托文化知识考试，组织公司员工积极参与，考试范围涵盖了信托专业知识、政策法规文件以及信托从业人员自律规则等多方面内容。为了进一步形成更加浓厚的受托人文化建设氛围，信托公司一是要推动公司全体信托从业人员系统、全面地了解受托人文化的内涵特征和受托人文化建设的主要内容，积极发动广大员工投身受托人文化建设，促使受托人文化入心入脑，营造浓厚的文化建设氛围；二是加强对董事会、监事会成员和高级管理人员这些“关键少数”的受托人文化教育，确保有关人员熟悉受托人文化本质要求，不断巩固以身作则确定受托人定位的“高层基调”；三是将受托人文化建设与企业创新转型发展、日常经营管理工作、企业文化及品牌建设、员工教育培训等工作紧密、有机结合起来，推进受托人文化建设与公司实际紧密衔接、深度融合，同时创新工作方式方法，充分调动各类资源、借助各种载体，推动受托人文化建设迈向更高层次。

① 马永红.从“受托人”定位看信托机构公司治理［J］.当代金融家，2019（2–3）.

（3）增强专业服务能力，做高品质的受托人。随着外部经济环境和监管环境的变化，信托业持续推进转型发展、回归本源。一方面，发展具有直接融资特点的资金信托，更好地服务于实体经济的高质量发展，为投资者提供更为优质的财富管理服务；另一方面，充分发挥信托财产独立性、结构灵活性等特点，挖掘更多信托服务功能，服务人民美好生活，服务公益慈善事业发展。对信托公司而言，需要认真研究公司转型方向，结合自身资源禀赋和竞争优势确立差异化发展战略，并通过良好的受托管理能力和职业操守赢得委托人的信任和尊重。

除前文提到的“提升四个能力”外，信托公司还需根据具体业务的开展情况，打造专业化团队、增强专业化能力。如作为信托本源业务的家族信托业务，近年来发展迅速，逐步成为信托公司重要的转型方向，也对受托人的能力建设提出了更高的要求。一是由于家族信托目的的多样性和委托财产的多样性，如婚姻风险防范、企业经营风险隔离、家庭成员关爱、避免遗嘱继承纠纷以及防范金融资产代持风险等，对受托人的产品架构设计能力提出了更高的要求，要综合运用多种金融工具、配置方案和管理手段，通过丰富的产品架构设计实现不同的信托目的；二是对受托人的受托运行管理能力提出了更高的要求，要能够保证持续专业的受托管理以及长期稳定的专业服务；三是对受托人的资产组合配置能力提出了更高的要求，能够提供更加丰富的产品组合以及更加专业的资产配置服务；四是对受托人的多元化服务能力提出了更高的要求，基于委托人在家族信托中的增值服务及个性化需求，要求受托人的服务更加多元化、专业化。

（4）加强合规文化建设，通过合规守法经营创造利润。依法合规经营是信托公司的底线和生命线，既是实现行业稳健发展的内在要求，也是防范金融风险的先决条件。信托合规文化的应有之义就是坚持人人有责、人人守则，坚定不移地做法律制度和监管规则的拥护者和实践者，以依法合规为前提创造经营效益，确保公司稳健运行①。

近年来，在监管机构和信托公司的共同努力下，信托行业的合规文化建设已取得了一定的成效，确保了信托行业的安全稳健运行，但目前行业内仍存在合规意识不强、合规机制不健全等问题。鉴于此，信托公司一是要积极开展宣传教育工作，对先进的合规理念和文化不断地加以宣传、教育和引导，并构建以合规管理制度为核心的合规文化，将合规要求无缝嵌入公司的规章制度及业务流程之中；二是强化执行力度，确保各项工作有序开展，真正做到执行高效、反馈顺畅、尽职履职，将合规文化建设活动变成全体员工的自觉行为；三是全面开展监督检查，结合日常监测情况和内外部检查发现的风险及问题，客观评价公司和各个部门的合规管理水平，并通过薪酬分配机制的引导作用，促使全体员工在工作过程中守住合法、合规的经营底线。

（5）加强受托人文化的宣传和普及，加深公众对受托人文化的理解和认识。目前，社会公众对信托的认识还停留在高门槛、卖理财产品的层面，刚性兑付意识浓厚，对于信托制度的特点、信托公司的发展状况知之甚少，对于“卖者尽责、买者自负”的精神仍缺乏体会，

① 陈赤、管百海等.信托文化建设概论［M］.中国金融出版社，2021.

这就导致了信托制度难以在民事领域及社会治理方面发挥更大的作用。

信托公司应大力宣传“以诚信和专业为本，为信托受益人合法利益最大化服务”为核心的受托人文化，提高社会公众对信托制度的认知度和关注度。在此方面，多家信托公司的举措值得借鉴，如中铁信托与四川大学等各大院校机构合作共建金融知识普及基地，先后开展了一系列教育活动，深入校园、社区等场所开展金融知识普及。同时，打造了“一微一刊一网一软”综合宣传平台，向社会公众普及受托人文化知识；长安信托以“信托文化普及年”为契机，受托成立了“长安慈—繁星点点”慈善信托，主要用于弘扬慈善文化、进行慈善信托的研究创新与传播，推动良好的受托人文化建设；中航信托推出了“谈古论今说信托”系列漫画故事，让“诸葛亮”等能体现受托人文化的历史人物化身漫画主角，向社会公众传播信托知识，弘扬受托人文化。

为了进一步加深公众对受托人文化的理解和认识，信托公司一是要加强受托人文化的研究和实践，通过慈善信托等方式推动受托人文化建设的落实落地，树立为信托受益人利益服务的诚信形象；二是要加强与外部新闻媒体的交流合作，通过扩展媒体“朋友圈”，进一步弘扬受托人文化；三是要面向公众加强金融知识普及力度，积极加强投资者、社会公众知识普及及教育，向投资者和社会公众宣讲受托人文化；四是要重点加强合格投资者教育，以普及信托知识为重点，帮助信托投资者树立“投资有风险”“高收益高风险”的投资理念，为实现“卖者尽责、买者自负”奠定基础。

参考文献

[1] 柏钦涛 .“信托修法”思考：〈信托法〉的立法定位 [OL].https：//mp.weixin.qq.com/s/bLnR74uZyi6wW5nQug1gGA，2021-06-23.

[2] 柏钦涛 .“信托”的六重含义 [OL].https：//mp.weixin.qq.com/s/VAFEYQzCpDbNM6MoWrN83g，2021-07-21.

[3] 陈赤、管百海等 . 信托文化建设概论 [M]. 中国金融出版社，2021.

[4] 陈赤，钱思澈 . 信托文化建设呼唤信义精神 [J]. 中国金融，2020（19）.

[5] 陈赤 . 信托“刚性兑付”的化解之道 [M]. 金融博览，2014（04）.

[6] 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（908）.

[7] 董丁丁 . 信托公司实施全面风险管理的几个关键问题与措施 [J]. 现代企业，2020（04）.

[8] 黄洪 .2020 年中国信托业年会上的讲话 [OL].http：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=947973&itemId=915&generaltype=0，2020-12-08.

[9] 李群星 . 信托法律问题比较研究 [D]. 武汉大学，2000.

[10] 马永红 . 从“受托人”定位看信托机构公司治理［J］. 当代金融家，2019（2–3）.
[11] 马腾跃 . 深植信托文化 实现价值引领［OL］.https：//baijiahao.baidu.com/s?id=1676319226759896438&wfr=spider&for=pc，2021–07–20.
[12] 聂无逸 . 大券商要做大资管［OL］.https：//opinion.caixin.com/2021–04–26/101699064.html，2021–04–26.
[13] 浦奕诠 . 解构信托文化的深层逻辑（二）［N］. 中国银行保险报，2020–10–20.
[14] 施明强 . 蚂蚁上市波折解释中国金融发展的矛盾和趋势［OL］.https：//shimingqiang.blog.caixin.com/archives/237022，2020–11–05.
[15] 唐炜 . 回归受托人定位，开启信托业发展新篇章［J］. 当代金融家，2019（09）.
[16] 王道远，周萍等 . 信托的逻辑——中国信托公司做什么［M］. 中信出版社，2019.
[17] 邢成，陈镜宇 . 强化穿透监管，弘扬信托文化——中国信托业特征分析及趋势展望［J］. 金融博览（财富），2020（01）.
[18] 肖刚 . 建议完善信托制度、推行家族信托［OL］.https：//topics.caixin.com/2021–03–04/101670691.html，2021–03–04.
[19] 袁田，禄琼 . 信托文化建设新思路构建文化场域［J］. 金融博览，2019（18）.
[20] 袁田 . 构建信任机制为本的信托文化共同体［J］. 当代金融家，2020（03）.
[21] 翁先定 . 中国信托业发展历程的思考与展望［OL］.http：//www.xtxh.net/attachments/download/fb2ed819df583d4f886df5c768e36c50.pdf，2021–08–01.
[22] 吴晓玲，邓寰乐等 . 资管大时代——中国资管市场未来改革与发展趋势［M］. 中信出版社，2020.
[23] 周兰珍 . 文化场域与生态伦理建设［J］. 南京政治学院学报，2007（23）.
[24] 赵廉慧 . 判例研究作为法学教学模式的意义和费时间方法——以东京大学民事判解研究研究会为参照［J］. 中国法学教育研究，2010（01）.

中国信托业服务实体经济专题研究报告

课题牵头单位：北方国际信托股份有限公司

课题指导专家：姚江涛

课题负责人：王栋琳

课题组成员：

王栋琳　黎虹宏　尹　璐　付　饶　谭秋燕　杜　强　张英伦　北方国际信托股份有限公司

李宪铎　高　伟　黄昌利　王　倩　中央财经大学

周　萍　李佳倩　黄　冠　啜春俏　中信信托有限责任公司

殷琪洋　李　欣　吴　朔　天津信托有限责任公司

曹　斌　昆仑信托有限责任公司

摘要

金融是实体经济的血脉，其天职和宗旨是为实体经济服务。信托业在经历了十余年的快速发展之后，正面临转型发展的压力和挑战。信托业应当按照新发展格局的要求，积极落实“十四五”规划，在服务实体经济、推动经济结构升级、服务国家重大战略、支持新兴产业发展等方面作出更大的贡献。

本课题首先分析了信托业服务实体经济的背景，明确了信托服务实体经济的新目标，即服务实体经济的高质量发展。信托业应努力成为实业强国的开拓者、资本形成的贡献者、科技创新的引领者、国家战略的实践者、绿色发展的推动者和共同富裕的倡导者。本课题提出了“3+4+2”服务目标，即聚焦服务三类产业需求：先进制造业、战略性新兴产业、现代服务业；致力于助力四大体系：推进现代化基础设施、新型城镇化、乡村振兴、绿色发展体系建设；精准服务两类实体：国有企业、“专精特新”民营和中小企业。

其次，本课题总结了2020—2021年信托业服务实体经济的新成效，信托为实体经济各个领域提供了多种形式的金融服务，总量提升，成本降低，结构优化，并为实体经济的风险化解作出了贡献。

再次，本课题提出未来信托可以重点在七个领域发掘服务实体经济的新动能，分别为新城建、新制造、新基建、新生态、新混改、新农村、新消费，并分别阐述了各自主要业务模式以及海外经验。

最后，本课题在借鉴国外发展经验和我国发展规律的基础上，对信托业服务实体经济的发展方向进行了展望，建议完善法律法规和信托文化建设，围绕服务实体经济建立评价评级体系，进行差别化监管，推动信托业踏上服务实体经济高质量发展的新征程。

本课题还以分报告形式对服务实体经济的重要方向——新型城市建设进行了重点研究，课题组认为新型城市建设将为信托服务实体经济带来巨大机遇，可聚焦宜居城市、创新城市、绿色城市。

一、信托业服务实体经济新目标：服务经济高质量发展

（一）新发展格局下经济迈入新阶段，赋予信托服务实体经济新内涵

习近平总书记多次强调："金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措。"当今世界正处于百年未有之大变局，政治、经济、科技、军事、文化均在发生深刻的变化。2020年突如其来的新冠疫情加剧了大变局的演变，同时疫情也更加凸显维护我国在全球产业链地位、推动产业链从中低端走向高端的迫切性。面对纷繁复杂的世界局势，习近平总书记提出要"加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局"。新发展格局将成为未来金融改革发展的着眼点，这也对信托业的转型提出了新的要求，即：信托业要服务实体经济的高质量发展，核心任务是解决实体经济发展中的不平衡、不充分，打破资源流动中的阻隔和资源配置中的障碍，提高生产效率，降低资金成本，服务于创新、协调、绿色、开放、共享的新经济。

1.对内高质量发展："十四五"规划推动高质量发展，信托业服务现代产业体系构建

2020年10月，党的十九届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程。2021年3月，《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称"十四五"规划或《规划纲要》）发布，明确提出了"十四五"时期经济社会发展的主要目标，全面勾勒了2035年中国发展的宏伟蓝图。《规划纲要》明确提出要"坚持把发展经济着力点放在实体经济上""构建实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的现代产业体系"。《规划纲要》还提出要"增强金融服务实体经济能力""健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，构建金融有效支持实体经济的体制机制"。

作为金融业的重要组成部分，信托业应积极落实"十四五"规划，将自身的战略转型升级，与推动现代产业体系构建紧密结合，重塑战略规划，创新管理方式、业务模式、产品体系和服务手段，进一步加强对实体经济的支持力度，在服务国家经济社会发展的基础上推动实体经济与行业自身的高质量发展，为国家经济社会发展大局贡献信托力量和智慧。

2. 对外互联互通：信托业应积极助力国家对外开放战略

经济高质量发展要求全面提高对外开放水平。信托服务对外开放主要有两种方式：一种是支持有海外业务的企业，通过支持企业“走出去”服务于国家对外开放战略；另一种是信托直接进行海外投资。在“双循环”的背景下，信托应积极服务高质量的开放，积极助力国家对外开放战略，助力提升中国产业链供应链现代化水平，提升中国企业参与国际经济合作和竞争的能力，但同时也要认识到海外业务的复杂性，做好充分的风险防范和化解准备。

3. 金融服务实体经济的新特征

加快构建新发展格局对金融高质量发展提出更高要求，近些年，我国金融领域积极进行供给侧改革，已经形成了服务实体经济的新特征。

一是实体经济结构、方向快速调整，金融服务实体经济的方向发生转变。从近年产业结构来看，2020年第三产业增加值占国内生产总值比重达54.5%，比2015年提高4%，第三产业成为经济增长“新引擎”，数字经济、平台经济蓬勃兴起；从工业增加值结构来看，2020年规模以上高技术制造业增加值增速比全部规模以上工业快4.3%；从投资结构上看，高技术产业投资增速比全部投资快7.9%。金融服务实体经济的方向正在快速切换，信托业要主动适应新的形势做出调整。

二是多层次的资本市场格局日渐形成。在我国经济步入高质量发展的阶段，经济增长新动能转向以科技和创新为导向，这些产业总体具有资产轻、风险高、技术和人才密集等特点，迫切需要获得与自身共同成长、共担风险的直接融资。资本市场是直接融资的主要场所，是推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽，继科创板蓬勃发展，2021年北交所也开始发展壮大，信托将通过参与多层次资本市场成长为越来越强大的金融服务商。

三是中小微企业融资难、融资贵问题亟待改善。中小微企业数量众多，在稳增长、增就业、促创新等方面发挥着重要作用，但融资难、融资贵成为其发展瓶颈。随着支持中小微企业的政策不断出台、征信体系的不断完善、金融科技的不断应用，中小微企业融资问题将会不断改善。未来信托业也应更加主动发挥作用。

四是防风险重要性进一步凸显。国际环境和国内条件复杂多变，部分领域隐藏的经济金融风险逐渐显现。一方面信托行业正在进行转型，转型过程中必然伴随着行业的出清，局部风险多发，内部防范风险压力加大。另一方面，新旧动能转换中，部分行业和领域风险频发，信托风险资产比重上升。信托在为经济发展新动能助力的同时，风险防范的重要性凸显。

（二）行业转型发展对信托服务实体经济提出新要求

首先，信托业应在监管引领下规范发展，立足信托本源，不断提升主动管理能力。资管新规出台后，信托行业的监管细则逐步明确，2020年2月中国银保监会发布《信托公司股权

管理暂行办法》，2020年5月中国银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“资金信托新规”）公开征求意见。在监管的引导下，信托公司将会立足于“受人之托、忠人之事、代人理财”的信托本源，积极探索投资类业务，不断压缩融资类业务，规范发展房地产业务，清理影子银行业务，不断提高主动管理能力，为更好地服务实体经济提供基础保障。

其次，信托业应积极探索新业务模式，完善业务链条，不断引导金融资源向实体经济流动。作为资金融通的中介机构，在资金端，信托公司应积极发挥在家族信托、养老信托、综合服务等领域的制度优势，探索新的财富管理模式和服务信托模式，开拓长期稳定的资金来源；在资产端，信托公司应将在非标资产上的传统优势，与在标准化资产上的后发优势相结合，在投研能力、资产配置、信息披露上重点发力，探索适合信托禀赋的资产配置方向。为实现上述“两端”良性循环，需要强化“两个配套”，即大力强化科技赋能，同时全面提升风险管理能力。

最后，信托业应增强与其他金融机构协同，发挥信托制度优势，共同为实体经济提供综合金融服务。实体经济金融服务需求日趋复杂多样，在四大金融支柱中，信托灵活、综合、多元、审慎的优势尚有待充分发挥。信托将从通道角色向全生命周期、全产业链、综合金融服务商转变。未来银信合作在私行、账户管理、清结算、预付款等领域大有可为，信保合作在家族、养老、慈善以及信用保险等领域有待探索，信证合作在资本市场业务、资产证券化、财富管理等领域有待加强。此外，信托还可与私募基金、融资租赁、AMC等机构优势互补开展合作。

（三）信托业服务实体经济新定位

1.坚持三个基本定位

展望未来，在新发展格局下，在《规划纲要》的指导下，信托业应努力成为实业强国的开拓者、资本形成的贡献者、科技创新的引领者、国家战略的实践者、绿色发展的推动者和共同富裕的倡导者。未来信托业将立足三个基本定位服务实体经济：

一是坚持服务实体定位，避免脱实向虚。信托业长期承担着探索实体经济市场化融资方式、弥补银行信贷不足的金融功能。面对新环境、新目标、新格局，信托业应以服务实体经济为宗旨，更多服务战略性新兴产业，服务科技创新，服务民生领域，不断满足经济发展需要，与实体经济形成良性循环。

二是坚持专业受托人定位，提高自身专业能力，摒弃“赚快钱”思维。信托基于“受托人”的权利及义务，可实现独立、长期、稳定、跨越经济周期和生命周期的机制安排。信托业需要不断提高专业能力，提高投资类业务占比，大力发展本源业务，审慎尽职，提升受托人价值。摒弃“赚快钱”的惯性思维，向“挣专业化的钱”转变。

三是坚持回归信托本源定位，利用制度工具提供综合服务，摆脱影子银行模式。资管新规的出台，全面推动金融回归本源。信托业应以回归本源业务为核心，充分利用信托制度具

有的隔离、普适、灵活、有限、承继等功能特性，为实体经济发展提供更高效、附加值更高的金融服务，并逐步清理银信通道类等具有影子银行特征的业务。

2. 坚持守住风险底线，更有效管控风险

信托公司业务十分灵活，同时其所面临的风险也更加复杂多变。一方面，信托公司在向实体企业或项目提供服务时，必须做好自身的风险管理，事前调查防范风险，事中监测控制阻止风险事件的发生，事后采取措施处置化解风险。为了更好地服务实体经济，信托行业应持续探索构建与业务发展相匹配的风控合规体系，运用金融科技创新风控方式和手段，持续提升风险管控能力。另一方面，信托公司应发挥信托制度和金融工具多样性优势，更有效地化解实体经济的风险，为实体经济“排雷”“减负”，盘活存量资产，处置不良资产，化解房地产泡沫、地方隐性债务等实体经济风险，助力国企改革和混合所有制改革。行稳才能致远，未来信托行业应始终坚守风险合规底线，为行业的平稳转型和实体经济健康运行提供坚实基础。

3. 明确服务实体经济目标

信托业应适应市场变化，紧密围绕“十四五”规划，做好“3+4+2”服务，即聚焦服务三类产业需求：服务好先进制造业、战略性新兴产业、现代服务业；致力于助力四大体系：推进现代化基础设施、新型城镇化、乡村振兴、绿色发展等体系建设；精准服务两类实体：国有企业、“专精特新”民营和中小企业；创新资本市场工具等直接融资方式助力企业降低融资成本，拓宽融资渠道；通过股权、债券、创投、产业基金、股债结合、投贷联动、资产证券化等方式，实现资金高效配置，有力支持新兴产业领域创新发展；通过发展家族信托、养老信托、慈善信托等业务，吸引社会长期资金投入实体经济建设，满足实业长期资金需求。

二、信托业服务实体经济新成效：服务新经济的重要力量

中国经济从高速增长转向高质量发展阶段，不仅面临着全球经济增长低迷、贸易摩擦加剧的外部挑战，同时也存在着周期性、结构性等交织叠加的内部矛盾，产业结构、需求结构和要素结构都在经历历史性的变革，优化经济结构和新旧动能转换进入了关键时期。对此，信托业坚持围绕实体经济投融资和事务管理服务需求，从总量提升、结构优化、成本下降、风险防控多个维度发挥功能。2020—2021年，国内外形势严峻复杂，信托业坚决贯彻党中央、国务院的决策部署，迎难而上，主动作为，担当经济发展加速器、产业升级孵化器、风险化

解稳定器，在服务实体经济高质量发展上取得了新成效。

（一）总量提升：经济发展加速器

信托业促进经济发展，扩大直接融资，优化资源配置，为“六稳”“六保”作出了重要贡献。在业务转型驱动下，信托资产规模从2017年底高点逐季下降后，2021年二季度末已止跌回升，转型初显成效。同时，信托资产内部结构也已发生良性的变化，业务转型取得较好的成效，发挥资金融通、资产配置、综合服务三大功能，助力双循环格局。中国信托业协会数据显示，2020年末我国信托业直接投入实体经济领域的资产规模为12.06万亿元，占资金信托总规模的73.96%。

1.资金融通功能进一步优化

（1）信托业务结构。资管新规颁布以来，信托业逐步减少以通道类业务为主的单一信托和事务管理类信托，压缩融资类信托，朝着提升主动管理能力的方向不断取得新的成效。单一资金信托规模及占比连续下降，集合资金信托占比持续提高。截至2021年二季度末，信托资产规模为20.64万亿元，同比下降3.02%，环比增长1.28%。单一资金信托规模为5.60万亿元，占比为27.15%，同比降低7.48个百分点；集合信托规模为10.37万亿元，占比为50.23%，同比上升1.88个百分点。

事务管理类信托规模和占比持续下降。截至2021年二季度末，事务管理类信托规模为8.87万亿元，较2017年第四季度15.65万亿元的历史峰值下降43.31%；占比降低至42.98%。融资类信托4.13万亿元，占比20.02%，同比下降10.27个百分点。投资类信托7.64万亿元，占比37.00%，同比上升12.31个百分点（见图1、图2）。

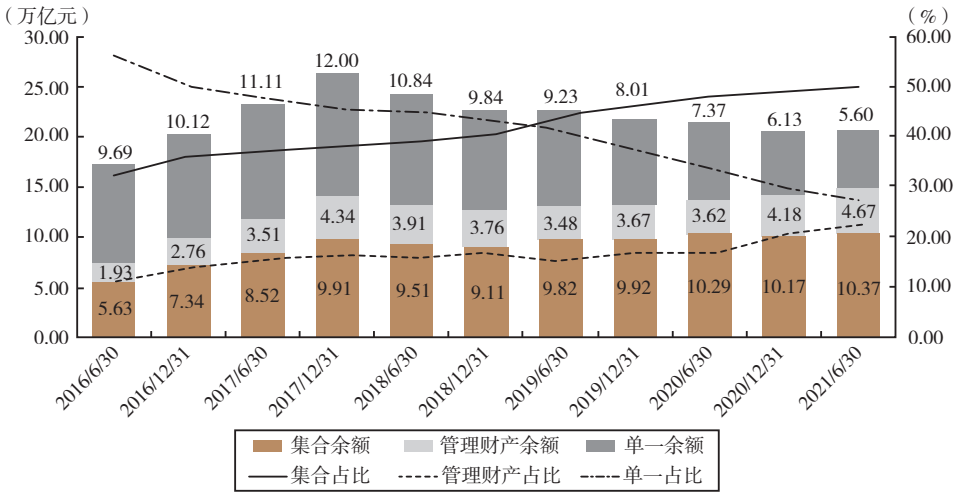


图1　信托资产按资金来源分类的规模及其占比

资料来源：根据中国信托业协会公布数据整理。

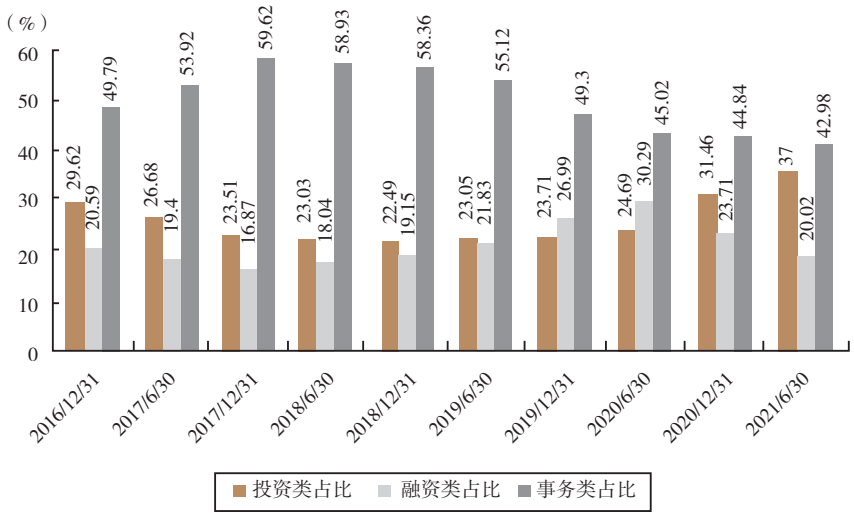


图2　信托资产按功能分类的占比

资料来源：根据中国信托业协会公布数据整理。

（2）信托资金投向。资金信托的投向结构持续改善，服务实体经济的功能得到了强化。信托业为城市群发展、基础设施建设、城市更新、制造业升级、中小微企业发展、绿色产业发展等实体经济的多个领域提供了多种形式的融资服务。

从资金信托投向的五大领域占比来看，截至2021年二季度末，资金信托投向工商企业的余额为4.79万亿元，同比下降13.90%；占比为30.00%，较2016同期提升6.36个百分点。投入工商企业的占比多年来居首位，是信托支持实体经济的直接体现。在“房住不炒”的政策定位下，投向房地产的资金信托规模持续下降，截至2021年二季度末，余额为2.08万亿元，同比下降16.94%；占比降至13.01%，较2019年同期下降2.37个百分点。信托资金进入证券市场，充实了实体经济直接融资渠道，促进了资本市场流动性以及资产配置功能。截至2021年二季度末，投向证券市场的余额为2.80万亿元，同比增长35.39%；占比为17.52%，同比上升5.80个百分点。

资管新规以来，信托行业去通道效果显著。投向金融机构的资金信托规模较2017年末的高点4.11万亿元已压缩过半，表明资金空转现象明显减少，在推动脱虚向实的同时，有助于减少资金链条过长隐匿的风险。截至2021年二季度末，投向金融机构的余额为1.91万亿元，同比下降15.67%；占比11.97%，较2017年同期高点下降7.74个百分点（见图3）。

2. 资产配置功能进一步改善

作为信托主动管理转型的方向，2018年以来新发集合产品中，投资类信托规模和占比持续增长，投资类信托规模增长的背后是居民财富配置转移以及大资管时代下金融机构的资产配置功能需求的增强。集合产品收益率连年下降，为实体经济融资“减负”；服务实体经济集合产品期限拉长，更加趋向于长期价值投资。

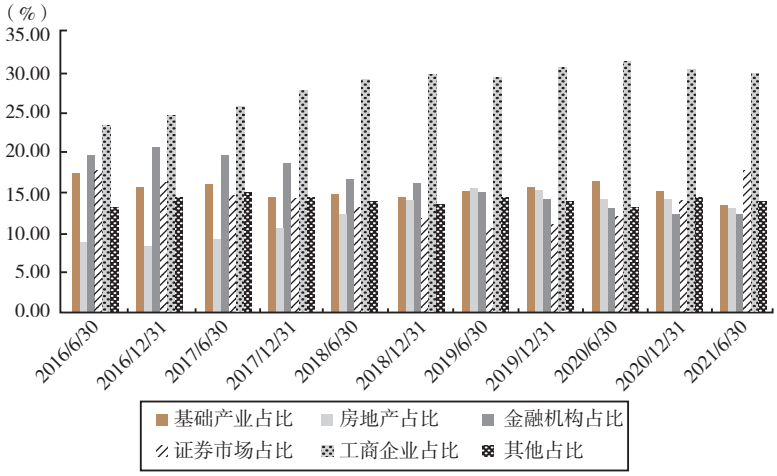


图3　资金信托余额按投向分类占比

资料来源：根据中国信托业协会公布数据整理。

新发集合信托的情况可以体现信托在引导资金流向实业、降低企业融资成本、形成长期投资理念等方面的贡献（见图4）。根据用益数据，2021年上半年，新发集合产品中投资于房地产领域的占比29.61%，较2019年同期降低10.69个百分点；而投向工商企业、基础产品、金融等领域的占比为65.95%，较2017年同期提升13.91个百分点。

实体经济融资成本不断下降，2021年上半年新发集合信托产品收益率（加权平均收益率）为6.74%，较2019年同期高点下降1.40个百分点。其中，投向工商企业的产品收益率为7.34%，自2019年同期高点下降0.85个百分点。

信托服务实体经济产品期限（加权平均期限）逐年上升，2021年上半年新发集合信托产品期限为2.70年，比2017年底的1.69年显著拉长。投向工商企业的产品期限从2020年同期的1.38年上升到1.69年。投向金融的产品期限从2017年同期的1.51年上升至4.15年。信托资金增加金融市场的配置，进一步推进了长期投资的理念，也为企业发展提供更加稳定的融资方式。

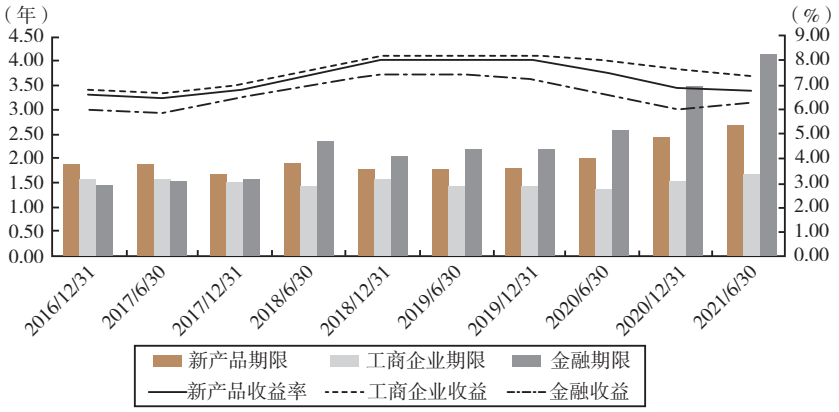


图4　2016—2020年新发集合信托产品加权平均期限及收益率

资料来源：根据用益数据整理。

3. 综合服务功能进一步强化

除了传统业务之外，信托公司充分发挥制度优势，不断丰富完善金融产品，通过资产证券化、供应链金融等产品创新更好地实现信托的综合服务功能，进一步发挥信托服务中小企业融资的作用。

（1）资产证券化业务超高速增长。资产证券化业务，能够在盘活存量资产、快速回笼资金、降低资金成本、压降经营杠杆等方面为实体企业提供有效帮助。根据Wind数据，截至2021年二季度末，共17家信托公司参与信贷资产证券化，发行90笔，规模4 121.50亿元，同比增长100.04%；共36家信托公司参与交易商协会ABN业务，发行236笔，规模2 575.14亿元，同比增长54.49%；共13家信托公司作为原始权益人参与企业ABS，参与104笔，规模1 026.65亿元，同比增长79.78%[①]。

（2）供应链金融得到突破发展。基于产业融合的供应链金融，是信托服务实体经济、支持中小企业发展的重要金融服务手段。通过开展供应链金融业务有利于信托公司发挥制度、经营及组织等多方面的优势，降低信息的不对称性，实现信用风险的转移，从而为中小微企业提供更低成本的资金来源，助力其发展。

自2019年以来，供应链信托业务的创新突出表现为与金融科技的融合发展，部分信托公司已开始采用区块链智能合约等领先手段开展供应链金融服务，取得了突破性进展。例如，在2020年6月底，云南信托依托蚂蚁区块链技术，为医药流通上市公司瑞康医药提供供应链信托服务，为其上游的药品供应商提供融资服务，为信托业加速“区块链+供应链金融+产业”的积极融合提供了有益的探索。

（3）消费信托持续发展。新兴的消费金融融合了金融科技，较传统的消费金融，在信息透明、效率及风控上均得到大幅提升。信托公司参与消费金融可以利用其强大的募资能力、雄厚的主体实力，通过“助贷”模式、“流贷”模式和ABS模式推动消费金融的发展，通过提升消费端来助力经济“双循环”，促进合理消费和消费升级。从业务开展情况来看，外贸信托、华能信托等在消费金融领域业务已具规模、模式成熟，已经成长为重要收入来源。

（4）慈善信托助力共同富裕目标。自2016年《慈善法》颁布实施以来，慈善信托在扶贫、抗疫、教育、文化保护等方面发挥了良好作用。2020年我国新增慈善信托257单，财产规模约3.9亿元，累计备案慈善信托537单，财产规模约33.19亿元。2020年，多家信托公司受托设立了以抗击新冠肺炎疫情为目的的慈善信托，共92单，财产规模约1.48亿元。这其中，由中国信托业协会倡议设立的“中国信托业抗击新型肺炎慈善信托”，共61家信托公司出资委托[②]。

“十四五”规划中提出“发挥第三次分配作用，发展慈善事业，改善收入和财富分配格局”。2021年8月17日召开的中央财经委员会第十次会议中提出推进共同富裕的路径和举措。

① 《二〇二一上半年信托公司参与资产证券化业务简析》，中融信托.舒占伟。

② 《2020年中国慈善信托发展报告》，中国慈善联合会慈善信托委员会。

这些政策导向都将有利于未来慈善信托在“共同富裕”的体系下更好地发挥信托服务功能。

（5）家族信托取得新进展。伴随居民财富与日俱增，财富管理意识不断增强，单一投资方式已经难以满足高净值客户差异化、个性化的综合财富管理服务需求，家族信托成为信托业在居民财富管理时代背景之下的另一特色路径。信托公司围绕客户的财富管理需求，充分发挥信托制度优势，可为客户提供包含财富规划与传承、资产配置、家族事务管理等综合服务。

招商银行《2020年中国家族信托报告》显示，2020年，中国家族信托意向人群可装入家族信托的资产规模估计约为7.5万亿元，预计到2021年底将突破10万亿元；家族信托在各类财富传承安排方式中提及率超过30%，家族信托在高净值人群中的渗透率大幅提升。

4. 助力双循环格局

新发展格局是我国应对当前全球复杂经济形势的破题之道，是我国中长期经济发展思路的重大转变，为信托服务实体经济指明了新的方向。

新发展格局下信托业发挥积极的作用，从需求端侧重支持消费领域、“两新一重”领域，从供给端优化服务方式，发挥制度优势。信托公司积极支持企业“走出去”，不断加强对“一带一路”沿线重点工程、重点项目的金融支持力度。根据信托业协会数据，2020年信托业共为“一带一路”项目提供资金支持1.32万亿元。例如，华能信托支持文莱炼化项目建设、厦门信托参与打造“一带一路”供应链服务平台。信托公司还大力发展QDII业务、跨境信托等业务。

（二）结构优化：产业升级孵化器

习近平总书记强调：“推动经济高质量发展，要把重点放在推动产业结构转型升级上，把实体经济做实做强做优。”2020年，信托业继续支持现代产业体系建设，壮大实体经济根基，更加精准对接各种产业、各类型企业的需求，直达根部。

1. 信托业服务经济结构转型

信托业对于第二、第三产业的资金支持力度领先于产业发展结构。根据信托业协会对于行业投向的统计数据，截至2019年底，信托资金投资于第二、第三产业的资金分别为2.23万亿元和15.15万亿元，占比分别为12.55%和85.10%，同比上升2.18%和1.16%。

2. 信托业服务产业结构升级

信托业以股权投资等多种模式加大了对于新兴产业的支持，助力国家产业结构转型。根据信托业协会数据，2020年信托业向战略性新兴产业提供资金1 709亿元，有效推动了战略性新兴产业的融合化、集群化、生态化发展。

绿色经济是中国经济高质量发展的重要环节。近年来，信托业积极创新绿色信托产品和服务，不断加大对绿色经济的支持力度。2020年信托业新增绿色信托资产规模为1 199.93亿元，存续资产规模为3 592.82亿元，同比增长7.1%，存续项目数量为888个，同比增长6.73%[①]。

信托加大扶贫工作力度，积极推动乡村振兴进程，根据2020年信托公司问卷调查数据，新增投向三农领域信托规模为104.58亿元，年末存量为379.73亿元。

3. 信托业服务区域结构优化

近年来信托业在支持国家区域发展重大战略上不断发力。“十四五”规划明确提出，要“深入实施区域重大战略、区域协调发展战略、主体功能区战略，健全区域协调发展体制机制，构建高质量发展的区域经济布局和国土空间支撑体系”。2020年信托业为支持区域发展战略，在京津冀协同、长江经济带等六大战略上新增资金规模为8.48万亿元，仅在长江经济带战略上就提供资金共计2.49万亿元（见图5）。

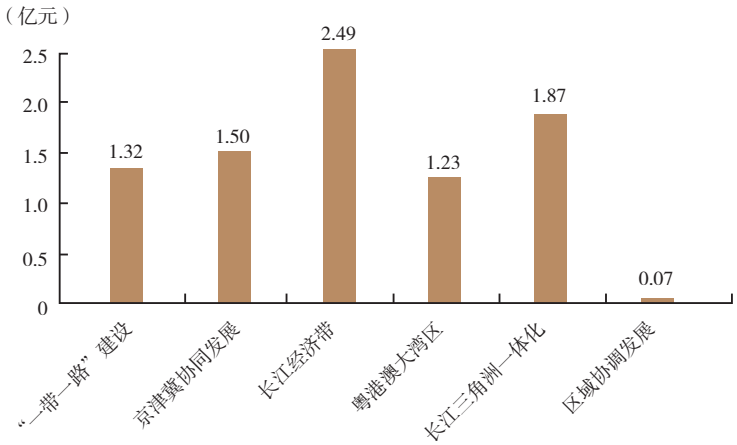


图5　2020年信托支持国家重点战略资金规模

资料来源：《中国信托业社会责任报告（2020–2021）》。

4. 信托业服务所有制结构的优化

信托业在缓解民营、小微企业的融资难问题上作出了重要贡献和积极创新。绝大部分小微企业都是民营企业，这些企业在稳民生、稳就业等方面长期发挥着重要作用。2020年信托公司问卷调查数据显示，该年度新增3 697个投向民营企业的信托项目，资金规模共计1.91万亿元；全年共为纾困民营企业提供资金6 370亿元；新增投向中小微企业的资金规模共计8 011亿元。

在大力支持民营企业、小微企业发展同时，信托业也持续推进“制造强国”战略，支持

① 《中国信托业社会责任报告（2020–2021）》，中国信托业协会。

制造业做大做强。2020年信托公司问卷调查数据显示，该年度新增181个投向制造业的信托项目，新增资金规模为1 188亿元，存量资金规模共计3 386亿元，信托业对于制造业的投资逐年快速上升，2020年较2019年二季度末接近翻番[①]（见图6）。

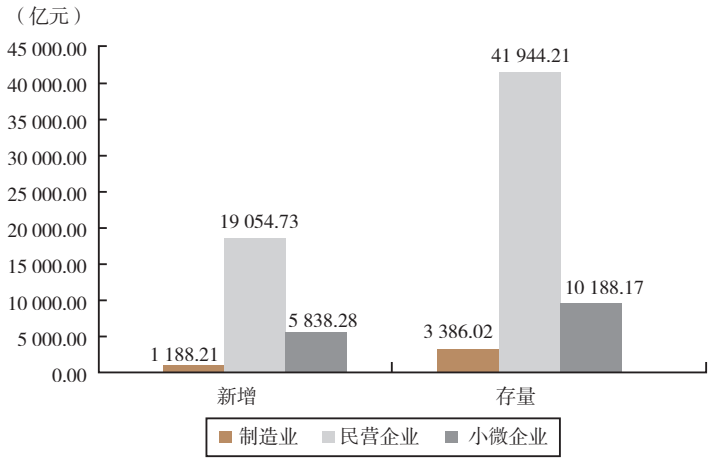


图6　2020年信托投向制造业及民营小微的新增及存量

资料来源：2020年信托公司问卷调查表可得数据。

（三）防范风险：风险化解稳定器

在防范化解重大风险过程中，信托业作为现代金融产业的四大重要支柱之一，在支持盘活存量资产，化解风险资产的防范系统风险攻坚战中作出了重要贡献。党的十九大报告将防范化解重大风险放在三大攻坚战之首。打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。目前，我国金融体系的风险总体可控，但仍然处于风险易发多发期，面临的形势依然复杂严峻，如房地产泡沫化金融化、不良资产反弹、一些影子银行业务死灰复燃等。信托业正在通过行之有效的措施有序处置重点领域突出风险，促进经济持续健康发展。

1.信托业支持国企混改

信托以多种方式参与国企混改，在战略投资、员工持股、剥离风险资产等领域展开服务。

2.信托业推动资产证券化

信托公司在资产证券化业务上具有天然的制度优势，信托发展资产证券化，不仅有利于国内经济体系化解信贷资产、非标资产风险，也成为信托业务转型的重要方向。2020年度，

① 2016—2019年中数据来自中国信托业协会编写的《中国信托业服务实体经济专题研究报告》。

信托公司问卷调查数据显示，有31家信托公司在2020年新增资产证券化项目共计522个，合计金额为8 334.97亿元。其中，华能信托新增88个资产证券化业务、合计金额为1 410.34亿元，居于领先地位。截至2020年末，全部信托公司资产证券化项目共计916个，合计金额达到18 008.64亿元（见表1）。

表1　信托公司2020年资产证券化业务规模存量比较

规模	公司数量（家）	规模合计（亿元）	规模占比（%）
1 000亿元以上	6	12 463.15	69.21
500亿—1 000亿元	3	2 166.74	12.03
250亿—500亿元	5	1 700.02	9.44
50亿—250亿元	13	1 558.98	8.66
50亿元以下	26	119.75	0.66
总计	53	18 008.64	100

资料来源：2020年信托公司问卷调查数据。

3. 信托业发展REITs盘活存量资产

REITs作为房地产资产证券化的重要手段，对于转变房地产投资理念，贯彻“住房不炒”的政策方向、盘活存量资产、降低企业杠杆等均具有重要意义。截至2020年末，上交所有39单“类REITs产品”发行，规模达631亿元。2020年4月，中国证监会和国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着我国公募REITs试点正式启航。2021年6月21日，首批基础设施公募REITs分别在上交所与深交所挂牌上市，9只公募REITs总发行规模共计314亿元。四家信托公司以投资人身份参与。信托可通过投资标的资产参与REITs产品；也可以在双层SPV结构中作为项目公司与资产管理计划的风险隔离载体；还可以直接作为资管计划的管理人参与。

4. 信托业参与不良资产处置

我国信托业处置不良资产规模不断提升，更多地发挥了事务管理作用，为不良资产由商业银行资产负债表内转出提供了新的手段。2020年，我国实体经济受疫情负面影响较大，商业银行不良贷款存量明显增加，不良率快速反弹。根据中国银保监会统计数据，2020年三季度末商业银行不良贷款余额2.84万亿元，商业银行不良贷款率1.96%，均有上升。信托业积极参与到化解处置不良资产的战役中。据Wind数据，截至2021年11月16日，共有16家信托公司以计划管理人角色参与发行信贷不良资产支持证券，发行数量192单，发行规模达1 034.36亿元[①]。

① 《信托公司开展不良资产证券化业务的展望与建议》，中诚信托. 张炜。

三、信托业服务实体经济新模式：发掘实体经济新动能

（一）新型城市建设

1.信托支持新型城市建设驶入快车道

信托服务新型城市建设，是转化原有传统业务优势，加快实现自身转型发展的重要抓手。党的十八大以来，党中央对深入推进新型城镇化建设作出了一系列重大决策部署。通过各类型信托产品，信托公司可以为新型城市建设提供资金供给、制度载体、项目运营等综合性服务。

据不完全统计，至少24家信托公司参与过城市更新项目，2016年以来新设立的城市更新类信托87个，规模约671亿元，存续规模年均增长约40%。信托公司还发挥其联系实体经济的纽带作用，与城市运营商协同提升核心位置存量物业价值，通过金融纽带为区域引入生产性服务业、文化创意产业等以实现产城融合发展。

2.在五大类项目中发挥信托优势

在实践中，信托行业在新型城市建设领域率先走出五大类项目服务方向。大多数信托公司长期参与城市基础设施建设和房地产开发积累了大量实践经验，通过加快构建符合政策导向和市场需要的创新模式，将发挥信托公司决策高效、方案灵活、人员专业性强等特点，以及信托全功能平台优势，争取特许经营和财政扶持等政策支持，利用信托制度构建信托产品吸引低成本社会资本，调动社会低效沉淀资金。

信托可以服务于以“微更新”为主的居住改善项目，以“保护修缮”为主的历史文化项目，以“民生改善”为主的租赁住房项目，以“低碳改造”为主的环保生态项目，以“信息化提升”为主的智慧城市项目，使项目收益的获取途径从高周转的投资建设销售向长周期的投资改造运营转变，从传统的“拼速度”向“装内容”转变，从“服务购房者”向“服务居民、服务产业、服务社会”转变。

3.从融资支持向管理运营过渡

信托行业长期参与我国城市化进程，服务模式多样，从权益投资到债权融资，再到供应链、资产证券化、REITs，都有信托公司的身影。随着“房住不炒”顶层调控举措的逐渐压实，信托行业跟随监管导向逐渐压缩传统房地产业务规模，同时许多信托公司也在升级服务

方式，从单纯的融资支持，转向尝试利用自身在基础设施和房地产领域的项目经验，参与到新型城市建设项目管理运营中。

（1）债权融资模式。信托公司通过发行资金信托，向合格投资者募集资金用于向新型城市建设收购、建设、运营主体提供融资支持，支持实施主体完成项目的建设改造、运营管理等工作，并从中获取固定收益，最终依靠项目本身销售经营现金流或主体信用偿还债务，实现债权资金退出。债权模式是一种传统业务模式，但也是最常见最高效的模式之一，能够较好地满足实施主体项目建设或运营管理的资金需求。如中航信托–天启深圳城市更新集合信托，即是以贷款方式支持深圳坪山飞西城市更新项目，这一模式一般需要实施主体所在集团提供信用担保，并需将项目用地、在建工程为贷款提供抵押担保增信。

（2）股权投资模式。与银行、证券、保险等金融行业相比，信托公司参与新型城市建设的主要优势在于其长期深度参与基础设施和房地产开发领域，特别是以股权投资方式参与项目管理运营积累了丰富实际操作经验。股权投资信托将资金用于直接向新型城市建设企业进行股权投资，或通过TOF等方式进行间接投资，以项目退出或股权转让的方式完成退出。信托公司以股权方式与这类企业合作，为确保资金很好的用于项目建设运营，信托公司通常会派出专业人员以董事或高管的方式参与项目经营决策。股权投资在城市更新等业务中已有较为广泛的引用，如中航信托–天新湾区更新集合信托，就是通过有限合伙企业间接投资到开发企业深圳观澜城市更新中，开发企业所在集团就项目建设进度等与信托方进行对赌。中融信托以股权方式参与收购深圳葵涌街道城市更新项目股权，仍由开发企业操盘。

（3）特殊目的载体信托。信托模式财产独立、风险隔离等功能是区别于其他金融模式的最显著特征，因而依托信托制度而构建的财产权信托计划是特殊目的载体最理想的模式。这就意味着信托模式可以广泛服务于新型城市建设资产证券化，例如华能贵诚信托担任SPV的停车场PPP资产证券化项目，已成功将存量资产进行盘活，带动增量资金参与到项目建设开发的前置环节中来，为更多社会资本参与新型城市建设拓展了更广阔的退出渠道。

（4）服务信托模式。新型城市建设中有很多场景可以发挥信托制度中财产独立、风险隔离、权益重构功能的应用空间。例如，以信托受益权为载体创新确权分权方式，解决城市更新中常见的权属不清、利益分配困难等问题，起到搁置争议、开发优先的作用；还可以利用信托制度财产独立、风险隔离的功能搭建具有公信力的信托平台，充分调动住房公积金、物业维修基金等资金，使闲置的涉众性社会资金在新型城市建设中发挥作用，共同服务于城市的新发展，最终实现民生改善。例如中铁信托设计了服务信托模式，通过向特定需求人群募集资金建设可租赁用房，解决新市民、低收入困难群体住房问题。

■ 专栏1　海外城市化建设信托融资路径

发达经济体的房地产市场早已进入存量市场阶段，对于城市化建设投融资支持有很多成熟模式，信托可以通过设立、承销、投资等各种形式参与。一是财税支持模式，例如美国的税收增量支持融资（简称TIF），一般是发行债券，利用存量土地的增量收益（主要是未来的增量税收）为公共项目开发建设提供融资支持，以偿付债券本息。二是资金补贴模式。例如英国政府成立城市发展基金，采取无偿资助、利润分成和低息贷款三种方式对参与融资的私人资本进行补贴。三是不动产投资信托基金（简称“REITs”），这是主流模式，其繁荣背后有三大支撑：发达的公募二级市场；法律法规保障SPV的地位；税收优惠。美国REITs市场已成为仅次于债券和股票的全美第三大金融市场，2017年总回报率超过9.27%。在2021年中国首批公募REITs中，四家信托公司以投资人身份参与。

黑石（Blackstone）是全球范围内排名第一的房地产基金，REITs规模较大，其模式是以低于重置成本的价格来收购成熟的物业资产，通过精准化管理与本土化收购扩大市场份额，然后将这些收购的成熟物业资产都整合到统一的投资管理平台上，实现品牌统一扩张和物业资产升值。

新加坡是亚洲REITs募资中心，其REITs如果以信托形式存在，可以公开或私下募集资金，可申请免税优惠。私募投资者每年至少有一次可赎回。凯德商用中国信托基金（CRCT）是第一支在新加坡上市专注于中国零售物业的房地产投资信托基金，资产组合中有中国一二线城市11个购物中心物业。

信托在国外城市化建设中还有更广泛地运用。例如，英国有300多个建筑保护信托，可以设为循环基金，即买下建筑保护修复之后出售盈利，利润可用于下一个建筑；也可以设为只保护特定建筑。建筑保护信托拥有大量会员和志愿者。资金很多是来自政府部门、捐助和遗产彩票基金。信托很好地发挥了受托管理、组织修缮、开发运营等功能①。

（二）新制造

1.信托正逐步成为先进制造业金融服务专家

信托业可以发挥自身专业投融资优势，成为产融结合的专家。当今世界，制造业竞争已

① 徐文舸：“城市更新投融资的国际经验与启示”《中国经贸导刊》2020年第33期；汪潇逸、侯宁嫶、戴诚《海外REITs发展及案例专题研究报告》2017年；杨慧萌、于劲翔《公众参与下的建筑遗产保护——英国建筑保护信托之启示》《2014中国城市规划年会》。

经不在传统制造业战场上，而是更多集中在“新制造”领域，这并不仅仅是指新行业和新技术，更重要的是通过自动化、数字化、智能化与制造业的结合，重新定义客户市场和生产供应链条，从内部改变生产自身的运行方式，优化生产效率。因而，产业链供应链是推动实体经济特别是制造业高质量发展的关键途径。

2020年多家信托公司积极响应国家号召，围绕新制造领域，如产业链供应链金融、新能源汽车和电池、人工智能、物流等先进制造业，推出各种模式的信托计划，金融服务专业能力不断提升。未来信托业应该抓住机会，提升主动管理能力、壮大股权投资团队、提升风控和抗风险能力、提高金融科技运用能力，努力在服务制造业升级、补链强链上寻求突破。

2. 积极推行全生命周期服务，打通产业链堵点

（1）树立全生命周期融资服务理念。信托服务新制造解决方案的总体思路是树立“集成式全生命周期融资服务平台”理念，执行全流程资产管理职能。制造企业生命周期前期，可以以股权投资为主；中期可以开展股债结合、投贷联动；中后期借助创投基金和产业基金；后期可以做供应链金融、ABS、并购、财顾等。通过全生命周期全流程融资服务，在满足企业融资需求的同时，信托公司可以成为新制造企业的战略合作伙伴和利益共同体，深入企业经营全过程，进行实时动态的主动管理，参与到企业战略规划、公司治理、预算管理等关键环节，主动把控和处理风险，在帮助企业发展的同时，分享企业高速增长的可观收益。

（2）前期：股权投资模式。股权投资是信托服务新制造的重要途径，有很多类型，其中双GP结构化这一模式值得关注。信托公司以自有资金与私募股权投资机构担任有限合伙A企业的普通合伙人（GP），合格投资者1担任A企业的有限合伙人（LP）。A企业认购部分基金份额，成为劣后投资人，担任投资管理人，获得劣后级信托收益。合格投资者2认购剩余基金份额，成为优先投资人，获得优先级信托收益。信托公司通过控制A企业，达到全面控制“双GP结构化PE信托模式”的交易环节，保障了信托计划的资金安全性（见图7）。

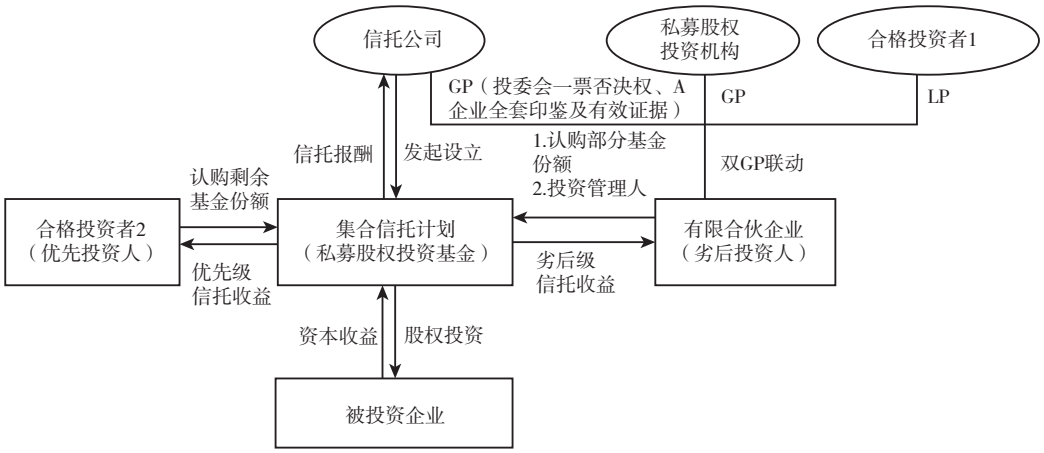


图7　双GP结构化PE信托模式

在具体实践中，2020年中航信托发起设立股权投资集合资金信托计划，向东莞先知大数据有限公司增资2 000万元，以支持其专注于核心算法、IOT智能设备的领域突破。2020年中航信托设立集合资金信托计划，以受让合伙企业LP份额的方式间接投资标的第四范式股权，助力其成为国际领先的人工智能技术与服务提供商。

（3）中期：投贷联动。投贷联动作为“信贷投放”和“股权投资”相结合的一种金融服务手段，通过相关制度安排，可以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，为企业提供持续资金支持。新制造领域的特征是会出现很多处于初创期和成长期的科创企业，信托公司传统的以贷款为主的债权融资很难满足科创企业的资金需求以及自身的风控要求，而灵活运用股权和债权的投贷联动模式，是帮助信托公司切入新制造领域的有效路径。在资金来源上，可以主要由信托公司出资，也可以与专业投资子公司或外部VC/PE等机构合作，共同完成股权投资和贷款。

从具体实践案例来看，建信信托从2017年开始对主营商用车买、用、养、转四大板块的S集团开展全生命周期融资服务，合作经历了从后端到前端，从点到面的完整过程。2017年起，建信信托以Pre-ABS融资为切入点，与S集团开展合作，为其融资租赁业务提供资金支持。2019年11月，建信信托从前端过渡到后端，作为受托人发行设立资产支持票据信托，募资7.11亿元，该项目为国内首单全境外投资人资产支持票据，显著地提升了S集团在资本市场上的声誉。伴随合作的深入，建信信托对S集团专注的商用车行业的认识进一步加深，2019年8月，建信信托出资1亿元投资S集团，持股2%，2020年上半年进一步收购30%股权，成为第一大股东。建信信托通过发挥自身优势，解决商用车服务行业的痛点，提高企业技术能力和生产效率，提升了企业产业链供应链现代化水平。

（4）中后期：创投和产业基金。信托公司通过参股创投公司和设立产业基金的方式，对于行业龙头企业进行投资，可以满足成长期企业的融资和发展辅导需求，也可以通过产业并购满足成长期、成熟期和衰退期企业的扩张和转型需求。信托公司可以与专业机构或公司联合成立创投和产业基金，也可以作为 LP（有限合伙）加入创投和产业基金。成立创投基金，信托公司可以与细分行业领先的私募股权投资机构合作和具有产业背景的实体企业合作。成立产业基金，还可以考虑与政府平台等政府机构合作。通过灵活安排，信托可以实现期限更为自由、多项目组合、收益风险匹配等目的。

山东信托设立“山东信托·多盈新新动能基金集合资金信托计划”，作为LP投资烟台多盈新动能投资中心（有限合伙）。2020年，该有限合伙企业出资1 500万元投资烟台某新能源汽车材料制造企业，出资2 000万元投资山东某生物医药CDMO服务企业，出资1 000万元投资山东某显示材料制造企业，有力助推新制造领域重大工程建设。

2020年厦门信托设立“厦门信托-厦门市技改基金集合资金信托计划”，信托资金通过股权、债权等方式为厦门市发布的重点技术改造项目清单中的企业与项目提供投融资服务。信托计划投放实施名单制客户管理，由厦门市工信局提供准入企业名单并定期更新，厦门市财政局审核后

列入信托准入名单，每期具体投放实行严格风险审核。技改服务信托首期规模为30亿元，之后根据企业融资需要逐步扩大。技改基金改财政拨款为贷款或股权投资，实现财政资金对社会资金5：95的大杠杆比例撬动，充分整合各方资源，利用工信局的数据库和技术专业性，引导各银行金融机构信贷资金向具有产业升级能力的重点工业企业精准投放。同时，通过引入价格竞争机制，辅以财政贴息，将企业融资成本降低至3%，创造性地解决企业融资难、融资贵的难题。

（5）后期：供应链金融服务“专精特新”企业。产业链供应链金融是信托公司服务新制造、提升产业链供应链现代化水平的重要途径。信托公司可以使用自身或第三方平台，深入供应链的内部，控制好信息流、资金流、物流等信息，降低信息不对称程度和业务风险，更多地为上下游中小微企业提供融资服务，从资金要素上给予“专精特新”企业更大支持。

信托公司开展供应链金融业务的切入点有三个：一是深入推进与产业链核心企业开展供应链金融业务合作。二是聚焦于核心企业的上下游的中小企业。三是积极探讨与参与供应链金融的金融机构合作。在这一过程中，信托公司亟待加强金融科技的运用，充分利用企业在整个产业链生态中的经营行为数据，将产业链上下游企业真正纳入产业链生态网络体系中。

在具体实践案例中，华润信托与华润集团内大健康产业板块的核心企业华润医疗开展合作，以真实贸易为背景，以核心企业的信用为风控手段，对核心企业的上游供应商开展供应链融资业务。华润信托搭建了供应链金融系统，高度适配华润医疗供应链的业务场景，实现业务申请、放款、回款清分、还款的全流程线上化操作。系统可对接工商信息、公安信息，提供电子签名等线上签约工具，运用金融科技手段来完成对核心企业和供应商的线上身份认证、应收账款在线确权、应收账款转受让业务线上签约等工作。系统可结合税务信息对发票进行查验、结合中登网对应收账款权属进行查询和登记，审慎核实应收账款的贸易背景真实性。信托公司通过系统和技术创新，支持实体经济，实现产融协同，切实解决中小企业“融资难”“融资贵”问题。项目已于2020年11月正式落地，信托项目规模为10亿元，可循环放款。2021年，该模式进一步向华润集团内零售、燃气、电力、微电子、水泥等各个产业板块延伸服务。

目前信托公司开展的供应链金融业务模式包括：

模式一：应收账款资产证券化服务模式

信托公司将企业拥有的可以产生稳定现金流的应收账款通过结构化等方式进行信用增级，向合格投资者发行资产支持证券，并以计划管理人身份为资产支持证券持有人的利益管理专项计划。

模式二：保理业务（卖方保理）服务模式

客户将其应收账款转让给信托公司，由信托公司单独或合作保理商共同向其提供保理融资、坏账担保、应收账款管理、应收账款催收中的一项或多项服务的综合金融解决方案。按照卖方是否承担回购责任，保理业务分为有追索权保理和无追索权保理。

模式三：票据业务服务模式

核心企业为满足其采购需求，向上游的供应商按照合同的约定金额开具商业承兑汇票。

供应商将持有的相关票据作为质押向信托公司申请融资，核心企业为供应商提供担保，信托公司为其办理融资。供应商也可以在票据权利人中增加代理采购公司作为票据的收款人向信托公司申请融资，款项通过代理采购公司专用账户划付给合同确定的供应商。

模式四：仓储质押融资或预付款融资服务模式

由借款企业、信托公司和物流公司达成三方协议，借款企业把质物寄存在物流公司的仓库中，然后，凭借物流公司开具的仓单向信托公司申请贷款融资，信托公司根据质物的价值和其他相关因素向其提供一定比例的贷款，质押的货品并不一定要由借款企业提供，可以是供应商或物流公司。在大宗商品或汽车等行业中，核心企业要求下游企业交付预付款，下游企业向信托公司申请信用融资或商品质押融资。

从2019年开始中粮信托开展了仓单质押业务，为中粮肉食冷链仓储客户提供融资服务。中粮肉食冷链物流部负责协助中粮信托筛选优质客户、配合质押物仓单确权、合理估值、质物监控等内容。若融资客户出现违约情况，中粮肉食将全力处置质押标的物，最终形成了冷链物流融资客户供应链融资的闭环产品线。

模式五：并购类业务服务模式

一是并购贷款，信托公司向并购方企业或并购方控股子公司发放，用于支付并购股权对价款项的贷款。二是并购投资基金，信托公司成立并购基金与并购发起方共同收购并购标的股权，收购完成后全部标的股权质押给并购基金，同时基金享有并购标的全部分红，并购发起方融资到期后按照约定价格收购并购标的股权。三是并购顾问，信托公司提供多种并购服务，发现、促成、创造并购交易活动。

■ 专栏2　美国贷款担保证券支持制造业发展

境外发达国家工业化的过程中，金融业对于制造业的支持至关重要，而信托以其特殊的法律关系及风险隔离作用在其中发挥着重要作用。企业贷款的资产证券化是满足新兴制造业企业低成本融资需求的重要模式之一，尤其对于企业处于现金流缺乏的初创期及发展期。其中，债务担保凭证（CDO）模式可通过多种形式为企业提供贷款，主要有两大类：贷款担保证券（CLO）和债券担保证券（CBO）。

CLO为美国制造企业提供了低成本的融资，戴尔、艾博森等都是CLO借款企业。就投资端而言，CLO对于同级的资产证券化产品在安全性及收益上具备优势。次贷危机后，美国在法律制度上加强了对于ABS的监管。美国的CLO每个月都给投资者及服务机构提供一份详细的底层资产信息披露文件。制度演进及完善的信用评级体系令CLO成为企业融资的重要模式。在美国，CLO是目前ABS存量中占比最大的品种，从发行量看2019年CLO是仅次于车贷的第二大品种。

CLO以信托模式建立特殊目的载体（SPV），通过分层模式的资金流分配方式，形成不同风险收益的投资产品满足不同投资需求。投资银行、信托公司、资产管理公司等在CLO结构上担任着不同角色。信托公司作为受托人除设立信托外，还承担提供报表、进行信息披露以及破产清算等多重受托人职责（见图8）。

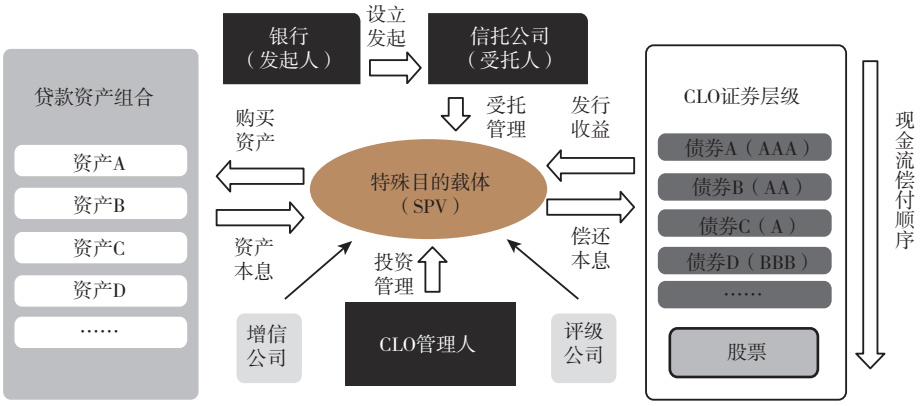


图8　美国CLO模式结构

（三）新基建

1.新基建将成为信托新的主战场

新基建技术含量高，未来有望逐步取代传统基建成为信托行业新的业务焦点。新型基础设施建设（简称新基建），主要包括5G基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网七大领域，涉及诸多产业链，是以新发展为理念，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。“十四五”规划提出，“围绕强化数字转型、智能升级、融合创新支撑，布局建设信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施等新型基础设施”。2020年各省重点项目投资计划中，大多数都提到了5G基础设施等新基建投资。2021年地方专项债也重点投向了“两新一重”领域。

投向“铁公基”等传统基础设施建设的政信业务，一直是信托公司的主战场之一。相比传统基建，新基建的特点是高技术含量；资金投入庞大并且要持续投入；市场化程度更高、社会资金参与更多；数据安全、信息安全、技术安全等要求较高。新基建在运行模式上要摆脱传统基建的弊端，避免由地方承担主要投资责任，避免形成大量不良资产，要由社会资本主导，形成完整的商业逻辑，能产生良性循环、最大化创造价值。信托要创新业务模式，也

要创新风控手段。

2. 构建政－信－企合作的新机制，积极推动非标转标

信托应积极参与构建政－信－企合作的新机制。2020年新基建领域非标转标业务成为增速较快的新型业务。在业务模式选择上，基建投资基金、PPP、永续债、资产证券化、股债联动等业务模式均有实践。

（1）基建投资基金。信托公司参与基建投资基金，实现对新基建领域高科技企业进行股权投资。一种模式是由信托公司设立集合信托计划募集资金，购买有限合伙基金LP份额，新型基础设施项目的筛选、尽调、投后管理交由担任GP的VC/PE机构。另一种模式是信托公司设立集合信托计划募集资金，信托计划来直接投资新型基础设施企业股权。多数信托公司开展股权投资时采用第一种模式，因为近年来市场发展迅猛、市场环境复杂，新基建领域资本投资决策和投资管理所需的专业性越来越高，信托更倾向于交给专业的PE股权基金来管理。

例如，2020年建信信托参与投向风电项目公司的投资基金。某建筑央企设立有限合伙制产业基金，基金总认缴规模达8.001亿元，LP1由建信信托发起设立“建信信托－睿驰1号集合资金信托计划”认缴4亿元，实缴2.82亿元；LP2某建筑央企认缴4亿元，实缴0.2亿元；GP由某建筑央企认缴0.001亿元，不实缴，建信北京担任基金投资顾问。产业基金购买位于湖南汝城和陕西延安的两个风电项目公司99.9%股权，两个项目公司评估价值合计2.96亿元。信托通过控制投资决策委员会实现对产业基金实际控制。

（2）PPP模式。PPP融资模式是在基础设施领域里政府部门和私人机构形成一种合作关系，共同出资建设、运营，政府与社会各主体建立“利益共享、风险共担”的合作模式。PPP模式中信托可以充当项目的股东分担项目风险和收益，而传统政信类项目中信托一般只充当普通债权人，不承担项目经营中的风险。所以，对于新基建来说，PPP的适用程度更高。

在PPP模式下，信托可以直接以股权方式投资项目公司、参与政府引导基金的融资、以基金模式参与项目公司的建立、为PPP项目公司提供直接贷款、为社会资本配资等多种参与方式。在这个过程中，应探讨构建政－信－企合作的新机制，尤其是政府如何发挥好对新基建引领和托底作用。多地正尝试强化政府性融资担保服务功能，例如杭州政府性融资担保机构尝试风险分担机制，即市县担保机构、国家融资担保基金、省再担保公司、金融机构按照4：2：2：2的比例分担风险。自2020年来，地方政府创新母基金在政府投资领域被广泛应用，PPP则作为对地方政府资本的一种补充方式。

实践中还有政府补贴的方式，例如国通信托曾发行“国通信托·睿信2号集合资金信托计划”，信托计划资金最终用于建设呼和浩特金山高新技术开发区新能源产业园PPP项目，标的项目付费方式为“使用者付费+政府补贴”。政府补贴内容包括项目建设服务费和运营服务

费。信托计划参与到PPP项目的开发建设当中，为国家重点基础设施建设项目提供资金支持。目前，项目已顺利建设完毕。

（3）非标转标等综合服务。对于很多信托公司来说，传统融资类地方国企合作业务是公司收入的主要来源。融资额度压降推动信托加速业务转型，与大量地方国企拓展新基建项目同步，信托公司也应该对地方国企合作业务进行提质改造，创新业务模式，作为信托公司生存发展和创新转型的新基础。2020新出现的变化是，随着融资额度压降，新基建领域融资信托作为底层资产的非标转标业务成为增速较快的新型业务，业务模式选择上，探索“非标+标品”组合服务、“非标转标”“股权投资+服务信托”等业务模式创新，从非标融资、投行业务、标品投资，实现一二级市场联动，最终走向一体化综合金融服务。

在发展模式创新方面，信托公司加大“非标转标”的推进力度，将原有融资类业务债券化，加强与证券等机构的协同，通过成立集合资金信托计划投资地方国企发行的债券，参与债券申购，协助融资人债券发行成功。对地方政府平台有意通过在二级市场转售等形式退出的存量债券，信托公司可以成立集合资金信托计划，在二级市场以平价或折价的方式受让。

例如，2020年财信信托积极推动定向资产证券化的“非标转标”业务模式。公司分别与财信证券和华泰证券一同推动高评级主体（AA+以上）的ABS业务，通过引入低成本资本市场资金，加强与优质主体的长期业务合作。财信信托推动北金所债权融资计划投资模式，联合华融湘江银行和长沙银行，与省内AA级以上主体合作，通过集合信托计划认购债权融资计划份额。

2020年以来中海信托积极尝试新基建领域非标转标模式，信托以过桥资金形成信贷资产之后、以其为基础发行资产支持证券或资产支持票据。该模式相对传统的非标模式有显著优势：资产端足够分散，以资产支持证券为例，一般需10笔或以上债权资产，可以比较充分地降低不良率。

3. 可尝试引入保险、衍生品等新风控模式

新基建对信托风险管理提出挑战，可以围绕新基建的特点，适当增加各类型保险、担保的介入。作为承担风险的保险提供方，可以是政府平台，也可以是保险机构，或者信托保险性质的业务。

一是可以为债券购买违约保险，由保险机构设计专门产品为债券、债权违约提供担保；二是购入信用违约的衍生品，可以参照信用风险缓释凭证的原理，将新基建信托产品做成类债券或贷款的模式，信用风险缓释凭证可以为信用违约提供对冲，并可流通交易；三是以信用分层的方式提高债券的信用级别，用一部分新基建信托产品的收益，来支持高信用级别的信托计划。

■ 专栏3　信托在美国新基建融资中的角色

2021年11月5日，美国国会通过规模庞大的“基础设施投资和就业法案”，要求美国对基础设施建设增加大量投资，包括道路和桥梁、公共交通、铁路、污水处理设施、机场、港口、宽带互联网和电动汽车充电站的建设等。面对财政赤字的压力，预计私营企业投资和债券会成为基建投资的重要资金来源。

美国基础设施建设融资途径主要包括：一是设立专门的联邦信贷项目进行融资，由不同政府部门负责，例如交通基础设施融资由联邦公路管理局负责，通过提供补充资金吸引私人和机构资金。二是发行债券进行融资，州和地方政府发行市政债是最常见方式，此外还有建设美国债券等很多种类，有的由联邦和州政府提供偿还保证。三是通过基础设施银行进行融资。很多州设立了基础设施银行，一般以项目收益权为抵押，提供低息贷款。国家基础设施银行也已在设立中。四是PPP、ABS、REITs等模式①。

美国Jeffrey J.Powel在《Corporate Trust A Partner in Finance》中详细阐述了美国受托机构在债券融资中的关键作用，尤其在市政债运行中，受托人承担非常关键的职责。例如每月现金流量收据和资金的处理；持有的贷款抵押品或有价证券管理；投资；付款；赎回和偿债基金；合约监督；更换服务机构等。在发生违约的情况下，受托人可能参与房产的取消赎回权、维护和出售。在一个市政债项目中，除了受托人，还需要有发行人、承销商、债券顾问、金融顾问、信用增强机构、评级机构、实际管理资产的服务机构等，各自的职能细分而专业，受托人将他们黏合在一起。受托人在债券交割前、中、后，以及在债券违约前、后，分别承担不同职责。

（四）新生态

1.发挥跨市场优势，积极发展“碳信托”

信托跨市场综合金融服务优势，有利于加快推动绿色经济领域的资源自由流动和市场化配置，也有利于降低高碳资产退出中的风险。减排工作形势严峻，刻不容缓，2020年中央经济工作会议中明确提出，我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，力争2060年前实现碳中和。实现“碳达峰”“碳中和”的过程将推动绿色产业、新能源产业、绿色金融等多个领域的快速发展（见图9）。

① 任志宽、韩莉娜、李妍：“美国近年来推进新基建发展的布局及启示”，《广东科技》2020年第9期。

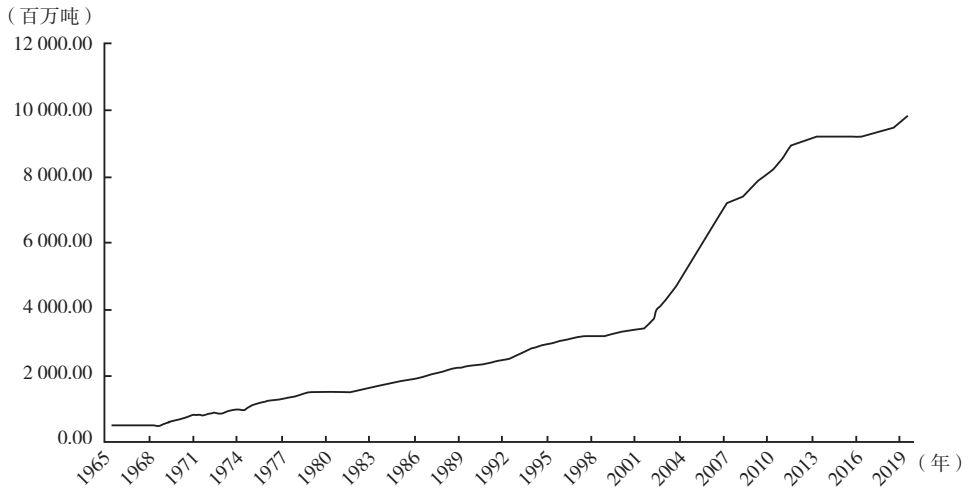


图9　1965—2019年中国二氧化碳排放量

资料来源：Wind。

随着对于温室气体排放量关注度的提高，“碳金融”逐渐兴起。“碳金融”是指以碳排放配额、核证自愿减排量（CCER）等碳资产为标的资产，围绕标的资产开展的融资、投资等业务。碳金融市场的发展将为信托业提供全新的发展空间和机遇。

2. 发展碳资产融资类信托，准确评估市场价值

碳资产融资类信托、碳资产投资类信托和碳资产托管服务信托均是信托公司未来开展信托业务的全新发展方向。

（1）模式一：碳资产抵押/质押贷款。碳资产抵押/质押贷款是指控排企业以碳资产为抵押物或质押物，向金融机构申请贷款。金融机构以碳资产的市场价值为基础，结合一定的抵质押率，向控排企业发放贷款。信托公司开展此类业务可设立碳资产抵押/质押贷款信托计划，风控措施为抵押控排企业的碳排放配额或CCER（见图10）。

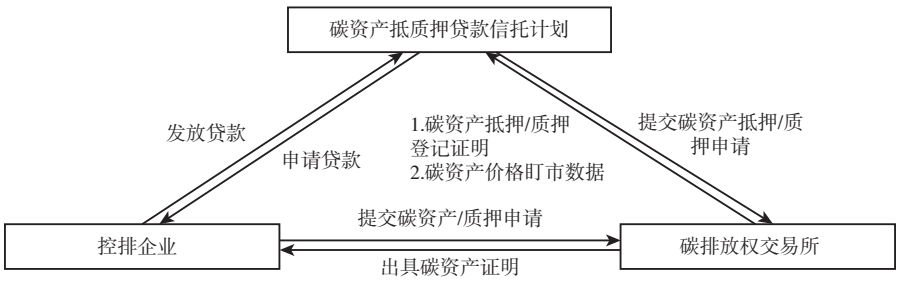


图10　碳资产抵押/质押贷款信托业务模式

（2）模式二：碳资产售出回购。 碳资产售出回购业务是指以碳资产为标的资产进行的回购与逆回购。期初，正回购方与逆回购方签订业务协议，正回购方将其持有的碳资产以约定

的价格出售给逆回购方，当协议到期时，正回购方再以另一约定价格从逆回购方处购回碳资产。例如，2018年中航信托成立中航信托·航盈碳资产投资基金集合资金信托计划，通过有限合伙参与国内碳配额购买及回购业务，盘活控排企业的碳配额资产（见图11）。

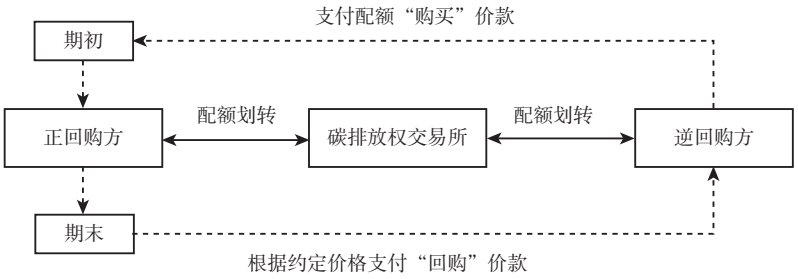


图11　碳资产买入返售信托业务模式

3. 探索碳资产投资类信托，精准把握价格趋势

碳资产投资类信托主要包括了碳资产拆借、碳基金和碳金融衍生产品等。

（1）模式一：碳资产拆借。碳资产拆借是指碳资产借出借入双方按照合同约定，通过碳排放权交易所完成碳资产划转的过程。碳资产拆借双方向碳排放权交易所共同提交交易申请材料后，交易所将对材料进行审核，审核通过后借入方需缴纳一定数量的保证金，之后经交易所将配额从借出方的借碳专用科目划转至借入方的借碳专用科目。合同到期时，借入方将按照合同约定向借出方返还配额，并支付约定的收益（见图12）。

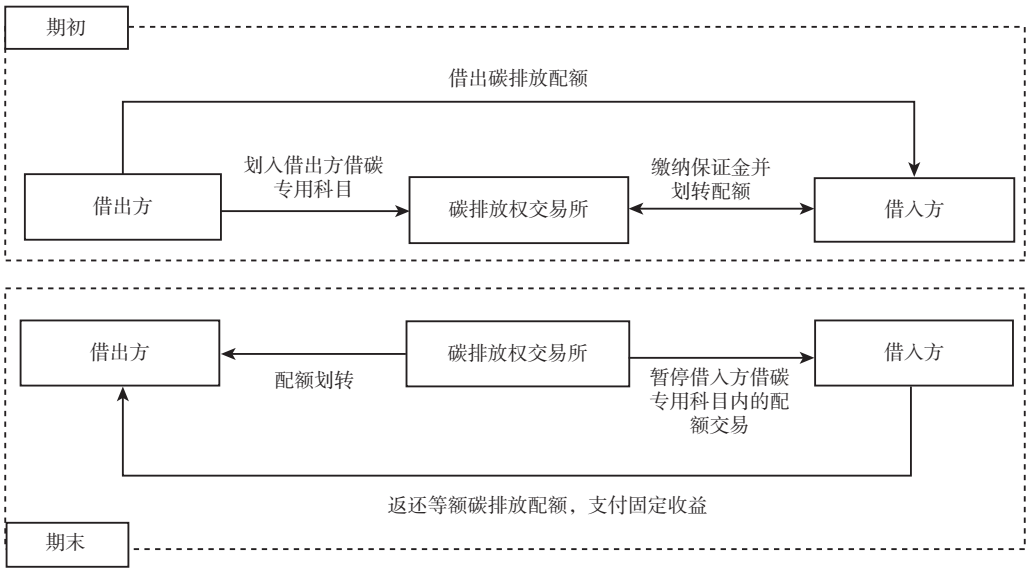


图12　碳资产拆借业务模式

（2）模式二：碳基金。碳基金是一种私募投资基金，主要投向碳排放配额、CCER等碳

资产以及开展ESG投资。基金管理机构以碳排放权交易市场的碳资产价格走势为基础，通过碳资产的二级市场交易获得收益。此外，基金还可将资金投向可以产生CCER的项目，待形成可供交易的标准化碳资产后，再通过碳资产交易获取差额收益。例如，2021年长安信托和中国投资协会能投委合作发起零碳中国首只5 000万碳基金，以绿色投资、一二级联动开发、土壤修复占补平衡、公募REITs等为手段，推动零碳科技项目（见图13）。

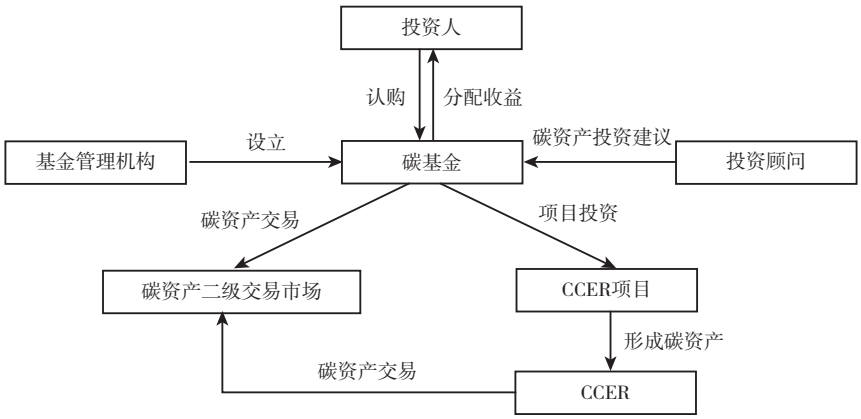


图13　碳基金业务模式

（3）模式三：碳金融衍生品。碳金融衍生品包括碳远期、碳掉期与碳期权等。碳远期是指交易双方签署远期合约，约定在未来的某一日期就一定数量的碳资产进行交易清算。碳远期合约包括了交易品种、交易价格、交易数量、交割方式等基本要素。此外，碳资产交易的参与人还可以通过碳掉期、碳期权等对冲碳资产价格波动的风险。

信托公司设立碳资产投资信托计划开展此类业务，通过参与碳排放权交易所的碳资产交易，在把握资产价格波动趋势的基础上获得碳资产交易的收益。该类业务对信托公司碳资产价格的投研能力提出了较高的要求，且具有较高风险，但长远看具有较好的发展前景，信托公司可将其作为长期业务探索方向。

4. 拓展碳资产服务信托，提升专业综合服务能力

碳资产服务信托模式包括碳资产托管、交易、碳中和服务信托、碳资产证券化等。

（1）模式一：碳资产托管、交易服务信托。碳资产托管服务信托是未来重要的业务发展方向，其事务管理属性较强，控排企业将其碳资产交付托管机构后，托管机构代为持有碳资产，并以其名义对碳资产进行集中管理和交易。托管期结束后，托管机构将返还碳资产，并按约定向控排企业支付收益。针对此类业务，各碳排放权交易所均已制定相应的业务规则，因此开展此类业务相对有章可循。例如，2021年中海信托成立首单以CCER为基础资产的碳中和服务信托，海油发展将其持有的国家核证碳减排量（CCER）作为信托基础资产设立财产权信托，再通过转让信托份额的形式募集资金，用于绿色环保、节能减排产业（见图14）。

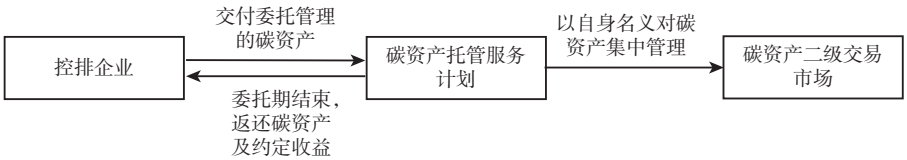


图14　碳资产托管业务模式

（2）模式二：碳资产证券化。碳资产证券化即碳排放权证券化，即将大量的能产生可预见、稳定的收益现金流的碳排放权作为基础资产，通过证券化运作将其转化为在资本市场发行的证券。信托公司可设立信托计划作为SPV，用以受让碳排放权所组合形成的基础资产池，然后SPV通过对碳排放权基础资产进行证券内部增级和外部增级的设计，在证券市场上发行和交易以碳排放权交易所产生的现金流为信用支撑的证券。例如，平安信托成功落地新苏环保产业集团有限公司2020年度第一期绿色资产支持票据，规模为5.55亿元，期限为4.33年，本期资产支持票据系工业污水收费收益权绿色ABN，由平安信托担任发行载体管理机构。本项目在多家发起机构及中介机构的支持下，实现了以工业污水收费收益权为基础资产的绿色资产支持票据创新。

（五）新混改

1.重点把握国企混改机遇

国有企业混合所有制改革为信托业务转型提供了难得的机遇，信托制度对于攻克国企改革中定价公允性、流动性、安全性、独立性和成长性等难题，均具有无可比拟的优势。2013—2020年，中央企业累计实施混改4 000多项，引入社会资本超过1.5万亿元。上市公司是央企混改的主要载体，电力、民航、电信、军工为重点领域。地方国有企业混改引入社会资本超过7 000亿元。很多信托公司与当地国企有千丝万缕的股权关系，地方国企也是信托公司长期合作的业务对象，地方国企可参与行业多样，其对于资产债务处置、企业重组、主辅分离、人员分流安置、员工持股等需求也较为突出。

信托业服务国企混改，有助于提升国有资本市场化资源配置效率，是信托服务实体经济的应有之义。信托服务混改的重点一是解决资金问题，二是市场化手段提升经营效率。

2.“融资+服务”承接国企混改需求

（1）股权投资模式。信托公司可成立私募股权投资基金参与国企混改，这是信托公司参与国企混改最直接的方式。信托计划可以作为有限合伙人，可以由股权投资基金作为GP。通过PE基金获得机会进入很多原本国企垄断的领域，从混改中获利。此外，信托资金在国企混改中可以直接持股，也可以参与国企混改的投资公司，间接持有国企股份。通过“股+债”的模式，信托不仅获取了项目固定收益，还可以获得混改企业利润分红的浮动报酬，成为长期投资，或者通过上市退出，实现可观的投资回报。

2017年，中国黄金引进战略投资者实施混合所有制改革，成功引入了包括建信信托、中融信托在内的七家战略投资方和产业投资者，并同步实施了核心员工持股计划，有效激发了企业动力活力。2021年2月5日，中国黄金成功在上海证券交易所挂牌上市。建信信托作为战略投资人，除了参与中国黄金混改，还参与了欧冶云商、中国电研、长远锂科、南网能源、中盐股份等企业的混改工作。目前建信信托参与国企混改的总投资额超过50亿元。

（2）设立证券类产品二级市场买入。信托公司直接参与央企混改往往难度较大，但可以成立国企混改证券投资信托产品，通过二级市场参与国企混合所有制改革，分享国企战略重组投资价值红利。2021年以来，央企并购重组和专业化整合加快，从中国电气装备集团组建，到中铝、五矿联合赣州打造稀土航母，再到以中国铁物和中国诚通物流板块企业为基础组建现代物流集团，央企并购消息频发。并购重组概念股一直是资本市场的宠儿，近年来A股国企混改概念股表现出了较好的行情。国企三年改革2022年即将收官，国有资本布局结构持续优化，投资价值凸显，相关重组或改革成效显著的国企有望获得资本市场青睐。

（3）财产权服务信托。未来可以强化信托工具在地方国企改革中的应用。通过设立财产权服务信托，信托可以为国企股权划转提供便利，实现混改在隔离、估值、定价、转移、管理、处置、划拨等各个环节的专业化、独立化、市场化运营管理。服务信托可以降低国企混改中财务管理和合并股权管理的难度。为瑕疵股权处置、员工安置等争取时间。

信托公司在资产剥离、破产隔离、产权流转等方面具有天然制度优势，信托产品也具有跨市场、多功能、广覆盖的属性特征。信托公司可以加强与地方法人金融机构协同，发挥金融组合工具优势，更好地为地方国企发展服务，如在国企公开市场债券管理、维护上，“银行+信托”组合可以发挥更大作用。

（4）员工持股信托（ESOP）。信托可以服务于国企改革中员工持股、股权激励和科技成果转化股权等。通过设立信托，替代传统的员工持股平台公司，规避双重税收、双重身份、人数限制、员工信任度、独立性等若干难题。实现对国有企业尤其是高科技行业技术骨干的有效激励，激发企业发展活力。根据Wind数据，至少有26家上市公司员工持股信托计划进入其前十大股东。

（5）资产证券化。信托参与资产证券化，可以助力国企风险资本处置，盘活闲置资产。信托可以设立SPV等特殊目的的信托，引入AMC及各类社会资金，通过资产证券化方式，实现风险资产剥离转让，与优质国有资产进行隔离。信托也可以对国企建设周期长、投资大、回报期长、风险低的基础设施项目、应收账款等资产进行证券化，解决融资难题。

（六）新农村

1.回归信托本源，支持新农村建设

信托行业应充分挖掘和利用信托在资源专业整合上的制度优势，支持经济发展中的薄弱

环节，多渠道探索服务农村农业新模式，服务乡村振兴。实施乡村振兴战略的总目标是实现农业农村现代化。信托应积极回归信托本源，带动更多资源走向“田间地头”。

2. 力促乡村振兴，推进共同富裕

信托公司可因地制宜，运用多种形式，如设立投资基金、慈善信托、发行资产证券化产品、股权投资、土地流转信托等，支持贫困地区重点产业和龙头企业发展，持续在促进乡村振兴、促进共同富裕上下功夫。

（1）模式一：慈善信托。通过设立慈善信托，围绕乡村振兴的总要求和任务目标开展慈善活动，引导有能力、有意愿为乡村振兴事业作贡献的机构和个人投入资金、股权、金融产品、不动产、动产、智力支持、产业项目等多元化财产和资源，帮扶、支持农村、农业发展，全面服务乡村振兴。例如，2020年，五矿信托投放扶贫资金597万元，支持梨产业基地建设、车渡码头建设等项目，助力沿河县顺利脱贫摘帽。

（2）模式二：资产证券化信托。通过运用资产证券化信托模式，将底层资产进行证券化，并将募集资金主要用于涉农产品的投放，盘活优质的资产同时，也提升融得资金的使用效率，进一步反哺农民及中小微农企。

2021年4月，全国首单乡村振兴资产证券化产品—新希望（天津）商业保理有限公司2021年普惠1号定向资产支持商业票据（乡村振兴）信托成功发行，发行总规模为2.35亿元。该项目由新希望（天津）商业保理有限公司（以下简称“新希望保理”）作为发起机构，外贸信托担任发行载体管理机构，招商银行为独家主承销商，中伦律所担任法律顾问，大华会所担任现金流预测机构，上海新世纪担任评级机构。

（3）模式三：基金信托模式。环境保护和生物多样性基金信托，尤其是水基金信托是当前国际上一种先进且运行相对成熟的、针对水源地乃至当地整个流域的管理手段，能够促进项目方高效整合当地政府、企业与农民资源，吸收一定资金作为水源保护项目的启动资金。万向信托将绿色发展与农业农村建设发展相融合，于2015年11月，创新设立全国首个水基金信托—万向信托–善水基金1号。农户将林地承包经营权作为信托财产，委托给“善水基金”集中管理，同时，其他机构、企业或公众也可以以投资或者捐赠的形式参与信托。善水基金信托计划邀请全球最大的自然保护公益组织—大自然保护协会（TNC）担任公益顾问，负责提供水源地保护模式设计、林地管理的专业化方案。另外，“善水基金”组建了由委托人代表（村民、企业、个人等）、TNC和受托人代表（万向信托）组成的决策委员会，对信托资金运用、林地管理等事项进行决策。

（4）模式四：土地流转信托模式。土地流转信托是指在坚持土地集体所有制和保障农民承包权的前提下，由信托中介服务机构接受农民的委托，按照土地使用权市场化的要求，通过规范的程序将在一定期限内的土地经营权依法自愿、有偿转让给其他公民或法人进行农业经营。

2013年以来，信托业在国家宏观政策引导下，围绕土地承包经营权的制度变革积极探索如何保障农民权益和实现土地规模化经营，将信托金融服务引入农村土地流转。例如，北京信托发行的“江苏无锡桃园村土地流转信托”，在保持土地性质不变的前提下，将无锡桃源村158 亩农用地的土地经营权作为基础资产设立信托，对信托土地的土地承包经营权进行管理。在该土地流转信托中，北京信托采用了双合作社模式，即“土地合作社+专业合作社”，有效促进了土地归集和农业产业化、集约化运营，提升了农业项目收益水平，带动了土地流转信托整体收益的提升（见图15）。

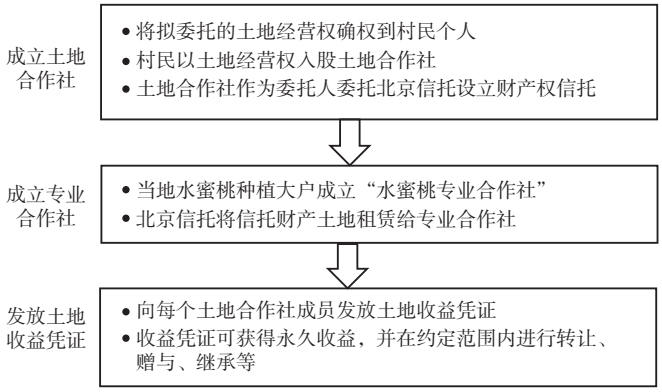


图15　北京信托土地流转信托业务模式

（七）新消费

1.服务消费升级，归集长期资金

在构建国内国际双循环新发展格局的背景下，消费是重要环节，信托可以发挥归集长期资金、支持新型消费产业发展的作用。2020年，虽然受到新冠疫情的影响，但最终消费支出占GDP比重仍达54.3%。近年来，网上直播、共享经济等新业态为代表的新消费，聚焦新时代生活品质的提升，引领着未来消费转型升级的方向。

信托业围绕新消费，一是可以把医养消费与财富管理产品相结合，吸引长期资金，支持实体经济，通过家族信托、养老信托等产品，加大对消费者在养老、医疗、旅游、文娱、体育、教育、慈善等领域的服务供给；二是规范化发展消费金融和涉众型服务信托，基于个人用户的消费需求或资金托管和清结算需求，提供多样化金融服务；三是可运用自有资金及动员社会资金，积极投资布局新型消费服务产业，促进产业和消费双升级，提升扩大内需的动力。

2.从资金到场景，多渠道为消费赋能

（1）创新“信托+养老医疗”模式。相较于业界其他金融机构，信托公司在支持养老产

业方面有着独特的优势，信托可以依托信托账户整合各种类型的附带养老医疗保障的信托产品，设计个性化的需求方案。

信托可以从以下几个方面发力：一是从个人财富管理端入手，积极开展家族信托、养老信托，发挥资金管理保值增值优势，研发稳定回报的长期限产品，为实体经济引入更多长期资金。二是与其他金融机构合作创新产品研发，拓展“信托+”服务。例如，信托公司通过市场化手段选择专业养老机构、保险公司进行合作，通过设计开发兼有养老医疗属性的信托产品，使得信托投资者可以享有包括但不限于专业化居家养老、家庭医生、网络诊断等系列康养服务，实现“信托+”的功能。三是构建信托个人账户，积极参与第三支柱养老保险建设，围绕高净值人群需求，将家庭财富传承与养老医疗、节税等各类服务相结合。例如，由北京信托发行的养老信托兼顾了投资收益与养老消费权益两种要素。投资收益包含基准收益与浮动收益，其中的养老消费权益由专业养老机构负责具体运行，投资人享有养老公寓床位的优先使用权以及价格优惠权等。

（2）加快消费信托产品创新。消费信托“信托+科技”，实现在不同场景下商品和消费的打通和商业模式的快速升级，实现消费者、供应商、信托公司的“三赢”。消费信托基于消费市场的规模增长有广阔的拓展空间，信托公司可在多种消费场景开发消费信托产品，如在奢侈品消费、私人健身教练服务、高端旅游消费等方面开展个性化产品订制服务，给予投资者满足感，助力相关产业发展。

场景1.教育消费信托模式分析：目前市场上的信托产品可以提供国外著名院校深造、语言培训计划、艺术教育及专项提升计划、演出参展等解决方案，既可以单独设立信托计划，也可以作为教育投资放在长期的财富管理计划中。目前，无锡等地已经开始教育预付款信托探索。教育消费信托属于较为新兴并极具发展潜力的领域。

场景2.大健康消费信托模式分析：大健康消费信托的定位是以健康产业为核心，为消费者提供集预防、特色医疗、健康管理、康复、养老、养生于一体的全景式健康服务消费权益。根据目前的产品发行情况看，公开发行的大健康信托产品大部分是“理财+消费”权益的产品结构，现金收益方面较为偏向低风险，消费权益的提供则越来越丰富，包括了海外旅游医疗体检、景区疗养、健康管理计划等，以客户需要为导向，个性化和定制化的趋势越来越明显。

（3）支持消费金融领域，服务实体经济内需。消费金融信托业务的融资主体是资产较为分散、资金金额较小的交易对手。这就要求信托公司要充分调研各种相关行业背景以及消费场景，完善自身风险评控标准，最终将满足授信条件的消费金融公司纳入可交易对手的范围。信托公司需拓展业务范围、提升金融科技和风控能力。

例如区块链技术与消费金融的融合可降低审核清算成本，将消费金融全流程透明化、高效化，建立由信托公司、中介服务机构、监管部门等多方机构共享的合作区块链，将进一步提升风控水平，凸显金融科技推动生产力发展的领头羊作用。

■ 专栏4　中国台湾预付款信托

消费金融具有涉众性质，信托在很多国家和地区被广泛运用。中国台湾的预付款信托模式是通过对预先支付消费金额的行业建立的保障消费者权益的一种信托模式（见图16）。中国台湾在预付款领域具有较为完善的法律制度体系，包含75个相关的法规及函件，涉及24个领域。其主要类型有礼券预收款信托、生前契约预收款信托、预售屋价金信托。这些信托可以为他益信托，以消费者或者商品服务凭证持有人为信托受益人；也可以为自益信托，厂商为信托受益人，厂商破产无法履责时厂商的受益权应归属于消费者。

在法制健全、体系完善、市场空间大等多种因素支持下，中国台湾预收款信托规模增长速度较快。2021年一季度末数据显示，中国台湾信托行业总规模为10.77万亿新台币，其中预收款信托规模为1 047亿新台币，占比0.97%，同比增速为28.16%。

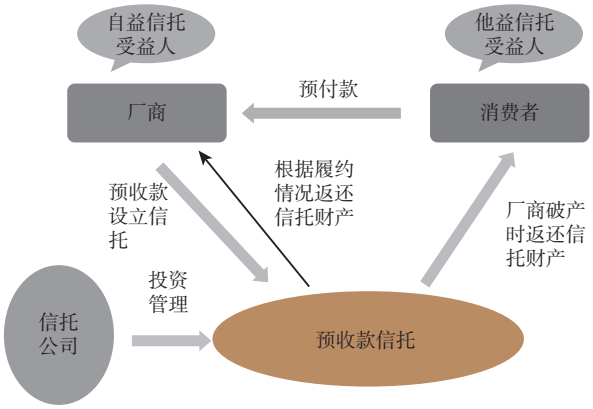


图16　中国台湾的预付款信托模式

四、信托业服务实体经济展望及建议：重塑信心踏上新征程

（一）遵循发展规律，信托支持实体经济发展的未来趋势

信托业的发展不能脱离实体经济的需求，这是颠扑不破的规律。近十几年来，信托业引领了金融创新的方向，不仅自身得到“爆发式”发展，也极大地促进了金融和实体经济的发展。但随着经济社会的变化，以及受托资产规模的急剧扩张，信托业过去服务实体经济中的

规避监管、刚性兑付积累风险等问题逐渐暴露出来。参考国外信托业发展方向，信托业要重新厘清未来的发展方向，重振行业信心，踏上转型发展的新征程。

1.参考国外信托业发展方向和我国经济发展阶段，转变服务实体经济的方向

参考国外信托业的发展，融资类业务在经济发展到一定阶段占比将大幅下降。信托融资在一定时期弥补了我国银行体系的不足，但随着规模的不断增长，其风险也逐步升高，与日本信托业相同，我国信托业在不远的将来也会面临政策红利的消失，此消彼长的同时，投资信托、服务信托将会迎来更广阔的发展空间。

2.打破刚兑，区分和规范各阶段受托人责任，改变服务实体经济的方式

在美国，受托机构提供的信托服务已经高度专业化、规范化，监管机构通过详尽的法律法规，构建起严密的监管体系，确保受托人尽职尽责。美国受托人责任是分“两阶段”的，适用不同的规则，即受托人大部分时间是作为代理人，但当按照契约的定义发生违约事件时，受托人将立即“升级”到作为审慎人，从而执行更高的谨慎标准，需要受托人更加警惕以及采取更多行动，代表债券持有人采取行动，为其寻求索赔，负责保护债券持有人的利益。同时，公司债信托中并非只有信托公司提供服务，一般会引入大量的第三方服务机构，各类机构各司其职，互相制约。这些经验为中国信托行业回归本源、改善业务结构、履行勤勉尽责义务等提供了一个新的方向。

3.发展股权投资和证券投资业务，提升服务实体经济的深度

相对于债权融资而言，股权融资期限长，更有利于企业技术进步和长期发展。多层次资本市场提供了一种将存量风险流动化的机制，有利于降低金融体系的系统性风险。因此，发展股权投资业务和证券投资业务，有利于实体经济的发展和金融体系的稳定，挖潜信托业服务实体经济的深度，也必然是信托业未来的发展方向。

4.发展服务信托业务，回归信托本源，提升服务实体经济的效率

服务信托通过深入实体经济的各个场景，为场景中的各方提供服务，解决场景中基于信托财产存在的信任、安全、效率等问题，从而提升服务实体经济的效率，更有助于发挥好优化资源配置的效果。结合新发展格局中国企业和个人在各个场景中的金融需求和非金融需求，配合相关制度法规的完善，提供具有中国特色的多元化信托服务，将使得服务信托成为具有直接融资特点的资金信托的重要补充。应鼓励大力发展年金信托、涉众性资金信托等业务，发挥信托制度对社会治理的贡献。

5.发展慈善信托业务，促进共同富裕，支持社会经济发展薄弱环节

慈善信托是海外受托机构的主要业务之一，也是慈善资金运营管理的主要方式之一。慈善信托为慈善事业专业化运营提供新的路径，为金融支持社会发展的薄弱环节提供制度化通道。慈善信托在解决贫困问题、缩小贫富差距、促进共同富裕等方面已经发挥了积极作用，

并已成为我国慈善事业的重要组成部分。随着中国居民财富积累和社会治理水平提高，慈善信托未来有望迎来加速发展。

（二）信托支持实体经济发展的政策建议

1. 完善信托业法律法规，加强顶层制度建设

信托制度建设对信托业务开展至关重要。首先，加快修订《信托法》及配套法律法规，对受托人职责进一步规范、细化。2006年，日本《信托法》的修订极大地促进了日本信托业的转型发展。信托法规供给不足问题已对我国信托业的下一步发展形成了不小的制约。其次，完善信托业务监管制度，需结合资管新规的要求，制定更加完整、完善的信托业务配套制度，如各类别信托业务管理办法、净资本管理办法、信托财产登记制度、信托产品税收制度等，补齐对服务信托、信托公司固有业务监管缺乏或不足的缺口，统一监管口径分类及标准。最后，建设统一的信托产品流转平台，解决信托产品的登记、查询、交易问题，增强信托产品流动性，使得信托产品更加被认可。

2. 放松股权投资和证券投资业务的限制，深度参与实体经济发展和产业转型升级

随着我国金融监管能力的提高，金融监管部门应逐渐放松信托公司在股权投资和证券投资领域的业务限制。如放松拟IPO企业、并购及其上市再融资过程中信托持有与退出的限制，鼓励信托公司开展投贷联动或股权投资方式支持科创企业成长和发展，通过政府引导基金等方式发挥政府引导作用，共同促进实体经济高质量发展。

3. 给予信托制度运用在社会治理领域更多的政策支持

信托制度优势要得到充分发挥，应在社会治理领域引入信托制度，发挥信托的财产独立和破产隔离的制度优势，信托公司等受托机构以市场化方式担任受托人，能够实现涉众性社会资金的独立、安全、长期保管并按照委托人意愿运用，提升交易安全性和效率，防范出现社会资金安全风险。未来，要充分发挥信托制度服务实体经济的能力，推动行业转型，国家和金融监管部门需要给予信托一定的政策支持，尤其在社会治理领域给予更多的政策支持。如在物业管理、公共维修基金管理、企业年金、环境治理、预付款信托等方面引入共同治理的概念及使用信托制度的强制要求，可以从地方先行试点。

4. 建立以服务实体经济为导向的评价评级体系，进行差别化监管

与其他金融机构一样，信托业是特许经营行业。金融监管导向对信托业的发展至关重要。回顾我国信托业的发展历史，整体来看，信托业的发展是金融监管部门顶层设计的结果。为了促进信托业更好地服务实体经济，金融监管部门应建立以服务实体经济为导向的评价评级体系。在监管政策上对信托公司进行差别化监管，参考银行业，央行对普惠金融达到

一定标准的商业银行定向降准，如信托公司支持实体经济高质量发展、支持先进制造业、碳中和、小微企业等达到一定标准时，可以给予适当的监管鼓励政策，如风险资本计提的标准降低、不计入融资类额度或者税收优惠的政策；针对国家鼓励的城市更新改造、居民租赁住房建设不纳入房地产业务规模；针对支持共同富裕、养老产业等国家急需发展的方向，应重点给予政策鼓励和倾斜，以进一步支持实体经济的发展。

（三）建立服务实体经济的内外部文化

1.对内：坚守受托人定位，牢记支持实体经济高质量发展的使命

信托公司要实现高质量发展，关键是要围绕受托人的中心地位建设良好的受托人文化。要进一步牢固树立受托人意识，牢记支持实体经济高质量发展、满足人民群众对美好生活向往的使命，养成遵规守纪、埋头实干、勤勉尽责的习惯，提升全面风险管理能力、专业化资产管理能力、综合化管理服务能力和信息科技支撑引领能力。信托公司必须要坚守受托人定位，大力培育受托人文化，将受托人文化建设的基本要求制度化、规范化，将“守正、忠实、专业”的要求嵌入企业文化、发展战略、员工培训、制度规定、激励约束机制等环节，以制度固化良好品行、强化受托人文化认同，提供专业的综合管理服务，筑牢风险管控的基石。

2.对外：引导社会各界懂信托、用信托，深入实体经济发展的各个领域

信托是一种制度安排，不仅可以应用在金融领域，也可以用于公益慈善、财富传承、涉众性资金管理等社会生活的多个领域。但多年来，由于金融供给严重不足，加上信托配套制度和措施不完善，也因为宣传力度不大，导致社会各界对信托制度了解不足，仅将其当作一种融资和理财工具。信托文化和功能普及认可度还不高，信托业在全国范围内展业面临着“刚兑”等问题困扰。参考发达国家，英美国家的信托文化非常发达，信托已经成为生活中的“常驻角色”，与医生、律师等具有同样重要的作用。日本各类型信托功能强大，居民普遍对信托有一定程度的认知。随着经济社会的发展，我国对信托制度需求的广度和深度不断提高，信托制度对我国经济社会发展也必将起到越来越重要的作用。因此，必须大力引导社会各界懂信托、用信托，积极推动信托宣传，让更多居民接触信托、了解信托，助力人民美好生活。

分报告：信托业服务新型城市建设的业务模式与案例研究

“十三五”期间，我国城镇化工作取得历史性成就。第七次全国人口普查结果显示，我国城镇居住人口超9亿人，占比63.9%。“十四五”规划提出，坚持走中国特色新型城镇化道路，深入推进以人为核心的新型城镇化战略，使更多人民群众享有更高

品质的城市生活，通过推进新型城市建设等方式，全面提升城市品质。信托行业拥有开展房地产、基础设施建设的丰富经验，可以发挥业务和制度优势，为新型城市建设提供投融资、信托制度、项目运营等综合服务。未来信托业应脱离传统房地产投资思维，创新开拓、扬长避短，重点围绕宜居、创新、绿色等城市建设目标，不断提升我国城市建设水平。

一、新型城镇化战略下新型城市建设的主要内容

（一）新型城市建设的目标任务

随着2019年城镇化率首次超过60%，我国已步入城镇化较快发展的中后期，城市建设内容逐步从大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重，要更加注重解决城市功能完善、生态环境修复、城市管理提升等发展质量问题，需要探索出一条内涵集约式的新路子。习近平总书记指明了“以人为核心”的新型城镇化战略。总体目标是建设宜居、绿色、韧性、智慧、人文城市。具体看，包括完善城市空间结构，实施城市生态修复和功能完善工程，强化历史文化保护并塑造城市风貌，加强居住社区建设，推进新型城市基础设施建设，加强城镇老旧小区改造，增强城市防洪排涝能力，推进以县城为重要载体的城镇化建设（见表2）。

表2　新型城市建设的目标和要求

	建设目标	规划要求
宜居城市	对城市适宜居住程度的综合评价，其特征是环境优美，社会安全，文明进步，生活舒适，经济和谐，美誉度高	实施城市更新行动，推动城市空间结构优化和品质提升 优先发展城市公共交通，建设自行车道、步行道等慢行网络，加强无障碍环境建设
创新城市	依靠科技、知识、人力、文化、体制等创新要素驱动发展的城市，对其他区域具有高端辐射与引领作用	—
智慧城市	利用各种信息技术或创新概念，将城市的系统和服务打通、集成，以提升资源运用的效率，优化城市管理和服务，以及改善市民生活质量	提升城市智慧化水平，推行城市楼宇、公共空间、地下管网等“一张图”数字化管理和城市运行一网统管
绿色城市	既强调生态平衡、保护自然，又注重人类健康和文化发展的城市建设	科学规划布局城市绿环绿廊绿楔绿道，推进生态修复和功能完善工程，发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅，建设低碳城市
人文城市	注重历史文化底蕴的生态性构建，人文化、人性化、自然化、情调化、生活艺术化成为城市显性形态	保护和延续城市文脉，杜绝大拆大建，让城市留下记忆、让居民记住乡愁
韧性城市	城市能够凭自身的能力抵御灾害，减轻灾害损失，并合理地调配资源从灾害中快速恢复过来	建设源头减排、蓄排结合、排涝除险、超标应急的城市防洪排涝体系，推动城市内涝治理取得明显成效 增强公共设施应对风暴、干旱和地质灾害的能力，完善公共设施和建筑应急避难功能

注：根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》及住房和城乡建设部相关信息整理。

（二）新型城市建设的机会与问题

新型城市建设将为社会资本服务实体经济带来巨大机遇。“十四五”规划提出，推进新型城市建设，顺应城市发展新理念新趋势，开展城市现代化试点示范，建设宜居、创新、智慧、绿色、人文、韧性城市。拓展城市建设资金来源渠道，建立期限匹配、渠道多元、财务可持续的融资机制。这些都为社会资本参与新型城市建设，更全面、深入地服务实体经济提供了巨大的发展机遇。

能否吸引社会资本参与新型城市建设主要取决于项目收益能否高出社会无风险收益水平。目前，信托要参与新型城市建设面临着以下几个问题：

一是如何降低项目投资成本。新型城市建设的主要成本构成包括权利获取成本、基础设施建设成本、运营管理成本、相关税金等。以城中村改造为例，权利获取成本最高，主要是市场和村集体协商确定的高额补偿，实质是取得更新项目土地使用权的成本。

二是如何保障并提升项目收益。新型城市建设项目比新建商品房项目的运营周期更长、运营风险更大，因此必须有更高的项目收益覆盖高风险带来的或有损失。

三是如何配套政策提供支持环境。政府应结合本地实际，积极出台配套政策，为新型城市建设提供相适应的政策环境。在这方面，广州、深圳、上海和天津的经验都值得关注。

四是如何吸引社会资本参与。社会资本参与新型城市建设的投资形式、建设领域和政府合作方式日益广泛。对权益投资、债权投资应区别对待，对拆除重建类、功能改变类和综合整治类项目应个性化处理，政府可以选择不参与、局部参与、全流程参与等多种方式。

二、新型城市建设模式及融资方式

（一）主要模式

城市更新是目前新型城市建设落地的主要内容。2016年国务院印发的《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》将棚户区、城中村、城市更新、名城保护，交通、管网、海绵城市、智能城市等内容均纳入提升城市功能内容。信托可聚焦以老旧小区、棚户区改造等为主要建设内容的城市更新模式。

模式一：市场主导的城市更新单元模式，代表城市深圳。通过政府引导、市场运作、自行改造等方式推进，主要更新方式是拆除重建，更新后功能为居住类占比48.3%，商业类占比13.7%，工业类占比12.6%[①]。

① 唐燕、杨东、祝贺.城市更新制度建设——广州、深圳、上海的比较，P212。

模式二：政府主导下的利益平衡模式，代表城市广州。强调政府主导，通过设立城市更新局负责政策拟定、监管运作，使参与主体在政府主导的收益管理中实现利益平衡，主要更新方式是微改造与全面改造并存，微改造注重建成区保留、人居环境改善和历史文化传承。

模式三：政府市场并重的主题化试点更新，代表城市上海。从区域评估开始，经过制定公共要素清单，在区域指标平衡的前提下，通过容积率转移或捆绑开发等制度，实现更新对公众利益的保障，主要更新方式是试点的主题微更新。

模式四：政府主导的跨区多项目组合平衡，代表城市天津。天津为促进老旧房屋和小区等寡利项目更新，跨区域捆绑丰利项目，保障实施主体整体收益平衡，同时向实施主体倾斜土地支持政策增厚整体收益，进而有效推动更新实施。

（二）融资方式

城市更新项目由于开发周期长，本质上需以重资产模式运行，如何解决项目前期资本、开发资金、运营资金是城市更新面临的主要问题。其中，前期资本主要体现为运营主体权益，主要用于开办、拆迁等，主要以权益方式获取。开发资金一般依靠外部融资实现，主要用于项目建设，主要以债权方式获取。运营资金可借助资产证券化加速资金周转，实现市场化运作。

1.权益投资以城市更新基金为主

随着权益投资业务的不断细化，已发展出永续债、优先股、同股同权等多重投资方式，可以满足城市更新实施主体应对不同建设内容的需要。

2.债权融资中贷款、专项债等方式齐头并进

传统城市更新主要以拆除重建为主，其实施主体通常为大中型房地产开发商或政府背景平台企业。实施主体依靠其良好的主体信用，向开发性金融机构、商业银行、保险公司等申请城市更新类间接债权融资，或在交易所市场向投资人发行城市更新类债券以募集项目建设资金。

3.资产证券化仍在探索阶段

城市更新项目一般以物业销售、物业运营收入为主，资金周期比开发周期更长，资产证券化为缩短资金周期提供了解决方案，通过证券化将资产或股权的未来收益折现，加速前期资本及开发资金的退出。

三、信托服务新型城市建设的实践探索

信托公司为新型城市建设提供投融资、信托制度、项目运营等综合服务。随着“房住不炒”顶层调控举措的逐渐压实，信托行业在逐渐压缩传统房地产业务规模的

同时，也在不断寻找新的发展机遇，尝试利用自身参与房地产领域的丰富经验，以及信托公司全面的投融资方式参与到新型城市建设项目中。据不完全统计，24家信托公司参与城市更新项目，2016年以来新设立的城市更新类信托87个，规模约671亿元。截至2019年6月，末存续项目66个，规模约582亿元，存续规模年均增长40.15%[①]。2020年建信信托、中航信托、东莞信托、金谷信托、爱建信托、中融信托、光大信托、五矿信托、华润信托发行了多只信托产品服务于城市更新等开发项目。其中，中航信托在2020年专门成立了城市更新业务部，发布了城市更新业务品牌“天新湾区”专注大湾区城市更新业务拓展，先后与佳兆业、花伴里、勤诚达、汇景等大湾区内城市更新业务龙头企业达成合作，已先后发起设立天新湾区5号、6号、7号和9号等信托计划。

（一）信托资金的投融资功能

1.债权融资通常以信托公司设立资金信托为主

债权融资是信托公司推进城市更新的常见方式。信托公司向合格投资者募集资金，用于向城市更新类项目实施主体发放贷款或并购贷款及其他债权方式提供资金用于项目建设，以项目建成后收益作为还款来源的融资类业务。

债权融资往往需要实施主体具有较强实力。该模式主要考察项目的变现能力，并关注实施主体的偿债能力或其控股公司的担保能力。项目本身的盈利能力往往不是债权融资最关心的，因为项目利润往往全部由实施主体享有。在深圳旧改实践中，由村集体公司操盘的项目，往往在拆迁签约率100%的前提下，会引入强资质的代建方实施后续建设工作，同时为债权融资提供增信。

2020年，金谷信托发行“博睿70号集合资金信托计划”募集33亿元资金参与惠州市惠州南站新城片区PPP项目建设，加速惠州南站TOD新城融入大湾区；发行“博睿66号集合资金信托计划”协同信达投资及其下属企业为郑州市南曹小湖棚改项目拆迁补偿及开发建设提供资金支持；发行“博睿67号集合资金信托计划”支持郑州市中原区棚户区改造项目，通过加大智能化功能建设提升住宅智能化水平。东莞信托与东莞本地政府紧密合作，通过设立“东莞信托中堂镇城市更新项目”收购日之泉物流园项目，搭建起农村集体资金与村镇产业之间的桥梁，改善人居环境的同时建立起就地就业的产业环境，实现村镇可持续发展。

2.信托公司开展权益投资主要有设立资金信托直接投资或通过基金间接投资两种方式

一是通过设立资金信托直接投资。以股权投资、永续债等方式直接向城市更新项

① 中国信托业协会，《2020中国信托业服务实体经济专题研究报告》。

目实施主体提供资本金，以股东名义直接参与或聘请专家机构参与项目实施和管理。主要以项目建成后的运行收益进行股东分红实现退出，也可设定与经营指标挂钩的对赌条件，由项目实际控制方按约定收购股权或偿还永续债实现退出。信托公司还可以要求分得一部分项目利润，较债权融资方式具有更好投资收益。建信信托与央企合作，发行“信远31号集合资金信托计划”以股权投资方式参与保定深圳园项目开发建设，致力于服务城市发展与产业提升相融合；“爱建长盈精英–招商深圳三联城市更新项目集合资金信托计划”，联合招商地产、招商安业、金马控股等设立为期3年、总规模超10亿元信托计划，共同开发深圳市龙岗区布吉三联村城市更新项目及溪涌村城市更新项目，以“优先+劣后”分级为客户提供“固定+浮动”的回报（见图17）。

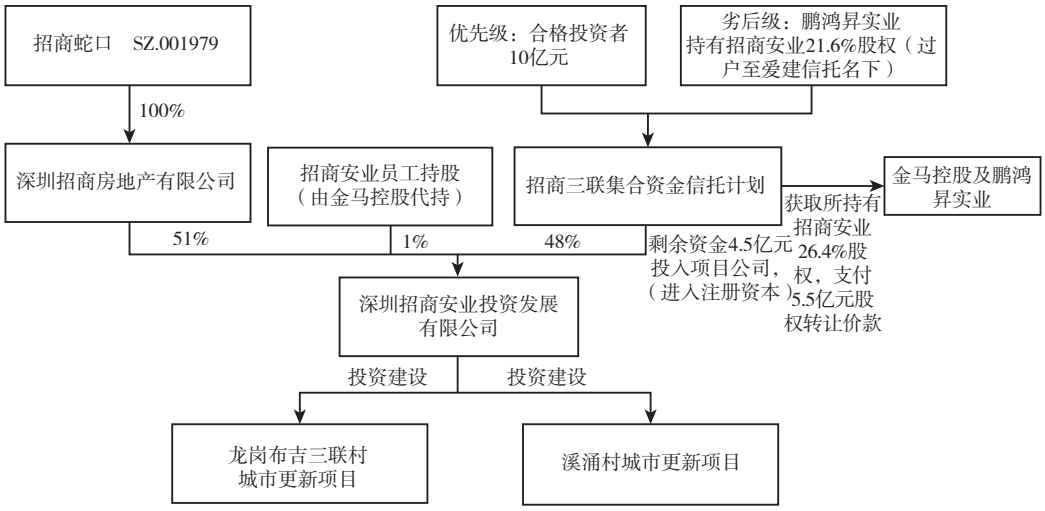


图17　爱建长盈精英–招商深圳三联城市更新项目交易结构

二是信托公司给予城市更新项目资本金，可以通过加入私募基金间接入股的方式。理论上权益投资参与城市更新的窗口期很长，从意愿征集到拆迁协议签署，到列入更新计划、专项规划审批，再到取得土地后的二级开发及运营阶段。

3.信托公司参与新型城市建设的资产证券化

城市更新项目开发完毕并可产生经营现金流时，可通过资产证券化方式提高项目资本运作效率，同时通过资产证券化方式还可以灵活设计证券信用、期限和偿付安排，构建符合市场投资者需要的特定品种。如依靠租金收入构建的CMBS、依托购房款的购房尾款ABS、依托运营收入构建的物业收费ABS、依托实施主体股权分红的REITs等。信托公司通常在资产支持证券中担任SPV，利用信托制度实现证券资产与资产持有人的“所有权隔离”，并以SPV为中枢，附加多重增信方式，进而降低投资

者投资风险。

（二）信托制度的服务功能

服务信托可更好地满足城市更新项目的特殊需求。不同于新建房地产项目，城市更新项目往往首先要理顺村、街道、工厂等资产持有方对资产的权利问题。从深圳旧改经验看，取得资产持有方的完全同意，并完成收益的有效安排，是整个城市更新项目中不确定性最大，也最重要的关键环节。信托公司可发挥信托制度的独特优势，以信托公司的名义为资产持有方设立以实现长期利益最大化为目的的服务信托。服务信托这一金融结构可成为城市更新项目实施主体持股方，在服务信托层面，聘请专业机构为委托人/受益人谋取最大利益，委托人/受益人也可以将信托受益权在约定范围内进行转让和处置，拓宽更新受益群众多样化需求。

（三）信托公司的项目运营能力

信托公司可发挥运营能力，提升收益水平。信托公司开展的房地产信托项目将从新建住宅逐渐转向存量物业，存量物业的项目运营能力将决定着城市更新项目的成败。信托公司可发挥其金融平台的优势，与城市运营商协同提升核心位置存量物业价值，通过金融纽带为区域引入生产性服务业、文化创意产业等实现产城融合发展。

四、信托服务新型城市建设的展业方向

新型城市建设是服务实体经济发展和人民群众美好生活的重要路径。信托与其他金融服务对比，强在展业灵活、业务全面和受托人身份，弱在资金成本高、资产非标化。未来信托业应脱离传统房地产投资思维，创新开拓、扬长避短，重点围绕宜居、创新、绿色等城市建设目标，不断提升我国城市建设水平。

从业务策略来看，信托公司可发挥受托人优势，与其他金融机构加强合作，由债权投资为主向股权、债权、ABS投资并重转型，由政府项目为主向政府和非政府项目并重转型，由集中型项目为主向集中和分散型项目并重转型，提供一揽子投融资服务。

从区域策略来看，信托公司可关注粤港澳大湾区建设、京津冀协同发展、长三角区域一体化等国家区域战略，聚焦人口持续流入、财政情况较好的一二线城市和核心区域，以一城一策、一区一策的方式，进一步提升区域和行业的研究能力，提供符合当地实际需求的专业化服务。

（一）优化空间布局，建设宜居城市

与政府、头部城投、社区和地产商加强沟通、合作，多措并举获取核心地段和重点新区的土地资源。

1.在拆除重建方面，通过参与投资城市更新基金、信托股权直投等形式增厚项目公司资本金，在管控政府和房地产企业的负债率上升的同时，实现自身的股权增值、固收回报或地产开发的方式退出。深刻总结信托业参与深圳城市更新的经验，做好收益风险测算，分散投资风险，重点关注拆迁完成的时效性，避免出现无法确权、难以流转、利益分配矛盾等存量物业开发的普遍难题。

2.在改造提升方面，一是针对性引入或建设社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务设施，提升改造项目收益；二是通过政府主导，在制度上明确补偿村集体和村民合法建筑面积来降低更新成本，并以“微改造”为主的方式降低因拆迁带来的权利获取成本；三是可探索利用存量街道、小区等闲置物业基金设立信托加以利用，还积极寻求政府参与提供补贴或信用支持、引入银行贷款、政府债等低成本、长期限资金降低开发成本。通过上述增收、降成的途径扩大信托资金参与空间，特别是推动收益低、回收期限长的民生项目开展。

3.在新区建设方面，以政府长期规划方向为指引，积极配合政府融资平台，制订专业化、定制化的投融资方案，力争统筹实现宜居、创新、智慧、绿色、人文、韧性的城市建设目标。

4.在物业管理方面，寻找物业财政较强的社区，成立专项物业服务信托，积极发挥信托产品专业化投资能力，建立物业基金长效管理机制，为小区居民实现增收，持续优化小区环境。

（二）聚焦科创引领，建设创新城市

围绕城市创新发展产业方向，加大科创企业和院校合作力度。

1.围绕城市创新发展的主要产业方向，为相关领域关键人才的长租公寓建设提供投融资支持。

2.探索与政府、企业、院校开展战略合作，探索设立以信托为平台的天使投资基金，利用信托灵活多样的投资手段，以股权、债权、资产证券化等形式支持科创企业，吸引产业发展融入创新城市建设，促进产城融合的发展模式支撑构建新型城市可持续发展道路。

（三）提升碳中和能力，建设绿色城市

以低碳建设、低碳生活为导向，建设低碳、绿色城市。

1.加强行业研究能力，探索布局智能建造、绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅等领域的投资标的。

2.积极响应屋顶分布式光伏开发试点要求，借鉴国投泰康创新经验，通过向小区、楼宇提供采购光伏设备的普惠贷款、安装于屋顶进行并网发电，最终将发电收益

覆盖贷款本息，剩余收益归小区、楼宇所有，“让屋顶变银行”成为可能。

五、信托服务新型城市建设的政策建议

（一）明确城市更新项目金融监管标准，与房地产行业区隔

2019年8月以来，信托公司在监管政策的引导下逐步压缩房地产领域投融资规模，主要针对新建商品房项目。是否将城市更新项目纳入房地产信托项目，各地监管局在制度设计上有较大的自主决定权。对于城市更新等新型城市建设项目，应加快明确对应金融监管政策。

（二）推动信托制度在城市更新中的运用

随着城市建设发展从“增量开发”转向“存量更新”，核心街区、公共空间、老旧小区将成为新型城市建设的主要发力对象。建成区内的权利归属、界线划分、方案分歧等都将成为新型城市建设过程中的常见问题。研究如何能够发挥信托制度的优势，例如：通过信托受益权替代固有产权，实现所有权、经营权、受益权相分离等，让信托制度为城市更新铺平道路，搁置争议、共同开发。同时，政府部门应为信托制度落地实践制定具体制度保障，增强公信力，提升可操作性。

（三）配套促进新型城市建设的优惠财政税收制度

为推进新型城市建设，实现城市高质量发展，政府应为其匹配专门税收政策，特别是涉及增进民生福祉、提升人居条件、改善生态环境的低收益类项目，更加需要通过降低税务负担，实现其项目开发。同时，为了促进商业运营、产城融合的发展，政府还应通过细化城市建设中涉税环节，区分公共利益、商业开发及项目运营指定专门的税收政策，并配合一定的财政补贴政策鼓励政策性、民生类项目的实施。

政府应关注资本在参与新型城市建设时从进入到退出的全流程。首先，在统筹更新计划时，应按实施周期、项目收益、融资难度、运营职责、社会效益等进行统筹匹配。其次，地方政府可制定专门配套政策，使之与传统房地产融资相区别，为社会资本方的介入提供政策便利。再次，项目构建应充分吸收标准化市场中ABS、REITs等金融产品内在逻辑，逆向指导项目规划，为社会资本提供更加清晰的退出路径。最后，对于公益性质更新项目，还可在合规框架下对社会资本方实施财政补贴或税收优惠。

未来，信托公司必将更好地运用信托制度这一独特金融工具，展现灵活、专业、忠实的受托人文化，继续为服务新型城市建设提供创新解决方案，为走出一条中国特色城市发展道路贡献信托智慧。

参考文献

[1] 中国银保监会：《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》（银保监发（2019）52 号），2020 年 1 月 .

[2]《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》[R].

[3] 做好“十四五”规划编制和发展改革工作系列丛书编写组 . 促进金融更好服务实体经济 [M]. 中国计划出版社 中国市场出版社，2020.

[4] 中国信托业协会 . 中国信托业服务实体经济专题研究报告 [M]. 中国金融出版社，2020.

[5] [美] 杰弗瑞·J. 鲍威尔（Jeffrey J.Powell）（北方国际信托股份有限公司译）. 美国受托机构在债券融资中的信托服务 [M]. 中国金融出版社，2021.

[6] 牛成立 . 信托服务实体经济模式 [J]. 中国金融，2018（04）.

[7] 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（02）.

[8] 殷醒民 . 信托型 ABN 为新一轮融资政策注入活力 [J]. 当代银行家，2017（04）.

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

[10] 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）.

[11] 张林　张维康 . 金融服务实体经济增长的效率及影响因素研究 [J]. 宏观质量研究，2017，05（1）.

[12] 王锦凌 . 发力养老金信托 参与全生命周期养老金融综合服务 [J]. 中国银行业，2018（04）.

[13] 邢成 . 普惠信托的探索与发展 [J]. 中国金融，2018（04）.

[14] 余剑 . 金融支持战略性新兴产业发展研究 [M]. 经济管理出版社，2018.

[15] 李国平，宋昌耀 . 京津冀区域空间结构优化策略研究 [J]. 河北学刊，2019，39（01）：137–145.

[16] 程妍琳，程响，王建廷 . 从城市扩张到城市更新：城市存量型更新的内涵解读与路径探索 [C]. 天津城建大学，2019.

[17] 唐燕等 . 城市更新制度建设：广州、深圳、上海的比较 [M]. 清华大学出版社 .2019.

[18] 中航信托 . 服务人民美好生活　中航信托城市更新业务“加速跑” [EB/OL].2020–10–30.

玖

特殊需要服务信托研究

课题牵头单位：中航信托股份有限公司

课题指导专家：蔡概还

课题组成员单位：

袁　田　郝晨旭　熊志远　郭炳辰	中航信托股份有限公司
薛小峰　陈倩倩	紫金信托有限责任公司
李元龙　谭　蕾	万向信托股份公司
冯露君	云南国际信托有限公司
樊彦博	中国民生信托有限公司

摘要

特殊需要信托是以满足和服务特殊需要人群的生活需求为主要目的的一种特别的信托制度安排，具有长期性、特定性和复杂性，是近年来源于欧美并逐步被亚洲及更广泛地区认可并推广的受托服务形式。特殊需要人群包括但不限于心智障碍者、失能失智老人以及其他全部或部分丧失以正常方式从事某种活动能力的群体。目前，针对该类人群服务的制度供给和产品供给严重不足，单纯依靠财政补贴和社会公益救助的方式难以长效解决供需不平衡问题，只有广泛借助市场的力量，通过商业和受托服务相结合的方式提供综合解决方案，方为可持续发展的解决之道。

本研究旨在进一步明确特殊需要信托的定义与内涵，深入研究美国、日本、新加坡以及我国香港地区特殊需要信托成熟运行的典型案例，阐明了特殊需要信托广泛的制度适用价值和社会服务价值。从信托公司担任特殊需要信托受托人的视角出发，探索具有中国特色的特殊需要信托创新发展路径。

本研究认为，特殊需要信托的研究与实践有助于丰富服务信托的内涵和模式创新，更有针对性地服务社会民生需求痛点和难点。服务信托作为信托本源业务，是我国信托业深化转型的重要方向，也是可以有效发挥我国信托制度优势的重要体现。以制度信任为基础，以专业服务为保障，相信随着特殊需要信托的引入和本土化创新，可以有效满足特殊需要人群需求，为信托业转型带来新发展机遇。通过特别的关爱和服务，为社会民生创造特别的功能价值，助力人民美好生活的共同实现。

一、特殊需要信托研究的背景与意义

（一）特殊需要信托研究的必要性

1. 特殊需要人群数量增加

特殊需要人群范围比较广泛，包括但不限于患有自闭症或孤独症孩童，失能失智老人以及其他不能有效生活自理的残障人士群体。联合国《残疾人权利国际公约》中，对残障人士的定义为："包括肢体、精神、智力或感官有长期损伤的人，这些损伤与各种障碍相互作用，可能阻碍残疾人与他人平等基础上充分和切实地参与社会。"国际劳工组织把残障人士定义为："是经正式承认的身体或精神损伤，在适当职业的获得、保持或提升方面的前景大受影响的个人。"参照国际的定义及经验，根据我国的实际情况，在1987年开展的第一次残障人士抽样调查时首次确定了残障人士的定义，认为残障人士是指："在心理、生理、人体结构上，某种组织、功能丧失或不正常，全部或部分丧失以正常方式从事某种活动能力的人。"

根据中国残联统计数据显示，2010年年末我国残疾人总人数为8 502万人，占全国总人口的6.34%。在残疾人群体中，视力残疾约为1 263万人；听力残疾约为2 054万人；言语残疾约为130万人；肢体残疾约为2 472万人；智力残疾约为568万人；精神残疾约为629万人；多重残疾约为1 386万人。各残疾等级人数分别为：重度残疾约为2 518万人；中度和轻度残疾约为5 984万人[①]。2010年残疾人总人数较2006年的8 296万人增长2.42%。残疾人由于生理或心智上的缺陷，往往是社会的弱势族群，需要仰赖亲人的照顾或社会福利的补助，使其能免于生活匮乏，所以经济安全可以说是残疾人的安身立命之本。社会上一般人对于残疾人的关照多局限于社会公益的补助措施，甚少从残疾人本身的人权观点予以考虑。

2. 我国人口结构老龄化

20世纪90年代以来，我国老龄化进程加快。根据2021年第七次全国人口普查数据，我国目前总人口数为14.1178亿人，老龄人口60岁及以上人口为2.6402亿人，占18.70%（其中，65岁及以上人口为1.9064亿人，占13.50%）。按照国际常用标准，当一个国家或地区65岁及以上老年人口数量占总人口比例超过7%时，就意味着这个国家或地区进入了老龄化，比例达到14%即进入深度老龄化，这意味着，我国距离深度老龄化只有一步之遥。疾病发生率普

① 数据来自中国残疾人联合会。

遍伴随年龄增长而提高，几乎无法避免，而随着医疗技术水平的提升，预期寿命不断延长的情况下带病生存已经成为一种常态。根据公开数据，中国2018年的人均预期寿命为77岁，但是健康预期寿命仅为68.7岁，也就是说，中国公民有8.3年的时间带病生存。另据中国老龄协会发布的报告显示，我国60岁及以上老年人中老年痴呆患者约有1 507万人，预计2030年将达2 220万人、2050年将达2 898万人。从这一组数字来看，失能失智是老年群体面临的一个主要困境。人口老龄化、家庭少子化和人口流动使老年人如何提前规划养老生活，特别是失能失智后的生活成为一个重要的问题。

除此之外，常规以三口之家为基础的家庭人数跌破三人，在微观层面上体现为离异家庭、丁克家庭、独居青年、独居老人、失独家庭、单亲家庭等多种状态。小规模的家庭稳固性弱，对于疾病或意外等冲击的抵抗力极为缺乏，导致各种各样特殊需要的产生，以往依赖家庭成员互助的需求在当下则必须通过社会力量予以满足。

如何重新认识和分析我国残障人士及其家庭的保障现状和需求，均衡发展多层次的保障体系，提供多样化的精准服务是增进民生福祉、共建共享幸福美好生活的关键。残障人士的生存和保障状况不仅是上千万家庭需要直面的困境，更是各级政府部门和全社会重点关注的民生问题。

3. 服务机构供给不足及社会保障不均衡

“十三五”期间，我国残障人士的社会服务与权益保障取得了长足的发展，但是服务供给与日益增长的社会需求仍存在明显的差距。以心智障碍者为例，目前，我国包含孤独症、脑瘫、唐氏综合征、智力发育迟缓等在内的心智障碍者约占残障总人数的30.4%，约为2 580万人，大约影响家庭人数在5 000万到8 000万。

随着我国国民经济的持续稳健发展，包括心智障碍者家庭在内的中国家庭生活水平和购买能力得到不断提升，心智障碍者家庭对心智障碍者的生活质量、财产安全、服务专业性及可持续性提出了更高的要求。然而，由于心智障碍者个体差异大，不同障碍类别、时期、年龄和区域的心智障碍者有着不同的需求。根据调研报告显示，83.93%的心智障碍家庭自评心智障碍者保障不足，差异化的需求难以得到满足[①]。

对于低龄心智障碍者而言，在接受教育方面，由于社会对于心智障碍者的偏见，造成能够接纳心智障碍者的学校成为稀缺资源，特殊学校、康复机构与师资队伍的数量与心智障碍青少年的数量并不对等；在转衔服务方面，当心智障碍青少年从学校毕业后，可选择的服务仅局限在公立或私立机构接受养护照顾或住宿服务，大多数都在家里与父母一起生活，仅有少数的在社区融合就业；在融合就业方面，心智障碍者目前仍然继续面临着劳动力参与和就业的巨大障碍，处于人力资源低度开发，甚至被忽略的状况。

对于大龄心智障碍者而言，社会照顾机制尚存欠缺，现有以法定监护人为主的监护状

① 资料来源：中国精神残疾人及亲友协会，《中国孤独症家庭需求蓝皮书》。

态，给成年心智障碍者家庭带来了沉重的负担。根据2018年广州市《成年心智障碍人士就业状况和需求调研报告》显示，超过一半成年智障人士的监护人已经年迈，依靠退休金维持家庭生活；超过30%的家庭收入来源依靠政府低保及救济。一方面，成年心智障碍者生活自理能力差，需要照顾者投入更多的金钱和时间，照顾者身体和心理上存在较大负担；另一方面，照顾者可能自身年纪偏大，开始进入老年阶段，在其去世之后，心智障碍的成年子女面临无人照顾的困境。

此外，心智障碍者的父母们最大的忧虑，除了服务机构缺乏、提供的服务良莠不齐难以选择外，往往是自己身故后子女没有合适的监护人，即“家长不在了，孩子托付给谁？孩子如何生存？如何有尊严地活着？”。目前，我国在《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）中虽然增加了“意定监护”“法定监护”等新制度，确立了“最有利于被监护人”“尊重被监护人的真实意愿”“保障并协助”等监护原则，但这些制度仍旧没有细化的配套制度来落实，制度的施行与行为能力直接相关，心智障碍者的自主意愿会受到严重限制。因此，现行的监护和社会救助保障体系仍无法妥当地保护特殊需要人群的权益。

面对心智障碍者家长的核心关切与终极担心，如何整合优质的服务资源、广泛的借助市场力量，为心智障碍者成年后、家长无法照料后的独立社区生活提供可靠的助力保障，是亟待解决的社会问题。

4. 信托业回归服务民生本源

信托公司作为我国金融资管体系的第二大子行业，在服务实体经济和人民美好生活方面发挥了积极的作用。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。

随着信托业的逐步壮大和信托客户结构及需求的升级，信托公司面临的宏观经济、金融监管、业务竞争环境也在发生深刻变化，驱动信托业快速发展的因素正在逐渐弱化，行业单纯追求规模增长的发展模式难以为继。因此，如何跳出行业发展的历史周期规律，通过能力迁移、回归本源等方式实现稳健持续发展成为全行业共同面临的新课题。

2018年，中国银保监会在指导信托业未来发展方向时强调：“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，转型发展的新方向。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。

在经济学角度，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。

在法学角度，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择。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。

在社会学角度，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。

特殊需要信托作为服务信托的特别表现形式，符合服务信托的基本制度安排。研究及发展特殊需要信托，有助于丰富服务信托的内涵和模式创新，更有针对性地服务社会民生需求的痛点和难点。

伴随着大资管时代的到来，包括信托业在内的金融行业面临新的机遇与挑战。以特殊需要信托为代表的服务信托必将成为信托公司重要的转型方向与业务抓手，构建与完善我国特殊需要信托制度，整合生态圈资源，丰富特殊需要人群服务供给，为社会民生创造特别的功能价值。

（二）特殊需要信托研究的可行性与意义

1.特殊需要信托研究的可行性

残障人士事业是中国特色社会主义事业的重要组成部分，扶残助残是社会文明进步的重要标志。习近平总书记曾在不同重要场合多次强调，“残障人士事业一定要继续推动”，要“促进残障人士全面发展和共同富裕”。围绕“十四五”时期“民生福祉达到新水平”的目标任务和2035年“人民生活更加美好，人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”的远景目标，党的十九届五中全会从“完善帮扶残疾人、孤儿等社会福利制度”“健全老年人、残疾人关爱服务体系和设施”等方面对基本民生保障作出新部署、提出新要求。

面对心智障碍、失能失智等特殊需要人群的长期照护与关爱问题，单纯依靠政府财政补贴和公益慈善救助方式难以长效解决供需不平衡问题，只有广泛借助金融市场和社会各方力量，通过商业和服务相结合的方式，共同提供综合解决方案，方为可持续发展的解决之道。2016年国务院颁布的《“十三五”加快残疾人小康进程规划纲要》中明确：“加快发展残疾人

服务业，鼓励信托、保险公司开发符合残疾人需求的金融产品。”2021年7月8日，国务院印发的《“十四五”残疾人保障和发展规划》明确指出，养老和残疾人服务领域是社会民生痛点领域，是供需矛盾比较突出的领域，并明确把“残疾人公共服务总量不足、残疾人多样化需求还没有得到满足，残疾人事业仍然是经济社会发展的短板，列为残疾人事业当前面临的突出问题”，并积极“鼓励残疾人参加意外伤害、补充养老等商业保险，鼓励商业保险机构开发残疾人商业保险产品、财产信托等服务”。2021年11月18日，国务院印发的《关于加强新时代老龄工作的意见》中指出，要加强失能老年人长期照护服务和保障，加大探索力度，完善现有试点，积极探索建立适合我国国情的长期护理保险制度。特殊需要信托旨在为身心障碍、失能失智等弱势群体的照顾护理、生活品质的改善等提供信托规划，同时不剥夺其获得基本社会福利的资格，这与《规划》的要求不谋而合。

在顶层制度设计不断完善的同时，深圳、上海等地区有关部门也纷纷立足各地发展实际，陆续出台了相关配套制度，对发挥信托制度优势助力解决身心障碍者等特殊需要群体的社会保障问题进行尝试与探索。2020年9月，深圳市残疾人联合会和深圳市地方金融监督管理局发布了《关于促进身心障碍者信托发展的指导意见》，就身心障碍者信托关系建立、设立基本流程、监督管理、信托终止财产处理与争议解决作出了规定，意见自2020年10月1日起实施。此外，2021年8月10日，上海市人民政府发布了《上海市残疾人事业发展“十四五”规划》，提出了14项主要指标和10个方面的主要任务，其中在完善残疾人社会福利制度方面，要“对弱监护、无监护等缺乏完全民事行为能力的残疾人，探索建立财产信托制度”。《关于促进身心障碍者信托发展的指导意见》和《上海市残疾人事业发展“十四五”规划》为身心障碍者信托的设立提供了可行路径，为信托等金融机构服务身心障碍者家庭提供了新的服务机制。

近年来，信托业监管部门也推出了一系列政策法规，推动信托公司向高品质的受托人定位转变，大力发展关切社会民生的服务信托，特殊需要信托也为信托公司的产品创新和服务转型提供了借鉴和参考。

2. 特殊需要信托研究的意义

研究及发展特殊需要信托，是信托制度应用的本源回归，是对信托业服务人民美好生活的专业价值体现与提升，从残障人士、残障人士家庭、社会发展等角度进行分析具有显著的社会价值。

从残障人士角度，残障人士由于生理上或心智上的障碍，影响其公平参与发展的机会，常造成教育程度、就业率及所得收入普遍偏低，容易沦为社会上的弱势群体，并且往往需要依赖社会福利的支持或家庭其他成员的照顾。但国家作为基本服务提供方通常是发挥兜底作用，提供的基本服务内容目前还无法覆盖残障人士的需求。因此，如何推动国家、社会等各方在社会保障中为残障人士分担责任、作出贡献成为重要课题，特殊需要信托则是撬动各方需求的机制之一。

从残障人士家庭角度，目前，我国对残障人士家庭的支持仍然是普遍性社会福利原则，针对性的残障人士家庭保障往往具有条件性和时效性，家庭无法转移压力，并且承担了大部分责任，成为了残障人士社会生活的基本支柱。这种情况不利于家庭的可持续发展，也会导致因残致贫、因残返贫的现象发生。特殊需要信托可以协助家庭减轻照顾残障人士的负担，通过专业的财产管理能力及服务整合水平缓解残障人士家庭的照料压力，并且消除残障人士亲属对他们离世后残障人士无人照顾的担忧。

从社会发展角度，社会福利的最基本目标是国家能够保障人民基本生存需要的同时，通过社会福利事业去发展和满足人民的物质和精神生活的需要。就国内残障人士福利的发展来看，有关残障人士的生活需求多仰赖社会补助，给政府财政增添大量的负担，但目前的保障覆盖度、满意度都存在问题。通过发展特殊需要信托，可以广泛的借助社会各界的力量，既可以减轻残障人士保障事业的负担，又可以满足企业等社会各界爱心人士履行社会责任的需求，让更多的残障人士得到保障，实现社会福利制度的根本目标。

二、特殊需要信托的定义、特征及类型

（一）特殊需要信托的概念界定

参照残障人士的定义并结合我国《信托法》的内容，可对特殊需要信托进行定义，即指委托人基于对受托人信任，将资金或财产转移给受托人，受托人按照委托人的意愿以自己的名义，为包含心智障碍者、失能失智老人以及其他全部或部分丧失以正常方式从事某种活动能力的特殊需要人群管理及运用信托财产，满足其日常生活、医疗、护理等信托文件规定的用途。

在特殊需要信托的结构安排中，受托人提供的受托服务主要体现为两方面的核心优势，其一是利用自身专业资产管理能力，管理、分配及处置好用于服务特殊需要人群的信托财产；其二是选任并与专业的服务机构进行合作，为特殊需要人群的日常生活、医疗、护理等方面提供服务，并协助监督。在特殊需要信托的管理和运行过程中，受托人作为枢纽节点，可以广泛联接到保险机构、公益组织、监管机构、律师事务所、医疗护理等服务机构等相关主体，共同参与到特殊需要信托实践以助力信托目的实现。

（二）特殊需要信托的典型特征

特殊需要信托以其自身的优势在我国心智障碍者、失能失智老人等特殊需要人群的长期

服务领域具有较大的适用空间。特殊需要信托相较于法定成年监护制度、持久授权书制度而言，具有适用对象广泛、实现特定需求、资金安全隔离及保护机制完善等优势，与特殊需要人群的长期照护需求不谋而合。

1. 适用对象广泛

我国当前成年监护制度是为补充无民事行为能力者或限制民事行为能力者民事行为能力不足而设置的。监护制度有积极保护残疾人财产权益的功能。但在实践中，与行为能力全面挂钩，严格区分了“失能”（失去生活自理能力）与“失智”（辨识能力不足），将监护对象限制为失智成年人，具体表现在监护的适用条件完全凭借欠缺行为能力的认定，并未包含仅身体上残疾，囿于生活自理和财产管理，但具有完全行为能力的成年人。相当比例的被监护人多因智力残疾、脑部健康等原因导致意思能力欠缺或丧失，被监护人认定范围窄导致申请确定监护人、变更监护人等监护纠纷，而特殊需要信托制度的适用对象广泛，可涵盖包含心智障碍者、失能失智老人在内的全部或部分丧失以正常方式从事某种活动能力的特殊需要人群，弥补我国成年监护制度的不足。

2. 实现特定需求

从财产的管理及运用层面，信托公司作为受托人时，相比于一般监护人或被授权人更为专业。基于委托人意愿以及受益人利益最大化原则，信托公司可以开展信托资金闲置期间的主动管理，实现受托服务功能与理财功能的并行开展，实现信托财产的保值增值功能。除此之外，信托制度充分尊重委托人的意愿，围绕特定的需求，信托公司可以结合自身的股东资源禀赋和业务合作伙伴资源优势，深入拓展服务场景，形成差异化的服务优势，更好地实现委托人意愿，遵循信托目的，更针对性地实现对特殊需要人群的日常照料和财产管理。

3. 资金安全隔离

基于信托财产独立性，信托具有法律制度保障功能，使得信托财产独立于任何信托当事人而存在，相比于成年监护制度、持久授权书制度而言，这既是信托制度的天然优势，也是特殊需要信托能够实现信托目的的重要依据。在具体实践中，一旦被监护人的财产被债权人申请强制执行，其将承担财产权益减损的法律后果。如果财产以信托的形式存在，则其独立性使得委托人、受托人和受益人三方的债权人均不得对信托财产采取查封、冻结、变卖、强制过户等法律强制措施，确保信托财产的专属性与安全性。

4. 保护机制完善

在我国，监护人作为特殊需要群体对外联系的唯一窗口，享有替代决策权。虽然《民法典》第34条、第35条、第36条分别从监护人责任、监护人履行职责要求、撤销监护人资格

等方面限制监护人的替代决策权，但这些举措或者过于抽象无法落实，或者仅带有事后补救性质，并没有专门的进行日常监督工作，无法真正防患于未然。然而，特殊需要信托通过忠实、审慎的受信义务可以约束受托人，确保信托公司尽职、尽责提供专业受托服务具有严格的法律约束力。同时，可以有选择地设置监察人、保护人、管理委员会等多种监督机制。除此之外，可以在信托文件中来特殊约定，保障信托目的得到切实落实。

（三）特殊需要信托的功能及类型

特殊需要信托是受托服务内容与方式的创新体现，其主要功能包括：（1）特殊需要信托可以确保信托财产依照委托人意愿实现特定目的，避免财产纠纷；（2）特殊需要信托可以实现永久存续，不受委托人的死亡或受托人资格的丧失而终止；（3）特殊需要信托可以借助受托人的财产管理能力实现信托财产的有效保值增值。

特殊需要信托类型按照信托财产的来源不同可分为特殊需要自益信托及特殊需要他益信托。

特殊需要自益信托以残障人士的自由财产成立，例如残障人士或年长者具有行为能力且拥有自有财产时，可将全部自有财产或部分自有财产设立特殊需要自益信托，或者残障人士以其所获得的侵权行为人给付的损害赔偿金作为信托财产而成立信托，将信托财产及收益作为自己未来生活赡养、日常照料的费用。若残障人士拥有财产，但因受监护宣告而成为无行为能力人，虽然本人不能独立为有效的信托合同行为，但其监护人可以以法定代理人代为意思表达，以残障人士本人作为委托人兼受益人设立特殊需要信托。

特殊需要他益信托以残障人士以外的第三人的财产为信托财产而成立的信托，并以残障人士作为受益人。例如残障人士的亲属按照设立依据的不同，通过信托文件或遗嘱信托的方式，将其财产作为信托财产，以残障人士为受益人成立他益信托。对于先天残疾或者因为意外事故造成身心障碍的未成年人而言，特殊需要他益信托的成立可以解决其照顾亲属由于体能衰退或衰老而逐渐失去照顾能力的担忧。

特殊需要信托类型按照服务模式的不同可分为特殊需要服务信托、特殊需要慈善信托及特殊需要公共信托。

特殊需要服务信托主要由信托公司担任受托人，借助信托公司的资源优势及财产管理能力为特殊需要人群提供信托服务。具体在实践中，为了全面考虑委托人的经济状况或高净值家族客户的差异化服务需求，信托公司往往通过“保险金信托+特殊需要信托”“家族信托+特殊需要信托”等创新模式开展业务。例如，通过保险金信托嵌入其中的方式，由信托委托人签署保险合同及信托合同，当被保险人身故发生理赔时，保险金给付给特殊需要信托，由受托人进行受托管理及收益分配。通过这样的方式可以充分发挥保险产品高杠杆、终身保障、财富传承等优势。

特殊需要慈善信托主要由信托公司或慈善组织担任受托人，以相关特殊需要人群的救助作为慈善信托目的。在具体实践中，可由政府机构、社会企业及爱心人士担任委托人，选择在特殊需要人群救助方面具有一定经验及慈善资源的信托公司或慈善组织作为受托人，受益人为符合特殊需要人群救助慈善目的的不特定的自然人、法人或依法成立的其他组织。此外，特殊需要慈善信托也可以作为特殊需要服务信托的有效补充和配合，当特殊需要服务信托的财产有盈余或受益人不存在时，可以通过信托文件的约定，将剩余信托财产转入慈善信托中，并用于残障人士救助相关的慈善目的。

特殊需要公共信托主要由残障人士扶养人、监护人、亲属、对残障人数负有救助责任的公共机构等作为委托人，由政府设立的机构担任受托人为特殊需要人群提供公共信托服务或者非营利信托服务。依据我国《残疾人保障法》规定，我国政府机构对符合条件的残疾人有补贴、救助、供养的义务，其所需费用也可交付公共受托人进行管理，按照信托文件规定支付给受益人。因此，信托财产可以是委托人的私人财产，也可以是财政补贴资金、公共救助财产等。公共受托人承担了在特殊需要群体保障领域社会托底性政策实施人的角色，可以解决救助残疾人社会政策实施的难题，也可以解决委托人与信托公司缺乏信任度的难题。除此之外，公共受托人在信托财产数额、收费、服务等方面有特殊的支持制度，政府在其中可以起到监督及为其正常运营提供补贴支持的作用。

三、境外特殊需要信托发展现状及经验借鉴

在美国、新加坡、日本，以及我国台湾地区和香港地区，特殊需要信托已经成为解决包括心智障碍者在内的残障人士、老年人等特殊需要群体的特殊需要的重要补充，已经形成了相对完善、系统的特殊需要信托产品和服务，并在连接特殊人群所需服务，连接医疗、社保等公共福利体系方面形成了可资借鉴的良好实践经验。

（一）美国特殊需要信托发展历程及现状

在美国，虽然早在1969年，加州政府就通过了《残疾人服务法》，规定发育障碍者及其家庭有权获得他们需要的服务和支持，像没有残疾的健全人一样生活，并设立了配套的机构予以落实、保障法案中规定的权利，如尊严、隐私和人文关怀等。但实际上，对于残疾人家庭来说最大的痛点是如何在家人离世后保障残疾人的生活。

美国的医疗费用极其高昂，而要获得医疗补助等福利资格，美国政府对申请人有严格的限制，必须符合各州制定的收入和财产标准，收入通常为不超过联邦贫困线的138%。领取残

障福利，则其资产情况必须满足社会安全生活补助的要求，即单身的申请人拥有不超过2 000美元，已婚的申请人拥有不超过3 000美元的资产。但是，住房被明确豁免，不计入该资产限额的范围。这样就使得身体残疾者或者行为能力丧失者家庭面临艰难的选择，如果不给身体残疾者或者行为能力丧失者留财产，仅靠政府福利，区域中心这样的机构并不能为身体残疾者或者行为能力丧失者在家人离世后提供其基本生活之外、特别是额外的护理、康复等长期费用，而且该机构所定义的发育障碍必须是在18岁之前发生的智力迟钝、自闭症、癫痫等，而并不包括18岁之后致残的情形。如果给身体残疾者或者行为能力丧失者留财产，则又失去了领取政府福利的资格，对于财产有限的家庭，则更加没有保障。因此，上述提出的问题始终无法得到很好的解决。

1993年，作为《综合预算调节法》的一部分，美国国会提出了设立特殊需要信托的要求，即为身体残疾者或者行为能力丧失者的利益而设立的信托，允许家庭为身体残疾者或者行为能力丧失者提供补充需求（如优质的护理选择、治疗和康复机会、电子设备、电脑、教育、职业培训、假期、休闲娱乐等），并且不会将这些经济支持作为身体残疾者或者行为能力丧失者的资产来影响其是否具有获得政府资助的资格。除此之外，组成受托人董事会也是设立美国特殊需要信托其中的一项重要内容，人员组成包括特殊需要群体的家属、相关服务行业的专业顾问等，可以设身处地为信托终身受益人作出决策。

美国的特殊需要信托主要包括三种类型：第三方特殊需要信托、第一方特殊需要信托或自置特殊需要信托以及合众特殊需要信托①。

第三方特殊需要信托是指信托财产来源于身体残疾者或者行为能力丧失者以外的第三方，如父母、祖父母或其他家庭成员。它们可以通过生前转让（生前信托）或死后遗嘱文件（遗嘱信托）的方式设立。只要受益人没有权力撤销信托，或者没有权力命令受托人将信托资产用于受益人自身的生活支撑和维持，信托资金就不被认为属于符合医疗救助制度和社会安全补助金制度规定的“可计量”的财产，福利资格便得以保留。残疾人死亡后，受益人可以通过遗嘱、信托协议或者行使指定的权力，将剩余财产转移给自己指定的人。第三方特殊需要信托的优点是显而易见的，由于信托财产非源于受益人，在受益人死亡后，剩余财产无须补偿医疗补助费用或捐赠给其他残疾人，剩余财产可以按受益人的意愿处分。另外，第三方特殊需要信托的设立不受受益人年龄的限制。

第一方特殊需要信托（或自置特殊需要信托）主要基于身体残疾者或者行为能力丧失者的诉讼解决或者判决产生的收益而设立。法律规定必须由父母、祖父母、法定监护人或法庭设立且不可撤销，设立时受益人只能是年龄为 65 岁以下的身心障碍者。受益人达到65岁之后，信托依然继续生效，只是受益人的自有资产不再计入信托财产，除非它们是定期支付的部分。信托文件必须说明该信托是为受益人的个人利益而设立，以及自受益人去世后，信托

① 资料来源：汪美芬.美国特殊需要信托制度分享［OL］.https：//mp.weixin.qq.com/s/Ij4mLdPazUVlb65r6imLCw，2021-10-13.

财产必须偿还给医疗补助机构，以补偿受益人在其有生之年所获得的医疗照顾费用。医疗补助机构被称为剩余受益人，有资格获得剩余信托资产。若要保留社会救助资格，信托文件中必须包含“补偿条款”，医疗补助机构将成为第一个剩余受益人，较其他剩余受益人具有优先顺位。医疗补助费用的补偿相对其他费用（如丧葬费）的支付具有优先性，但如果受益人在世时使用信托资金预付的丧葬费，则不受剩余受益人优先权的限制。有些人认为偿还医疗补助费用的要求是第一方特殊需要信托的一个潜在的缺点。然而，对受益人来说，他既能在有生之年获得医疗补助，又能通过信托提高自己的生活质量，只是在其死后才用剩余信托财产来减轻政府医疗补助计划的负担，这对双方来说都是公平有利的，且在多数情况下，剩余财产往往无法完全补偿政府的医疗补助费用。

合众特殊需要信托，此类信托由非营利机构设立，信托财产来自不同的人，由非营利机构作为受托人，负责统一管理，处理有关税务、投资等事宜。集合信托对受益人的年龄并没有明确限制，它由受益人（如果他是具有完全行为能力的成年人）、父母、祖父母、法定监护人或法庭设立，由一个非营利机构管理，每个子账户都被单独跟踪，而资金则集中用于投资目的。如果信托资金来源于受益人自有资产，那么剩余的信托资金必须首先用于补偿国家为受益人支付的医疗补助费用，剩余部分可根据共同协议分配。除非约定剩余信托资金由信托保留，在造福有残疾的其他个人贫困者的情况下，剩余资产没有必要补偿给国家。如果信托资金来源于第三方的财产，同样不存在“补偿”国家的要求，受益人死亡后剩余资金将分配给共同协议指定的受益人。集合信托的优点为：第一，设立手续便捷。由于集合信托实体已经存在，开立账户只需要填写一份共同协议；第二，残疾人个人账户独立，财产不会发生混同；第三，受托人专业管理和服务的费用微不足道。当家庭找不到合适的受托人、考虑到银行信托费用昂贵或者家庭希望将受益人死后剩余的信托资金交给其他残疾人而不是补偿给国家时，合众特殊需要信托将是一个不错的选择。

无论采用哪种信托模式，特殊需要信托的目的都是在不丧失政府补助资格的前提下对受益人进行扶助，为身体残疾者或行为能力丧失者提供医疗救助之外的特殊生活需要，为身心障碍者提供补充扶助的手段而非代替或取代国家补助，为身心障碍者提供更好的生活教育条件。基于对美国特殊需要信托架构的分析，可以为我国引入特殊需要信托制度的构建提供参考。但因美国特殊需要信托是补充医疗救助制度的产物，以提高被救助者生活质量为目的，所以在借鉴时应与我国社会救助体系的完善同时进行。

（二）新加坡特殊需要信托发展历程及现状

新加坡的“特殊需要信托机构”（SNTC）于2008年在社会及家庭发展部及国家社会服务联会的支持下成立，专门为特殊需要人士及其家长或照顾者提供信托服务。该公司是一家具有慈善地位的非营利信托公司，为特殊需要群体提供服务。SNTC充当新加坡特殊需要信托的

受托人，将其转移到负责投资和管理信托基金以及公共受托人办公室[①]。新加坡政府还保证了此类资金的安全，从而为潜在的委托人提供信心，使其相信以信托方式结算的金额不会受到投资理财的风险影响。

新加坡特殊需要信托的基本构架是，有特殊需要人士（受益人）的家长或照顾者在特殊需要信托公司开设信托账户之前，需要先制备一份护理计划和意向书。设立信托账户时，最低信托款额为5 000新加坡元（约人民币26 000元），存入信托账户的资金将存于管理该资金的公共受托人处，特殊需要信托公司不管理信托资金的投资问题。特殊需要人士为信托的终身受益人，特殊需要信托公司在受益人的家长或照顾者身故或丧失工作能力后，从信托账户发放款项给受益人，以满足其日常生活的需要[②]（见图1）。

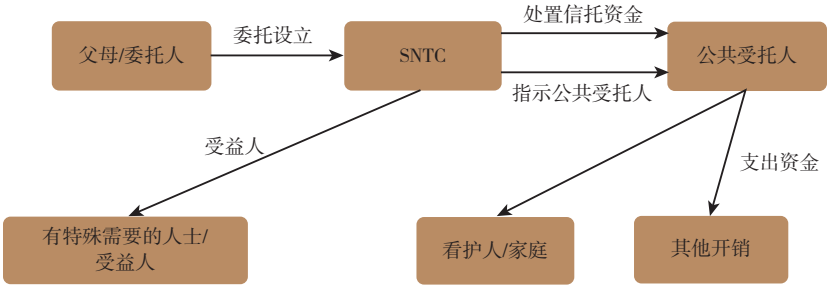


图1　新加坡特殊需要信托信托架构

➢ 在资格准则方面，有特殊需要人士（受益人）的家长或照顾者可设立信托账户，最低信托款额为5 000新加坡元（约人民币26 000元），条件是受益人必须为新加坡公民或永久居民，并居于新加坡。

➢ 在服务范围方面，特需信托机构在受益人的家长或照顾者身故或丧失工作能力后，从信托账户发放款项给受益人，以满足其日常生活的需要。有关款项是根据既定的照顾方案及照顾者在意向书列明的意愿而发放。

➢ 在管理资产类别方面，特需信托机构只为受益人管理现金资产。不过，家长、照顾者或其他供款人可在其遗嘱中指定由有关信托接收现金资产或从非现金资产所得的现金收益。信托账户内的资金会被投资于低风险投资项目以赚取收入，新加坡政府保证受益人可取回信托资金的本金值。

➢ 在服务费补贴方面，特需信托机构收取的服务费获社会及家庭发展部提供90%的补贴，该公司收取的费用包括：一笔过信托账户开立费150新加坡元（约人民币775元）；在照顾者身故或丧失工作能力后的一笔过账户启动费40新加坡元（约人民币206元）；以及在开始发放款项后，每年收取40新加坡元（约人民币206元），作为信托启动后的管理费用。至于信

① 信托资金由公共受托人办公室（Public Trustee's Office）管理。

② 有关款项是根据既定的照顾方案及照顾者在意向书列明的意愿而发放，意向书对特殊需要信托公司不具有约束力，并且特殊需要信托公司可以在符合受益人最大利益的情况下背离意向书。

托启动前每年收取的费用，则由社会及家庭发展部全数资助。

看起来，在新加坡设立特需信托账号的支出不高。但实际上，新加坡政府在背后给予了特需信托机构高额的财政补贴。以2014—2015年度为例，在机构登记的受照顾者为324名，当年政府向特需信托机构批出的资助额约为113万新加坡元（约人民币585万元），即人均约1.8万元的服务补贴。

新加坡特殊需要信托提供的解决方案有以下几大特色：

1.新加坡特殊需要信托的受托人服务将在受益人的整个生命周期一直持续，解决了委托人去世后对于受益人无法照料的后顾之忧。

2.新加坡特殊需要信托允许特殊需要人群的家属参与意向书中涉及照料者的决策过程。

3.关于信托资金可能产生的盈余，信托合同明确规定，有权享有盈余的人不得为信托的受益人，因此在设立信托时委托人需指定在终身受益人去世后要将剩余信托资金分配给谁，这就减轻了特殊需要信托公司一边管理信托资金，一边平衡终身受益人和剩余遗产继承人之间利益的负担。此外，通过明确声明将资金交于公共受托人，特殊需要信托公司也摆脱了在动荡且复杂的金融环境中管理信托资产投资的棘手问题。两者大大降低了特殊需要信托公司的法律风险。

4.作为一项信托计划，特殊需要人士的父母没有必要从一开始就把他们所有的资产都放入信托中。在与特殊需要信托公司设立信托后，父母可以通过遗嘱将必要的遗赠交付至相关的信托账户中，在父母死后遗嘱执行人将清算资产，并将钱交予特殊需要信托公司。因此，父母可以在有生之年使用、投资其资产，在他们离开后，特殊需要人士也能得到经济上的保护。

新加坡的特殊需要信托有着国家政府机构的扶持和保障，通过公共受托人机制将信托资金的投资理财功能与特殊需要信托公司的服务功能相区分，使得该项业务能够受主管机关、社会组织和公民的多重监督，其目的是SNTC可以在获得政府补助资格的前提下对受益人进行扶助，为身体残疾者或行为能力丧失者提供医疗救助之外的特殊生活需要，能有效地为特殊需要人士进行全方位的服务，并为他们提供一个在其家长或照顾者身故后仍然可以持续有效的多层次保障体系。

（三）日本特殊需要信托发展历程及现状

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，特殊需要信托业务有着相似的发展背景，因此日本的残疾人扶养赠与信托同样值得借鉴。日本历经高度经济成长后，国民的生活水平及公共卫生向上提升，加上医学、医疗技术的进步，国民平均寿命明显增长。在如此急速的高龄化演变过程中，剧烈地影响日本国民生活的各种层面。对于日本政府而言，如何设计相应的制度乃当务之急。下面主要对残疾人扶养赠与信托及监护制度支持信托进行梳理及分析。

1. 残疾人扶养赠与信托

日本《信托法》对于以残疾人或高龄者财产管理为目的的信托称为残疾人扶养赠与信托，又称“福祉信托”。此信托产生于日本对特殊残疾人的非课税赠与原则的确定。根据该原则，1975年日本《遗产税法》修订后的第21条规定，为个人（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6 000万日元的限额内可享受赠与免税待遇。此后，凡利用该赠与免税待遇签署的信托合同即成为残疾人扶养赠与信托。

残疾人扶养赠与信托以“对特殊残疾人非课税赠与”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和处分，以实现保值增值，并负责对残疾人的生活费和医疗费等必须费用进行定期支付（见图2）。

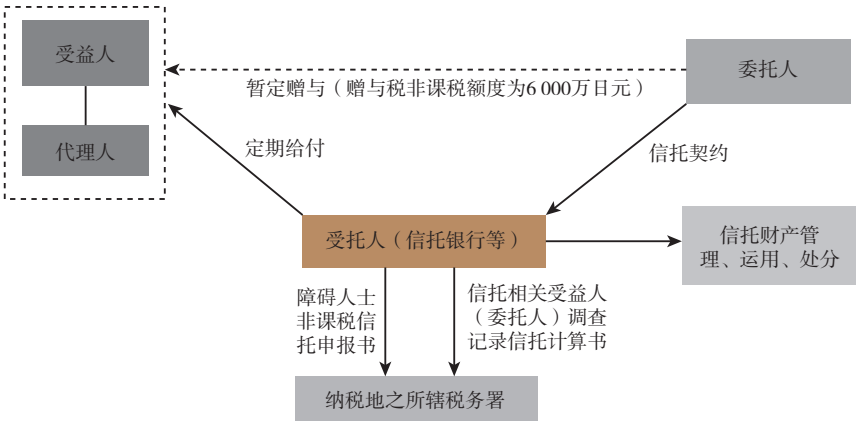


图2　日本残疾人扶养赠与信托架构

日本残疾人扶养赠与信托的快速发展，得益于日本政府的配套法律制度供给和悉心培育。一方面，日本政府在不断修订自己的法律，使得税法、遗产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。另一方面，在业务开展过程中引进专家监护人，由专家监护人依照受监护人的生活状态及财产状况，分析是否适于利用信托制度管理及运用财产，如果适合，再设定信托的财产金额，与满足亲属监护人日常支出的金额，并向家事法院提出报告书。如此可借由专家意见，协助法院于事前建立合理的信托架构。家事法院可视情形，于监护开始时同时选定专家监护人与亲属监护人，或先选定专家监护人，待专家监护人辞任前，再选定亲属监护人。

2. 监护制度支持信托

监护制度支持信托是日本在设计老人福利制度时，从现实状况角度出发创设出的新型信托模式。其中最值得重视的，应属日本民法中关于监护制度支持信托的创设。随着日本老年人口逐年增加，老年失智症人口也相应逐渐增加。成年人监护宣告的人数，从2000年到2010

年10年间增加近2.5万人。同时，监护人滥用监护权的情形也日益增加。日本最高裁判所事务总局家庭局在日本现行法制之下，提案创设监护制度支持信托，并自2012年4月起开始实施。

日本监护制度支持信托制度的特色，一是由家事法院事前审查信托行为是否适当。当信托文件制定、临时金交付予监护人、定期交付监护人的金额变更、信托财产追加、信托解约时，均需取得家事法院的指示书，始能实施，以防止监护人为自己的利益做不当信托行为。二是引进专家监护人。由专家监护人依照受监护人的生活状态及财产状况，分析是否适于利用信托制度管理及运用财产。如果适合，再设定信托财产金额，足够支付亲属监护人日常支出金额，并向家事法院提出报告书。如此可借由专家意见，协助法院于事前建立合理的信托架构。家事法院可视情形，于监护开始时同时选定专家监护人与亲属监护人，或先选定专家监护人，待专家监护人辞任前，再选定亲属监护人。

在日本，监护人的选定范围并不限于亲属，在涉及复杂财产争议的个案中，通常会选任律师或司法书士等专业人士担任专家监护人；在受监护人需要特别照护的个案中，则会选任社会福祉士等社福专业人士担任专家监护人；在预定利用监护制度支持信托的个案中，因所涉及的问题偏向法律或财产层面，故日本实务上通常会选任律师或司法书士担任此类个案的专家监护人。

（四）我国台湾地区特殊需要信托发展历程及现状

我国台湾地区残疾人如属民法上的无完全行为能力人（包含无完全行为能力的未成年人、受监护宣告人及受辅助宣告人）无法照顾自己及管理自己的财产，照护的亲人最担忧的莫过于当自己遭遇变故无法继续照护时，无完全行为能力人应如何安置。法律上对于无完全行为能力人虽设有监护、监护宣告及辅助宣告等制度，唯实务上常发生监护人或辅助宣告人未尽责任的情形，使得监护、监护宣告及辅助宣告制度的功能无法有效彰显，因此，实务上多透过信托制度来谋求改善。

我国台湾地区“身心障碍者权益保障法”第83 条规定：“为使无能力管理财产之身心障碍者财产权受到保障，‘中央’主管机关应会同相关目的事业主管机关，鼓励信托业者办理身心障碍者财产信托。”该制度已明订主管机关应鼓励信托业办理身心障碍者财产信托。我国台湾地区信托业者所办理的残疾人扶养信托，信托内容多系由残疾人交付金钱、保险金等，由受托的信托业者依照信托契约约定执行财产的运用及给付生活费、赡养院等费用，透过信托业者独立且专业的管理，确保赡养金及其他财产的安全与有效运用。委托人可以一次或分次支付信托财产，由受托人依信托合同内容，分散运用于存款、地区内外共同基金及绩优上市公司股票等收益相对稳定且风险低的理财工具，并依委托人的需要，定期或不定期将信托收益给予收益人（可为委托人本人或委托人指定的人），作为生活费、医疗费等，以确保残疾人生活质量。我国台湾地区最早于1992 年由“中央”信托局（现与台湾银行合并）开

始承办残疾人扶养信托业务，目前台湾地区信托业已有多家兼营信托的银行办理残疾人扶养信托。残疾人扶养信托的主要目的是为残疾人的照顾人分忧解劳，具备以下几项优点，能协助一般残疾人或其照顾人管理财产，保障其经济来源①：

其一，独立性。受托人应将信托财产与其自有财产及其他信托财产分别管理，且信托财产原则上不得强制执行，受托人破产时亦不列入破产财团，因此，以信托方式管理资产不会因受托人的情况而受影响。

其二，安全及便利性。委托人将财产移转于受托人，信托业成为该财产名义上的主体，可隐藏财产，避免遭歹徒觊觎，也可避免一时不察，遭不肖之徒迷惑而有财产上的损失，减低被骗或挪用的风险。残疾人缺乏足够辨识能力，无法自行管理财产时，可将财产移转给信托业者，由其代为管理，以避免受诈骗。

其三，持续性。受托人为该财产名义上的主体，但经济利益实质上归属于受益人，在信托关系中，纵使委托人其后丧失行为能力，该信托关系依然持续。

其四，专业管理。受托人如为信托业者时，其具有金融服务的专业性，透过金融专业人员的建议与安排，可提供完整的赡养理财服务。

其五，规划内容具有弹性。由于委托人在信托存续期间的信托财产可一次或分次交付，且受托的信托业亦可依委托人的需要定期或不定期给付予受益人，更可将信托收益或本金汇至受益人的国内外账户；且信托财产得完全依委托人指定的方式保管及使用，只要有信托合同有约定委托人可随时依需要变更信托内容，让信托规划可一直贴近委托人的需求，相当富有弹性。

以我国台湾地区国泰世华银行所办理的“爱的信托”残障照顾计划为例，其架构为委托人将金钱交付信托，作为身心障碍者生活教养及长期照护费用的财源，避免财产被他人挪用或遭诈骗，确保能专款专用于身心障碍者（残疾人）身上，使其获得完善的照顾。委托人可指定亲朋好友或我国台湾地区智障者家长总会担任信托监察人，并约定提供生活费、教养费、医疗费及养护机构费用等信托给付项目，以落实照顾残障子女，让父母的爱不受生命拘束，也不会增加其他亲人的负担（见图3）。

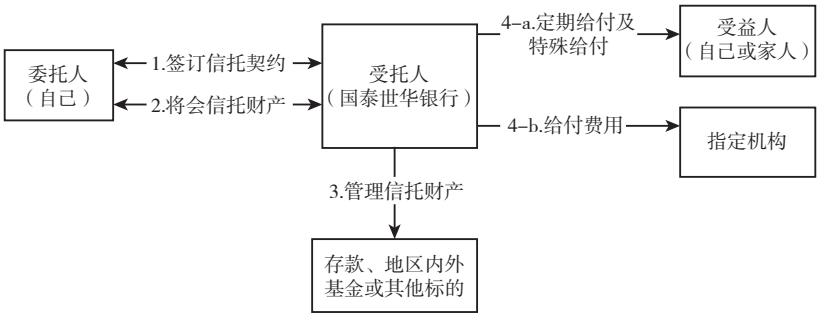


图3　国泰世华爱的信托法律架构图

① 李瑞金.老人财产信托可行性之研究［R］.我国台湾地区“内政部”研究报告，2000年.

除此之外，我国台湾地区板信商业银行所办理的身心障碍信托，其架构与国泰世华银行大致相同，并强调善加利用“残疾人信托”架构中“信托监察人”设置，亦可为身心障碍受益人的利益更加一层保护。残疾人可选择合适的亲人或公益团体担任信托监察人，甚至于信托合同中，约定合同变更或终止事项须经信托监察人同意，确保身心障碍受益人获得完整信托保障、信托资金亦妥善地专款专用于身心障碍受益人身上。

（五）我国香港地区特殊需要信托发展历程及现状

据统计，我国香港残障人士有71 000至101 000人。由于寿命的延长导致人口迅速老龄化，一些家长表示，虽然他们有能力支付其有特殊需要子女的长远生活需要，但由于其子女缺乏自我照顾能力，他们仍然担心其过世后子女的照顾问题，所以急需针对特殊需要群体的财务规划工具。因此，建立安全、负担得起的机制来管理专门为特殊需要人士使用的金融资产的需求非常紧迫。

为了解决这些问题，中国香港特区政府早在2016年便开始开展如何利用信托帮助心智障碍者改善生活的研究。中国香港特区政府在2016年的《施政报告》中指出，由于一些家长担忧其心智残障子女在其去世后的照顾问题，宣布“劳工及福利局将成立工作小组，探讨设立公共信托机构以提供可负担服务的可行性。[①]”同时，中国香港特区政府考虑到这些家长在寻找可以信赖又有能力为他们管理财产的亲友时往往遇到困难，而私人信托服务收费高昂，一般家庭难以承受。于是，在2017年的《施政报告》宣布：由政府牵头成立符合本土情况的“特殊需要信托”，其以香港特区政府的强大公信力为依托，由政府机构担任特殊需要信托受托人，在充分考虑私人信托收费高昂和大多数特殊需要家庭的经济情况后，采取了类似集合信托的方式，为特殊需要人士服务。经过一年多的时间，特殊需要信托办事处于2018年12月正式成立，并在2019年3月25日开始正式接受公众申请。

我国香港特殊需要信托的主要当事人是委托人、受托人、看护人、受益人以及协调照料机构和受益人的受托人代表。在香港，受托人是根据《社会福利署署长法团条例》由社会福利署署长担任单一法人的公司。根据《社会福利署署长法团条例》第4条的规定，社会福利署署长能够担任“社会福利部门为保全主体利益而设立的信托的受托人，或与社会福利部门工作有关的任何信托的受托人”。

从理论上来说，非政府组织可以保留信托资产的保管权并进行投资。但是在实践中，这两个角色（保管和投资）是由特区政府或由特区政府支持的法定团体担任。这是因为潜在的委托人对政府受托人更加信任，而且实际上委托人也无法预先筹集并集中足够的资金开展投资信托。

---

① 香港特别行政区立法会.CB（2）924/18-19（03）号文件［DB/OL］.（2019-03-11）［2020-03-24］.https：//www.legco.gov.hk/yr18-19/chinese/panels/ws/papers/ws20190311cb2-942-1-c.pdf.

此外，让社会福利署署长担任受托人是一个可持续性的安排。署长具有永久、长期的法律地位，使其在委托人去世后仍然可以提供金融服务，照料机构可以定期收到资金，为有特殊需要的人持续提供辅助系统（见图4）。

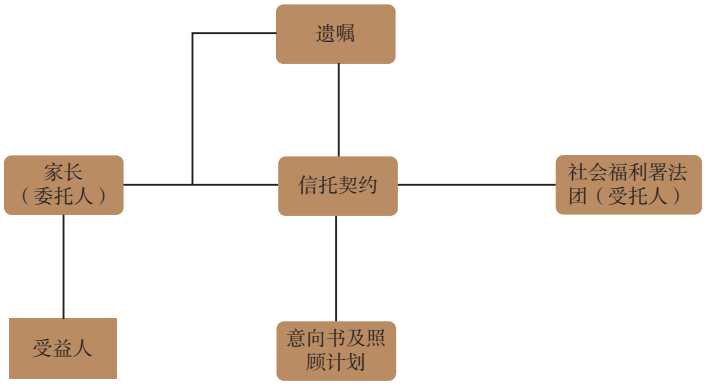


图4　香港地区特殊需要信托架构

我国香港地区特殊需要信托的运作逻辑以“生前信托+遗嘱”的法律架构为核心，旨在成为一项基本的辅助和护理信托。通过委托人在世时设立信托，并订立遗嘱。

委托人身故后，遗嘱执行人变卖委托人的资产，并将资金转移到特殊需要信托这一信托账户，信托才正式开始运作。信托资产的使用将主要由家庭规划决定，未来的照料机构将由家庭成员在做信托资产计划时指定。该信托账户将向（在主要家庭成员无法再提供照顾时）承担看护角色的人定期转账。

鉴于此前缺乏针对特殊需要人士的令人满意且可负担的财务规划服务，特殊需要信托提供的选择极具吸引力，优势突出。

其一，特殊需要信托克服了现实中难以找到合适的、可信赖的受托人的问题，以香港特区政府的强大公信力为依托，解决了目前特殊需要人群及家庭对信托不了解、对选任的服务机构不信任的痛点。受托人将在特殊需要群体在世期间持续为其提供服务。

其二，专门用于特殊需要群体的金融资产由专业的受托人进行管理，这既降低了看护人滥用财务的风险，又减轻了其管理相关个人财务的负担，从而使看护人能够专注于相关个人的福利。

其三，特殊需要信托允许有特殊需要的被扶养人参与关于照料机构的决策过程，前提是意向书中对此作出了规定。

其四，信托管理费降至最低水平，因为无论受托人是政府组织还是非政府组织（NGO），它们都属于非营利组织，因此收取的费用仅限于支付必需的开支，政府在其中可以起到监督及为其正常运营提供补贴支持的作用。如果将资金交由专业投资经理，那就必须缴纳资金管理费，但因为信托计划简单且统一的特征，所以资金管理费维持在较低水平。从政府的角度来说，持续为有特殊需要的被扶养人提供安全且稳定的私人资金，也减轻了提供社会福利的

负担。

我国香港地区特殊需要信托制度相较于世界上其他特殊需要信托制度有较大区别，受托人由代表公权力机构的特区政府社会福利部门担任，负责管理特需信托，对信托资金管理更加审慎，受到的法律约束也更加严格。这是特殊需要信托多样化管理模式中的特色代表，具有一定的示范和启发意义。

四、信托公司开展特殊需要信托业务的路径分析

（一）监护支援信托

2019年，万向信托借鉴日本监护支援信托，结合我国国情和法律制度，推出具有中国特色的监护支援信托服务，落地了全国首单监护支援信托。具体而言，在财产安排上，当事人作为委托人，将资金交付给信托，并指定自己（包括配偶）作为信托的受益人；在人身关系安排上，当事人在公证处和信托公司的协助下，与当事人信任的人建立监护关系。未来，如果当事人发生失能失智的情况，监护人履行监护的权利和义务，信托受托人根据合同约定的方式将信托利益分配给受益人，使当事人的晚年生活得到充分保障（见图5）。

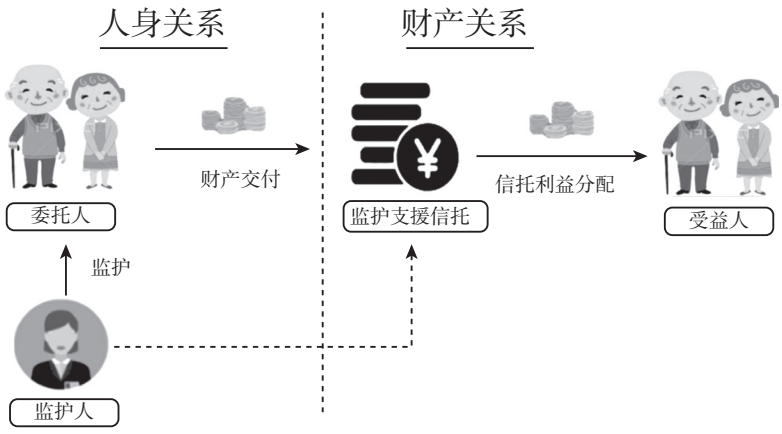


图5　万向信托监护支援信托交易结构图

资料来源：万向信托提供，课题组整理。

在该案例中，万向信托联合杭州市国立公证处和上海市普陀公证处（顾问单位）将信托制度与监护制度紧密结合，首次在现实服务层面实现“信托制度+监护制度”的创新融合，帮助当事人规划自己和家人的晚年生活，满足当事人老有所养、老有所终的现实需求。

2020年，万向信托再次联合上海市普陀公证处将信托制度与监护制度进一步融合，同

时结合遗嘱，成功落地全国首单复合型监护支援信托。在该案例中，在公证处和信托公司的协助下，当事人作为委托人设立监护支援信托，指定自己和子女作为信托受益人，并对未来信托分配进行较为详细的规划。当事人为自己安排意定监护，为自己的未成年子女安排委托监护。当事人通过订立遗嘱，打通身后财产、特别是非现金类财产追加交付信托的通道。未来如果当事人发生失能失智的情况，监护人即会履行对当事人及其子女的监护职责，信托受托人按照约定向受益人分配信托利益，保证当事人及子女都能得到好的照料，维持家庭的稳定。如果当事人去世，其遗产可依据遗嘱交付进信托，继续用于支持子女的生活。在整个解决方案中，信托既是各类人身关系的核心枢纽，也是各类财产的重要载体，体现出信托制度的独特优势。通过合理规划，保障当事人及子女的生活品质，同时降低监护人的财产管理负担和风险，实现财产隔离、保值增值、养老规划、子女成长、财富代际传承等多重目标（见图6）。

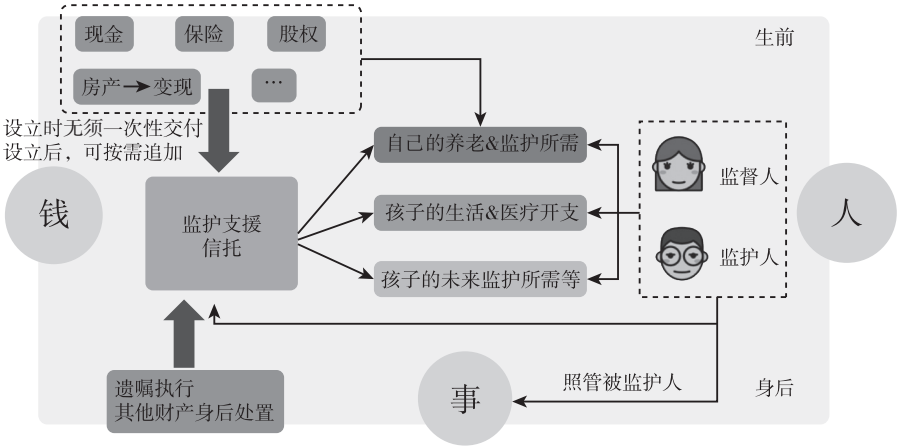


图6　万向信托复合型监护支援信托交易结构图

资料来源：万向信托提供，课题组整理。

该案例通过创新的复合模式，帮助当事人规划自己的养老生活和未成年子女的未来生活，遗嘱的加入将委托人身后的财产也纳入整体规划之中，实现两代人“人+事+钱”的综合对接和家庭全生命周期的覆盖，充分保障当事人及其家人未来人身和财产权益。

（二）身心障碍服务信托

2020年9月8日，深圳市残疾人联合会和深圳市地方金融监督管理局发布了《关于促进身心障碍者信托发展的指导意见》，率先为身心障碍者创设“财产管理+公益”的信托服务，打造“弱有众扶”的帮扶体系。

在指导意见中，围绕身心障碍者的定义、身心障碍者信托关系建立、身心障碍者信托设立基本流程、身心障碍者信托监督管理、信托终止财产处理与争议解决等方面提出了相关建

议。身心障碍者是指在心理、生理、人体结构上，某种组织、功能丧失或者异常，全部或者部分丧失，致其参与社会及从事生产活动功能障碍或受到限制的人。身心障碍者包括智力障碍、精神障碍、孤独症谱系障碍、视力障碍、听力障碍、言语障碍、肢体障碍、多重障碍、重要器官失去功能者及其他显著障碍的人。

在身心障碍者信托关系建立方面，身心障碍者信托是基于身心障碍者特殊需要而设立的信托，由受托人提供信托财产的管理和处分，专业服务机构提供身心障碍者个性化服务。身心障碍者信托延长了信托链条，增加了第三方中介组织、专业服务机构等相关利益方，创新设立身心障碍者所需服务作为信托末梢服务。确保身心障碍者信托健康长远发展，必须完善身心障碍者信托运作机制，在遵循法律法规和政策规定的前提下，理顺委托人、受益人、监察人、第三方中介组织和专业服务机构关系。尤其是针对第三方中介组织，为破解身心障碍者照料服务和社会服务机构有效对接难题，鼓励设立第三方中介组织，负责连接信托各相关方资源和力量。该中介组织可协助受托人推荐遴选能够满足委托人和受益人需求的专业服务机构，并定期对其开展评价考核。而专业服务机构应登记注册为商事主体或社会组织，并依据信托文件，为受益人提供医疗、康复、特殊教育、就业、托养、养老、文体、基本生活照料、殡葬、遗嘱、法律等个性化支持服务，其业务范围及收费标准将向社会公布，并接受身心障碍者信托各方和社会的监督。

在身心障碍者信托设立基本流程方面，对信托的申请、信托的建立、身心障碍者信托存续及身心障碍者信托变更终止等内容进行规范。在存续期间，委托人按照信托文件要求，依照合同履行各项权利和义务。受托人根据信托要求，及时联系第三方中介组织，为受益人选择符合各方要求的专业服务机构。专业服务机构依照信托要求，为身心障碍者提供符合信托要求的个性化、专业化服务。信托存续期间，深圳市残疾人联合会、深圳市地方金融监督管理局依法对设立的身心障碍者信托业务进行指导、检查，信托机构和身心障碍者信托利益相关方应予以配合。而在信托变更终止阶段，当身心障碍者信托成立后，出现信托文件或法律法规变更或终止情形，应依法依规进行办理。若身心障碍者信托发生设立信托时不能预见的情形，深圳市残疾人联合会可以根据信托目的，变更信托文件中的有关条款。若身心障碍者信托终止，受托人应当于终止事由发生之日起十五日内，将终止事由和终止日期报告监察人、中国银保监会和深圳市残疾人联合会，经深圳市残疾人联合会批准后按照《信托法》终止有关要求办理。

在身心障碍者信托监督管理方面，在业务管理环节中，受托人按照《信托法》等有关法律法规和政策要求，遵循合法、安全、有效原则，依法依规做好受托财产的管理和处分，依据信托合同有关要求，确定专业服务机构，保障身心障碍者服务。受托人应定期主动将信托执行情况向信托设立的业务主管部门深圳市残疾人联合会、委托人、信托监察人等进行报告，自觉接受监督。在信息披露环节中，身心障碍者信托从业机构应依法做好信息披露工作，及时向委托人、受益人、监察人等相关方告知信托业务信息，进行风险提示，保障信托稳健运行。信托受托人应在每年6月30日前向深圳市残疾人联合会报送年度信托报告。在审

慎监督环节中，深圳市地方金融监督管理局、深圳市残疾人联合会等部门应定期会同有关职能部门，研究身心障碍者信托管理事项，及时通报身心障碍者信托业务发展情况，准确研判各类风险，加强信托事中、事后跟踪评估，依法依规防范和处置风险。各级残联组织要切实履行“代表、管理、服务”职能，为保证身心障碍者信托目的的实现提供必要的支持服务，切实保障身心障碍者权益。

在信托终止财产处理与争议解决方面，对身心障碍者信托终止财产处理及争议解决进行了规范。

基于上述《意见》，光大信托于2021年落地了国内首单身心障碍服务信托。在本单身心障碍服务信托中，受益人为自闭症人士，委托人希望由第三方中介机构为子女提供终身的管家服务，每年对受益人进行需求评估，并对接教育、医疗、康复、就业、日常照料、养老、遗嘱、法律、殡葬等各类身心专业服务机构为受益人提供服务（见图7）。

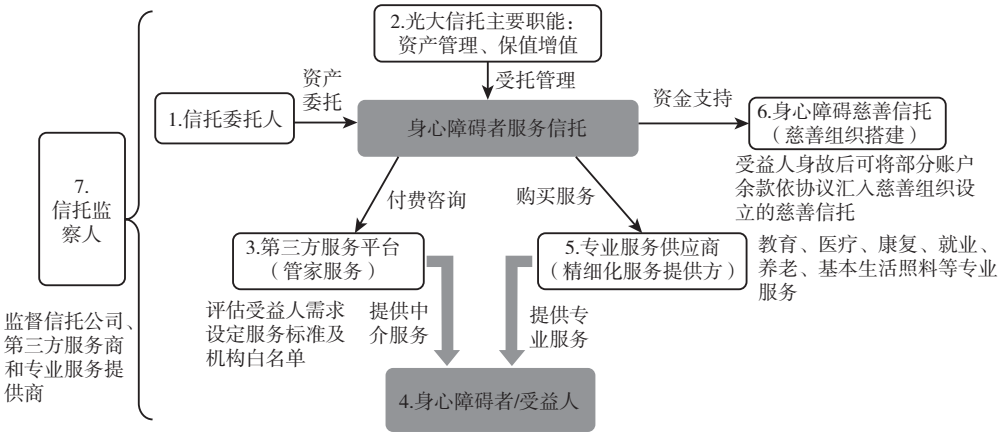


图7　光大信托身心障碍服务信托交易结构图

资料来源：网络公开资源整理。

信托合同明确了身心障碍者服务信托委托人、受托人、受益人、监察人、第三方中介组织、专业服务机构等当事人的关系，以及各类主体的责任义务，延伸了信托服务链条，促进了市场主体间供给与服务需求有效对接。通过诸多的结构设计，该笔身心障碍服务信托可以基本保证各方权利义务对等、权利相对制衡的前提下，一方面受益人将更有条件享受到机构的个性化、专业化支持服务；另一方面还有机会选择不同机构接受多元化、系统化的支持服务；同时，受益人利益受到损害时，监察人可以及时制止，维护受益人权益。

（三）特殊需要慈善信托

1.“点亮蓝灯”自闭症慈善信托

2021年5月18日，温州医科大学精神卫生学院心理中心、温州市天爱公益协会、瓯海

区慈善总会和万向信托共同签约设立“点亮蓝灯”自闭症慈善信托项目（以下简称“点亮蓝灯”慈善信托）。“点亮蓝灯”慈善信托由温州市天爱公益协会投入54万元，由温州市瓯海区慈善总会和万向信托股份公司作为受托人设立，委托温州市瓯海区星海公益中心进行项目实施，资助对象为“点亮蓝灯”孤独症家庭赋能项目，通过深入调研了解孤独症家庭需求，开展孤独症家长专业培训、孤独症家长心理支持、孤独症家长医学专项服务等九大专业服务，旨在提高孤独症家长及家庭的生活质量，促进孤独症家庭融入社会，形成社会接纳孤独症家庭的良好风气。

“点亮蓝灯”慈善信托的设立，以“慈善+金融”的形式为慈善资金引入专业化管理，实现了信托公司、慈善公益组织和自闭症医学专业团队的强强联合、优势互补，是通过慈善项目化运作解决孤独症家庭痛点需求的一次新型探索实践，为信托行业提升制度应用价值和社会服务价值助力社会民生问题解决提供了重要参考。

2.“紫金·厚德”系列慈善信托

2011年11月，紫金信托将信托引入公益事业，在江苏省内率先创新设立慈善信托——“紫金·厚德”，聚焦于救助困难家庭中罹患大病的儿童及残障儿童。该系列慈善信托搭建了一个汇聚社会爱心、共襄公益善举的良好平台，有力促进了社会公益事业的发展。

截至目前，该系列公益慈善信托计划已累计成立10期，募集资金超过870万元，救助困难家庭患儿550余人次。该系列计划相关管理、监察、托管等服务的各机构均未收取任何管理费用，信托财产及收益全部用于公益目的。

在项目运营方面，“紫金·厚德”系列公益慈善信托计划创新采用“信托公司+慈善组织”的运作模式，紫金信托与南京市慈善总会、南京儿童医院医学发展医疗救助基金会等慈善机构合作，设立开放式信托，用于救助困难家庭中罹患大病的儿童及残障儿童。

在具体运作中，南京市慈善总会、南京儿童医院医学发展医疗救助基金会等慈善机构，运用慈善组织的专业公益项目运作能力和公益资源，根据慈善信托管理计划书要求选取符合条件的大病儿童；紫金信托发挥金融机构投资管理方面的专业优势，负责信托财产的投资管理。“信托公司+慈善组织”的业务模式实现了慈善组织与信托公司的优势互补。

“紫金·厚德”慈善信托在给大病患儿资金救助的同时，更注重人文关怀。困难家庭的大病患儿大多因长期接受治疗，而脱离社会的问题。“扶贫”也要“扶志”，受捐助儿童的心灵健康也同样值得关注。紫金厚德志愿者团队，通过丰富多彩的志愿活动给患病的孩子们心灵陪伴，无微不至的关怀和牵挂，志愿者和患儿成为朋友。与此同时，公司开展了丰富的主题活动。爱心课堂、公益募捐、患儿探访、志愿者招募、爱心征集、慈善音乐会等一系列的公益活动，加强患儿与社会交流互动，让患儿家庭感受爱，让公司员工受到心灵的洗涤，让公众感受患儿自强不屈的精神力量。

（四）特殊需要服务信托

1. 航殊恒爱·特殊需要信托

2021年7月9日，中航信托在北京发布了全国首支特殊需要服务信托产品——“航殊恒爱·特殊需要信托”服务产品，聚焦特殊需要群体的痛点需求，旨在发挥信托制度优势和跨界资源整合功能，通过受托服务模式创新为失能失智、心智障碍等特殊需要人群家庭提供综合解决方案。

在该产品的架构创设中，委托人为身心障碍者的监护人或近亲属，中航信托担任受托人通过多元资源整合，为委托人指定的身心障碍者（包括但不限于患有自闭症或失能失智的成年人或未成年人等）提供持续的日常生活、医疗、护理等方面的照料。委托人可以根据自己的意愿设立保护人、监察人等角色，同时为保证信托的有效运作及合规管理，该产品还将设立管理委员会，委员会成员分别由受托人、公益组织、专业护理服务机构、保险经纪顾问以及律师事务等机构代表构成，对医护护理机构筛选、服务标准等事项进行决策和监督（见图8）。

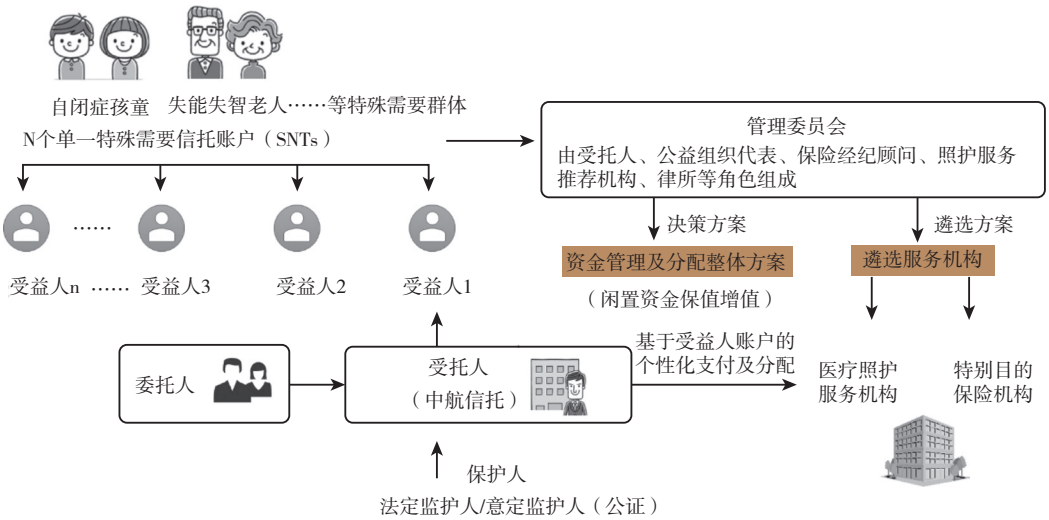


图8　中航信托“航殊恒爱·特殊需要信托”服务产品交易结构图

资料来源：中航信托整理。

从上述交易结构看，该信托体现出三大产品特色与亮点。（1）服务场景创新：该信托为单一服务信托，在现有服务信托商业模式的基础上，进一步将服务信托的运用场景拓展至“一老一小”特殊需要人群，丰富了服务信托的内涵和模式创新，为行业转型带来新发展机遇的同时，有效弥补了我国社会救助制度和成年监护制度的不足；（2）保护机制完善：本信托特别设置了保护人和管理委员会等相关机制，对医护护理机构筛选、服务标准等事项进行决策和监督，可加强决策科学性，提高信托决策的效率和质量，最大限度保障信托

目的的落实和受益人利益的维护；（3）跨界资源整合：除受托的信托公司外，本信托所设的管理委员会成员还包括公益组织（在相关领域有着丰富经验的社会组织，为信托的运行提供合理有效的专业建议）、专业服务机构（深耕自闭症康复、老年照护等领域，拥有丰富服务能力的专业护理服务机构）、保险经纪公司（能够提供保险经纪服务的机构，助力委托人、受托人遴选合适的保险机构及保险产品）、律师事务所（具有丰富法律服务经验的行业顶尖律所，为特殊需要信托提供专业法律服务）等机构代表，可通过跨界的多渠道资源整合，为特殊需要人群提供高质量的身心照料和资产管理服务，提升和保障特殊需要人群的生活品质。通过对护理服务机构遴选规则、护理机构监督及评价机制、保险机构及保险产品遴选规则、闲置资金保值增值运用原则等内容的提议及决策，对项目流程进行可持续的监督。

2. 涉众性特殊需要人群资金管理信托

如何实现委托人的信任问题，除了通过管委会的方式来遴选合格的、专业的服务机构方式之外，创新面向机构客户的涉众性特殊需要人群资金管理信托模式也成为重要方式之一。

当前，涉众性社会资金管理仍然面临较大风险，尤其是特殊需要人群在服务照料机构提前缴纳的押金及预付款。消费者与商家信息不对称、消费者防御保护机制缺失、配套制度及监管措施不完善是主要原因。

对于消费者而言，商家履行义务之前，消费者通常无法细致了解其经营资质、服务能力和运营状况，再加之消费营销不当诱导、设置霸王条款等，使得消费者不想或不能再行使权利时，商家拒不退还资金。除此之外，还存在商家预收资金挪作他用、卷款跑路的现象，严重损害了消费者的合法权益。

对于行业商家而言，部分服务机构的信用缺失及逐利行为引来了更多服务机构的效仿，由于缺乏有效的事前规范监督机制，部分服务机构存在侥幸心理，导致劣币驱逐良币，损害行业整体形象，间接损害行业中优秀企业的经营品牌和长久发展空间。

对于银行而言，商户的资金托管业务与银行之间在法律上是债权债务关系，银行对托管资金的特定用途管理和独立性管理缺乏制度上的特别保障，基于服务场景和服务内容的多样化，银行也无法针对特定服务场景设计特定的监管措施，因其已经超越了银行资金托管业务的经营范畴，无法对商户进行有效监督。

对于政府监管部门而言，涉众性社会资金的收取人存在洗钱、非法集资等问题，不仅实质损害消费者权益，而且可能威胁到涉众性社会资金的整体安全，甚至可能影响社会稳定。

因此，涉众性社会资金管理是维护资金安全、保障特殊需要人群利益、防御及弥补商业交易过程中信用的失衡缺陷、维护金融安全以及提升社会治理水平的重要体现（见图9）。

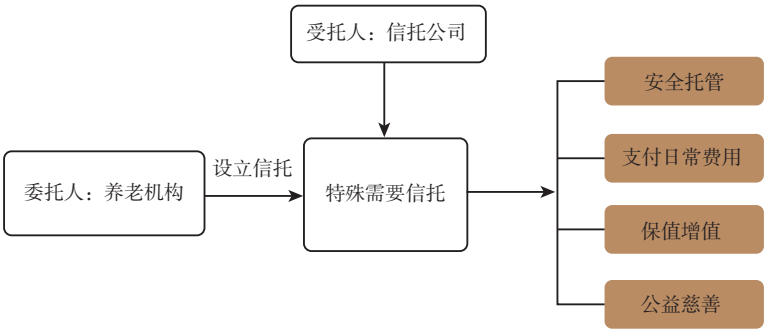


图9　涉众性特殊需要人群资金管理信托交易结构图

资料来源：中航信托整理。

在涉众性特殊需要人群资金管理信托模式下，针对服务机构所归集的涉众性社会资金，同样面临集中托管的安全管理需求和资金科学合理使用需求。信托公司作为受托人，能够实现资金的独立、安全、长期保管并按照委托人意愿运用，提升交易安全性和效率，防范出现涉众性社会资金安全风险。在具体业务执行方面，中航信托响应监管部门号召，积极落实“两会”相关提案精神，聚焦涉众性社会资金管理信托业务创新，专门成立服务信托业务部，研究、业务、合规、风控、运营、科技、财富等前中后台多部门协同联动，将研究与实践有机结合，整合内外部资源。在涉众性特殊需要人群资金管理信托模式下，以养老护理机构为代表的机构客户与他们本身的存量客户往往具有更强的信任纽带，通过这样的业务模式既可以解决特殊需要人群及家庭对于服务机构不信任的痛点，由信托公司为服务机构支付费用，也可以将涉众性资金的增值收益部分用于支持服务机构的可持续发展、增进客户福祉的公益慈善活动，为社会作贡献。

通过上述的分析可以发现，各类信托产品的设立是通过信托的财产管理服务功能对现有监护制度的补充和完善。针对身心障碍者家庭庞大的需求，仅仅被动等待社会福利支持可能既不能满足多样化的家庭需求，也不利于催化社会服务体系的发展，因此，需要多种方法及模式齐头并进，共同推动社会问题的解决。

五、我国特殊需要信托发展存在的问题及发展建议

（一）信托公司开展特殊需要信托的主要障碍及原因

信托公司开展特殊需要信托的主要障碍及其原因基于内部和外部两方面。

就外部障碍而言，目前市场上对特殊需要信托的理论研究和业务实践还存在较大空

白，社会对特殊需要信托的认知，乃至于监管部门对该业务的配套制度支持仍在探索阶段。

一方面是公众对特殊需要信托认识不足。目前，如何缓解特殊需要家庭巨大的照料压力，解决特殊需要人群由于其家属老去后的助力保障已经成为亟待解决的社会问题，但是公众对信托解决方案的理解尚缺乏认知，无论是特殊需要人群家庭还是社会服务提供机构对特殊需要信托的功能和价值需要一定时间的普及和沟通，即便配套制度缺失的现实约束条件，但具体的客户引导及服务场景拓展需要信托公司更加主动作为，发掘并彰显制度优势和服务生态资源整合的差异化优势，主动与相关部门沟通联络，满足客户特定需求为导向，逐步获得客户和市场认可，使信托制度成为社会救助有力的制度保障。

另一方面是监管部门配套制度支持仍在探索。《信托法》等信托相关法律法规对特殊需要信托这一业务类型目前还鲜有涉及，对特殊需要信托受托人的特殊义务和责任、信义规则等确定性规范仍处空白。信托财产的过户、登记以及税收优惠等基础制度缺失，也将导致特殊需要信托的部分服务功能发挥受阻，尤其是非资金形式的信托财产托管与服务，推广受到一定程度的限制。除此之外，在服务供给端还存在服务标准和服务监督机制缺失的问题，因为特殊需要信托涉及社会弱势群体利益的保障与维护，监督显得尤为重要，目前市场上还没有特别针对特殊需要群体的服务提供标准和服务监督机制，对受托人服务质效的评价难以量化。

就内部障碍而言，信托公司短期存在四方面困境挑战，分别为认知障碍、系统障碍、能力障碍、盈利障碍。

其一，认知障碍。适合不同委托人需求的特殊需要信托商业模式仍在创新探索阶段，如何打破资金信托的思维定式，以服务信托的展业逻辑创新设计服务模式，而非产品模式，对信托公司的业务、合规、风控、运营等前中后台管理都面临挑战。

其二，系统障碍。特殊需要信托管理周期长、管理内容复杂，随着业务规模的扩大及后端服务资源的接入，信息和数据量也会随之增长。从设立初期到运营、再到信托利益分配等流程均需要较强的信息处理和数据服务及治理能力，与信托公司传统业务的系统承接能力存在较大差异。

其三，能力障碍。信托公司在特殊需要信托业务中担任的角色往往不是单一的，服务涉及方案设计、财产管理、服务提供等全流程环节，这就需要受托人作为核心枢纽节点，深入不同的细分服务场景中。依据特殊需要人群年龄、服务要求的不同，特殊需要信托业务的差异化显著，短期难以形成规模化和可复制模式。

其四，盈利障碍。此类创新业务的取费和服务标准尚在探索中，信托公司收取信托报酬的依据及方式，合规性与合理性均待逐步完善，盈利模式的不确定性直接影响到信托公司的业务团队投入布局，对公司的战略推进定力和持续的资源支持构成压力和挑战。

（二）推进我国特殊需要信托发展的建议

1.推动配套制度的补充和完善

信托法与其他制度协调不足，缺乏支撑特殊需要信托的配套制度。目前最亟须的是信托财产登记和赋税的相关规定。一方面在于推动特殊需要信托财产登记试点。建立科学合理、程序简便的信托财产登记制度是促进我国特殊需要信托发展的必备配套措施。我国《信托法》第10条规定："设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。"该条虽然规定了信托登记制度以及适用的范围，但是对于信托登记的具体操作规则没有更为详细的规定，如登记申请人、登记机关、登记程序、登记内容等，导致信托登记实践陷入"有法可依，无法操作"的窘境。因此，建议可将特殊需要信托等服务信托作为财产登记业务的试点，在试点中联合房管部门、知识产权局等相关主体，逐步检验、完善信托财产制度设计。

另一方面在于修改与完善相关税制。境外特殊需要信托的发展与普及与当地的税收制度紧密相关，有必要借鉴境外国家与地区的先进经验，在现行个人所得税与企业所得税基础上，针对信托特点，制定符合其经济实质、体现税收公平原则的信托所得税制。

此外，在特殊需要信托中，帮助特殊需要人群及其家庭解决后顾之忧是为维护特定人群服务保障的重要补充，以保障特殊需要人群为目的的财产转移也应当予以税收优惠。

2.出台相应的特殊需要信托业务指引

特殊需要信托涉及需要规范的事项较多，为达成行业共识、统一监管思路、规范行业发展，建议监管部门参照深圳市残疾人联合会发布的《关于促进身心障碍者信托发展的指导意见》内容，出台相应的特殊需要信托业务指引。厘清特殊需要信托规范定义，进一步明确信托委托人、受托人、受益人、监察人、第三方中介组织、专业服务机构等相关当事人的关系，以及各类主体的责任与义务，确定好不同角色在开展特殊需要信托业务的具体内容和边界，从特殊需要信托的设立与管理、受托人及服务机构准入、受益人保障、外部监督管理等方面推进特殊需要信托指引建设。

尤其是在外部监督管理方面，建议借鉴《慈善法》慈善信托中的信托监察人条款，鼓励在特殊需要信托制度中引入民政、司法等公权力机关参与特殊需要信托，担任监察人角色，增加特殊需要信托的公信力，推动特殊需要信托的深入开展；鼓励通过设立管理委员会的方式加强决策科学性与专业性，受托人可充分借助金融同业、公益组织、服务机构等相关生态伙伴的优势赋能，成立特殊需要信托管理委员会，对机构遴选、服务评价等环节进行监督，对服务机构能力及义务进行规范。

3. 信息公示及监管评级方面给予支持

为充分激发信托服务市场主体提供特殊需要信托服务的积极性和主动性，促进服务供给，可以参照促进慈善信托的相关举措，在《信托公司监管评级办法》及相应的信托公司监管评级评分指标体系设计中，增加开展针对心智障碍者及失能失智老年人等特殊需要人群的信托业务指标及分数，对开展此类服务信托的信托公司给予加分鼓励。除此之外，建议在中信登信托产品成立公示页面的信托功能分类中增加特殊需要信托或服务信托相关标签，并在公示信息中增加对社会监护人及社会监察人相关信息的披露。

4. 加强行业引导与文化宣传

特殊需要信托的发展，除了业务上的规范及制度上的安排，行业引导及文化宣传也必不可少。2020年中国信托业年会上，中国银保监会副主席黄洪再次指出，信托行业的信托文化最基础、最核心、最重要的是三个文化，即委托人文化、受托人文化和合规文化。建设受托人文化，应当充分发挥信托制度优势，切实满足人民美好生活的需要，提升人民的获得感、幸福感和安全感。

特殊需要信托服务的开拓与持续健康发展离不开良好的受托人文化，通过弘扬信义文化，增强受托管理能力，打造信托回归本源服务品牌，才能实现信托功能真正向综合受托服务方向的转变。因此，在行业引导层面，建议信托业协会成立特殊需要信托业务的专委会或专项研究小组，召集有研究兴趣及有业务实践的信托公司积极参与，共同开展行业研讨，配合监管部门开展业务指导和监督；在文化宣传层面，以特殊需要信托为代表的服务信托业务持续健康发展离不开良好的受托人文化，通过弘扬信义文化，在社会上加强对信托受托服务功能的宣传，引导信托公司联合生态合作伙伴，加强合作发展空间，共同推动特殊需要信托业务的发展。

参考文献

[1] 陈雪萍，张滋越．我国成年监护特殊需要信托制度之构建——美国特殊需要信托制度之借鉴［J］．上海财经大学学报（哲学社会科学版），2020，022（001）．

[2] 魏树发，江卓臻．心智障碍者保护性信托制度之创设［J］．石河子大学学报：哲学社会科学版，2020（04）．

[3] 陈敦，官朝永，张大为．残疾人信托之理论与实务［M］．法律出版社，2016.

[4] 李光荣，高传捷，王力，等．分报告四：关于建立我国残疾人保障信托制度的研究［C］．2015—2017 中国生产力发展研究报告，2018.

[5] 官玉琴 . 意定监护制度框架下的老龄人财产信托 [J]. 东南学术，2019，270（02）.
[6] 何锦璇，李颖芝 . 特殊需要信托：财务规划比较研究 [M]. 法律出版社，2021.
[7] 朱卫芳 . 心智障碍者家庭需求状况与对策 [J]. 新教育时代电子杂志（教师版），2018，000（035）.
[8] 李敬，唐钧 . 成年心智障碍人士及其家庭财产信托保险服务需求研究 [J]. 残疾人研究，2012（04）.
[9] 肖憨 . 残疾人社会保障现状及发展思路 [J]. 科技创业月刊，2015，28（022）.
[10] 姚江涛 . 信托业如何“承信受托”谋转型 [J]. 当代金融家，2019（09）.
[11] 服务信托分析框架研究——范式创新与行业转型 . 中国信托业协会专题研究课题，2019.
[12] 香港特别行政区社会福利署 . 特殊需要信托申请须知小册子 [DB/OL].（2019–11–30）[2020–02–07].
[13] 赵国富 . 特殊信托制度在未成年人监护中的应用——以美国特殊信托制度为例 [J]. 青少年犯罪问题，2015（05）.
[14] 孙海涛，曲畅 . 财产信托制度在美国成年监护制度中的应用 [J]. 北京工业大学学报（社会科学版），2010（02）.
[15] 王鹏 . 台湾地区残疾人财产信托制度及对大陆地区的借鉴 [J]. 福建论坛（人文社会科学版），2008（10）.
[16] 吴梦曦 . 美国特殊需要信托权益人内部关系研究 [D]. 上海交通大学，2014.
[17] 林建军 . 我国成年监护法律之缺失与完善—以民事审判实践为依据 [J]. 中华女子学院学报，2014（05）.

拾

养老信托业务创新研究

课题牵头单位：平安信托有限责任公司

课题指导专家：俞华军

课题负责人：张明玺

课题组成员：

张明玺　郭凯迪	平安信托有限责任公司
陶斐斐　郝奕斐	中国对外经济贸易信托有限公司
邬嫣婧　许晓鹏	交银国际信托有限公司
方玉红　张玉洁	国投泰康信托有限公司
王和俊　冯露君	云南国际信托有限公司
高　洁	陆家嘴国际信托有限公司
陈　磊	山东省国际信托股份有限公司

摘要

第七次人口普查结果显示，截至2020年末我国65岁以上人口占比达13.5%。目前，我国的养老保障体系基本完善了第一、第二支柱的建设，但养老金体系建设并不平衡、不充分。此外，我国就业形势发生变化，灵活就业人员养老金积累无法通过第一、第二支柱完成，亟须建立更加灵活的第三支柱个人储蓄养老金。从近年来的政策发布轨迹与频率不难发现，国家对建设养老第三支柱的重视程度正不断提高，加快顶层设计在决策层已形成共识。建设养老第三支柱离不开多元化金融主体的引入，信托业作为第二大资管子行业，理应发挥自身优势，参与到养老第三支柱的建设中。

本文分析了我国目前养老保障体系面临的严峻问题，通过深度剖析海外养老信托发展轨迹及对我国的启示，提出了目前养老信托的分类及未来发展方向，并重点就服务型养老信托和个人配置型养老信托未来的商业模式设想进行了探讨。最后从监管政策、信托制度及信托公司层面针对促进养老信托落地提出了相关发展建议。

一、我国养老保障体系

（一）我国养老保障体系介绍

我国养老保障体系由基本养老保险、补充养老保险、个人养老金三部分构成，根据管理主体可分为政府、企业、个人三个层面，依次形成养老三大支柱。截至2020年年底，中国养老金结存金额12.7万亿元，仅占GDP的12.5%[①]，远低于发达国家水平，其中第一、第二支柱养老金占比各约70.7%、29.2%，第一支柱独大，第二支柱占比偏低，第三支柱缺位（见图1）。

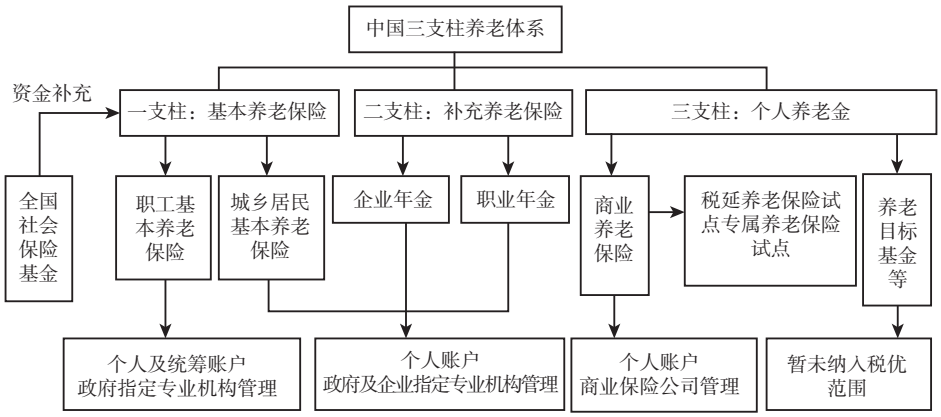


图1　中国三大养老体系全貌图

资料来源：人社部、银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理。

1. 第一支柱

第一支柱养老保障体系是指政府统一的基本养老保险，目的在于提供最基础的生活保障，它由城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险组成。其中，前者覆盖范围为行政机关、事业单位、企业职工及城镇灵活就业人员；后者覆盖范围为城镇职工基本养老保险之外其他16周岁以上社会人员。依据人力资源与社会保障局公布的数据，2020年城镇职工基本养老保险基金收入44 376亿元，基金支出51 301亿元，累计结存仅48 317亿元[②]。

在管理方式上，我国基本养老保险投资管理体制为“统一委托投资”模式，即统一委托

① 中国光大银行与波士顿咨询公司：《中国资产管理市场2020》。

② 人社部：《2020年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》。

全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金会”）集中投资，社保基金会采取直接投资与委托投资相结合方式开展投资运作。直接投资由社保基金会直接管理运作，主要包括银行存款和股权投资。委托投资由社保基金会委托投资管理人管理运作，主要包括境内股票、债券、养老金产品、上市流通证券投资基金，以及股指期货、国债期货等，目前共有21家机构获得基本养老保险基金证券投资管理机构资质牌照，暂无信托公司拥有该牌照。

在运营情况上，基本养老保险长期覆盖率高，且规模稳定增长、占据主导地位。截至2020年年底，基本养老保险参保人数9.99亿人，比上年末增加3 111万人，其中城镇职工养老保险参保人数4.56亿人，城乡居民养老保险参保人数5.42亿人[①]。基本养老保险尽管覆盖广、规模大，但保障能力、待遇水平和替代率有限，财政负担加重，区域发展不平衡等问题突出，城镇职工养老金结余面临即将耗尽的风险。

2. 第二支柱

第二支柱作为基本养老保险的补充，包含职业年金和企业年金两种。企业年金是指企业及其职工在依法参加基本养老保险的基础上，自主建立的补充养老保险制度；职业年金是指机关事业单位及其工作人员在参加机关事业单位基本养老保险的基础上，建立的补充养老保险制度。从性质上来说，企业年金和职业年金都属于补充养老保险计划。企业年金由企业根据自身经营状况自愿为员工建立，由企业和个人共同缴纳，采用完全积累制模式运作。职业年金则属于机关事业单位为公职人员提供退休收入保障的养老金保险制度。

我国职业年金与企业年金均采用信托管理模式，根据《企业年金基金管理办法》，我国企业年金基金管理涉及受托人、账户管理人、托管人和投资管理人四类机构主体，由人社部统一认定，采用资格准入制，金融机构需要获得相应业务资质才可从事企业年金业务。人社部于2005年和2007年先后分别认定了37家与24家企业年金基金管理机构，近几年增加了5家，总计66家。整体来看，信托公司参与企业年金程度较低，目前仅有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（华宝信托）获得账户管理人资质，没有一家信托公司获得投资人管理资质，拥有投资管理人资质的机构主要是公募基金、养老保险公司（或保险资管公司）以及2家证券公司。

第二支柱规模偏小，覆盖率低，收益不稳定。依据人社部发布的《2020年度全国企业年金基金业务数据摘要》，截至2020年年底，企业年金基金规模达2.25万亿元，职业年金投资规模1.29万亿元；共有10.5万户企业建立了企业年金，同比增长9.4%[②]，参加职工2 717.5万人，占企业职工（不含机关事业单位职工）基本养老保险参保人数的6.55%。企业年金养老计划不强制要求企业参加，故其规模和基本养老保险规模仍有较大差距，发展格局极不均衡，多数成立年金计划的企业注册在经济发达地区，且多数为国有控股企业，普通老百姓难

① 人社部：《2020年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》。

② 《中国银行保险报》：“人社部晒2020年‘二支柱’成绩单 企业年金规模超2.2万亿元”。

以从养老第二支柱中获益。企业年金收益率也较为不稳定，2015—2020年企业年金加权平均收益率分别为9.88%、3.03%、5.00%、3.01%、8.29%及10.31%，受资本市场波动影响较大，有些年份收益仅3%左右。

3. 第三支柱

第三支柱为个人储蓄型养老保险，即商业养老保险，主要为居民个人自愿购买、由商业机构提供的“个人养老金”。海外养老金资产占居民金融资产最高可达60%—70%，而我国居民养老储备仍以房地产为主，养老金在居民金融资产中占比不及5%，我国第三支柱养老金仍具备较大的发展潜力[①]。个人养老金产品目的是提升退休人员的养老生活水平，按照有无税收优惠，可分为税惠型养老保险和非税惠型养老保险。个税递延养老保险是国家在政策上给予购买特定养老保险产品个人税收优惠的商业养老保险产品，即指投保人在税前列支保费，在领取保险金时再缴纳税款的养老保险产品。目前我国的非税惠型养老金主要包括商业养老保险、养老目标基金与即将试点的养老理财等。

中国养老保险第三支柱起步较晚，其中个人税收延递型商业养老保险是一次尝试。在探索阶段，2008年天津市第一次提出地方性商业养老保险试点，国务院逐步明确“推出个人税收递延型商业养老保险”；在实践阶段，个人税收递延型商业养老保险于2018年5月1日起在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区试点，试点期限暂定一年。个人税延型商业养老保险将保费进行税前支列，在领取养老金时再缴纳个税，通过税收优惠鼓励投保。2019年6月，人社部提出多类金融产品均可参与养老第三支柱，即符合规定的银行理财、商业养老保险、基金等金融产品都可以成为养老保险第三支柱产品。

2020年以来，监管机构频频发声，提出要加强养老第三支柱的建设。2020年1月，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，指出要“加强养老保险第三支柱建设”，“支持银行、信托等开发养老型储蓄和理财产品”。随后，银保监会等13个部门联合发布《关于促进社会服务领域商业保险发展意见》，提出要“充分发挥商业养老保险作用，支持养老保险第三支柱发展”。2020年10月，银保监会主席郭树清在金融街论坛上指出，发展养老第三支柱要“两条腿”走路，既要统一养老金融产品标准，也要创新发展具备养老功能的专业养老产品。

2020年11月20日，中保协发布的《中国养老金第三支柱研究报告》显示，至2030年年末，第三支柱养老金规模有望达10万亿元。2021年2月26日，国务院新闻发布会上，人社部提出建立账户制、国家财政税收支持、资金市场化投资运营的个人养老金制度。2021年政府工作报告提出“推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险”。两会代表从提高养老金税收优惠力度、加速账户制建设、拓宽养老金投资范围等方面建言献策。

不难发现，国家对建设养老第三支柱的重视程度不断提高，加快顶层设计在决策层已形成共识。2021年是“十四五”开局之年，第三支柱养老金的规范发展不仅成为2021年我国养

① 光大证券研报：《养老金融改革加速，第三支柱养老金蓄势待发》。

老体系建设的重点工作，更有可能在“十四五”期间受到长期政策扶持。

（二）我国养老金融简介

1. 养老金融的概念及分类

养老金融（Ageing Finance）是一个概念体系，指围绕社会成员的各种养老需求、应对老龄化社会的挑战所进行的金融活动的总和。从实践来看，养老金融包括养老金金融、养老服务金融与养老产业金融三个层面。

养老金金融，指为储备制度化的养老金进行的一系列金融活动，主要包括养老金制度安排和养老金资产管理。养老金制度安排指通过政府、单位和个人责任分担建立多支柱、风险分散的养老金制度体系；养老金资产管理指在保障养老金资产安全的前提下实现收益最大化。

养老服务金融，指除制度化的养老金之外，围绕养老相关的投资、理财、消费及其他衍生需求，金融机构采取的一系列有关金融产品与服务的创新金融活动，涵盖养老财富管理和养老金融便捷性支持两个方面，前者指在工作阶段以养老为目标的财富积累和管理，后者指适老化改造等硬件设施的完善以及为老年人便捷化而设计开发的软件等。

养老产业金融，指为养老相关产业提供投融资支持的金融活动。由于传统家庭养老功能逐步弱化，社会化养老逐步兴起，养老产业需求不断增加，鉴于养老产业投资大、回报周期长等特征，需要金融行业的参与和支持（见图2）。

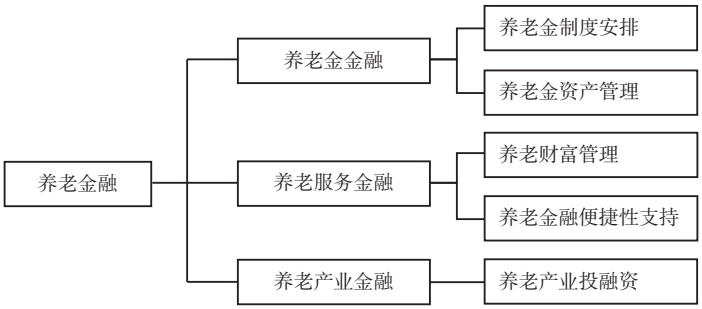


图2　中国三大养老体系全貌图

2. 典型养老金融产品的比较

我国人口老龄化加速来临，大力发展养老金融能有效缓解我国养老保险支出压力，为老年人提供多元化的养老产品。根据不同市场主体，我国现有养老金融产品可划分为四类。

（1）商业养老保险。商业养老保险产品是养老保险公司向个人或机构发售的理财产品，根据客群不同，可分为团体和个人养老保险产品。

团体养老保险产品为企业提供企业年金之外的增值服务，如综合薪酬递延、福利计划、

账户管理、投资管理、待遇支付等。对于不具备企业年金条件，但有员工薪酬激励需求的成长型企业，团体养老保险提供了新的选择。

个人养老保险产品受益于政策扶持，在养老金融发展中处于领先地位。个人养老保险一方面通过税收优惠鼓励中高收入人群积累个人账户，激励个人发挥养老责任主体作用，另一方面对灵活就业或无工作者的养老规划需求，个人养老保险产品提供了更为灵活的养老金计划保障。

但目前来看，保险公司成为养老第三支柱建设的先行者试点效果不及预期。截至2020年4月底，共有23家保险公司取得经营个人税收递延型商业养老保险业务资格，有19家公司实现出单，累计实现保费收入仅3.0亿元，参保人数仅4.76万人。

（2）公募养老基金。2018年3月2日，证监会正式发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》，规定“养老目标基金是以追求养老资产的长期稳健增值为目标，鼓励投资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，可合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金”。养老目标基金采取FOF形式运作，根据设计理念和资产配置策略的不同，可分为目标风险型基金（TRF）和目标日期型基金（TDF）。基金采用定期开放的运作方式或设置投资人最短持有期限，定期开放的封闭运作期或投资者最短持有期限应当不短于1年。基金可以设置优惠的基金费率，并通过差异化费率安排，鼓励投资人长期持有。

截至2021年9月22日，全市场养老目标基金共155支，总规模940.45亿元，其中，目标风险基金778.84亿元，目标日期基金161.61亿元。

（3）养老理财产品。养老理财产品的发行主体主要为商业银行及部分银行理财子公司。2021年9月10日，中国银保监会办公厅发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，选择“四地四家机构”进行试点，即工银理财在武汉和成都、建信理财和招银理财在深圳、光大理财在青岛开展养老理财产品试点，试点期限1年。试点阶段，单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在100亿元人民币以内。

长期以来由于银行养老理财产品试点的缺失，其相对于个人税延型养老保险、养老目标基金等其他养老产品，起步较晚且发展相对滞后，总体规模也不大，目前可供选择的产品数量不多，多为低风险、开放式、期限集中于1年至3年，主要投资于高流动性、固收类资产，产品具有较高的同质性。银行养老理财产品的认购门槛一般在5万元左右、收益率介于4%—6%，个别产品对发售对象有起始年龄要求。此次养老理财试点是在资管新规框架下发展多层次、多支柱养老保险体系的一次尝试，试图通过投资策略安排和产品精细化管理，满足客户的长期养老需求，选择不同地区的四家代表性城市以及注册于当地的理财子公司（工银理财除外）进行试点，鼓励各家机构探索适合本地的相关机制，同时在产品设计、风险管理、销售管理、信息披露和投资者保护等方面做出了相应要求。

（4）养老信托。关于养老信托的定义、内涵及分类的详细内容将在本文第三部分进行重点探讨，届时我们将给出养老信托的定义、剖析养老信托的主要内涵，并根据目前业务实践以及未来发展方向思考给出养老信托的分类。整体来看，养老信托在国内的实践仍较少，产

品种类和范围比较模糊，并没有形成很成熟的产业体系，也没有很成熟的产品模板。业内虽有相关尝试性的试验产品，但整体来看大多只是普通的资金信托+购买养老健康产品的模式，并未体现养老金融在整个生命周期对于投资人的规划，且整体投资门槛较高，受众较小。未来在结合养老市场核心需求、主要痛点及信托制度优势的基础上，养老信托可以进行更多功能延伸及产品创新，在养老服务、养老金资产配置方面发挥更大的作用。

（三）发展养老信托的重要意义、优势与挑战

1. 当前环境下发展养老第三支柱具有重要现实意义

首先，有利于激发个人养老需求，潜在覆盖面广。我国劳动力市场长期供大于求，大部分民营企业没有建立企业年金的动力，即使职工个人希望通过第二支柱积累养老金也没有参与渠道。第三支柱无须企业发起，政府税收优惠直接面向个人，能够充分调动个人养老积极性，潜在覆盖面广。

其次，有利于从储蓄养老转向投资养老。以美国为例，其养老产品的投资属性强，401k计划和个人退休账户计划中户主都有一定的自主决策权，金融机构提供不同组合的投资建议，户主根据自身情况和投资偏好进行投资管理、风险自负。目前我国企业年金和职业年金都没有赋予个人投资选择权，实际是单位代职工进行投资。发展第三支柱有助于个人建立长期投资和价值投资理念，通过提供灵活丰富的个人养老产品，引导个人根据自身风险偏好自主选择合适的养老金融产品，改变以储蓄为主的养老模式。

最后，有利于促进第二、第三养老支柱的协同发展。当前若员工在原有工作单位离职，企业年金由原单位管理，而第三支柱的个人账户与个人终生绑定，可以很好地解决因员工离职导致的年金承接问题。除此之外，通过设置灵活的转移机制可以实现第二、第三支柱的统一管理，提高员工参与第二支柱的积极性。

2. 建设养老第三支柱应注重多元化金融主体的引入

以个人税收递延为标志的养老第三支柱建设在中国已落地两年多，目前仅有保险产品可享受递延纳税优惠，但作为养老第三支柱建设的先行者，试点效果不及预期。虽然税收递延扩容时点仍不确定，但公募基金、银行已纷纷布局养老产品。

当前我国个人养老产品仍处在探索阶段，产品种类相对匮乏，且同质化严重，急需拓宽养老产品供给渠道，加大养老金市场开放程度，提高市场认知度，借助多元化的金融主体提供多样化的产品选择，满足不同投资者的预期收益。信托业作为第二大资管子行业，可借鉴养老目标基金的开展形式，发挥自身优势，参与到养老第三支柱的建设中。

3. 养老信托具备不可替代的优势

信托制度优势与养老特征相匹配。信托财产的独立性使养老资产独立于个人资产，以规

避漫长人生岁月中的不确定性；信托投资的全面性使得信托公司能够实现跨市场投资，为投资人获取更为丰厚的收益。信托的事务性管理功能，更能匹配老年人的需求，不管是以养老为目标的投资，还是各类养老服务的整合与管理。信托的长期性保证养老信托可以匹配委托人整个生命周期实现资产配置和事务管理。

信托具备管理长久期资金的社会信誉和实操经验。养老金管理的首要目标是安全，安全则与管理人的社会信誉与实操经验密切相关。自2001年《信托法》颁布以来，中国信托业快速发展，现已成为管理资产规模仅次于银行理财的第二大资管子行业，无论是资本实力还是从业人员的综合素质均显著提高，信托公司获得了较高的社会信誉与市场认可度。近几年来，一些头部信托公司开展了大量薪酬福利信托、员工持股、股权激励等长期限的信托业务，积累了管理长期限资金的丰富经验。

非标信托资产与养老金配置诉求相匹配。养老金投资以获取低风险、长期稳健收益为目标，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。养老目标信托与企业年金的风险偏好相似，非标资产仍然是重要配置标的。信托公司深耕非标领域十余年，积累了一批非标专业人才，对非标资产具有较强的风险识别、预警与处置能力，信托公司开展养老目标信托业务，可通过配置自身主动创设的非标资产，有效把控资产风险，提高养老金的配置效率与投资收益。

信托公司的FOF投资管理能力并不弱于公募基金。证监会要求养老目标基金采用FOF形式运作，旨在通过分散投资标的，降低组合波动率。但受公募基金可投标的限制，养老目标基金只能配置股票型、债券型、混合型与商品型（以原油与黄金为主）公募基金，无法配置市场中性与CTA策略的私募基金，底层资产的分散程度有限。信托财产运用灵活、投资限制少，信托公司的TOF产品具备全市场配置资产与策略的政策基础，其底层资产包括股票、债券、商品、衍生品，底层策略包括权益多头/指数增强、市场中性、CTA趋势/套利等，理论上TOF产品可凭借资产的分散性与配置比例的灵活性，更好地实现降低波动率与最大回撤的投资目标。

4. 养老信托发展面临的挑战

产业型养老信托：缺乏产业人才，投资周期长，投资回报不确定性高。信托公司过去以房地产、政信等传统领域的投融资业务为主，在养老产业领域缺乏专业化的运作经验和人才积累，对养老产业的投资逻辑、风控手段、投后管理缺乏体系化的认知。同时，养老产业投融资本身存在着一定业务痛点：首先，养老产业所占用资金量较大，如土地成本、建造成本、运营成本等均需较大投入；其次，养老产业去化周期较长，短期内能够取得商业化成功的项目较少，与信托大多数的资金周期较为不匹配；除此之外，养老产业还面临着投资退出机制不完善、政策依赖性较强等不确定性风险。面对上述痛点，信托若想在养老产业布局中找到适合的角色，需要在养老资源、长期资金、运营能力等方面找到自己的特殊优势，相对

而言，保险资金凭借其“大资本、长资金”的优势，是养老产业资金供给的主力军。

个人配置型养老信托：政策不明确，投资管理经验不足，募资难度大。第三支柱个人养老金制度的顶层设计目前仍在探讨论证过程中，个人税延型商业养老保险、养老目标基金已有一段时间的探索，养老理财刚开始初步的试点，而养老信托在政策方面仍缺乏清晰的指引，最终的推出注定将是一个复杂且漫长的过程。信托行业普遍缺乏开展养老业务的经验和基础，对养老信托认知不够全面，短期内寄希望于监管部门将养老信托产品纳入税收优惠试点的难度较大、不确定性较多。同时，信托相比于公募基金、保险资管等在投资管理方面经验不足，尤其在权益投资、大类资产配置方面，信托公司大多未有涉及或处于仅仅初步布局阶段，尚未建立完善的主动管理体系，这也会导致信托对于养老性质资金的吸引力较小，募资难度大。

服务型养老信托：前期投入大、盈利模式不清晰、难以形成业务壁垒。优质高端养老服务资源稀缺、资源整合及运营管理难度大、维护成本高，这些都导致服务型养老信托前期需要较大的投入，而相比之下老年人群消费潜力较小，养老服务及养老消费的利润空间并不大，投资见效慢，这与信托公司要求高投入产出比的主流文化不相符，导致业务人员普遍缺乏开展养老信托业务的动力。除此之外，养老服务需求的个性化突出，信托公司在养老服务领域的理解和认知也有待提升，难以发挥主导作用，长期或无法形成规模效应。

二、境外养老信托的实践与启示

（一）境外养老体系的发展轨迹

1.美国：第二、第三支柱为主，税收优惠及转移制度助推第三支柱迅速扩张

美国养老保障体系由三大支柱构成，第一支柱是社会保障计划，由政府强制执行，为所有公民提供基本的退休生活保障，覆盖最广的是联邦政府养老保险信托基金（OASDI）[①]，其主要依靠社会保障税筹集，由社会保障署和社会保障基金信托委员会集中管理，只可投资于财政部专门为其发行的本息全额担保的特种国债，年利率约为5%。

第二支柱是雇主养老金计划，由雇主资助、个人自愿参与，享受政府税收优惠，包括DB计划（给付确定型养老金）和DC计划（缴费确定型养老金），近几年DC计划快速增长，DC计划中占比最大的是401（K）计划，投资范围由企业选定，具体投资产品由个人选择并自担风险，401（K）计划转移方便，员工离职后，可将账户余额并入新公司的401（K）计划，或

① 联邦老年、遗属和伤残人信托保险基金，Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds，英文简称OASDI，一般简称为联邦政府养老保险信托基金或联邦社保基金。

者转入个人IRA账户，401（K）计划也可进行贷款申请，且无须支付高额税费。

第三支柱是个人储蓄养老金计划，1974年《雇员退休收入保障法》建立了个人退休账户（IRA）制度，参加者每年将一定比例的税前工资存入该账户，可以降低当期税负，IRA可以投资于股票、债券、信托基金、人寿保险等多种投资工具。IRA计划包括传统IRA、罗斯IRA、雇主发起式IRA三类，其中传统IRA占比最高，罗斯IRA占比提升迅速。传统IRA资金来源主要为401（K）计划转存，个人可在银行、证券公司、基金公司等金融机构中选择IRA管理人，目前证券公司占比最高，IRA整体资产投向以偏股型基金为主。

美国养老体系以第二、第三支柱为主，规模占比超过90%，其中401（K）递延税优计划促进了第二支柱的发展，其投资以公募基金为主，投资权益市场的占比将近一半。美国养老体系第二、第三支柱可以进行转移，推动了第三支柱IRA快速增长（见图3）。

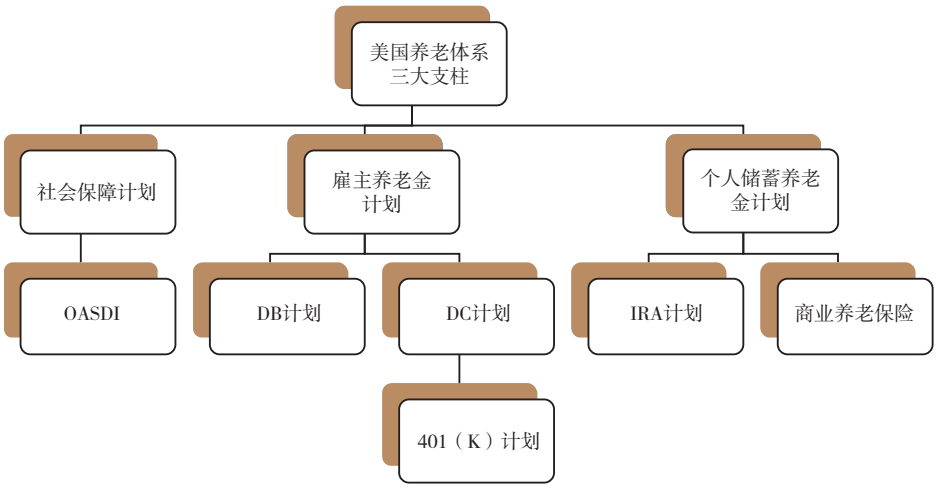


图3　美国养老体系介绍

2. 日本：以第一支柱为主，第三支柱NISA个人选择权较高，投资范围灵活

日本养老保障体系同样包括公共养老金、企业补充年金和个人储蓄养老金三大支柱，在日本养老保障制度又被称为“年金制度”。第一支柱公共养老金由双层保险制度组成，第一层为覆盖所有公民的国民年金，法律规定年龄范围内（20岁以上）的日本所有居民都必须参加，具有强制性，退休后领取金额相对较低；第二层为主要覆盖企业员工、公务员等的厚生年金，其退休后领取金额相对较高。国民年金和厚生年金均有GPIF（日本政府养老投资基金）管理，整体资产投向以股票和债券为主，权益类产品占比超过50%，以被动管理为主。

第二支柱企业养老金包括DB和DC计划，从规模上看，DB计划整体规模较高，DC计划占比逐渐上升。从覆盖率上看，DB计划参与人数较多，覆盖率2019年达到16%；DC计划覆盖率持续上升，参与人数从2009年的271万人增加至2019年的688万人，覆盖率从5%提升至11%，日本第二支柱整体覆盖率为27%。在资产投向上，DB计划以固收类产品为主，DC计划以存款为主。

第三支柱个人储蓄养老金制度，是由个人全资支付，按个人意愿缴纳的养老保险，主要包括iDeCo（individual Defined Contribution，个人缴费确定型养老金）和NISA（Nippon Individual Savings Account，日本个人免税储蓄账户）。其中NISA占比较高，个人可从金融机构白名单中选择管理机构，管理机构将提供存款、基金、保险产品等产品供个人进行选择，资产投向以偏股型基金为主。NISA本质上是个人储蓄账户，税收优惠吸引力整体较大，可投资于股票、基金、REITs等产品，目前基金和股票等为主要资产投向（见图4）。

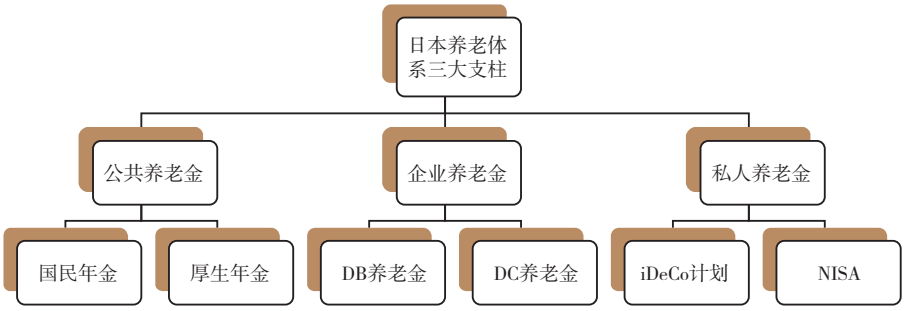


图4　日本养老体系介绍

3. 中国台湾地区：多轨制，缺乏统筹规划

与美国、日本养老保障体系不一样，我国台湾地区对不同职业实施不同的养老保障制度，更倾向于“多轨制”，没有统筹规划和顶层设计。台湾最早的退休制度源于1943年的《公务人员退休法》、1944年的《学校教职人员退休条例》，政策目的是战时提供远期生活保障以稳定民心。社会保险则是从1950年开办劳工保险、实施军人保险开始，并于1958年扩充至公务人员保险，目的主要是维护战后社会稳定。至此，台湾地区的养老体系分为社会保险和退休金两条主线，相当于一、二支柱，随后的一系列政策也是围绕二者展开。

一是军工教人员养老保险制度，包括两部分，一是法定公共年金，即传统意义上的社会保险；二是职业年金，包括“军职人员退抚基金”“公教人员退抚基金”和“政务人员表离职储金”，“政府”与个人的保费分担比例为65%和35%，法定个人缴费比例为工资的8%—12%。

二是劳工养老保险制度，包括劳工社会保险和劳工退休金两部分，2009年起实施的《劳工保险条例》明确保费由劳工、企业和“政府”三方共同负担，标志着台湾劳工保险年金制度正式建立。

三是农民养老保险制度，由农民健康保险和老农津贴组成，尚未建立法定职业退休金。农民健康保险要求不满足其他社会保险条件的15岁以上农民按月缴纳保费，缴纳足额保费后可领残疾、生育、丧葬等费用，具有一定的老年保障功能。

四是“国民年金”制度，主要针对年满25岁的、未参与其他社会保险的民众，简称为“国保”。2007年台湾地区通过《国民年金法》，“国保”保费由个人和“政府”共同承担，被保险人在缴清保费前不得领取养老保险金。“国民年金”除了提供老年年金给付，还包括

生育给付、身心残障年金、丧葬给付等。

台湾地区多轨制的养老保障体系意味着不同职业和群体的养老保险制度不一致、退休待遇差别较大，部分职业与群体享有法定公共年金与法定职业退休金的双重保障，但农民和“国保”被保险人则只有法定公共年金，没有法定职业退休金，形成差别待遇。

（二）境外养老信托的典型实践

1. 美国：养老金要求通过信托方式管理

美国养老金信托呈多样化发展态势。1974年美国出台的《雇员退休收入保障法案》确立了养老金强制信托，即养老基金应当通过信托的方式管理。

第一支柱中的联邦政府养老保险信托基金（OASDI），资金来源为个人收入的特定比例扣缴部分，强制缴费，由联邦政府作为受托人进行统一管理和运作，并由其下设的信托理事会进行监管。基金投资范围较为严格，主要为政府发行的国债。

第二支柱中以401（K）计划为主，雇员和雇主每个月按照规定比例将资金存入退休账户，雇主向雇员提供多种不同的证券组合投资计划，雇员可任选其一进行投资。401（K）计划资金可以投资于股票、基金、年金保险、债券、专项定期存款等金融产品，风险由雇员承担。401（K）缴费和投资收益免税，只有在领取时征收个人所得税。通常，美国大公司的雇员更愿意购买自己公司的股票。

第三支柱中的IRA计划，是个人养老金的典型代表，始建于1974年的《雇员退休收入保障法案》，是由政府通过税收优惠政策发起，个人自愿建立的补充养老金计划。IRA计划资金来源于养老金计划之间的转账、个人缴费、雇主缴费以及投资收益，相关法案也允许退休人员和离职人员将此前积累的企业补充养老金转存到IRA账户中，以便继续保值增值。因而，从IRA计划的构成及资产来源看，并非是纯粹的第三支柱，更像是第二、第三支柱的混合体。

2. 日本：住房反向抵押贷款信托

在老龄化日益严重的日本，信托业界利用信托的诸多优势，1981年在全球率先推出了住房反向抵押贷款信托，通过以住房设定抵押，为有需求的老年人按照各自不同的意愿，提供量身定制的养老生活的保障。这种业务模式在日本大为流行，既能在实现补充养老目的的同时，又能从实质上为养老需求人带来利益最大化。2002 年，日本政府颁布《老龄化社会对策大纲》，其中也涉及以房养老业务，这进一步推动了住房反向抵押贷款信托在日本的发展。

住房反向抵押贷款与住房反向抵押贷款信托的区别在于：贷款是以借款人将自己的不动产设定抵押权，作为融资担保的条件，贷款人据此发放一定额度，待该计划终止时，通过处分抵押物来收回贷款，这种业务模式的风险在于老年人在抵押贷款合同存续期间可能存在丧失意识能力和缺乏对自身财产的管理能力。因此，作为一种稳定且安全的财产管理方式的信托制度

便被引入其中，通过设立住房反向抵押贷款信托，委托人向信托受托人支付管理费，来保证信托财产管理上的安全性和稳定性。同时，贷款人利用借款人的被抵押房产生成金融资产年金并将其证券化，在资本流通市场推出证券化产品，可以有效盘活不动产，提高资产使用效率。

在日本，住房反向抵押贷款信托有三种业务模式：

（1）模式1：信托+租赁。拥有不动产的老年人，以委托人兼受益人的身份与受托人签订不动产管理和处分信托合同，信托目的为进行不动产管理和以其处分价款来清偿债务，受托人通过将信托受益权转化为年金基金等，再通过资金化的形式获取必要资金；同时老年人以租赁人的身份与受托人签订租赁合同，以该不动产的租赁人身份继续居住在该不动产里，租金汇入受托人的账户，租金来源于信托财产的收益，而且该收益是以信托受益权自动担下的不动产信托为基础。

当信托合同届满（终止）时，或者委托人死亡后，受托人以处分不动产获得的收入一次性偿还合同终止之前所发生的生活资金等合计金额，处分不动产所得价款减去清偿金额后的剩余部分归还于老年人，委托人死亡的返还于其继承人。

（2）模式2：信托+贷款。同模式1一样，老年人以委托人和受益人身份与受托人签订不动产管理和处分信托合同，然后以使用人的身份继续无偿使用该不动产。老年人以金融机构作为质权人将信托受益权设定质权，与该金融机构缔结金融消费合同，接受生活等方面的必要资金的借款。

当信托合同届满时，或者委托人死亡时，与模式1一样，受托人处分不动产。在融资期间解除信托合同后，信托财产将交付于受益人，信托财产上所设定的质权随之消失。

（3）模式3：贷款+信托。这种模式以签订金钱消费借贷合同（账户透支）为基础，签订不动产管理处分信托合同，或者签订遗嘱信托合同以便顺利进行财产和债务的继承和清偿，这两种形式体现的都是信托在融资上的担保功能，这种模式也是最常见的，即先贷款再信托。

3. 中国台湾地区：安养信托

我国台湾地区信托养老金融产品，是将个人财产委托给信托机构管理，通过信托公司满足其养老需求，如安养信托、遗嘱信托等。遗嘱信托为委托人在生前设立的，为立遗嘱人配置和管理身后财产，实现财富传承功能，并避免形成巨额遗产税。遗嘱信托为较为独立的业务模式，且侧重点在于身后财产，而养老信托则侧重于对老年人的生活提供保障，故本文重点讨论安养信托。

安养信托是指老年人（委托人）将财产所有权转移给银行（受托人），由银行就其信托财产予以管理运用或处分，以其信托收益交付委托人指定的受益人（委托人），以实现养老保障目的。1991年台湾中央信托局开始规划设计安养信托，2001年台湾信托业法规和信托税制修订后，台湾很多银行开始开展安养信托业务。至此，台湾安养信托成为照顾老年人退休生活、保障老年人财产安全的重要金融工具。

安养信托的信托财产可以是动产，也可以是不动产。其中，动产包括现金、有价证券、定期存款和黄金等；不动产包括土地及房屋等。由于老年人承担风险能力较弱，信托财产主

要投向定期存款等风险较低的产品。

安养信托的优势在于：一是较为灵活，在资金交付和给付上均有一定弹性，委托人可以一次或分次交付信托财产，受托人可按委托人需求定期或不定期给付收益给受益人，还可将信托收益或本金汇入受益人的国内外账户；二是委托人对信托财产享有充分自主性，信托财产的所有运用和给付方式由委托人自行决定；三是多元性，委托人交付的信托财产类型多元、对信托财产的运用也可进行多元化安排。

（三）境外养老信托的发展启示

1.政策制度方面：制定明确的政策指引和实施细则

美国通过《雇员退休收入保障法案》确立了养老金强制信托，日本通过《老龄化社会对策大纲》鼓励住房反向抵押贷款信托的发展，中国台湾地区由中央信托局牵头规划设计安养信托。每个国家及地区养老信托的发展各具特色，但均离不开明确的政策指引，通过法律制度确保业务走向规范化发展道路。我国要加快发展以企业年金为主的第二支柱和以个人账户为主的第三支柱，需要进一步完善相关法律法规，明确企业和员工缴费的具体细则，同时要完善年金管理的相关制度，如制定明确的养老金投资范围标准以保障养老产品收益性和安全性。

2.参与主体方面：提高各参与方的积极性

养老第二、第三支柱发展需要调动企业和个人的积极性，从美国、日本和中国台湾地区的养老金融发展情况看，均出台税收优惠政策以鼓励第二、第三支柱的发展。以美国为例，政府于1978年出台《美国国内税收法案》、1986年《税法改革修正案》和2001年《经济增长与减税调和法案》等，引导企业为员工建立补充养老保险制度，并鼓励个人养老计划的发展，同时第二、第三支柱的产品运作大部分采用EET模式，有效节省个人税务支出。

为鼓励企业年金的发展，需要建立合理的税收优惠机制，提高企业和员工的积极性，同时在保障资产安全的基础上逐步扩大年金投资范围，提高基金收益率。为鼓励个人账户制度的发展，需要出台一系列鼓励个人建立账户的制度，包括税收优惠、相应的退出机制、投资管理制度、二三支柱转换机制等。提高社会各方尤其是个人参与建设养老体系的积极性，能够缓解基本养老保险基金的压力，保障且提高参保人的老年生活水平，促进金融市场的产品创新。

3.产品形态方面：与多种养老场景结合，设置结构多样的信托产品

首先，信托制度被广泛应用于养老资金运用管理中，覆盖养老体系三大支柱，此时更多的是发挥信托制度的本源优势，即信托财产独立和风险隔离的制度优势，将基金委托给专业投资机构进行基金管理，实现信托财产与受托机构财产分离，确保养老基金的独立和安全。

同时，信托可为委托人提供账户管理、资金结算、资产流转、财产监督、收益分配等除资产管理外的信托服务。

除此之外，信托作为一种交易结构灵活的金融产品也被广泛应用于养老金融服务之中，如住房反向抵押贷款信托、长期护理信托等。在具体实践中，信托可通过与多种养老场景结合，形成结构多样的养老信托产品，但本质仍是为老年人生活提供保障的服务信托，即委托人将其所有的财产设立一个信托，由受托人帮助其管理财产，在委托人生前有效承担其养老功能，在其去世后信托财产按委托人意愿进行使用的信托安排。

三、我国养老信托的分类与发展方向

（一）养老信托的定义与内涵

我们可以将养老信托理解为横跨并链接信托与养老两大领域，兼具社会性和经济性的一项信托业务，故只要信托公司能通过有效运用其制度、能力、资源等，为养老场景中各组成环节提供多元化的金融服务，均可被纳入养老信托的范畴。养老信托作为信托业务的一类，既需秉承信托基本要素，又要积极发挥养老功能。所以，养老信托最终可定义为信托公司以信托的基本要素为前提，以受益人的个人养老或是养老相关产业开发等为目的，为特定对象提供的资产管理、养老服务、产业投融资等的业务。

其实，从金融的角去度看，养老问题本质上也算是金融问题，存在着跨期、跨地域资产配置的基本需求。信托行业作为金融中的一个重要子行业，横跨实体经济、货币市场和资本市场展业，可运用多种金融工具，兼具金融与服务的双重制度优势。信托能将受托传承、投资保值、养老服务等环节有机结合，为机构、个人提供养老综合金融解决方案，缓解国家及社会面临的养老困局。根据银保监会披露对“大力发展养老信托”提案的答复，银保监会将与相关部门沟通协调，争取尽快出台养老信托有关税收优惠政策，推动养老信托规范、健康发展。同时，中国信托业协会召开常务理事会议，设立“中国信托业协会养老信托专业委员会”，共同探索信托公司如何发挥金融作用帮助解决养老问题。以此可以看出，银保监会、中国信托业协会十分关注，并着力积极推动养老信托发展。而对于信托公司而言，如何积极应对、融入国家养老战略中也是一个值得共同努力大力探索的“课题”。

（二）养老信托的分类及典型实践

基于目前制度政策以及对市场与客户的分析，我们认为养老信托发展可从以下几种模式

进行业务分类和实践探索：

1. 年金型

年金型养老信托主要指的是企业年金信托，由前面论述可知，虽然企业年金基金金额稳步增长，但在覆盖范围、替代率水平以及发展结构上仍然与发达国家存在着较大差距，未来仍有强烈的发展需求和广阔的发展空间。

根据《企业年金基金管理办法》，我国企业年金基金管理涉及受托人、账户管理人、托管人和投资管理人四类机构主体，由人社部统一认定，采用资格准入制，金融机构需要获得相应业务资质才可从事企业年金业务。目前13家受托人主要以保险公司为主，仅有2家信托公司获得企业年金受托人资质，所占市场份额较小。18家账户管理人以银行为主，仅1家信托公司获得账户管理人资质。22家投资管理人以保险公司和公募基金为主，尚未有信托公司获得资质。信托公司在年金市场的市场份额仍有较大的拓展的空间（见表1）。

表1　2020年年末企业年金基金管理市场情况

受托人	受托管理资产（亿元）	账户管理人	企业账户数（个）	投资管理人	组合资产金额（亿元）
国寿养老	4 672	工商银行	41 021	泰康资管	3 631
平安养老	3 457	国寿养老	11 866	平安养老	2 814
工商银行	1 782	中国银行	11 483	国寿养老	2 490
太平养老	1 186	建信养老	9 848	工银瑞信	1 573
建信养老	1 149	招商银行	7 008	太平养老	1 293
泰康养老	1 102	交通银行	6 754	华夏基金	1 264
长江养老	1 089	长江养老	5 764	易方达基金	1 197
农业银行	591	光大银行	3 710	中信证券	957
中国银行	413	浦发银行	2 241	长江养老	952
华宝信托	127	平安养老	1 085	中金公司	858
招商银行	105	农业银行	1 042	南方基金	847
人民养老	7	泰康养老	968	博时基金	617
中信信托	4	中信银行	874	富国基金	575
		民生银行	573	海富通基金	543
		华宝信托	374	嘉实基金	528
		新华养老	310	人民养老	491
		太平养老	295	招商基金	377
		人民养老	11	华泰资管	259
				建信养老	153
				国泰基金	144
				银华基金	116
				新华养老	8
合计	15 686	合计	105 227	合计	21 686

资料来源：人社部。

2. 服务型

我国养老机构供需端存在着供给缺口与空置率高共存的“怪相”：我国目前的养老机构主要分为公立和民营两类，公立机构的收费相对较低，需求量最大但资源明显不足。民营养老机构前期建设投入巨大，运营期的成本较高，投资回收期长；同时，一些机构开展无序的低价竞争以谋求吸引客户快速回笼资金，更有甚者后将募集资金挪作他用，当资金无法续接时很容易产生资金链断裂和暴雷事件。因此，供需的结构性失衡造成了公立机构“一床难求”、高端机构“空置率高”、中小民营机构“频繁暴雷”。

解决这些养老问题事关国家发展大局，而信托行业作为养老金融中的一个重要部分，兼具金融与服务的双重制度优势，养老信托应该依托制度优势为养老人群提供。目前中国银保监会对十三届全国人大三次会议第7589号建议的答复意见称：信托是一种财产管理制度，具有财产独立和破产隔离的制度优势。运用信托机制管理涉众性社会资金，有利于提升涉众性资金安全性和使用效率，符合我国信托业的功能定位和发展方向。

养老服务信托还可以进一步划分为单一养老服务信托和综合养老服务信托：

单一养老服务信托主要以养老消费信托形式，为委托人提供养老社区入住权、康养机构养老服务等为主的单一服务。养老消费信托计划的资金直接向康养机构采购康养服务，以规模优势取得较优惠的价格，并以机构身份监督康养机构服务质量，保障老年消费者权益，认购产品的投资者可获得养老服务的优惠购买权、高端养老机构的优先入住权等权益。典型案例有中信信托的和信居家养老消费信托，北京信托的健康消费系列集合资金信托以及安信信托的安颐养老消费集合资金信托计划等。

综合养老服务信托则为委托人提供包括养老社区入住、高端医疗、子女教育、殡葬、财富传承、分配等一系列服务。以五矿信托创新性推出的“颐享世家养老信托”产品为例，该产品聚焦高净值客户养老需求，搭建涵盖“养老社区、高端医疗、居家改造、临终关怀、意定监护”五位一体的高品质养老服务平台，通过养老机构的准入筛选、实地考察及评价等工作，形成了养老服务机构库（见图5）。

信托公司开展服务类养老信托具备以下几点优势：一是可以通过与委托人建立信托关系，简化委托人管理流程，避免高频次委托；二是可以明确信托财产运用限制，最大限度保障预付款信托实现预付的特定目的，有效防止养老机构以“养老”的名义非法集资挪作他用；三是信托公司还可以通过资金清结算服务体系，为养老机构提供资金收付、清算、管理等综合运营管理服务等。

另外，对于应用信托机制服务于涉众性社会资金管理，在国内外已有多类实践。例如我国台湾的预付款信托，就可以为内地信托公司参与养老产业相关的涉众性资金管理服务信托未来发展提供良好借鉴。我国台湾地区早在2004年就由主管部门出台监管条例与制度，将信托作为预付款的保证机制写入法律，有效保障了消费者权益，得到民众的普遍认可。

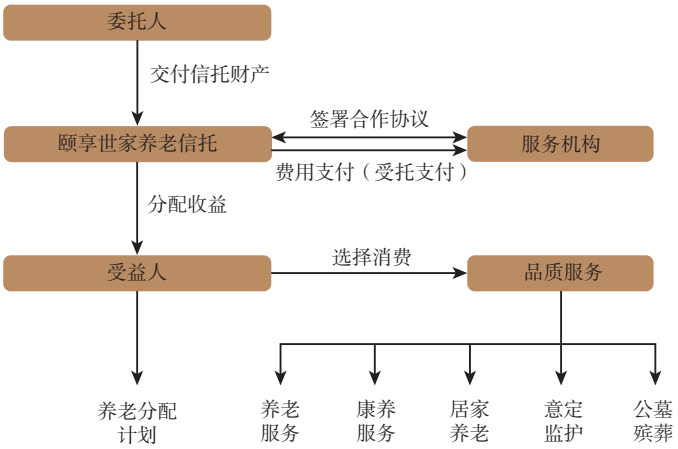


图5　五矿信托颐享世家养老信托产品结构图

资料来源：五矿信托官网。

3. 产业型

信托公司除了为养老机构或个人客户提供养老金融服务之外，还可以在养老产业投融资环节发挥出重要作用。我国养老产业目前仍处于发展初期，主要是以养老地产（持有型物业）为核心载体延伸而形成的产业链，辐射到各类养老服务及设施。而养老地产作为养老产业链上的重要一环，因其商业模式最为清晰，也成为社会资本重点布局的领域。

未来，伴随我国老龄化程度不断加深，人们对优质养老机构需求量也会逐步增大。信托公司可以依托多年来服务产业所积淀的深厚的理解认知和能力禀赋，灵活运用信托制度，通过投贷联动、产业基金、股权投资等创新模式，参与到养老产业的投融资环节中去，助推养老产业发展。

此外，养老物业资产未来将成为公募REITs的重要基础资产，目前REITs的试点政策也正在加快出台，信托公司可以探索以老旧项目改造、优质运营商合作为途径，布局优质养老机构股权投资，既为养老服务信托的发展提供弹药又为未来优质REITs资产提供储备，对信托公司抓住REITs发展先机起到重要作用。

最后也要注意到，养老产业投融资目前存在着一定业务痛点，如土地租金成本高、去化周期较长、投资退出机制不完善等。面对上述痛点，资本若想在养老产业布局中找到适合的角色，需具备“养老资源、长期资金、运营能力”三要素中的至少一点。而保险资金凭借其“大资本、长资金”的优势，是养老产业资金供给的主力军。保险公司中以重资产投入模式运行的主要有泰康、太保、国寿，其布局动机一是找到长期回报稳定的持有型物业资产，满足险资收益率要求；二是通过保单对接养老社区，促进保险业务协同发展；三是以养老社区为载体，协同发展医疗健康产业。保险机构的盈利关键之处则在于低价拿地能力和保单销售能力（见表2）。

表2　　2020年中国部分养老社区调研数据

养老社区		泰康之家	恒大养生谷	太平乐享家	太保家园	国寿嘉园	合众优年养老社区	光大永明汇晨养老社区	新华家园
定位		郊区大型高端CCRC社区为主	高端“医养结合”	高端度假型+CCRC社区	高端城郊型+度假型+城市型医养社区	以高端度假型养老社区为主	中端医养社区	中端城市型养老社区	高端城郊型+度假型+城市型医养社区
投资模式		自建	自建	自建+第三方合作	自建、引入法国欧葆庭养老照护体系	自建	自建+第三方合作	第三方合作	自建
布局城市	已开业	北京、上海、广州、成都、武汉、苏州	儋州、三亚、昆明、西安、郑州、南京、镇江	自建：上海 三方：上海、大连、昆明、宁波、北京	/	苏州	自建：武汉、南宁、沈阳 第三方：三亚、吉林、成都等13个城市	北京、苏州、上海、山东	北京、海南
	未开业	三亚、杭州、南昌、厦门、沈阳、长沙等13个城市	南京、重庆、呼和浩特、梧州、沈抚新区	南京、无锡、苏州、杭州等15个城市	成都、大理、杭州、上海、厦门、南京	天津、北京、三亚	北京、山东、河南	海南、广西、青岛、大连	/
入住资格	非保险客户	20万元入门费+购买乐泰财富卡（100万—300万元，记名且不可转让）	会籍制（6万元）	会籍制（100万—400万元，使用期限内可转让、继承，具备投资属性）	/	押金10万元+购买嘉园卡（90/150/180万元）	押金1万元	押金5万元	押金5万元
	保险客户	保单总保费≥200万元	保单总保费≥150万元	保单总保费≥200万元	保单总保费≥200万元	新客户保单总保费≥300万元，老客户≥200万元	购买“合众优年生活实物养老保障计划”	保单总保费≥100万元（保证入住）；保单总保费≥30万元（优先入住）	
对接产品		主要为年金险							无

注：表内数据为中国外贸信托根据公开信息、外部调研等渠道获取。

4. 慈善型

如何应对并解决养老问题，不仅是国家战略和社会热点，更带有着公益慈善属性。《中华人民共和国慈善法》（以下简称《慈善法》）总纲第三条中，将“扶老”明确界定为公益慈善活动。而慈善信托，自《慈善法》颁布实施以来得到了一定发展。根据中国慈善联合会慈善信托委员会统计，截至2020年年末，我国已设立慈善信托共534单，总规模约33.2亿元，其中不乏信托资金用于资助、定向捐赠养老机构或是用于阿兹海默等老年病防治工作等养老场景。

由于“养老+慈善”涉及社会公众利益，对信托公司的受托责任履职能力要求较高。因此，信托公司更应该在慈善型养老信托中担任好“受托人”角色，认真打造与之匹配的资产管理、投顾配置、风险管理、运营科技等核心能力。通过“养老+慈善”，把更多资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持国家养老战略落地实施，实现用金融的力量去推动社会的进步。

中航信托2019年设立了由中国扶贫基金会作为委托人的“雅安公益养老慈善信托”，即旨在持续支持雅安市范围内的家庭、社区、非营利养老机构、非营利服务照护机构、养老相关社会组织等多层面的助困养老项目，慈善信托的首期资金用于支持四川省雅安市社会福利院的贫困失能失智老人照护项目。

5. 个人配置型

养老金体系中的第三支柱是个人养老储蓄计划。我国的第三支柱完全由个人承担，可根据个人需要选择是否参加。由前述讨论可知，相比发达国家，我国三支柱养老金体系结构占比明显偏低，尚处于初级发展阶段，因此，发展第三支柱养老金体系应当成为我国长期的战略选择。

我国养老金第三支柱在发展初期仍存在着很多不足和痛点，各资管机构发行的养老产品同质化严重，客户以养老为目的的资产配置管理理念相对落后，投资品种单一。以美国个人养老金市场为例，其通过多元化的资产配置有助于实现良好的投资收益，其中权益投资在其中发挥了巨大的作用，目前权益基金和混合型基金占美国第三支柱养老金投资的比例高达78%，远高于我国的配置比例。

在2020年博鳌亚洲论坛上，多位监管部门人士在“迎接老龄化社会——养老金改革”分论坛上就中国养老金融发展一事展开讨论。中国人民银行副行长李波表示，我国金融体系明显短板之一是长期资本不足，尤其是股本不足；应把一部分储蓄吸引到养老金账户中，通过专业机构管理可开展长期资产配置，其中有很大一部分可配置到股权类资产上。中国银保监会副主席肖远企也表示，我国第三支柱比例非常低，虽储蓄率非常高，但多以短期为主，养老属性比较弱；目前要做的是把不具备养老特征的大量个人资金供给转化为长期的、有养老属性的、有相对安全保障和一定收益的第三支柱养老产品；现在缺乏长久期资产，应有相应

金融产品供养第三支柱的资金投资。美国个人养老金市场的经验也表明，通过多元化的资产配置有助于实现良好的投资收益，其中权益投资在其中发挥了巨大的作用，目前权益基金和混合型基金占美国第三支柱养老金投资的比例高达78%，远高于我国的配置比例。

个人配置型养老信托是指个人委托人为退休后获得养老生活保障，将资金一次或多次交付信托公司，信托公司作为受托人对该资金进行投资管理，实现财产保值增值，满足受益人的养老资金需求。目前国内的个人配置型养老信托主要借鉴家族信托的设计框架，面向相对高龄的高净值客户，兼具个人养老和家族财富传承双重功能。

例如，安愉人生养老信托是兴业银行私人银行部携手外贸信托共同推出的一款针对高净值人群的养老金融产品，具备财产专属性和安排灵活性，先满足养老，后实现传承，帮助私人银行客户更科学地规划财产。该产品认购起点金额600万元，委托人一次性交付信托财产，成立后封闭3年，3年后按照委托人意愿，以类似年金方式每年定额向指定受益人分配信托利益（见表3）。

表3　安愉人生养老信托产品形式及产品要素

产品信托形式	
自立养老	“我的老年生活我做主”，自己将资金放入信托，指定信托财产分配给谁，谁就受益
子女尽孝	子女将现金放入信托，指定父母受益。委托人为30岁（含）以上的金融产品合格投资者
产品要素	
设立起点	认购金额最低为600万元（含），一次性认购。若追加信托财产，则另设立信托
受益人	灵活指定初始受益人与后备受益人。如果初始受益人放弃信托利益或去世，则由后备受益人享有
分配方式	自认购1年封闭期后的任何一年开始，可选择一次性支付或按季度支付，直至信托结束。若选择按季度支付，每季度支付金额3万元起，以3万元为单位进行更改调整
开放日	自认购后满1年以后，每年有一个约定的开放日
信托期限	合同将约定一个信托期限，为3+N年，同时约定分配条款。在信托封闭期满1年后的每年开放日内，委托人可选择赎回或者继续持有。如果不到约定期限，信托利益即分配完毕，则信托结束。如果信托约定期满，信托财产仍有剩余，则由初始受益人享有；如果初始受益人放弃权利或去世，则信托利益可指定给后备受益人

资料来源：兴业银行官网。

（三）养老信托未来发展方向思考

目前来看，养老服务难获取、养老服务质量差、养老服务价格贵是养老市场的主流痛点，而保险、公募基金及银行等现有第三支柱养老产品受限于发行机构的传统业务模式，更多体现的是发行机构原有传统的产品线，或不能体现金融产品在投资人不同生命周期中应该获取的收益与风险配比，或缺乏养老、健康服务属性，或缺少合适的税收优惠嵌入机制，或投资收益较低。我们认为，未来发展养老信托更能够满足投资人对于实现多种养老目标的需求，弥补现行产品线的空缺，应该重点从服务型养老信托、个人配置型养老信托

两类产品入手。

服务型养老信托以提供服务为主要目的，填补了目前养老金融产品整体仍以资金投资管理为重心的空白，通过养老服务机构的遴选、养老服务批量采购、养老服务平台搭建，力图为养老人群提供更便捷、更便宜、更高效的养老服务。通过养老服务信托，受益人能够获得相对全面的养老服务和消费体验，享受信托产品附带的多种功能。对信托公司来说，通过将自身制度优势与养老服务产业相结合，加强产业链布局，能够大大提升服务业务水平和质量，更好满足消费者的养老需求，有效拓展获客渠道，增强客户黏性。对养老产业来说，养老消费信托对养老服务及产品的供给有着更明确、更严格的要求，能够对养老服务质量进行有效监督，有助于促进整体养老产业服务质量的提升。

个人配置型养老信托虽然是以资产配置为主要目的，但相比于保险、基金、银行等传统的养老理财产品，信托公司更应该基于自身制度优势为养老人群提供差异化的产品，丰富养老人群的资产配置。例如，利用信托财产隔离的功能将养老资产独立于个人资产，使得投资人的养老资产可以规避漫长人生岁月中的不确定性，待年老时始终会有一笔养老资产以供使用。利用信托实现横跨货币市场，资本市场和实业投资领域的投资，帮助养老人群实现多元化资产配置，为投资人获取较为丰厚的收益。运用事务管理性信托的运营经验可以实现按照委托人的意愿进行财务传承等一系列事务性安排。

四、服务型养老信托的商业模式设想

（一）养老人群需求分析

根据《2020年中国养老产业发展白皮书》，近年来，我国老年人的人均养老消费持续增长，全国老年人人均消费由2016年的11 399.79元/年上升至2020年的16 307.38元/年，同时养老需求呈现多样化趋势。截至2018年，我国老年人人均消费中，日常消费占比61%、医疗康养占比22%、社交娱乐占比13%、养老金融占比4%，其中医疗、社交、娱乐和保健领域近年增速最快。随着老年群体对社交、娱乐、陪伴等需求的日益强烈，养老需求将逐步转向包含关怀访视等服务在内的养老设施和养老服务。因此，食品、医疗、营养保健是老年人主要消费需求，照料服务、旅游服务、适老器械、网络消费等未来将成为老年人消费新的增长点，将为养老服务产业发展带来机遇。

根据养老场所和服务形式的不同，老年人的养老模式大致可分为三类，包括居家养老、社区养老和机构养老三种（见表4）。

表4　三种养老模式特征及核心需求

养老模式	发生场所	适用群体	主要特点	核心需求
居家养老	老人或子女家中	具有基本生活自理能力的老人	成本较低，老人无须更改住所，家人可陪伴时间较长	上门看病、上门护理、陪同看病、康复治疗等
社区养老	家庭附近社区	基本生活自理能力相对较弱，或子女不在身边的老人	依托社区公共资源和服务设施，老人对所处环境更熟悉，更具亲切感	社区老年食堂、日间照料中心、社区卫生服务中心
机构养老	专业化养老机构	失能或失智程度较高的老人，80岁以上高龄老人	成本较高，老人需更改住所，服务内容较为全面、丰富	居住、就餐、医疗、旅游娱乐、法律援助、老年大学等

随着养老服务行业逐步发展，政府已基本确立居家养老为基础，社区养老为依托，机构养老为支撑的养老服务体系框架。因居家养老和社区养老均依托老年人熟悉的生活环境，且社区养老服务机构也多开展面向居家老人的上门服务，两种养老模式逐渐呈现融合之势。

（二）产品设计思路

养老金融产品百花齐放，但仍缺乏个性化产品。以银行、保险等为代表的金融机构积极探索养老金融产品、持续扩宽发展路径，但总体来看，目前仍然是以提供理财服务为主，产品同质化严重、针对性服务不足，养老金融产品的有效供给仍不充分。养老信托应该依托信托制度独有优势，精准定位养老人群核心诉求，在传统养老金融产品基础上积极创新。

养老消费信托是目前国内信托公司在养老领域的初步探索，中信信托、北京信托、中航信托等均发行了养老消费信托产品。目前主流模式为信托公司以规模数量和优惠价格直接向康养机构采购养老服务，并督促其提供高质量的服务，保障消费者的养老权益。其中养老服务包括健康管理、居家养老服务、社区养老机构的优惠购买权，以及针对中高端消费群体的高端养老机构优先入住权等。以中航信托鲲瓴养老信托为例，该养老信托产品将养老服务、受托传承、投资保值相结合，创新性的设立了专属信托账户，以实现养老费用支付、养老社区入住以及保值增值等目标。通过与大型养老社区合作，形成专业医养照护体系和医疗保健中心，并提供个性化专项定制养老服务。

但目前来看，养老消费信托数量不多，规模也相对较小，并且信托在其中承担的职能并未充分体现。可在之前基础上结合养老人群特征，做更多信托功能的创新及职责的延伸。

1.养老消费+以房养老：为老年人提供财务保障

从国内的实际情况来看，国内高龄人群多以居家养老为主，老年群体的财产中房产占据了较高的比重，有些老年人可能缺乏足够的现金资产用于养老。在英国，“以房养老”信托发展较为成熟，其具体模式为：房主将房产抵押于信托公司，信托公司负责每月给房主发放

一定的养老金，当事人去世后，房产的所有权归属信托公司，但信托公司按约定将房产剩余价值的金额发放于当事人的子女。

目前在中国内地此模式应用还比较少，除了传统银行系的住房反向抵押贷款外，目前只有幸福人寿、人保寿险等少数保险公司开展了个人住房养老反向抵押保险业务，主要为有房产但养老资金短缺的老人提供养老金。这是一种将“住房抵押”与“终身养老年金保险”相结合的创新型养老保险，即拥有房屋完全产权的老人，将其房产抵押给保险公司，继续拥有房屋占有、使用、收益和经抵押权人同意的处置权，并按照约定条件领取养老金直至身故；老年人身故后，保险公司获得抵押房产处置权，处置所得将优先用于偿付养老保险相关费用。这种养老理财产品尤其适合中低收入家庭、失独家庭、“空巢”老人及单身高龄老人。

我国目前的养老消费信托可以考虑与“以房养老”模式相结合，老年人将房产抵押于信托公司，同时选购合作的养老机构或养老服务，信托公司每个月可将养老金受托支付养老机构及其他康养服务，剩余部分划转给老年人。另一方面还可以和家族信托、财富管理等做有效的结合，不仅可以形成较强的信托责任，而且具有财产转移和有效管理的制度优势，相较于住房反向抵押贷款和住房养老反向抵押保险等形式的养老模式更容易被普通大众所接受。

2. 根据养老人群年龄、养老模式、特殊需求设置多维度产品线

针对不同年龄段的老年人，应有不同的产品定位。65—80岁的应划分为一类，他们还健康活跃，生活能完全自理，可能更需要社区养老服务、文体娱乐、高端度假服务等；而80岁以上的老人应划分为另一类，他们可能已经出现失能失智或半失能状态，日常生活已不能完全自理，需要的服务更多更全面，信托公司应有侧重地开发相应的产品。

在不同的养老模式下，养老消费信托提供的养老服务的内容也相应有所不同。我国目前养老体系为90%居家养老、7%社区养老、3%机构养老，虽然目前居家养老仍是主流，但随着人们养老理念的不断转变，对养老生活质量要求越来越高，选择入住综合服务的养老机构的人群占比或会越来越高。在居家养老模式下，养老消费的内容应包括家政、居家护理、居家医疗、紧急救援、心理关怀慰问等服务；在机构养老模式下，养老消费的内容则更为广泛，包括养老住房、护理、健康医疗、疗养康复等全方位饮食起居服务。信托公司作为受托人，运用其强大的资源整合能力，集成各类养老资源，保障养老服务供给端的质量。

根据不同老年人群的特定需求设计有不同侧重点的产品线，如可设计基础型、健康型、高端享受型等产品线。基础型可主要包括免费或低折扣养老机构入住权益、家政上门服务、基础医疗、定期体检等；健康型可涵盖更多养生保健、健康咨询、营养咨询、心理咨询、医疗康复、紧急救治等内容；高端享受型可嵌套高级社区入住、高端度假旅游、针对高净值客

户财富传承等服务。

（三）信托功能延伸

围绕上述提到的养老服务难获取、养老服务价格高、质量差等核心社会问题，要实现从政策养老到个人养老再到产业养老的升级，信托仅仅发挥投融资职能或仅提供产品构架是远远不够的，需要利用信托的制度优势和资源禀赋做更深更广的延伸。主要可以有以下几个方向：

作为第三方设置严格准入标准筛选优质养老服务。目前国内养老市场产品较为复杂，机构参差不齐，鱼龙混杂，甚至可能存在着打着养老的旗号进行不当盈利的情况。信托作为专业的金融机构，可以在充分的市场调研的基础上制定严格准入标准帮助养老人群遴选出高质量的养老机构及养老服务提供商，也防止了老年人群机构选择不慎而被坑骗。

作为信用中介保障养老人群合法权益。信托公司作为连接投资者和养老服务机构的信用中介，除了与养老机构协商好服务条款，及时准确地为委托人提供服务以外，还承担着对所有养老服务机构的管理工作，在产品运作过程中要建立起定期及不定期监督机制，一方面从资金监管角度，可以监管预付资金的流向及用途，保障资金的安全性，另一方面通过监督保证养老机构提供价格合理、高质量的养老服务，保障养老人群的合法权益。

提供综合化、集成化、多维化的服务。目前市场上的养老服务信托产品更多是先与特定养老服务商洽谈，然后基于服务商可提供的服务设计相应产品，或是聚焦某类养老需求设置专门的产品，缺乏对整个养老市场多维度服务的整合，同时也并未真正从养老人群需求出发，更多是与养老机构合作的投融资行为。真正的养老服务信托应该作为连接养老机构和老年群体的公开透明的平台，一方面通过平台阳光化运作提高产品的透明度，保障养老人群的服务质量。另一方面通过引入多类型养老机构，为养老人群提供多条线多维度的养老集成服务，提高服务的综合性和便利性，并探索更多的智能化、定制化服务，提升养老人群服务体验。

（四）服务模式

针对信托公司提供养老服务的性质，业务模式大致分为三类，包括受托服务模式、资源整合模式、增值服务模式。

1. 受托服务模式

市场上部分高端养老项目入住门槛超过几百万元，每月需缴纳几万元费用，让绝大多数的老年人无法承受。除此之外，由于养老项目前期投入较大、后期退出机制不畅、养老机构

缺乏监管等原因，老年人养老需求的获得感和满意度不强。

针对上述养老产业发展的弊端，信托公司可以介入老年群体与养老服务机构之中。委托人群将资金委托给信托公司，信托公司与养老服务机构签署服务购买协议，并将资金支付给养老服务机构。委托人可享受养老服务机构提供的相应服务，服务费用从认购资金中逐次扣除。项目运营阶段，信托公司与养老服务机构约定明确的退出路径，并按固定频率依据委托人和信托公司的评价结果对养老服务机构予以评分，对于未达评分标准的养老服务机构，信托公司有权单方面解聘。为保障委托人的需求满足及资金安全，信托公司可要求养老服务机构以股权或不动产等提供增信。此类模式初期可针对单一养老服务机构进行拓展，后期可推广至多家养老服务机构，一方面可促进行业的良性竞争，另一方面可满足老年人多方面多地域的养老需求。

机构养老项目基本都为社会资本投资，投资收益率最大化是其主要目标，养老项目的投资回报周期较长，故大多设置了较高的入住门槛，受众客群十分有限。为降低投资门槛，提高养老服务机构的参与度，信托公司可结合土地流转信托模式，降低此类项目成本结构中占比较大的土地成本，发挥信托优势，以提高养老人群的受益范围。

2. 资源整合模式

养老产业是一个多元化的产业体系，辐射面广，涉及养老服务、养老用品、养老医疗、养老地产、养老金融等。随着社会经济的持续发展，在养老护理服务的基础上，医疗服务、康复服务、咨询服务等领域也将迎来专业化、多样化的高质量发展阶段。信托公司可通过整合养老服务全产业链，更好地满足消费者的养老需求。

在资源整合模式中，信托公司可以通过为委托人设立专属信托账户，将护理服务、康复医疗、咨询等各类养老服务，以及受托传承、投资保值等各类功能相结合，以实现养老产品购买、养老费用支付、资产保值增值等复合目标，投资人购买养老服务后由信托公司将其专属信托账户中的资金支付给养老服务机构，专属信托账户资金全部使用完毕或委托人申请终止的，信托服务终止。

信托公司还可与地方政府合作，建立智慧养老服务系统，嫁接覆盖老年人群生活照料、医疗健康等各类服务的养老服务机构，针对不同需求及不同收入水平提供差异化服务产品。信托公司可依托专属信托账户的资金规模收取一定管理费，或向入驻信托公司养老服务系统的养老服务机构按期限收取管理费作为信托公司的收益来源。

3. 增值服务模式

除了受托服务模式及资源整合模式外，信托还可以利用信托独特的优势，专注养老人群某一类特定需求提供增值服务。以目前老年人逐年提高的法律咨询、法律援助需求为例，老年群体作为社会的弱势群体，防范意识普遍较弱，法律意识淡薄，并且受制于心智、眼界、

信息渠道等因素，更容易上当受骗。老年人赡养问题、资产继承问题、养老骗局等各类问题普遍存在于社会发展中。传统的法律服务更多以咨询、解决调节为主，并未能够实际解决老年人的根本需求问题。信托公司可与合作的律所合作建立专门的法律咨询服务业务，并针对老年人遇到的问题，运用信托破产隔离机制及专业能力，以家族信托、养老产业信托配合养老消费信托，解决老年人的某些养老难题。

（五）能力建设

作为信托公司的本源业务之一，养老服务信托具备信托财产独立、信托目的明确以及服务保障性强等金融特性，能够为应对老龄化挑战、打造养老第三支柱提供可行的解决方案。但养老服务信托在我国目前仍处于发展初步阶段，尚未出现成熟的发展模式和完整的行业规范，信托公司仍需提高多方面的能力建设。

1. 提升养老领域专业化整合能力和产品设计能力

提升养老领域的专业化整合能力。养老产业是一个多元化的产业体系，养老消费需求不断向老年用品、康复医疗、旅居养老、智慧养老等全产业链延伸，信托公司需要设立专业的养老团队，在“养老服务”+老年人用品产品、“养老服务”+金融、“养老服务”+教育、“养老服务”+文化、“养老服务”+旅游、“养老服务”+餐饮等方面，分类型、分领域对专业的养老服务机构进行尽职调查，形成资源备选库，与优质合作机构建立常态化的合作机制。以客户需求为突破口，打造“养老信托服务”的统一服务平台，通过开发APP软件或微信小程序等线上工具，增强客户对养老机构状况、收费标准、服务项目等信息的把控。让客户能够根据委托资金额度匹配应享有的服务标准，实现对不同客户需求的快速配置实施，有效提升客户体验。

加强养老信托产品创新设计能力。充分利用养老信托的制度优势，针对居家养老、社区养老和机构养老等不同客户群体，构建多层次的产品体系，有针对性地进行养老服务方案的个性化设计，更好地满足差异化的养老需求。

2. 科技赋能服务系统及网络建设

随着信息技术发展，市场正在探索形式多样的养老服务发展模式，基于互联网的综合服务模式、智能居家养老模式、社区街道养护一体化等模式，均对信托公司的运营系统提出了更高的要求。探索利用人工智能等金融科技力量，赋能养老服务信托业务的转型升级，也是信托公司面临的重大挑战。

信托公司目前分支网络的建设程度弱，更没有银行账户管理和收付结算功能，实现复杂的养老功能能力相对较弱。信托公司作为综合化、多样化的金融机构，可以在搭建平台、吸引资金、集合养老服务资源、提升养老服务水平方面切实发挥作用。信托公司应持续完善养

老信托的系统建设，以客户需求为本，以信托服务为保障，通过专业化的陪伴式服务，为民众和社会提供更优质的受托服务，切实发挥信托制度的本源优势。

金融科技可以提升产品运营管理以及金融服务能力，信息系统建设是信托公司加强完善业务管理的重要支点。信托公司可针对养老业务建立起一整套标准化体系，包括业务结构设计、流程控制、账户管理、交易管理、法律文本设计、操作风险防控、信息系统支持等，强化养老信托的“标准化”管理，全方位介入养老产品的运营中，充分发挥托管运营服务功能。

3. 加强与相关机构的业务合作，共同打造养老生态圈

信托公司应与其他机构建立共赢的业务模式，信托有灵活的架构和较强的资源整合能力，从退休养老的资金规划到养老服务整合再到老年风险安排等都可以与其他机构配合，更好地为高龄人群服务，信托公司也可不断完善养老信托产品的功能。

一是与保险机构的合作。高龄人群的面临的意外及疾病风险几乎不可避免，保险机构防范此类风险的优势得天独厚，与保险机构合作可说是养老规划中不可或缺的部分。通过养老信托计划与保险产品的结合，可以花费少量资金达到防范风险的效果。通过有效的产品设计，信托公司和保险机构合作，能够产生正向的作用，有效弥补保障能力上的不足。如保险金信托产品，投保人在发生人身意外事故之后，由信托公司作为受托人管理保险公司给付的保险金，为投保人的生活提供保障。

二是与各类专业养老机构的合作。信托公司在具体的康养服务方面需要其他专业机构的配合，例如在养老医疗服务方面，信托公司可以股权投资等形式布局，掌握核心医疗服务资源，充分发挥医疗服务资源的优势，提升养老信托产品的服务内涵；再比如在专业护理服务方面，面对大量老年人尤其是失能老年人的健康护理需求，需要专业化的护理看护服务，护理人员和护理机构。信托可以将专业护理资源嫁接到现有养老信托产品中，以满足养老服务需求。目前已有部分信托公司开始瞄准养老服务产业，与国内外知名的各类康养医疗等专业服务商合作，为老年人提供各类高水平的养老服务。

五、个人配置型养老信托的商业模式设想

（一）市场定位

信托制度是区别于其他金融机构的本源核心优势，与养老目标和养老需求的匹配度更高。信托的财产隔离与独立性保证养老资产可以独立于个人资产，可以在较长生命周期中规

避不确定性，保证老年后始终会有一笔养老资产以供使用。信托投资的全面性和长期性使得信托可以跨市场、跨周期进行投资，以更好的实现养老资金全生命周期的规划与不同阶段的风险收益安排。信托的事务管理能力可以围绕养老场景实现康养医疗、子女教育、财富传承、财产转移、财产分配等多样化的养老功能。

养老信托应与其他养老产品形成差异化竞争，利用核心优势提供个性化、精细化服务。目前市场上公募基金、保险公司发行的养老产品大多是批量化、大众化的，产品设计较为单一，不能满足不同类型养老人群的需求，并且有些产品理财属性明显大于养老属性。相比较来说，信托独特的制度优势更匹配养老属性，信托有更灵活的架构和较强的资源整合能力，可以聚焦不同类型投资人的风险偏好，满足投资人多种养老目标的需求，提供个性化、差异化以及精细化服务，全面提升服务品质。

养老信托应重点围绕面临养老问题的客群及相关联群体，提供针对性的产品。养老信托应该体现以养老为目的的长期投资行为，所以一般要求退休后才可以进行信托收益的领取。我国目前年轻人的提前养老规划和长期投资的意识还比较薄弱，针对年轻人的养老信托产品很难产生有规模的市场需求，所以养老信托应更精准聚焦到近期面临退休的客群以及相关联的群体，我们认为重点可以有以下两类人群：

1. 年龄在50—60岁的临近退休的人群

此类人群在10年内面临退休，具有较强烈的养老意识和养老需求，是购买养老产品意愿最强的群体。在当前家庭生活压力越来越大的社会背景下，高龄人群更希望将自己的养老保障托付给市场而非一味地托付给子女，这样既可以减轻子女的经济负担，也可以将老年生活的决定权掌握在自己手中，提高晚年生活的独立性。

2. 父母即将面临退休的年轻白领

对于部分有一定经济基础的年轻白领来说，一般都面临这父母即将退休，需要赡养老人的问题。受独生子女政策的影响，在我国一对年轻夫妻可能需要赡养4位老人，提前为父母筹划养老保障既可以保证父母的晚年生活质量，又可以避免意外变故对自身家庭生活的冲击。因此，此类人群为父母购买养老产品的需求较为强烈。

（二）产品设计

在产品设计上，借鉴国外目标日期和目标风险策略的理念对委托人进行分类，以目标养老日期（即退休日期）分大类，以风险偏好（如保守、稳健、成长）分小类，针对上述两类目标客户设计自益和他益两个目的信托计划，既可以本人为自己购买，也可以为父母购买。养老金以TOF形式进行大类资产组合投资，并根据委托人退休日期、风险偏好设计投资方案（见图6）。

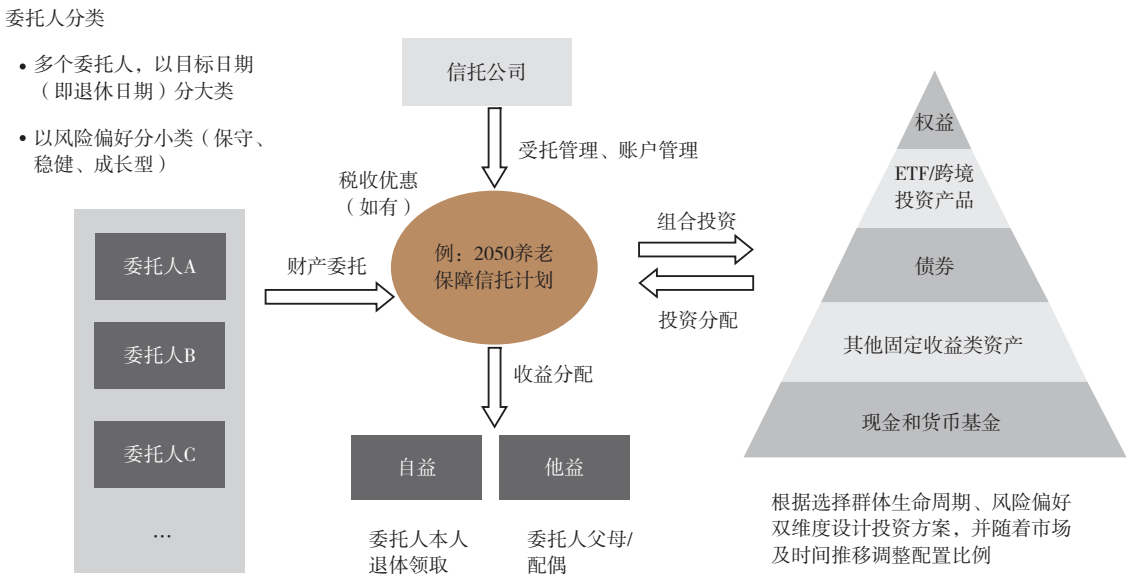


图6　养老信托产品设计设想示意图

资料来源：平安信托PMO研究团队制作。

1.产品种类：组合目标日期和风险偏好打造多条产品线

（1）以目标日期做第一层分类。不同生命阶段的投资者的风险承受程度差异巨大，所以目标日期策略奠定了大类资产配置的基础。

以5年为一个时间窗口进行分类，并根据目标日期指导下滑曲线的设计，任何年龄阶段的投资人都可以认购与其退休年份相匹配的养老信托计划（产品的目标日期与真实退休年份差距不超过两年）。

（2）以风险偏好做第二层分类。在以目标日期制定的资产配置下滑曲线的基础上，还需要根据委托人的投资偏好对资产配置比例进行调整，更精细化的匹配不同的风险收益需求。

设置保守、稳健、成长三种不同风险类型的养老信托计划，委托人可自主选择满足其风险收益要求的产品，同时信托公司也可通过对委托人进行风险评估推荐适配的产品。

保守型产品收益较低，与保险公司、银行理财等无法形成差异化竞争。稳健和成长型产品可以为客户提供更高的风险收益比，应该是信托公司重点布局的产品线。

2.交易结构：针对每个委托人设置单独的信托计划

设置双层TOT交易架构：募集层为每个委托人设置单一信托计划，以支持个性化的分配，有利于后续嫁接医疗康养、子女教育、财富传承等多种养老功能，实现精细化管理和综合化服务；投资层归集募集层各信托账户中的资金，以进行统一投资安排，分配阶段由投资层信托计划将投资收益分配至每一个单一信托计划中（见图7）。

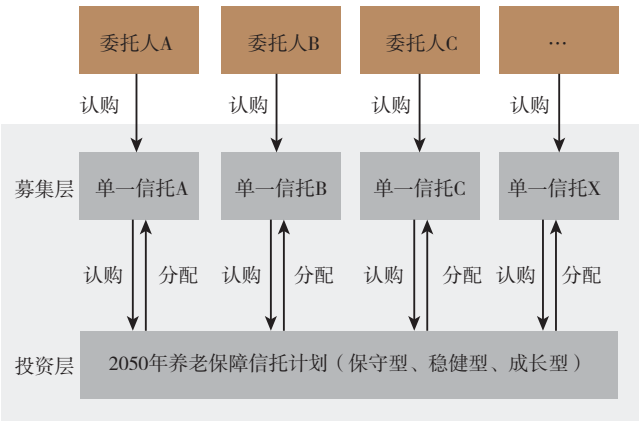


图7　养老信托双层架构示意图

资料来源：平安信托PMO研究团队制作。

3. 认购金额：设置较低的认购门槛，后续每年开放追加

（1）首次认购金额无限制或者设置较低的门槛。从产品定位来看，养老信托具有较强的普惠性质，不应设置过高的投资门槛。由于监管对信托私募属性的限制，现行投资人购买信托计划的门槛较高，而养老第三支柱应该惠及更多普通大众，定位于解决老百姓的养老需求。同时若考虑信托的运营成本，也可以设置较低的投资门槛来保证投入产出的平衡，例如1万元至5万元。

（2）每年定期开放追加。产品存续期内每年的特定日期开放一次追加，追加金额为1万元的整数倍，追加金额无上限。距离退休日期一年以内不能追加。

定期开放追加有利于投资者根据自己的情况灵活增加投资额，同时一年一次更有利于投资经理集中做投资安排，提高投资的效率。

4. 领取方式：退休后开始领取，每年设置一次应急赎回

直至退休年龄后方可开始享受收益的领取，体现出以养老为目的的长期投资；委托人可以选择按月领取、按季度领取两种，同时可自由选择分配期的期限，原则上不少于10年；信托计划根据分配日当日的产品净值进行收益分配。

为了提高产品的灵活性，可设置应急赎回条款，在产品成立满3年后，每年指定日期开放一次应急金的赎回。

5. 增值服务：实现多重养老目标

信托与其他金融机构相比的核心优势是信托事务管理和综合服务能力，除了养老金的保值增值以外，还可以通过增值服务来实现多重的养老目标。在养老服务方面，可提供定期健康体检、养老机构缴费、医疗康复等服务；在财富传承方面，受托人可以按照委托人的意愿进行财富传承、财富分配等一系列事务性安排（见表5）。

表5　　2050年稳健型养老保障信托计划产品要素一览表

信托要素	主要内容
信托名称	2050年稳健型养老保障信托计划（举例）
受益人	受益人法定退休年龄须在2050年左右（前后不超过3年）
委托人	受益人本人（为自己购买） 受益人的子女或家人（为配偶和父母购买）
信托期限	受益人达法定退休年龄后可享受养老受益分配投资满3年后，每年可开放一次应急金赎回
首次认购金额	1万–5万元，税优金额（如有）只享受该年税优可抵扣最大额
追加金额	每年开放一次追加，追加金额为1万元的整数倍，追加金额无上限
资金管理方式	TOF模式投资运作，基于委托人生命周期及市场变化调整配置比例
投资范围	固定收益类金融产品、权益投资类金融产品、PE、基建REITs等
费用设置	受托人年固定管理费，投资浮动管理费，其他必要性相关费用

资料来源：平安信托PMO研究团队。

（三）资产配置

养老信托计划以集合形式，采用净值化运作，通过TOF的形式，可以充分发挥信托公司在大类资产配置的丰富经验，为投资人选择合适的资产组合比例，并不断调整以匹配不同时间点上投资人的收益和风险偏好。

信托公司金融牌照资格广泛，可投种类丰富，业务领域囊括货币、资本市场以及实体产业，可以形成资产的多元化配置，包括但不限于股权、债券、基金、信托产品、REITs等类别，从而达到充分多样性风险分散。

股权类资产可配置期限长、现金流稳健的非标准化股权类项目，如养老地产、基建REITs等。以基建REITs为例，可匹配久期合适的公募REITs项目如高速公路、发电站等，当该养老信托产品达到中后期阶段时，项目运营已较成熟，其稳定的现金流和分红可作为养老金分配。在这种投资模式下，信托公司可汇集长久期的养老资金投资于养老基础建设服务产业，最终达到养老资金资产服务生态圈的平衡且可持续发展。除此之外，还可以配置权益型基金来分散风险和增厚收益，如股票型基金、偏股型基金等。

固收类资产可以配置风险收益比较好的信托项目、标准化的固定收益类产品（如债券型基金、可转债基、二级债基等）及安全性强的现金管理类产品（包括货币基金、银行理财等）。

借鉴境外成熟资产管理体系的养老信托配置策略，可以在产品设计层面嵌入阶梯式的动态调整配置方案，以满足不同年龄段的投资风险偏好和风险承受能力。具体测算如表6（以目标日期2050年养老信托为例）。

表6　以目标日期2050年的养老信托产品为例的资产配置回报测算　（单位：%）

资产类型	产品	第一个10年		第二个10年		第三个10年		分配期	
		比例	回报	比例	回报	比例	回报	比例	回报
股权类	投资股权类项目、REITs，尤其基建、养老地产等相关领域	30	3.0	30	3.5	30	4.0	30	7.0
	股票型基金、偏股型基金	45	12.0	25	10.0	15	8.0	0	8.0
信托类	信托项目	20	7.5	25	7.0	20	6.5	0	6.5
固定收益类	债券型基金、可转债基、二级债基	5	5.0	15	5.0	15	5.0	20	5.0
货币类基金	货币市场基金、银行理财等	0	2.8	5	2.8	20	2.8	50	2.8
合计	—	100	8.1	100	6.2	100	5.0	100	4.5

注：以上数据是结合不完全市场统计及适当假设的推算结果。
资料来源：平安信托PMO研究团队制作。

总体来说，信托行业的资产较基金更稳定，较保险收益优势突出，更具有大类资产配置及长期投资的优越性。

（四）营销策略

1.外部销售渠道

主要以银行和保险公司为主，银行拥有庞大且相对稳定的客户群体，在消费者心目中的形象是“有保障”，具有一定的客户依赖度。信托公司可与银行的私人银行条线相关部门进行合作，在实现代销的同时，可借助银行雄厚的客户基础，掌握最真实最全面的需求，汇聚各方优势共同探讨个性化产品的研发。保险公司定位于长期投资，于“养老”属性不谋而合，同时保险公司具有丰富的C端的客户资源，信托公司可通过差异化的产品方案与保险公司现有产品条线形成协同与互补，通过保险公司庞大的网点优势和个人客户营销能力扩大产品的影响力。

2.B端客户渠道

信托公司在以往的业务经验中积累了大量的大型企业、上市公司等资源，可通过为此类客户制定一揽子的员工养老综合解决方案，在提供企业年金委托管理服务外，对企业临近退休的员工集中进行个人养老信托产品的精准营销。

3.自身销售团队渠道

一方面，信托公司可以就养老信托产品设立专门的业务团队，在前期产品营销、中期产品设计及后期售后服务等方面加强专业人才的引入；另一方面，针对养老业务制定专门的销售策略定期对销售人员进行专业化的培训，提高前线人员对养老产品的认知和销售技巧。

4. 网络销售渠道

可借助“互联网+”的营销优势，开发养老业务智能APP及小程序，利用互联网打造多种养老场景，构建养老体系生态圈。通过各类场景的植入精准定位目标群体，通过大数据技术对老龄群体的需求和习惯进行挖掘，在此基础上进行产品智能推荐和营销。

（五）运营保障

针对养老业务建立起一整套标准化运营流程，包括产品方案设计、流程控制、账户管理、交易管理、法律文本设计、信息披露等各方面。

在业务前端，通过手机APP实现移动化客户入口，可完成养老方案设计与分配、合同签署、线上审核等全流程操作，为客户带来高效、便利、安全、私密的产品体验。

在投资管理流程中，建立针对各类金融产品的风险评级制度以及投资管理机构的评价机制，以快速完成可投资产品及委托机构的选择，通过与代销机构、投顾方、托管行等各合作机构建立对接端口，实现投资指令的接收、下达与执行的全流程管控以及投后数据分析、持仓对账等的自动化输出，保障信息安全、提高运作时效、降低沟通成本。

在产品存续期内，通过智能化运营平台建设，实现产品持仓、净值、信托利益分配等信息的实时查看，以及受益变更管理、订单追加等统一化的管理；借助区块链防窜改、智能合约、永续保存、可追溯等技术特点，实现长久期信托分配、传承信息的永续性存储，保障信息安全。

六、促进养老信托落地的相关建议

（一）尽快出台养老第三支柱税收优惠政策

从海外经验来看，税收优惠力度直接影响国民参与养老第三支柱的积极性。当前在上海、苏州和厦门地区试点的个人税延型商业养老保险采用国际通行的EET模式，缴费阶段可免除一部分的个人所得税，由于累进税率的因素，领取阶段一般低于缴费阶段的边际税率，缴费人可享受到税延的优惠。但从试点效果来看，税收优惠政策对参保者的吸引力较小，一个重要原因是税收优惠的金额较小，每月仅允许税前列支不超过1 000元用来购买保险产品。

建议：一方面，进一步提高税收优惠的额度，以提升产品吸引力；另一方面，将税收优

惠政策推广至其他养老产品，比如信托公司发行的第三支柱养老信托产品也应纳入税收优惠的范围。

（二）加快建立个人养老金账户制度

美国的IRA计划及日本的iDeCo计划都是以账户制为核心，我国可参考海外个人养老账户的设计理念，通过建立个人养老金账户体系，打通银行、保险、公募基金、信托、证券等金融机构的养老产品，统一进行资金归集与投资管理。这样既有利于税收递延政策的实施，又有利于建立企业/职业年金账户与个人养老金账户之间的转移制度，促进第二、第三养老支柱协同发展。

因此，建议由参与者所在地的社保部门负责个人养老金账户的开立，并聘请专业投资管理公司管理，且个人账户与银行卡账户绑定，方便缴费与领取。个人账户一经设立不得随意终止，账户资金在达到退休年龄前不得随意提取，但允许账户随工作变动在地区间迁入迁出。

（三）给予信托公司投资管理人资质

一个有效的个人养老金市场应鼓励不同金融主体广泛参与，充分发挥各自在不同资产领域的投资优势，信托公司作为第二大资管子行业，有义务、有责任成为建设养老第三支柱的重要一员。无论是管理长期限资金的社会信誉与实操经验，还是非标信托资产与养老金配置诉求的匹配性，或是FOF产品的投资管理能力，信托公司均已具备管理养老金的基础条件。

因此，建议监管机构给予信托公司投资管理人资格，让信托公司为我国养老第三支柱建设添砖加瓦。

（四）制定养老第三支柱业务受托人遴选机制

从境外发达国家或地区的经验来看，针对养老金受托人均制定了严格的准入条件，比如：香港强积金计划的受托人要求十分严格，只有在资本充裕、财务稳健性、公司实际控制人能力、董事会及行政总裁的知识和经验、公司内控制度和内部管理等方面卓越的公司才能获得强积金计划受托人评审委员会的认可。

鉴于养老信托业务的长期性、养老资金的安全性，从事养老信托业务的受托人需要在资本充足率、内控制度、公司治理等方面满足更高的要求。

因此，建议监管部门针对第三支柱养老业务设置专门的受托人遴选机制及具体的准入要求，在监管评级、投资与运营能力、专业化团队等方面确立硬性的筛选标准，以保证养老财

产的稳健运营。

（五）建立强制性的信托监察人制度

信托监察人是指委托人或者公益事业管理机构指定的、依照法律和信托文件的规定保全信托受益权、监督受托人管理信托事务的人。中国台湾地区安养信托制度设立了信托监察人机制确保受益人利益，有效地解决了委托人的后顾之忧。在我国，信托监察人是公益信托的特有制度，对于私益信托并没有强制规定。养老信托的受益人为老年人，存在身体机能老化、精神状况下降、智力能力减退等问题。

因此，建议强制养老信托建立信托监察人制度来保障老年人的权益，消除老年人的后顾之忧，增加委托人对受托人的信任。

（六）加强普通民众的投资者教育

我国养老金第三支柱刚起步，民众的投资意识还处于萌芽状态，投资者教育工作任重道远。日本的iDeCo计划为日本所有60岁以下公民搭建了个人养老金运营平台，由专业的养老投资机构进行管理，对公民进行清晰的投资者教育，有效推进了养老第三支柱的发展。

因此，建议政府相关部门联合专业金融机构通过惠民知识讲座、论坛、媒体宣传等多种形式，加强投资者教育，增进民众对养老金融、养老信托产品的认识。只有做好投资者教育，激发普通民众的养老需求，才能从根本上促进养老信托市场的不断扩大。

后记

中国信托业协会自2012年组织开展信托业专题研究工作以来，已历时十年，共形成研究报告142篇，研究成果涉及行业监管、行业发展与转型、公司治理、业务创新等诸多领域。信托专题研究工作有效地引领和推动了信托业转型发展，也为监管部门制定行业监管规则提供了参考。

2021年，信托专题研究紧密契合国家政策导向和年度热点、焦点问题，就信托参与社会治理的模式及机制、信托参与涉众性社会资金管理、中国信托业服务实体经济情况、信托公司受托人定位及文化建设、养老信托业务创新等课题开展研究，为行业发展转型提供理论支撑。

2021年的12个专题研究课题，是在各信托公司推荐选题的基础上，由行业发展研究专业委员会遴选确定的。协会充分发挥行业发展研究专业委员会的作用，每个课题都安排了指导专家，为专题研究报告的撰写提供指导。各课题组克服疫情带来的困难与挑战，加大了对课题研究的重视与投入，多方引入相关专家、机构加入课题研究，通过线上、线下等多种方式开展调研、座谈，切实保障了课题报告的研究质量。2021年11月，经过课题组成员的线上答辩和行业发展研究专业委员会的评审，最终确定了10篇有代表性的报告，汇编成此册。2021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！

今后，协会将继续以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，落实监管部门决策部署，凝聚行业智慧，整合业内外资源，开展信托专题研究工作，为行业高质量发展进一步夯实基础。

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

2022年1月