2024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
·北京·

《2024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：卫濛濛

副主任：左土民　王道远

委　员：甘　煜　傅　强　陈　赤　罗　靖
叶力俭　肖建辉

顾　问：张丽平　周小明

目录

壹 信托公司参与托管业务研究 1

一、引论 5
二、我国和境外托管业务发展情况 12
三、信托公司参与托管业务的影响因素分析 28
四、信托公司参与托管业务模式分析 32
五、信托公司托管业务能力构建 44
六、政策建议 54

贰 数据资产信托研究 63

一、融入数字经济大局发挥信托价值 67
二、数据资产信托的实践探索与核心要素 78
三、数据资产信托的切入场景和业务模式 95
四、数据资产信托的展业策略 107
五、数据资产信托的发展建议 121

叁 信托公司受托履职不规范行为与赔偿责任比例的关系研究 127

一、信托公司受托履职不规范行为概述 131
二、信托公司受托履职不规范行为与赔偿责任比例实证研究 133
三、其他资管机构履职不规范行为与赔偿责任比例研究 156
四、境外受托机构履职不规范行为研究 164
五、信托公司受托履职相关建议 173

肆 信托在养老领域的应用研究 183

一、人口老龄化的时代背景及我国养老金融市场概况 187
二、美国、日本养老金融的发展和启示 194
三、信托服务居民养老需求的意义和优势特色 201
四、养老信托的定义、商业模式、生态圈建设及市场空间 204
五、信托公司开展养老信托业务实践情况及展业痛点 218
六、政策建议 232

伍 信托产品投资非标准化类资产估值研究 237

一、信托产品投资非标准化类资产的发展历程 241
二、国外非标准化类资产投资及估值的现状分析 244
三、国内非标准化类资产投资及估值的现状分析 253
四、信托产品非标准化类资产估值的实践探索 276
五、信托产品非标准化类资产估值体系建设建议与展望 286

陆 知识产权信托业务模式研究 299

一、课题研究背景和意义 303
二、知识产权与知识产权信托 305
三、国内外知识产权金融及信托的实践与启示 309
四、知识产权金融及知识产权信托需求调研 321
五、专利信托业务模式及应用场景 324
六、版权信托业务模式及应用场景 334
七、商标信托业务模式及应用场景 339
八、知识产权信托业务发展建议及展望 343

后记 351

壹

信托公司参与托管业务研究

课题牵头单位：厦门国际信托有限公司　云南国际信托有限公司

课题指导专家：周小明

课 题 负 责 人：林俊民　王和俊

课 题 组 成 员：

郑　馨　林桂泉　冯　博　康炜瑄	厦门国际信托有限公司
杨巧伶　王虹珊　冯露君	云南国际信托有限公司
杨显峰　张劲松　郑文蝶	广东粤财信托有限公司
刘　星　丁燕祥　张　伟	江苏省国际信托有限责任公司
陶斐斐　张胜男	中国对外经济贸易信托有限公司
刘博研　刘　柳	英大国际信托有限责任公司
矫德峰　姜　峰　徐绍颖　李　婷　南宇韩	昆仑信托有限责任公司

课 题 组 成 员：

吴明晰　田　婧	紫金信托有限责任公司
尹小兵	华润深国投信托有限公司
曲晓燕　乐绍池　鲍　星　张可佳	中粮信托有限责任公司

此外，感谢美国北美信托银行有限公司北京分行廉康，中信信托有限责任公司周萍，华鑫国际信托有限公司尹煜，中国银行业协会原首席法律顾问、中国仲裁法学研究会金融专委会主任卜祥瑞，华源证券股份有限公司廖志明，天津信托有限责任公司殷琪洋、吴朔对本课题的支持与帮助！

摘要

为进一步适应新时代党和国家对金融工作的要求，优化完善我国托管业务生态，促进信托公司立足本源实现高质量发展，本课题组溯源托管业务的法理，分析境内外托管机制的设计逻辑、角色职责、业务实践，明确信托托管业务的范畴，就发展信托托管业务的形势研判、应用场景和能力分析等展开阐述，就信托公司参与托管业务提出政策建议。

课题组溯源托管法理与国际资产管理业务的“委托人—受托人—管理人—保管人”四方法律关系，研究托管机制设计的逻辑，分析总结我国托管业务实践和境外托管业务发展阶段特点，明确我国信托公司开展托管业务应履行“受托人+保管人”职能，承担信义义务，其核心功能是作为受托人为投资管理实现资产隔离、资产保管并提供运作监督，且受托职能独立于投资管理职能。这是对我国现有的以保管为实质内容的托管业务生态的补充完善，能够发挥信托深层次制度优势，切实保护金融投资者合法权益。

随着资产管理业务和财富管理业务的快速发展与扩容，除了资金与金融产品，不动产、未上市股权、非标债权等各类资产以及数据资产等新型资产为信托托管业务创造了广阔的空间。课题组进一步对信托公司参与托管业务的优势、不足、机遇和挑战进行分析，聚焦托管财产种类、托管业务模式和实际应用场景，研究信托公司开展托管业务的现实可行性，从战略研判和战术举措切入，分析托管业务的服务能力、风险管理能力建设与专职部门、系统支持等方面的阶段性优化改善方向。

就推动信托托管业务高质量发展，课题组提出了完善信托托管业务顶层设计、推进信托托管业务分类管理、争取普惠金融和养老金融等“五篇大文章”服务场景的支持措施、推进行业基础设施配套建设与行业自律管理机制建立、修订《信托法》和出台托管业务管理条例等政策建议。

一、引论

“托管”在社会生活领域有着广泛的内涵，托管人作为独立第三方，代表资产所有人利益，为所托管标的提供财产保管及相关服务。在金融领域，“托管”概念通常指向资产托管业务，狭义上指资金型资管产品第三方托管，广义则指金融活动中的资金型、非资金型资产的第三方托管。

（一）托管的定义与内涵

1.溯源国际的广义“托管”业务

（1）托管业务不等同于保管业务

境外并无“托管”一词，最接近的词汇是“custody”，意为“对某物或某人的管理或照顾；保护；保卫；监护”[①]。对于金融语境下的“custody”，国际证监会组织（IOSCO）《集合投资计划资产托管标准》中定位为“对资产的安全保管与档案保存，来保证资产在法律上的完整性”[②]。国际清算银行（BIS）《支付与清算系统术语汇编》中定义为“代理其他机构安全保管及管理证券或其他金融工具”[③]。从上述定义看，境外“custody”本质是保管。在一些欧盟国家，也采用“depositary”一词来指代金融领域的保管业务。

广义上的保管机制在各国金融领域得到广泛应用。对于债券、股票等高度标准化的金融资产，通常采取全国统一运营的方式，由证券登记结算机构进行存管，例如美国对债券采用以中央证券托管机构为顶层的多级托管，我国实行一级登记和托管制度。从实践看，债券托管机构与债券持有人之间的法律关系一般属于委托代理关系，即实质为保管，境外托管机构也可依据法律规定提供基于信托关系的其他业务，例如中央证券托管机构提供证券借贷业务。

（2）信托型基金通常为四方法律关系，分设受托人、保管人角色

针对其他各类标准化程度低于有价证券，或者具有非标属性的金融产品、投资组合、另

① 牛津字典（Oxford English Dictionary），custody：the charge or care of something or someone；protection；defence；guardianship.

② IOSCO，Standards for the Custody of Collective Investment Schemes'Assets：Custody consists of the safekeeping and record-keeping of CIS assets（depending on the type of asset owned by the CIS）to ensure the legal integrity of the asset.

③ BIS，custody：the safekeeping and administration of securities or other assets on behalf of others. https：//www.bis.org/cpmi/publ/d00b.htm？ selection=119.

类资产，金融机构作为独立第三方，接受投资者的委托，提供财产保管、监督及相关服务。对于以集合投资计划（CIS）为特征的各类资管产品，境外无论是公司型基金还是信托型基金，均要求具备保管人。公司型基金通过公司治理机制协调投资人和管理人关系，信托型基金则利用信托财产独立性和信义义务来建立投资人和管理人的关系。

按照国际惯例，信托型的资产管理产品通常具备四方当事人，即“投资人—受托人（trustee）—保管人（custodian）—管理人（manager）”。其中，受托人对委托人负责，并负责选择管理人、保管人，对管理人、保管人以及资产管理进行监督，发挥监督制衡作用。投资人（委托人）与受托人的信托关系是资产管理业务的基础关系，受托人与管理人、受托人与保管人是委托代理关系。

（3）托管人职责包括保管、监督与其他增值服务

境内外金融市场的托管业务处于不同的发展阶段。从整体看，托管业务从最初的安全保管、第三方独立监督，发展到参与托管产品的资金清算、交收、结算、估值等服务，再逐步过渡到投融资、收付款、账户管理等综合性金融服务，包括现金管理、证券借贷、绩效评估、外汇转换、公司行动、代理投票、税务咨询等，托管业务收入来源也从托管费扩展到汇兑费用收入、证券借贷差价收入、资金沉淀收入等多种方式。

国际证监会组织《集合投资计划资产托管标准》提出托管人的三个层级的职能：一是安全保管职能（safekeeping），确保托管资产在实物和法律意义上的完整性；二是监测和监督职能（monitoring and oversight），包括监督投资范围、资金来源及流向是否合法合规；三是其他管理及辅助职能（administration/ancillary services），通过合同作出约定，例如代理公司行动等。美国货币监理署（OCC）和美国证监会（SEC）主要对证券托管（securities custody）业务作出规定，包括交易清算、现金管理、跨境证券交易服务、证券借贷以及绩效评价、风险管理、合规监测等附加服务。

2. 中国特色的托管业务实践

（1）托管机制在公募基金领域率先落地

我国的资管产品托管机制是舶来品，起步于证券投资基金领域。如上所述，“托管”一词并非国际化的概念，而是结合我国实际、具有特色的中国化法律概念。20世纪90年代，我国引入信托型基金（即契约型基金）模式时，信托制度尚缺失，立法者鉴于境外受托人和保管人通常由同一机构担任、具有双重身份的情形，创设出“托管”一词，指基金财产的“受托保管”，将“受托人”和“保管人”合并成为“托管人”。1997年出台的《证券投资基金管理暂行办法》首次提出托管机制，要求“经批准设立的基金，应当委托商业银行作为基金托管人托管基金资产”。2003年10月，《证券投资基金法》正式出台，明确基金法定托管要求，对基金托管人作了专门规定，“托管”一词在我国正式得到法律认可。金融领域“保管”与“托管”概念对比见表1-1-1。

表 1–1–1　　金融领域“保管”与“托管”概念对比

	法律关系	具体职责	保管财产的地位
保管	委托代理关系（委托保管）	仅安全保管、档案保存等，没有监督义务	财产仍属于委托人的自有财产，委托人的债权人可以对该财产主张权利
托管	信托法律关系（受托保管）	安全保管+监督职责	信托财产独立，与委托人、受托人或受益人的自有财产相区别

《证券投资基金法》以信托原理为基础，基金中持有人（投资人）、管理人、托管人三方主体为信托法律关系，基金中将持有人设定为委托人兼受益人，管理人和托管人设定为受托人；将基金财产设定为信托财产，具有独立的信托财产的特征。托管人作为受托人独立履职，与投资人建立直接法律关系，须承担信义义务，除了安全保管还有监督职责，要遵守《信托法》“为受益人的最大利益处理信托事务”要求。管理人和托管人之间则是委托关系。从国内金融业务实践与司法实践来看，管理人、托管人并非共同受托人，可理解为“受托人职能分解”，基金只有一个受托人，该受托人的职能分解为受托管理职能和受托保管职能，分别由管理人、托管人承担，二者构成完整的受托人，并在各自职责范围内承担责任。

（2）不同金融产品的托管机制存在显著差异

托管机制在我国公募基金领域的运用成效良好，随后在各金融细分领域得到推广应用，已覆盖公募基金、信托计划、银行理财、私募基金、保险资金、养老金、年金等领域。截至2024年二季度末，我国资产托管规模合计236.94万亿元，主要持牌托管机构（持有证券投资基金托管资格）66家。然而，我国各金融行业的“托管”实质并不尽相同，对信托机制的实质运用程度不同，在一些业务实践中，托管人事实上仅履行保管人职责。例如，企业年金基金的托管是基于完备的五方法律关系，即“委托人—受托人—账户管理人—托管人—管理人”，并明确受托人的核心定位；而商业银行对信托计划仅提供保管服务，因为信托公司自身即为受托人。

2022年《商业银行托管业务监督管理办法（征求意见稿）》提出按照是否能够实际控制，将托管产品财产分为可托管资产和其他资产。实际控制的情形包括开立资金账户、证券账户、保管资金以及控制交易过程、资金划转、资产流转等。除此之外，对于不属于可托管资产的其他资产，托管机构不得承担财产保管、资产估值、投资监督等职责，仅可提供资金划转、资产所有权验证、材料保管与记录等事务性工作。在一些文献中，按照是否有实质性的投资监督职责，区分为“弱托管”“强托管”。本课题认为，此类表述偏离了我国托管机制设计的初衷，托管业务概念应采用穿透原则，指在信托法律关系下，涵盖“受托+保管”两层含义的托管，其基础功能是保管，核心功能是基于信义义务的投资监督，还包括其他各类增值服务。对于不承担受托责任的情形，实质应定义为保管业务[①]，不应当滥用“托管”一词。保

① 下文所论述之境外“custody”业务将根据其实质统一译为“保管”；对于我国不具有受托关系的“托管”业务，仍按相关制度文本及惯例表述为托管。

管属于委托保管，保管人不属于受托人范围，不对委托人负有信义义务，仅接受他人委托代为保管基金财产，因此不负有对管理人的实质监督义务。

（3）托管业务契合资产服务信托的本源特点与定位

《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》（以下简称《信托业务分类通知》）中明确资产服务信托的范围包括托管服务，“信托公司依据信托法律关系，接受委托人委托，并根据委托人需求为其量身定制财富规划以及代际传承、托管、破产隔离和风险处置等专业信托服务”，为信托公司参与托管业务提供了重要制度基础。《商业银行托管业务监督管理办法（征求意见稿）》提出，“商业银行、信托公司以及银保监会认可的其他机构，可以根据自身战略定位和专业优势，通过本机构或附属机构主要从事托管及相关业务”，表明金融监管部门已在考虑信托公司发展成为托管机构的可行性。近年来，信托公司已开展丰富的类托管业务实践，其托管业务模式、托管的资管产品类型与底层财产类型具有广阔的发展空间，需要不断适应市场需求，构建信托特色的托管业务体系与服务范式。

（4）我国托管业务与其他易混淆业务类型辨析

值得注意的是，我国金融领域有一些与“托管”易混淆的概念，实际上在法律关系、服务范围、应用场景上都有本质区别（见表1–1–2）。

表1–1–2　　相似概念辨析（以我国金融机构提供的产品服务为例）

概念	法规要求	应用场景	实施主体
保管	我国《民法典》中的保管合同：“保管人保管寄存人交付的保管物，并返还该物的合同”	金融机构的保管箱业务：为个人和单位存放各种珠宝、艺术品、有价证券、文书契约、凭证单据及保密资料等贵重物品	商业银行、信托公司等金融机构
存管（证券类）	我国《证券法》规定“在证券交易所或者国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的证券，应当全部存管在证券登记结算机构”	证券存管： 投资者委托证券公司托管所持有的证券，证券公司将其自有证券和托管的客户证券交由证券登记结算机构存管。证券登记结算机构应保证其存管的证券的安全，禁止挪用、盗卖。 注：商业银行担任证券公司客户保证金的存管银行，为客户的银行结算账户和证券资金账户之间提供定向、实时的资金划转服务，通常称为“第三方资金存管业务”	证券登记结算机构、商业银行
第三方监管/代管/Escrow业务	我国《民法典》中的委托合同：“委托人和受托人约定，由受托人处理委托人事务的合同”	金融机构作为独立第三方，接受交易一方或双方的委托，代为保管资金、资产或其他财产，监督交易资金收付，当协议约定的特定条件成立或法律事件发生时，协助完成财产交付，起到规避交易风险，保障交易双方的权益，同时简化交易流程的作用。 例如：二手房交易、国际贸易	商业银行、信托公司等金融机构

3. 托管人承担的主要职责

托管作为金融领域的重要制度安排，起源于专业分工与对制衡机制的需要。由于资产管

理业务中广泛存在“委托—代理”关系，为降低投资人与管理人之间的代理成本，实现保护金融投资者的目标，托管机制处于不断发展完善的过程中。

我国实行的托管机制旨在通过安全保管实现风险隔离效果，通过监督实现制衡效果，实现投资人、管理人、托管人之间的制衡。一是在监督层面，托管机制能够提升资管产品运作管理透明度，解决信息不对称、利益冲突问题，缓解潜在的道德风险，在微观上保护投资者合法权益，在宏观上维护金融市场稳定运行。二是在服务层面，托管机构代为开展资金账户、证券账户的开立管理，提供托管产品项下的资产的交易过程、资金划转、资产流转等一系列专业服务，提升资管产品的管理运行效率。例如，《证券投资基金托管业务管理办法》（证监会令〔2013〕第92号）中具体定义了基金托管人职责，“由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或者其他金融机构担任托管人，按照法律法规的规定及基金合同的约定，对基金履行安全保管基金财产、办理清算交割、复核审查资产净值、开展投资监督、召集基金份额持有人大会等职责的行为”。我国资产托管业务实践中已形成“保管+监督”的基础性功能，以及结算、估值、核算等常规服务，而在综合性金融服务上还处于较为初级阶段。

《信托业务分类通知》下，行政管理服务信托定位为“信托公司作为独立第三方提供运营托管、账户管理、交易执行、份额登记、会计估值、资金清算、风险管理、执行监督、信息披露等行政管理服务的信托业务”，基本覆盖了当前资产托管机制下的基本的托管人职能。

（二）课题研究背景

1. 党和国家对金融工作提出新要求，托管业务机制建设亟待完善

党的二十大提出，“依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线的纲领性要求”。加强和完善现代金融监管，需要以“全覆盖、无例外”原则消除监管空白和盲区。《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》）要求金融机构发行的资产管理产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管，资管产品的净值化管理需由托管机构进行核算并定期提供报告。近年来，金融监管部门对托管机构的履职能力提出更高要求。例如，2022年证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，提出“压实基金管理人共同受托责任，强化基金财产保管、估值核算、投资运作监督等履职担当”。为解决托管业务存在部分真空地带的问题，应进一步丰富完善托管业务生态，真正发挥出托管机制防范金融风险的基础作用。

2. 财富管理业务快速发展，托管机制应切实发挥投资者保护作用

经过改革开放以来数十载的发展，我国社会财富不断积累，国民人均财富实现跨越式增长，也造就了财富管理市场的量级飞跃。在此过程中，金融监管不断强化对金融机构保护投

资者合法权益的具体要求。资产托管是维护投资者利益、保障财富管理市场稳健运行的重要机制，是大资管行业不可或缺的一环。随着财富管理业务进入高质量发展的新时代，具有托管需求的财产类型愈加丰富，不再局限于早期的公募、养老保险等特定领域，托管业务的专业性和独立性要求越加凸显，托管人的独立保管与监督职能发挥出至关重要的作用。相关行业与金融产品的配套政策接连发布，财富管理市场逐步形成统一的监管体系，托管业务的外部发展环境更加友善、规范、健康。

3. 现有托管业务生态与机制运用存在问题与风险隐患

我国一些金融领域的实践中，存在委托人、托管人、管理人等各方名实不符，导致配套法规制度难以规范完善。我国大部分资管产品将受托人与管理人角色合二为一，仅有“委托人—管理人—托管人（实质为保管人）”三方法律关系，这就埋下了管理人与托管人就受托责任与职责边界发生争议的隐患。近年来，国内曾发生私募基金多层嵌套、底层估值造假而导致产品兑付困难、机构卷款跑路的事件，托管履职边界不清导致法律纠纷增多。同时，部分托管机构过度关注商业竞争而轻视监督运作功能，采取价格战获取业务，托管费率加速降低，导致托管市场逆向选择和道德风险。托管机构提供的服务同质化问题加剧，仅以保管、结算、估值等为主的服务模式无法适应全市场各类客户个性化需求增多的现实，导致托管业务的供需矛盾激化。

4. 托管业务是信托本源业务，信托公司应顺应市场、有所作为

托管肩负着第三方权利制衡功能。信托公司参与托管业务，是将“受托人”角色加入“投资者—管理人”的法律关系中，信托公司基于信托关系保有受托资产，实现财产独立、风险隔离效果；同时，受托人在法律允许或有约定的情况下，可委托专门的保管机构负责保管资产，二者通常为代理关系，此时持有资产的受托人与负责资产保管的托管人是分离的。新发展格局下，信托业加快完善顶层设计，开启高质量发展新篇章，回归本源，从委托人需求出发，提供投资管理、财富规划以及代际传承、托管、破产隔离等服务，充分体现信托制度本源和信托公司的功能性定位。信托公司开展托管业务的场景丰富、服务模式众多，且可与各类金融工具及合作机构兼容，经济社会价值巨大，是未来信托公司的重要竞争优势。

（三）课题研究目标

1. 溯源托管业务，研究我国及境外市场托管业务的发展历程与现状

本课题对托管业务的国际国内发展历程、业务生态体系、阶段性特点与趋势进行研究，对成熟的业务经验进行借鉴。境外资产托管业务起源于英国，成熟于美国，近年来业

务发展呈现头部化、全球化、行业集中度提升的趋势，以及托管增值服务不断丰富、金融科技投入布局扩大、开拓数字资产托管等特点。国内托管业务经历了从公募基金托管向多品类资管产品及投资组合托管的发展历程，存在巨大的增量空间。通过对历史的研究以及对现状的总结，分析托管业务存在的问题与市场空白，研判信托公司在托管领域可发挥的作用。

2. 研究信托公司托管业务对于完善托管生态与运行机制的意义

本课题辩证研究信托公司开展托管业务的可行性、必要性以及面临的优势、不足、机会、威胁，探索信托公司托管业务的资格准入与业务试点等机制。信托制度具有财产独立、破产隔离的本源优势，对于资管产品中托管责任边际不清、损害委托人合法权益的情形，应当重新引入信托法律关系、加入受托人角色，更好代表委托人监督好管理人，解决机制缺陷。信托公司开拓托管服务领域，实现原有的类托管业务规范化管理与服务能力提升，是加快转型发展、增强行业核心竞争力的新路径，有助于促进我国托管业务高质量发展，同时推动信托行业落实人民性、普惠化目标。

3. 研究信托公司开展托管业务模式与应用场景

本课题着重研究信托公司开展托管业务的具体模式，探索信托公司如何通过托管业务实现价值创造、提升综合服务水平。信托公司天然具有独立托管的能力禀赋，并通过多年来的业务实践，积累了丰富的账户管理、交易运营、估值清算、信息披露等托管服务实操经验。信托公司开展托管业务，对于资管产品和投资组合，可在产品层面实现财产独立、保障规范运作，改善金融产品交易环节增加、交易成本上升、监管难度上升的问题；对于非资管业务的其他可托管资产，信托公司可探索信托层面托管财产类型的拓宽与创新，使用灵活的服务信托方式来实现托管。为做好“五篇大文章”，以客户信托账户为核心促进信托服务的普惠化，为预付资金等各类民生场景提供资金托管服务，整合多方资源，提供一揽子解决方案；在财富管理服务信托项下提供对未上市企业股权以及不动产、另类资产等非金融资产的托管服务，更好满足委托人对家族信托、特殊需要信托等业务的定制化需求；为数据资产、知识产权资产等新兴资产提供专业化托管，助力实体企业破除发展瓶颈。信托公司可将托管服务作为综合服务链条的一环，与各类资产管理机构构建丰富的合作生态。

4. 研究信托公司推进托管业务能力建设方向

本课题从当前信托公司对标传统托管机构的能力差距分析出发，研究下一步的专业能力建设方向，涵盖服务能力体系与资源投入需求，包括但不限于团队建设及人员配置，为满足业务合规性、审慎性要求的内控机制和风险管理体系，交易运营估值结算等多种能力建设，能够适应跨市场、多品种托管的系统与数字化支撑等。在此基础上形成对金融监管部门建立信托公司托管能力评估机制、托管资格准入机制的政策建议。

二、我国和境外托管业务发展情况

（一）我国境内托管业务发展情况

1.托管业务发展历程

（1）第一阶段（1997—2007年）：在公募、跨境等重要特定领域以及保险、养老等涉及社会公众领域率先落地

1997年，国务院批准并发布《证券投资基金管理暂行办法》，首次在制度上确立了证券投资基金的托管机制，明确基金资产必须由独立于基金管理人的基金托管人保管。2004年施行的《证券投资基金法》首次在法律层面确立了基金托管人的法律地位，明确基金托管人依照法律规定和基金合同约定“履行受托职责”。2012年及2015年修订的《证券投资基金法》沿用了上述表述。

基金托管的成功实践，对其他资产管理领域均起到示范导向作用。2002年《全国社会保障基金投资管理暂行办法》明确社保基金需要第三方银行进行托管；同期QFII产品托管行资格向境内商业银行开放，并于2006向外资商业银行境内分行开放；2003年，证监会对证券公司客户资产管理引入托管机制；2004年《企业年金试行办法》发布，要求企业年金受托人选择具有资格的商业银行或专业托管机构作为托管人；2005年，原保监会发布《关于开展保险资金托管工作的通知》，要求将保险资金的保管、清算职责委托给托管银行。

（2）第二阶段（2008—2017年）：持牌金融机构发行的私募资管产品全覆盖，养老领域托管机制完善

2008年，《证券公司监督管理条例》要求客户委托资产应交由商业银行或者证监会认可的其他资产托管机构托管。2009年，原银监会明确规定商业银行发售理财产品和集合资金信托计划引入托管机制。2013年，公募基金托管资格进一步向券商、在华外资银行放开。2014年，证监会颁布《私募投资基金监督管理暂行办法》，要求私募基金应当由基金托管人托管，合同中约定不托管的应声明保障财产安全的制度措施和纠纷解决机制；中国期货业协会发布《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》，提出期货公司或子公司应当将资产管理计划财产交由具有基金托管业务资格或私募基金综合托管业务资格的机构进行托管。

2015年，国务院下发《基本养老保险基金投资管理办法》，明确受托机构是指国家设立、国务院授权的养老基金管理机构，托管机构是接受养老基金受托机构委托，负责安全保管养老基金资产的商业银行。2016年，人力资源和社会保障部、财政部通过《职业年金基金管理

暂行办法》，提出职业年金基金受托、托管和投资管理机构在具有相应企业年金基金管理资格的机构中选择。

（3）第三阶段（2018年至今）:《资管新规》要求管托分离、有“管”必有“托”

2018年，《资管新规》发布，引导资管行业“去通道、去嵌套、限制非标”，加快向“标准化、净值化”转型，行业顶层设计得到规范和统一。《资管新规》明确规定，金融机构发行的资产管理产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管，标准化资产实行集中登记，独立托管，托管机构还应在产品的净值化管理方面发挥作用。

对于私募基金等托管机制较为薄弱的领域，金融监管部门和行业自律组织加快完善行业标准。2023年2月，中基协下发《私募投资基金登记备案办法》，要求若基金财产不进行托管，则私募基金管理人应当通过风险揭示书向投资者进行特别提示。2023年12月，证监会发布《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》，规定契约型私募基金、接受资产管理产品、私募基金投资的私募基金、主要投资单一标的、境外资产、场外衍生品的私募基金须强制托管。

政策列表见表1–2–1。

表1–2–1　　我国托管业务现行政策

托管/保管资产		监管政策	发布机构	托管机构类型
资管产品	证券投资基金	《证券投资基金托管业务管理办法》（2020）	证监会	取得基金托管资格的商业银行或者其他金融机构
	私募基金	《私募投资基金监督管理条例》（2023）	国务院	未提及
	银行理财（非保本）	《商业银行理财业务监督管理办法》（2018）	原银保监会	具有证券投资基金托管业务资格的金融机构、银行业理财登记托管机构、国务院银行业监督管理机构认可的其他机构
	集合信托	《信托公司集合资金信托计划管理办法》（2007）	原银监会	应当选择经营稳健的商业银行担任保管人
	证券公司及其子公司资管产品	《证券公司监督管理条例》（2008）	证监会	国务院证券监督管理机构会同国务院银行业监督管理机构确定的商业银行
	期货公司及其子公司资管产品	《期货公司资产管理业务管理规则（试行）》（2014）	中期协	具有基金托管业务资格或私募基金综合托管业务资格的机构
		《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（2023）	证监会	未提及
	保险资管产品	《保险资产管理公司管理规定》（2022）	原银保监会	符合原银保监会监管规定的商业银行或者其他专业机构
养老金、年金	全国社会保障基金	《全国社会保障基金条例》（2016）	国务院	按照公开、公平、公正的原则选聘托管人
	基本养老保险基金	《基本养老保险基金投资管理办法》（2015）	国务院	具有全国社会保障基金、企业年金基金托管经验、具有良好的基金托管业绩和社会信誉，负责安全保管养老基金资产的商业银行

续表

托管/保管资产		监管政策	发布机构	托管机构类型
养老金、年金	企业年金基金	《企业年金基金管理办法》（2011）	人社部	商业银行
	职业年金基金	《职业年金基金管理暂行办法》	人社部 财政部	具有相应企业年金基金管理资格的机构
跨境产品	QDII类	《合格境内机构投资者境外证券投资管理》（2007）	证监会	具有证券投资基金托管资格的银行
	QFI类	《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》（2006）	证监会	境内商业银行、境内持续经营3年以上的外资商业银行境内分行
其他	保险资金	《保险资金运用管理办法》（2018）	原保监会	符合条件的商业银行等专业机构

2. 托管业务资质管理

目前我国资产托管领域的主要牌照为证券投资基金托管资格，按照《证券投资基金法》，商业银行担任基金托管人的，由国务院证券监督管理机构会同国务院银行业监督管理机构核准；其他金融机构担任基金托管人的，由国务院证券监督管理机构核准。基本养老保险、社保基金的托管人由全国社会保障基金理事会选任，企业年金、职业年金的托管人由人力资源和社会保障部认定（见表1–2–2）。

表1–2–2　　我国托管业务牌照管理情况

托管资格类型	主管部门	已准入的托管机构
证券投资基金托管	证监会 国家金融监督管理总局	银行（30家）、券商（30家）、外资行（4家）、专业机构（2家）
保险资金托管	国家金融监督管理总局	银行（19家）
基本养老保险基金托管	全国社会保障基金理事会	银行（6家）
全国社会保障基金托管	全国社会保障基金理事会	银行（5家）、外资行（2家）
企业年金基金、职业年金基金托管	人力资源和社会保障部	法人受托机构：养老保险公司（6家）、银行（4家）、信托（1家）、专业养老金管理机构（1家）； 托管机构：银行（10家）
QFII托管	证监会	银行（15家）、外资行（7家）

3. 托管业务规模与分布

根据中基协历年中国证券投资基金业年报披露，2019年至今，我国全市场资管产品托管规模、托管产品数量皆呈现稳步上涨趋势，2019—2023年资管产品托管规模复合年均增长率（CAGR）9.18%；托管产品数量CAGR14.15%（见图1–2–1）。截至2024年二季度末，全市场接受托管的资管产品共有45.79万只，同比增长10.28%；托管规模合计236.94万亿元，同比增长9.42%。

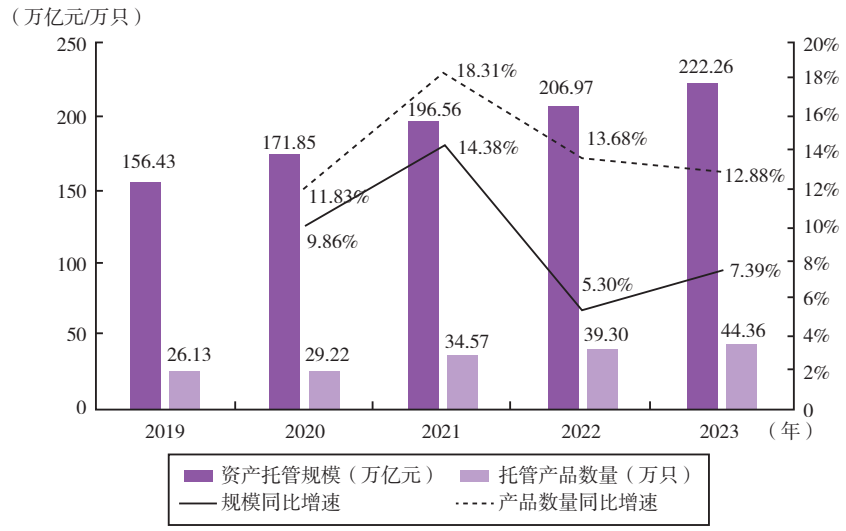


图 1–2–1　2019—2023 资产托管规模发展趋势

截至2024年二季度末，托管（含保管）规模排名前五位的资管产品包括：保险产品（38.96万亿元）、银行理财（30.74万亿元）、公募基金（30.36万亿元）、信托（27.84万亿元）、私募基金（18.57万亿元），托管规模占比合计超过60%（见图1–2–2）。证券期货经营机构发行的资管产品及养老金产品紧随其后，托管规模分别约为15万亿元、14万亿元。

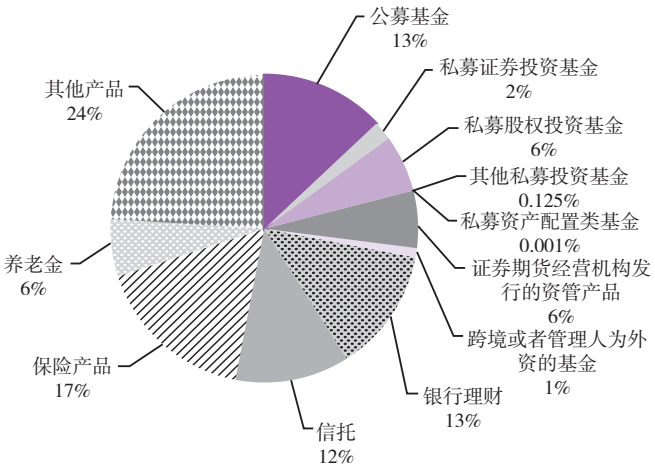


图 1–2–2　资管产品托管规模分布结构（截至 2024 年二季度）

（1）公募基金托管业务

公募基金作为我国托管制度落地的首个资产领域，始终是资产托管业务发展的风向标。《资管新规》发布后，公募基金因其监管严格、运作相对规范，受新规影响不大，规模保持较快增速，相应的公募基金托管规模也持续攀升，2019年至2024年上半年间CAGR保持在18.33%，大幅领先资管行业平均水平（见图1–2–3）。

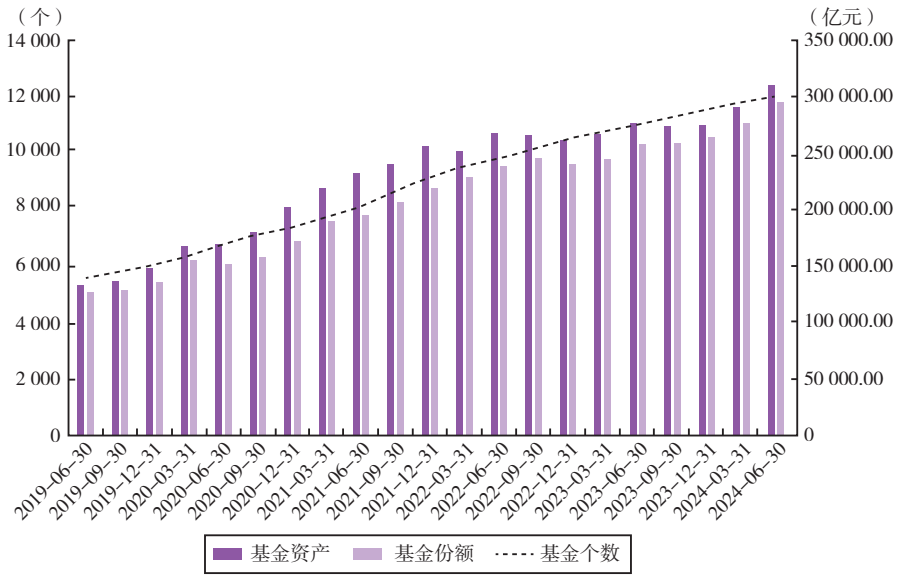


图 1–2–3　2019 年二季度至 2024 年二季度公募基金托管规模发展趋势

由于托管业务的“轻资产”、低风险特性，自公募基金托管资格逐步放开以来，国有行、股份行、城商行、农商行等商业银行纷纷布局公募基金托管业务。商业银行依托代销能力优势，在公募基金托管业务中占有绝大部分市场份额。截至 2024 年二季度，商业银行托管公募基金规模占比约达 97%，其中股份制银行在封闭式基金托管业务上占据一定优势，托管规模（43.29%）已经接近六大国有银行托管规模总和（47.97%）。证券公司在公募基金托管规模占比不足 2%（见图 1–2–4）。

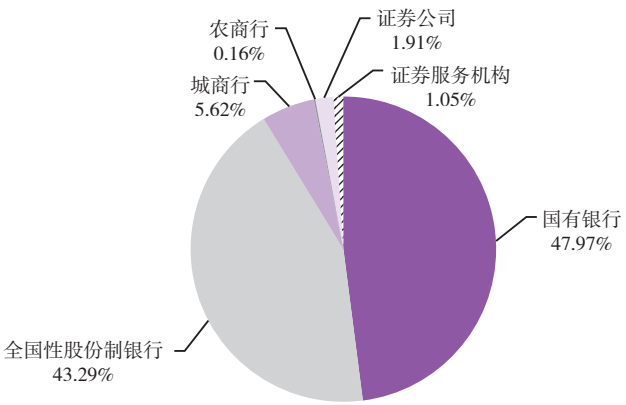


图 1–2–4　各金融机构公募基金托管规模占比（截至 2024 年 6 月末）

（2）私募基金托管业务

2019—2023 年，私募基金托管规模除了在 2022 年小幅下探外，均呈现明显增长，CAGR 约 11.81%（见图 1–2–5）。其中，私募股权投资基金是增长的主要来源，托管规模震荡中走高；私募证券投资基金托管规模未有明显波动，常年保持在 4.8 万亿 ~4.9 万亿元。同期私募基金存量规模 CAGR 为 9.59%，可见托管业务在私募基金中的渗透率实现提升。

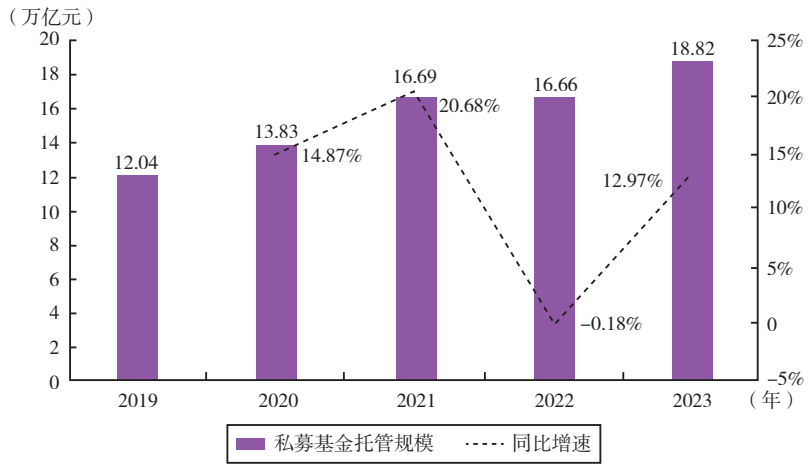


图 1-2-5　2019—2023 年私募基金托管规模变化趋势

截至 2024 年 6 月末，全市场私募基金托管规模为 18.57 万亿元，其中私募证券投资基金托管规模 4.42 万亿元，私募股权投资基金托管规模 13.85 万亿元。证券公司依托贴近资本市场和综合服务的优势，成为私募证券投资基金托管及运营外包业务的主力军，而商业银行在私募股权投资基金托管方面占据领先地位。2022 年私募证券投资基金托管规模中，证券公司托管规模占比达 91.81%，而在私募股权投资基金托管规模中，该占比仅有 5.71%，其他业务份额主要为商业银行托管。①

（3）其他资管产品托管业务

中基协披露数据显示，2020 年至今，大部分资管产品托管（含保管）规模都保持着增长趋势，包括跨境产品、保险产品、养老金、信托计划等，对应 2020—2023 年 CAGR 分别为 20.17%、14.80%、13.01%、8.73%；银行理财托管规模常年保持稳定，约 30 万亿元；证券期货经营机构发行的资管产品托管规模先呈现逐年下降态势，2024 年二季度有所企稳（见图 1-2-6）。

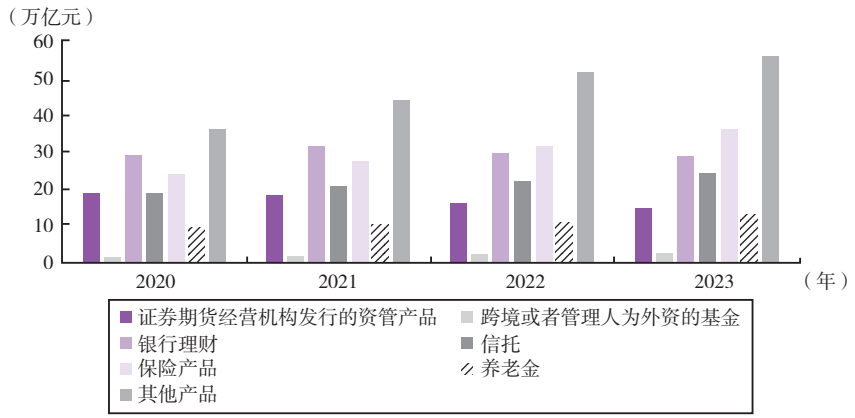


图 1-2-6　2020—2023 年部分产品托管规模发展趋势

① 中国证券投资基金业协会：《2023 年中国证券投资基金业年报》，https：//www.amac.org.cn/sjtj/tjbg/nb/202403/t20240318_25278.html，2024 年 3 月 8 日。

在其他托管业务领域，国有大型银行凭借先发优势，依靠良好的客户基础和丰富的销售渠道，在养老金、保险资金、跨境托管业务上保持领先优势；股份制银行依托其在同业业务、资产管理等领域的优势，在基金、证券资管计划、信托计划等业务上发展势头良好；城商行通过整合行内资源，在基金、证券资管计划、信托计划和银行理财托管业务上持续发力。

（4）客户资金保管业务

除了资管产品托管，商业银行通常也将交易资金监管、受托支付监管等业务类纳入广义的托管业务体系。托管人担任信用中介、支付中介，例如大宗商品交易资金、商品预售房资金的监管、商品二手房资金的监管、教培机构的保证金监管等多种场景。

4. 典型机构的商业模式

（1）商业银行的托管业务

商业银行托管业务起步早，机制建设与渠道建设相对领先。商业银行以资金账户为托管的抓手，主要优势领域在于公募基金、私募股权投资基金，以及信托资产、保险资管和社保基金等同一监管体系内的金融资产。商业银行托管模式提供的基础服务主要包括账户开立、财产保管，以及后续的清算、估值核算和投资监督等内容，增值服务主要是对资管产品的投资绩效评价、行业研究、数据统计分析等。

商业银行重视托管业务与零售、投资等其他业务条线的协同联动能力，以及通过代销、投行、信贷、运营外包等业务合作能带来的综合回报，托管业务盈利来源包括托管费收入以及支付结算手续费收入、托管账户沉淀资金利差收入，二者比例约为1：2。商业银行关注沉淀在托管账户中的银行存款，以及资金划拨带来的汇划费、结算费等收入。此外，在公募基金托管业务中衡量销托比、投托比，形成以销定托、以投定托、以融定托的资源整合能力，特别是基金代销始终是托管业务发展的现实驱动因素，具有较强营销能力的商业银行能够协助管理人完成产品的募集。

（2）证券公司的托管业务

在传统经纪业务营收缩水、加速财富管理转型的趋势下，证券公司普遍重视以托管及运营外包业务，作为建立机构业务生态的重要基础设施，实现与财富管理、资管业务、经纪业务的多元联动。证券公司贴近资本市场，在证券交易服务以及投资研究、融资融券方面具有优势，能够把握创新交易品种的产品特性和结算特点，主要围绕证监体系下的资管机构，以低费率或零费率开展托管和运营外包业务，包括私募证券投资基金以及券商资管、期货资管、公募基金专户产品等。证券公司将经纪业务与托管、运营外包进行捆绑，通过交易佣金、融资融券等其他方式来弥补收入。

在私募基金托管业务中，除了资产托管、估值清算、投资监督、信息披露等基础服务，证券公司还可提供投资咨询、交易支持、融资融券等特色化、专业化服务，有效降低私募基

金的运作成本。在公募基金托管业务中，证券公司结算模式（即券结模式）于2017年开始试点，2019年由试点转常规，带动券结模式的广泛运用与券结基金市场份额高速增长。券结模式推动证券公司的经纪业务和托管业务协同发展，打造覆盖交易、结算、托管、投研、代销链条的服务条线。截至2024年8月末，我国7 600亿元券结基金中，近10%由证券公司托管，特别是在被动指数基金的托管领域，证券公司形成了一定竞争力。

5. 我国托管业务面临的挑战与问题

（1）个别领域托管业务的受托人职责缺位，造成市场秩序紊乱与风险事件

在实践中，一些机构仅提供保管之实却虚挂托管之名，导致各方纠纷诉讼剧增，浪费法律资源；另一些机构行托管之实却被误认为是管理人角色，导致各方权责利不匹配，难以切实发挥制度设计初衷，造成潜在风险，影响金融系统的稳定性；一些机构兼营托管业务和资管业务而没有有效的防火墙，容易引发金融风险交叉传染。私募基金托管机制起步相对较晚，导致缺乏对管理人的有效制衡。2018年，“阜兴系”私募基金产品的资金出逃事件中，存在托管银行无法监控场外资金的问题；2024年，瑞丰达事件中存在私募产品估值数据、托管章均涉嫌造假的问题。私募股权类资产还具有一定的非标属性，托管人与管理人自行约定免责条款，且托管人往往同时为私募基金提供其他业务，利益绑定较深，托管人的各类审查往往流于形式，难以发挥有效监督职责。

私募基金风险事件曾引发基金业与银行业之间对托管人职责范围的争议，以及商业银行托管人担责赔偿与存款保险机制是否存在冲突的讨论。基金业自律组织曾发声表示托管人和管理人应共同承担受托责任[①]，认为管理人与托管人的法定受托责任不因基金合同或托管协议中自行约定的内容而免除[②]；银行业则不认同托管人兜底，提出托管银行对实际管控的托管资金账户及证券账户内资产承担保管职责，承担的托管职责仅限于法律法规的规定和托管合同约定，对管理人、受托人等相关机构的行为不承担连带责任[③]。

（2）托管多元细分市场服务提供不足，市场主体同质化发展

我国的资管产品托管和服务市场表现出明显的市场割裂，商业银行占据公募基金、保险资金、银行理财等资管领域，证券公司占据私募证券投资基金领域。商业银行在客群基础和销售能力上具有很大的优势，其他领域机构往往很难在这些领域与商业银行竞争，导致优势机构缺乏提升托管服务能力的市场化竞争意识与动力。

我国尚未发展形成专业化的托管服务银行，托管机构多提供账户管理、资产保管、资金清算、核算估值等同质化程度高的基础性服务，且难以在基础服务上提供差异化服务，增值服务能力不足。一是导致托管人基于服务本身的吸引力与议价能力弱，在营销服务过程中处

① 中国证券投资基金业协会：《关于上海意隆等4家私募基金管理人风险事件的公告》。

② 中国证券投资基金业协会：《落实受托责任 将公募基金推向更高发展阶段》。

③ 中国银行业协会：《商业银行资产托管业务指引》，2019年3月18日发布。

于被动地位，不利于发挥托管人的独立性；二是传统的基础性服务模式无法适应金融产品的创新与客户个性化需求，导致供需矛盾明显。此外，同质化服务还将导致行业或将长期维持低费率态势，与托管人承担的实际职责不匹配。

（3）托管业务品种局限于资管产品，对不动产、股权等品种覆盖不足

由于国内托管业务客观上尚处于发展的初级阶段，股权、房产、知识产权、艺术品等非标准化资产在估值、交易等方面都比一般资产更为复杂，难以通过标准的托管流程进行管理。此外，目前此类资产的非交易过户存在障碍，针对需要办理托管业务的不同财产类型，尚未进行分类登记管理，也未明确其对应的有权登记机关，对非货币财产托管业务发展产生了较高制度成本，限制了托管机构的受托意愿与专业能力建设。

（二）境外托管业务研究

1.境外托管机制的起源

溯源国际，广义上的托管机制起源于以集合投资（pooled investing）为特征的证券投资基金领域，并在全球大部分国家得到运用。1868年，英国设立证券投资基金雏形的产品——海外和殖民地政府信托（the foreign and colonial government trust），募集公众资金投资于海外殖民地的公司债，并委托英格兰银行保管资金并处理分红派息事宜，英格兰银行成为首家保管银行。

1924年，美国设立“马萨诸塞投资信托基金”，是美国首只开放式共同基金，通过建立简化的资本结构与申购赎回机制，形成“投资公司”模式，该基金由道富银行保管。大萧条后，为维护金融市场秩序、提升投资者信心，美国《1940年投资公司法》要求所有投资者超过100人的投资公司进行注册，促使美国形成以公司型基金为主的格局；同时，要求投资公司应将证券及类似投资存放于符合要求的保管银行或美国证券交易所会员经纪商，创设了现代意义上的基金资产独立保管机制。随着资本市场的不断发展，基金保管规模也相应增长。

2.托管/保管业务的法律架构

境外信托型基金通常将投资人、受托人、基金管理人、基金保管人角色分设。其中，受托人与保管人可独立，在实践中也可由同一家机构兼任。受托人角色通常独立于具体的投资管理职能，将投资管理职能委托给第三方资产管理机构。受托人利用信托制度为委托人提供资产隔离服务，体现了信托的本源功能。

（1）独立的受托人模式（以美国为代表）

美国公募基金市场以公司型基金为主体，通过现代化的公司治理结构来实现对基金管理人和保管人的监督。美国的信托型基金则主要应用于私募基金、个人养老金等领域，形成

“委托人—受托人—管理人—保管人”四方法律关系（见图1–2–7）。受托人通常为银行、信托、证券公司等金融机构，管理人为独立投资顾问，保管人多为专业保管银行，管理人及保管人由受托人选任及监督。

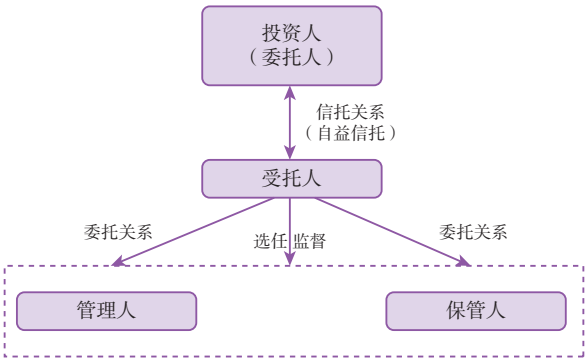


图1–2–7　美国托管业务的法律关系

（2）托管人作为受托人模式（英国、我国香港地区）

英国《集合投资计划手册》第6.6.4条规定，“受托人必须尽合理的注意来确保基金管理人的行为符合该汇编及计划的组织性文件、招募说明书中的规定”。托管人与投资人之间是信托关系，托管人作为受托人（trustee），以自己的名义保管基金，并履行投资监督职能。管理人实质上是衡平法上的受信人（fiduciary），托管人通过与基金管理人建立委托关系，将管理基金的权力赋予基金管理人，基金管理人基于委托关系而负责管理、运营信托财产。管理人和托管人必须以投资人最佳利益来行事（见图1–2–8）。

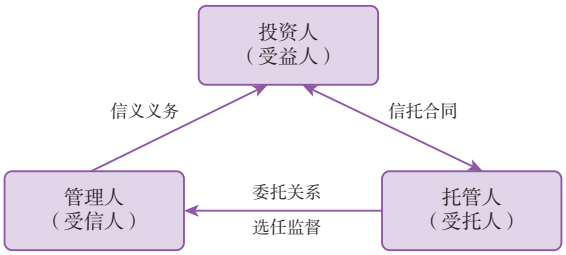


图1–2–8　英国托管业务的法律关系

（3）三方信托关系模式（以日本为代表）

日本1951年《证券投资信托法》规定，基金管理人为委托人，托管人为受托人，投资人为受益人，三方均置于信托关系中（见图1–2–9）。在主流的证券投资信托中，托管人取得基金资产的名义所有权，投资人则享有投资收益权。这一模式下，托管人并不享有管理、处分权限，仅能消极保管财产，被动接受并执行管理人指令进行股票、债券等投资，监督职责主要体现为形式上的监督，基金治理实际上通过严格的政府监管来实现。

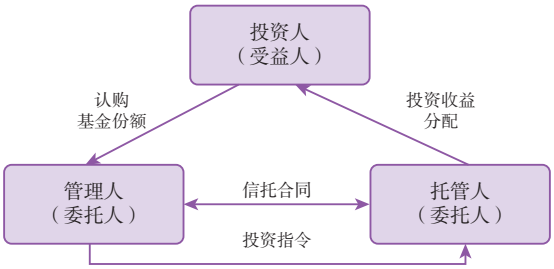


图 1-2-9　日本托管业务的法律关系

3. 境外托管业务的监管机制

（1）美国

美国以《1940年投资公司法》《1940年投资顾问法》为法律基石的公司型基金与投资顾问牌照共同构成美国当代资管行业的主要特点。美国的公募基金以公司型基金为主，包括共同基金、ETF等。相较于股份制公司，公司型基金通常没有雇员，仅设立一个基金董事会来代表基金持有人利益，而各项具体投资运作和日常行政管理则通过信托机制委托给投资顾问。投资顾问模式在美国金融行业中占据重要地位，除了公募基金，也深度参与对冲基金、私募股权投资基金等私募基金[①]、个人养老金等服务领域。截至2023年底，在美国证监会（SEC）注册的投资顾问15 396家，合计管理规模128.4万亿美元。持牌主体既包括传统综合性金融机构（如摩根士丹利、瑞银、富国、美林等），也包括中小规模的专业投资顾问机构及个人独资机构等。头部机构集中度高，有2/3的资产是由最大的207家投资顾问管理的，92.7%的投资顾问所雇佣的员工不到100人，88%的投资顾问管理规模低于50亿美元。

《1940年投资公司法》规定了基金资产保管机制，要与投资顾问的资产相区分，第17f（1）条要求，每一家注册投资公司（即公司型基金）必须将证券或类似的投资资产交给下列机构之一保管：①具有该法第26条所述的单位投资信托的受托人资格的银行；②《证券交易法》规定的属于国家证券交易所会员的公司；以及③注册管理公司本身[②]。《1940年投资顾问法》明确投资顾问与其客户之间存在信义关系，并在细则中要求注册的投资顾问应当将客户资金与证券在合格保管人处开立单独的账户，否则将构成欺诈、欺骗或操纵。美国货币监理署（OCC）提出，协议保管关系是合同性质的关系，客户是委托人，保管人是代理人，保管协议是一种重要的风险管理工具，用于明确规定保管人的职责和责任，要求保管协议应尽可能进行标准化，任何与标准化协议有关的偏差都应在接受前进行审查[③]。

投资顾问受美国证监会（SEC）监管，适用于SEC保管规则（Custody Rule），合格保管

① 美国的私募基金主要采用投资顾问模式。2008年金融危机后，美国通过《多德—弗兰克法案》（Dodd-Frank Act），要求原先不受SEC监管的对冲基金、私募股权基金也要在SEC注册为投资顾问，统一纳入监管。

② Invest Company Act of 1940，17f（1）.

③ OCC，Custody Services（Comptroller's Handbook），2002.

人具体包括银行、信托公司、证券经纪商、期货商（FCM）、外国金融机构（FFI）等类型机构。SEC允许符合要求的投资顾问担任其所管理资产的保管人，2023年投资顾问及其关联方保管了37.2%的行业资产。随着基金监管不断强化，SEC于2023年2月发布《安全保管投资顾问的客户资产》[①]并公开征求意见：一是保管资产的范围更加广泛，不仅限于传统的基金和证券，也研究将艺术品、房地产、贵金属或商品等实物资产（physical assets）以及加密资产（crypto assets）纳入保管范围；二是考虑到在投资顾问具有全权交易（discretionary trading）权限的情形下，投资顾问有可能通过监管难以辨识的方式转移或挪用客户资产，要求强化保管人的交易监督职责，保管人必须“拥有或控制”客户资产，并参与客户资产所有权变更的过程；三是细化了保管人在档案和记录保存方面的新要求。目前SEC尚未明确新规何时正式发布，美国投资公司协会（ICI）预计占全行业1/3的5 000多家投资顾问将在《安全保管投资顾问的客户资产》下首次被纳入保管机制的约束范围。

（2）欧盟

欧盟国家的资产管理行业的两类主流产品为可转让证券集合投资计划（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities，UCITS）和另类投资基金（Alternative Investment Fund，AIF）。其中，UCITS是受欧盟监管的开放式基金，面向欧盟市场公众发行，主要投资于股票、债券等可转让证券；AIF则具有私募属性，仅限机构及专业投资者等合格投资者购买，包括私募股权基金、对冲基金、风险投资等基金类别。根据欧洲基金和资管业协会（European Fund and Asset Management Association）数据统计，2023年底UCITS存量规模约13.15万亿欧元，占比约64%；AIF存量规模约7.54万亿欧元，占比约36%。欧盟针对两类产品均建立了“基金护照制度”，来规范基金的跨境销售与管理。

欧盟立法层面分别发布了UICTS指令（the UCITS Directive）和另类投资基金管理人指令（AIFMD）来规范上述两类产品，旨在为欧洲各类基金监管打造明确一致的框架，落实投资者保护目标。UCITS指令和AIFMD指令对基金托管人的资质要求、监督职能的要求基本一致，均对基金管理人和保管人（depositary）作出区分，要求基金依法委任独立的保管人，承担安全保管、投资监督的双重职责。为避免利益冲突，基金管理人原则上不得担任保管人，除非能够按监管部门要求将保管职责与管理职责明确分离，充分管控潜在的利益冲突并且做好信息披露。

在公募领域，欧盟于2014年7月发布UCITS Ⅴ指令（即UCITS5号指令），进一步完善保管人的资格、职能、责任，以更好保护投资者利益。由于UCITS为公募属性，欧洲监管当局坚持对UCITS的监管要求与AIFMD保持一致或实行更严格标准。UCITS Ⅴ指令对保管人的职能加以细分，包括资产保管职能、现金管理职能及一般监督职能，其中可转授权给次保管人的职能仅限为保管职能。UCITS Ⅴ指令对保管人提出更严格的担责要求，要承担因自身疏忽

① SEC，Safeguarding Advisory Client Assets.

或故意不妥善履行其义务造成的所有损失；其他情形下，除非保管人能够证明损失在其合理控制范围之外，即便其采取所有合理努力也不能避免不良后果的事件发生，否则保管人要承担责任；对于次保管人引起的损失，保管人要对UCITS和UCITS持有人承担责任，还应采取必要措施确保次保管人在发生破产清算的情况下，由其保管的UCITS资产不属于破产清算财产。

在私募领域，2024年3月，欧盟发布AIFMD II（即AIFMD2号指令），在保管方面的新变化是引入了跨境提供保管业务的选项，即考虑到一些成员国缺乏具有竞争力的保管服务商，当一个成员国的保管市场体量不超过500亿欧元，则允许其他成员国的金融机构担任该成员国基金的保管人，由该成员国的监管部门负责审批，并报备欧洲证券及市场管理局（ESMA）。

4. 典型机构的商业模式

根据波士顿咨询，2023年全球资产管理（AUM）体量约120万亿美元。从国际头部保管银行的体量来看，头部化效应明显，美国的纽约梅隆银行、道富银行的保管资产规模都超过40万亿美元，欧洲排名第一的法国巴黎银行保管资产规模超2.3万亿欧元。银行业机构在海外资产保管市场占据主流，特别是美国共同基金、欧洲UCITS等公募属性产品；而在财富管理市场发展革新过程中，保管机构的类型日渐丰富，随着美国市场的私募基金、个人养老金等各类资产的规模壮大，针对投资顾问（RIA）的保管业务中，券商也基于交易运营优势占据一定市场份额。

（1）商业银行——从传统息差模式转向以保管为核心的轻资产运营模式

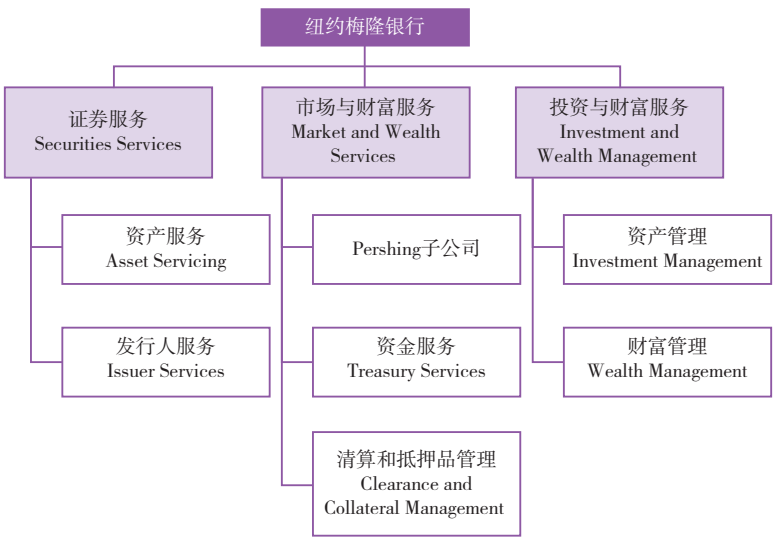


图1-2-10　纽约梅隆银行主要业务布局

资料来源：年报

纽约梅隆银行是目前全球最大的保管银行。随着传统商业银行领域竞争日益激烈，纽约梅隆银行从20世纪80年代起经过多轮并购与业务拆分，逐步淡出以利差为盈利模式的传统银行业务，专注以轻资产运营为特点、以手续费收入为主要盈利模式的资产服务与财富服务业务，形成功能全覆盖的服务型产品线。截至2023年末，纽约梅隆银行的保管业务及基金运营外包业务合计47.8万亿美元，管理资产规模（AUM）2万亿美元；年度营业收入约175亿美元，其中服务费收入占比75%，传统存贷业务的净利息收入仅占25%。

证券服务（Security Services）业务是纽约梅隆银行的最大板块，收入包括保管费、证券经纪费、发行服务费以及汇兑、证券借贷服务费等，营收贡献49%。一是资产服务业务，包括保管、基金运营外包、外币汇兑、证券借贷等，纽约梅隆银行提出以ETF基金服务为扩张重点，致力于降低服务成本。二是发行人服务业务，包括存托凭证的发行和公司信托业务（Corporate Trust），即担任信托代理人、履约保证、Escrow等服务。

其次是市场与财富服务（Market and Wealth Services）业务，营收贡献约33%，主要为证券经纪费、咨询服务费等。具体条线包括Pershing子公司、资金服务、清算和抵押品管理，其中Pershing子公司为投资顾问（RIA）和证券经纪商提供全球交易结算、资金清算服务。资金服务业务为金融机构、公司、公共组织提供国际支付、流动性管理、贸易金融服务。清算和抵押品管理业务则是为权益类和固收类资产交易提供清算与结算服务，为证券借贷业务提供三方抵押品管理服务。

第三是投资与财富管理（Investment and Wealth Management）业务，管理费的营收贡献约18%，包括资产管理和财富管理两类。其中，资产管理业务由7家子公司开展，覆盖主动管理的权益、固收、混合类资产以及被动类产品和现金管理类产品；财富管理业务则主要为家族信托办公室、慈善信托等。纽约梅隆银行提出的重点是将分散的流程转向集成平台，正在创建统一的内部分销平台，将自主管理产品与精选的投资顾问产品相结合，扩大对超高净值和家族理财客群的覆盖。

纽约梅隆银行重视运用数字化及技术革新推动保管业务发展。在服务内容的拓展上，纽约梅隆银行2021年将大数据、人工智能、云计算等金融科技应用于抵押品管理业务中，为客户提供美国国债结算预测模型等创新服务。在资产类型的拓展上，纽约梅隆银行于2021年成立了数字资产部门，2022年推出数字资产保管平台，为比特币和以太坊（ETH）等资产提供保管服务。在保管服务效率上，纽约梅隆银行通过服务整合来降低运营成本，2024推出的新AI工具“ELIZA”，具备预测分析、自动化运行、异常检测等功能。纽约梅隆银行还提出将自身的管理账户平台、资产配置和基金选择、投资管理产品、定制税务解决方案、财富管理平台Wove平台与子公司Pershing的保管、清算服务进行整合，形成适应投资顾问（RIA）需求的一站式投资解决方案。

（2）信托公司——以全球保管业务赋能综合性财富管理服务信托

北美信托（Northern Trust）是美国最大的信托机构，拥有26个全球分支机构，提供资产

服务、财富管理、资产管理三类业务（见表1–2–3）。截至2023年末，北美信托保管业务规模11.92万亿美元，基金运营外包业务规模3.49万亿美元，管理资产规模（AUM）1.43万亿美元；年度营业收入67.73亿美元，其中服务费收入占70.74%，以信托和投资业务的服务费为主，净利息收入占29.26%。

表1–2–3　　北美信托主要业务布局

业务类型	服务对象	业务范围
资产服务（Asset Servicing）	企业和公共退休基金、基金会、捐赠基金、基金经理、保险公司、主权财富基金和其他机构投资者	保管、基金运营外包、投资管理、投资风险和分析服务、员工薪酬福利、证券借贷、外汇交易、资金管理、经纪服务、现金管理等
财富管理（Wealth Management）	高净值个人和家庭、企业主、高管、专业人士、退休人员和私营企业	信托、投资管理、保管、慈善服务、财务咨询、遗产管理、家族企业咨询、家庭理财教育、经纪服务等。家族信托办公室提供定制化的投资咨询、全球保管、私人银行业务等。
资产管理（Asset Management）	服务于上述资产服务业务、财富管理业务	主动和被动股权投资、主动和被动固收投资、现金管理、多资产和另类资产投资（如私募股权和对冲基金）

资料来源：年报

美国金融领域实行混业经营，信托业务由商业银行的信托部和专门信托公司开展，信托公司可申请银行牌照。北美信托在展业上执行严格的物理防火墙，旗下开展保管业务的主体为子公司北美信托银行The Northern Trust Company（TNTC）。该公司开展托管业务基于信托“受人之托、忠人之事”理念。北美信托资产管理业务项下资产不能由TNTC保管；财富管理业务中，涉及资产管理人为北美信托旗下公司的资产，亦不能由TNTC保管。

值得注意的是，除了资产服务业务，北美信托面向高净值客群的财富管理业务也提供保管服务，保管资产主要为全球家族办公室业务项下的权益类、现金类及固收类资产。北美信托认为，当前的家族企业比以往任何时候都更加复杂，面临更加多样化的投资机会与快速变化的市场，全球托管业务在风险管理、运营效率、数据的准确性和可得性等方面的优势，能够满足全球家族办公室的发展需要。[①]据调研了解，北美信托的保管业务区分场内标准化资产和另类资产，采用不同的收费标准，对于场内标准化资产，包括股票、债券、现金、证券借贷等资产类别，因规模效益显著，资产服务费率较低，约为2bp~4bp；对于公寓、一级市场股权等另类资产，由于资产标准化程度低，难以产生规模效应，收取的服务费率较高。

（3）证券公司——在买方投顾发展趋势下整合渠道与平台资源

在美国资管市场，证券公司在投资顾问（RIA）保管业务方面具有优势，排名前四的机构包括嘉信理财、富达、LPL等券商以及纽约梅隆银行的Pershing子公司。在股市低迷背景下，美国于1975年重新修订《证券交易法》，废除了固定佣金标准，此后佣金业务收入占比下降，促使美国市场的财富管理模式从传统的证券经纪、卖方销售向买方投顾模式转变。伴随着管

① Northern Trust：Insights on Family Office Services.

理规模的快速增长，投资顾问寻求集中、专业的托管服务支持，使其自身能够专注于投资与客户服务。

嘉信理财（The Charles Schwab Corporation）成立于1971年，从传统的证券经纪业务发展到折扣经纪，并逐步发展为具有特色的互联网券商与综合性财富管理公司。作为美国首批折扣经纪公司，嘉信理财加速推行零佣金、低佣金的交易业务，凭借低佣金率迅速积累大量零售客户，截至2024年6月末，嘉信理财管理的客户资产规模9.57万亿美元，开立的经纪账户超3 500万个。同时，嘉信理财从1987年开始发展财务顾问业务，为投资顾问（RIA）提供保管服务、交易运营和咨询服务，目前服务于15 000家投资顾问。

图1-2-11　嘉信理财TAMP平台服务体系

资料来源：嘉信理财、国泰君安证券研究

嘉信理财提供全托资产管理平台（Turnkey Asset Management Program，TAMP）服务，为投资顾问提供一站式解决方案。面向投资顾问的商业模式，一是建立以保管和交易运营服务为基础，以营销与客户管理、培训、商业咨询、中后台支持外包等为增值服务的综合解决方案，收取综合服务费；二是为理财客户和投资顾问提供联结，例如通过嘉信理财顾问网络（Schwab Advisor Network）促成投资咨询服务，由经过筛选的合作投资顾问为投资者提供服务并收取推荐报酬；三是通过托管实现客户引流，将外部客户的资产沉淀至自身平台，例如通过为托管的客户资产提供现金管理服务，将资产转化为存款并通过利差变现，或转化为自有投顾服务的客户并通过管理费变现。

5.境外托管业务经验借鉴

（1）规模效应显现，市场头部化集中趋势显著

境外市场保管业务具有规模效应，保管行业发展相对成熟，市场头部化集中趋势显著，业务同质化竞争更加激烈，行业整体利润空间小。而大型金融机构能够凭借持续的资金、人员、科技资源投入与规模效应取得头部地位，以资产保管为主营业务，不仅能获取大量优质客群基础，以低成本资金沉淀作为利润来源，而且能积累大量的数据和管理人资源，衍生出为投资人、资管产品、管理人的一站式金融服务解决方案，实现保管业务与资产管理业务、财富管理业务协同发展。

（2）监管要求趋严，强化保管人职责并扩大覆盖面

境外监管部门围绕保护投资者利益、防范系统性风险的目标，持续加强对保管业务的监管要求，一是要求保管人切实履行安全保管、交易监督职责，并明确保管人的过失责任与其他责任；二是在监管要求下，各类资产纳入保管的比重上升，对于以合格投资者和非公开发行为特点的私募产品亦强化实质性监管，公募与私募产品保管机制的监管要求整体趋同；三是托管财产范围逐步拓展，除了传统的基金、证券，也探索完善对实物等另类资产托管业务的监管。

（3）财富管理业务的转型是保管业务发展的新机遇

从境外经验来看，财富管理业务的商业模式发生从卖方销售到买方投顾，从以产品为中心到以客户为中心的转变，监管部门也从机构监管转向功能监管，覆盖传统综合性金融机构与中小规模独立投资顾问。多元化、分散化的财富管理市场带来对集中高效运营的巨大需求，保管机构主动适应产品与管理人的新变化，为基础用户提供精准服务，在保障客户资产安全的同时，使管理人能够专注于核心投研配置能力。

（4）保管业务在不同发展阶段，其功能与服务不断创新

随着经济全球化与跨境金融投资增加，传统的保管机构也调整定位，发展全球保管（Global Custody）功能，基于全球分工与次托管架构，除了基础性的资产保管，还能提供包括现金管理、证券借贷、外汇转换、税务咨询、绩效评估等增值服务，在提升资本市场效率的同时，保管人也实现收费模式多元化。例如，现金管理业务中保管人以保管账户为载体，以客户日终剩余资金提供短期资金配置或为投资行为提供透支额度；证券借贷服务则是保管人作为借贷双方代理人，作为证券名义持有人提供证券融通服务。

（5）数字化浪潮下金融科技对保管业务的赋能作用显现

随着科技革新加速，托管行业正加快数字化、智能化发展。云计算、大数据和人工智能等新技术的应用，为托管、基金外包服务的集中化运营提供了更加高效、精准、个性化的解决方案。规模排名居前的大型托管服务机构都采用了自主研发系统的模式，拥有自主知识产权，实现对市场的技术引领。

三、信托公司参与托管业务的影响因素分析

（一）信托公司参与托管业务优势分析

1. 托管业务符合信托本源特征与三分类转型导向

党的二十届三中全会提出“完善金融机构定位和治理”的要求，信托业作为我国金融

行业的重要力量，应当发挥出作为一类特殊的法律制度与金融制度的独有定位与功能。《信托业务分类通知》明确要求“信托公司从事信托业务应当立足受托人定位，遵循法律法规和监管要求，确保信托目的合法合规，为受益人的最大利益处理信托事务，履行诚实守信、勤勉尽责的受托责任”。资产服务信托定义为“信托公司依据信托法律关系，接受委托人委托，并根据委托人需求为其量身定制财富规划以及代际传承、托管、破产隔离和风险处置等专业信托服务”，明确包含托管业务，信托公司从事托管业务符合回归信托本源的方向性要求。行政管理服务信托中，信托公司可作为独立第三方提供运营托管、账户管理、交易执行、份额登记、会计估值、资金清算、风险管理、执行监督、信息披露等服务，这些服务内容实质上与商业银行、证券公司提供的托管业务基本一致。例如，预付类资金服务信托的内容包括财产保管、执行监督、清算等，资管产品服务信托为信托公司接受资管产品管理人委托，为单个资管产品提供包含运营托管在内的行政管理服务等。

2. 信托公司提供托管服务有助于厘清法律关系与权、责、利边界

信托是管理风险的工具，托管业务是信托公司本源业务。信托担任托管人，信托公司以信托账户及财产独立、风险隔离功能为抓手，将资金账户、证券账户统一纳入委托人名下的信托账户中，有助于落实“全覆盖、无例外”监管要求，捍卫委托人/受益人合法权益。首先，信托财产具有法律上的独立性，有助于确保托管财产处于受托人的实际控制之下。其次，信托公司开展托管业务明确适用《信托法》，实现受托人与保管人角色合二为一，信托关系中的信义义务属于法定义务，严于合同约定义务，确保托管人为受益人的最大利益处理信托事务，有效解决实操中的职责边界争议问题。最后，托管符合三分类导向的信托本源业务特征，是资产服务信托的基础功能之一，资产服务信托实质上属于“托管+”业务；相较而言，资产管理信托则是同时承担“受托人+管理人”职责，在信托基础上衍生出的资产管理业务，通常需要引入独立的第三方保管机构来履行监督职能。

3. 信托公司在实践中积累了丰富的托管业务经验

在一法两规框架下，信托公司长期从事事务管理类信托业务，横跨货币市场、资本市场和实业投资领域进行经营，对于各类业务在投资交易、估值核算等操作上具有丰富经验，这为信托公司在新发展阶段开展具有托管服务功能的资产服务信托奠定了深厚的展业基础。例如在私募基金领域，信托行业早在2004年就开始对“阳光私募”产品的服务，通过受托责任的履行，使私募基金得到了投资者的信任，推动了我国私募基金行业和资本市场的发展。在以信托公司作为受托人，聘请私募基金管理人作为投资顾问的模式中，信托公司与私募管理人没有利益绑定，可以充分发挥受托人对信托产品风险控制与投资监督职责，防范私募基金管理人在投资过程中的道德风险，同时减少操作风险发生的概率。目前，信托公司开展的实质为托管的业务包括私募证券投资基金服务和银行理财的委外服务。

（二）信托公司参与托管业务劣势分析

1.信托公司尚无获得现有托管业务资质的案例

根据现行制度，目前持有金融监管部门颁发的托管业务牌照的主体主要为商业银行和证券公司。证券投资基金托管资格由证监会、国家金融监督管理总局管理，暂未有信托公司取得该托管资格。2022年发布的《商业银行托管业务监督管理办法（征求意见稿）》虽提出信托公司可以根据自身战略定位和专业优势，通过自身或附属机构从事托管及相关业务，但该办法至今尚未正式印发。在现行法规政策体系下，信托公司开展托管业务仅有其实而无其名，属于“类托管”业务，存在合规瑕疵，容易引发合规风险和经济风险。

2.信托公司参与托管业务，在行业基础设施与机制建设上有短板

托管资产多样化且不同资产对托管需求不一，托管业务应用场景呈现多元化和差异化特点。作为托管业务的成熟参与主体，商业银行与证券公司都已建立起相对完备的服务体系与合作渠道。商业银行在资金账户、清算上具有天然优势，托管和销售捆绑的特点显著，在客群基础和销售能力上形成突出优势；证券公司则依托经纪牌照在场内交易和配套服务方面具有特色优势。对信托公司而言，能够支撑托管业务的行业基础设施与机制尚未完备，信托公司在资金账户、证券账户的开立上要依托外部合作机构，在清算结算功能方面还有待与交易场所、证券登记结算机构取得相关资质、搭建系统直连，同时信托财产登记制度及相关税制有待完善，增加了信托公司履行托管监督管理职责的难度。

3.信托托管业务市场进入难度大，短期独立盈利难度大

我国资管产品托管市场快速增长形成百万亿市场，同业竞争日趋激烈。头部托管机构，特别是大型国有银行，凭借其庞大的网络、丰富的资源和强大的品牌效应，在资产托管市场中占据领先地位。市场竞争与服务同质化不断压低托管费率，例如公募基金托管费率从2020年的千分之二降至2022年的万分之五甚至以下，这种趋势或将继续蔓延及演进。托管业务虽然市场前景广阔、契合信托业务本源，但托管业务收入低且竞争激烈，信托公司后发进入托管业务市场这片“红海”，短期内要占据一定市场份额、实现独立盈利的难度较大，信托公司在短期效益和员工稳定上面临较大的压力和挑战。

（三）信托公司参与托管业务的机遇

1.资管业务和财富业务扩容带动托管市场的巨大发展潜力

伴随我国经济发展和居民财富的增加，投资者对资管产品的配置需求持续增强，推动资

管产品供应数量上升，托管需求进而获得相应增长。托管资产已覆盖公募基金、私募基金、证券期货经营机构发行的资管产品、跨境或者管理人为外资的基金、银行理财、信托、保险产品、养老金等多品种资产，并且还不断有新的资产类别进入托管市场。例如，2023年2月，不动产私募投资基金试点工作启动，《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》规定“不动产私募投资基金应当由依法取得基金托管资格的机构托管”。在依法将所有金融活动全部纳入监管的整体趋势下，相信我国托管市场将持续规范及扩容，带来巨大的业务机遇。

对于转型深水期的信托行业而言，如何充分利用并发挥自身在托管业务上的优势，对于走出差异化、特色化转型道路、在资管市场取得有利的竞争地位具有重要意义。

2. 另类资产、新型资产需要托管人角色的引入

在新发展格局下，我国金融机构肩负做好五篇大文章、服务实体经济与人民美好生活的重任。国家金融监督管理总局提出发挥非银行金融机构专业优势，鼓励信托公司培育发展养老信托、绿色信托、知识产权信托等业务。随着经济社会不断发展，除了传统的资金保管与资管产品的托管，其他另类资产的托管也提上议程，规范化和专业化程度有待提高。例如，科技金融领域的知识产权、数据资产与绿色金融领域的碳资产等新型资产的演化发展，需要托管人角色的引入来提供专业的管理和服务，提升新型资产的管理效率和安全性，同时也保护了投资者和各类市场经营的合法权益，促进了新型资产的有效运用和价值实现。

信托公司已为知识产权资产、碳资产等新型资产提供资金支持和资产证券化等多元化服务，能够在此基础上有效发挥托管功能，从而全方位促进实体经济的高质量发展。

3. 托管业务资本占用及风险水平较低，增值链条长

托管业务主要面临操作风险、合规风险、声誉风险，风险一般较为可控，适合信托公司作为转型发展阶段的战略方向选择之一。托管业务的增值链条较长，除了对信托公司管理规模带来贡献，还有助于信托公司构筑机构服务生态体系，拓展各类业务机会。例如，目前商业银行托管业务除了提供资金保管、资金清算、投资监督、估值核算、信息披露等基础服务外，还推出“托管+”的高阶服务模式，如招商银行的“托管+运营外包”“托管+投研报告”“托管+交易结算”“托管+风险管理”和“托管+绩效评估”等，值得信托公司参考借鉴。此外，在持续挖掘托管数据价值与生态价值的过程中，未来托管业务能够实现增值发展的更多可能。

（四）信托公司参与托管业务的挑战

1. 托管业务规模效应和低毛利特点需要长期持续投入

从我国托管业务的实践来看，托管行业是一个相对耗费人力成本的领域，属于劳动密集

型产业。此外，信息系统的运用迭代也要求托管机构不断投入开发和维护成本。托管业务的盈亏平衡取决于托管规模和托管费率，随着托管资产规模的扩大，单位资产的托管成本相对降低。托管人通过提供托管服务，能够吸引和沉淀大量资金，从而衍生其他增值服务。托管业务的成本随着规模的扩大而相对固定，但由于费率下降，毛利空间受到压缩。在进入成本极高、边际收益极低的情况下，培育做大托管业务的难度大，需要信托公司具备战略定力，从自身禀赋出发选择有利赛道，并且贯彻长期投入理念。

2. 开展托管业务须转变角色定位、提升服务意识与能力

随着资管行业的快速发展，各类资管机构开展托管业务尚存一定短板，托管服务需要从传统的资产保管、资金清算、估值核算等基础服务，向绩效评价、风险分析等高附加值、综合型的增值服务升级。在新时代高质量发展的要求下，信托公司正面临着转型升级的重要时期。信托公司要由过去的“融资人”向“受托人”角色转变，更加注重为委托人提供综合金融服务，而不仅仅是资金的提供者。托管业务是新型的资产服务信托业务，其展业逻辑与传统非标业务和通道业务有本质区别，应当与资产管理信托业务在组织架构、技术系统、风险管理等方面保持相对独立性，要求信托公司转变观念，通过培育服务能力、创新能力和对市场需求的快速响应能力来提升竞争力；也需要其他市场参与方增强认识，理解信托公司在服务资管产品等方面的特殊作用和重要性，从而更好地合作互惠。

3. 信息科技发展与数字化趋势对信托托管业务提出新要求

数字化转型是推动托管业务创新、提升行业竞争力的关键手段。我国托管市场相对分散，大部分机构无法获得足够的规模优势，往往采用外部采购+自主研发的模式，尽量提升服务效率和客户体验，但难以形成核心竞争优势；头部大行目前基本已经进入了银行数字化转型的2.0阶段，在业务数字化转型及应用方面的能力较为完善，通过采用区块链、人工智能、数据分析和云计算等先进技术来提升营运能力和强化风险管理。2022年六大行及股份制银行科技投入达1 826.27亿元，中国工商银行以262.24亿元排名第一。信托公司的信息系统建设与数字化转型也在进行中，但整体处于初级阶段，与头部的托管银行、托管券商相比仍存在一定差距，需要坚持数字化投入，提高系统运行效率与安全性，为托管业务发展强化工具保障。

四、信托公司参与托管业务模式分析

信托公司开展托管业务受《信托法》约束，承担信义义务，履行“受托人+保管人”两

层含义，其核心功能是作为受托人为投资管理实现资产隔离、资产保管并提供运作监督，且受托职能独立于投资管理职能。按照《信托法》，可设立信托的财产是委托人合法所有的财产或财产权利，托管资产范围广，包括资金、资管产品、投资组合、非上市股权、非标债权或个人及家庭的不动产、实物资产，还可以是知识产权、数据资产等新型资产。

（一）信托公司可托管财产的类型

信托公司托管业务能够服务的财产类型原则上需要满足两个条件：一是自身具有托管的必要性，即需要引入信托关系来实现安全保管与实质性监督；二是属于信托公司可实现托管的财产，即信托公司能够通过账户管理、协议安排、流程管控等方式实现实际控制的。主要划分为以下六大类资产。

1. 货币资金

货币资金是信托中最常见的委托财产。信托公司可根据委托人的交易、消费、分配等具体需求，提供交易资金监管、预付资金监管、专项资金存管等行政管理服务，类似于商业银行提供的客户资金保管类服务。目前，信托公司自身尚无法在人民银行的账户管理系统中开立资金账户。为实现对资金的有效控制，信托公司还需通过委托代理关系，选择商业银行担任资金存管银行，开立信托名下的资金账户。

2. 资产管理产品

根据《资管新规》，我国资产管理产品包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品，资金信托，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。截至2023年末，我国资产管理行业总规模超140万亿元，其中公募基金27.6万亿元，银行理财26.8万亿元，信托公司管理信托资产23.92万亿元，证券公司、基金公司、期货公司及其子公司的资管产品12.41亿元，保险资管产品30.11亿元。信托公司在实践中已为部分资管产品提供了托管服务，常见的包括为私募基金、银行理财的公开市场投资业务提供交易运营服务。

资管产品项下的财产最常见的是货币资金、股票及债券等有价证券，也可投向商品、金融衍生品以及非上市股权、非标债权等另类资产。信托公司需要为资管产品项下的资金在商业银行开立资金账户，为有价证券在证券登记结算机构开立场内或场外证券账户，对非标准化的债权、股权则需进行相应的登记动作，如涉及相关实物凭证还需存放在专门的保管设施中。

3. 投资组合

信托公司可托管的投资组合主要为养老金相关的投资组合，具体包括企业年金、职业年

金等。企业年金、职业年金作为企事业单位和员工共同主办的年金计划，是我国养老保障第二支柱。根据人力资源和社会保障部披露，截至2023年末，年金计划规模5.75万亿元，覆盖全国约7 600万人，覆盖人数与第一支柱覆盖超10亿人的水平相比有较大差距，尚有很大的成长空间。其中，企业年金规模3.19万亿元，主要覆盖企业及其职工，建立企业年金制度的企业数量为14.17万家；职业年金规模2.56万亿元，包括32个省、自治区和直辖市职业年金以及一个中央国家机关事业单位职业年金。

我国企业年金、职业年金采取信托制的管理模式，涉及受托人、账户管理人、托管人与投资管理人四类机构，机构资格准入由人力资源和社会保障部统一认定。企业（职业）年金基金财产限于境内投资，投资范围以公开市场标准化资产为基础，企业年金还可投向部分保险产品，职业年金还可投向银行理财、信托产品等部分资产管理产品。

4. 非标债权、未上市股权

非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，未上市股权则是未在国内证券交易所上市交易的股份。信托公司开展非标债权的托管场景包括服务于家族企业的资金拆借、代表债权人的利益保管及行使担保物权等；开展股权的托管场景包括企业股权治理与传承、员工持股与激励等。信托公司熟悉非标准化资产运作管理，在贷款、股权、收益权等非标准化资产的会计核算与估值上形成丰富经验，相较于其他金融机构，在非标准化资产的托管业务具有一定优势。

在业务实践中，涉及股权变更需在市场监督管理部门办理股权变更工商登记。非标债权本身的转让不需要登记，但担保物权中的抵押权、质权、留置权都属于债权的从权利，因此需视情况办理登记、公示等。

5. 不动产、实物等个人及家庭资产

不动产主要指土地、房屋及其附着物，家庭持有的不动产通常为住宅、商铺等。个人及家庭持有的重要实物资产包括贵金属、艺术品与其他贵重物品。随着居民财富不断积累，个人及家庭出于资产隔离保护、养老、特殊需要、代际传承等目标，具有将上述资产委托给信托，由信托提供安全保管、代为从事民事活动的需要。

我国对不动产实行统一登记制度，不动产权属变更需在自然资源主管部门的不动产登记机构办理变更登记。实物资产的保管则需要相关规范的存放场所、设备与监控保卫设施，并符合防火、防水、防潮、防尘等特定条件。

6. 新型资产

随着经济社会数字化转型与科技革新，知识产权、数据资产、加密货币、碳资产等新型资产进入经济生活中。由于新型资产具有无形性、虚拟性、高附加值性等特征，对此类资产的托管区别于传统金融资产、固定资产、实物资产，需要采用新型托管形式与介质来确保安全保管、

有效监督控制，实现所有权、管理权、收益权的独立与制衡，对托管人提出了新的挑战。

（二）信托公司开展的托管业务类型与场景

在三分类体系中，信托公司主要在行政管理服务信托、财富管理服务信托模式下提供托管服务。信托托管业务的需求场景多元化，例如社会治理视角下的预付资金监管、养老金管理运营，企业经营管理视角下的薪酬福利、股权激励、债权债务关系管理，家族家庭视角下的股权治理、财富传承、养老医疗、特殊照料等目标。

1. 资金托管场景

（1）预付资金服务信托

在预付类资金服务信托中，信托公司对预付类资金提供财产保管、权益登记、支付结算、执行监督、信息披露、清算分配等行政管理服务，帮助委托人实现预付类资金财产独立、风险隔离、资金安全的信托目的。

业务机会：随着社会经济发展和人民群众消费能力的提升，商品及服务领域的预付类消费发展成为常见的消费形式，包括商超、教育培训、体育健身、养老服务、餐饮住宿、物业管理等服务业领域，预付类消费具有广阔的发展前景，是信托公司开展行政管理服务信托的重要发力方向之一。预付类资金服务信托可应用的消费场景众多，具有可拓展、可复制、规模化潜力，信托公司在二手房交易、住房租赁、政府消费促进等预付资金管理场景已实现业务创新落地。

问题与挑战：实践中该项业务与政府部门的支持和推动紧密相关，各地业务发展情况不均衡，例如在校外教培领域，无锡市出台信托模式监管预付资金的管理办法，但大部分地区主要以银行托管模式为主。预付类资金服务信托本质类似于商业银行的客户资金保管业务，而信托公司作为非银金融机构，不具有支付结算资质，不能直接管理资金账户，仍需要将资金存管在银行账户，是主要竞争劣势。

发展方向：随着预付资金托管经验的不断积累，信托公司将进一步面向我国社会生活各领域推广应用该模式，推动政府部门的认可支持与专项政策出台，特别是聚焦养老金融、普惠金融等重点服务方向，推出普惠型的信托资金账户，以数字化能力接入区域政府的综合行政服务平台，争取在更广泛的社会治理、民生服务场景中应用信托架构与功能。

（2）薪酬福利服务信托

薪酬福利服务信托属于信托公司为企业提供法人及非法人组织服务信托的模式之一。信托公司作为受托人，根据委托人（企业）对于企业内部管理、员工长期激励的具体安排，为薪酬款项提供专户保管、递延支付机制、资产组合配置，保障受益人（企业员工）的合法权益与财产安全。

业务机会：薪酬福利服务信托中，通过发挥信托制度的财产独立、风险隔离优势，保证财产安全与专款专用，不受企业经营情况的影响，支持企业构建与员工利益的结合点与激励约束机制。信托公司代委托人承担内部管理事务，提供清算分配、资金划拨、会计估值、信息披露等事务性服务，确保激励薪酬向受益人及时、准确发放，以及提供员工权益登记、查询服务。在此基础上，信托公司还可提供闲置资金的投资运作、定制投资组合等增值服务。

问题与挑战：为实现规模效益、提升薪酬管理效率，受托人通常需要一定的系统投入，配备专业化的账户管理系统，实现权益登记、子账户管理、资金调拨、信息查询等线上化功能。在一些薪酬福利服务信托中，信托公司实际上同时承担事务管理类工作与担任投资管理人角色，对于保管、账户管理职责与投资管理职责应当落实人员、系统、流程的有效隔离与权责明确划分。

发展方向：各类市场化主体的经营发展与人力资源管理需求为薪酬福利服务信托带来广泛的发展机遇。例如，金融机构需要设置合理的绩效薪酬延期支付和追索扣回机制，科技型企业注重核心人才留用与以创新创造为导向的中长期激励机制，国有企业则需要规范各级负责人薪酬、津贴补贴等。信托公司需要在强化账户管理功能、提升数字化服务能力的基础上，为各类主体实现差异化、特色化的薪酬管理目标。

2. 资管产品托管场景

从早期“阳光私募”模式到三分类下的资管产品服务信托，信托公司开展资管产品的托管业务，特别是针对私募证券投资基金服务和银行理财的委外服务已积累了丰富经验。我国资管市场体量持续增长，资管产品服务信托具有较好的规模化前景，商业模式较为清晰。

资管产品服务信托的实质是运营外包业务，信托公司接受资管产品管理人委托，为单个资管产品提供运营托管、账户管理、交易执行、份额登记、会计估值、资金清算、风险管理、执行监督、信息披露等服务，业务性质仅为行政管理服务，不参与资管产品资金筹集、投资建议、投资决策、投资合作机构遴选等资产管理活动（见表1–4–1）。受托管和运营外包牌照以及资金账户开立限制，目前信托公司资管产品服务业务实际上以“受托人+行政管理服务”的模式来进行。

表1–4–1　　资管产品服务信托业务主要服务内容

事项	服务内容
运营托管	为资管产品提供财产保管服务，保证资管产品资产的完整、独立和安全
账户管理	根据法律法规规定与合同约定，为资管产品开立专门用于资金存放和使用的专用资金账户，协助资管产品管理人开立证券账户和完成交易执行所必要的其他账户
交易执行	按照资管产品管理人或其指定的投资顾问的投资指令及资管产品服务信托合同的约定，在审核投资指令的合法合规性基础性上予以交易执行
份额登记	资管产品登记、存管、过户、清算和结算，具体内容包括投资人产品账户的建立和管理、份额登记、申购/赎回交易确认、清算和结算、代理发放红利、建立并保管投资人名册等

续表

事项	服务内容
会计估值	按照《企业会计准则》、各类产品估值指引及资管产品合同约定，为资管产品提供会计核算对账、资产估值、资产盘点、报表编制等服务
资金清算	根据相关登记结算业务规则，以及管理人合法合规的划款指令，及时、准确地完成资金的清算与交收事宜
风险管理	对资管产品运作进行事前、事中、事后的风险控制。事前风控包括开展管理人尽调、资质审核，评估交易结构、投资品种合规性公允性，审核投资限制和敞口合理性；事中风控包括对投资指令进行合规性审核；事后风控包括核查估值数据，如有违反相关规定提示相关方处置
投资监督	按照法律法规及资管产品合同约定，对管理人的投资运作进行监督，包括投资对象、投资范围、投资比例、投资限制、关联交易、预警止损等，发现违反法律法规规定或资管产品合同约定的，应当拒绝执行
信息披露	配合管理人按照合同约定，及时、准确地披露金融产品净值，编制和提供定期报告（成立公告、管理报告、分配报告、清算报告等）、监管报表等金融产品运作信息

业务机会：①托管业务主要包括交易清算、投资监督和估值核算，其中资金清算重要性最高，托管人是第一责任人，投资监督和估值核算的职能是辅助角色，以管理人为主。在近年来私募基金风险频发的背景下，在私募基金交易结构中引入信托公司，有助于解决因受托人实质缺位导致的管理人（仅履行投资管理职责）和托管人（仅履行保管人职责）之间的责任边界争议。在法律关系层面，信托公司同时担任“受托人”与“保管人”，承担法定的信义义务，代表委托人（受益人）的利益，对复杂产品履行风险控制与投资的监督职责，防范挪用基金资产的恶性事件，牢牢把住风险闸门，切实维护金融投资者合法权益。在商业层面，信托公司与私募管理人没有营销方面的利益绑定，能够较好防范私募基金管理人的道德风险、业务操作风险（见图1–4–1）。②运营外包业务中，信托公司可代理管理人履行内部中后台及服务性职能，包括相应的销售及销售服务、TA登记、账户开立、估值核算和信息系统服务等，广义上还涉及产品设计咨询、绩效评估、信息披露、监管报送、法律事务等，使管理人能够集中精力在投研、资产配置等投资管理工作中，提高金融市场整体运行效率。例如部分银行理财公司成立时间较短，人员编制有限且缺乏IT和运营投入，净值化后对交易执行、资金清算、估值运营的外包需求大幅增加，尤其是中小型银行理财公司的需求更为突出。信托公司本身具有成熟的运营体系和运营团队，可以提供满足此类需求的资产配置、风险管理和运营支撑等服务（见图1–4–2）。

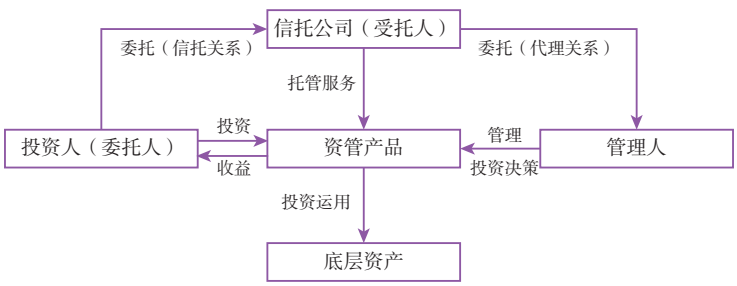


图1–4–1　资管产品托管业务架构

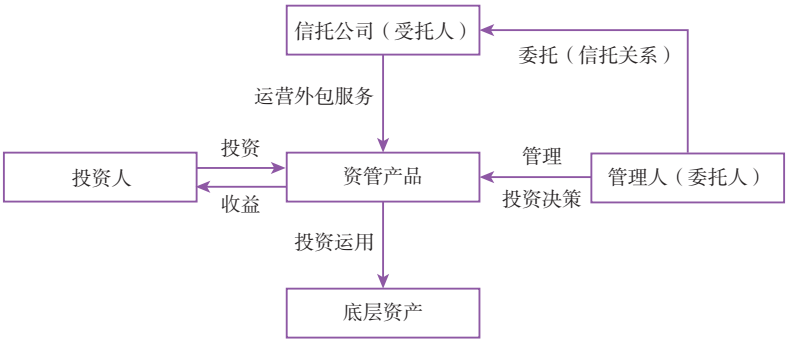


图 1–4–2　资管产品服务信托（运营外包）业务架构

问题与挑战：目前，基金托管牌照需经由证监会核准发放，中基协对私募基金外包服务机构实行备案管理，私募证券投资基金的托管人和服务外包主要以证券公司为主，信托公司未能取得这两类资格，开展资管产品服务信托仅以受托人的身份为管理人提供服务，与业务实质不符合。此外，当前市场竞争态势下，资管产品托管费率较低，信托公司担任托管人的情形下，在保管职责之外还承担实质性的信义义务，能够更好地为投资者利益守护底层资产，而仅以商业驱动难以实现信托托管的合理化定价，还需要监管层面推动行业重新认识托管业务内涵及行业层面推行相应的费率标准。

发展方向：①从短期来看，信托公司需要争取在资管产品服务领域获得托管及运营外包牌照，一是明确资管产品服务信托为接受管理人委托的运营外包业务；二是接受投资人委托开展资管产品托管业务，明确托管人地位与职责边界，建立与委托人之间的信托关系、与投资管理人之间的委托代理关系，使业务名实相符、风险承担与收入水平相符。②从中期来看，以基金投顾试点为首发代表的买方投顾模式不断发展，社会养老需求也驱动财富管理业务发展进入新阶段，借鉴国外经验，采用“委托人—受托人—管理人—保管人”四方法律关系模式能够适应投顾业务特点，未来信托公司作为托管人，需积极争取参与到更加丰富的资管产品服务生态中；同时，尝试在传统服务基础上拓展现金管理、绩效分析、公司行动等增值服务。③从长期来看，托管与运营外包业务具有显著的规模效益与头部集聚特点，同时也要求大量的人员及系统持续投入，在资管产品服务信托领域具有优势的信托公司有望走出专业化、平台化发展路径，在金融监管部门支持下打造成为专业化托管牌照。

3. 投资组合托管场景

《信托业务分类通知》下，信托公司可开展企业（职业）年金服务信托，依据人力资源和社会保障部有关规定，受托管理企业（职业）年金基金。

我国企业（职业）年金投资运营普遍采用信托型运作模式。企业年金的四类管理人资格包括法人受托机构资格、账户管理机构资格、托管机构资格、投资管理机构资格，信托公司可以申请担任年金基金的受托人、账户管理人和投资管理人。目前获批的法人受托机构资格

12家，主要是银行、保险、信托公司；账户管理机构资格18家，主要是银行、保险、信托公司；托管机构资格12家，全部为商业银行；投资管理机构资格22家，主要为保险、基金、证券公司，有6家机构同时获得受托人、账管人和投管人资格。职业年金的受托人、托管人和投资管理机构等资格准入要求为具有相应企业年金基金管理资格的机构，职业年金的代理人为中央国家机关养老保险管理中心及省级社会保险经办机构（各地社保机构），承担账户管理职责。

值得注意的是，法人受托机构资格是企业（职业）年金中相对核心的角色，其职责包括选择、监督、更换账户管理人、托管人、投资管理人；制定企业年金基金战略资产配置策略；根据合同对企业年金基金管理进行监督，收取缴费、支付年金待遇等。在同一企业（职业）年金计划中，受托人如果具备相应资质，可以同时兼任账户管理人或者投资管理人二者之一，但不能同时兼任二者；托管人不得兼任受托人或投资管理人。相关资料见图1–4–3，图1–4–4。

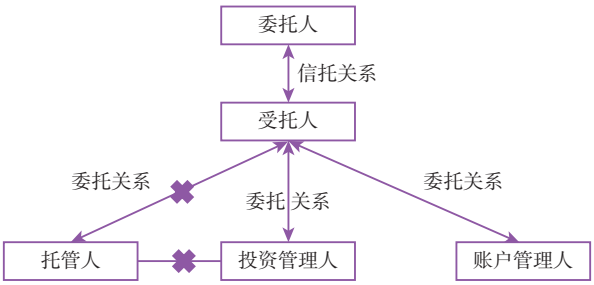


图1–4–3　我国企业年金管理模式

注：×为不得兼任的情形，下同。

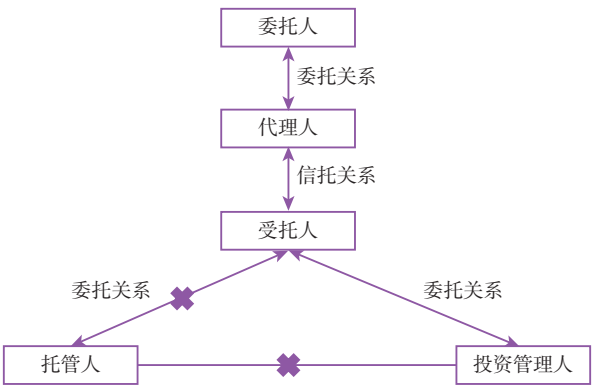


图1–4–4　我国职业年金管理模式

业务机会：企业（职业）年金服务信托是信托公司的本源业务，其制度设计与治理结构完备，信托公司可担任核心的受托人角色或专业账户管理人、投资管理人。我国养老第二支柱处于起步阶段，是积极应对人口老龄化、构建多层次、多支柱养老保险体系和实现共同富

裕的重要途径。企业（职业）年金基金具有广阔的发展前景，在社会老龄化与延迟退休趋势下，覆盖率还持续提高，值得信托公司重新审视长期布局目标与战略投入。

问题与挑战：①目前信托公司对养老金相关投资组合的整体参与度较低，2023年末市占率仅1.09%。年金业务前期投入大、培育周期长、回报较低，部分信托公司主动或被动退出了年金业务，仅中信信托和华宝信托分别具有企业年金法人受托机构资格和账户管理人资格，与保险公司和大型商业银行相比明显处于竞争劣势。②信托公司需从人才团队建设、系统建设、制度建设等方面提升年金领域专业能力，作为受托人涉及管理人选择、监督和更换、制定资产配置策略、运营监督、信息披露等；作为账户管理人涉及建账、记录、信息交互、数据校对、报告与信息披露等职责；作为投资管理人则涉及资产配置、构建与调整投资组合等。

发展方向：已具有受托、账管牌照的信托公司，将资产管理能力与服务相结合，争取投资管理人资格，实现综合化发展。其他具有专业管理能力及资源禀赋的信托公司可对照人力资源和社会保障部资质要求，提升资本实力、组建专业团队、布局专业系统，加快获取企业（职业）年金基金的受托、账管、投管等资格，并积极发挥自身的资源优势寻求业务机会，例如央企背景的信托公司可拓展集团体系的企业年金管理业务，地方国企背景信托公司可拓展地方职业年金基金管理业务。同时，促进企业（职业）年金信托与其他养老金融业务打造协同效应，构建养老产业信托生态圈。

4. 担保物权托管场景

在担保品服务信托中，信托公司代表债权人利益，受托管理担保物权，提供担保物集中管理和处置、担保权利集中行使等服务，类似于境外的三方抵押品管理业务。担保物权通常可以是抵押物、质押物等，底层财产可能包括有价证券、金融资产、动产、不动产、实物资产等。

在借贷、买卖等债权债务关系中均可引入担保品服务信托，由债务人作为委托人，将担保物权委托给受托人，并进行相关登记，被担保债权的债权人为受益人。受托人为债权人的利益，首先是要采取措施对担保品进行安全保管，保护担保品免遭损失、滥用或第三方的侵害，并负责对担保品的评估、估值和监督。在债权债务关系结束后，受托人按照合同约定解除抵押或质押；若债务人无法偿还债务，则受托人负责将抵押物或质押物进行处置，收回本金利息用于清偿债务，向债权人进行分配。

业务机会：担保品服务信托的业务机会一是面向传统非标债权，特别是民间借贷场景中提供担保登记服务，为债权人提供担保物集中管理和处置、行使担保权利等服务，基于财产隔离优势，保护担保品免受债务人其他债务违约处置影响，实现信用增进效果；二是探索为标准化债券发行提供担保品服务，以服务信托为载体实现担保资产的隔离保护，并在债券存续期内持续监督发行人资信状况、担保物状况等，督促发行人履行信息披露义务，以及召集

债券持有人会议等事务性工作，增进投资者的信任，服务债券市场发展。

问题与挑战：担保品服务信托是《信托业务分类通知》中明确的一项新业务，信托公司的具体案例较少，实操经验不足。此外，为标准化债券的发行提供担保品受托服务的具体事务与债券发行的受托管理人角色接近，但信托公司尚不具备交易所市场的债券发行相关资格，受托管理人多为主承销商担任；在银行间市场，信托公司担任债券发行的受托管理人要求已取得债务融资工具承销商业务资质，目前仅有12家信托公司。

发展方向：信托公司提升对担保品的保管、估值、处置能力，适应各类担保资产的托管需要，同时积极获取公开市场债券发行相关的受托管理人资质，不断拓宽服务模式。

5. 家族家庭财产托管场景

财富管理服务信托是《信托业务分类通知》中资产服务信托的首要业务，具体分为家族信托、家庭服务信托、保险金信托、特殊需要信托、遗嘱信托以及其他个人财富管理信托、法人及非法人组织财富管理信托等模式。通过信托机制实现财富规划目标，运用信托账户实现风险隔离与财富保护，充分满足客户全周期财富管理需要，是践行金融工作人民性要求、服务人民的美好幸福生活的重要体现，在信托公司的转型进程中具有重要意义。

传统的委托财产以资金为主，而随着居民财富的累积以及人口老龄化加剧、生育率下降、离婚率上升等社会趋势演进，客户对于财富管理服务信托的具体需求也更加多元，定制化的委托财产包括但不限于股权、债权、金融资产、不动产、实物资产等，为财富管理服务信托带来新的发展机遇与挑战。区别于以委托资金的资产配置为主要目的的全权委托型业务，信托公司对于非资金类的委托财产，可基于基础的托管功能提供事务管理类服务，具有民事信托特质。

业务机会：①在家族企业治理方面，企业股权常常是家族财富的核心资产，客户希望通过家族信托进行家族企业的集中治理，由家族信托受托管理标的股权，实现管理权、控制权与受益权的分离，避免因继承或婚变等因素导致股权结构分散与控制权旁落。此外，民营企业的经营者还具有债权家族信托的需求，通过将债权装入家族信托，解决企业主自身与家族企业资金拆借的财产混同问题。②在养老规划方面，客户具有将不动产等固定资产的所有权或收益权转化为稳定现金流的现实需要，通过特殊需要信托等模式满足受益人的生活、照料需求，信托行业已在探索“以房养老”等新模式，将委托人合法持有的不动产作为信托财产，面临财产权属等问题。③在财产分配方面，由于我国个人及家庭财产除了存款，还有相当比重体现为保险及权益资产、股权、债权、资管产品收益权、贵重实物资产（如珠宝、艺术品）等，为了实现在家族成员之间的分配与代际传承，委托人具有将各类财产交付给专业受托人进行托管运作、保值增值的需要，在受益人满足特定条件时（如婚姻、教育、医疗等）按约定进行分配。

问题及挑战：由于信托财产登记、资产非交易过户、信托税制等制度尚未完善，非资金

财产还不是我国财富管理服务信托的主流委托财产，与境外信托实践存在一定差距。

发展方向：推动建立统一的信托财产登记制度，在法律层面真正实现财产的隔离效力，提升社会公众对信托制度的认识与认可度。信托公司在财富管理服务信托业务中，深入探索资产综合受托与专业服务的定位，尝试在家族信托、家庭服务信托、特殊需要信托等项下打造信托财富管理账户，逐步装入除资金、有价证券之外的各类另类资产，实现家族家庭财产的独立保管与全方位管理，为账户资产提供资金托管、财产保管、配置投资、核算估值、分配监督以及定期披露等服务。

6. 新型资产托管场景

除了上述资产，按《信托业务分类通知》，信托公司还可通过其他行政管理服务信托、新型资产服务信托模式来为其他另类资产提供托管服务。以数据资产的托管为例，数据是数字经济时代的非传统生产要素，包括公共数据、个人数据等。党的二十届三中全会提出培育全国一体化技术和数据市场，健全数据等生产要素由市场评价贡献、按贡献决定报酬的机制，同时加快建立数据产权归属认定、市场交易、权益分配、利益保护制度，提升数据安全治理监管能力等要求，为数据资产提供综合服务是发展数字金融的题中之义。

2023年8月22日，财政部发布了《企业数据资源入表会计处理暂行规定》，企业以使用为目的的数据资源符合条件的可以作为无形资产来确认，以出售为目的的数据资源可以作为存货来确认。北京、上海、安徽、深圳、江苏、浙江、山东、云南、海南等多个省市出台关于数据资产管理、评估、入表、登记方面的管理办法，行政事业单位、央国企的数据资产启动相关管理试点。

业务机会：在数据资产化、数据产品化以及交易流通过程中，引入信托模式有助于解决资产的产品化定价、交易确权两大问题，进一步释放数据要素价值。委托人将数据资产信托交由信托公司设立数据资产服务信托，受托人将按照信托合同约定进行产品化与销售、流转，数据申请人向受托人付费使用产品，受托人向委托人进行收益分配。信托公司已在电力数据、征信数据等公共数据资产领域试水了服务信托管理模式。

问题与挑战：数据资产作为新型资产形态复杂多样，需要统一的数据估值标准、规范以及登记制度，方能为数据资产的交易流转提供法律基础。我国的数据信托处于创新探索阶段，行业层面暂未出台数据信托的行业标准与操作指引。此外，数据资产作为无形资产，使用和管理过程中需要进行统一的电子存储，在数据采集、加工、监控、记录方面对于托管的专业性提出较高要求。

发展方向：随着各地公共数据管理试点深入，信托公司可积极寻求与数据供应方、主管部门、数据交易场所的合作机会，在信托框架下实现资产确权与流转，在维护数据主体权益、保障数据安全的前提下，进一步推动数据共享、挖掘数据价值。未来借鉴境外经验探索个人数据的托管，保护自然人的合法权益。

（三）信托托管生态的商业模式

托管服务是连接金融市场上资金端、资产端各类机构的桥梁，通过托管服务能够建立金融机构与自然人客群之间的服务生态、金融机构与工商企业之间的实体生态以及金融机构之间的同业生态，有越来越多的场景待托管业务开发，与行政管理服务信托、财富管理服务信托、资产管理信托等业态形成良好协同效应。信托公司需要在长期内持续挖掘托管业务生态的商业价值，变被动为主动，不仅关注托管业务自身的服务费收入，也综合评价托管业务带来的客群、渠道增量与派生的财富管理、资产管理场景的管理费收入。

1. 基于信托账户功能实现新客群触达与转化

资产服务信托的功能性特点使信托公司能够在传统的私募属性、高净值客户服务之外，探索信托功能的普惠性运用，触达更广泛客群。首先，托管业务客群广谱、数量多。中国信托登记有限责任公司（以下简称中信登）数据显示，我国信托自然人投资者仅140万人；相较合格投资者而言，多数信托托管业务没有这方面的要求，例如预付资金服务信托具有普惠化特点，有助于提升信托公司的服务覆盖面、社会影响力和品牌美誉度。其次，托管业务与客户互动多、粘度强，托管业务中日常事务多，通过信托账户与各类客户的互动频次更高。信托公司通过准公共服务与自然人客户建立持续联系，有利于触达客户深层次金融需求，培育潜在的财富管理客户群体；对于实体企业客户，可转变传统投融资思维，在账户功能之上拓展薪酬福利、员工持股、企业年金服务等一体化服务能力。

2. 增强公开市场参与度与综合展业能力

在鼓励信托资金参与资本市场的政策导向下，公开市场投资业务成为信托公司转型布局重点之一。目前，信托公司为各类资管产品提供的运营外包服务、托管服务，底层资产覆盖了债券、股票、衍生品等公开市场投资品类，客观上提升了信托公司在公开市场的参与度与交易运营等综合能力，顺应现阶段转型目标。在这一过程中，信托公司加紧贴近市场、对齐同业，逐步补齐人员、科技等战略投入，一方面为打造公开市场主动管理能力、做大做强资产管理业务夯实基础，另一方面也拓宽与金融同业的合作渠道，形成跨界生态的服务格局与展业空间。

3. 为财富管理业务打造资产组合配置基础

随着财富管理市场的壮大，境外趋势是金融机构将自主管理产品与自身托管的外部投资顾问产品相结合，为客户提供更加丰富的资产配置品类选项。长期来看，信托公司有望在财富管理业务基础上打造更加多元化的理财货架，转变传统的产品销售思维，注重以财富客户需求为出发点，不仅提供本机构发行的资管产品，也基于对所托管的资管产品的保管、监督

过程，逐步构建内外部资管产品评价体系与配置机制，将符合客户风险收益偏好的外部资管产品、投顾服务等纳入财富管理体系中，做大做优财富管理业务。

五、信托公司托管业务能力构建

托管业务具有服务链条长、工作程序繁琐、高频操作等特点，清算、核算、估值等各环节专业性要求较高。信托公司作为资管市场的重要参与者，在近些年的发展中逐渐形成专业的资产服务能力，但具体到托管业务方面相较于商业银行、证券公司等其他托管机构仍存在一定差距，需要扎实推进托管业务专业能力建设，坚定长期战略定力，在持续投入的基础上稳步增强在托管市场的竞争力。

（一）信托公司参与托管业务的能力差距分析

对照金融监管部门对业务资质的准入要求以及对标商业银行和证券公司的托管业务发展路径，信托公司开展托管业务除了需要确保净资产水平、风险控制等指标符合金融监管部门规定，还应当建立完善的内部治理架构，形成托管业务管理制度、风险管理制度、内部控制制度；设立托管业务专营部门，并配备具有一定从业资格或业务经验的专职人员；配备安全高效的清算、交易系统以及独立于其他业务的托管系统和账户管理系统；具有安全保管各类资产的条件，具有符合要求的营业场所、安全防范设施等。从整体看，信托公司现有组织架构建设及内部治理机制还不能完成满足托管业务开展需要，尚存在托管专业人才欠缺，保管、结算、估值等运营能力有限，信息化建设投入不足等现实问题。

1. 组织架构建设及内部治理能力分析

完善的内部治理架构、专职托管业务部门、业务风险管理及内部控制体系，既是取得托管业务展业资格的前提，也是安全合规开展托管业务的重要保障，更是取得业务竞争优势的重要基础。在治理架构方面，托管机构需要明确董事会、监事会、高级管理层对托管业务承担的职责，将托管业务授权纳入统一授权管理，建立岗位制衡与流程约束机制。托管机构需要建立托管业务风险管理体系，实现业务管理制度、操作流程、风险控制、内控合规、信息系统、数据安全的统一管理，有效管控业务合规风险、道德风险、操作风险以及声誉风险等。

市场中托管规模较大的商业银行，普遍建立了总行、分行二级管理结构，将核心托管业务运营职能，以及将存在较高风险、特殊资产类型业务如跨境产品、大宗商品交易、财政专项资金托管等业务收归总行管理，建立相关作业中心集中处理；将标准化程度较高的托管业

务经总行授权，可下放至托管规模较大的分行处理。同时，将托管运营职能上收至总行运营管理部门，通过不同部门制约托管业务运营操作，已达到风险防控及岗位隔离的需要。

传统上，信托公司将信托业务特别是资产管理业务作为核心业务，其组织架构及内部治理结构均以信托业务为基础进行设置与搭建，行业内多数信托公司按照前中后台划分不同岗位及部门，前台设置信托业务部门及相关资产投资部门，中台设置信托产品评审、合规及风控等运营管理部门，后台设置财务核算、人力资源等支持部门。信托公司开展托管业务，还须结合业务特性与监管要求，有针对性地组建专门从事托管业务的部门，负责托管相关业务的运作和管理，与固有、信托等其他业务部门保持独立。

2. 资产保管及交易监督管理能力分析

托管人需要按照法律法规规定和托管合同约定，确保托管财产的安全保管，分别设置资金账户、证券账户等投资交易必需的相关账户，确保财产的独立与完整，还应制定投资监督标准与监督流程。目前，商业银行或证券公司在处理托管业务投资监督工作时，通常采用合同及法律法规有关规定，共同构成托管人对管理人投资范围的监督。合同约定了管理人的投资范围和投资策略，托管机构主要围绕约定的投资范围和投资比例等方面进行监督，如管理人是否超出了投资范围，是否超出合同约定的投资比例等限制。同时，对一些未在合同中明确约定，但在相关法律法规中有明确要求的，如对杠杆比率等指标要求也应进行监督管理。

在资产保管与交易监督管理能力方面，因信托法律关系特性，信托公司通常具备建立托管资产与固有财产的隔离墙制度，具备托管业务与信托公司其他业务保持独立、隔离业务风险、防范利益冲突和利益输送的现有条件，但托管人需要为托管资产开立资金账户、证券账户等投资交易必需的账户，用于托管现金资产的归集、存放、支付与投资交易，资产保管与交易监督执行等环节的实现仍需基于商业银行及证券公司等传统从事托管业务的金融机构。

3. 会计核算及资产估值清算能力分析

健全且安全高效的清算、交割业务制度及信息系统是信托公司参与托管业务的基础要素。《资管新规》对金融机构托管业务履职能力提出了更高要求，对专业团队建设和托管系统专业化程度提出了新的挑战。在核算估值上，《资管新规》要求以信托产品为代表的所有资管产品都要进行净值化管理，市场上大量的非估值资管产品都要向净值化产品转型，这无疑对托管运营团队资产估值及会计核算能力，以及托管系统运营效率方面提出了更高要求。

近年来，信托公司大力发展公开市场标品投资等转型业务，对标准化资产管理类信托产品估值核算能力也有所提高，相关后台人员配置及系统建设方面也逐渐与企业自身业务规模相适应，但对于业务规模相对较小的信托公司而言，多数业务仍采用估值外包方式，目前从事托管业务的资产估值、清算、核算能力有待进一步提高。

4. 信息化建设及人力资源管理能力分析

托管业务属于典型的轻资产、高信息技术、劳动密集型业务，核心业务为托管运营，业务营销、资产保管、交易监督、估值核算等一系列托管服务的开展均离不开科技赋能及充足的人力资源支持。

商业银行、证券公司等托管人受业务发展瓶颈影响纷纷布局托管业务转型，提高资产托管业务的附加值，核心是通过数字化转型及新技术运用，助力托管业务基础服务能力的提升，通过系统建设达到提高效率、解放人力、改善客户体验、减少差错、突破营运瓶颈的目的，最终实现释放托管产能的效果。从国际经验来看，大型金融机构托管业务大多通过托管系统功能的开发及专业化运营团队的建设，将托管业务服务从基础的账户开立、资金保管、估值清算、投资监督，逐渐延伸到财务分析、货币汇兑、头寸管理、合规监控、法律咨询、税务筹划等增值服务。随着托管系统的不断迭代更新，托管基础服务和增值服务能力将有效提升，打破行业同质化发展的瓶颈，数字化、自动化、智能化的业务系统及掌握相关核心系统的专业化人才队伍是托管机构的核心竞争力。

信托公司需要将托管业务纳入信息化体系建设之中，配备独立的托管业务系统，高效执行管理人指令，及时办理清算、交割等事宜，能够安全接收外部相关机构的交易结算数据，并与管理人及外部机构相关业务系统安全对接，目前信息化建设方面尚待完善。与此同时，信托公司需配备专业化托管运营团队，大量人才缺口待逐步丰富，培养专业化托管业务人才所需成本较高，信托公司应结合自身情况，统筹薪酬激励计划及人力资源管理策略，平衡好托管业务发展规模及人力成本与信息化成本，尽快实现业务盈亏平衡。

（二）信托公司开展托管业务的能力建设方向

信托公司开展托管业务，除了打造账户管理、结算、估值、核算、投资监督等一系列关键能力，还需要重点推进专职部门建设与专业化分工，夯实业务风险管理体系，并以科技力量支撑业务长期发展。

1. 托管业务服务能力建设

对于信托公司而言，开展托管业务最大的挑战是与传统信托业务截然不同的作业模式，即单兵作战区别于流水线作战，有明确结束日的项目区别于连续运营。特别是资管产品托管大多涉及开放式净值型、长期存续的产品，托管过程中分为产品发起、初始成立、发行、合同签署、产品成立、存续期运营管理、信息披露、到期清算等多节点，每个节点又有账户管理、结算、估值、核算、投资监督等多项复合职能，需专人专职专岗按流程规范完成，每一环节出错或滞后，都将对后续项目流程产生影响（见图1–5–1）。

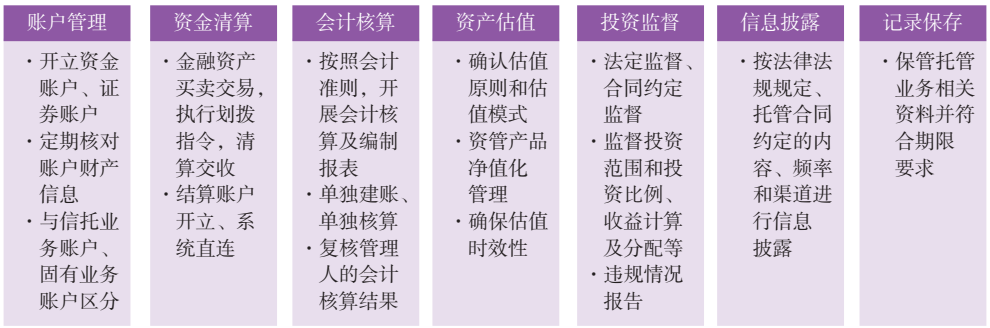


图 1–5–1　托管业务主要流程

（1）账户管理

托管机构通常需要通过开立或控制资金账户、证券账户，参与托管产品项下的资产交易、资金划转、资产流转等过程，把握证券资产种类变动和数量增减情况，以实现对托管产品的实际控制。托管业务中涉及的账户体系包括银行存款账户、证券账户、证券交易资金账户等（见表1–5–1）。

表 1–5–1　　托管业务中常见的资金账户与证券账户类型

类型	名称	用途
资金账户	保管行存款账户	在商业银行开立，对托管资金进行专项管理和使用
	结算备付金账户	在中国证券登记结算公司开立，用于托管资产的场内清算
	第三方存管证券交易账户	在证券公司开立，由商业银行存管，用于托管资产的场内资金清算
证券账户	交易所证券账户	在中国证券登记结算公司开立，用于登记、存管交易所交易的证券
	银行间市场债券托管账户	在中央国债结算公司或上海清算所开立，用于登记、存管在银行间市场交易的债券
	开放式基金交易账户	在基金注册登记人处开立，用于基金投资、交易

信托公司需要基于账户服务信托、资管产品服务信托的展业经验，提升受托管理资金账户、证券账户的能力，熟悉各市场、各类账户的具体开立规则及流程。日常运营管理中，定期核对账户内的资金头寸、证券明细以及资产净值等财产信息，确保托管项下财产的独立性、完整性，在内部业务系统中对所托管资产的相关账户进行明确标识，使账户名称与所托管的产品名称相对应，与其他信托业务专户、固有业务账户进行区分。

（2）资金清算

资金清算是托管机构按照交易指令或合同约定，进行各类金融资产买卖交易，执行资金划拨指令，完成资金交付、清算以及证券交收的职能。银行间市场进行债券交易采用券款对付（DVP）方式办理债券结算和资金结算，信托公司清算交割系统可以与中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中债登）、上海清算所、外汇交易中心系统直连。交易所市场采用法人结算，托管机构需要以法人名义申请成为中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中证登）系统参与人，开立证券结算账户和资金结算账户，因此信托公司需要参照商业银行，争取适用托管行结算模式，作为中证登的结算交易对手方，以净额形式与中证登进行资金和

证券结算，完成后再在托管产品层面进行二次清算。

（3）会计核算

托管机构按照相关会计准则，对托管资产进行会计核算及编制会计报表，不同类型的托管资产适用不同的会计核算制度。通常托管业务中的主会计责任由管理人承担，托管人负责对管理人的会计核算结果进行复核。托管资产的会计核算独立于信托公司固有业务、信托业务的会计核算，信托公司需要为所托管的每只产品单独建账、单独核算，对托管产品的资产、负债等会计要素进行确认、计量，保管账册、交易记录等相关资料。

（4）资产估值

资产估值则是对托管资产按照一定的原则和方法进行估算，确定托管资产公允价值，供管理人或投资人投资决策使用。资产估值是净值型资管产品托管服务中的核心难点，信托公司需要从参数设置、标准数据准备与清算、场外数据手工处理到凭证处理生成估值表、估值表检查、托管核对到信息发布各个环节均具备成熟的流程管理与服务能力。

随着市场上各类资管产品不断发展迭代，托管资产的种类日渐丰富，资产估值模式千差万别，需要托管机构能够灵活细致处理，建立统一的流程规范。例如，部分现金管理类产品对估值效率的要求日益提高，从T+1提高到T+0，背后是对预估值能力和自动化估值系统的考验；资产证券化产品基于资产包构成的不同，需要对不同资产采用不同估值方法；而PE、产业基金等投资项目种类繁多，涉及各行各业，并非单纯集中投资于证券市场，且其投资效益具有时滞性，跨度经年，需要托管机构对未来现金流进行估值。

（5）投资监督

投资监督是托管机构保障托管资产安全、维护投资人利益的重要职能。托管机构按照法律法规和合同约定，对托管产品的投资运作进行监督，在发现违规情况时向投资人或金融监管部门报告、及时提示风险，具体包括法定监督职责和合同约定的监督职责。信托公司作为托管机构，应当制定监督标准，有效执行监督流程。监督内容通常包括资金来源，投资范围、投资资产种类及比例限制，投资核算方法，产品流动性管理，关联交易，管理费和托管费的提取等。

托管业务的交易监督方式主要包括事中和事后监督。其中，事中监督是管理人在向托管人出具交易指令时点，托管人应当对其交易目的、投资标的是否符合合同约定进行审核，判断是否予以批准交易。事后监督主要指在交易行为发生后，托管人应当能够根据相关数据指标计算出来的分析结果是否超过合同约定或法律法规有关规定阈值，判断管理人的有关交易行为是否符合约定，如不符合合同约定，须向管理人发送交易监督提示函；若违反法律法规或其他有关规定，还应依法履行通知管理人等程序，必要时及时报告相关监管部门，持续跟进管理人的后续处理，督促管理人依法履行披露义务。

（6）信息披露

托管机构在托管产品发行到清算各阶段，按照法律法规规定、托管合同约定的内容、频率和渠道进行信息披露，实现提高托管资产管理运作的透明度、防范利益输送的重要职能。信

托公司需要基于真实性、准确性、完整性、及时性、简明性和易得性等原则，以保护投资人利益为出发点，一方面对管理人的信息披露进行复核审查，另一方面履行好自身的信息披露义务。

（7）记录保存

信托公司需要按照法律法规规定、托管合同约定，妥善保管托管业务数据、客户信息以及记录、账册、报表等相关资料，符合相关的保存期限要求。

2. 托管业务人员团队建设

（1）托管业务需要复合型人才队伍

托管业务在我国的发展仍处于初级阶段，信托公司尚未成体系开展托管业务，对于托管业务从业人员的培育明显落后于商业银行、证券公司。托管业务对从业人员的专业知识、业务能力均提出较高要求，需要熟悉资本市场、资管行业相关规则，懂资产、懂财务、懂合规、懂科技的复合型人才。例如，《国际财务报告准则第9号（IFRS9）——金融工具》根据合同现金流量特征和业务模式对金融资产进行分类，要求托管业务中的估值核算岗位充分理解底层资产特质以及资产估值、减值模型。信托公司需要搭建内部培养培训机制，同时建立外部市场化人才引进机制。

（2）托管业务需要前中后台专业部门架构

托管业务自身涵盖前中后台的工作职能：前台负责业务拓展、产品开发；中台负责投资监督、合规内控管理、系统功能建设等；后台负责具体日常运营，包括清算、核算、估值、账户管理等（见图1–5–2）。因此，通常需要建立条线清晰、分工明确的部门架构，在组织一体化的同时加强专业分工安排。其中，前台产品团队可按照托管资产类型作具体划分，例如资金托管部、资管产品托管部、另类资产托管部等，通过托管产品和服务创新来满足市场的多样化需求；风险内控团队负责识别和评估业务中的风险因素，并制定相应的风险管理策略；信息科技团队直接在托管部门内部设置，负责解决技术问题，提高问题处理效率；运营服务团队负责托管业务的日常运作，确保服务质量和效率。各团队均配备专职人员，涉及核算、投资监督等核心岗位人员还应具备相应的从业经验。

托管业务前中后台组织架构	前台部门： 市场拓展、合作准入 产品开发与创新
	中台部门： 投资监督 合规内控管理、风险管理 系统开发与迭代升级
	后台部门： 账户管理、资金清算 会计核算、资产估值 信息披露报告、其他增值服务

图1–5–2　信托公司托管业务部门设置与职能分布

在托管业务初期，信托公司可考虑通过事业部制的方式激发团队创新动力。事业部内有完整的部门团队建制，可将中后台运营团队内置于事业部内，给予部门充分授权，减少新业务、新流程对于公司整体流程审批的管理挑战。信托公司中后台通过跨部门柔性小组、联席会议、矩阵植入等方式，贴身服务创新业务的开拓落地。

（3）为托管业务建立严格防火墙机制

为保障托管业务运营完整、独立，信托公司的专职托管部门应当与固有业务、资产管理业务相互独立，在人员岗位、物理场所、账户资金、业务数据和信息管理系统上实现有效隔离，独立认领业务任务，防范利益冲突、利益输送等现象。专职托管部门内部执行严格的授权制度、门禁制度、网络身份验证制度，确保托管业务条线的安全合规运作。

3. 托管业务风险管理体系建设

托管业务主要涉及的风险包括运营风险、法律风险、声誉风险、操作风险等。信托公司有能力管控托管业务的潜在风险。

（1）建立内控机制

托管业务内部控制是通过建立组织机制、完善管理制度、实施操作程序与控制措施，对风险进行事前防范、事中控制、事后监督和纠正而形成的风险控制体系。开展托管业务应细化内部控制管理细则，建立覆盖投资者适当性管理、风险管理、合规管理、隔离墙管理等的有效内控举措体系，保障托管业务的独立性、连续性、稳定性，切实保证托管资产的准确与安全。

第一，构建完善合理的内控制度体系。通过科学有效的规章制度和操作程序，严格部门责任，分工明确，各司其职，相互监督，相互制约，逐渐形成一整套完善的资产托管业务内控制度。第二，强化职责明确、相互制约的内控原则。各业务单元的设置应权责分明、相对独立、相互制衡，通过切实可行的措施来消除内部控制的盲点。合规与投资监督岗作为内部控制的监督和评价岗位，应独立于内部控制的建设和执行部门；负责内部控制监督与评价的内控稽核岗的工作具有独立性，不得兼任其他岗位的工作。建立顺序递进、权责统一、严密有效的“自控、互控、监控”三级风险控制体系，贯穿从业务一线人员、托管部门内专司内控合规与投资监督岗、资产托管部门风险控制小组、公司风险管理部和法律合规部、公司审计部门五个层次的风险管理组织架构。第三，提升前瞻性研究能力，预判业务风险。内部控制体系既要同托管业务规模、业务范围、竞争状况和风险水平及业务其他环境相适应；也应当具有前瞻性，根据国家政策、法律及经营管理的需要，适时进行修改和完善。通过加强战略性、系统性、前瞻性谋划，提升对风险的识别和防范能力，应对、化解和处置能力，构建防风险、保安全、促发展的有效屏障。

（2）强化风险管控

信托公司开展托管业务的风险管理措施可从日常业务操作环节和极端情况业务连续性两个角度进行分析。

一方面，托管业务开展过程中需要注重每笔业务的事前、事中、事后审核监控，穿透管理投资标的，针对主要风险环节和关键流程采取重点管控措施，实现业务精细化管理。包括：提高系统控制能力，规范线上线下划款流程化操作，细化走款程序，严格审核划款指令要素，防止操作风险发生；认真审核托管合同的相关条款，针对每个客户投资对象、标的、费用进行监督，一旦发现不符合合同约定，应暂停划款，立刻通知管理人，避免引发监督不力风险；加强运营中端、后端监控管理，建立管理人风险预警机制，持续关注管理人情况，避免出现管理人失联等情况发生；加强运营人员财务会计知识培训，熟练掌握报表及估值方法，专业化复核管理人相关报表，并提出恰当的复核意见，防止发生信息披露风险。

另一方面，金融基础设施业务连续性是保障金融市场稳定与安全的重要基础。业务中断或延时会影响业务效率，甚至引发风险事件。近年来，我国托管行业不断强化业务连续性体系建设，以降低突发事件影响，提升业务运行韧性和应急恢复能力，保障业务持续运营。提高灾备恢复力，研究一般和极端场景下的业务恢复方式，在全国/全球多地构建数据中心和营运中心，完善多活容灾体系MSHA（Multi-Site High Availability），保障关键基础设施安全。

4.托管业务系统建设和数字化能力

托管业务系统建设主要涉及业务系统开发与维护、数据存储与输出、记录保存、网络安全等重点，应具备的基础功能包括执行划款指令，办理清算、核算、交割，从委托人、管理人处接收托管业务相关数据，与交易场所、证券登记结算机构等金融基础设施机构的系统安全对接，以及抵御网络攻击，确保托管业务数据的安全保密等。从业务实践来看，我国托管行业系统建设方面普遍采用三套系统，即清算系统、核算系统及内部管理系统，各机构根据系统适用性及业务需要采取自主研发或外部厂商建设。

对于信托公司而言，托管系统的构建是高效整合现有分散的业务系统、消除信息孤岛、建设统一的数据平台和数据标准、打造链式竞争力协作模式的重要契机。现阶段市场需求对托管机构的服务能力、科技水平等都提出较高挑战，可以预见系统自主化、换芯升级将是大势所趋，也是未来信托公司无论是否开展托管业务都应具备的科技能力。

（1）建设高支持能力和强性能表现的托管业务系统

面对托管业务的快速发展以及市场、政策的快速变化，建立更加通用且灵活的系统架构至关重要。聚焦托管业务的信托公司应加大投入，全力打造新一代托管业务系统，实现托管清算、核算、监督、绩效、外包等业务高度的自动化、集约化、智能化处理。通过灵活调整系统参数，增强托管业务系统的适应性和可扩展性；采用敏捷开发的方法，使系统能够快速迭代，及时应对不断变化的市场需求，确保系统能够快速响应外部环境的变化，包括新的监管要求或市场趋势；构建基于分布式云平台的技术架构体系，采用微服务架构设计，可以根据业务需求自动实现资源的动态调配。

（2）构建并持续提升托管业务系统的智能化能力

随着大规模语言模型训练技术的成熟度不断提升，信托公司可专门针对托管业务领域开发垂直模型，尝试分阶段逐步实现业务系统的智能化，实现机器人流程自动化（RPA）、文字识别（ICR）、大数据、自然语言处理（NLP）、模型算法等技术手段的充分运用（见图1–5–3）。初始阶段的目标是通过自动化技术替代重复性、低技术含量工作。通过构建基础模型，实现数据输入、文件归档等简单任务的自动化处理，并在这个过程中不断积累宝贵的业务数据，以供后续模型训练使用。第二阶段，进一步提升托管业务系统的智能化程度，通过整合更多的专家知识、业务流程以及大量业务数据，训练出更加复杂的模型，使模型更加准确地理解业务事务中的语义并进行处理，实现业务文本与法律法规、监管条款等的智能匹配，自动识别相关条文，完成合同的智能审核。

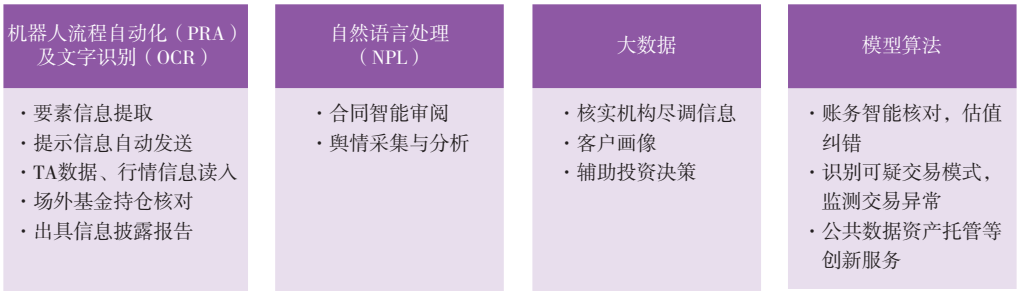


图1–5–3　托管业务中的智能化、数字化技术运用

资料来源：《2023中国资产托管行业发展报告》

（3）为托管业务的新场景“政务场景”打造数字化基础。

随着数字化的深入推进，以托管业务为主战场，商业银行对数字政务低成本资金业务的争夺将全面展开，信托公司可通过预付资金服务信托提供此类服务。因涉及民生、生活场景，此类业务对于托管运营的响应速度和迭代效率要求更高。通过“金融+科技”助力数字政府和智慧城市建设，为税务、海关、财政、社保、公积金等政务和城市运营各主要环节提供全方位服务，支持政府实现治理能力现代化，这也将成为信托公司可重点考虑进入的托管领域。

（三）所需资源投入分析

托管作为金融领域的基础性制度安排，覆盖资管行业、养老金三支柱、跨境投资等多个投资服务领域。展望《信托业务分类通知》导向下的信托行业发展趋势，托管能力有望成为信托公司高效履行受托人职责的基础性能力，覆盖资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托等各领域。积极发展托管业务、构建托管相关能力，将对信托公司未来5~10年的综合发展形成有力支撑。信托托管业务未来或将与银行托管业务、券商托管业务一样，将存在头部化和特色化两大特征。信托公司应从准公共性的高度来理解把握信托托管业务的特性，结合

自身资源禀赋，培育特色化、差异化的增值服务能力，制定托管业务发展战略，形成长期战略定力，坚持布局投入。

1.统筹布局，坚守战略定力

资产托管业务具备规模化业务的特点，初期投入大、收益偏低，只有达到一定的业务规模，技术投入、营销投入和人员成本才能发挥边际效应，才能获得稳定的利润。从长期来看，托管业务的收益外溢效应明显，信托公司需要转变过往的短平快盈利思维惯性，从受托人的定位出发，提升战略定力，坚持资源投入。

商业银行开展托管业务普遍看重其规模长期存续，且养老金等托管产品会因职工缴费自然增长，因此普遍注重业务长期培养和规模发展。美国道富、纽约梅隆银行等全球托管巨头发展到今日仍然采取“规模优先”策略，通过外部并购及内部业务板块重构等方式，抢占市场份额，提升服务能力，成为当地市场上重要的金融基础设施。坚持长期投入，并且以规模为首要发展目标，更符合托管业务特点。

作为行业的后进者，信托公司当前阶段介入托管市场，需要公司上下达成更强的共识，打造公司行动服务体系。例如，通过战略研讨会等形式研讨方向并论证路径，通过每年战略复盘、战略质询等方式检视分析、考核评价，并通过对标调研、邀请股东单位和外部专家参与讨论等方式，在托管业务培育阶段持续夯实战略定力，明确战略目标，强化内部共识，为长期资源投入打好基础，并基于战略目标建立与之相适应的业务体系，兼顾客户需求与业务发展，打造服务范围明确、流程规范标准、系统智能开放、团队专职专业的托管业务。

2.注重科技支撑与投入

连续性的系统建设投入是托管业务可持续发展的保障。从国内外经验与发展趋势来看，托管业务的发展需要积极推动技术创新和系统升级，从营销拓客、高效运营、风险管理、增值服务等多个方向推动托管系统建设革新，同时注重构建数据资产，挖掘数据价值，为金融监管、市场创新和客户服务赋能，打造托管业务发展新引擎。当前信托公司的平均系统投入占比仍然较低，若要在托管业务的市场竞争中占有一席之地，需要加大系统预算投入和科技人员投入，积极运用平台化思维升级和优化托管系统，搭建具有客户信息交互、业务处理、内部关联支撑、系列增值服务等功能的创新型托管科技平台。

考虑到托管业务系统建设的必要性、投入成本大、托管业务强规模效应等因素，可以考虑集行业之力集体出资，由中信登等牵头，吸收信托公司出资入股设立行业基础设施平台，发挥后发优势和行业力量，开展托管业务信息建设，完善基础设施配套机制。

3.采用有针对的考核机制

托管业务前期投入大、费率相对较低，在业务发展到一定阶段后可实现规模效应与协同效应，若仅从业务本身的盈利指标角度进行考核难以促进业务可持续发展。同时，托管业务

链条长、服务内容多、任务繁重，但面临激烈的市场竞争，客户对服务质效、特色化增值服务要求不断提高，若对服务水平、产品创新等难以直接量化的内容缺乏激励，将导致服务效率和质量降低，影响市场竞争力，不利于业务的高质量发展。

因此，资管产品服务业务的考核激励机制应强化战略导向，从更长时间跨度、更多维度设置，将业务绩效纳入整个经营及战略发展之中，建立更综合化的评价体系，采用长短期考核结合机制，明确各个阶段的时间表、任务图、里程碑和交付物，实现当期收益和长远收益的良好平衡。在托管业务发展前期，采取弹性考核激励机制，给予托管业务发展适当的培育期和保护期，更加侧重对服务规模、客户拓展数量的考核，适当降低营收、利润等盈利性指标的考核权重，促进业务更快达到规模效应，进而提高盈利能力。同时，加大系统建设、人才团队培养等方面的先期投入，考虑成本费用在更长业务发展期限内的合理分摊。在业务进入相对成熟阶段，可考虑逐步提高盈利性指标的权重。对托管业务的考核还要考虑业务之间的衔接与闭环，以考核评价引导搭建业务板块间的协同。

六、政策建议

托管业务已经成为国家金融稳定保障体系的重要组成部分，在服务经济社会发展、防范金融风险、促进金融创新、建设社会信用体系、践行普惠金融等方面发挥着重要作用。托管业务是信托公司的本源业务，需要重新明确托管业务中的受托人角色，由信托公司基于信义义务履行保管监督职责，是对现有的以保管为实质内容的托管业务的补充与完善，有助于形成信托公司、商业银行和证券公司差异化、特色化竞争格局，从根本上优化现有的托管生态，具有现实可行性和必要性。

（一）进一步完善托管业务顶层设计，优化行业生态

党的二十届三中全会提出“完善金融机构定位和治理”。作为基础性的功能性业务，托管业务具有准公共性特点。信托公司开展托管业务符合《信托法》及《信托业务分类通知》导向，引入以受托关系与信义义务为根基的信托托管业务，符合信托本源业务特点。

1. 出台细则明确托管业务属于资产服务信托业务

建议金融监管部门依《信托业务分类通知》出台实施细则。

第一，进一步明确资产管理信托与信托托管业务的区别，并细化信托托管业务各类场景业务的职责边界和法律责任。基于“委托人—受托人—管理人—保管人”四方关系，明确信

托公司在资产管理信托和资产服务信托的职责区别和交易结构，而非以“是否募集资金”作为划分品类的核心标准。资产管理信托中，信托公司履行受托人和管理人的职责，具体而言接受委托人（投资者）委托，为委托人的利益或特定目的管理处分资产，同时通过委托代理关系聘请商业银行等机构担任保管人，并监督受托人按信托合同约定履职；信托托管业务中，信托公司履行受托人和保管人职责，即接受委托人（投资人）委托，代表委托人利益保管受托资产，按合同约定聘请管理人，或按委托人出具的管理处分资产指令或信托合同约定具体执行信托事务，并按信托合同约定监督管理人等相关方。

特别说明的是，在与私募基金、理财公司合作业务等业务中，虽涉及对客募集资金开展资产管理，但信托公司仅提供托管服务，产品的投资管理等管理人职责由私募基金承担，投资人（委托人）关注的是信托的法律结构、受托机构的资格和处理事务的能力，此业务应归入信托托管业务。

第二，明确信托托管业务与《资管新规》要求的衔接方式。建议除私募基金业务外，其他信托托管业务参照保险资金、企业年金、职业年金等投资组合，视同一个委托人，不视为一层SPV结构，在穿透管控产品投资层数时不计为一层。

2. 增加托管业务相关法规制度衔接支持

建议金融监管部门推进《信托公司管理办法》和《信托公司净资本管理办法》等修订，出台关于构建信托托管业务规则和防火墙的监管要求。

第一，吸收《信托业务三分类》和配套细则，新增信托托管业务并明确具体范畴和分类监管要求，考虑托管业务的风险特征，要求信托公司建立固有业务、资管业务、托管业务三类业务防火墙隔离机制；考虑托管业务的准公共性与正外部性，引导信托公司不仅关注其短期盈利，也关注中长期发展潜力与社会效益，例如在监管评级中将托管业务作为转型业务赋予一定分值。

第二，明确信托托管业务以实质风险为导向。根据托管业务的准公共性和实质风险，对监管评级要求、托管业务风险因子和净资本要求进行细化管理，完善《信托公司净资本管理办法》。

第三，对于托管业务的信托业保障基金缴纳要求，整体上适用资产服务信托的缴纳标准并适当体现差别化原则。

3. 适时修订《信托法》，出台《托管业务管理条例》

建议立法部门适时推进《信托法》修订工作，与时俱进总结吸收2002年以来的信托业和信托公司实践，充分吸收资产管理信托和资产服务信托等《信托业务分类通知》及细则要求，明确业务分类原则、职责范围和责任边界，特别是细化托管信托相关内容。

同时，建议金融监管部门综合商业银行、证券公司和信托公司等主体的托管业务实践，完善机构功能定位，适时推出覆盖金融领域各类托管机构的托管业务管理条例，明确主要托

管业务的法律依据、资质要求、职责边界、监管措施和罚则等。

（二）推进信托托管业务的分类管理

根据信托托管业务的涉众情况（包括是否为商业银行代销产品）、专业要求、准公共性程度、属地责任和管理服务强度，建议将信托托管业务划分为基础托管业务、专业托管业务和区域性托管业务三类，开展业务分类管理、资质评价与准入，鼓励符合准入条件的信托公司积极参与托管业务。

1. 基础托管业务

基础托管业务是进一步探索信托制度的普惠化运用，让信托账户像银行账户、证券账户一样在社会经济生活中得到普及，特别是在普惠金融、养老金融领域通过账户服务信托发挥作用。信托账户可涵盖信托专用资金账户、信托专用证券账户、信托专用债券账户等，以及未来在信托登记制度逐步完善的基础上实现资管产品份额、非上市股权、不动产等其他各类资产的信托托管。在以资金为主的托管场景中，信托公司可提供信托普惠管理账户，支持资金划转、投资理财、生活缴款、消费支付等功能；在兼有资金、金融产品、不动产及其他另类资产的托管场景中，信托公司可提供信托财富管理账户，实现财产独立、财富传承、特殊照护等分配目标。

2. 专业托管业务

鉴于信托公司开展资管产品服务信托业务与托管、运营外包实质一致，有必要进行牌照化管理，对符合准入条件的信托公司（或其下设的专业子公司）统一发放托管牌照，对齐商业银行、证券公司现有的托管牌照。专业化的托管机构是托管市场与业务成熟到一定程度的自然产物，特别是针对需要引入信托法律关系来厘清权、责、利边界的资管产品，适合由专业化的托管信托公司承接，以独立的信托账户为基础，为资管产品提供安全保管与实质监督，切实保护金融投资者合法权益。该类信托公司主营各类托管业务，商业模式以托管服务费收入为主，在充分建立防火墙的前提下兼营少量资产管理业务。金融监管部门可适时考虑对专业托管信托公司发放有限的支付结算牌照、证券经纪牌照，补齐资金清算、场内交易等功能短板。

3. 区域性托管业务

区域性的托管试点重点围绕不动产、非上市股权以及属于地方行政管理层级的新型资产，如数据资产、碳资产等。该类资产装入信托需要信托财产独立性相应配套制度，北京、上海、天津等多地已在探索不动产、股权等作为信托财产的专项登记政策。信托行业在金融监管部门的支持下，争取政府主管部门的认可，在具备相应基础设施、管理机制的省市以及

粤港澳大湾区、两岸融合示范区等具有重要战略定位的地区有望率先试点针对特定资产的信托托管制度。

（三）重点围绕普惠金融、养老金融需求，支持信托托管业务发展

1.鼓励开展普惠民生服务场景的信托托管业务

建议协调推动普惠金融等民生服务场景采用信托公司属地化专属托管模式，例如涉众类的预付资金托管业务、共享经济资金托管业务、商业银行代销私募类资管产品业务等，充分发挥信托托管业务优势，由属地信托公司负责托管，集中管控此类业务的风险敞口、业务风险偏好，理顺此业务相关方的责任，压实属地金融监管部门责任和地方政府防范金融风险的责任。

2.试点推进多资产托管业务和配套机制，服务养老事业

建议金融监管部门协调相关部委和部分具备条件的省市，开展多资产的信托托管业务试点工作。信托公司现有客群资产管理规模（AUM）高、整体老龄化程度高、资产类型多样。一方面，信托客群具有现实的财富管理和传承需要；另一方面，人民群众有多样化资产托管的需求，以信托客群作为试点打通多资产托管业务和配套机制，之后推广到广谱客群，符合市场阶段性发展特点。建议选择若干业务品类，如不动产、非上市股权、私募证券投资基金、股权投资基金、保险产品等品种，由试点地方政府申请，相关部委政策支持，地方政府明确规程和落地措施，属地信托公司承接落实，打造标杆性信托托管业务。

（四）完善行业基础设施，打造信托托管业务的功能性抓手

账户管理是托管人履行资产保管职责的基础，信托制度的风险隔离、财产独立功能是信托公司参与托管业务的核心优势。对于非现金财产还应当按照相关要求办理登记，《信托法》第十条规定“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”。我国目前未出台统一的信托财产登记机制，信托财产需要适用各类权属登记部门的具体要求，分步推进基础设施及机制建设工作，分步骤、分阶段将各类资产纳入信托托管的账户管理范围，强化其功能性。

1.建设行业基础设施，实现各类信托财产的登记结算

建议依托中信登等行业公共平台，建设托管业务基础设施，形成行业核心竞争力。在现有的信托产品登记职能基础上，由行业共同出资设立专属机构，形成信托托管业务基础设施，专门负责信托资产清算职责，由其联通中证登、中债登、上海清算所等场内登记机构。

厘清现有场外资管产品的投资账户开户、投资份额确认登记方式和净值数据的传输确认等方式以及保险产品信息联通方式，联通银行理财公司、公募基金、券商资管、保险资管、保险公司，以及理财登记中心、中国保险资产登记交易系统有限公司（以下简称中保登）与中信登自身，提升信托托管模式效率优势。在基础设施联通期间，允许信托公司托管标准化资产、资管产品沿用现有的委托商业银行保管的方式。托管的保险产品采用受益人变更方式，适用现有的保险金信托模式，纳入信托托管业务中。非标债权参照债权转让方式纳入其中，纳入人民银行征信系统登记。

2. 协调信托托管业务的资金账户与支付结算功能

建议协调中国人民银行批准[①]，分资质发放信托公司账户结算资格，使信托公司开展托管业务具有账户管理和支付结算功能，或恢复信托公司原有的支付结算功能[②]，为信托公司监管受托资金账户、资金支付、清算结算等功能提供基础设施支持。

3. 试点推进不动产、未上市股权等财产纳入信托托管业务

不动产和未上市股权（包括中小微企业主经营的工商企业）联系着千家万户，是老百姓财富的最重要组成部分，此类资产纳入信托托管业务最能体现人民性要求与信托特色功能。

建议协调相关部委和地方政府，联动不动产登记、股权工商登记等资产登记机构，试点推进不动产和未上市股权信托托管业务模式创新，由属地信托公司通过信托受益权等方式进行托管，在符合《物权法》和《公司法》等相关法律前提下，试点推进设立信托权证，明确信托权证与所有权、他项权证、使用权等之间的关系和衔接机制，实现在非交易过户方式下实质控制不动产和未上市股权的受益权，并管控其所有权和使用权变更。考虑权属变更涉税成本高，建议以实际控制的方式考虑托管模式。同时，在专属经营基础上，研究属地信托公司托管不动产和未上市股权的联通机制，以区域试点为基础推动全国不动产和未上市股权托管业务互联互通。

（五）强化行业建设和业务自律

1. 打造行业服务样本，明确托管业务职责边界

建议行业协会吸收若干具有较强托管业务基础的信托公司，联合设计开发信托特色的托管服务，打造示范样本产品。信托公司从业人员少，需要集中行业力量开展产品创新与设

① 1997年，《支付结算办法》第六条“银行是支付结算和资金清算的中介机构，或者经中国人民银行批准的非银行金融机构也可经营支付结算业务”。2009年，《人民币银行结算账户管理办法》第二条“经人民银行批准经营支付结算业务的银行可为存款人开立银行结算账户”。

② 1986年，《关于发布〈金融信托投资机构管理暂行规定〉的通知》规定，“信托公司可在当地人行分行开立资金存款账户，办理跨系统异地结算业务”。1997年，《支付结算办法》第六条“未经中国人民银行批准的非银行金融机构和其他单位不得作为中介机构经营支付结算业务。但法律、行政法规另有规定的除外”。

计，有利于发挥整体优势促创新，也有利于后续产品复制推广与创新发展。

建议出台业务指引明确托管具体业务范围和操作规程。业务指引应详细列举托管业务的具体范围，同时明确托管业务职责、操作流程，指导业务有序、高效开展。具体包括：业务受理方面，明确托管业务受理的条件、程序和时间要求；合同签订方面，规范托管合同的内容，明确各方权利义务；资金划拨方面，制定资金划拨的操作规程，确保资金安全、及时到账；资产估值方面，建立资产估值体系，确保资产估值的准确性和公正性；风险监控方面，制定风险监控指标，定期对托管业务进行风险排查，识别和评估托管业务风险，采取有效措施降低风险。

2. 明确托管业务能力要求与评估体系

建议明确信托公司的能力建设与评价标准，对业务资质开展全生命周期管理，从组织架构、人员数量配置与经验要求、制度建设、信息系统建设和内控质效等方面，明确托管业务能力要求和申请流程；同时，实行托管业务责任人和行政责任人公示制度。

3. 建立信息披露和市场行为自律约束机制

托管业务具有准公共性和外部性特征，对于保护金融消费者合法权益具有积极意义，对参与机构的资质、声誉应提出高要求。第一，由行业协会明确信托托管业务范畴，通过多种方式宣传信托参与托管业务的制度优势和已有实践，强化监管自律，形成正向行业品宣，便于地方政府、国家部委和社会民众了解、认可、使用信托托管业务。第二，要求信托公司加强托管业务信息披露，定期向金融监管部门和投资者披露托管业务运行情况，及时披露托管业务重大事项，如资金划拨异常、资产估值调整等。建立信息披露平台，方便投资者查询相关信息。第三，加强对市场行为的自律监督机制，对托管业务进行定期检查和评估。

参考文献

[1] 蔡概还 . 资产管理与财富传承 [M]. 北京：中国金融出版社，2023.

[2] 宋明磊 . 资产托管的运营、估值与管理结构 [M]. 北京：首都经济贸易大学出版社，2020.

[3] 大卫·洛德（David Loader）. 清算、结算和托管（第三版）[M]. 北京：中国金融出版社，2023.

[4] 夏博辉 . 资产托管与托管银行 [M]. 北京：中国财政经济出版社，2011.

[5] 中国银行业协会托管业务专业委员会 . 中国资产托管行业发展报告课题组 . 中国资产托

管行业发展报告［M］.北京：中国金融出版社，2023.
［6］中国证券投资基金业协会.2023年中国证券投资基金业年报［EB/OL］.https：//www.amac.org.cn/sjtj/tjbg/nb/202403/P020240318532262950902.pdf，2024-03-18.
［7］姜玉英.我国信托行业转型发展现状与高质量发展政策建议［J］.当代金融家，2024（4）：26—30.
［8］周小明.中国法视角下信托财产的权利构造［EB/OL］.https：//mp.weixin.qq.com/s/PsU1Hw3K1b Bhz1Tl41W54Q，2024-07-30.
［9］韩良等.信托法修订内容研究.2022年信托业专题研究报告［M］.北京：中国财政经济出版社，2023.
［10］洪艳蓉.论基金托管人的治理功能与独立责任［J］.中国法学，2019（6）：241—260.
［11］孙丕旭.基金托管人法律责任边界新探［EB/OL］.https：//mp.weixin.qq.com/s/YKAGG2zfYwPf HQMfuLUdtw，2023-12-31.
［12］中国证券投资基金业协会.UCITS V指令简介及对我国基金行业的借鉴意义［EB/OL］.https：//www.amac.org.cn/businessservices_2025/mutualfundbusiness/publicSDM/zPublicOP/202005/t20200513_8853.html，2019-12-24.
［13］中国证券投资基金业协会.中国资产管理公司赴英国投资指南（二）：英国基金行业法规、监管框架及基金治理机构［EB/OL］.https：//www.amac.org.cn/hdjl/gjjl/202001/t20200111_22565.html，2017-04-25.
［14］Freshfields Bruckhaus Deringer，Examining AIFMD II：Overview and perspectives from Germany，France，the Netherlands and the UK，https：//www.freshfields.com/ 497c98/contentassets/e2addb75cb2c4696b9cc146a85d75977/client-briefing-aifmd-ii_10-april-2024.pdf，2024.
［15］中国证券投资基金业协会.美国证监会全面解读投资顾问信义义务与行为标准及其启示［EB/OL］.https：//www.amac.org.cn/.hdjl/jjhywhjs/xxyw/202001/t20200120_23846.html，2019-06-12.
［16］美国投资公司协会（Investment Company Institute），How US-Registered Investment Companies Operate and the Core Principles Underlying Their Regulation，https：//www.ici.org/system/files/2023-06/us-reg-funds-principles.pdf，2022.
［17］美国投资公司协会（Investment Company Institute），Investment Company Fact Book，https：//www.ici.org/system/files/2024-07/2024-factbook-quick-facts-guide.pdf，2024.
［18］美国投资顾问协会（Investment Adviser Association），Investment Adviser Industry Snapshot 2024，2024.
［19］郭雳.金融危机后美国私募基金监管的制度更新与观念迭代［J］.比较法研究，2021（6）：125—142.
［20］陈亮.美国基金公司治理结构的实证研究.证券市场导报，2001（11）：45—50.

[21] 黄亚玲.美国私募基金监管实践解析.证券时报，http：//www.stcn.com/article/detail/1064090.html，2023.
[22] 卢振环等.浅谈第三方担保品管理工具在商业银行风险和流动性管理中的应用[J].债券，2023（8）：72—75.
[23] 司马雅芸等.“数字金融大文章”背景下数据资产信托应用的几点思考[EB/OL].https：//www.usetrust.com/Information/Details.aspx？ i=127914，2024-09-25.
[24] 王霄勇.坚守商业银行托管本源为债券市场高质量发展保驾护航[J].债券，2024（1）：12—15.
[25] 赖小鹏.完善基金投顾业务生态[J].中国金融，2024（7）：48—49.
[26] 刘彤.我国托管业务金融基础设施的功能强化与高质量发展思考.现代金融导刊，2024（5）：12—16.
[27] 刘立文.关于我国商业银行托管运营体系建设的若干思考[J].中国集体经济，2020（20）：94—95，120.
[28] 招商银行资产托管部课题组.商业银行资产托管业务“数智化”应用与建议[J].中国银行业，2023（4）：84—86.
[29] 李广新、潘小明.国内商业银行资产托管业务：发展现状、趋势与策略[J].新金融，2023（2）：11—17.

数据资产信托研究

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：甘　煜

课 题 负 责 人：陶斐斐

课 题 组 成 员：

陶斐斐　马清秋　王张悦　张恩瑜　贾志敏

朱天白　刘　洋　秦振扬　龚　攀　　中国对外经济贸易信托有限公司

尹　煜　张宗博　　华鑫国际信托有限公司

王漪澜　禄　琼　　中航信托股份有限公司

佟　玲　高　原　　西藏信托有限公司

付宇翔　杨　琦　　上海国际信托有限公司

朱传曾　闻　文　　建元信托股份有限公司

课 题 组 成 员：

潘　冲　张立峰　　北京国际大数据交易所

何　铮　俞宁子　孙晓璐　王宇辰　　德勤风驭智能科技（上海）有限公司

摘要

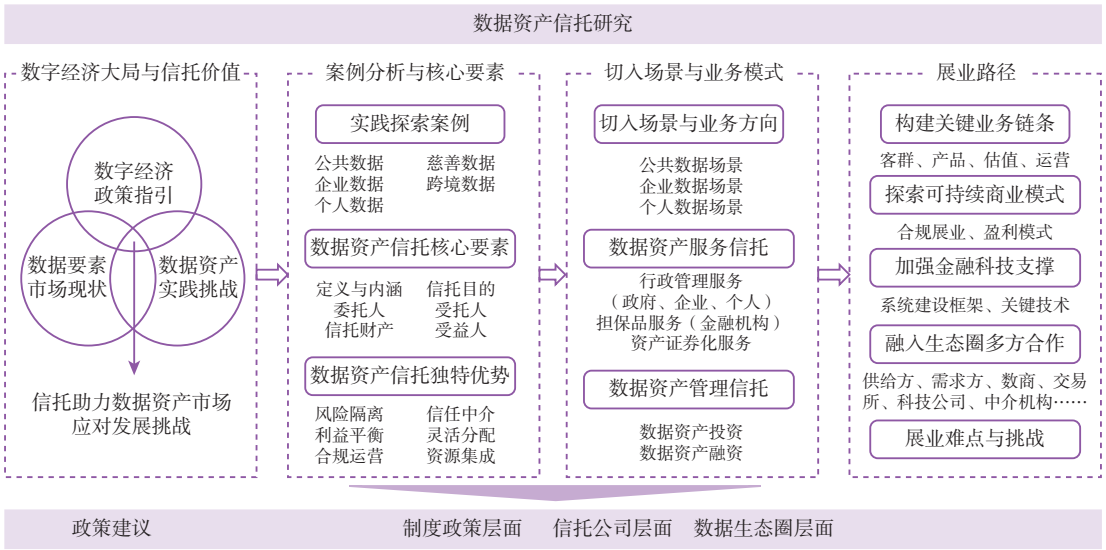
数字经济时代已全面到来，数据日益成为国家经济发展的重要资源和生产要素，也是国际竞争的关键力量。2023年我国数据产量已位居世界第二，数据价值释放潜力巨大。国家层面加快完善数据制度顶层设计和配套制度，地方政府积极推动试点探索，加快推进数据要素市场发展；但仍面临数据流通不畅、数据共享 运用不足、数据价值发挥不充分、数据安全保护不足和数据垄断等挑战，亟须探索适配数据要素特征的治理机制，在确保数据安全的前提下促进数据要素的流通、运用和价值实现。

信托制度具有财产独立、权益重构等独特优势，与我国数据要素市场建设的需求高度契合，有望在数据资产的权属确认、安全托管、流转交易、价值实现、收益分配等环节发挥重要作用。目前，信托架构在国内外公共数据、企业数据、个人数据、慈善数据等场景已有多类实践应用，在数据权属确认、估值定价、归集整合、流通交易、开发运用、资本化（融资、证券化）等多个环节发挥作用。基于国内外实践经验和理论研究，课题组探索对数据资产信托的定义与内涵、核心要素（委托人、信托财产、信托目的、受托人、受益人）进行了阐释。课题组认为，数据资产信托在服务数据要素市场发展中具有风险隔离、利益平衡、合规运营、信任中介、灵活分配、资源集成等六方面独特价值，是做好“数字金融”大文章的重要方向。

随着我国数据要素市场的快速发展，数据资产信托将有巨大的市场空间。信托公司可在公共数据、商业数据和个人数据场景挖掘切入点，以资产服务信托和资产管理信托多种业务形式，满足委托人不同需求。资产服务信托领域，信托公司可采用行政管理服务信托、资产证券化和担保品服务信托等形式，为政府部门、企业、金融机构和个人提供归集整合、托管运营、流转交易、安全共享、执行监督等服务，助力数据信托市场化。资产管理信托领域，信托公司可以通过数据资产投资、数据资产融资等多种模式，助力数据资产价值实现。本课题对信托公司开展数据资产信托业务的展业路径进行了分析，包括关键业务能力构建、可持续商业模式探索、数据生态圈多元合作等。

目前数据信托的发展也面临一些挑战，需要政策制定部门、地方政府、信托公司、各类

数据主体共同努力，积极推动完善数据权利立法和定价机制、出台数据信托相关业务指引、加强对数据权利保护的宣传和引导，更好地在保护数据安全的前提下推动数据共享、提升数据安全、发挥数据价值，为数字中国建设贡献信托力量。



数据资产信托研究框架

一、融入数字经济大局发挥信托价值

（一）数字经济的重要意义

数字经济是继农业经济、工业经济之后的主要经济形态。数字经济以数据资源为关键要素，以现代信息网络为主要载体，以信息通信技术融合应用、全要素数字化转型为重要推动力，有效促进了公平与效率的统一。

在党中央的高度重视与鼓励下，数字经济已成为我国国家战略。2017年，政府工作报告首次提及“数字经济”，体现了国家层面对数字经济的高度关注，数字经济正式上升为我国国家战略。2024年，党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出“加快构建促进数字经济发展体制机制，完善促进数字产业化和产业数字化政策体系。建设和运营国家数据基础设施，促进数据共享。加快建立数据产权归属认定、市场交易、权益分配、利益保护制度，提升数据安全治理监管能力，建立高效便利安全的数据跨境流动机制”。党中央、国务院对发展数字经济进行系统性部署，数字经济顶层战略规划体系逐步完备，并与地方形成合力，已具备较强的政策制度优势。2023年，我国数字经济核心产业增加值预计超过12万亿元，占我国当年GDP比重约10%，我国数字经济规模连续多年位居世界第二位，已成为经济社会发展的关键引擎。

经济的数字化转型是大势所趋，数字经济与实体经济的深度融合意义深远。

一是数字经济为实体经济高质量发展提供重要引擎。数字经济具备高创新性、强渗透性、广覆盖性的特点，深刻影响着生产、分配、流通、消费等各个环节，数字经济在撬动新经济增长点的同时，也有力赋能了传统产业的转型升级，打通经济循环堵点、卡点，帮助传统产业实现动能转换与高质量发展。

二是数字经济能够全方位、全周期、全阶段地融合实体经济，放大、叠加、倍增当前经济发展。与土地等传统要素资源相比，数据要素具有非消耗性、可共享性、自增值性三大特征，打破了土地、资本等传统生产要素有限供给对经济增长的制约，为可持续发展提供了基础与可能。数字经济可以通过数据赋能、技术创新、产业升级、政策支持等多种方式与实体经济深度融合，并在全方位、全周期、全阶段上发挥作用。

三是数字经济的蓬勃发展推进了新型工业化的进程，构建出经济发展的新格局。工业互联网、人工智能等数字技术与制造业的深度融合，推动了制造业的数字化、网络化和智能化发展，提高了资源要素的配置效率和生产率。数字经济与实体经济的融合促使生产方式从规

模生产向定制化生产转变，并推动企业形态从传统制造向服务型制造和智能制造转变。这种融合打破了传统的产业和地域限制，提升了企业间的协同水平和整体经济循环的畅通度，经济韧性与经济活力得到双提升。

四是数字经济能更加有力地推动社会公平进步，打造国际竞争新优势。放眼国内，数字经济通过打开全国大市场，帮助农产品实现更广泛的销售，增加农民收入，助力乡村振兴。同时，供应链的延伸使农村消费者能够享受到更高品质的产品和服务，从而促进农村消费升级。放眼海外，在全球经济结构重塑的背景下，数字经济成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构的关键力量。通过数字经济与实体经济的深度融合，我国能够积极抢占科技制高点，打造新的国际竞争优势。

数字金融是数字经济的重要组成部分，信托公司加快探索数据资产信托是做好“数字金融”大文章的重要方向。数字金融具有数字与金融的双重属性，是数字经济时代的主流金融形态，能够加速资金、信息、数据的流通，助力加快形成新质生产力。数据资产信托是数字金融的新兴领域之一，有助于从法律制度和数字技术层面，为数据权属确认、估值定价、归集整合、流通交易、开发运用和收益分配等提供更有力的支撑保障。

（二）我国数据要素市场发展现状

1. 市场规模

把数据作为生产要素是中国首创的，我国已从顶层设计上明确数据要素市场化配置的重要地位。随着数据量快速增长及数据要素市场化建设不断完善，中国数据要素市场价值加速释放，市场规模、主体规模快速壮大。根据工业和信息化部信息中心测算，2022年数据要素市场规模已突破1 000亿元，2017—2022年数据要素市场规模的年均复合增长率超25%，以此测算2025年我国数据要素市场将突破2 000亿元（见图2-1-1）。

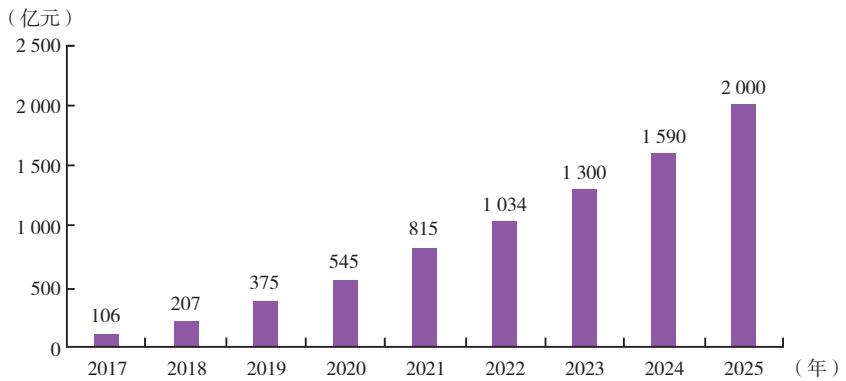


图2-1-1　2017—2025年我国数据要素市场规模情况

资料来源：工业和信息化部信息中心，《数据要素市场生态体系研究报告（2023年）》

2. 参与主体

在数据要素市场中，各参与方扮演着不可或缺的角色，共同推动数据资产价值的发挥与发展。

企业：作为数据资产的原始持有者和需求方，企业是数据资产化的主要推动者。它们通过整合、治理和交易数据资产，实现数据价值的最大化，同时借助金融手段解决融资难题，促进自身创新发展。

数据交易所/登记机构：作为数据资产交易和登记的平台，数据交易所和登记机构在数据资产的确权、评估、交易等方面发挥着重要作用。它们通过制定标准、提供技术和法律支持，保障数据资产交易的公正、透明和安全。

第三方服务机构：包括律师事务所、评估机构、技术服务商等，为数据资产资本化提供法律、评估和技术支持。律师事务所出具法律风险评估意见书，保障数据资产交易的合法性；评估机构对数据资产的价值进行客观评估，为金融机构提供决策依据；技术服务商则通过区块链、大数据等技术的应用，提升数据资产的确权、交易和融资效率。

金融机构：包括银行、信托公司、保险公司、证券公司等，为数据资产提供多方位、多角度的金融支持和服务。银行通过发放数据资产质押贷款、参与数据资产证券化等方式，为企业提供融资支持；保险公司参与相关保险产品的设计；证券公司则通过资产证券化等金融创新工具，为数据资产的流动性和融资提供解决方案。

政府及监管机构：在数据资产资本化过程中，政府及监管机构负责制定政策、监管市场、保护消费者权益。通过完善法律法规、制定行业标准、加强市场监管等措施，政府为数据资产资本化提供良好的政策环境和制度保障。

信托公司在数据市场中可以发挥多元作用。一是通过资产管理信托，为数据要素市场相关企业提供资金支持资本支持，助力各类主体发展。二是通过资产服务信托，可为相关企业提供财富管理、担保品管理、知识产权管理、资产证券化等多种服务，助力企业提高经营质效。三是依托信托制度结构灵活、财产独立、可份额化等优势，解决数据资产在确权、定价、交易、流通等环节中遇到的部分问题。通过数据资产信托这一新型的、可信的数据流通模式，数据权利人授权数据受托方实现数据产权的分置隔离，实现数据增值、数据交易、数据资本化、数据共有等多类目的，有望为数据要素市场的建设健全贡献独特价值。

3. 数据价值链

2024年9月，国家数据局发布《关于促进企业数据资源开发利用的意见》（征求意见稿），提出探索数据资源化、产品化、价值化、资产化的可行路径。中国科学院院士、中国计算机学会理事长梅宏认为，数据要素价值得以释放有资源化、资产化、资本化/商品化三个递进层次的途径。普华永道的《数据要素视角下的数据资产化研究报告》也提出资源化、产品化、资产化三个阶段。基于国家政策和相关研究，本专题将数据要素价值充分释放的过程分

为资源化、产品化、资产化、市场化、资本化等环节（见图2–1–2）。

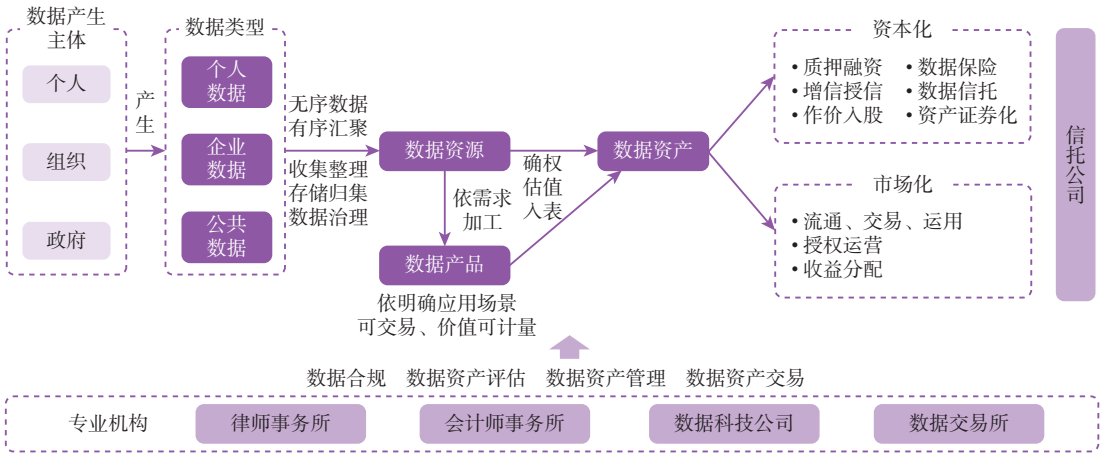


图2–1–2 数据资产全价值链

第一，数据资源化。数据指以电子或其他方式记录的信息，包括但不限于数字、文本、图像、声音。随着数字社会的快速发展，来自政府和企事业单位信息系统、互联网平台、传感器及物联网等采集的数据不断增长，已经在全社会范围内形成了海量的数据。这些数据经过一定的数据治理就可成为数据资源，也就是数据的“资源化”。数据资源是由组织或个人持有的，加工后具有经济价值的数据。[①]

第二，数据产品化。数据产品是经过算力和算法加工的数据资源，是一种产权可界定、可交易的商品，是数据流通过程中主要的交易对象和标的。随着数字化的逐步推进，数据资源在政府和企事业内部已经进行了有效分析和利用，提升了内部的业务能力和工作效率，产生了一定的内部价值。但大量的数据是无法直接进行交易流通的，特别是数据本身涉及个人信息和企业的非公开信息时，尤其需要对数据本身进行一定的加工处理，形成数据产品，并且在使用中需要数据主体的明确授权才可以流通，这个过程一般就是数据的“产品化”。“产品化”是数据要素发挥作用的核心步骤，通过数据产品的交易流通，会将数据的价值在全社会范围内得到充分实现，同时数据成为可以带来收益的资产，这是数据“资产化”的基础。

第三，数据资产化。数据资产指由组织（政府机构、企事业单位等）合法拥有或控制的数据，以电子或其他方式记录，例如文本、图像、语音、视频、网页、数据库、传感信号等结构化或非结构化数据，可进行计量或交易，能直接或间接带来经济效益和社会效益。[②]能作为资产的数据，首先要求权属清晰，组织对数据拥有持有权、控制权、管理权、收益权等权益；其次是预期带来经济利益或社会效益，能产生价值；最后是数据成本或价值能够可靠计量。数据成为资产，一方面可以通过“市场化”来促进其价值的实现，利用市场规律可以

① 全国信息安全标准化技术委员会.信息安全技术—数据交易服务安全要求GB/T 37932–2019［EB/OL］.2019. https：//openstd.samr.gov.cn/bzgk/gb/newGbInfo？hcno=3731C917A6C627CA28E5D8B20B0344F7.

② CCSA TC601大数据技术标准推进委员会.数据资产管理实践白皮书6.0［R］.2023.

使数据的价值最大化，通过市场化配置将数据流转到最有价值的场景。另一方面，数据资产可以通过金融创新，利用其资产的属性结合各类金融工具，实现数据“资本化”的过程。

第四，数据市场化。数据市场化就是数据资产的交易流通，这是数据实现价值的基础。数据的交易流通分为场内交易和场外交易。场外交易目前仍是主流，市场上的数据公司长期以来通过点对点的模式向数据需求方提供数据，也有一些行业的数据型企业通过SaaS的方式来提供数据服务，这些数据的流通是由数据的供需双方来确定数据的合规性，并通过合同来约定双方的权利与义务，这就是比较普遍意义的场外交易。在交易场所内进行的数据交易称为场内交易。数据交易场所一般是按照主管部门的管理办法、持牌经营的交易机构，建立时间不长，当下还处于业务的探索期，交易体量较小。

数据交易从场外向场内的迁移还需要一定的时间，场内交易在受监管的特定场所内进行，在数据的合规性、交易存证、资金安全、纠纷处理上有独特的优势。经过快速发展，交易场所聚集了大量的数据供需方和生态机构，会形成明显的规模效应，并通过标准化和规范化使供需对接和各种服务获取更加便捷，从而大幅降低交易成本，提升数据的可达性，为数据交易流通带来新的可持续模式。

第五，数据资本化。数据资本化是通过有效利用数据资产，将其转化为具有实际经济价值并实现保值增值的过程。可流通的数据资产本身具有增值性、可质押性和可以作为信用担保的金融属性，可以通过增信贷款、抵/质押融资、数据保险、数据信托、数据证券化和数据资产作价入股多种方式，实现资产盘活和增值变现。

[专题] 常见数据资本化模式与应用案例

随着数据资产的制度建设及行业实践的日臻完善与成熟，数据资产与金融场景的深度融合，开始发挥其金融价值。目前常见的数据资本化模式主要有五类。

1.增信授信模式：在无质押数据资产增信贷款模式中，数据资产是信用增强的手段，而非直接质押物。通过对数据资产的确权与估值，构建授信增信的基础。

应用案例：2023年3月，深圳微言科技通过深圳数据交易所的数据交易标的，成功获得光大银行深圳分行的无质押数据资产增信贷款1 000万元，标志着全国首笔此类贷款的落地。

2.质押融资模式：数据资产质押融资是数据资产资本化的核心路径之一，企业通过对数据资产进行登记确权和评估，将数据资产作为质押物向银行申请贷款。该模式同样需要律师事务所出具法律风险评估意见书，数据交易所进行数据产品审核与上市，银行则基于数据产品的估值情况进行授信审批。

应用案例：多个成功案例展示了数据资产质押融资的可行性，如贵阳农商银行与贵州东方世纪科技的首笔数据资产质押融资贷款、数库科技与北京银行上海分行的2 000万元高额质押授信协议、贵州东方世纪科技的“数据贷”、江苏罗思韦尔电气的知识产权质押融资及上

海四卜格网络科技有限公司基于上海数交所“数易贷”服务的数据资产质押贷款等。

3.数据保险模式：借助保险创新手段对数据进行价值评估与保障。在降低数据流通风险的基础上，将保险范围扩大至财产损失、安全风险、信用风险、责任风险、维权费用、信贷风险、第三方费用等数据资源管理相关领域，全面提升用户数据安全防护能力及数据资产损失费用或重置恢复的费用等。

应用案例：2024年6月，深圳数据交易所上线数据保险专区，与6家保险公司对其场内多家数商制定了专属的数据保险产品。由深圳数据交易所与国任保险联合设计的数据资产损失费用保险，已于6月14日为优钱科技开出首张数据资产损失费用保险保单，该保单为优钱科技的ESG数据提供累计赔偿限额100万元人民币的数据资产损失费用保障。

4.资产证券化模式：数据资产证券化指将具有稳定现金流的数据资产作为基础资产，通过结构化设计，将其转化为可交易、可流通的证券产品，从而在资本市场上进行融资和交易。

应用案例：2023年7月，杭州高新金投控股集团有限公司成功发行了全国首单包含数据知识产权的证券化产品——杭州高新区（滨江）数据知识产权定向资产支持票据（ABN），发行金额达1.02亿元。这一创新实践不仅打破了传统融资方式的限制，也为数据资产的流动性提升和价值实现开辟了新路径。

5.数据资产作价入股模式：数据资产作价入股是一种将数据资产直接作为公司注册资本投入的方式，实现了数据资产从无形资产到有形资本的转变。在这种模式下，企业可以将其拥有的高质量数据资产进行评估后，作为出资方式之一参与公司的设立或增资扩股。

应用案例：2023年8月，在青岛举行的智能要素流通论坛上，青岛华通智能科技研究院有限公司等多家企业成功完成了全国首例数据资产作价入股签约仪式。这一实践为数据资产的价值实现和企业的创新发展提供了新的思路。

数据资产价值的充分释放目前还有很多需要探索的地方，其核心难点就是数据的交易流通不活跃，导致所谓的数据资产缺乏流动性。随着数据产权和交易流通相关制度的颁布，有效的数据流通市场逐步建立，激发数据产品活跃的交易流通，数据资产得以获得流动性，数据资产化、市场化和资本化会都会做实做强。

（三）政策指引、制度机制与实践挑战

国家高度重视数据要素的开发利用与流通。随着数据作为核心生产要素的地位不断强化，我国在数据资产政策与制度的构建上取得了显著进展（见表2-1-1）。从2014年的大数据发展战略到《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（以下简称“数据二十条”），多项中央和地方政策文件相继出台，逐步确立了以数据资源持有权、数据加工使用

权、数据产品经营权为核心的“三权分置”数据产权制度和配套制度，为数字经济的发展提供强有力的支撑。

表2-1-1　　我国数据资产政策与制度演进

时间	阶段	政策
2014—2017年	数字经济的战略提出与初步布局	2014年：国务院发布《促进大数据发展行动纲要》，提出推动大数据产业发展，初步提出数据作为重要生产要素的理念 2015年：发布《中华人民共和国国家安全法》，强调数据安全作为国家安全的重要组成部分 2017年：首次在政府工作报告中提出“促进数字经济加快成长”，并发布《中华人民共和国网络安全法》，进一步加强了对数据安全的保护，并明确提出“国家保护数据主权”
2019—2020年	数据要素市场化的制度探索	2019年：党的十九届四中决议首次将数据列为生产要素 2020年：中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，将数据“升格”为与土地、劳动力、资本、技术并列的第五大生产要素，并提出要加快培育数据要素市场 2020年：《中华人民共和国数据安全法》通过，为数据要素的市场化奠定了法律基础，明确了数据的确权、分类保护、风险评估等内容
2022年	构建数据资产管理制度框架	2022年：中共中央、国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（“数据二十条”），提出完善和规范数据流通规则，建立数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权等“三权分置”的产权运行机制
2023年以来	政策深化与实践推广阶段	2023年：财政部会计司发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，明确了数据资源适用范围，并规范其适用的会计处理原则以及披露要求 2024年：国家数据局等17部门联合印发“数据要素×”三年行动计划（2024—2026年），强调加快构建数据基础制度，激活数据要素潜能，并提及探索数据资产入表新模式 2024年：地方政府纷纷发布数据资产管理与交易的相关条例，如《杭州市数据流通交易促进条例（草案）》，数据资产化在地方政策层面的深化和具体化

1.数据产权与确权

“数据二十条”为我国数据基础制度体系的发展确立了“四梁八柱”。其创新数据产权观念，创造性提出“三权分置”的数据产权制度框架，建立了数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权等分置的产权运行机制，跳出了数据流通中所有权确权问题的困扰，为数据要素市场建设注入了强劲动力。同时，提出“研究数据产权登记新方式”“探索数据资产入表新模式”等，推动形成具有中国特色的数据产权制度体系。

各地方政府层面也在“数据二十条”的指引下，探索进一步明确“三权”的内涵，建立数据资产登记、确权的地方性制度。例如，2023年7月《上海市促进浦东新区数据流通交易若干规定（草案）》公开征求意见，结合落实“数据二十条”，探索进一步细化“数据三权”的内涵和要求，界定数据产权人的主体范围；2023年6月，北京市通过《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》，提出市大数据中心开展公共数据资产登记工作，依法设立的数据交易机构为社会主体提供社会数据资产登记服务；2023年7月，《深圳

市数据产权登记管理暂行办法》明确登记主体、登记机构、登记行为、管理与监督等七部分内容，数据资源和数据产品两类数据，可在深圳登记进入数据资源市场化流动和数据产品流通体系。

但当前数据确权在法律上仍然缺乏统一的标准和程序。在传统观念中，所有权决定了其使用方式及收益分配。然而，由于数据本身的特殊性质——非排他性和非竞争性，使单纯依靠所有权来界定各方权利义务变得异常复杂。在涉及多方利益主体的数据场景中，如何合理分配各方的权利和义务以及如何确保数据权属的稳定性，是当前确权实践中面临的重要问题。

2. 数据资产估值和入表

2023年8月财政部发布的《企业数据资源相关会计处理暂行规定》（以下简称《暂行规定》），标志着企业数据资源入表迈出了0到1的关键一步。其对数据资源的适用范围、会计处理标准以及披露要求进行了明确规定，满足资产确认条件的数据资产即可根据《暂行规定》以实际成本法进行列报与披露。同年9月，在财政部指导下，中国资产评估协会制定了《数据资产评估指导意见》，提出了评估对象、操作要求、评估方法、披露要求等。

自2024年1月1日《暂行规定》施行以来，我国各类企业逐步开始尝试进行数据资源入表。在5 000多家A股上市公司中，有18家公司在一季度财报中披露了数据资源，涉及金额共计1.03亿元。与上市公司相比，城投公司和类城投国企在数据资产入表方面表现得更为踊跃。国内已有22家城投公司和28家类城投国企披露了数据资产入表情况。[①]根据公开披露信息中对于入表数据类型的描述，入表数据包括公交数据、停车数据、车联网数据、供水供热数据、农业生产数据以及智慧养老数据等种类繁多的数据细分类型。数据资源入表的数据类型主要包括原始数据、外部采购数据、加工处理数据、算法模型等。

尽管数据资产入表已逐渐成为大势所趋，但仍存在诸多不确定性因素影响着其推广。首先，数据资产入表的难点在于入表前的数据合规、数据治理和管理能力；其次，由于缺乏统一的评价标准，导致不同评估机构给出的结果往往存在较大差异；再次，部分数据可能并不具备市场流通性，很难通过实际交易来体现真实价值；最后，若是会计确认标准放得过低，后续计量估值过高，减值不及时和不可靠，会导致报表上资产“泡沫化”。

3. 数据要素授权运营

在国家层面，“数据二十条”提出“推进实施公共数据确权授权机制，推动建立企业数据确权授权机制，建立健全个人信息数据确权授权机制”。在公共数据方面“鼓励公共数据在保护个人隐私和确保公共安全的前提下，按照‘原始数据不出域、数据可用不可见’的要求，以模型、核验等产品和服务等形式向社会提供”，在个人数据方面，要求“不得采取

① 上海交通大学上海高级金融学院.中国企业数据资产入表情况跟踪报告（2024年第一季度）[R].2024.

‘一揽子授权’、强制同意等方式过度收集个人信息。探索由受托者代表个人利益，监督市场主体对个人信息数据进行采集、加工、使用的机制”。

各省市也相继发布公共数据授权运营的制度，如《北京市公共数据专区授权运营管理办法（试行）》《上海市公共数据开放实施细则》《广东省公共数据管理办法》《浙江省公共数据条例》《福建省大数据发展条例》等，这些文件结合当地特色以及优势正在逐渐形成具有地方特色的管理模式，例如：北京的“公共数据+行业应用”、浙江的“顶层统筹+试点落地”、广西的“统一授权+全流程支持”、福建的“一体统筹+二级授权”以及济南的“综合授权+分领域授权”等公共数据管理模式。①

数据安全和个人隐私保护是公共数据授权运营中必须面对的重大挑战。在开放数据的同时保护公民的个人信息不受侵犯，是需要重点解决的问题。随着公共数据授权运营的推广，如何防止市场垄断，确保市场竞争的公平性，也是需要关注的重点问题。

4.数据要素交易流通

“数据二十条”提出“完善和规范数据流通规则，构建促进使用和流通、场内场外相结合的交易制度体系，规范引导场外交易，培育壮大场内交易”。随着数据市场顶层设计的逐步落地，全国各地陆续成立数据交易所，并以此为核心构建数据要素产业链，辐射带动数据要素周边产业的加速建设。根据公开市场统计，包括北京、上海、浙江、江苏、甘肃、贵州、湖北、广西、福建、海南、重庆、四川等10余个地区陆续出台推进数据基础制度建设、推动数据要素市场化配置改革相关政策文件，涵盖数据交易的场所、数据交易模式、数据要素生态建设等多个方面。

数据交易所作为数据要素市场化建设的核心平台，各地数据交易所均构建了包括数据登记、确权发证、价值评估、安全交易在内的数据交易制度和服务体系，有效支撑起数据要素市场上的数据的供应方、需求方、加工方、技术支持方、监督方、其他专业第三方等共同合作的事项和服务内容。地方政府也推出相应的政策扶持和激励措施，包括场内交易减免撮合服务费、提供补贴和激励等方式加大数据的高效流通，推动数据要素在场内的合规安全交易（见表2–1–2）。

表2–1–2　　部分数据交易所信息

数据交易场所	产品总数	累计交易额	数商数量
北京国际大数据交易所	超过2 000个	45亿元	500余家
上海数据交易所	近3 000个	24.6亿元	1 200余家
深圳数据交易所	2 263个	83.85亿元	3 406家
广州数据交易所	超过1 400个	25亿元	超过1 500家

① 李玲，许嘉嘉，丁澎绪.数据资产管理领域的法律问题之一：公共数据授权运营相关法律合规问题（上篇）［EB/OL］.2024.https：//mp.weixin.qq.com/s/lmkbudEClb0hOjS_RvKluQ.

续表

数据交易场所	产品总数	累计交易额	数商数量
浙江大数据交易中心	2 482个	54.5亿元	1 622家
杭州数据交易所			
贵阳大数据交易所	2 126个	49.47亿元	1 078家
福建大数据交易所	超过500个	超过20亿元	超过500家
湖南大数据交易所	4 167个	15.1亿元	575家
郑州数据交易中心	1 000余个	超过10亿元	352家
海南省数据产品超市	超过1 800个	7.3亿元	1 436家
北部湾大数据交易中心	1 085个	3.25亿元	211家
西部数据交易中心	超过2 200个	超过3亿元	260余家
苏州大数据交易所	近700个	超过3亿元	近400家
北方大数据交易中心	超过千个	超过2亿元	—
长春数据交易中心	328个	1.7亿元	148家
德阳数据交易中心	超过2 600个	1.06亿元	150家
广州数据交易所（喀什）服务基地	14个	3 322.84万元	—
山东数据交易有限公司	—	439.39万元	—

资料来源：中国信通院，《数据交易场所发展指数研究报告（2024年）》

但当前我国场内数据交易规模仅占整个数据交易规模的5%左右，很多场外的数据交易与合作是否合法合规，也处于不确定状态，存在较大的数据安全风险。

5. 数据要素收益分配

为了避免数据要素市场的激励不足以及规制焦虑，对于数据要素收益分配问题，“数据二十条”提出数据价值分配机制的关键点为“谁投入、谁贡献、谁受益”原则，这意味着无论是数据的原始生产者还是后续处理者，都应该根据各自在数据价值链中的贡献程度获得相应的回报。在方式上提出“通过分红、提成等多种收益共享方式，平衡兼顾数据内容采集、加工、流通、应用等不同环节相关主体之间的利益分配”，确保整个链条上的每一个环节都能够得到合理补偿。

地方政府也在积极明确数据要素收益分配机制，例如。北京市在《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》中提出了建立由市场评价贡献程度、并据此决定报酬水平的数据要素收益分配机制。北京市还在探索建立公共数据开发利用收益分配机制，允许被授权运营公共数据的企业分享收益并提供增值服务；对于个人数据，首次创新性提出“探索个人以按次、按年等方式依法依规获得个人数据合法使用中产生的收益”。

但总体来看，国家层面和地方在数据收益分配方面的规定都偏宏观和原则性，具体到落地实施还存在难题待解。例如，如何构建不同主体分享相关价值收益的有效依据、如何平衡

兼顾并合理界定数据价值创造者和个人数据贡献者的分配比例、如何统筹构建切实可行的技术体系和制度保障、如何避免数据处理者利用自身的市场竞争优势向个人施加实质不公平条款等。

（四）信托制度助力应对数据要素市场挑战

信托制度兼具金融功能与社会服务功能，能够从多个环节助力解决当前数据要素市场的痛点，促进数据要素市场高质量发展，做好“数字金融”大文章。

一是信托助力解决数据资产确权问题。数据资产具有“一数多权”的特性，同一数据可能承载多方主体的数据权利，给数据确权与数据可用性带来挑战。“数据二十条”提出建立数据产权分置的运行机制。在实际展业过程中，考虑到各类权属的明确难度，数据资源的资产化仍相对谨慎，数据使用和数据安全的界限仍不清晰，确权与产权分置仍面临实践困难。信托为数据确权与产权分置提供了一种可能的法律架构。数据资产的原持有人作为委托人将其数据资产装入信托，由信托作为受托人享有数据财产权，对数据进行管理运营，而委托人同时也保留了信托受益权，可享受数据经使用获得的收益对价或对受益权进行转让。这样就通过信托架构实现了数据所有权、使用权、受益权分离的架构，在不同利益主体中实现权利义务的合理分配。

二是信托助力解决数据资产估值、定价和入表问题。由于数据资产的非实体性、零成本复制性、多样性和价值易变性等特点，其估值、定价和入表比传统有形资产更为复杂。目前，企业数据资产入表已处于起步阶段，上市公司、城投公司、民营企业均有相关探索，但在改善财务指标、实现数据金融价值的同时，如何合理地进行数据资产估值定价、如何防范数据资产的财务造假或价值虚增以及因此带来的金融风险，均是当前所面临的痛点。引入数据资产信托，数据资产在法律意义上完成了财产交割，并为数据资产的资本化奠定了基础：委托人可转让自身受益权，由信托公司或信托公司委托第三方评估数据资产的盈利能力与未来现金流状况，分享数据资产收益。经由市场投资者对数据资产的收益表现进行价值评估，数据资产的估值定价将逐步拥有更多市场化交易信息，有助于提升数据资产定价的公允性。

三是信托助力解决数据授权运营和收益分配问题。数据孤岛问题通常出现在企业或某一行业发展到一定阶段，各企业部门或事业部门独立存储、独立定义自己的数据，导致这些数据难以与其他部门的数据进行连接和交互，并影响数据的高效利用、阻碍各方决策制定和业务创新。与此同时，大量出于安全、合规等因素考虑下的个人数据与公共数据无法实现数据联通与数据交换、共享，使数据无法聚合，数据价值密度低，利用率差。如要改变这一现象，需打通整合各类相互独立的同质化数据，提升其价值密度，其中需要解决数据授权经营和利益分配问题。信托制度可以为上述问题提供多方共赢的解决方案。在信托架构中，受托人可起到利益产生、利益请求、利益分配的作用。当数据被第三方使用时，受托人有权代表

数据主体向使用者提出利益请求，解决数据主体和数据控制者/处理者之间不平衡的权力关系，确保数据主体可以获得相应的报酬。受托人还可以基于信托合同将数据运营的利益公平地分配给数据主体，使数据能够有效实现共享共有，价值密度得以提升。

四是信托助力活跃数据交易。数据交易所在促进数据流通、应用和生态培育方面具有重要作用，但目前数据交易所集中度相对较低，多数交易仍停留在场外，入场意愿较低，场内交易有效需求与有效供给相对不足。场外数据市场虽然相对活跃，但灰色地带大，买家话语权弱，且缺乏第三方增信来保障数据交易。信托可在数据的场内外交易中发挥重要作用，特别是在场外交易中，信托的独立性原则和信任机制能够有效提高数据要素流通的效率。在数据要素流动过程中，信托公司是独立于数据要素利害关系人的独立第三方机构，可以监督数据要素流转管理的全过程，管理用于数据资产交易的资金结算与划转，提升数据要素流通质效。通过数据资产信托的合理架构，信托制度能够为此类场外数据交易提供增信、帮助撮合、强化合规性，助力我国数据资产交易市场的健康发展，并收集更多交易信息，促进数据资产公允价值的评估，帮助打通数据资产的数据“资源化、产品化、资产化、市场化、资本化”链路。

五是信托助力数据资产资本化。上市公司数据入表目前实践与规模均非常有限。城投公司方面，城投对数据资产入表相对积极，且已开始数据入表后的资本化与融资探索。从实际结果与案例上，城投公司选择入表的数据资产多为水务、交通、港口等公共数据，而以数据资产质押方式获取银行授信实际仍依赖城投公司自身的主体信用，且所获授信额度相比其存量债务规模相对较低。目前，此类案例多为探索性、实验性的实践成果，而数据资产证券化的相关案例更为匮乏。信托可以为数据资产化提供多元金融工具，对于具有大量数据资产的企业而言，将进一步丰富其融资手段，释放数据资产的流动性，优化自身的财务结构，并增加收入来源。

二、数据资产信托的实践探索与核心要素

（一）数据资产信托实践案例

在数据安全的前提下促进数据要素的流通、运用和价值实现是全球范围内数字经济发展面临的普遍挑战。在这一背景下，“数据信托”应运而生，并被《麻省理工科技评论》列为2021年“全球十大突破性技术”之一，更加在各个层面引起更大关注，加速了相关业务的研发。目前，国内外在公共数据、企业数据、个人数据、慈善数据等场景均进行了数据资产信

托的实践探索，涉及服务数据的权属确认、估值定价、归集整合、流通交易、开发运用、资本化（融资、证券化）等多个环节。从法律架构上来看，目前实践较为多元，包括信托模式、合同模式、公司模式等。虽然部分案例并非采用信托模式，但因这些实践都符合数据资产信托的核心内涵，也将相关案例纳入分析。

1. 公共数据场景

公共部门有较强的数据共享意愿，既可以通过最大化利用资源帮助改善服务和运营，又可以帮助开拓新的政府服务领域。该类数据信托可以促进政府跨部门以及不同地区政府之间的数据共享。公共数据信托的受益人是政府，进而是全体公众。

（1）广西电力数据信托

自“数据二十条”发布以来，各地、各行业开始探索公共数据授权运营。广西选取“3厅2市1公司”（农业农村厅、自然资源厅、交通运输厅、南宁市、柳州市、广西电网公司），作为试点单位开展公共数据授权运营。2023年7月，广西电网作为委托人，将用电企业相关的电量信息、服务信息部分电力数据使用权，委托给中航信托和广西电网能源科技有限责任公司，设立数据信托。

该案例的具体业务流程为：广西电网作为委托人，将用电企业相关的电量信息、服务信息等部分电力数据的使用权，作为信托财产，委托给中航信托和广西电网能源科技有限责任公司。某信息技术有限公司作为解决方案提供商，协助设计产品结构。中航信托作为主要受托人，对数据信托进行受托管理。广西电网能科公司作为共同受托人对数据产品进行专业开发。北部湾大数据交易中心对所形成的数据产品按照一定规范进行审核后上架交易平台，并最终完成场内交易及登记，这在一定程度上有利于数据信托规范性和数据产品安全性的提升。数据产品交易后实现的收益，作为数据信托收益，由受托人依据协议约定进行分配（见图2–2–1）。

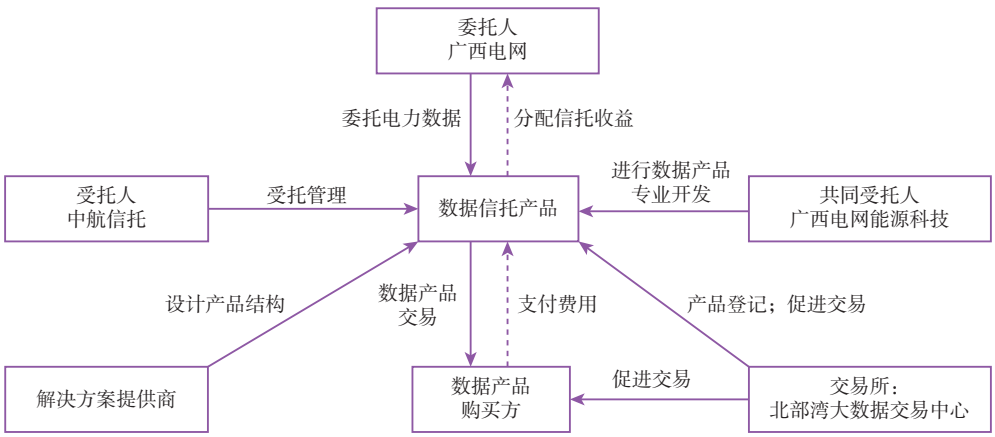


图2–2–1　电力数据资产信托交易结构

根据数据信托框架合同的约定，数据信托服务产品交易后，在安全合规的前提下，供电企业可以通过对用电企业的电力大数据信息进行整合、加工和分析。数据申请人（数据使用方）通过查询用电主体的用电特征、缴费特征等，可以更好地对用电主体的经营情况进行“数据画像”。

该案例类型为公共数据信托，作为数据试点项目，由政府推动设立。由于各地公共数据运营的情况有不少差异，且应用场景的开发也有一定的难度尚未大量推广。

广西电力数据信托核心要素见表2-2-1。

表2-2-1　　广西电力数据信托核心要素

信托要素	主体
委托人	广西电网有限责任公司
信托财产	用电企业相关的电量信息、服务信息部分电力数据的使用权
信托目的	发掘并实现数据资产价值，保障数据安全流通
主要受托人	中航信托
主要受托人的职责	（1）主要受托人在本信托项下仅负责对信托财产专户进行账户管理以及按照本合同约定向受益人进行信托利益分配 （2）主要受托人应与共同受托人于每自然季度初对数据申请人支付的数据服务费的情况进行对账，共同受托人应无条件予以配合并按照主要受托人要求提供相关数据和资料
共同受托人	广西电网能科公司
共同受托人的职责	（1）共同受托人应负责对信托资产项下数据资产进行数据管理、数据传输、数据存储、数据加工、数据验证等方面的运营管理，并负责按照本合同约定保证信托资产项下数据资产的数据安全与隐私保护。为免疑义，前述运营管理职责以及数据安全与隐私保护职责由共同受托人单独负责，与主要受托人无关；信托资产项下数据资产因共同受托人运营管理不当或发生数据泄露等数据安全风险事件而造成的所有损失，由共同受托人单独承担全部的赔偿责任 （2）共同受托人应负责在数据信托运营管理平台之上通过区块链、联邦学习、隐私计算等技术并运用分析模型、算法规则对信托资产项下数据资产进行分析、处理、加工，并将信托资产项下数据资产整合形成数据产品 （3）共同负责人应负责通过数据信托运营管理平台实现数据产品的上线、数据产品相关权益凭证的发布及管理、数据申请人订单及计费结算管理、数据产品授权调用管理和电子存证管理等功能
受益人	广西电网有限责任公司

（2）加拿大智慧城市数据信托

2017年10月，以加拿大多伦多滨水区政府机构为代表的加拿大政府和Alphabet旗下的Sidewalk Labs公司，计划将多伦多市码头区重建地块，建设为首个由Alphabet技术驱动的智慧城市。在该计划中，Sidewalk Labs公司将整合所有物联网数据，允许城市政府、居民直接与社区和城市基础设施互动，并监控城市实时现状以及预测城市发展。

为了保护居民的隐私，计划提出建立独立运行的“城市数据信托”（Urban Data Trust），由独立的第三方机构收集并储存在Quayside智慧城市测试站点中收集的所有数据。任何要求使用数据的政府、企业或私人实体必须提交公开的“责任数据影响评估”，任何收集数据的设备都必须由信托机构披露（见图2-2-2）。

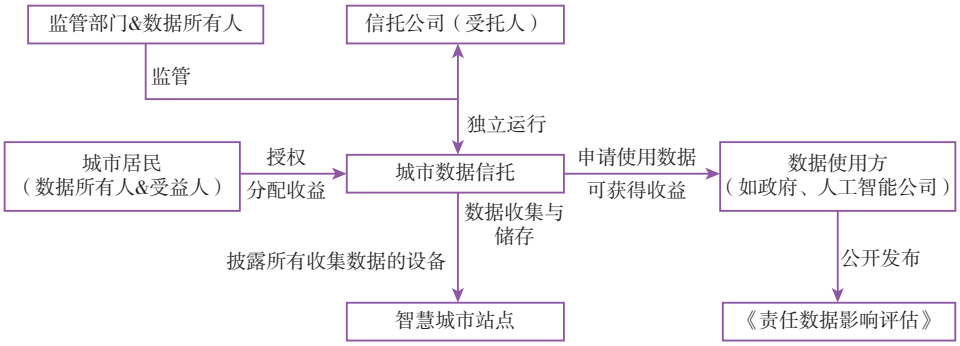


图2–2–2　城市数据信托

多伦多智慧城市项目将处理公共数据的公司设计为一个独立的第三方信托机构，确保数据的价值归属于收集数据的人民、社区、政府、行业和社会，并保护数据隐私和安全。该信托的设计目标有两个，一是规范数据收集，二是利用数据创造价值。这需要取得微妙的平衡：既要保护居民的隐私，将数据收集限制在最低限度，并为每一个居民提供退出的选择；又需要将收集到的数据产品化、资产化，要确保来自智慧城市设备的数据不间断，并维护好各类企业感兴趣的数据产品，使智慧城市数据的价值最大化。这种公共数据信托模式不仅着眼于公共利益，也致力于探索公共数据的商业价值。

（3）英国市政服务数据信托

2018年，英国开放数据研究所与大伦敦市政府和格林威治皇家行政区合作，探索数据信托模式是否支持城市数据共享。[①]具体包括两个应用案例。其一，移动应用案例（停车）。该应用案例是一项试验技术，使与客车停车和预留给电动汽车的停车位有关的数据更容易获得，目的是使低污染的交通选择更具吸引力。其二，能源应用案例。该应用案例是通过安装传感器来监测和控制改造后的社会住房的公共供暖系统（水源热泵）的运行，提高市政委员会拥有的社会住房街区的能源效率。在该案例中，数据信托的标的不是数据本身而是附着于其上的权利。规定数据受托人享有可移植权、删除权、访问权，并不意味着违反了欧盟通用数据保护条例（GDPR），因为这种干预不一定会扩大（或缩小）控制者的义务范围，且对干预有迫切的、合理的理由。

2. 商业数据场景

在商业场景，数据资产信托主要目的是在保障数据安全和隐私的前提下，促进不同主体之间的数据共享或者数据资产的变现。

（1）杭州征信数据信托

杭州工商信托股份2024年2月设立杭工信·数金晟1号数据信托，信托业务分类为其他

① Open Data Institute.Data trusts：lessons from three pilots［EB/OL］.2019.https：//theodi.org/insights/reports/odi-data-trusts-report/.

行政管理服务信托。

该案例的业务流程为：杭州征信有限公司以合法持有并经营的数据服务收益权，作为委托财产，设立资产服务信托。底层数据资产已在动产融资统一登记平台完成登记。杭州工商信托作为受托人，对于受托管理的征信数据服务收益权，以信托合同架构为载体，完成资产权属确权行为，并动态观察该数据服务交易模式、频次、服务对价等资产要素，从而在合理审慎原则下开展动态估值。受托人委托杭州征信作为数据服务商，进行数据管理。产品架构中引入了杭州数据交易所对数据交易行为提供专业顾问服务，数据交易可以通过场内交易完成。征信查询等征信数据服务买方向受托人支付费用，信托财产取得收益，受托人按照协议约定，向相关方进行分配（见图2–2–3）。

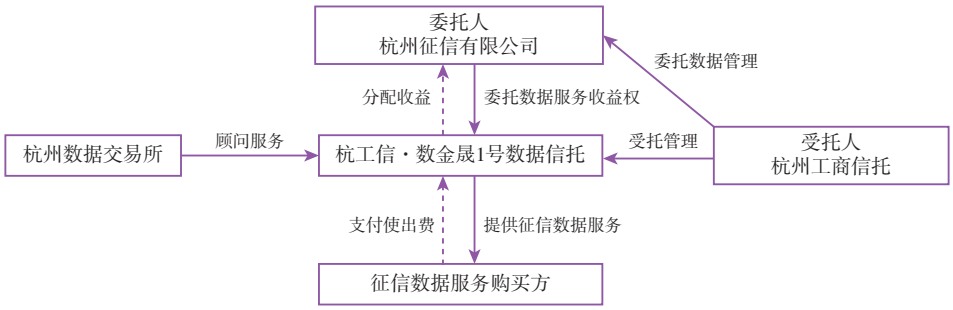


图2–2–3　数金晟1号数据信托交易结构

在该案例中，委托人杭州征信有限公司、受托人杭州工商信托、顾问方杭州数据交易所的实际控制人，为杭州市金融投资集团有限公司。项目成立带有一定的政府推动和支持因素。委托人在设立数据服务信托后，同时担任数据服务商，信托财产标的为数据服务收益权，在信托财产的交付时，不需要数据转移给受托人，受托人在数据信托服务中发挥的数据管理作用相对有限。同时，一些相关制度配套仍待完善，比如受托人进行信托财产——数据资产的运作管理，但难以向数据服务买方开具增值税发票等，对数据交易形成一定的障碍。

杭州征信数据信托核心要素见表2–2–2。

表2–2–2　　杭州征信数据信托核心要素

信托要素	主体
委托人	杭州征信有限公司
信托财产及规模	杭州征信有限公司的数据服务收益权。底层数据资产在动产融资统一登记平台完成登记，约7 500万元（动态估值）
信托目的	完成数据资产权属确权，数据服务收益分配等
受托人	杭州工商信托
受托人的职责	帮助资产权属确权，提供动态估值，促进数据服务交易，收取数据资产服务费用，并进行收益分配
受益人	杭州征信有限公司

（2）数据资产融资信托

2016年9月，中航信托与数据堂科技公司设立的“中航信托天启182号特定数据财产信托计划”，规模为428万元，总规模3 000万元，期限不超过24个月。

该案例的业务流程为：2016年9月，数据堂科技公司将其所持有的购买价格为428万元的某数据资产包的使用权，委托给中航信托，作为信托财产设立财产权信托。数据堂通过信托受益权转让，获得现金收入，受让方为宁波梅山保税港区航风投资管理合伙（有限合伙）。受托人对信托数据使用权进行许可使用，数据堂仍作为数据资产包使用方，按年使用率8.5%支付数据使用费给受托人，受托人按约定向航风投资进行信托利益分配。数据堂在合同结束后以428万元价格购买该信托之数据使用权，回购行为于2017年7月27日实施。数据堂公司按年利率1.48%支付信托报酬（见图2–2–4）。

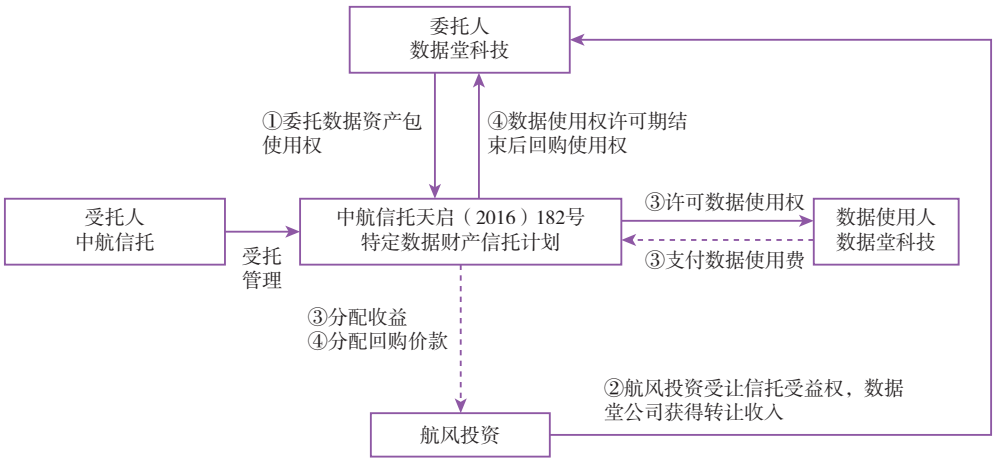


图2–2–4　天启182号特定数据财产信托计划交易结构

从信托结构设计上看，委托人设立财产权信托，并进行信托受益权转让，目的是获得融资。数据资产财产权信托的收益支付方、回购方均为委托人，数据资产收益主要来自处置对价，出价者为委托人自身，而非其他数据资产买方，项目实际为固定收益类融资信托。数据资产持有人以数据资产包的使用权作为信托财产，受托人对使用权进行许可使用，受许可方为数据使用人，受托人收取并分配收益。该案例对数据资产包的持有权、使用权、收益权进行了隔离，是数据资产信托领域的早期探索。

数据资产融资信托核心要素见表2–2–3。

表2–2–3　　数据资产融资信托核心要素

信托要素	主体
委托人/原受益人	数据堂科技公司
信托财产	委托人所持有的某数据资产包的使用权
信托财产规模	该数据资产包系委托人购买，购买价格为428万元，使用成本法估值

续表

信托要素	主体
信托目的	委托人（受益人）以持有的数据资产包的使用权，设立财产权信托，并通过转让信托受益权进行融资
信托财产运用方式	对信托数据使用权进行许可使用，获取使用费
受托人	中航信托
信托受益权转让受让方	宁波梅山保税港区航风投资管理合伙（有限合伙）

3. 个人数据场景

零散的个人数据的经济价值较低，在被汇总和处理之后才发挥更大的经济价值。个人通过将数据委托给数据信托，由数据信托按照约定选择对该数据有需求的数据处理者，可将数据财产权益转化为货币性或非货币的收益。

（1）北京国际大数据交易所“数据授权平台”

2023年12月，为解决个人信息、企业信息在数据流通中的合规性问题，帮助个人及企业数据主体获取数据使用的知情权、自主权和收益权，北京国际大数据交易所上线了“数据授权平台”。个人数据主体通过微信小程序就能实现对个人信息使用的有效管理，可以选择特定数据主动授权给他人或接受他人授权申请的方式允许数据被查询使用。通过对数据使用的逐笔逐场景授权操作，替代“一揽子授权”现象。

个人数据主体同意其数据被查询使用时，可以按一定比例获取数据交易流通的收益，从而使数据真正成为可给个人带来收益的资产，个人的授权意愿更强烈、授权操作将更便捷。目前平台上已提供学历信息、互联网行为、运营商数据、年龄、星座、联系方式等信息的授权查询（见图2–2–5）。

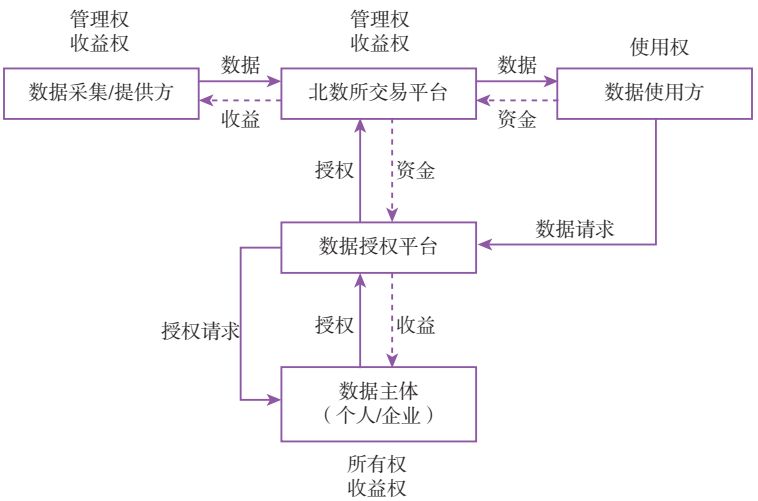


图2–2–5　北数所个人数据授权平台

（2）日本个人信息银行

日本从2017年开始探索个人信息银行[①]（个人信息使用信用银行）。虽然称之为“银行”，但业务模式属于信托，即公民将个人数据托管给经过认证的运营商，由运营商集中运营以实现个人数据资产的交易和变现。信息银行的基本架构如下：数据主体需要到信息银行的服务窗口缔结个人数据存储的承诺合同，也可以采取智能合约方式。作为提供数据的对价，信息银行则向个人支付一定的数字货币（包括企业通货、地区通货以及积分等不同形式）、现金、折扣券、有价值的服务信息以及信用评分。例如，个人如果把自己的所有健康诊断数据存入信息银行，那就有权获得健康咨询的免费服务。假设某些基本信息被泄露，还可以获得一定金额的赔偿。信息银行在对数据进行匿名化处理之后再提供给希望对数据进行营利性应用的企业，并从企业获得相应的回报基金。不同信息银行之间也可以开展业务合作，而监察机关则对所有信息银行的数据保存、销售、中介服务等业务活动进行过程管理。

4. 慈善数据场景

慈善数据信托可以在数据提供者或数据用户的慈善机构间共享数据。典型案例有美国的Open Humans、瑞士的MIDATA[②]和英国的生物银行。Open Humans 2015年成立于美国，是一个非营利组织，允许个人和社区捐赠个人数据用于研究、教育和健康项目。委托人是已经注册成为Open Humans社区成员的个人，受托人是Open Humans平台，受益人是学术机构、科学家和研究人员。Open Humans允许每一个委托人决定其数据是否可以被用于某个特定的研究项目；在欧盟通用数据保护条例（GDPR）下运营的英国生物银行（注册为一个慈善机构，其董事会担任慈善受托人），管理着由50万人捐赠的用于科学研究的健康数据，这些数据是项目参与者在参加项目时就已经同意被使用。这些数据经过匿名处理，由英国生物银行向世界各地的研究人员广泛提供，对常见和威胁生命的疾病——如癌症、心脏病和中风进行新的科学发现，以改善公共健康。

5. 经验借鉴与启示

（1）数据资产信托的结构模式

从案例来看，数据资产信托的交易结构大致可以包括两种：一是由数据主体或者数据来源者作为委托人，主要为了保护数据主体权利，并在数据主体、数据控制者/处理者、数据产品需求者等各方，进行数据权利分置，共同使用，共享收益；二是在信托成立前，由已经获得数据资产使用权、数据产品服务收益权等的数据控制者，作为委托人，设立数据信托，

① 中国信息通信研究院.大数据白皮书［R］.2021；季卫东.数据权利保护的方向及前沿实践［J］.北大金融评论.2021.

② Aapti Institute，Open Data Institute，Global Partnership on AI.Enabling data sharing for social benefit through data trusts［EB/OL］.2022.https：//gpai.ai/projects/data-governance/data-trusts/.

促进数据产品或者服务的交易，获取数据交易收益。在数据资产信托基础上，可进一步申请在交易所上架。交易所标准化交易机制和透明化交易机制可以促进数据资产的价值实现，使数据信托的效能放大。

（2）当前实践探索的局限性

一是数据资产信托在境内外都尚处于探索阶段，落地案例比较少。国内外案例多为试点项目，尚未形成市场需求主导的可复制、成熟的商业模式。

二是国内数据资产信托设立的目的相对单一。国内主要是促进数据资产形成、价值实现、数据资产融资等，海外数据资产信托主要是出于数据隐私保护、数据安全共享等角度。

三是信托公司在数据管理上的介入不深，主要承担提供信托架构的作用。数据资产信托管理者兼具“金融管理”与“数据管理”的双重任务，除具有金融管理能力外，信托公司的数据管理能力还有待提高。

（二）数据资产信托的定义、内涵与要素

数据资产信托的进一步发展，需要基于数据资产信托的实践与理论，厘清数据资产信托的明确定义与内涵，明确委托人、信托财产、信托目的、受托人、受益人等核心要素。

1.数据资产信托定义与内涵

（1）数据资产信托的理论研究

2014年，美国耶鲁大学教授杰克·巴尔金提出“信息受托人”概念，并于2016年首次提出采用信托工具解释数据主体与数据控制人之间关系的主张。美国的数据信托理论中，“信息受托人”不是创设一个独立第三方，而是给数据控制者施加特殊的信托义务。美国《2018年数据保护法》为在线服务提供商收集和使用最终用户数据确立了明显的信托义务，即明确要求在线服务提供商对用户及其相关数据承担谨慎、忠实和保密义务。在实践中，美国一些企业将这个思路用于分析和论证数据控制人与数据主体的关系；英国的“数据信托理论”强调设置独立第三方为受托人，代行数据控制权。数据信托在数据治理视角下并非一种以实现资产升值、取得收益为目的的金融产品，而是实现数据管理、数据共享与安全保障的服务机制。数据信托通过引入第三方主体以其专业能力代为管理信息主体的个人数据，缓解信息主体与数据企业之间地位上的显著差异，以保障个人信息安全为数据共享的底线，促进数据要素流通。

（2）数据资产信托的定义与内涵

2018年，英国开放数据研究所（ODI）首次明确数据信托是提供独立数据管理的法律结构。受托人要承担具有法律约束力的责任，并且应当以信托受益人的最佳利益为考量，作出有关

数据资源权利处置的决定，比如谁可以访问数据、能够以何种方式访问数据或者数据信托的收益如何分配等。[①]英国人工智能委员会（UK AI Council）认为，数据信托是一种个人将法律规定的数据权利（或这些权利的收益）集中到一个信托中，受托人按照信托受益人的利益行使法律赋予的权利的机制。[②]全球人工智能伙伴关系（GPAI）提出，数据信托是一种促进数据生产者共享其数据（或数据权利）的数据管理形式，目的是通过具有受托责任的独立受托人的监督，在技术、法律和政策框架内，与潜在数据用户协商使用条款，促进数据使用并为防止滥用提供强有力的保障。[③]

国内许多学者也对数据信托进行了定义。清华大学黄京磊等认为数据信托可被视作一种新型的、可信的数据流通模式。数据信托不仅是一种保障信息安全的组织结构，还是一种增进数据要素市场可信性的创新性制度设计。[④]武汉大学冯果、薛亦飒认为数据信托是以管理数据权利为初始目的之信托，是大数据时代适应现代数据管理需要而诞生的法律工具，其实质是经过验证的、被各方主体所接受的框架协议。[⑤]南京大学丁凤玲认为数据信托的结构是将数据的控制权交给专门成立的信托机构，由信托机构根据信托目的与规则，为了受益人的利益独立管理数据。[⑥]西南政法大学孙莹认为数据信托是一种委托人以自身持有的数据设立信托，受托人委托第三方机构对特定数据资产进行运用增值并产生收益，并基于信托合同进行信托利益分配的数据流通制度。[⑦]

结合我国《信托法》、国内外研究与实践等，本专题认为，数据资产信托是委托人基于对受托人的信任，为实现数据资产托管运营、交易流通、安全共享、价值实现、收益分配、投资融资等目的，将其拥有的数据、数据权利或资金委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。从业务分类上来看，数据资产信托基于信托目的的不同，可以是资产服务信托、资产管理信托或公益慈善信托。

数据资产信托因其间的信义关系而对受托人施加信义义务，通过受托人对数据资产进行专业化服务管理以平衡数据权利保护与数据流通使用之间的冲突。数据资产信托在数据要素市场中的定位如图2-2-6所示。

---

① Open Data Institute.Data trusts：lessons from three pilots［EB/OL］.2019.https：//theodi.org/insights/reports/odi-data-trusts-report/.

② UK AI Council.Exploring legal mechanisms for data stewardship［EB/OL］.2021.https：//www.adalovelaceinstitute.org/report/legal-mechanisms-data-stewardship/.

③ Aapti Institute，Open Data Institute，Global Partnership on AI.Enabling data sharing for social benefit through data trusts［EB/OL］.2022.https：//gpai.ai/projects/data-governance/data-trusts/.

④ 黄京磊，李金璞，汤珂.数据信托：可信的数据流通模式［J］.大数据，2023.

⑤ 冯果，薛亦飒.从“权利规范模式”走向“行为控制模式”的数据信托——数据主体权利保护机制构建的另一种思路［J］.法学评论，2020.

⑥ 丁凤玲.个人数据治理模式的选择：个人、国家还是集体［J］.华中科技大学学报（社会科学版），2021.

⑦ 孙莹.企业数据确权与授权机制研究［J］.比较法研究，2023.

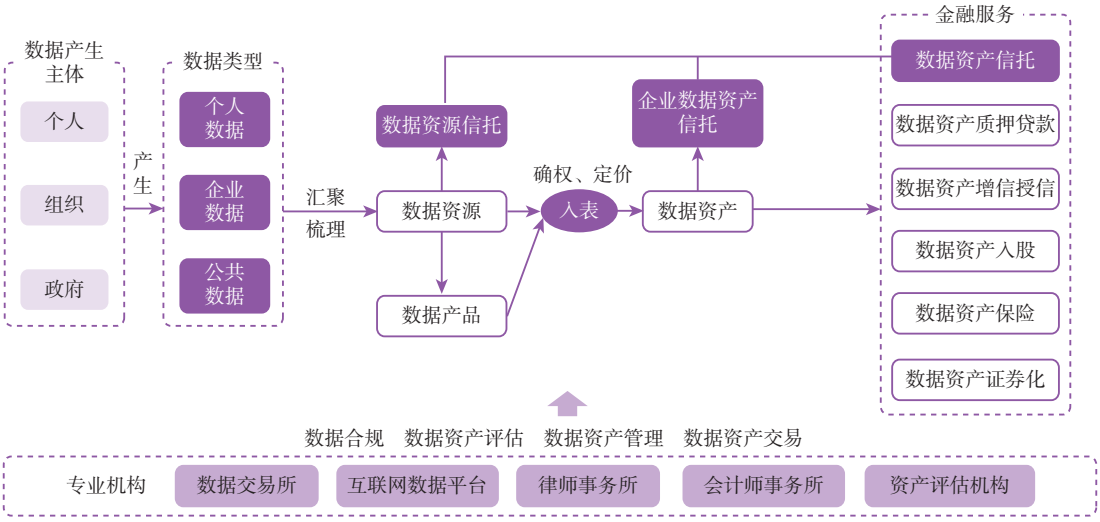


图2-2-6　数据资产信托在数据价值链中的定位

基于数据资产化的链条环节，广义的数据资产信托包括数据资源信托和企业数据资产信托，这两者的主要区别在于信托行为的发生时间点。数据资源信托涉及的信托行为是在数据资源被正式确认为数据资产之前发生的，而企业数据资产信托则是针对已经被确认为数据资产的企业数据进行信托管理。数据资源信托可能涉及个人数据权利的信托，比如个人以自己的个人数据权利设立信托，由受托人进行数据全生命周期管理运营，从而实现数据的合规使用和合法收益的分配。这种信托模式有助于解决个人数据保护和流通的问题，通过信托机构的专业管理，增强数据使用的透明度和安全性。企业数据资产信托则更侧重于企业在数据资产形成后的管理和运用。例如，企业通过设立数据资产信托，将企业数据资产作为信托财产，由受托人进行专业管理，实现数据资产的增值、保值、风险隔离、价值挖掘，并通过合规授权运营，实现数据更广泛地共享，促进数据流动和使用。本专题后文所称数据资产信托均为广义的数据资产信托。

（3）业务分类

数据资产信托因其不同的信托目的和财产管理方式可以对应多个分类。若信托公司作为独立第三方，依据委托人要求提供数据资产的运营托管、账户管理、执行监督、收益分配等专业受托服务时，可属于资产服务信托大类，具体根据服务的内容和模式又可分为“其他行政管理服务信托”“资产证券化服务信托”“担保品服务信托”“新型资产服务信托”。这也是目前数据信托实践应用的主要业务类型归属。

若数据资产在经过客观、公允的定价机制后，获得社会投资者认可，成为具有可复制推广和可明确定价的投资品时，信托公司募集投资者资金，投资于数据资产时，该类数据资产信托业务又可以归属于资产管理信托。

若信托公司将一些公共数据、政府数据出于“取之于民，用之于民”的社会公益的角度

进行应用，并将数据资产产生的收益用于公益慈善目的时，理论上应归于公益慈善信托。

2.数据资产信托的核心要素

信托业务逻辑出发点是委托人需求。在信托设立之前，委托人要明确设立信托的目的，交付信托的财产及其管理方式，信托受益人的安排及其信托利益分配方式等。数据资产信托也需要明确委托人、信托财产、信托目的、受托人、受益人等核心要素。

（1）委托人

我国《信托法》第十九条规定，“委托人应当是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”。

根据前文对数据资产信托的定义，数据资产信托的委托人既可以是数据产权人也可以是投资数据资产的投资人。自2022年底“数据二十条”发布后，多个省份响应号召，相继出台了自己的地方版“数据二十条”政策或草案，以因地制宜的方式细化和实施数据基础制度。上海版草案具有较强的创新性[①]，其第五条、第六条详细规定了数据产权以及数据产权人。结合前文讨论，数据资产信托的委托人应从数据产权人切入。以下是一些实际例子来具象化这些产权人的角色：

数据生产者、采集者：“数据产权人在生产经营活动中自主生产、采集并持有数据资源的，依法享有数据资源持有权，可以通过管理、传输等方式控制数据资源，排除他人干涉。”例如，个人将自己的简历数据托管给贵阳大数据交易所，通过数据信托的方式进行管理。在这个过程中，个人作为数据的生产者和采集者，是数据资产信托的委托人。[②]

数据加工者、使用者：“数据产权人基于数据资源持有权或者基于交易、流通等合同约定，依法享有数据加工使用权，可以对数据进行实质性加工或者创新性劳动，形成数据产品并实现价值。”例如，网络科技有限公司可以作为数据加工者和使用者参与信托，通过协助个人实现数据治理、脱敏加密、产品封装和交易等工作，并从数据产品交易中获取中介费用。

数据产品经营者：“数据产权人自行或委托他人加工、分析形成数据产品的，依法享有数据产品经营权，可以自主经营，也可以委托他人经营，对数据产品进行市场化流通并取得收益。”企业或组织可尝试通过信托形式管理和运用数据资产，以促进数据资产的价值实现和风险管理。信托公司可以为数据资产提供价值形成、转化、处置的服务，帮助数据资产成为“入表”资产，并进一步提供投融资管理服务。

部分数据资源的持有者将自己业务范围拓展至数据加工使用和数据产品经营，会出现“一个主体多种角色”的现象。

---

① 上海市人大常委会办公厅.上海市促进浦东新区数据流通交易若干规定（草案）[EB/OL].2023.https://mp.weixin.qq.com/s/XV-aJpPQh5WVHV-xTk1Amw.

② 王媛丽.数据信托：首例个人案例完成，更多应用场景待探索[EB/OL].2024.https://www.yicai.com/news/101968763.html.

（2）信托财产

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。本法所称财产包括合法的财产权利”。目前，英美法系对信托财产的确定性未有明确的所有权权能的限制，可扩大解释为包括财产权益。我国《民法典》第一百二十七条规定，“法律对数据、网络虚拟财产的保护有规定的，依照其规定”。虽然本条只是一个引致条款而无实际规范内容，但为后续具体法律规范的建构提供了一个兼容度极高的制度接口，亦为数据资产具有的财产权益性质可以进入信托财产范畴留下了解释空间。[①]

从理论上看，数据权利作为一种财产权利，可以成为信托财产。由于数据具有客体属性、确定性[②]、独立性，存在于人体之外，数据权利属于民事权利。但由于数据权利客体“数据”的自然属性与现有的民事权利客体的自然属性不同，所以数据权利是具有财产权属性、人格权属性、国家主权属性的新型民事权利。[③]

“数据二十条”创新数据产权观念，淡化所有权、强调使用权，建立了数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权等分置的产权运行机制，跳出了数据流通中所有权问题的困扰。三种权利的内涵也在不断明确，参考相关研究[④]和地方政策[⑤]，数据资源持有权是指数据持有者对于通过合法途径获取的数据，无论是自主生产、基于业务运营的需要采集以及产生的数据，还是通过采购、共享等方式获取的数据，有权依照法律规定或合同约定通过管理、传输等方式控制数据资源，并拥有排除他人对控制状态侵害的权利。数据加工使用权可以再细分为数据加工权和数据使用权，其中数据加工权是指对具有合法来源的数据，权利人在法律规定或合同约定的限制条件内，对数据开展加工、分析、计算等处理活动的权利。数据使用权是指基于数据共享、数据交易等方式，数据需求方（权利人）对合法获取的数据资源或数据产品在法定或合同约定范围内进行使用的权利。数据产品经营权指权利人对通过合法途径获取的数据资源，在法律规定或合同约定的范围内，自行或委托他人加工、分析形成数据产品，享有在合法范围内进行市场化流通并获取收益的权利。

数据授权需在数据资产信托设立与管理框架中进行规则设置。在数据共享状态即非排他性下，针对特定情形进行重新授权和单独授权。以《个人信息保护法》第二十三条（个人信息再分享条款）为例，数据产品使用权交易若涉及个人信息，数据资产信托管理者履行法定

① 王佳琦.数据资产化下的企业数据信托构想［C］.第三届国际信托法前沿研讨会论文集.2024.

② 数据自然属性的非物质性、传递性、扩散性和再现性，导致其数据主体无法通过像物那样实际占有、控制和利用，也无法通过与他人的约定来对抗第三人的占有和享用。因此，可以比照知识产权的独占性。知识产权的独占性指法律仅赋予知识产权所有人行使知识产权中的各项权利。无体物的独占性的实现主要是未经所有人的授权，其他人不能商业性地制造、使用、销售、进出口、模仿、复制。因此数据的独占性可以通过法律实现其独占性。

③ 李爱君.数据权利属性与法律特征［J］.东方法学，2018.

④ 上海社科院互联网研究中心，上海赛博网络安全产业创新研究院，阿里巴巴法律研究中心，瓴羊智能科技有限公司：数据要素“三权分置”理论范式及其实践路径研究［R］.2023.

⑤ 上海市人大常委会办公厅.上海市促进浦东新区数据流通交易若干规定（草案）［EB/OL］.2023.https：//mp.weixin.qq.com/s/XV-aJpPQh5WVHV-xTk1Amw.

告知义务，并取得个人信息主体的单独授权。如此，相较于传统信托中委托人通过一次性转移财产权委托财产以成立信托关系，委托数据成立数据资产信托关系乃是通过数据主体的授权完成。数据主体作出设立或加入信托关系意思表示时，所含的对数据处理的授权不能使数据资产信托管理者获得如传统信托受托人一样的完全的信托财产处分权等特定情形下，数据资产信托管理者需要获得多次授权，若涉及多人需获得多人授权。就数据作为信托财产的确定性，以“时空双界限”条款保障数据信托财产确定性。对数据信托管理人收集数据的时间界限与空间界限，进行明确并得到授权，以使受托数据的内容和范围，以及相应的价值得以确定。

（3）信托目的

我国《信托法》第六条规定“设立信托，必须有合法的信托目的”。委托人设立数据资产信托的目的可以包括数据资产的托管运营、交易流通、安全共享、价值实现、收益分配、投资融资等。在数据资产服务信托中，基本目的是要运用“信托”的法律架构，在数据主体和数据控制者/处理者之间引入第三方（受托人），解决“数据主体与数据控制者/处理者之间不平衡的权力关系”问题，从而在更好地维护数据主体权益的前提下推动数据共享、提升数据安全、形成数据资产、发挥数据价值。在数据资产管理信托中，信托目的可以是委托人希望通过对数据资产包、数据资产相关企业的投资，实现资金的保值增值。

（4）受托人

我国《信托法》第二十四条规定，“受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人。法律、行政法规对受托人的条件另有规定的，从其规定”。《信托公司管理办法》第七条规定，“未经中国银行业监督管理委员会批准，任何单位和个人不得经营信托业务”。因此，数据资产信托的受托人一般应为信托公司。

考虑到数据资产的独特性质及其管理所需的跨领域专业知识，可借鉴目前慈善信托中普遍采用共同受托人模式或者企业年金管理中的受托人、管理人、托管人架构，利用不同角色和机构的不同专业能力，来管理和运营数据资产。不同机构之间可以约定各自的具体职责与工作范围，划定责任界线，根据具体情况承担连带责任、补充责任或单独责任，促进受托人的专业化分工。

信托公司还可以依托资源优势，基于多样化的数据应用场景，委托数据交易所、律师事务所、会计师事务所、数据科技公司等多元主体提供登记、估值、顾问、数据托管等专业服务，构建数据资产服务生态。各参与方依据自身的专业能力明确权责关系，共同为数据资产提供从创建、管理到退出的全生命周期的专业支持和服务。这样的安排不仅强化了数据资产管理的专业性和效率，也为委托人和受益人提供了更全面的服务保障。

（5）受益人

根据我国《信托法》第四十三条，数据资产信托的受益人可以是自然人、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。受托人可以是

受益人，但不得是同一信托的唯一受益人。数据资产信托应当重点关注受益人的选择以及信托受益权范围，应符合“数据二十条”提出的数据收益分配的“谁投入、谁贡献、谁受益”原则。

（三）数据资产信托的独特优势

信托财产的所有权被分为普通法上的所有权和衡平法上的所有权。受托人持有普通法上的所有权，负责管理和处分信托财产；而受益人则拥有衡平法上的所有权，享有信托财产的收益和利益。这种分离体现了信托制度的独特性，即受托人对信托财产的持有是为了受益人的利益，而非为了自己的利益。信托财产在法律上具有独立性，与受托人的其他财产相区分，为受益人提供了更高程度的保护。[①]数据资产信托在数据主体和数据控制者/处理者之间作为独立第三方，基于受益人的利益，可对数据的运用进行独立监督管理，可以有效保障数据主体的数据安全和隐私等权益，增强各主体之间的信任，进而促进数据的共享、流通与价值实现，具体来看其独特优势与价值主要表现在以下方面。

1.保障财产独立，实现数据风险隔离

信托制度的核心优势之一是信托财产的独立性，为数据资产提供了风险隔离的保障。信托财产的独立性一方面可以使委托人的数据资产独立于其他资产，免受其他财产相应债权人对信托财产的追索；另一方面，数据资产装入信托，受托人可通过合同约定的方式决定谁可以访问受信托控制的数据以及如何使用这些数据，在使用数据资产信托数据的用户未能遵守信托规则和条件的情况下，受托人可以撤销数据用户访问权限，实现对数据资产的独立监督管理，确保了数据在生产、流通和使用全过程中的独立性，可有效隔离风险，保护数据资产的安全性。特别是在涉及公共利益的数据方面，将个人数据由独立的第三方保管且与数据主体明确使用的规则，可以在一定程度上降低公众的顾虑，鼓励公众主动提供相关数据用以改善公共利益，同时防止数据被滥用。

2.履行信义义务，有效平衡各方权益

从目前的数据要素市场情况来看，各地区企业数据资产入表、数据资产融资和交易的实践仍处于尝试和试点阶段，且参与主体以国有企业为主，其他市场主体的动力仍不足。原因一方面是多数企业特别是非信息技术型或数字化程度较低的企业，往往缺乏将数据资产价值最大化的专业能力；另一方面是企业对自身数据权益是否能得到保障、收益分配是否合理存在疑虑。

数据资产信托的受托人履行信义义务，数据资产权益委托人得以产生更高的积极性设

① ［英］斯蒂芬·加拉赫.衡平法与信托法：数世纪的结晶［M］.法律出版社，2020.

立信托，同时受托人凭借其专业能力可以使受托数据产生更高的价值，进而促进数据要素市场的高效、安全发展。[①]信义义务是一方对另一方民事主体承担的较高级别的法律注意义务，因其中“不冲突”[②]“不获利”[③]规则以及“为受益人最大利益行事”的存在。具体来看，信义义务通常包括忠实义务和勤勉义务。忠实义务要求受托人应自我约束，不得损害受益人利益；勤勉义务要求受托人应主动行为，采取合理的手段和策略从事管理行为，为受益人争取利益。受托人承担的信义义务可夯实数据价值链上的信任底座，解决数据流通过程中因分工定位、信息获取、主体能力等多方面差异化而面临的权益不均衡、收益不对等的难点，实现数据价值释放的长效机制。同时，受托人凭借其在数据治理、分析和变现方面的能力和资源，对数据资源进行深度挖掘和价值创造，包括但不限于数据整合、产品开发、市场拓展等，有助于实现数据价值的最大化。

3. 打造信任中介，促进数据流通共享

当前数据流通的难点、堵点集中在保障数据流通中不泄露、不丢失，用户身份可信以及处理数据的应用程序可信，确保数据共享中的主体、时间、地点、行为以及客体可控等方面。[④]个人、企业和政府等数据主体出于隐私、商业秘密、国家信息安全等顾虑，不信任数据处理者或数据使用者的承诺，不愿风险共享或出售数据资源，这在一定程度上成为数据有效供给不足、流通不畅的原因。虽然目前各地已成立数据交易所进行场内交易，但广泛存在的场外交易仍缺乏具有公信力的载体。

在更新和普及数据管理技术的同时，有必要从制度设计的角度构建激励相容的数据流通模式，提升数据要素市场的可信任性。[⑤]由受托人担任数据处理与交易载体的角色，有助于缓解因数据处理不透明、数据泄露事件频发引起的公众隐私焦虑，增进数字信任，破除数据“信任赤字”[⑥]。特别是在场外交易中，数据资产信托作为一种数据交易流通载体，能够帮助参与者降低交易成本，提高各方参与的规则透明度。零散的数据的经济价值较低，在被汇总和处理之后才发挥更大的经济价值，数据资产信托可以帮助数据主体汇集数据资源，通过合理共享运用实现数据价值。

数据资产信托还可以便利数据要素的跨境流动。各国法律体系的复杂性和多样性提升了数据要素流动难度，而信托制度的国际通用性较强，易于达成共识。

---

① 丁澎绪.探索数据要素市场的结构化模块——数据信托：基于数据收集权与数据资产的双重视角［C］.第三届国际信托法前沿研讨会论文集，2024.

② “不冲突”：受托人在处理信托事务时，必须避免自己的个人利益与信托财产或受益人的利益发生冲突。受托人不得从事任何可能损害信托财产或受益人利益的活动，尤其是不得利用其受托地位为自己谋取利益。

③ “不获利”：受托人并非不能收取报酬，这条规则是指受托人在管理信托财产时，除了合同约定的报酬外，不得从信托财产中获得任何额外的利益。

④ 中国信息通信研究院.可信工业数据流通应用案例集（2023）［R］，2023.

⑤ 黄京磊，李金璞，汤珂.数据信托：可信的数据流通模式［J］.大数据，2023.

⑥ 杨应武.数据信托：数据交易法律规制的新路径［J］.东南大学学报（哲学社会科学版），2023.

4. 运用信托架构，促进数据合规运营

数据资产信托可以高效率解决公共数据授权运营的问题。当前，公共数据授权运营的主要运营管理主体为国有企业。国有企业在执行这一职能时通常需要设立专门的子公司，即数据集团。据统计，全国范围内已成立了21家具有国资背景的数据集团，但这些数据集团的业务内容往往存在重叠。信托架构相较于设立子公司在流程上更为灵活、成本更低、操作更加透明合规，在业务创新和管理运营方面具有独特的优势。同时，通过设立共同受托人，可集合多方的专业能力和资源，实现数据要素的价值创造，有效化解公共数据“开放意愿不强、担忧安全管理风险、技术能力不足”等困境。这不仅有助于确保数据的安全性和合规性，还能促进跨领域合作。

若仅限于国有企业参与公共数据授权运营，可能会影响市场的公平竞争环境，使私营企业在获取公共数据方面处于不利地位。尽管国有企业旗下的数据集团在一定程度上促进了数据整合，但如果管理不当，仍然可能导致数据分割，形成新的数据孤岛。通过信托机制，可以引入更多元化的参与者，包括私营企业和其他类型的组织，从而促进市场公平竞争，推动公共数据公平访问、公平共享与公平利用，激活整个数据市场、撬动社会数据与企业数据的利用。

5. 实现权益重构，灵活分配数据权益

以数据权利或权益作为信托财产的数据资产信托架构可以实现在保证数据信托财产独立性的基础上，将多种权能或权益分配给多元主体的目的。信托架构权益重构的特点与“数据二十条”中建立数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权“三权分置”的数据产权制度框架的总体思路高度契合。具体而言，数据合法控制方可以将自己所有的数据资产或相应权益设立信托，由受托人以自己的名义遵循信托目的，为了受益人的利益托管、运营、转让或处分数据资产或权益。在具体的信托设计和制度安排下，数据资产的控制权、使用权、受益权可以在不同的信托当事人之间得以确认和分配，从而实现数据资产价值最优配置。

6. 集成金融工具和资源，促进价值实现

数据资产信托为数据资产的资本化提供了新途径。数据资产经过公允定价成为金融产品，可以通过信托转化为可交易的金融资产，为企业的数据资产流转和融资提供了便利，有助于实现数据资产的资本化和投资价值。

一方面，信托公司可基于长期积累的金融资源优势，通过债权投资、股权投资、资产证券化等工具，为数据运营商、技术服务商、中介服务机构等主体提供投融资支持。同时，以信托账户作为载体和单元，通过数据权益持续的互动和交易，可以逐步发掘及展现数据资产信托账户承载的数据资产价值，进而通过信托受益权的转让和交易，引入更广泛的社会资本和投资者，形成数据要素动态的价格互动机制，帮助数据资产实现合理定价，提升数据要素

的市场化程度。[①]

另一方面，数据资产的复杂性和动态性要求有更为专业和系统的管理方式。而信托公司在受托服务基础上可以发挥平台价值，帮助数据供给方对接具备专业数据资产管理和运营能力的机构，提供从数据资源化、资源产品化到产品资产化等一系列数据资产全生命周期综合服务，充分挖掘和释放数据价值。

三、数据资产信托的切入场景和业务模式

（一）切入场景与业务方向

根据全国数据资源调查工作组（国家工业信息安全发展研究中心）发布的《全国数据资源调查报告（2023年）》，2023年，全国数据生产总量[②]达32.85泽字节（ZB），同比增长22.44%。全国数据存储总量[③]为1.73泽字节（ZB）。存储数据中，一年未使用的数据占比约四成，数据加工能力不足导致大量数据价值被低估、难以挖掘复用。由此可见，通过数据资产信托等工具，促进数据价值挖掘和运用的市场空间巨大。

1.公共数据场景

“数据二十条”指出，公共数据是党政机关、企事业单位在依法履职或提供公共服务的过程中产生的数据。公共数据以其鲜明的公共性、规模性、多样性和权威性蕴藏着巨大价值。根据麦肯锡测算，我国公共数据开放的潜在价值高达10万亿~15万亿元。也有研究表明，我国政府部门掌握的数据资源占据全社会数据资源总量的80%左右。[④]公共数据已成为当前数据要素市场建构和数字经济发展的重要物质基础。截至2023年底，浙江、江苏、广东、贵州、海南等22个省级行政区，深圳、杭州、济南等4个副省级市已出台相关条例办法。实践层面，全国范围内已成立、重组省市两级数据集团40余家，作为公共数据运营机构，承担当地公共数据治理、加工、运营和平台建设等工作，信托公司可拓展合作的空间不断打开。

根据市场调研，公共数据资产信托的需求基本集中在服务信托、慈善信托等以信托架

① 钟宏，袁田.数据信托的制度价值与创新［J］.中国金融，2021.

② 全国数据生产总量指2023年全国数据创建、复制、捕获和消费产生的数据总量。

③ 全国数据存储总量指全国累计存储的数据量，包括算力中心存储量，以及政府、企事业单位、个人终端的数据存储量。

④ 孟庆国.以公共数据治理为抓手，加快推动数据基础制度的构建与完善［EB/OL］.2022.https：//www.ndrc.gov.cn/xxgk/jd/jd/202212/t20221220_1343707.html.

构提供制度支持方面。从市场需求来看，公共数据具有来源广泛、规模庞大、真实性高等特点，受众广泛且市场需求大，具有较高的市场价值，公共数据转化数据产品进入市场流通，能有效缓解数据需求方信息不对称、数据来源不足等问题，提升需求方的生产效率和质量。目前，公共数据的所有主体基本是国有机关单位，普遍存在数据产品供给不足、共享开放程度较低等现象，数据资产信托能够以服务信托的形式提供信托制度支持，为数据产品的生产经营提供渠道架构，从而优化数据资产的产品化与流通。例如在“双碳”产业、海洋航运等垂直领域数据，以行业细分领域作为信托服务场景，以信托账户作为数据流通、交易的载体，信托公司作为受托人对数据权益进行托管，联合合作伙伴对行业数据进行管理及促成交易，实现数据共享价值。

从数据安全来看，针对公共数据，数据安全尤为重要。例如在航空产业、文化专网、电力等领域，数据所有权单位（如航空集团、国家博物馆、国家电网）都对数据保密性有严格要求。直接交易原始数据可能引发安全问题，如何使这些数据在保密前提下广泛市场化应用是当前痛点。在信托架构中，运用数据资产信托能够将数据的所有权、管理权与收益权加以区分，将公共数据进行结构化处理，将处理后的数据使用权作为信托财产进行市场化推广，达到对原始数据可用而不可见的效果。

从业务模式来看，公共数据涉及场景和相关方较多，领域之间具有较高的信息壁垒，具体业务模式需要根据其逻辑分别分析。以文化数据为例，文化数据的所有方包括文化事业与文化企业，需求方的场景较为多元。依照“数据二十条”，文化机构是数据资源持有权机构（包括公共文化机构和商业文化机构），可以将文化数据委托给信托公司，信托公司在获得数据加工使用权后可以将文化资源数据进一步加工为数据产品进行商业化开发和经营。在文化数据资产信托中，受托人作为独立第三方有助于促成数据交易，盘活数据资产，促进数据流通和共享，按照信托目的提供受托服务，从而实现数据的社会价值和共享价值（见图2–3–1）。

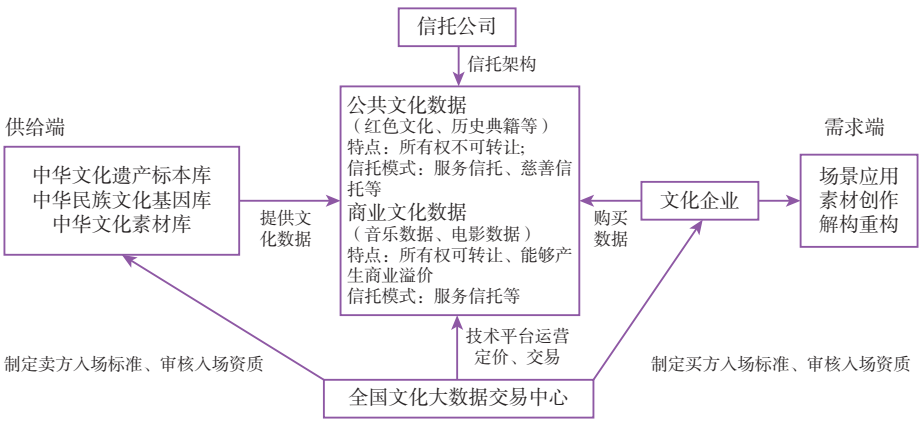


图2–3–1　文化数据资产信托交易结构

2. 企业数据场景

在企业数据场景中，数据资产信托则更多地应用于企业数据资产的管理和运营以及跨行业、跨领域的数据共享和交换。在数据资产信托中，相关企业需要更加深入地了解市场需求和业务需求，以便更好地利用数据资产推动业务发展。

从企业融资需求来看，数据资产质押贷款是目前最常见的数据资产融资方式。具体来说，就是将企业合法所有的、有经济价值的数据资产，通过“入表+融资”的方式对企业数据资产进行定价后，设立质权等担保物权，使企业获取更多的流动资金。

从企业生产需求来看，企业主体在市场上一方面是数据的所有方，另一方面是数据的需求方和使用方。基于市场数据需求而成立的数据资产信托业务大部分属于数据资产服务信托，在数据资产信托架构中，由受托人（或受托人委托的运营机构）在安全合规的前提下，对数据进行清洗、脱敏以及结构化处理，以符合市场需求的形式交付使用方，从而获得信托收益（服务费），并按照约定分配给受益人（一般是委托人或由委托人指定）。例如在中航信托开展的广西电网数据信托业务中，由受托人基于市场需求对用电企业相关的电量信息、电费信息、业扩信息、服务信息等进行整合、加工和分析，生产成符合市场需要的数据产品，由需求方按需采购，可以帮助数据需求方掌握用电主体的用电特征、缴费特征等，进而更好地对用电主体的经营情况进行分析，实现电力数据的市场价值。

3. 个人数据场景

数据市场对个人数据的需求相当旺盛，个人数据具有分散广、场景多、体量大的特点，合理利用可以推动信息资源的优化配置，提高社会整体的运行效率。例如由个人数据加工而成的各类画像应用场景广泛，包括个人征信、营销获客、背景调查、婚恋交友等诸多领域，潜力巨大。

但个人数据流通痛点多，个人数据兼具个体属性、商业属性和公共属性，其权利主体多元，基于职权、法律授权或用户授权形成了复杂的权力关系与结构。[①]个人数据则兼具人格和财产双重属性，强调的是个人在社交互动中对自己数据的主动使用与掌控，体现了个人的自主性和实用性。当个人数据经过“去标识化”或“匿名化”处理后，如何合理使用这些数据以及由此产生的数据资产归属问题，以及个人数据主体在数据流通环节难以保证自主权、知情权和收益权，成为各界关注的重点。国内外已经加速开展对于“个人数据信托”的研究与探索，普遍认为通过信托架构设计可以有效解决个人数据流通中遇到的问题。

一是在个人数据主体有意愿主动分享数据的场景。个人生活数据涵盖个人信息、消费习惯、社交网络、健康状况等多个维度，通过数据确权、流通和交易，可以将个人数据转化为具有经济价值的资产。个人数据信托的应用可以推动个人数据商业模式的创新，个人数据拥

① 雷丽莉.权力结构失衡视角下的个人信息保护机制研究——以信息属性的变迁为出发点［J］.国际新闻界，2019.

有者将其日常生活生成的数据或者数据权利委托给专业受托人，由受托人按委托人的意愿，进行管理或者处分，数据信托在数据主体和数据应用者之间作为独立第三方，基于受益人的利益，对数据的运用进行独立判断和监督，可以有效保障数据主体的数据安全和隐私等权益，增强各主体之间的信任，进而促进数据的共享与流通。

二是在个人数据主体授权，互联网平台等采集与应用数据的场景。截至2024年6月，我国网民规模近11亿人，互联网普及率达78.0%。[①]数字平台作为网民的互联网活动主要基础，是个人数据价值生成全生命周期的关键节点。理想状态下，消费者会授权平台收集和处理个人数据，而平台则提供免费或低价的高质量、个性化服务，并通过用户反馈持续优化算法。这种模式下，双方互为补充，共同推动服务质量的提升。然而在现实中，部分平台为了追求超额利润，常常过度收集用户数据，并忽视数据脱敏处理的基本原则，随意进行关联分析和深度挖掘。这不仅严重侵犯了消费者对个人数据的控制权，还违背了《个人信息保护法》中关于个人数据可携带权的规定。[②]一些头部平台企业利用数据优势转化为市场竞争优势，对原本应该在市场上自由流通的数据实施封禁或限制流通的措施。典型的表现包括拒绝数据开放共享、实施价格歧视和算法合谋等垄断行为，这些做法对市场和消费者造成了极大的危害。最终，这些垄断行为所带来的负面影响将直接反映在市场上，并最终影响每一位消费者。[③]

个人数据信托可以作为数据主体与数据使用者间的独立第三方，信托机构基于受益人的利益，对数据使用进行独立评估和监管，从而有效保障数据主体的数据安全和隐私权利，增强各方的信任关系，进一步促进数据的共享与流通。

（二）模式一：数据资产服务信托

在《信托业务分类通知》的要求下，资产服务信托成为监管鼓励的主流模式，也是信托公司相较于其他金融机构的关键优势。当下数据要素市场正处于高速发展阶段，信托公司有机会通过数据资产服务信托业务，作为数据资产的托管人、数据交易的黏合剂和数据交易资金的监护人，成为数据要素市场的关键成员。其中，数据资产行政管理服务信托和数据资产证券化服务信托将成为信托公司的重点探索方向。

1.数据资产行政管理服务信托

在数据资产行政管理服务信托中，信托公司可以作为独立第三方，提供数据资产运营托管、账户管理、交易执行、份额登记、会计估值、资金清算、风险管理、执行监督、信息披露

① 中国互联网络信息中心.第54次中国互联网络发展状况统计报告［R］，2024.

② 贾瑞雪.打开“黑箱”：平台社会视野下个人数据收集的结构性特征［J］.新闻与传播研究，2022.

③ 韩世鹏.数据要素治理的范式新解与规则展开——基于“卡—梅框架”的视角［J］.江汉学术，2024.

等行政管理类信托服务。其中，针对国家政府机构/部门、企业、金融机构和个人在内的不同客户群体，数据资产行政管理服务信托有丰富的潜在应用场景，有待未来进一步开拓探索。

（1）面向政府机构/部门

国家政府部门和国资/省属企业是我国经济的命脉，拥有人口、卫生、交通等民生和基础设施数据，是数据要素市场重要的数据供给方和需求方。目前，地方政府纷纷探索成立国有数据公司或集团，以地方国有企业为主导力量，专业运营数据资产，发展地方大数据产业，为当地数据要素交易市场发展提供有力支撑和保障。然而，国资机构在开拓数据要素市场时往往遇到专业性和安全性两方面挑战，影响国资机构参与数据要素市场建设的意愿。数据资产服务信托能够较好地解决国资机构的后顾之忧，通过引入外部数据服务商，在信托公司的监督下整合国资机构的数据完成产品化，为政府单位日常决策提供数据支持，放大数据资产价值（见图2–3–2）。

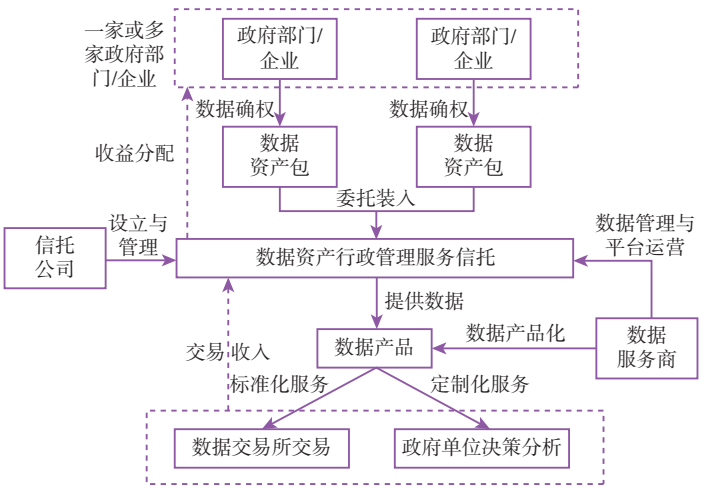


图2–3–2　面向国家政府机构/部门的数据资产行政管理服务信托示例

（2）面向企业

企业是数据要素市场的主力军，是数据要素市场市场化发展的根基。企业在数据要素市场中，往往需要在产品化和数据管理环节投入较大的人力和物力，数据资产专业管理和运营能力成为数据业务发展的关键。面向企业的数据资产行政管理服务信托可以分为两种服务模式，主要针对企业进行对外合作和对内服务两种场景。

对外合作场景中，企业可以基于自身拥有的数据资产，与其他企业的数据进行整合联动，研发出更具价值的数据产品，完成销售变现产生收益。在这种情况下，企业可以与其他企业合作设立数据资产管理服务信托，集中各自的数据资产，完成数据资产产品化变现后，信托公司按照合同约定将信托收益进行分配。相比于一般数据资产入股的权益合作方式，数据服务信托可以减少企业在注册合资公司时的资金占用，支持企业间灵活开展数据交易和业

务合作，作为第三方完成数据产品化和收益分配，保障数据资产多方合作的公平性和安全性（见图2-3-3）。

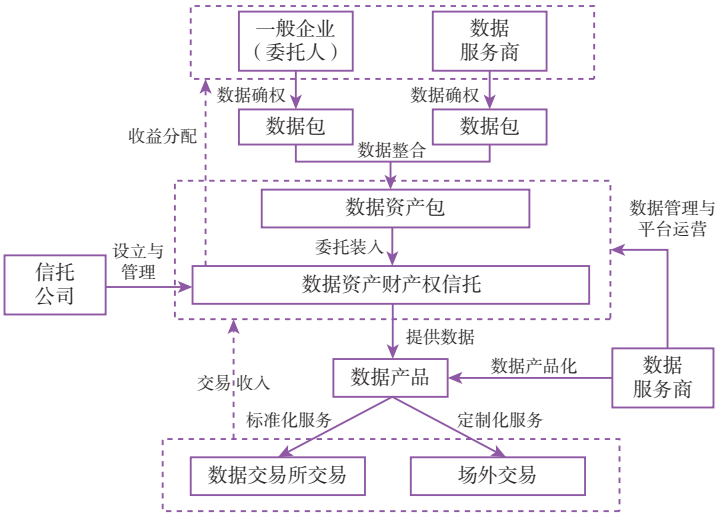


图2-3-3　面向企业的数据资产服务信托示例

对内服务场景中，在数据经济驱动下，企业数据资产的规模快速提升，数据应用场景的复杂度快速提高，需要企业长期投入精力开展数据治理，降低数据运营成本，提高数据资产创收的透明度。信托公司可以为企业提供数据资产托管服务，在行政管理服务内容的基础上，跟踪统计企业数据资产的创收情况，帮助客户统计评估数据包的投资回报率，并对数据的存储、计算方案提出优化建议，赋能企业数据资产精细化管理（见图2-3-4）。

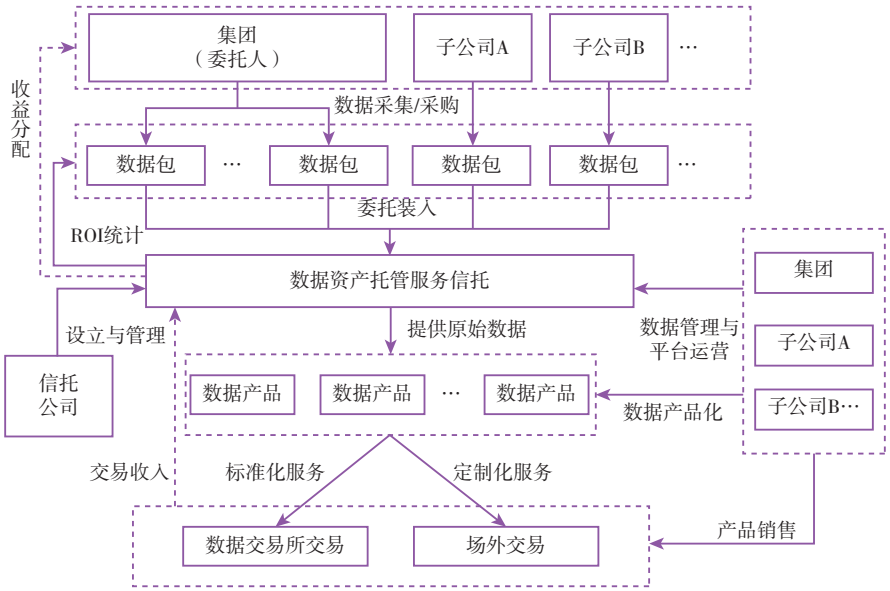


图2-3-4　面向企业的数据资产托管服务信托示例

（3）面向个人

在数据要素市场中，个人数据有非常旺盛的市场需求，由个人数据加工而成的各类画像应用场景十分广泛且潜力巨大。但是目前个人数据主体无法享受收益权，个人没有动力也没有渠道去分享数据，数据使用方难以触达数据主体获得数据授权，导致具有主体隐私性、高价值、非公开的个人数据难以安全流通和便捷使用。信托公司可以充分发挥自身的制度优势，集中管理个人数据的使用，协助对接数据使用者，跟踪、监督个人数据使用的合法性和合理性，按照合同或协议的约定，将应得的收益及时、足额地分配给数据主体。

在数据交易环节，信托公司可以与数据交易所合作，借助数据交易所成熟的数据流通平台，以数据场内交易提高数据授权和数据使用的便捷性和安全性，从而促进高价值非公开数据的流通。

数据信托模式与传统的数据授权模式的区别在于，数据授权模式下的数据流通需要数据使用者每次向提供者提出申请并获得许可，个人数据主体需要自主对数据使用方、场景及潜在的风险进行反复独立判断，效率低下，很多人没有时间和能力审阅授权协议细节，风险较大。在信托模式下个人可以不必每次对是否提供数据进行重复判断，而是由专业受托方根据双方达成共识的数据安全使用控制策略代为决策，这将降低个人决策风险，并提高用户体验感（见图2–3–5）。

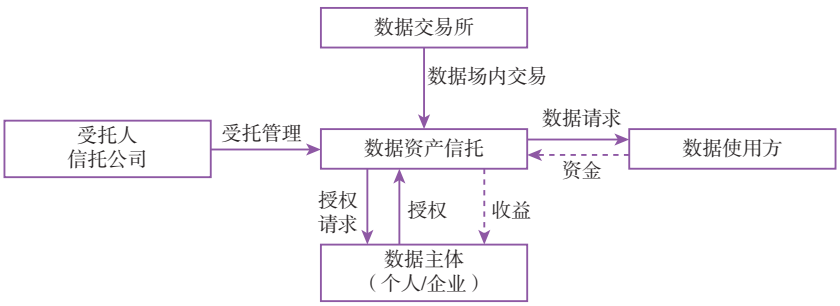


图2–3–5　个人数据资产信托示例

2.数据资产证券化服务信托

数据资产入表意味着数据资产可以在交易平台进行流转交易，满足确权、评估、定价及合规等挂牌交易的要求，具备标准化产品的特征。因此，数据资产的证券化也具有了可行性。[①]围绕证券化中“底层资产”和“现金流”两大关键元素，可探索将部分规范化程度高、预期收益较稳定的数据资产作为证券化产品基础资产。[②]数据资产证券化可以参考市场上已较为成熟的知识产权资产证券化的模式。

① 徐润东.新时代背景下资产证券化创新模式探析（一）：数据资产入表与数据资产证券化［EB/OL］.2024.https：//mp.weixin.qq.com/s/pMHGiZ8zIAJ5PqSxwGHqqg.

② 曹硕,廖倡,朱扬勇.数据要素证券化的“类知识产权”方法［J］.清华金融评论，2021.

信托在数据资产证券化中作为特殊目的载体（SPV）提供受托服务，可以提供一个清晰的法律架构，有助于隔离风险并保护投资者利益。同时，信托公司还可以参与数据资产证券化前端的资产生成，后端的产品承销、投资。在具体交易结构方面，数据资产在现有的基础资产框架上，可以通过债权类、未来经营收入类基础资产来开展数据资产证券化服务信托。

（1）质押贷款债权为基础资产

信托公司通过设立信托计划，向已完成数据资产入表的企业发放信托贷款，信托贷款的规模基于融资企业持有的数据资产的评估价值，而融资企业则以其拥有的数据资产为信托贷款提供质押担保，并约定以数据资产产生的现金流作为第一还款来源，该信托贷款生成拟入池的基础资产（即资金信托受益权）。然后信托公司以信托贷款受益权作为底层资产发行资产证券化产品。信托公司既参与了基础资产生成，又作为资产证券化发行载体的受托人。信托贷款的规模可以根据融资企业持有的数据资产的评估价值灵活调整，为不同规模的企业提供更广泛的融资可能性。除了数据资产产生的现金流外，还可以综合考虑其他还款来源，以增加融资安排的灵活性。该交易模式的交易结构如图2–3–6。

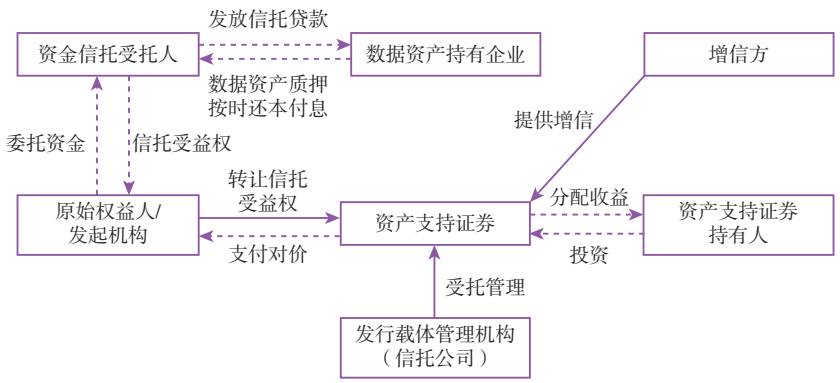


图2–3–6　以信托受益权为基础资产的数据资产证券化

采用该模式的数据资产证券化产品已有落地。2023年7月，由华润信托担任受托管理人的“杭州高新金投控股集团有限公司2023年度第一期高新区（滨江）数据知识产权定向资产支持票据”成功设立，杭州高新金投控股集团有限公司作为发起机构，杭州高新国有控股集团有限公司作为差额补足义务人。12家企业以145件知识产权（其中数据知识产权2件）作为质押物，评估价值1.43亿元，通过信托贷款获得融资1.02亿元。华润信托作为受托人以信托受益权为基础资产在银行间市场发行资产支持票据，发行金额1.02亿元，票面利率2.80%，发行期限358天，该项目为全国首单包含数据知识产权的证券化产品。

（2）应收账款为基础资产

拥有数据资产或数据产品的企业向其他主体提供数据产品服务（将底层资产限定在具体的数据产品服务提供、数据商品交易等与数据资产交易场景下）过程中可能形成的应收账款，信托公司可以以企业的应收账款债权作为基础资产，或者将保理公司向债权人企业提供

应收账款保理服务形成的保理债权作为基础资产，设立资产支持证券向投资者募集资金，债务人到期按时偿还到期应付款项后，信托公司将相应资金划拨至登记托管机构的指定账户用于支付本金和预期收益，并由差额支付人对预期收益和/或本金的差额部分承担补足义务（见图2–3–7）。

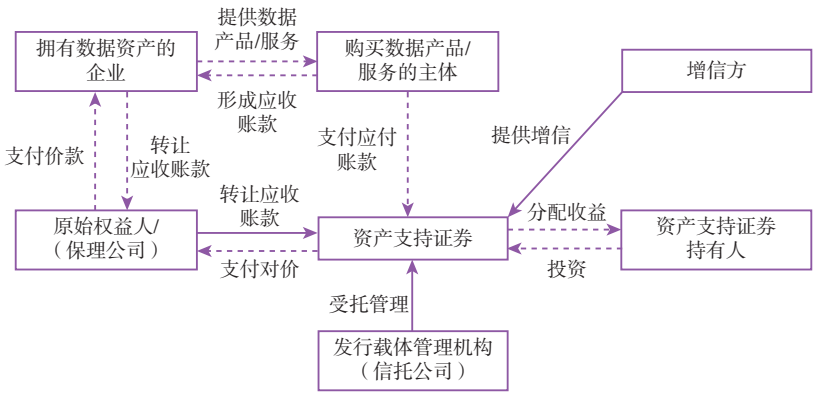


图2–3–7　以数据产品服务应收账款为基础资产的证券化

（3）未来经营收入为基础资产

未来经营收入类基础资产，指特定原始权益人基于国家政策鼓励的行业及领域的基础设施运营维护，或者从事具备特许经营或排他性质的燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康养老等公共服务所产生的收入（见图2–3–8）。[①]

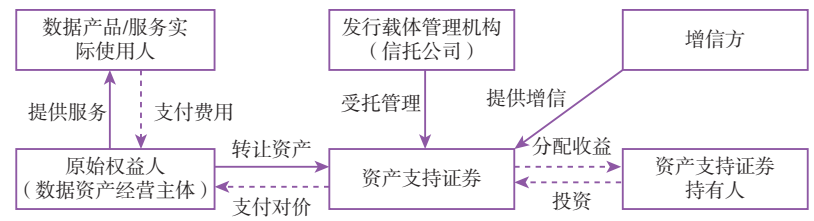


图2–3–8　以数据资产经营收入为基础资产的证券化

数据资产经营收入模式是在数据资产市场发展到一定阶段的产物，当数字经济已经初具规模，智慧城市和智慧社会已经初步建立起来时，这种模式便开始显现其价值。在该模式下，出于未来经营收入现金流稳定性的考虑，通常要求原始权益人在经营基础资产具备一定的垄断性和排他性，而该等垄断性、排他性往往是通过基础资产或底层资产拥有某一行业的特许经营许可来认定。例如，公共数据出于国家安全、公共安全的需要，实务中往往是由政府授权给当地国有企业来加工使用，形成门类众多、具备商业价值但不涉及国家安全、商业

① 上海证券交易所.上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第2号——大类基础资产［EB/OL］.2022.https：//www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/bond/listing/assets/c/c_20221230_5714700.shtml.

秘密及个人隐私的安全数据产品，进而向区域内的不特定商事主体提供数据服务并收取费用，产生较为可观的数据收入。持有当地政府公共数据授权运营的国有企业，可以将其提供特定区域内公共数据服务而产生的未来经营收入转让至特定目的载体（SPV），信托公司作为发行载体的管理机构/受托人以其为基础资产发行资产支持证券。

总的来看，数据资产服务信托业务可切入的场景丰富，尚未形成一个可复制的市场化业务模式，信托公司需根据具体场景、委托人需求等选择适配的业务模式与交易结构。

3. 数据资产担保品服务信托

伴随数据资产抵押融资业务的发展，越来越多的金融机构需要建立数据资产包的专业管理能力。信托公司未来有机会为机构提供数据资产担保品信托服务，信托公司可以代表机构作为债权人的利益，受托管理用于担保物的数据资产包，集中管理和处置数据资产。从具体操作流程上看，金融机构可以将用于抵押担保的数据资产委托设立信托，信托公司负责配合委托人办理担保物抵/质押登记，提供债务人本金归还接收、支付利息、定期分配信托利益等服务，并引入外部数据服务商负责数据资产的日常管理（见图2–3–9）。

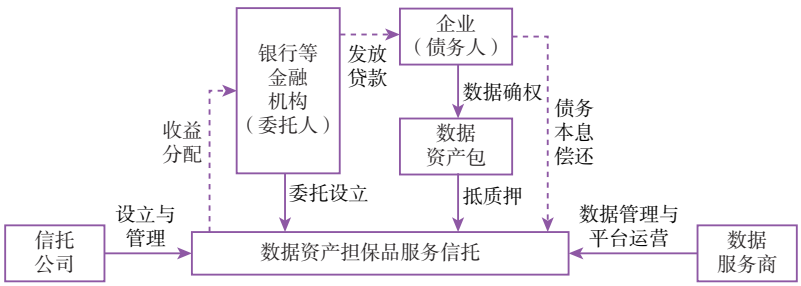


图2–3–9　面向机构的数据资产担保品服务信托示例

（三）模式二：数据资产管理信托

对于广大企业而言，数据资产可以为企业提供融资支持。伴随数据要素市场迅速发展，数据资产的价值逐步得到市场认可，企业可以开辟数据资产融资作为新的融资渠道，既可以获取金融机构的资金支持，还可以进一步激发企业数据治理、挖掘和利用数据价值的积极性，推动数据市场正向发展。同时，数据资产可以成为广大投资者的投资对象，将更多的市场生态伙伴链接融入数据要素市场。投资者通过投资数据资产，不仅可以分享到数据要素市场快速发展的红利，还能够提早布局、占据数据驱动经济增长时代的有利位置，与生态伙伴形成协同效应，发掘新的增长机遇。

目前企业开展数据资产投融资仍面临一定的困难与挑战，主要体现在数据资产价值认定和处置两方面。在数据资产价值认定方面，相比于房产等固定资产，数据资产的价值评估存

在一定的行业壁垒，金融机构对于数据资产如何估值和运营缺乏专业认知，很难把控数据资产的真实价值；在数据资产处置方面，由于当下数据要素市场尚不成熟，金融机构不了解如何实现数据资产变现，银行在判断是否发放贷款时，真正看重的仍然是企业的自身信用，数据资产的价值没有得到重视和体现。

信托公司有机会在数据资产投融资市场中发挥重要作用。首先，信托公司具有独特的制度优势，能够通过灵活、敏捷的产品结构设计，实现数据资产投融资标的与投融资主体之间的风险隔离；其次，信托公司在非标业务领域深耕已久，拥有比较丰富的非标产品设计、发行、运营和管理经验，信托客户对非标产品的接受度也相对较高；同时，信托公司可以立足于数据资产服务能力优势开拓数据资产投融资业务，将其作为信托公司开拓数据信托业务的重要收益来源。

综上所述，企业数据资产投融资业务尚处于一片蓝海，信托公司有机会发挥自身独特优势，将数据信托打造成为金融业态中的特色业务，并有望在数据要素市场中发挥更加重要的作用。

1.数据资产投资业务

数据要素作为数据经济时代增长的关键驱动引擎，越来越多的投资者希望有机会参与到数据要素市场中，享受市场发展的红利。然而大部分投资者对数据产业了解不够深入，资产辨别能力和数据资产运营能力也有限，这就需要信托公司作为专业的金融服务机构，整合匹配资金端和资产端的需求设计资管产品，引入外部有丰富市场经验的数据服务厂商完成数据产品化，并为投资资金和数据资产提供安全保障。

数据资产投资业务可以分为信托产品设立、数据资产产品化和收益分配三个阶段（见图2–3–10）。

在信托产品设立阶段，由信托公司主要负责设立集合资金管理信托，引入外部数据服务商，制定数据产品化和数据交易初步方案，并搭建数据平台等基础设施；投资人作为委托人，认购信托产品份额，对数据产品化、数据产品交易与处置、数据产品收益分配等合同条款内容达成共识。

在数据资产产品化阶段，由数据服务商依照合同约定的范围采购数据资产包，完成数据产品化开发和挂牌销售，并针对目标客户组织定向营销活动；数据交易成功后，交易收入将打入信托指定账户。

在数据资产收益分配阶段，由信托公司负责定期向投资人披露产品化和产品销售情况，并根据合同约定的方案核算产品的收入、成本和收益，将产品收益分配给投资人和相关方。

其中，信托公司作为投资服务方，可以根据委托资金规模按比例收取服务费；数据服务方作为专业服务机构，可以采用基础服务费+销售激励的方式，将企业收入与数据价值化产生的收益紧绑定。

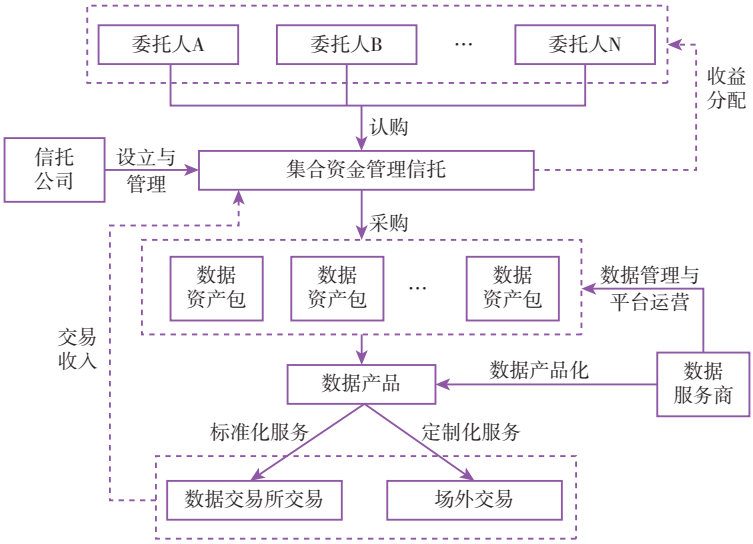


图2-3-10　数据资产投资业务交易结构示例

信托公司在业务中起到关键作用。一是需要引入优质的数据服务商，把控数据资产的产品化方案；二是合理设计符合客户需求和风险偏好的产品结构；三是在数据资产产品化和交易过程中监督、保障数据安全；四是站在投资人的视角运作信托产品、完成产品收益分配，最大化投资人利益。未来信托公司可以从自身采购的数据应用场景，或者从市场供需确定性较高的数据应用场景入手，优先选择有相关行业数据产品化丰富实践经验的数据服务商合作，通过业务试点健全数据资产管理能力，小步快跑，逐步融入数据要素服务市场。

2.数据资产融资业务

伴随数据资产入表、数据资产的价值客观体现在企业的资产负债表中。从理论上讲，企业有机会基于扩充的资产负债表，在融资时得到更多的机构授信；同时，也可以基于数据资产客观价值，通过资产抵质押的方式为企业带来融资支持。目前，已经有企业积极与金融机构合作，探索数据资产在融资方面的应用场景。

银行在数据资产融资服务方面走在前沿。2024年以来，全国各地在陆续开展数据资产质押融资业务。2024年3月，北京银行城市副中心分行携手北京国际大数据交易所及顺义数据要素服务中心为北京顺鑫福通大数据集团有限公司发放440万元数据资产质押贷款，顺鑫福通的食品行业工业互联网标识数据在北京国际大数据交易所完成了初始登记、评估、核验、质押登记工作，多方密切合作，打通了从数据资源到数据资产再到数据融资的进阶路径；同年8月，西部数据交易中心联合华夏银行重庆分行，创设匹配“数据资产挂钩抵押贷款”，在5个工作日内为重庆两江智慧城市投资发展有限公司发放贷款130万元，数据资产通过在西部数据交易中心进行全线上抵押登记，贷款利率采用“前高后低”灵活计息方式，伴随企业数据资产价值提升，贷款利率可随之下降。

银行在数据资产融资业务的实践对信托公司有一定的参考意义，但是整体的适用性相对有限。目前，银行在开展数据资产融资业务时，主要是以企业主体信用为基础，业务实质仍是信用贷款业务。信托公司有机会效仿银行，设立集合资金信托为优质企业的数据资产提供抵押融资服务，但该业务模式整体存在两方面挑战：一是数据资产本身的价值并未得到充分体现；二是信托公司与银行相比，在客户触达、服务场景和融资成本等方面的竞争力有限，选择信托开展信用融资的企业往往是在银行融资遇到挑战，信托公司需要在业务中承担更大的信用风险（见图2-3-11）。

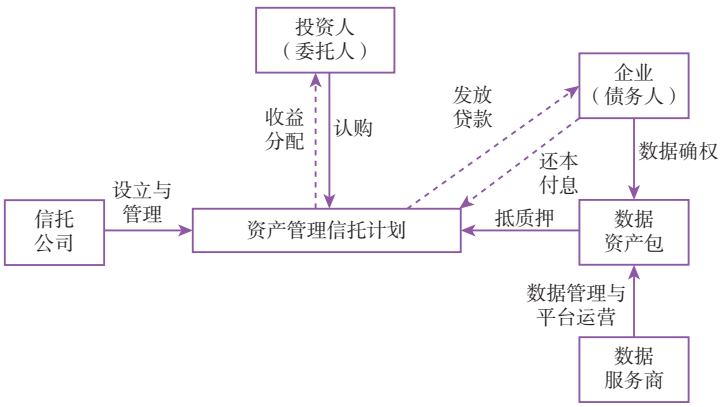


图2-3-11　数据资产质押融资信托示例

对于信托公司来说，应该充分发挥自身的制度优势、专业优势和服务优势，找到适合信托的业务切入点。信托公司可以围绕数据资产估值难、处置难的问题，先以数据资产服务信托的模式，将质押的数据资产与融资人的资产独立出来，通过数据产品化形成现金流，结合市场上真实的供需关系完成数据资产估值，并根据现金流提供融资服务。

四、数据资产信托的展业策略

（一）构建关键业务链条

1.挖掘重点拓展客群

根据中国软件行业协会和海比研究院报告[①]，政府、金融、医疗、制造和教育等行业对数据资源需求较大。从城市分布来看，数据资产化工具的市场主要在一二线城市，从地域分布来看，

① 中国软件行业协会、海比研究院.2021年中国数据资产化工具市场研究报告［R］，2021.

北京、上海、浙江、广东是数据资产化工具市场的第一梯队，占总体市场规模的八成以上。

公共与准公共服务数据场景。数据是构建数字政府业务的核心，数据融合共享是实现数据价值的关键。由于群众需求资源分散和数字政府运行机制不完善等原因，我国数字政府建设仍面临“数据孤岛”问题，数据标准不统一、数据质量不高、数据安全隐患，都成为社会治理数字化转型潜在挑战。“十四五”规划对政府数据资源的流通提出了新的要求，指出要“开展政府数据授权运营试点，鼓励第三方深化对公共数据的挖掘利用”，即通过一定方式授权给特定主体进行市场化运营，进一步带动市场活力。现阶段，国内各地政府均在积极推行管运分离的数据授权运营模式。例如，2022年1月正式实施的《上海市数据条例》第四十四条规定，本市建立公共数据授权运营机制，提高公共数据社会化开发利用水平；第四十五条规定，被授权运营主体应当在授权范围内，依托统一规划的公共数据运营平台提供的安全可信环境，实施数据开发利用，并提供数据产品和服务。

因此，本专题认为未来数据资产信托在数字政府、智慧城市、数据委托运营中均有较大的需求和展业空间，可探索运用数据资产信托参与公共数据授权运营，可重点拓展的单位和切入环节（如图2–4–1所示）。数据资产信托可促进数据在政府不同部门、不同地区政府间的共享，提高数据的运用效率、挖掘数据价值、辅助公共政策制定，提升政府治理水平（见图2–4–1）。

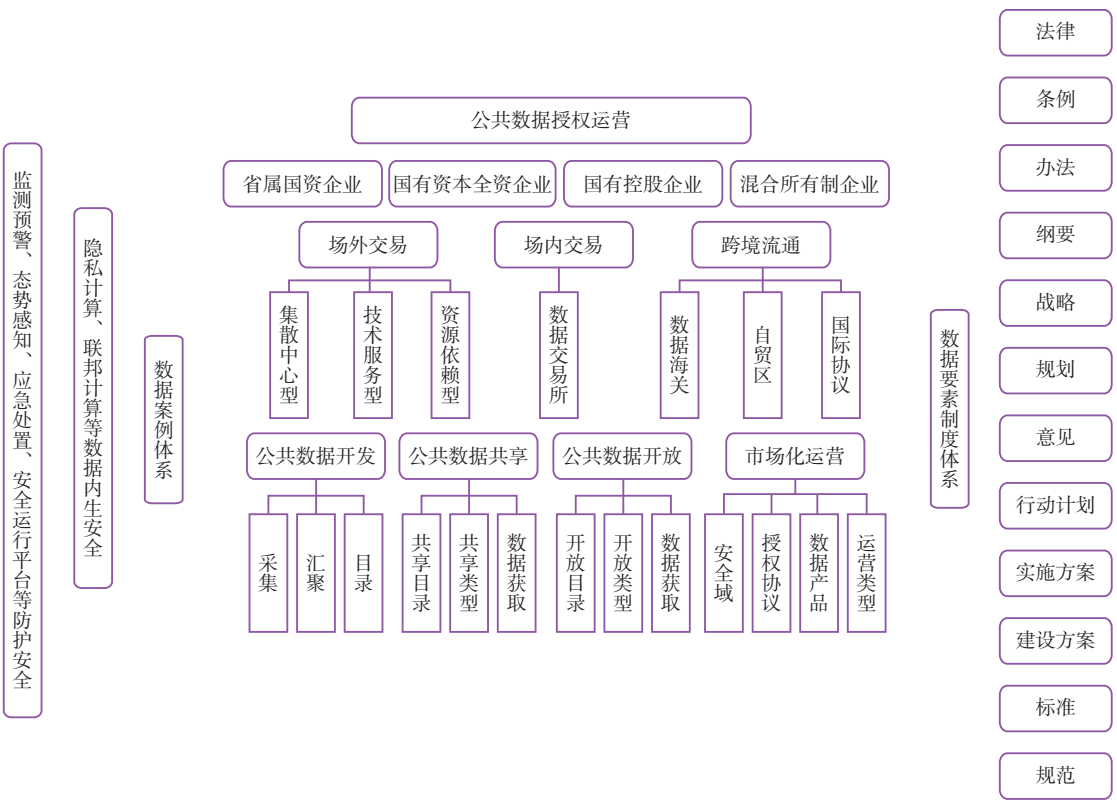


图2–4–1　数据资产信托切入公共数据场景的方向

在一些准公共场景，数据资产信托也有较大运用空间。例如在医疗领域，虽然医院借助互联网平台和电子病历积累了大量的医疗数据，但是单个医疗机构在数据量方面仍有明显局限性，而跨院的数据共享依然非常困难，且个人数据泄露的风险也在不断增加。借助数据信托，可以实现快速实现针对不同群体、不同地区样本数据的搜集，解决单个医疗机构在数据量方面的局限性，实现临床诊断、医学研究、公共健康等多个领域的应用。

互联网、金融行业等商业数据场景。互联网和金融行业具有典型的数据驱动特点，是目前数据采集量大、对数据共享和运用需求最为广泛的商业领域。在互联网领域，个人数据集中在部分电商、社交媒体领域巨头，个人数据的聚集效应越来越明显，不可避免会出现数据歧视、信息茧房、大数据杀熟乃至隐私侵犯等诸多问题。从不掌握个人数据的企业视角，会造成数据资源被垄断带来的发展与竞争壁垒；从个人视角，较为分散的数据资产分布与管理模式将导致维权困难；而从政府视角，市场资源配置的公平性与市场经济的稳定性则难以把控。同时，越来越多数据集中在少数企业手里，这对个人的隐私安全甚至国家安全都会造成影响。数据安全和权益保护成为互联网平台经济健康发展的重中之重，企业自身和政府监管层面均对更优的数据治理机制有更强的需求。

在金融行业，信贷风险评估、供应链金融、精准营销等领域均对数据有较强的需求，用户行为数据和场景数据掌握在不同金融机构、互联网公司、其他数据源公司手中，若运用数据资产信托，可以增强不同主体间的信任，结合特定的数据存储和运用技术，促进金融机构和不同数据源公司联合建模，在保障数据安全和隐私的前提下实现跨行业的数据共享，加强金融风险识别和防范能力。

2.数据资产信托产品设计

首先，设定信托目的。信托公司首先需要明确数据资产信托的信托目的，通常包括数据资产的保护、流通、增值、数据权益分配、数据资产投融资等。

其次，选择模式架构。以数据资产服务信托为例，从一般情况来看，架构可以分为“以数据控制者为中心”“以数据主体为中心”两种。

以数据控制者为中心的模式中，数据控制者（公司、政府、医院等各类组织）将其经数据主体授权同意而通过一些应用（例如社交媒体软件）采集和存储的个人数据（或数据权利）转移给数据资产信托管理，数据资产信托的受托人（信托公司）成为实际上的数据控制者。受托人选择合适的数据处理者对数据进行开发应用，获得的收益在不同主体间进行分配。

以数据主体为中心的模式中，数据主体即个人作为委托人决定将其某种数据（或数据权利）转移给数据资产信托，数据资产信托的受托人（信托公司）在对数据进行汇总、匿名化等处理后，按照信托合同约定，与希望运用该数据的数据处理者进行协商，数据处理者为访问和使用数据的权限支付一定的对价，进而向受益人分配。这一模式中受托人需要负责与每

一个委托人进行对接，进行数据的采集和标准化，展业难度相对更大。

3.数据资产的估值定价

信托公司需对拟装入信托的数据资产或数据资产权利进行全面评估，包括数据的价值、权属、质量等，确保数据资产的合法性和有效性。数据资产的定价与传统资产的定价机制存在明显差异。数据的价值高度依赖于其应用场景及使用者的具体需求，在不同的使用情境下，同一数据集可能展现出截然不同的价值，这使数据资产的定价呈现出高度的灵活性和多样性。目前，国内外相关标准化组织、财会领域组织、技术咨询服务企业均从多个视角开展积极探索研究[①]，并建立了多元的体系和方法（见本专题附录1）。当前的数据价值评估主要借鉴了传统的资产评估方法，包括成本法、收益法和市场法，但每种方法的应用范围和可行性有所不同。

成本法是以待估资产实际成本为基础的一种评估方法。当从成本出发评估数据资产的价值时，一般是按照该项数据资产的重置成本作为确定评估对象价值的基础，扣除相关贬值，以此确定评估对象的价值。[②]例如，工业企业用电数据与工业经济的关联性分析、用电预测等可以为经济发展和调整提供依据，对于用电数据资产的估值定价一般采用成本法，公式如下[③]：

$P=C\cdot(1-\delta_1)\cdot\delta_2$ 或 $P=(C-D)\cdot\delta_2$

其中，P是数据资产评估价值；C是重置成本；δ_1是贬值率；δ_2是质量因素调整系数。

具体实施步骤包括：

数据源分析：首先对数据资源的采集、存储和处理成本进行详细分析，确保所有投入都得到合理记录。企业可以通过数据的开发成本、数据存储设施的维护费用以及相关技术人员的薪酬来计算数据资产的基本价值。

复用与质量评估：进一步考虑数据的复用性和质量因素。数据的多次使用和较高的质量将直接提升其价值，同时也需要根据数据的应用场景对成本进行调整。若数据在特定应用场景中的稀缺性较高，则其开发成本可能需要进行相应的调整，以更好地反映其潜在的市场贡献和价值增长。

收益法是基于数据的应用场景，通过数据资产预期带来的经济效益并考虑相关风险后折现计算的价值。例如，国际贸易数据资产可以服务于企业，未来收益可以合理预期并用货币计量，预期收益所对应的风险能够度量，收益期限能够确定或者合理预期，可采用收益法进行评估。收益法的基本计算公式为：

---

① CCSA TC601大数据技术标准推进委员会.数据资产管理实践白皮书6.0［R］，2023.

② 德勤.数据、数据资产及其价值评估［EB/OL］.2023.https：//www2.deloitte.com/cn/zh/pages/finance/articles/data-asset-and-its-evaluation.html.

③ 海南省资产评估协会，海南省数据产品超市，海南瑞衡资产评估，中联资产评估，中瑞世联资产评估.数据资产评估场景化案例手册［R］，2024.

$$P=\sum_{i=1}^{n}\frac{A_i}{(1+R)^i}$$

其中，P是数据资产评估价值；A_i是数据资产未来第i个收益期的收益额；i是未来第i年；R是折现率；n是未来收益期限。

具体实施步骤包括：

未来收益预测：企业需要基于历史数据和市场趋势，对数据未来可能带来的现金流进行预测。该方法的核心是将数据视为一个持续产生经济效益的资产，并通过贴现率计算其现值。

增量效益计算：收益法不仅考虑现有的数据收益，还应当计算数据为企业其他业务带来的间接效益。例如，数据分析可以提高运营效率，优化决策流程，这些增量效益同样应纳入数据资产的总价值。

市场法的核心在于通过比较被评估资产与市场上可比参照物的交易价格来确定资产的价值。这种方法的实施需要一个活跃的资产市场以及可获取的参照物交易信息作为前提条件。由于目前数据要素交易市场还不够成熟，公开可获取的价值参数有限，导致采用市场法进行评估的研究在实践中并不普遍。市场法的计算基本公式如下：

$$P=S\cdot\sum_{i=1}^{n}\delta_i$$

其中，P是数据资产评估价值；S是可比数据资产成交额；δ_i是修正系数。

具体实施步骤包括：

市场交易案例分析：企业需要参考市场中相似数据资产的交易案例，确定该数据产品的价格区间。这要求企业对市场动态保持高度敏感，及时捕捉最新市场价格信息。

价格波动区间评估：由于数据资产市场的流动性和成熟度尚在发展中，市场法在实际应用时，需谨慎对待价格波动可能带来的不确定性。这种波动性可能导致数据资产的估值不稳定。因此，企业应结合其他估值方法进行综合评估。

鉴于数据本身的特殊性质，需要根据数据质量、数据安全性和数据应用情况等因素对评估结果进行适当优化和调整。信托公司可以通过建立一套数据质量和数据安全的评分规则，并统计数据应用的具体场景范围、用户基数及使用效果等指标，来确保数据资产评估的全面性和准确性。以北京国际大数据交易所的数据资产价值评估方法为例，其首先通过梳理数据字典、建立规则库、进行规则智能匹配、生成数据质量评价脚本、执行数据质量评价、核验评价结果、撰写数据质量评价报告等一系列工作，完成对业务场景数据的质量评价和分析，并形成数据质量评价报告，为数据资产价值评估提供数据质量要素指标基础。在提供评估保障和确保评估安全的前提下，分析数据资产的基本属性和基本特征，对数据资产进行数据评价，获得可供价值评估使用的质量要素、成本要素和应用要素等参数，再采用收益法、成本法或市场法完成价值评估（见图2–4–2）。

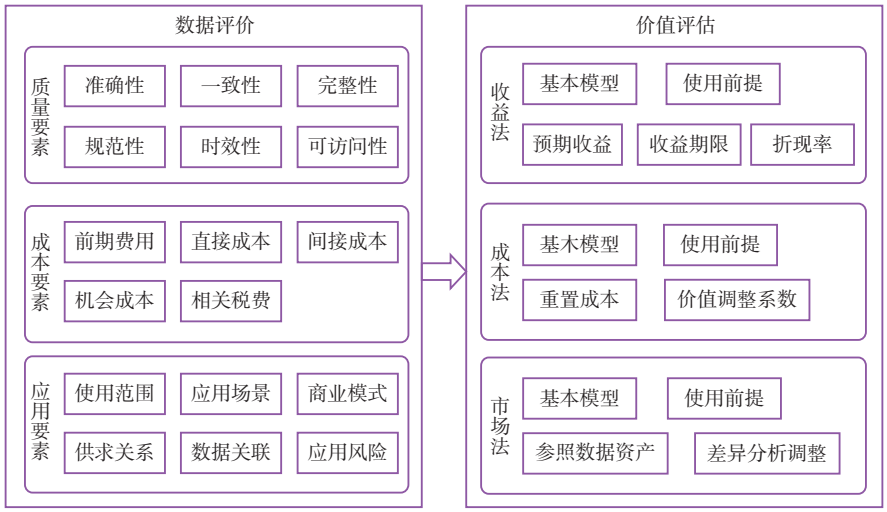


图2–4–2　北数所数据资产价值评估框架

2024年，海南省大数据管理局指导，海南省资产评估协会等联合编制印发《数据资产评估场景化案例手册（第一期）》选取了电力、旅游、海关、国际贸易、气象、制造6个行业，聚焦数据要素行业典型应用场景，基于具体案例开展数据资产评估分析工作，从行业现状概况、案例详情、评估目的、行业应用场景、评估价值类型、评估方法等几个方面提供了数据资产场景化评估的具体操作指引，在一定程度上为解决不同应用场景下的数据资产评估提供了解决思路和解决方案，相关场景的评估案例也可为信托公司开展数据资产信托业务提供一定参考。

4.数据资产信托的运营管理

信托公司在数据资产信托业务中可能需承担一定的数据资产运营管理职责。信托公司需要对数据服务、数据流通情况进行持续跟踪和分析，运营管理的环节可包括运营托管、账户管理、交易执行、份额登记、风险管理、执行监督、信息披露等，建立科学的正向反馈和闭环管理机制，促进数据资产的迭代和完善，不断适应和满足数据资产的应用和创新需求。

（1）数据资产托管

信托公司作为独立的第三方当事人，依约安全保管数据资产，按照数据持有主体的要求提供数据传输等服务。由于数据资产的存储、保管对相关软硬件基础设施有较高要求，信托公司可与专业的数据存储机构合作；为数据资产信托设立专门的信托账户，用于存放和管理信托财产及相关收益；根据合同约定的会计核算办法和资产估值方式，根据相关会计准则的规定对数据资产单独建账，进行会计处理（估值）、账务核对、报告编制等。

（2）数据资产风险管理

建立健全的数据安全保护机制，确保数据在传输、存储、处理过程中的安全性和保密

性；对数据资产的来源、使用、流通等环节进行严格的合规性审查，确保符合相关法律法规和监管要求；建立数据安全相关的风险预警和防控机制，及时发现并应对可能出现的网络攻击、数据泄露等风险事件。

（3）数据资产维护与监督

建立对数据资产属性框架、数据资产目录、数据资产内容以及数据资产访问权限的规范化维护流程。根据法律法规及信托合同约定，将受托管理的数据资产的情况向委托人、监察人等履行披露和报告义务。对数据使用主体对数据/数据产品的流通、运用等情况进行监督。

（4）数据资产收益清算结算

根据信托合同约定，通过信托账户归集数据资产产生的收益，执行信托账户的资金划拨、办理资金清算等事宜。根据受益人持有数据资产信托的份额，办理数据资产产生收益向受益人结算、分配、交收等事宜。

（5）数据增值服务

信托公司可提升数据资产管理相关专业优势，或发挥资源对接优势加强与专业数据科技公司合作，接受委托人委托通过清理、加工等附加服务以提高数据质量，部分数据还需要脱敏等进一步操作以保护个人隐私，供数据使用主体进一步使用。此外，信托公司还可为数据资产提供增值服务，如数据分析、数据挖掘、数据交易等，帮助委托人提升数据资产的价值。

（二）探索可持续的商业模式

数据资产信托业务的良好发展需要合理、稳定的商业模式，进而给参与各方提供适当参与动力。可持续的商业模式关键点在于两方面：一是在依法合规前提下推进数据资产信托的创新发展；二是逐步探索建立稳定的盈利模式。

1. 确保数据管理全流程合规

中央金融工作会议指出，要坚持在市场化法治化轨道上推进金融创新发展。数据要素市场是新兴领域，数据安全、数据合规是数据流通、交易、运用和资产化的重要前提。信托公司在开展相关创新业务中，要严格遵守《数据安全法》《个人信息保护法》等法律法规，全面考虑数据的来源、流通、存储、使用、共享、出境、销毁等各个环节的合规性，以防范潜在的法律风险。

来源合规：数据的来源合规是数据资产化的首要条件。信托公司需审查委托人在数据收集环节数据的获取方式是合法的，并且已经获得数据主体的明确授权。特别是在涉及个人信息的情况下，需严格遵循《个人信息保护法》中的“知情同意”原则。此外，还应审查第三

方数据来源的合法性，确保数据在收集、存储和使用过程中不侵犯任何第三方的合法权益。采取有效的技术和管理措施，防止数据在处理过程中出现泄露、篡改或滥用的情况。

流通与存储合规：数据流通是数据资产化过程中的关键环节，应确保交易的数据已经过去标识化或伪匿名化处理，确保数据主体的隐私得到有效保护。信托公司可加强与各地数据交易所合作，更多采用场内交易方式提高数据流通的安全性。数据存储的合规性要求在存储数据时采取严格的安全措施，以防止数据被非法访问、篡改或泄露。信托公司若不具备直接存储大量数据的设施和能力，可委托专业机构对数据资产信托的数据进行托管。

使用与共享合规：在数据使用过程中，信托公司必须严格遵循相关法律法规的要求，确保数据的使用目的与收集时的约定一致。数据的使用范围和目的应明确且受到严格限制，不能将数据用于未经授权的用途。此外，应采取技术措施和管理手段，确保数据在使用过程中不被非法访问或篡改。数据共享是实现数据资产价值的重要途径，但也伴随着一定的合规风险。在进行数据共享时，必须确保数据的共享对象符合相关法律要求，并采取有效的保护措施，如数据加密、访问控制等，以确保数据的安全性。同时，应与数据共享对象签订明确的协议，规定双方在数据使用、保密和合规方面的责任，防止数据在共享过程中出现泄露或滥用的情况。

数据销毁合规：数据的销毁同样是数据资产管理中不可忽视的环节。信托公司在项目到期时，须遵守法律规定的销毁时限和方式，确保数据在销毁过程中不会被非法恢复或滥用。常见的数据销毁方式包括物理销毁、数据覆盖和加密删除等，应根据数据的重要性选择适当的销毁方式，并确保销毁过程的合规性。

2. 逐步建立可持续的盈利模式

在盈利模式方面，国外研究基于试点提出数据资产信托的多种收入来源[①]，主要包括由数据资产信托的委托人支付费用，由使用数据的人或组织支付费用，由数据资产信托受益人支付费用，来自政府或其他公共部门组织的资金，来自慈善机构等非政府资助机构捐助者，由利益相关方共同出资，以上各类方式的组合等。

由于数据相较于其他财产具有一定的特殊性，其本身的价值在运用前难以确定，不同的运用方式带来的价值可能存在较大差异，而且数据运用产生价值不一定是货币性的。传统的财产权信托基于信托财产价值一定比例收取信托报酬的模式可能不一定适用。如果数据资产信托通过对访问其管理的数据收费来创收，数据资产信托的收入将与需求方（数据使用者）、有多少人加入数据资产信托以及不同数据资产信托之间的竞争相关。这可能削弱数据资产信托作为调整数据资产相关方之间权利不对称和保护弱势群体的独立第三方工具的作用；如果数据资产信托向基于数据使用的收益收费，数据使用者可能会倾向于将其数据用于能产生

① Open Data Institute. Data trusts：lessons from three pilots［EB/OL］. 2019. https：//theodi.org/insights/reports/odi-data-trusts-report/；UK AI Council. Exploring legal mechanisms for data stewardship［EB/OL］.

更高收益的领域，例如基于广告的模式，这将可能影响数据资产信托对隐私和数据安全的保护。

数据资产信托的商业模式将与多个因素密切相关，包括数据信托使用场景、信托目的、数据运用的类型和用户等。不同的商业模式可能对数据资产信托的可持续性和受托人的独立性产生一定影响，信托公司需基于具体展业场景，设计适配的收费模式，促进数据资产信托业务的可持续发展。

从目前的实践来看，信托公司的角色主要是提供信托架构，在数据资产的具体管理和应用中介入不深，收取的费用相对较低。未来，可持续提升数据产品开发、资源整合等主动管理能力，参与数据资产增值收益的分配，逐步建立可持续的盈利模式。

（三）加强金融科技支撑

1. 整体技术框架

数据资产信托的法律架构从法律上明确数据权利的独立管理与监督，各主体在数据共享、流通中的权利，实际业务开展过程中数据的存储、流通、共享需要充分运用各类数据管理技术，实现信托制度与技术基础设施融合。数据资产信托的整体技术框架依据数据资产信托产品的运行逻辑从基础数据、底层技术、核心系统、场景应用的层次进行设计。

在数据层，基础数据收集分为个人基础数据与个人隐私数据。个人基础数据主要为无法识别到特定个人的信息行为数据，由数据服务公司在提供网络服务过程中搜集；个人隐私数据则是可直接识别特定个人的数据，如个人信用数据、个人金融数据和个人健康数据等，由个人用户授权提供。在以数据控制者为中心的模式中，数据控制者经过用户个人授权或服务收集取得海量的个人数据，根据内容进行结构化处理形成数据信托的对象数据；在以数据主体为中心的模式中，信托公司在获取数据主体授权后，对数据主体的数据进行采集，将基础信息和个人隐私信息根据业务目标通过技术手段实现数据清洗、分类聚合、将数据信息业务化、实现数据资产提炼。

技术方法层包含数据采集技术、存储技术、加工技术、流通技术、分析技术等。现阶段若委托人主要是企业、政府等组织，数据的采集、加工等主要由这些组织完成，数据的分析由数据处理者开展。数据资产信托重点应用数据流通环节的技术，例如人工智能、区块链、隐私计算、匿名化、智能合约等新技术。通过多种技术的应用，强化数据管理与保护能力，全面提升数据利用的安全性、合规性与保密性。

数据资产信托业务需要一套IT系统群提供全方位的线上化、智能化支持。例如，建立数据管理系统管理基础数据和数据资产；建立数据交易系统实现数据的授权和使用；建立渠道管理维护各类上下游渠道信息，与各类外部专业服务机构进行对接等；建立运营管理系统，监管数据的保存与应用的全过程、对访问和使用请求等进行智能化审批；建立数据价值评估

系统，通过各类估值模型对数据资产进行合理定价，支持数据的流通交易。同时，以上系统需与信托公司的客户管理、份额登记等系统互联互通，高效支撑业务开展。

应用场景层面，数据资产信托产品中数据的应用类型分为公共数据、商业数据、其他数据。数据资产信托中的数据集合按照其数据内容进行整合分类供不同的数据处理者使用（见图2-4-3）。

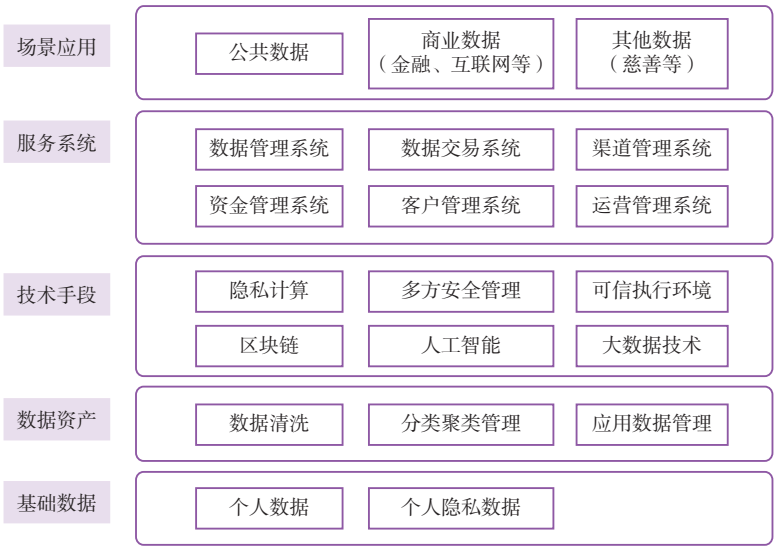


图2-4-3　数据资产信托的技术架构

2. 关键技术应用

传统大数据技术对于数据在机构间的流通场景缺乏支撑，导致对外的数据融合应用与对内的数据安全保护总是难以兼顾。当侧重数据应用时，个人信息外泄的情况严重；而当侧重数据保护时，可流通的数据范围和数据对象受到限制，数据的价值难以发挥。近年来，隐私计算被认为是最有希望解决跨机构间数据有序流通问题的一类关键技术。Gartner发布2022年重要战略技术趋势，继续将隐私计算列为未来几年科技发展的重要趋势之一。

隐私计算，广义上指带有隐私机密保护的计算系统与技术，能够在不泄露原始数据的前提下对数据进行采集、加工、分析、处理与验证，涉及数据的生产、存储、计算、应用等数据处理过程。[①]隐私计算能够在保证数据所有者权益、保护用户隐私和商业秘密的同时，充分挖掘发挥数据价值。从技术原理讲，隐私计算融合了密码学、人工智能、计算机工程等众多学科。从20世纪70年代发展至今，隐私计算已逐渐形成了以多方安全计算、联邦学习、可信执行环境为代表，混淆电路、秘密分享、不经意传输等作为底层密码学技术，同态加密、差分隐私等作为辅助技术的相对成熟的技术体系（相关术语定义详见本专题附录2）（见图2-4-4）。

① 国家工业信息安全发展研究中心.中国数据要素市场发展报告（2020-2021）[R].2021.

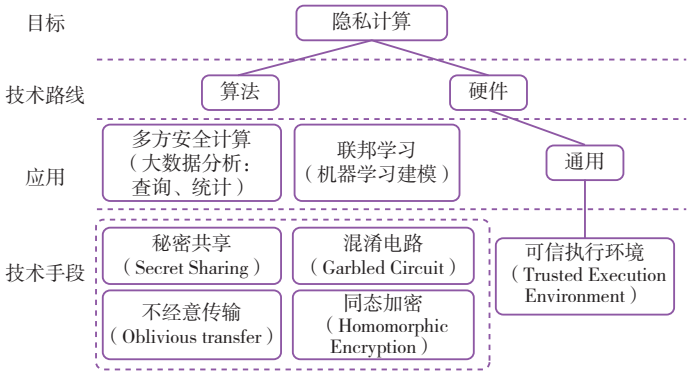


图2-4-4　隐私计算的技术体系[①]

在具体的商业场景中，隐私计算具有在保护数据安全的情况下处理海量数据的基本能力。建立隐私计算基础设施平台促进多方的数据协作和计算，实现数据合规高效流转，运用多种隐私保护计算技术，满足不同场景需求，赋能医疗、保险、政务、金融、安防等多个行业，兼容性能、安全性、精度等多方面因素要求，实现数据“可用不可见”和“数据不动价值动”的新型计算范式。

近年来，人工智能技术与大模型应用快速发展，可大幅提升数据资产管理效率，也可以赋能数据资产信托业务的发展。具体主要体现在以下几个方面：第一，提升数据处理与分析能力。数据资产信托业务涉及大量数据管理和交易，要求对数据资产进行全过程管理和运用。大型人工智能模型能够在短时间内高效处理和分析大规模的数据资产，提高数据处理的速度和效率。通过机器学习和数据分析，滚动优化数据资产的评估模型，有助于信托公司更准确地判断数据资产的价值，从而制定合理的方案。第二，增强数据资产领域的风控合规能力。数据资产信托业务作为新兴的信托业务模式，面临着一些风险和挑战。人工智能模型能够识别数据应用中的异常行为和模式，帮助信托公司及时发现并处理潜在的风险事件。通过智能合约和自动化审查工具，大模型可以帮助信托公司确保业务操作符合相关法律法规和监管要求。第三，优化信托业务流程。信托公司在开展数据资产信托业务时，会参与一系列数据交互的流程。通过智能合约等技术可以实现信托业务流程的自动化，减少操作风险。第四，创新信托产品和服务。通过分析客户的偏好和需求，大模型可以为信托公司提供定制化的服务方案。通过深入挖掘数据资产的潜在价值，发现数据中的商业机会和风险因素，提供全面的风险评估和决策支持。大模型与人工智能技术在数据资产信托业务中可以发挥重要作用，为信托公司带来更加广阔的市场前景。

（四）融入生态圈多方合作

数据管理的产业链涵盖数据采集、数据存储、数据加工、数据流通、数据分析、数据应

① 牧心·隐私计算理论和效率［EB/OL］.https：//blog.csdn.net/Aibiabcheng/article/details/116269051，2021.

用等多个环节，每个环节均有众多专业机构，相关领域的前沿技术也在不断革新，信托公司很难自主掌控所有的技术，需要与产业链上各类专业机构加强合作，共同打造数据资产信托服务（见图2–4–5）。

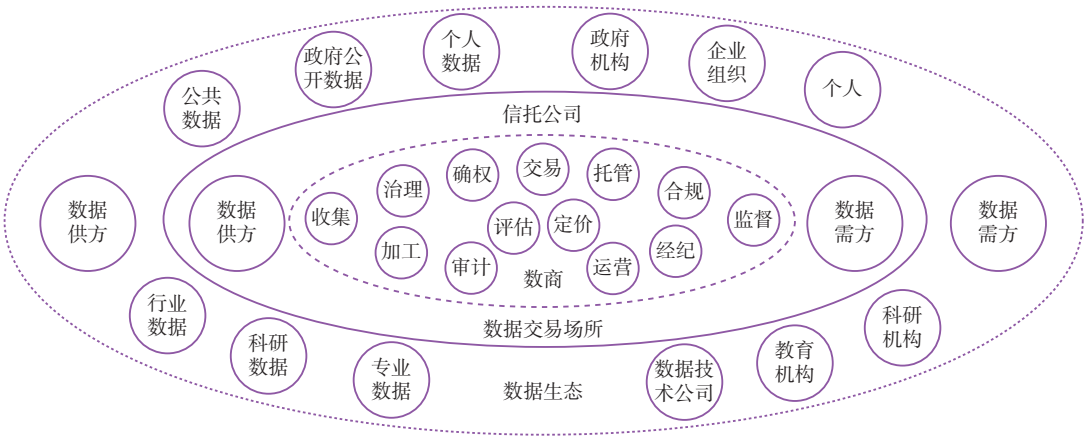


图2–4–5　数据生态圈

数据资产信托的生态应该包含数据资源供给方与需求方（例如政府部门、金融机构、实体企业等）、安全保障方、合规处理方、算法参与方、场景参与方、技术支撑方、数据交易服务方等各类具备公信力的机构。

从当前国内的数据要素生态来看，国家大力推动数据场内交易。以数据交易所为核心的交易链路，以数据交易所为平台，由数据供应者、数据需求者、数据中介方等共同组建。以北京国际大数据交易所标准交易结构为例（见图2–4–6），数据的场内交易相比传统的商品交易，除交易行为本身所需的申请、磋商、实施等环节外，还需要专业的平台或数据运营方提供数据的治理、加工服务以及专业第三方提供的数据价值评估、法律合规评估、数据审计等专业服务。另外，根据数据供给方自身技术实力，还需要数据技术公司参与提供技术支持服务，包括数据的存储、数据加工计算以及数据安全保障等服务。

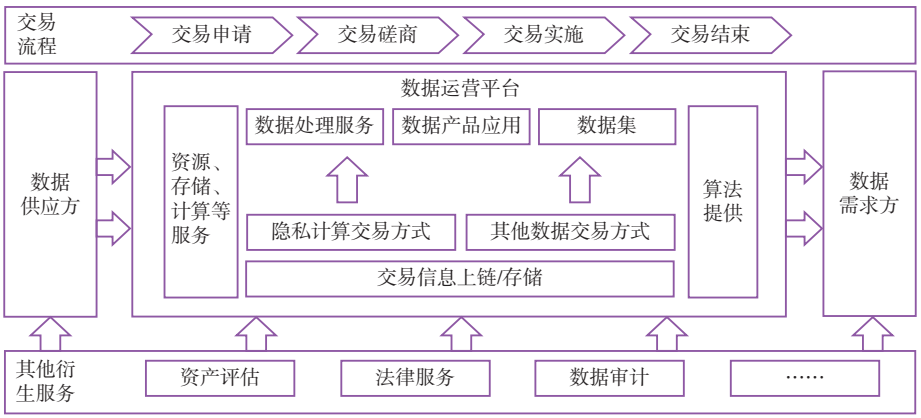


图2–4–6　数据场内交易流程

数据运营方和数据交易所为场内交易结构中的两个核心参与者，信托公司融入数据要素生态，需要加强与数据运营方和数据交易所的合作。

数据交易所作为当前数据要素市场的交易平台，拥有着大量的数据服务商和数据产品。信托公司与数据交易所的合作，可以从合规交易结构出发，通过引入信托制度架构，在法律层面实现数据资产的独立和风险隔离，共同打造可复制、易推广、合规交易的信托模式，凸显信托的服务属性。

数据运营方作为数据的实际经营者，与传统科技企业类似，在扩大数据规模，找寻数据产品不同的加工和产品化方向，同时又要找到运营收入和数据产品扩张之间的平衡。而信托不仅可以凭借制度优势，在保证商业化运作之时，做好运营收益的分配，更可以将有价值的数据产品进行资本化运作，盘活数据资产的价值，为数据运营方减轻技术投入上的资金压力。

（五）数据资产信托的展业难点与挑战

当前，由于顶层设计尚不完善且数据行业仍处于发展初期阶段，信托公司在开展数据资产信托业务时面临多重挑战，这些挑战涉及制度政策、市场认知以及信托公司的自身能力等多个方面。

1. 制度政策方面

在《信托业务分类通知》下，数据资产信托符合国家政策和监管重点鼓励与支持的发展方向。然而，由于当前数据市场整体的制度建设尚不完善，实践操作面临着诸多难题。

（1）国家层面尚无数据确权、登记的统一规则

数据虽然已被确定为生产要素，且“数据二十条”创新性建立了“三权分置”的数据产权制度框架，但国家层面现行法律法规对上述权利的释义、国家法定权属登记机构及统一的登记规则和流程尚无定论。部分地方和数据交易所在数据产权制度建设方面进行了尝试，如2023年出台《深圳市数据产权登记管理暂行办法（征求意见稿）》《贵州省数据要素登记管理办法（征求意见稿）》，明确了登记机构、主体、内容、程序等多方面内容，但因登记信息分散、影响范围有限，制度办法的适应层级较低。数据产权的界定将直接影响信托财产的界定。数据产权的不清晰一方面导致数据主体、数据控制者、数据处理者对数据权利保护的意识不足，运用数据资产信托的意愿不高；另一方面，影响了其数据权属的确认和防止“一数多卖”的权益保护。

（2）数据估值体系尚在探索，数据资产信托面临定价难

中国资产评估协会于2023年9月发布了《数据资产评估指导意见》，提出了成本法、收益法和市场法作为评估数据资产价值的主要方法，但由于数据要素市场尚不成熟，实践中主

要依赖成本法和收益法。在采用成本法评估模型中，由于数据资产的成本与其价值之间存在较大差异，该方法的应用受到限制；而收益法则因数据价值的易变性，难以确立一个合理的评估标准和评估频率。企业和金融机构对数据资产的估值方法未形成共识。如果企业不把数据拿出来交易，就只能采用成本法对数据资产进行估值，很难反映数据资产的客观价值。数据资产评估的基础工具的选择和模型构建，资产公允价值的计量、信息披露与隐私保护的平衡等问题均需要进一步细化，而数据资产的定价将直接影响信托财产的价值以及信托报酬的定价，这也在一定程度上不利于数据资产信托的发展。

2. 数据资产市场方面

（1）市场主体对数据资产信托的认知不足

数据产品是近年来新兴的事物，但数据产品的应用却有着悠久的历史。特别是在金融行业中，征信数据一直是信贷业务的核心。然而，在数据产品的交易过程中，信托制度较少发挥作用，导致市场对于信托在数据资产交易中的作用和价值认识不足。

企业开展数据资产信托的动力不足。拥有稀缺数据的企业主要包括两类：第一类是产业链龙头企业，对于这部分企业而言，稀缺数据资源就是企业的核心竞争力，所以参与积极性不强；第二类是在特定行业提供数据服务的集成商，这些集成商已经在场外形成了成熟的商业模式。企业将其掌握的数据资产委托给数据资产信托后，其运用数据的范围和方式可能受到更严格的限制，还需要支付额外的成本。若没有相关政策要求，企业出于经济利益考虑可能缺乏动力将数据资产委托给数据资产信托。另外，如果企业在设立数据资产信托前未能充分获得数据主体的同意，其收集个人数据的行为极易产生违法问题，信托公司也很难对企业数据采集的行为进行深入和准确判断，这将直接影响信托财产的合法性问题。

（2）数据资产的流动性不足，资产处置变现存在困难

目前国家政策导向是加大数据交易所的市场供给，但目前场外交易仍是主要形式，数据资产交易的活跃度仍待提升，资产变现存在一定困难。这一点也会影响金融机构对数据资产融资的意愿，金融机构不了解数据资产抵押后如何流通变现，没有意愿单独为数据资产提供抵押融资。目前，银行提供的数据资产融资，本质是以信用贷款的业务逻辑发放，而不是资产抵押的业务模式。

3. 信托公司能力方面

信托公司在开展数据信托业务时，主要面临的技术挑战集中在数据安全和数据技术两个方面。首先，数据安全是数据交易过程中至关重要的环节，当前市场上用以保障数据安全的技术手段均要求较高的技术储备。与此同时，信托公司还需要具备一系列基础服务能力，如数据资产的运营托管、账户管理、交易执行以及信息披露等，以确保数据资产权益得到有效保护，并能充分挖掘其价值。在某些特定的应用场景下，信托公司还可能需要掌握数据挖掘

和加工的能力。因此，信托公司在推进数据信托业务的过程中，不仅要强化技术能力和安全保障措施，还要不断提升自身的专业服务水平，以适应不断发展的数据市场的需求。

五、数据资产信托的发展建议

（一）法律制度与政策层面的建议

完善数据权利立法和定价机制。在国家层面的法律法规中，在数据立法上明确数据权利的内涵界定，厘清在数据生成、采集、处理等不同阶段各类数据权利的归属问题，在数据确权的基础上明确何种数据权利可以作为信托财产；政策制定部门联合行业协会、领先企业共同探索，在国家层面出台数据价值的估值定价标准，为数据的流通提供保障；进一步细化数据权利保护相关的法律法规，加强对数据权利保护的宣传和引导，强化各类主体对于数据权利、数据安全的重视程度，加强数据安全的监管与执法。

出台数据资产信托业务规范与鼓励政策。数据要素市场是新兴领域，数据安全、数据合规是数据流通、交易、运用和资产化的重要前提。建议金融监管部门制定数据资产信托业务的管理办法，明确数据信托的法律地位和运行规则，保障数据权利人、数据受托方和数据使用者的合法权益，确保业务全流程合规；联合国家数据局等相关部门支持信托公司开展数据信托业务试点项目，鼓励信托公司积极探索和创新数据信托业务模式。

完善数据资产信托相关税收配套措施。建议金融监管部门协调国家税务总局对数据资产信托提供明确的税收指引，包括但不限于增值税发票开具、数据资产估值和交易税费处理等。当前受托人提供数据资产这类信托财产的管理服务时，只能向数据服务的购买方开具金融服务的增值税发票，难以开具信息技术服务等增值税发票。这种情形可能会导致数据交易过程中的障碍，进而影响数据资产的流通和价值实现，需进一步明确相关政策。

探索特定领域运用信托进行数据管理。建议金融监管部门加强与地方政府沟通，出台地方性法规对数据实行分类分级保护，对关系国家安全、国民经济命脉、重要民生、重大公共利益等数据实行更加严格的管理制度；联合地方政府推动数据资产信托试点，鼓励公共部门、企业、社会组织等采用数据资产信托对数据进行独立管理，对于主动采用数据资产信托进行数据管理的单位给予一定的政策激励。

发挥中国信托业协会在研究、交流、标准制定等方面的作用。建议中国信托业协会定期组织行业内信托公司，分享数据资产信托的成功案例与经验教训，促进全行业的共同学习和发展。邀请政府机构、学术界、产业界等不同领域的专家参与交流，提供多元化的视角和建

议。推动行业内部达成共识，制定数据资产信托的相关标准、展业指引和实践指南。

（二）信托公司层面的建议

明确数据资产信托业务定位，建立适配的展业路径。在国家大力发展数字经济和数据要素市场背景下，数据资产化需求巨大，数据资产信托的发展空间广阔，信托公司应综合考量自身的业务基础、资源禀赋、能力积累、外部挑战等因素，明确数据资产信托业务在公司创新业务布局中的定位；同时，围绕业务链条关键环节、核心能力建设、生态圈融入等明确展业路径。

加大数据资产信托的创新支持力度。为了响应国家战略方向并促进信托业的创新发展，信托公司可为数据信托等创新业务分配更多的资源，设立专项基金或预算，用于支持数据信托项目的启动和发展；建立专门的团队，专注于数据资产信托的研究和实施，确保专业人才的储备；投资于必要的基础设施和技术平台，为数据资产信托的运作提供基础支持；加强与高校、研究机构的合作，共同开展数据信托相关的核心技术和应用研究。

以企业/公共数据场景作为业务起点。个人数据资产信托业务涉及大量个人信息的集合式收集，存在较高的个人信息使用风险，因此较为敏感且实际的案例较少，不适合作为信托公司的初始业务方向。数据交易所的数据产品情况显示，大部分数据产品来源于国有企业与公共数据。由于场内交易通常需要遵循一套标准化的运作体系，数据交易所已经提供了较为成熟的实践模板，因此从场内交易出发是一个相对合适的选择。

提升数据资产估值、风险合规管理等核心能力。信托公司应该加强对不同类型数据资产特性的研究，借鉴国际经验和最新研究成果，建立适合本土市场特点的数据资产估值体系和模型。建立健全数据资产风险管理框架，识别和评估数据资产面临的主要风险，如法律风险、技术风险、市场风险等。

（三）数据生态圈层面的建议

基于自身产业资源优势，发掘数据要素价值化场景。数据资源的价值基于场景，产业链上各类机构可基于各自在数据领域的特有优势，拥有大量数据的互联网平台、大数据产业链上的各类机构可加强与信托公司合作，将技术优势与制度优势相结合，共同开发数据资产信托产品。

加强行业交流，共同建立行业标准体系。行业主管部门、用数企业、数据交易所、数据科技公司、金融机构等共同参与完善数据资产评估、登记结算、交易撮合、争议仲裁等市场运营体系，保障数据交易市场的规范有序运行。成立数据资产行业自律组织，制定行业规范和标准，加强行业内部管理和监督，确保数据合规。

共同构建数据资产信托的服务生态系统。建议行业协会在行业内整合和共享数据专业服务机构资源，信托公司与数据交易所、运营服务商、技术服务商以及数据供需市场等各方的合作与互认，逐步形成一个全面的数据资产信托“服务圈”。

加强金融同业合作，拓宽数据资产融资渠道。数据资产质押融资、增信授信可以极大拓宽中小企业的融资渠道。信托公司应提升自身数据服务能力，与银行、保险公司等金融机构合作，以数据资产担保品服务信托、信托贷款等方式，共同设计和推广数据资产融资方案，为科创型中小企业拓宽融资渠道。

附录1　数据资产评估体系相关研究

政策发文/研究单位	时间	政策/研究成果	评价及参考价值
财政部	2023.08	《企业数据资源相关会计处理暂行规定》	制定数据资源相关会计处理暂行规定，将有助于进一步推动和规范数据相关企业执行会计准则，正确反映数据相关业务和经济实质
海南省大数据管理局	2024.01	《数据资产评估场景化案例手册（第一期）》	选取了电力、旅游、海关、国际贸易、气象、制造6个行业具体案例，从行业现状概况、案例详情、评估目的、行业应用场景、评估价值类型、评估方法等方面提供了数据资产场景化评估的具体操作指引
光大银行	2022.11	《商业银行数据资产会计核算研究报告》	提出将数据资产使用权和数据资产经营权列入资产负债表中无形资产二级科目进行核算，并给出“衍生性数据”和“数据工具”的会计核算和入表方案
浦发银行	2021.10	《商业银行数据资产管理体系建设实践报告》	从构建商业银行数据资产管理体系视角出发，提出了数据价值评估框架
南方电网	2021.12	《南方电网数据资产管理体系白皮书》	在数据应用价值评估的基础上，构建内部各部门、各分子公司数据贡献度结算机制，发布定价方法，指导数据收益测算，设立数据资产会计科目，明确数据资产的入表确认规则标准和入表管控策略
国家标准化管理	2020	发布国家标准《电子商务数据资产评价指标体系》（GB/T 37550–2019）	提出数据资产应用效果的分析，考虑数据资产的使用对象、使用次数和使用效果评价，在评估数据资产的运营效果时有参考价值
中国资产评估协会	2022.6	《数据资产评估指导意见（征求意见稿）》	规范资产评估机构及其资产评估专业人员在数据资产评估业务中的实务操作，明确了评估对象、数据质量评价、评估方法、披露要求等
	2019.12	《资产评估专家指引第9号——数据资产评估》	参考无形资产评估为数据资产评估提出改良成本法、改良收益法以及改良市场法三种评估方法
Gartner	2020	提出市场价值、经济价值、内在价值、业务价值、绩效价值、成本价值、废弃价值、风险价值共八大维度的信息资产价值评估模型	Gartner的评价框架从多角度评估数据资产的多方面价值，分析维度较完整，具有很强参考价值

附录2　数据资产管理的相关技术

联邦学习（Federated Learning，FL），本质上是一个多方协同的加密机器学习技术。与一般机器学习不同的是，联邦学习能满足多个机构方在保护数据安全和隐私信息的前提下基于全局数据资源进行模型训练，适用于大数据建模与预测分析类的复杂迭代计算场景。联邦学习可以分为纵向联邦学习、横向联邦学习和混合联邦学习。目前，联邦学习已经开始用于医疗、基因分析等领域。

多方安全计算（Secure Multi-Party Compumtation，MPC），是指在无可信第三方的情况下安全地进行多方协同计算。在一个分布式网络中，多个参与实体各自持有秘密输入，各方希望共同完成对某函数的计算，要求每个参与实体除计算结果外，均不能得到其他参与实体的任何输入信息。主要基于密码学技术而逐步发展和丰富，涉及同态加密、不经意传输、混淆电路和秘密共享等算法协议来实现，主要适用于统计分析、判断决策、基础查询等常规计算场景。

可信执行环境（Trusted Execution Environment，TEE），核心思想是构建一个独立于操作系统而存在的可信的、隔离的机密空间，数据计算仅在该安全环境内进行，通过依赖可信硬件来保障其安全。TEE是通过硬件执行环境限制对数据和计算进行隔离保护，隔离的具体实现包括中断隔离、RAM的隔离和外设隔离、芯片内部RAM和ROM的隔离等。可信执行环境需要硬件厂商授权，适用于对计算速度要求高，但对数据保护与安全合规要求低的应用场景。

差分隐私（Differential Privacy），是密码学中的一种手段，旨在提供一种当从统计数据库查询时，最大化数据查询的准确性，同时最大限度减少识别其记录的机会。

同态加密（Homomorphic Encryption），是基于数学难题的计算复杂性理论的密码学技术。对经过同态加密的数据进行处理得到一个输出，将这一输出进行解密，其结果与用同一方法处理未加密的原始数据得到的输出结果是一样的。

分布式账本技术（Distributed Ledger Technology），如区块链，是一种在网络成员之间共享、复制和同步的数据库。分布式账本记录网络参与者之间的交易，比如资产或数据的交换。网络中的参与者根据共识原则来制约和协商对账本中的记录的更新。没有中间的第三方仲裁机构（比如金融机构或票据交换所）的参与，分布式账本中的每条记录都有一个时间戳和唯一的密码签名，这使账本成为网络中所有交易的可审计历史记录。

区块链（Blockchain），是一个共享的、不可篡改的账本，旨在促进业务网络中的交易记录和资产跟踪流程。几乎任何有价值的东西都可以在区块链网络上进行跟踪和交易，从而降低各方面的风险和成本。

智能合约（Smart Contract），是一种旨在以信息化方式传播、验证或执行合同的计算机协

议。智能合约允许在没有第三方的情况下进行可信交易，这些交易可追踪且不可逆转。

数据沙箱（Data Sandbox），是将调试环境和运行环境分离，数据分析师在调试环境中使用样本数据调试代码，然后将代码发送到运行环境中运行全量数据，从始至终数据分析师无法接触全量数据，从而达到保护数据隐私的目的。数据沙箱技术实现了“数据不动程序动，数据可用不可见”，既确保原始数据不泄露，促进合法合规的数据开放，又充分发挥了数据的最大价值。

信托公司受托履职不规范行为与赔偿责任比例的关系研究

课题牵头单位：北京市中盛律师事务所

课题指导专家：涂一锴

课 题 负 责 人：李　佳

课 题 组 成 员：

李　佳　李　童　张　鹏　陈熹然　　北京市中盛律师事务所

王玉真　赵图雅　　中国对外经济贸易信托有限公司

刘芳斌　郑　艳　贾国庆　王佳丽　代小丽　杨　柳　　平安信托有限责任公司

刘博研　周栋文　周敬怡　赵晓伟　　英大国际信托有限责任公司

课题组成员：

许向华　肖　鑫　文　舟　刘珍香　黄乐骅　蒋国良

赵　帅　潘郅臻　何　璇　　浙商金汇信托股份有限公司

王一曼　李　彧　于　宇　张　希　孔令超　　中海信托股份有限公司

摘要

信托业务中，信托公司作为受托人应恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务，此种信义义务的核心包括忠实义务和注意义务，并要求受托人维护受益人的最大利益。司法实践中，信托公司履职不规范行为可能因违反信义义务，引发与信托当事人之间纠纷，主要表现为营业信托纠纷。经公开渠道检索信托公司近5年司法裁判文书，信托公司受托履职不规范行为主要涉及尽职调查、适当性管理、信托资金投资管理运用、管理过程中的信息披露以及投后管理底层风险化解措施等五个方面。本课题试图通过对样本案例的研究，归纳信托公司常见履职不规范行为表现以及可能产生的赔偿责任，同时参考其他资管行业履职要求和境外监管情况，为信托公司规范履职提出建议，助力信托公司合规经营，促进行业健康可持续发展。

受限于不同地区裁判机构司法认识、监管政策的更新以及公开渠道获取的样本案例数量，就样本案例信托公司履职不规范行为，尽职调查过程中包括尽调不全面、不充分，尽调方法不当，出具虚假尽调报告等；适当性管理过程中，体现在违反“了解产品、风险匹配、适当销售、风险告知”等适当性义务；信托资金投资管理运用过程中，多出现未按照信托文件约定执行信托事务，投资决策不审慎，进行不当关联交易等违反管理责任情形；对于管理过程中的信息披露问题以及投后管理底层风险化解措施问题，则包括违反法定或约定披露方式，信息披露不真实、不准确、不完整、不及时，未依约分配信托利益或清算，怠于或不及时采取风险处置应对措施等。司法裁判机构多按照受托人过错程度，以及对投资者造成的实际损失，根据法律、行政法规、部门规章、其他规范性文件及合同约定，并一定程度上依赖自由裁量，认定信托公司承担违约或侵权责任。

伴随《资管新规》的正式实施，其他资管机构履职不规范行为的类型和责任后果与信托公司趋同。英美法系下，境外受托机构履职不规范行为亦表现为对忠实、审慎、信息披露等义务，以及信托合同约定的违反，受托机构可能因此面临返还不当收益、赔偿损失、被罢免等法律后果。

面对当下日益复杂的经济环境，信托业转型发展过程中应更加关注内控合规建设，严格遵守受托履职规范要求和信托文件约定，注重金融消费者权益保护和投资者教育，避免因履职不规范引起的民事赔偿、行政处罚甚至刑事责任。

一、信托公司受托履职不规范行为概述

通常认为，信托起源于14世纪英国衡平法用益制度，被认为是衡平法于英国最大贡献。[①] 所谓衡平，是指法院基于公平和正义的观念，在法律提供救济不足的情况下，通过司法裁量为当事人提供更公允的救济。[②] 正是由于衡平法对普通法自身局限性的调整，居于衡平法核心的信托法自诞生起便兼具灵活性与创新性。英美法系下，创制了以受托人享有普通法上之名义所有权与受益人享有衡平法上之实质所有权的“双重所有权制度”。“双重所有权制度”作为信托制度的基石，与大陆法系坚持的财产权唯一性，即“一物一权”原则之间产生了激烈冲突，也成为大陆法系移植信托制度最大的障碍。[③] 尽管上述矛盾尚未解决，但1985年第15届国际私法大会通过了《关于信托的承认及其适用法律的公约》（以下简称《国际信托公约》），试图为大陆法系引入信托制度、制定信托法提供一个基本框架。《国际信托公约》第2条对信托的定义并未试图对受益权权利性质作出解释，而是描述为信托财产“置于受托人的控制之下”[④]。

我国《信托法》作为特别法，同样创设了新型的民事法律关系——信托法律关系：除创设新的民事主体、新的受托责任外，受托人之于信托财产的权利和受益人的受益权同样有别于物权、债权等民事基本权利。信托生效后，委托人委托给受托人的信托财产变得极为特殊，其作为一项独立运作的财产，仅服从于信托目的而运作，被称为信托财产的独立性。体现在《信托法》上，根据《信托法》第15条，信托财产独立于委托人未设立信托的其他财产；根据《信托法》第16条，信托财产独立于受托人的固有财产；根据《信托法》第47条，信托财产独立于受益人的固有财产；根据《信托法》第37条，只要受托人尽职管理信托财

① ［英］格雷厄姆·弗戈著，葛伟军，李攀，方懿译.衡平法与信托的原理［M］.法律出版社，2018：17，58.

② 赵廉慧.作为民法特别法的信托法［J］.环球法律评论，2021（1）.

③ 一般认为，大陆法系国家正是因为法理上信托与所有权的绝对性、资产的唯一性和不可分割性不相容，故有的大陆法系国家至今未移植信托制度，即便已经引入信托的大陆法系国家，信托发展也在很长一段时间内处于停滞不前状态，围绕信托产生的案件也相对较少，故本课题主要以英美法系项下信托作为研究对象。参见［日］樋口范雄著，朱大明译.信托与信托法［M］.法律出版社，2017：178，181.

④ 《关于信托的承认及其适用法律的公约》（摘自“北大法宝”）第二条：在本公约中，当财产为受益人的利益或为了特定目的而置于受托人的控制之下时，“信托”这一术语系指财产授予人设定的在其生前或身后发生效力的法律关系。

信托具有下列特点：（一）该项财产为独立的资金，而不是受托人自己财产的一部分；（二）以受托人名义或以代表受托人的另一个人的名义握有信托财产；（三）受托人有根据信托的条件和法律所加于他的特殊职责，管理、使用或处分财产的权力和应尽的义务。

财产授予人保留某些权利和权力以及受托人本身得享有作为受益人的权利这一事实，并不一定与信托的存在相矛盾。

产，信托财产的全部损益由信托财产承担。这个意义上讲，受益人的受益权实质上并非直接针对信托财产，而是对信托利益的请求权。从所有权具体权能看，信托财产所有权的特殊性与信托财产的独立性相辅相成，信托制度通过精密的安排将收益从所有权权能中分离，最终实现信托目的。委托人将财产或财产权对受托人的让渡，根本上是其自由权利的扩张，只是再将权利中的“利”剥离并让渡给受益人。为保障各方当事人之间权利义务之间构成稳态结构，受托人占据极其重要的地位，于信托公司而言“应恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”。受托人此种信义义务要求维护受益人的最大利益，且一定程度上可以通过约定划定义务边界，故有别于民法上基于诚实信用原则的法定义务。

伴随《资管新规》的出台以及我国金融市场改革逐步深化、多层次资本市场不断完善，我国资管行业在打破刚兑、净值化、去通道、去杠杆方面形成广泛共识。尤其伴随投资者维权意识提高、监管领域延伸至“募投管退”全流程，金融监管总局体系与证监会体系下的资管产品，逐步迈入规范发展、价值重塑的新阶段。鉴于各资管机构在资产管理业务常常面临相似的履职失责与违约相关纠纷，探讨不同类型受托管理人在“募投管退”各环节的内容与责任，不论对信托行业规范发展，还是资管行业纠纷解决可能都具有参考意义。

需要说明的是，从更广泛的资管行业来说，学理上对资管交易的法律定性存在“委托说”“信托说”“折衷说”三种观点。“委托说”主张依据《民法典》合同编中委托合同的相关规定，界定资管业务主体之间的权利义务；“信托说”则认为《信托法》应当作为资管业务的基本法律规范；而“折衷说”主张对除明显具有委托或信托特征之外的中间型资管业务只做权利义务判断，不做定性分析。[①]尽管信托法律关系有其独特特点，但多数观点认为从解决资管业务纠纷法律适用及司法裁判标准不统一的角度出发，将资管机构均纳入信托法律关系框架更有利于纠纷解决，有利于裁判标准统一。本专题对学理争议暂按不表，因资管业务纠纷体现了当事人自由意志与金融监管的平衡与博弈，以此决定了与信托公司类似，其他资管机构受托管理人既承担法定管理职责，同时遵守契约义务。

回归我国信托法律关系中，信义义务的核心是忠实义务和注意义务。忠实义务具体含义见于《信托法》，其中《信托法》第26条规定，受托人不得利用信托财产为其谋取利益，无权获取额外报酬；《信托法》第28条规定，除另有文件规定或委托人或者受益人同意，以及以公平的市场价格进行交易外，受托人不得将其固有财产与信托财产进行交易，不得将不同委托人的信托财产进行相互交易。由此可知，忠实义务主要包括两层含义：一是受托人不得为自己或第三人谋取利益；二是受托人不得从事与受益人的利益存在冲突的行为。对于受托人的注意义务，《信托法》第25条规定较为笼统，未明确具体判断标准。实践中，判断受托公司受托履职情况并不严格区分忠实义务和注意义务，往往根据交易结构的设计、信

① 缪因知.资产管理内部法律关系之定性：回顾与前瞻［J］.法学家，2018年第3期：101–104；郭金良.资产管理业务中受托管理人义务的界定与法律构造［J］.政法论丛，2019年第2期：70–73。

托财产的管理、风险项目的处置等具体情况，对信托公司行为进行综合评价，本课题以此展开。

二、信托公司受托履职不规范行为与赔偿责任比例实证研究

（一）近5年信托公司与投资者纠纷案例概览

《民事案件案由规定》第8部分与公司、证券、保险、票据等有关的民事纠纷中，二级案由“信托纠纷”项下分民事信托纠纷、营业信托纠纷、公益信托纠纷三个三级案由。最高人民法院民事审判第二庭编著的《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》认为，《民事案件案由规定》规定的三类纠纷案由与《信托法》第3条“民事、营业、公益”三种信托法定分类相对应，故信托公司与投资者纠纷属于营业信托纠纷。《最高人民法院关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》（法〔2019〕254号）（以下简称《九民纪要》）将营业信托纠纷定义为：“信托公司根据法律法规以及金融监督管理部门的监管规定，以取得信托报酬为目的接受委托人的委托，以受托人身份处理信托事务的经营行为，属于营业信托。由此产生的信托当事人之间的纠纷，为营业信托纠纷。”

与其他民商事纠纷不同，营业信托纠纷表现出信托法律关系复杂、监管政策和法律规范交织、涉众纠纷和执行案件较多等特点。审判实践看，营业信托纠纷主要表现为事务管理信托纠纷和主动管理信托纠纷两种类型，二者在受托责任的认定方面存在差别，一般而言主动管理类要求受托人承担更严格的法定或约定义务。但不论何种类型受托人均负有信义义务，均应当诚实、信用、谨慎、有效地履行受托人义务。

2024年3月，课题组经公开渠道检索中国裁判文书网[①]，以当事人为68家信托公司、裁判日期为2019—2024年3月期间作为检索条件，共计筛选出信托公司与投资者之间纠纷案件超400起。这些案件中，部分裁判文书为程序性裁定书；部分集合信托资金计划案件因涉及诸多当事人，或者同一信托公司部分产品因产品架构雷同、履职情况相近，导致判决书内容雷同。在排除前述裁定或相似裁判案件后，信托公司因履职不规范引发的投资者诉讼案件共计180例（“样本案例”）。课题组以此作为研究对象，对样本案件进行研究，试图归纳信托公司履职不规范行为类型，并对信托公司履职不规范导致的赔偿责任做简单分析，以飨读者。需

① 中国裁判文书网，https：//wenshu.court.gov.cn/。

要特别说明的是，近年来大量营业信托纠纷案件不再公开上网，不免导致课题组样本案例中近两年裁判文书比例较低，加之新的法规、监管政策不断涌现，无法排除对案件裁判的时效性影响。但所谓继往开来，以《信托法》第25条信义义务为核心的受托人履责要求一以贯之，亦有借鉴意义。

1.信托公司受托履职不规范行为可大致分为五个类型

信托公司因履职行为不规范导致赔偿的案件涉及“募投管退”整个过程，可大致分为五个方面：尽职调查，适当性管理，信托资金投资管理运用，管理过程中的信息披露问题，投后管理底层风险化解措施问题。具体而言，样本案例中涉及尽职调查案件20例、适当性管理案件18例、信托资金投资管理运用案件73例、管理过程中的信息披露问题案件59例、投后管理底层风险化解措施问题案件83例。其中，投资者最为关注管理阶段受托人履职情况，包括信托公司资金投资管理运用及信息披露情况，相关案件占比超过一半，达52.17%（见图3–2–1）。本课题将对我国信托公司履职不规范五种行为类型分别讨论，并提出相关受托履职建议。

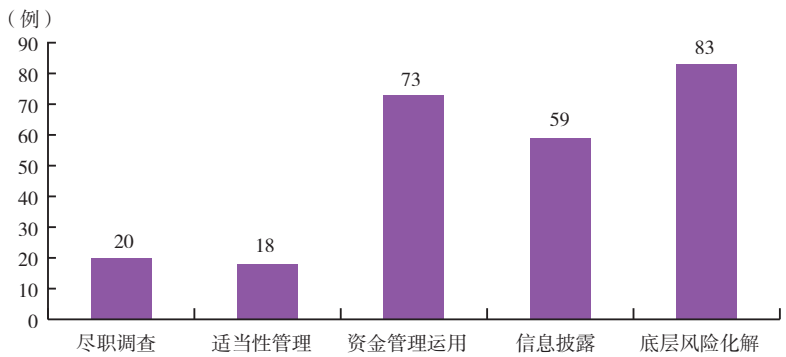


图3–2–1　样本案例中，信托公司履职不规范行为的五大类型及所涉案件数量

2.同一案件中信托公司可能涉及多种受托履职不规范行为类型

营业信托纠纷案件中，投资者诉讼请求呈现多样化特点，同一案件常常涵盖多种履职不规范行为，其中信息披露问题所涉案件中，与其他履职不规范类型存在交叉的案件超过九成。具体而言，尽职调查类涉及与其他履职不规范类型交叉案件7起，占该类案件35%；适当性管理类涉及10起，占该类案件55.56%；信托资金投资管理运用类涉及36起，占该类案件49.32%；管理过程中的信息披露问题涉及55起，占该类案件93.22%；投后管理底层风险化解措施问题涉及26起，占该类案件31.33%（见图3–2–2）。可见，同一案件中，信托公司可能面临投资者对信托公司“募投管退”履职全流程的审视。从应诉角度，信托公司应全面梳理案件事实，全面审阅信托相关材料，全面了解资金端和资产端信托资金使用情况，就案件争议焦点制定总体策略和整体解决方案。

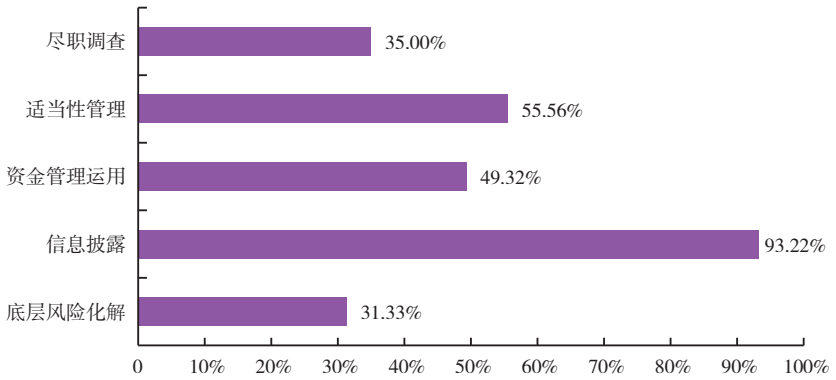


图3–2–2　样本案例中，同一类型案件与其他不规范履职行为交叉占比

3. 信托公司因履职不规范承担赔偿责任案件占比近半

单从样本案例裁判结果看，信托公司被判决需承担赔偿责任（包括承担全部或部分责任）的数量达94起，占所有履职不规范类型案件总和的45.19%，信托公司面临较大的赔偿责任压力。具体而言，因尽职调查不规范需承担赔偿责任案件7起，占该类案件35%；适当性管理涉及4起，占该类案件22.22%；信托资金投资管理运用涉及36起，占该类案件49.32%；管理过程中的信息披露问题涉及16起，占该类案件27.12%；投后管理底层风险化解措施问题涉及31起，占该类案件37.35%（见图3–2–3）。

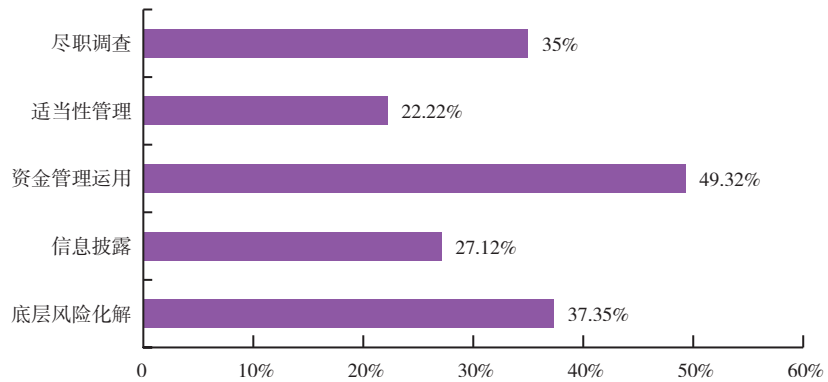


图3–2–3　样本案例中，信托公司需承担赔偿责任占该类型案件比例

4. 信托公司因信托资金投资管理运用不规范导致承担全部赔偿责任案件占比最高

从案件数量以及承担赔偿责任案件比例来看，信托公司在信托资金投资管理运用阶段的履职情况，不仅是投资者关注的重点，也成为信托公司未规范履职的高发领域。样本案例中，信托公司因尽职调查不规范涉及的案件中，未出现承担全部赔偿比例案件；而涉及信托资金投资管理运用案件中，承担全部赔偿比例案件共19起，占比达26.03%。其他不规范履职案件中，涉及适当性管理承担全部赔偿比例案件2起，占比11.11%；涉及管理过程中的信

息披露问题案件10起，占比16.95%；涉及投后管理底层风险化解措施问题案件14起，占比16.87%（见图3–2–4）。

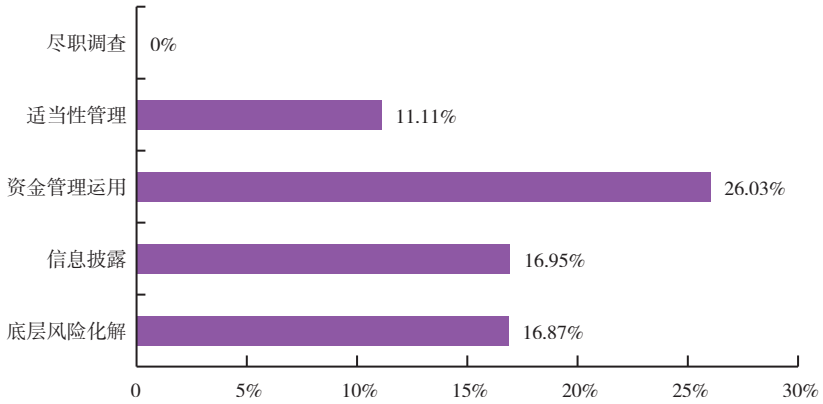


图3–2–4　样本案例中，信托公司需承担全部赔偿责任占该类型案件比例

（二）信托公司受托履职不规范行为类型及赔偿比例

1.尽职调查

尽职调查（Due Diligence，也译作审慎调查），这个概念最早出现在美国《1933年证券法》，原意是“适当的或应有的勤勉”。根据该法案第11条“虚假注册的民事法律责任”的规定，如果证券经纪和交易商没有进行尽职调查，则有可能要对第三人（投资者）承担民事损害赔偿责任。在我国尽职调查这个概念最早出现在2001年中国证监会发布的《公开发行证券公司信息披露编报规则——律师法律意见书和律师工作报告》第5条中，即“律师在律师工作报告中应详尽、完整地阐述所履行尽职调查的情况……”时至今日，尽职调查广泛存在于各行各业，按照调查内容的专业划分，可分为法律尽调、税务尽调、商业尽调、行业尽调、环境尽调等；按照项目所处行业划分，包括合资合作尽调、项目融资尽调、国际贸易合作尽调、跨境投资并购尽调、国际工程承包尽调等；按照交易架构划分，又可分为IPO尽调、股权转让尽调、资产重组尽调、关联交易尽调等。

信托业务中，尽职调查是信托公司增强受托管理能力、搭建风险管理体系中极为重要的组成部分。一方面，尽职调查是解决交易市场信息不对称的重要手段；另一方面，尽职调查也是风险识别的主要方式，作为信托项目事前风险管理的一个重要环节，交易结构设计、合同文本制定、信托项目操作方案执行、后期司法处置等后续环节在很大程度上均依赖于尽职调查。信托公司设立信托前进行尽职调查，就可行性分析、合法性、风险评估、有无关联方交易等事项出具尽职调查报告，是法院衡量认定信托公司有无履行勤勉尽职责任的重要标准。

理论层面，信托公司进行尽职调查遵循四项原则：全面原则，即调查内容尽可能全面，调查资料收集齐全；透彻原则，即通过书面与实际核查相结合等方式，对原始材料进行穿透核查分析；差异原则，即针对不同交易对手，尽职调查有所侧重；独立原则，即调查者保持调查的独立性，不受其他人意志左右，并在尊重客观事实和法律法规规定的基础上作出独立判断。

规范层面，《信托公司集合资金信托计划管理办法》第9条整体上对信托公司尽职调查提出要求，“信托公司设立信托计划，事前应进行尽职调查，就可行性分析、合法性、风险评估、有无关联方交易等事项出具尽职调查报告”。2018年出台的《信托公司受托责任尽职指引》（以下简称《尽职指引》）作为信托业内自律规范，对《关于规范银信类业务的通知》（〔2017〕55号文，以下简称55号文）中加强信托公司尽职调查要求进行了回应[①]，并对《集合资金信托计划管理办法》要求进行细化。《尽职指引》第六条要求信托公司根据委托人意愿及信托财产运用的不同特点自行制定相应的规范；第七条规定信托公司可以自行进行尽调也可以委托第三方进行尽调，但信托公司需承担第三方的尽调风险及责任；第八条要求尽调完成后必须出具尽调报告，尽职调查报告所采信和确认的资料、文件，均应一并妥善保存；第九条要求信托公司原则上应当制作项目的可行性研究报告，并由信托经理和合规风控人员确认。2018年《资管新规》第9条进一步明确代销机构对拟代销产品开展尽职调查的义务。此外，不同项目类型还可能涉及相关领域规范，比如私人股权投资信托业务中的《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》等。

样本案例中，涉及尽职调查案件20例，其中与其他履职不规范类型交叉案件7起，承担部分赔偿比例案件7起，不承担赔偿责任案件13起。信托公司履职不规范行为包括出具虚假调查报告，对交易对手、投资标的、涉诉情况、投资顾问等方面尽职调查不全面、不充分，尽调方法不当等，由此引起的赔偿责任比例，则按照由此对投资者造成的实际损失承担相应赔偿责任。

下述典型案例中，案例3为国内信托通道被判败诉首案，人民法院对通道业务中信托公司无视监管风控程序、随意出具虚假证明文件等行为进行较为严格追责。当年北京地区法院审理的另一起被动管理类信托案件中，人民法院认为案涉信托合同对于信托设立之前的尽职调查义务没有明确约定的情况下，信托公司并不承担尽职调查的职责。但该案背景较为特殊，案涉信托成立日晚于55号文发布，按照法不溯及既往的原则，信托公司对于存量业务并不因此承担责任。可见，不同地区法院不同裁判结果可能存在特殊背景。此外，信托公司尽职调查往往与投资者行使知情权相关联，详见下文。

① 《关于规范银信类业务的通知》第6条信托公司在银信类业务中，应履行勤勉尽责的受托责任，加强尽职调查，确保信托目的合法合规……

案例概况见表3-2-1。

表3-2-1　　案例概况

序号	履职不规范行为	行为表现	违反法规/约定	赔偿比例
案例1	—	受托人依据融资方过去的经营状况进行预计和评估不违反相关规定	—	无责
案例2	尽调方法不当	信托公司未查明对于弥补信托投资损失至关重要的差额补足义务人财产状况	《集合资金信托计划管理办法》第9条等	约10%
案例3	通道业务中出具虚假尽调报告	受托人未经调查即出具《项目风险排查报告》	《信托法》第25条	20%

【案例1】陈某与某信托公司营业信托纠纷[①]

基本案情：原告经推介人员推荐，认购被告信托公司发行的理财产品。后因产品没有按期兑付，原告得知产品的融资方和担保方所属的企业已进行破产重整，原告本金全部损失，遂向人民法院提起诉讼，要求被告信托公司赔偿本金损失。原告提出，被告存在融资方严重亏损但依然发行信托产品的情况，未尽审慎尽责义务：信托公司于2015年7月进行尽职调查，审计报告均未显示有亏损状况，但标的公司2015年9月以前至少有5笔大额动产质押登记，及法院强制执行过程中没有可供执行的财产，并据此认为标的公司经营困难，信托公司应当预见信托计划可能无法兑现，却依旧发行产品的行为是未尽审慎义务的违约行为。

法院观点：受托人只能依据融资方过去的经营状况进行预计和评估。根据尽职调查报告依据的审计报告等材料可知，融资方在信托计划成立时并未有明显的财务困境。根据查明事实，案涉信托计划设立前，信托公司多次前往调查并出具《尽职调查报告》《法律意见书》，对信托项目的真实性、风险等履行了审慎、合理审查义务，较为客观地反映信托计划的实际情况，故对原告主张不予采信。

赔偿比例：无责。

【案例2】广东某公司与某信托公司营业信托纠纷[②]

基本案情：被告信托公司通过电子邮件向原告广东某公司发送《尽职调查报告》与《标的公司定增推介PPT》，推介标的公司定增投资项目。后原告与信托公司分别签订两份信托合同，分两次认购涉案信托计划。后原告以信托公司在尽职调查、项目退出、信息披露等多个环

① 案号：（2020）京0101民初11844号；审判法院：北京市东城区人民法院；裁判日期：2020年12月21日。

② 案号：（2020）京02民初302号；审判法院：北京市第二中级人民法院；裁判日期：2021年1月18日。

节存在履职不规范，要求信托公司赔偿本金损失。就尽职调查方面，原告提出信托公司出具的《尽职调查报告》“诉讼仲裁及其他事项”部分，仅有“（1）涉诉情况查询”的标题而没有内容，误导原告以为标的公司不存在涉诉情况，且报告未就唯一增信义务人所涉诉讼情况、负面舆情信息进行调查。对此，监管部门《信访答复意见书》中写明，信托公司未在《尽职调查报告》中体现被投企业及保证人涉诉情况，尽职调查工作存在不足，并要求信托公司进行整改。信托公司称，尽调报告系内部决策使用，尽调报告应当包含什么内容并无具体的法律和合同规定，信托公司对标的公司及增信义务人进行了相应调查，未发现重大诉讼，且已经提示各项投资风险，原告主张无法律或合同依据，与原告损失无因果关系，不应当承担赔偿责任。

法院观点：（1）尽职调查中关于标的公司涉诉情况，信托公司未说明调查结果，亦无证据证明其对此事项进行调查，属尽职调查工作存在不足，但投资者未能证明该等涉诉案件对标的公司构成不利影响，亦未能证明其投资决策受此影响，故信托公司上述行为与投资损失没有因果关系。（2）信托计划差额补足义务人的财产状况对于弥补信托投资损失至关重要，其所持有的标的公司股票是其财产的重要组成部分，故股票是否被质押给他人对于委托人和受托人投资决策均具有重要影响。对此重要事项，信托公司的调查方法应当达到使其有充分理由确信标的公司信息披露真实、准确、完整的程度。但信托公司仅依据《2016年半年度报告》记载持有的股票质押或冻结情况为空白，即在《尽职调查报告》中记载“公司实际控制人股权质押数为0股”，依据不足，属信息披露不完整。此外，根据其他公开信息，可以推知存在股票质押情况，但信托公司并未对此事项进一步调查。综上，信托公司对股权质押情况调查方法不当，调查结果错误，直接影响委托人的投资决策和风险控制措施选择，与投资损失存在一定的因果关系。

赔偿比例：就尽职调查部分酌定赔偿责任比例约为10%。

【案例3】吴某与某信托公司财产损害赔偿纠纷一案[①]

基本案情：某信托公司签订的《单一资金信托合同》约定，委托人自主决定信托设立、信托财产运用对象、信托财产运用处分方式等事宜，自行承担信托资产的风险管理责任和相应风险损失，受托人仅提供必要的事务协助或者服务，不承担主动管理职责，成立通道业务。某信托公司在信托项目存续期间，曾于2013年12月出具《项目风险排查报告》，载明“六、项目风险判断：财务状况良好，由建设的多项目保障营收稳定；保证人现金流充足，项目去化速度令人满意，担保意愿正常，担保实力佳。项目为单一被动管理类信托项目，项目风险可控，本次检查未发现重大风险事项。”而事实上，报告系某信托公司应委托人要求出具的虚假项目调查报告。

① 案号：（2020）沪74民终29号；审判法院：上海金融法院；裁判日期：2020年6月5日。

法院观点：虽信托公司系依据委托人指令履行后续管理义务，自身并无主动调查的义务，但并不代表其可以在未经调查的情况下出具没有任何事实依据的《项目风险排查报告》。信托公司作为专业的金融机构，在明知委托资金系属私募募集资金的情况下，更应当审慎回应委托人提出的明显不合理的要求。某信托公司出具的《项目风险排查报告》虽为内部资料，但被犯罪分子利用。根据《信托法》的相关规定，信托设立后，受托人对信托财产所投项目的尽职调查、信托存续期间的事务管理等负有全面管理的责任，投资者获知《项目风险排查报告》，有理由相信信托公司对信托产品进行了监管和核查。信托公司出具虚假调查报告的行为客观上起到了蒙骗投资者的作用，应对投资者投资被骗受损负有一定责任。

赔偿比例：就投资者刑事追赃程序追索不成的损失在投资者20%本金范围内承担责任。

2. 适当性管理

适当性义务最初起源于美国证券业自律组织的交易规则以及“招牌理论”。1939年，美国证券交易商协会（NASD）在其“公平交易规则”（Rules of Fair Practice）第一次采用了适当性制度，用于规范券商向机构投资者做出的推荐行为，要求券商推荐时必须基于“充分与合理的基础”。自20世纪90年代起，非机构证券投资者也被纳入NASD确立的适当性制度保护对象。投资者适当性制度原本是道德义务，而美国证券交易委员会（SEC）则将其进一步提升为“半法律、半道德”的业务准则，并将违反适当性义务归入《1934年证券交易法》（Securities and Exchange Act of 1934）10b–5条款[①]规定的证券欺诈或者欺骗手段情形，也得到了美国法院的采纳。

适当性义务作为平衡金融市场中买卖双方交易不平等地位、信息不对称现象的有效工具，近年来受到各国金融监管机关的高度重视。我国金融立法与监管引入适当性义务时间不长，行政监管和司法规则尚处于逐步完善的阶段。2005年，我国监管部门首先在对商业银行的理财业务监督管理中制定了适当性规则。2007年，监管部门在信托公司受托境外理财业务中也制定了适当性规则，但仅为单独一条原则性规定。同年，证监会颁布施行的《证券投资基金销售适用性指导意见》规定，“基金销售机构在销售基金和相关产品的过程中，注重根据基金投资人的风险承受能力销售不同风险等级的产品，把合适的产品卖给合适的基金投资人”。2009年开始，我国陆续在创业板、股指期货、融资融券、资产管理业务、理财业务和投资顾问领域制定金融机构适当性义务规定。2017年证监会颁布施行的《证券期货投资者适当性管理办法》被认为是对适当性义务界定的里程碑式规定，其中第6条以列举的方式明确经营机构从事交易活动时，需要了解的投资者信息范围。2018年的《资管新规》要求，“金

① 《1934年证券交易法》10b–5任何人利用任何方式或州际商业媒介，或者通信，或者任何全国性证券交易所的任何设施，直接或间接地对任何人，实施下列与购买或出售任何证券有关的行为时，都是非法的：（1）利用任何诡计、计划或伎俩进行欺诈；（2）对某重要事实做任何虚假的陈述，或不对某重要事实做必要的说明，以使其所作出的陈述在当时的情况下没有误导性；或者（3）参与任何带有或将会导致欺诈或欺骗因素的行动、操作或业务活动。

融机构应当建立资产管理产品的销售授权管理体系，明确代理销售机构的准入标准和程序，明确界定双方的权利与义务，明确相关风险的承担责任和转移方式”。2019年11月《九民纪要》第五部分“关于金融消费者权益保护纠纷案件的审理”中对金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者的“适当性义务”进行概念性界定，并首次对“适当性义务”的责任明确划分，尤其对高风险类金融产品和高风险类金融服务，加强金融消费者保护。

适当性管理是“卖者尽责、买者自负”的重要内容和前提基础。信托公司适当性义务的履行直接关系投资者的权益保护和市场秩序的稳定。适当性管理，一般指信托公司在向投资者推介、销售信托产品以及提供相关服务时，应当确保投资者充分了解产品的风险收益特征，并根据投资者的风险承受能力、投资经验、财务状况等因素，将适当的产品销售给适合的投资者。通常认为，适当性义务履职的核心在于“了解产品”和“了解客户”，并在此基础上实现产品风险与投资者承受能力的相匹配。

（1）关于了解客户，包括对投资者身份、财产与收入状况、资金来源、投资经验、投资需求和风险偏好进行全面了解，并进行风险承受能力评估。具体而言，信托公司需收集自然人的姓名、职业、年龄，法人或者其他组织的名称、资质、联系方式等基本信息，以及收入来源、资产负债、投资经历、投资目的、期望收益、可承受的损失等。

（2）关于了解产品，指信托公司需对信托产品进行充分了解和评估，包括对信托产品的投资组合、同类产品过往业绩和风险状况等因素进行综合考虑，以确定产品的风险等级和适合的投资者群。

（3）关于适当销售，要求信托公司在销售过程中遵循风险匹配原则和禁止误导原则，将适当的产品销售给适合的投资者。前者指信托公司应根据投资者的不同风险承受能力以及产品的不同风险等级等因素，提出明确的适当性匹配意见；后者要求信托公司在销售过程中不得误导投资者或隐瞒重要信息。

（4）关于风险告知，信托公司应确保投资者在充分了解产品风险的基础上作出投资决策。这要求信托公司向投资者充分揭示产品的风险收益特征等重要信息，并进行风险提示和告知。同时，信托公司应保留相关告知和风险提示的证据材料以备查证。

（5）关于代销问题，若信托公司未履行适当性义务，投资者可向信托公司或代销机构单独主张赔偿责任，也可要求信托公司及代销机构承担连带赔偿责任，且信托公司及代销机构均有权就因对方过错给己方造成的损失内部互相追责。实践中，信托公司往往面临较代销机构较弱势地位，很难获得代销机构履行适当性义务材料，包括投资者基本信息、风险测评情况等，制约了信托公司对代销机构适当性义务履行情况的监督。而双方内部各自责任份额确定问题，通常会根据违法、违约事实发生原因、代销协议履行情况、各自过错程度以及是否尽到审慎注意义务等方面，来综合判定过错程度并以此划分各自责任比例及份额。

基于以上，规范层面，《集合资金信托计划管理办法》《资管新规》《信托公司受托责任尽职指引》等法律法规对信托公司适当性义务进行了规定。同时，《九民纪要》在司法审判

实践中具有重要影响，其第72条至第78条对适当性义务的内容、法律适用规则、责任主体、举证责任、损失赔偿等进行详细的规定。

样本案例中，涉及适当性管理18例，其中与其他履职不规范类型交叉案件10起，承担全部赔偿比例案件2起，承担部分赔偿比例案件2起，不承担赔偿责任案件14起。信托公司履职不规范行为除未做到了解客户、了解产品、风险匹配、风险告知义务外，还可能因经营监管中存在管理漏洞导致赔偿，例如案例6，警示信托公司建立严格的内控合规管理制度，严格约束员工行为，防止被认定为员工违法行为提供便利。司法实践中，根据《九民纪要》第78条，信托公司针对涉及适当性管理诉讼可证明存在免责事由：（1）金融消费者故意提供虚假信息；（2）金融消费者因拒绝听取卖方机构的建议等自身原因导致购买产品或接受服务不当的；（3）金融机构能够举证证明根据金融消费者以往投资经验、受教育程度等事实，适当性义务的违反并未影响金融消费者做出自主决定的。

审判实践中，鉴于告知说明义务履行需结合信托财产实际管理运用情况，法院往往会要求信托公司就案涉信托资金运用情况进行说明及举证，同时投资者或人民法院可能申请或依职权调取案涉信托流水，以此查明是否存在“募新还旧”“刚性兑付”“期限错配”等信托资金实际投向与合同约定、向投资人披露的用途不一致。另外，法院可能还关注特定原告认购信托单位时点底层资产或交易对手是否出现风险，信托公司是否存在已知悉底层风险但未向投资者说明的情形。如投资者提交证据或法院调查发现信托公司在管理案涉信托时存在信托资金实际运用存在违规、与合同约定不一致等情形，或在投资者认购时点底层确已出现风险或重大不利事项但并未如实告知，法院可能认为信托公司就适当性义务履行及信托资金运用存在根本违约，判令信托公司承担赔偿责任。

案例概况见表3-2-2。

表3-2-2　　案例概况

序号	履职不规范行为	行为表现	违反法规/约定	赔偿比例
案例4	/	受让标的债权属于信托合同约定的受托义务，而非适当性义务中的告知义务	/	无责
案例5	未充分履行告知说明义务	对于老年人投资者，信托公司更应尽到谨慎义务，信托公司只寄送资料而未对其中的重要条款进行释明	《资管新规》第6条	30%
案例6	经营监管中存在管理漏洞	默许和纵容员工对外推销公司信托产品，并以召集人身份与不具备信托产品认购资格的投资人签订资金募集协议来汇集资金	《集合资金信托计划管理办法》第6条、第8条	70%
案例7	未履行客户识别、风险匹配等适当性义务	信托文件中委托人处的签字均非本人所签	《集合资金信托计划管理办法》第15条等	全责

【案例4】吕某、某信托公司等证券交易代理合同纠纷[①]

基本案情：原告投资者吕某主张，受托人信托公司作为卖方机构没有向吕某告知或披露案涉金融产品的底层资产（即多笔应收账款）存在真伪风险，也没有向相关应收账款的付款人核实债权的真实性，故信托公司因未向吕某披露案涉金融产品底层交易可能虚假的风险而违反了适当性义务，应当承担赔偿投资款本息的责任。

法院观点：驳回原告申请。案涉信托资金用于受让标的债权是运用案涉信托资金的具体方法，使用信托资金受让真实的标的债权是案涉信托合同的主要合同义务，标的债权的真伪核查是在履行信托合同中如何具体运用信托资金的问题，是信托公司的信托业务，属于信托合同约定的受托义务，而非适当性义务中卖方机构向金融消费者告知说明金融产品的具体情况，故即使信托公司存在未核查标的债权真伪的行为，也不属于违反适当性义务。

赔偿比例：无责。

【案例5】刘某与某信托公司信托纠纷[②]

基本案情：原告刘某经推销知悉案涉信托计划，被告某信托公司工作人员通过邮寄方式向原告寄送《投资者风险评估问卷》，评估问卷载明评估结果为“投资者风险等级为平衡型，有投资经验”。后原告认购案涉信托计划，并签署信托文件。原告收到信托清算的委托款后，认为存在亏损，故向人民法院提起诉讼，要求信托公司赔偿损失。

法院观点：（1）原告刘某投资案涉信托计划时已年逾60岁，其经济能力、理解能力均处于弱势，容易对合同中的专业条款及信托计划存在的风险产生理解偏差，信托公司更应尽到谨慎义务，向原告充分阐释信托产品的风险及解释相关的信托政策及专业术语，但本案中被告只寄送资料而未对其中的重要条款进行说明，未充分履行告知说明义务，未让原告在充分了解信托产品的基础上作出是否认购信托产品的选择，应承担一定的责任。（2）《投资者风险评估问卷》在原告签名处加黑加粗载明了信托计划投资风险；原告通过《信托计划说明书》能初步了解产品及潜在风险；且原告具有一定的理财投资经验，应具有合理的预判与防范能力，故原告应承担主要责任。

赔偿比例：信托公司对原告案涉信托损失承担30%的次要责任。

① 案号：（2023）最高法民申526号；审判法院：中华人民共和国最高人民法院；裁判日期：2023年8月21日。

② 案号：（2021）粤0104民初2676号；审判法院：广东省广州市越秀区人民法院；裁判日期：2021年4月30日。

【案例6】张某与某信托公司财产损害赔偿纠纷[①]

基本案情：刘某系原某信托公司员工，为弥补个人投资的亏空，在信托公司发行信托项目时，以项目召集人身份，通过签订信托资金募集协议或口头协议方式，骗取27名被害人认购款1 200万元，用于个人投资及支付被害人收益。原告张某作为受害人之一提出，信托公司以“小集合”形式募集资金，原告按照公司的销售方式购买信托项目，理应得到相应收益；且监管部门已认定信托公司严重违反审慎经营规则，在销售信托计划中未尽到适当性义务造成客户资金损失，故请求人民法院赔偿原告全部资金损失。信托公司称，监管部门作出的《信访事项答复意见书》并未认定刘某私自募集资金的行为是受信托公司指示或安排，刘某行为系其自身行为，公司并不知晓；公司作为信托产品的合法经营者，对外公开发行信托产品是正常的业务往来，任何人登录公司官网均可以知道发行信托产品的所有信息，公司的正常经营不可能给刘某的犯罪活动创造条件和可能，故投资者损失完全系自身过错以及刘某犯罪行为造成，信托公司不应承担赔偿责任。

法院观点：信托公司在其信托项目实际运营中，存在默许和纵容员工对外推销公司信托产品，并以召集人身份与不具备信托产品认购资格的投资人签订资金募集协议来汇集资金，该行为亦违反《信托法》和《集合资金信托计划管理办法》的规定，信托公司在其日常经营监管中存在巨大管理漏洞，该过错一定程度上给其员工实施违法犯罪行为提供了便利，使汇集资金出现脱管的混乱状态。投资者在不符合信托产品认购条件的情形，将资金打入刘某的个人账户，并与其个人签订资金募集协议，亦存在过错。

赔偿比例：人民法院综合考虑各方过错程度认定信托公司对投资者案涉损失承担70%赔偿责任。

【案例7】才某与某信托公司合同纠纷[②]

基本案情：原告才某分别向被告某信托公司汇款7 777 000元，摘要载明“才某认购xxxx1期”。后信托公司向才某账户转款3 830 750元，该笔款项系案涉信托计划清算后向才某支付的收益，除该笔款项外，信托公司未支付其他款项。才某提出，信托公司有义务对本人是否为合格投资者进行审查，提供包括信托计划说明书等全部法律文书，并作为全部法律文件的提供者履行相关条款进行特别说明，但无论汇款前后，原告均不持有涉案产品的相应资料，请求人民法院确认案涉信托合同不发生法律效力，请求判令信托公司支付剩余本金。信

① 案号：（2022）新民申721号；审判法院：新疆维吾尔自治区高级人民法院；裁判日期：2022年5月19日。

② 案号：（2019）京0105民初70915号；审判法院：北京市朝阳区人民法院；裁判日期：2021年6月28日。

托公司称，才某本人长期从事证券交易，拥有丰富的金融知识、投资经验及良好的风险辨别能力、风险承担意愿，其还曾从事过融资融券的高风险交易，该类交易的投资者准入条件高于信托产品合格投资者，原告能自主决定购买信托产品，信托公司不应赔偿损失。

法院观点：（1）信托产品的内容复杂、期限长，属于具有较高投资风险的金融产品，应当向具备相应风险识别能力和风险承担能力的投资者推介、销售，即信托公司等卖方机构负有投资者适当性审查义务。但经鉴定，信托文件中委托人处的签字均非才某本人所签，信托公司亦未举证其曾通过其他方式审核过才某作为投资者的适当性，故应当认定信托公司其于该项义务履行中存在重大不足。（2）原告才某于既往证券交易中的风险承担意愿，不应视为其愿于本案所涉信托交易中承担同既往交易相同的风险，信托公司的投资者适当性审查责任不应免除。

赔偿比例：赔偿全部损失。

3. 信托资金投资管理运用

信托合同的基本目的之一，系委托人基于信任将自己的资金委托受托人按照合同约定进行管理运用和处分以获取利益，故谨慎运用信托资金进行投资管理往往成为信托合同项下受托人的核心义务，也是信托公司履行受托人责任的核心要点，以及法院审查案件的重中之重。信托资金投资管理运用过程中，信托公司应本着诚实信用、勤勉尽责的原则恪尽职守，承担与信托类型相匹配的谨慎有效管理义务，且一般认为受托人因自身具有专业技能较投资者需承担更高的“谨慎义务”。信托公司该等义务既散见于《信托法》第36条，《信托公司管理办法》第34条、37条，《集合资金信托计划管理办法》第4条、第26条，《资管新规》第8条等法律法规，亦常常体现为信托合同约定内容。

样本案例中，涉及信托资金投资管理运用73例，其中与其他履职不规范类型交叉案件36起，承担全部赔偿比例案件19起，承担部分赔偿比例案件17起，不承担赔偿责任案件37起。信托公司违反信托资金投资管理运用的常见情形包括：（1）未按照信托文件的约定执行信托事务，如未严格按照合同约定的投资范围、投资比例实现信托目的；（2）作出投资决策不够审慎，如信托公司明知或应知用款项目处于较高风险状态、项目公司财务状况严重恶化、用款项目合规性存在瑕疵可能影响其继续运行、项目公司或用款项目的重大违规受到监管部门处罚，但信托公司无合理理由仍进行投资等；（3）进行不当的关联交易，如对于非全部来源于股东或其关联人的信托资金，直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人等；（4）其他，如资料、账目、信托财产、重要印鉴等保管不当，未及时向委托人进行风险提示等违反管理责任的情形。

审判实践中，因信托公司需对自身履职情况承担举证责任，法院为查明事实可能要求信托公司说明案涉信托及委托人认购信托单位对应期次信托资金的实际用途并提交相关证据，包括但不限于底层交易文件、认购单据凭证、信托专户流水等相关材料。例如，针对组

合投资类信托，法院可能就底层资管产品进行穿透式审查；针对分期发行的产品，法院可能查明每期信托资金的募集时间、对应投资时间及对应的底层资产；针对底层实际已发生风险产品，法院则可能要求说明投资者认购信托单位时点底层资产的具体情况。部分典型案例概况见表3-2-3。

表3-2-3

序号	履职不规范行为	行为表现	违反法规/约定	赔偿比例
案例8	事务管理类信托中，信托公司未及时执行指令	未主动核实指令交易方式；未开通案涉证券账户网上交易功能	《信托法》第25条	10%
案例9	贸然接受投资顾问建议，违反谨慎原则和注意义务	应当发现而未发现投资建议风险极大且极不具有合理性	《信托法》第25条	一审30%，二审全责
案例10	不当关联交易	信托资金违规用于信托公司股东	《集合资金信托计划管理办法》第27条	全责

【案例8】广州某科技公司与某信托公司等营业信托纠纷案[①]

基本案情：原告广州某科技公司与被告某信托公司签订了《资金信托合同》，设立集合资金信托计划。信托计划设立后，信托资金投资于标的公司2017年非公开发行可交换公司债券，并经行权转为12 439 504股流通股票。原告诉称，2018年3月19日原告指示被告于2018年3月19日、20日内将750万股标的股票以不低于10.5元/股的价格出售，但被告未按原告的指令执行，导致原告可得信托利益不能如期实现；其后，原告为及时止损缓解资金压力，于2018年5月22日指示被告以大宗交易方式出售标的股票，案涉750万股标的股票的平均交易价为8.66元/股。原告认为，被告违反合同约定导致原告遭受重大损失，要求被告赔偿相应损失。被告信托公司称，案涉信托产品系事务管理类产品，受托人仅承担一般事务管理职责，受托人无法执行指令系因全体委托人投资指令书不一致，且案涉证券账户没有开通网上交易功能所致，请求驳回原告诉讼请求。

法院观点：信托公司违反信托义务，应当向原告赔偿损失。（1）案涉信托为事务管理类信托，信托公司只是不承担积极主动管理职责，但仍需承担账户管理以及配合委托人管理信托财产等职责。（2）委托人投资指令书中关于交易标的、交易日期及交易价格等核心要素指令一致，投资指令书不存在本质差异，即使没有明确具体交易方式，信托公司也应通过主动询问核实交易方式，而不是消极地以不清楚减持退出的具体方式为由不予执行交易指令。（3）委托人基于信任信托公司的专业技能而投资案涉信托，信托公司对证券账户的设立及操作相比委托人而言更具专业知识，即使委托人委托开户时未明确账户应有何功能，信托公司亦应当预见到账户须满足二级市场减持退出的交易需要。另外，信托公司一方面在开户时要

① 案号：（2023）粤01民终5278号；审判法院：广东省广州市中级人民法院；裁判日期：2024年1月9日。

求不开通网上交易功能，另一方面又在委托人指令交易时以未开通网上交易功能为由主张无法交易，明显有违谨慎有效管理义务，无法实现案涉信托的设立目的。

赔偿比例：被告实际损失的10%。（1）案涉股票在2018年3月19日至21日期间的市场成交最高价符合交易指令要求的10.5元/股成交价格，信托公司在开设证券账户时未开通网上交易功能，且未通过柜台委托方式执行上述交易指令，导致委托人无法获得以10.5元/股的价格出售案涉股票的预期收益，委托人损失与信托公司违反信托义务存在一定的因果关系，信托公司承担本案投资损失的诱发原因及次要原因。（2）案涉证券账户开通网上交易功能后，信托公司无法执行投资指令与市场交易价未达到委托人指令的交易价格有关，且委托人具备在信托期限内通过自主指定合理交易价格减少甚至避免投资损失的可能性，故8.66元/股是委托人认可的交易价格，委托人承担本案投资损失的决定原因及主要原因。

【案例9】刘某与某信托公司营业信托纠纷[①]

基本案情：原告刘某与被告某信托公司签订了《资金信托合同》，通过受托人的专业管理谋求信托财产的稳定增值，被告根据合同约定聘请投资顾问，为信托计划提供投资建议。2015年7月，标的上市公司因公司涉嫌证券法律法规，证监会决定对标的上市公司立案调查，且2015年7月至2016年9月期间，标的上市公司多次发布提示性公告，披露存在暂停上市的风险，但信托公司仍然听取投资顾问建议大量买入标的上市公司股票。2017年8月28日，标的上市公司因欺诈发行被终止上市，原告认为信托公司不履行受托人亲自处理信托事务和恪尽职守的管理职责，构成根本违约，要求信托公司赔偿认购资金损失。信托公司称，对于投资顾问作出的投资建议，信托公司均尽到审查职责，确定符合被告设置的买入条件；投资顾问在投资建议出具之前，做了大量可行性研究，且同时大量其他投资机构买入标的上市公司，投资建议符合常理，具有合理性；信托文件已按照规定作了充分的风险提示，标的上市公司最终退市属于难以预见的市场风险，投资者应自行承担风险，请求驳回原告诉讼请求。

法院观点：一审法院认为，信托公司在证监会决定对标的上市公司立案调查，在标的上市公司披露可能暂停上市的风险提示后，仍然大量买入标的上市公司股票，违反“在有效控制投资风险前提下”“所有参与行为均应在保护委托人利益的前提下进行”的约定，在履行合同过程中有过错，应承担赔偿责任。二审法院认为，信托公司作为专业机构的受托人，如果遵循审慎原则，尽到受托人的忠实义务，完全可以发现投资顾问给出的大量购买标的上市公司股票的投资建议是风险极大且极不具有合理性的，但受托人对这一投资建议的错误性应当发现而未发现，完全漠视了暂停上市和强制退市风险的现实性与紧迫性，应承担赔偿责任。

赔偿比例：一审法院认为，委托人在《认购风险申明书》声明，本人对投资顾问已有

① 案号：（2021）粤01民终416号；审判法院：广州市中级人民法院。

充分了解，并同意受托人聘其为本信托计划的投资顾问，了解本信托计划可能发生的各种风险，应承担风险造成的损失，酌定信托公司承担全部损失的30%。二审法院认为，信托公司贸然接受投资顾问的建议并大量买入股票，严重违反了谨慎原则和注意义务，应当赔偿全部损失。

【案例10】某信托公司与李某营业信托纠纷[①]

基本案情：2020年2月28日，原告李某与某信托公司签订了《信托合同》，约定信托计划期限内，受托人将扣除认购保障基金及前端扣除的税费后的信托资金用于受让目标公司99%股权并以剩余信托资金投入目标公司资本公积。原告李某举报并经监管部门核查，案涉信托计划绕道非关联方公司，将信托资金违规用于信托公司股东。故原告提起诉讼，要求信托公司赔偿全部信托本金。信托公司称，监管部门出具的调查意见书不能作为认定案件事实的依据，信托公司已按《信托合同》约定进行投资、形成有效的股权与债权类信托财产。

法院观点：信托公司将信托资金用于其股东的情形，该行为与《集合资金信托计划管理办法》第二十七条“信托公司管理信托计划，应当遵守以下规定：……（三）不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人”的规定相悖，违反《信托合同》关于信托资金用途的约定。信托公司违法、根本性违约行为，使投资者投资资金自投资之日起被占用，且信托计划进入延长期后处于无法确定是否可收回、无法确定可收回金额、无法确定可收回时间的状态，导致投资者购买涉案信托产品的投资目的落空，信托公司应承担赔偿责任。

赔偿比例：全部信托本金。

4. 管理过程中的信息披露问题

信息披露制度，又称信息公开制度，一般指由法律法规规定的特定主体以特定方式向投资人、主管机关等利益相关方公开相关信息的制度规范。信托业信息披露制度最早由美国提出并确立，并在《1940年投资公司法》首次规定信托公司作为投资公司应按照规定信息公开。

我国《信托法》以及其他规范性法律文件构建了信息披露制度框架体系，信息披露不仅是履行受托人义务的重要体现，也是金融监管有效手段。信托公司信息披露主要包括两方面：一方面是信托公司自身经营现状的信息披露，包括财务会计报告、各类风险管理状况、公司治理、年度重大关联交易及重大事项等；另一方面是信托业务信息披露，包括产品推介信息披露、产品成立信息披露、产品管理信息披露等。信托公司信息披露按照现行法律对受托人披露要求也可分为主动披露和被动披露，主动披露是受托人根据现行法律法规需向监管

① 案号：（2022）京74民终502号；审判法院：北京金融法院；裁判日期：2022年8月1日。

部门、委托人、受益人告知信托公司及信托相关信息，被动披露是受益人行使知情权向受托人请求披露某些信托产品相关信息。

信托公司信托业务的信息披露相关规定比较宽泛。《集合资金信托计划管理办法》第6章规定集合资金信托计划产品信息披露内容，包括信托计划设立后按季制作信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表以及重大事项临时披露等。《资管新规》第12条对不同类型产品信息披露存在特别规定。《尽职指引》第7章规定了信托公司开展信托业务的信息披露内容，包括发行前需充分披露信息、信托成立后信息披露内容、信息披露方式以及建立健全信息披露管理制度等。《信托法》第58条则规定信托终止后，受托人应制作清算报告，并将报告向受益人披露。根据上述规定，针对不同类型信托产品的不同阶段，信息披露要求不尽相同，信托公司应按照规定履行信息披露义务。鉴于信托成立前或终止后，与尽职调查等履职内容存在重叠，此处仅就信托成立后，信托公司管理过程中的信披问题进行讨论。

信托产品管理期间，信息披露可分为定期披露和不定期披露临时信息两种类型。定期披露包括信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表；临时信息有信托财产可能遭受重大损失、信托资金使用方的财务状况严重恶化、信托担保方不能继续提供有效的担保等情况。信息披露渠道上，按照信托文件约定方式进行，没有约定的，根据《尽职指引》第54条规定的有效方式披露。信息披露标准上，应保证真实性、准确性、完整性和及时性。

样本案例中，涉及管理过程中的信息披露问题59例，其中有3起与知情权相关，即原告要求信托公司公开信息，未要求赔偿金额。其余56起中，与其他履职不规范类型交叉案件55起，承担全部赔偿比例案件10起，承担部分赔偿比例案件6起，不承担赔偿责任案件40起。审判实践中，针对投资者信息披露履职瑕疵的主张，信托公司有必要复盘包括《定期管理报告》《临时公告》及其他信息披露文件，以确定是否依法依约制作并披露相关报告，报告内容是否符合合同约定及相关规定，是否完整且真实反映案涉信托的基本情况、信托资金管理运用情况、符合重大事项的内容是否披露及时等。固然，即使信托公司信息披露义务履行方面存在瑕疵，也不必然导致承担赔偿责任，需进一步研判该等信息披露问题与投资者损失之间是否有因果关系：如果没有证据证明信托财产损失系受托人违反信息披露义务造成，一般较少因信披存在瑕疵为由判决受托人承担赔偿责任；反之，如果信披义务未履行与投资者损失存在因果联系则受托人可能承担相应赔偿责任。案例概况见表3–2–4。

表3–2–4　　案例概况

序号	履职不规范行为	行为表现	违反法规/约定	赔偿比例
案例11	/	披露方式符合合同约定	/	无责
案例12	未完全履行披露义务	未披露信托单位净值；未履行约定的触及预警线、跌破平仓线时的通知义务	《集合资金信托计划管理办法》第6章	约2%
案例13	信息披露不充分	未对各信托单位的资金运用进行充分披露；未按合同约定披露重大事项，未披露针对部分客户资金出现延期兑付时采取的应对措施	《集合资金信托计划管理办法》第6章	承担全责原因之一

续表

序号	履职不规范行为	行为表现	违反法规/约定	赔偿比例
案例14	未及时披露季度管理报告；信息披露不完整	季度管理报告的披露时间明显晚于落款日期；仅载明整个信托计划整体资金运用情况，无法对各信托单位的资金运用进行充分披露；未如实披露信托计划回款情况	《集合资金信托计划管理办法》第6章	承担全责原因之一

【案例11】王某与某信托有限公司信托纠纷[①]

基本案情：原告王某（委托人、受益人）与被告某信托公司（受托人）签订《信托合同》，载明：委托人基于对受托人的信任，自愿将其合法拥有的资金委托给受托人，由受托人集合管理、运用，将信托资金投资于国内依法公开发行的A股股票、交易所债券、证券投资基金等，并通过受托人的专业管理谋求信托财产的稳定增值。《信托合同》还载明，受托人应当妥善保存处理信托事务的完整记录至少15年，每周披露前一交易周的信托单位净值，每月向委托人和受益人披露信托单位净值，每季度向委托人和受益人披露信托资金管理报告，报告信托财产及其管理、运用及收支情况。受托人在有关披露事项的净值、季度管理报告、报表或通知等制作完毕后，可以在受托人网站上公告、电子邮件、电话、按信托合同中载明的通讯地址或联系方式以信函的形式向受托人与受益人邮寄、委托人以书面形式声明的其他信息披露方式报告委托人。后王某以信托公司存在未依约履行信息披露义务等履职不规范问题，向人民法院提起诉讼，要求信托公司赔偿损失。关于信息披露，王某认为，虽然信托公司提交了信托计划管理报告，但是信托公司并无证据证明已将管理报告送达王某，同时，信托公司提交其在网站上发布管理报告的截图，但是发布管理报告的网站与《信托合同》所约定的信息披露网站不一致。

法院观点：驳回原告诉请。（1）信托公司提交了2014年第3-4季度、2015年第1-4季度、2016年第1-4季度、2017年1-2季度的信托计划管理报告、《信托计划终止公告》《信托计划清算报告》，以及其在官网上发布的2016年第1-4季度、2017年1-2季度的信托计划管理报告。信托公司为证明网站在登录时可自动跳转至官网，在一审庭审中当庭用手机登录案涉网站。符合《信托合同》约定的信息披露方式。（2）退一步讲，即使信托公司披露信息网站与《信托合同》约定的信息披露网站不一致，王某提交的证据也不足以证实其案涉损失是由信托公司此种行为造成。

赔偿比例：无责。

① 案号：（2021）粤01民终6448号；审判法院：广东省广州市中级人民法院；裁判日期：2021年6月16日。

【案例12】王某与某信托公司营业信托纠纷[①]

基本案情：王某购买某信托公司信托计划，成为信托计划B类受益人。受托人与投资顾问签订《投资操作协议》，将信托资金投资于已挂牌和存续期间挂牌或已经公开发行并即将上市交易的证券、其他固定收益类金融产品以及现金类产品。其中，B类受益权对应的信托单位份额占本信托计划总信托单位份额的比例不低于20%；当某一交易日信托单位净值等于或低于95元时触及预警线，B类受益人可向本信托计划追加信托资金；当信托单位净值触及信托计划平仓时，受托人将信托项下的非现金资产进行平仓操作。后信托公司与某公司签订《投资操作协议》，协议附件2载明，某公司为信托计划提供投资指令的投资经理及签字样本留予某信托公司，请其在使用时进行核验。带有投资经理签字的投资建议书的真实性、准确性及合法性由某公司负全部责任。其中，授权投资经理A为王某本人。信托计划清算后，王某以其投资37 973 000.00元，清算后仅取回28 424 695.22元，期初本金几乎全部亏损为由向某信托公司提起诉讼，要求信托公司赔偿9 368 304.78元及相应利息。

法院观点：（1）鉴于单位净值的披露是信托公司的重要义务，单位净值的变动将直接影响投资者的投资决策，不能因王某作为投资经理有能力计算单位净值而免除信托公司义务，信托公司应该就其未履行单位净值披露义务承担赔偿责任。（2）关于通知义务，鉴于通知义务是合同明确约定的信托公司的义务，即使王某有能力了解相关信息，但信托公司未依约通知，会对投资人作出投资决策时产生一定心理影响，某信托公司应该就其违反通知义务承担相应赔偿责任。

赔偿比例：法院酌定某信托公司赔偿王某170 000元，王某主张赔偿9 368 304.78元及相应利息，赔偿比例约为2%。

【案例13】深圳某公司与某信托公司营业信托纠纷[②]

基本案情：2021年2月23日，深圳某公司与某信托公司签订《信托合同》，认购信托计划。信托计划存续期间，信托公司通过发布管理报告向委托人进行信息披露，其中，某期管理报告载明：信托计划成立日为2020年5月19日，到期日为2030年5月19日。资金运用情况为：银行存款336 936.62元，其他货币资金（含货币基金工具）18 766.93元，交易性金融资产600 997 699.19元，可供出售的金融资产357 164 675.29元，其他125 276 486.46元。重大事项披露（有无诉讼、信托经理变更等情况）为：本报告期内信托计划部分客户资金出现延期兑付，后续将加快推动资产变现和处置。深圳某公司以信托公司未履行诚实信用、谨慎有效

① 案号：（2021）京0105民初11625号；审判法院：北京市朝阳区人民法院；裁判日期：2023年3月22日。

② 案号：（2022）京74民终416号；审判法院：北京金融法院；裁判日期：2022年6月23日。

管理义务为由，请求法院判令信托公司赔偿损失。

法院观点：严重损害各信托单位购买人的知情权，使投资人并不清楚各自信托单位投资情况，以及投资范围是否符合合同及监管部门要求的投资限制的情形，且不清楚对于后续的信托财产的处置及受托人的应对措施。（1）信托合同明确约定了信息披露的事项，而信托公司发布的管理报告仅载明整个信托计划整体资金运用情况，未对各信托单位的资金运用进行充分披露。（2）在重大事项披露中也未按照合同约定披露发生重大事项的具体情形，而且也未披露针对部分客户资金出现延期兑付时采取的明确、具体的应对措施。

赔偿比例：存在其他不规范履职行为，共同承担全部赔偿责任。

【案例14】戴某与某集团公司等营业信托纠纷[①]

基本案情：戴某与信托公司签订了《信托计划信托合同》，认购信托计划。合同关于信息披露约定包括：受托人自本信托计划成立之日起，按自然季度制作信托资金管理报告，以《信托合同》规定的方式通知受益人，并存放受托人营业场所备查。重大事项信息披露：本信托计划存续期内，如发生下列重大事项，受托人在知道重大事项发生之日起3个工作日内，将该重大事项以《信托合同》规定的方式通知受益人，并自披露之日起7个工作日内向受益人书面提出受托人采取的应对措施：（1）信托财产可能遭受重大损失；（2）发生严重影响本信托计划目的实现或严重影响信托事务执行的重大变故；（3）信托计划进入延长期；（4）中国银保监会和法律法规规定的其他事项。信息披露方式上：除本合同另有规定外，受托人在有关披露事项的报告、报表或通知制作完毕并审核无误后，应以下列形式之一报告委托人与受益人：（1）本信托计划信托经理所在的受托人营业场所存放备查；（2）按委托人与受益人预留地址以信函方式寄送；（3）在受托人网站公告；（4）电子邮件；（5）电话或传真；（6）全体受益人以书面形式要求的以及信托文件规定的其他信息披露方式。受托人通过上述任意一种信息披露方式进行披露即视为受托人履行完毕信息披露义务。受托人通过网站进行信息披露的，在披露日视为受托人履行完毕信息披露义务

法院观点：信托公司披露的信息不充分侵害了投资人的知情权。（1）信托合同明确约定信息披露的事项、时间，而信托公司季度管理报告的披露时间已明显晚于落款日期。（2）管理报告仅载明整个信托计划整体资金运用情况，无法对各信托单位的资金运用进行充分披露。（3）披露的信息显示信托计划底层融资人未依约付款，对于信托计划投资的回款情况，信托公司未如实向投资人进行披露，损害了各信托单位购买人的知情权。

赔偿比例：存在其他不规范履职行为，共同承担全部赔偿责任。

① 案号：（2021）京0101民初15769号；审判法院：北京市东城区人民法院；裁判日期：2021年12月24日。

5. 投后管理底层风险化解措施问题

受国内金融去杠杆信用政策以及打破刚兑监管要求影响，加之全球周期性经济危机以及疫情冲击，近年来信托公司风险项目数量呈上升趋势。面对风险资产处置多重复杂局面，早在2014年为加强影子银行监管、防范和化解信托公司风险、促进信托公司转型发展，监管部门下发《关于信托公司风险监管的指导意见》，就防范信托行业风险、探索信托风险资产的市场化处置、建立信托资金流动支持和补充机制、打破刚兑等系列事项提出前瞻性意见；2020年6月，《关于信托公司风险处置相关工作的通知》直接要求信托公司将处置和化解表内外风险资产作为一个首要任务，并对压降信托通道业务提出明确的要求，要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务；2021年《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》进一步明确，信托业风险资产处置可以与信托保障基金、资产管理公司（AMC）和地方AMC等专业机构合作，探索多种模式，以更加市场化的方式，通过多种手段降低行业风险水平。

信托公司投后管理阶段负有及时向投资者分配收益、作出清算报告、落实风险防范和控制措施、及时变现信托财产等职责。法规层面，直接针对信托公司投后管理阶段专门法规见表3–2–5。

表3–2–5　　法规列示

义务内容	依据
受托人职责解除时移交和报告义务 信托终止时受托人清算报告义务	《信托法》第41条、第58条
清算报告的作出与审计；剩余信托财产分配	《集合资金信托计划管理办法》第31条、第32条、第33条
作出清算报告义务	《信托公司管理办法》第42条
按照产品合同的约定确定收益分配方案，及时向投资者分配收益	《资管新规》第8条
季中清算的投资性资金信托和融资性资金信托由信托公司先行垫付已认购的保障基金	《信托业保障基金管理办法》第25条
及时披露并向受益人书面提出应对措施	《集合资金信托计划管理办法》第38条

对于风险处置过程中履职规范，信托公司作为受托人应持续跟进项目投资情况，及时落实风险防范和控制措施，当底层交易对手违约或底层资产出现重大风险时，应及时推动信托财产变现，追索底层资产，及时止损。针对信托业务中的风险项目，实务中信托公司可采取项目展期，以“时间换空间”熨平经济周期波动下行期；或者以仲裁、诉讼等法律程序，直接要求交易对手承担违约责任、执行底层资产；或者通过与AMC、信保基金合作方式等市场化方式剥离风险。

审判实践中，信托公司如怠于采取有效风险控制措施，法院多认定受托人依其过错程度就投资损失承担相应的赔偿责任。故信托公司应收集整理案涉信托出现风险或交易对手经营

情况发生重大变化后，积极采取处置措施主张权利以维护投资人及信托财产权益的时间点及相关证明材料，包括但不限于向交易对手沟通发函、申请强制执行、提起诉讼、申请财产保全、成立内部专项工作小组、与对手协商谈判或与监管及司法部门沟通等措施中涉及的书面材料、司法文书、沟通记录（如电话录音、微信聊天记录、邮件、书面函件及送达记录、会议纪要等），以证明受托人履职情况。

样本案例中，涉及投后管理底层风险化解措施问题83例，其中与其他履职不规范类型交叉案件26起，承担全部赔偿比例案件14起，承担部分赔偿比例案件17起，不承担赔偿责任案件52起。司法裁判中，信托公司履职不规范行为表现为未依约分配信托利益；出现兑付困难后，未及时向投资者披露产品底层资产、风险情况以及风险处置应对措施；怠于采取有效风险控制措施等，多认定依受托人过错程度就投资损失承担相应的赔偿责任。部分典型案例见表3-2-6。

表3-2-6　　案例概况

序号	履职不规范行为	行为表现	违反法规/约定	赔偿比例
案例15	家族信托未依约分配信托利益	以信托公司固有业务持有的财产向信托专户转让违反国有资产转让相关规定导致资产转让合同无效为由，拒绝支付信托财产清算金额	信托文件约定	全责
案例16	未对单一信托资金履行管理义务	未根据交易文件约定，对应收账款、动产质押等增信措施起到管理作用；未尽早采取措施导致资金流失	《信托法》第22条	全责

【案例15】邰某与某信托公司合同纠纷[①]

基本案情：2020年7月6日，原告委托人邰某设立某家族信托，信托文件约定，信托存续期间如有闲置信托资金，由邰某指令信托公司进行信托财产运用，如邰某未出具书面指令，闲置信托财产仅可以活期存款形式进行运用管理。同日，邰某向信托公司出具信托财产运用指令函，指令信托公司代表信托签署股票收益权远期转让合同，将扣除各项税费后的全部信托资金用于购买信托公司合法持有的标的公司股票之股票收益权；信托公司将闲置资金用于认购某集合资金信托计划，后家族信托与信托公司签订股票收益权远期转让合同，并支付交易转让款。2021年11月9日，邰某向家族信托发出财产运用指令，要求将信托财产中的全部股票于指令出具日起3个交易日内通过二级市场减持变现，并将出售所得资金在扣除相关税费后全部转入信托财产专户，信托公司于2021年11月15日将信托股票全部卖出。2021年11月18日，邰某要求信托公司将股票变现后所得资金分配，但经多次催告，信托公司并未向邰某支付相关股票变现所得价款，故原告诉请法院要求信托公司支付相应信托利益。信托公司称，根据《企业国有资产交易监督管理办法》第十三条规定，标的公司股票收益权作为

① 案号：（2022）甘01民初98号；审判法院：甘肃省兰州市中级人民法院；裁判日期：2023年3月16日。

国企资产应当在产权交易机构公开转让，根据《国有资产评估管理办法》第三条、第九条规定，转让合同的履行应当依法委托具有评估资质的国有资产评估机构对转让标的价值进行评估。但涉案标的公司股票收益权作为转让财产并未进行评估而是以非公开方式协议转让，现委托人要求将国有资产直接支付至信托专户，违反上述评估、进场交易的有关规定。信托公司据此提出反诉，请求人民法院判定信托合同与股票收益权远期转让合同有关受让标的公司股票收益权违反国有资产监管的强制性规定而无效。

法院观点：信托公司虽为国有联营公司，但持有的标的公司股票是以交易为目的的股权，不涉及信托公司资本及权益问题，因此其行为应当受《公司法》及《民法典》的调整，信托公司以其股东为国企及财政局为由认为其持有的资产应受到《企业国有资产交易监督管理办法》及《国有资产评估管理办法》等相关法律行政法规的调整，无法律依据。

赔偿比例：偿还原告全部信托利益。

【案例16】晋城某公司与某信托公司合同纠纷[①]

基本案情：原告晋城某公司与被告某信托公司签订《资金信托合同》，约定信托资金用于向某公司发放信托贷款2亿元，信托期限2年。后信托公司与某公司签订《信托贷款合同》，并签订《应收账款质押合同》《资金监管协议》等交易文件。根据交易文件，某公司以其合法拥有的10家企业应收账款作为质押财产向信托公司出质，并约定某公司负有保证在质押期间的任意时点所质押的应收账款金额不低于贷款本金的1.1倍、动产质押物价值不低于信托计划本金的1.7倍等义务。融资人未依约还款，经信托公司申请，公证处作出《执行证明书》，并向法院申请强制执行。原告晋城某公司以信托公司未对融资人进行有效监管，造成信托财产无法按时收回，且未向融资人采取任何追偿措施为由诉至法院，要求信托公司全额兑付信托贷款本金及收益。信托公司称，其已经持续跟进融资人的还款情况，及时向委托人通报并请示应对方案；在信托公司要求下，融资人后续补充质押部分应收账款，并补充提供146万吨煤炭进行质押担保；信托期限届满后，始终积极与融资人沟通，催促其偿还信托贷款，并已向相关执行法院申请对融资人及担保人采取强制执行措施。信托公司认为通过上述举措，目前已清收了几千万元债权回款并已作为信托利益向受益人分配，对于案涉被动管理的通道类业务的管理标准和责任程度不应过高，请求法院驳回原告诉请。

法院观点：信托公司未对信托资金履行管理义务，致使晋城某公司信托财产受到损失，应承担赔偿责任。（1）信托公司对所质押的应收账款金额及回款情况均不知晓，没有起到管理作用，不能及时要求融资人提高应收账款质押，确保应收账款金额在任意时点不低于贷款

① 案号：（2019）晋民初28号；审判法院：山西省高级人民法院；裁判日期：2019年9月16日。

本金的1.1倍，导致应收账款质押不能保障信托财产安全。（2）监管银行从未每月向信托公司报告应收账款回款及资金使用情况、按季提交监管报告的情况下，信托公司未能履行管理义务，没有尽早采取措施，导致应收账款账户中的资金流失，不能依约返还信托财产。（3）信托公司无法证明在任何时点上煤炭质押价值不低于信托计划本金的1.7倍，对煤炭质押没有起到管理作用。

赔偿比例：返还全部未返还的信托资金。

三、其他资管机构履职不规范行为与赔偿责任比例研究

与信托领域类似，资管领域项下的信义义务是解决投资人与受托管理人之间信息不对称与道德风险的重要钥匙。信义义务要求受托管理人在管理财产时，应当忠诚地为投资者的利益行事，不得使财产及投资者的利益与受托管理人的利益处于冲突状态，如果发生冲突状态，则应当优先维护财产、投资者的利益；还要求受托管理人在管理事务的过程中运用自身的专业知识、职业技能、丰富经验，勤勉踏实达到法律所要求的程度：包括受托管理人履行投前尽职调查义务，保证投资方向与合同约定相符，财产发生重大损失风险后按照合同的约定及时采取止损措施及时止损等。课题组以此为探讨资管领域受托管理人履职的起点，对其违反信义义务引发的纠纷进行研究。

（一）募集受托阶段受托管理人的义务与责任

募集受托阶段，受托管理人涉及的主要义务包括“尽职调查”与“适当性管理”。

1.尽职调查

资管领域，不同资管机构对于尽职调查的监管规定不尽相同。如《商业银行理财业务监督管理办法》第39条规定：“商业银行理财产品投资于非标准化债权类资产的，应当符合以下要求：（一）确保理财产品投资与审批流程相分离，比照自营贷款管理要求实施投前尽职调查、风险审查和投后风险管理，并纳入全行统一的信用风险管理体系……”《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第61条规定：“……证券期货经营机构应当对投资对象、交易对手开展必要的尽职调查，实施严格的准入管理和交易额度管理，评估并持续关注证券发行人、融资主体和交易对手的资信状况，以及担保物状况、增信措施和其他保障措施的有效性。出现可能影响投资者权益的事项，证券期货经营机构应当及时采取申

请追加担保、依法申请财产保全等风险控制措施。”第62条规定：“资产管理计划投资于本办法第三十八条第（五）项规定资产的，证券期货经营机构应当建立专门的质量控制制度，进行充分尽职调查并制作书面报告，设置专岗负责投后管理、信息披露等事宜，动态监测风险。”

不论信托公司尽职调查，还是对其他资管机构而言，尽职调查均来源于企业内生识别风险的现实需要，是解决信息不对称、识别风险的重要手段，其目的在于发现隐患、排除风险，为投资人决策提供依据，并保护投资人资金的效率与安全。如果受托管理人对投资者隐瞒尽调报告，或者未能全面呈现，抑或尽职调查方法不当，则存在被认定为违反尽职调查义务的风险。当然，此时可能存在尽职调查与信息披露因履职不规范产生竞合，但均视为对受托管理人信义义务的违反，可能引发赔偿责任。

【案例17】某证券公司与某基金公司合同纠纷[①]

基本案情：案涉资产支持专项计划中，某证券公司为专项计划的受托人和管理人，专项计划的原始权益人为某租赁公司，基础资产为租赁公司的租金债权和其他权益及其附属担保权益，基础资产的承租人/债务人为某石化公司，属于重要债务人。鉴于专项计划基础资产集中度较高，管理人对承租人的经营情况及财务状况进行调查并披露了相关情况，其中包括承租人与其上下游合作方的交易情况。同时，作为基础资产的租金债权存在附属担保权益，其为承租人对主要业务合作方的应收账款质押，在原始权益人将基础资产转让给专项计划时，应收账款质押也同时转让给专项计划。后经查实，基础资产对应的承租人与其声称的主要业务合作方的合作关系不真实，系其通过伪造公文、印章等方式虚构的交易，应收账款质押所对应的应收账款也不真实。承租人因涉刑被立案侦查而停产整改，专项计划的收益出现逾期。专项计划的证券持有人基金公司起诉证券公司，认为其作为管理人在专项计划文件提供的信息是错误的或虚假的，未履行法律法规规定的职责，要求证券公司赔偿损失。证券公司称，其与基金公司构成信托法律关系，不负有担保基础资产真实性的义务；且证券公司基于证券评级机构、律师事务所、会计师事务所的专业意见，有充分理由确信相关发行文件及信息披露真实、准确、完整，已经勤勉尽责地履行尽职调查义务。

法院观点：证券公司未尽到专业管理人审慎注意的勤勉尽责义务。（1）相关专业机构的专业意见不能免除管理人的尽职调查责任，管理人仍应当按照《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》等规定的要求对基础资产的尽职调查。（2）尽调方式不合规，证券公司在《专项计划说明书》《专项计划标准条款》等专项计划文件中保证其陈述的内容真实、准确、完整，不存在任何虚假内容和误导性陈述。但证券公司未直接向

① 案号：（2022）京民申767号；审判法院：北京市高级人民法院；裁判日期：2022年11月28日。

债务人的业务合作方发出询证函，询证质押应收账款真实性；调查访谈过程中未核实访谈人员身份，亦未进行现场实地调查，而是轻信某石化公司说辞。案涉法律法规依据包括《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第13条，“管理人应当履行下列职责：（一）按照本规定及所附《资产证券化业务尽职调查工作指引》对相关交易主体和基础资产进行全面的尽职调查……”《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》第2条，“本指引所称尽职调查是指证券公司及基金管理公司子公司勤勉尽责地通过查阅、访谈、列席会议、实地调查等方法对业务参与人以及拟证券化的基础资产进行调查，并有充分理由确信相关发行文件及信息披露真实、准确、完整的过程。”

赔偿比例：承担全部损失。

2. 适当性管理

证监会体系下，《证券法》《资管新规》《九民纪要》《证券期货投资者适当性管理办法》《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》《期货经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》等一系列规定及规范构建起较为完整的“适当性管理”相关规范体系。

适当性义务的恰当履行是投资者保护的起点，也是投资者责任自负的前提。一般认为，资管机构的适当性义务内涵一致，即卖方机构的适当性义务主要是要求金融机构了解金融消费者、了解产品并承担合理推荐、适当销售的义务，主要由三部分构成：一是卖方机构对潜在的金融消费者进行风险测评和分类，以满足了解金融消费者要求；二是卖方机构向金融消费者告知说明金融产品的具体情况，以满足了解产品的要求；三是将适当的产品销售给适当的金融消费者，以满足合理推荐、适当销售的要求。另外，告知说明义务亦被广泛认为属于适当性义务的组成部分，指卖方机构应向金融消费者充分说明与金融产品相关的市场风险、信用风险、合同的主要内容等重要事项，旨在缓解交易双方的信息不对称。

不论监管实践还是司法裁判，金融监管总局体系与证监会体系下不同类型金融产品在资管机构适当性履职方面正逐渐趋同，在适当性义务的识别、免责事由的判定等方面相近，例如以下案例。

【案例18】钱某等委托理财合同纠纷[①]

基本案情：钱某（作为委托人）与某证券公司（作为管理人）于2017年2月签订《资管合同》，认购某资产管理计划。后钱某认为管理人违反适当性义务，要求赔偿其全部本金及利息损失。钱某主张，证券公司在销售过程中作出保证本金不受损失和取得最低收益的欺诈

① 案号：（2022）沪74民终930号；审判法院：上海金融法院；裁判日期：2023年1月19日。

性承诺，在推介材料中使用无法提供来源的毛利率数据，未关注钱某风险测评结果的明显异常。证券公司称，其已经尽到适当性义务和告知说明义务，钱某认购案涉资管计划系其自主决策，理应自担风险，推介材料并非证券公司对外提供的宣传材料，且其中毛利率一栏并未特别突出显示，即使毛利率书写错误也不会产生误导、欺诈投资人的效果。

法院观点：证券公司未恰当履行适当性义务。金融机构及其委托的销售机构在向金融消费者推介、销售券商集合理财计划等高风险等级金融产品的过程中，必须履行了解客户、了解产品、将适当的产品销售给适合的金融消费者等义务，让金融消费者能够真正了解各类高风险等级金融产品或者高风险等级投资活动的投资风险和收益。（1）证券公司虽提供钱某签字确认的《调查问卷》《认购风险确认书》《风险揭示书》等合同文件以证明其适当性义务履行，然而，证券公司销售人员与钱某的QQ对话，足以反映证券公司在案涉资管产品销售时，销售人员对产品风险认识不足，进而向钱某作出错误说明，显然未能做到准确了解产品。（2）基于前述不当销售行为，《调查问卷》《认购风险确认书》《风险揭示书》等合同文件上钱某的签字，已无法准确反映钱某对产品风险的认知。钱某多次表述希望保本、不想购买高风险产品，说明钱某系低风险偏好客户，难以忍受本金亏损，但证券公司却通过《调查问卷》得出了钱某投资风险承受度为“积极型”的相左结论，因其未能准确识别客户风险承受能力，导致将案涉高风险金融产品不当销售给低风险承受能力客户。

赔偿责任：二审法院在一审法院酌定赔偿范围为钱某投资本金的50%基础上，综合考虑证券公司未尽到适当性义务以及投资者自身盲目轻信对投资损失亦负有一定责任等因素，变更赔偿范围为钱某投资本金的70%。

（二）投资管理阶段受托管理人的义务与责任

1. 审慎投资

《资管新规》第8条原则性规定：“金融机构运用受托资金进行投资，应当遵守审慎经营规则，制定科学合理的投资策略和风险管理制度，有效防范和控制风险。”如“金融机构未按照诚实信用、勤勉尽责原则切实履行受托管理职责，造成投资者损失的，应当依法向投资者承担赔偿责任。”《证券投资基金法》第9条第二款也规定：“基金管理人运用基金财产进行证券投资，应当遵守审慎经营规则，制定科学合理的投资策略和风险管理制度，有效防范和控制风险。”受托人审慎投资义务通常被法律法规为平衡处于优势地位的受托管理人、保护投资者的法定义务。受托管理人接受投资者委托，为投资者管理资产，达到财产保值增值目的，对于资产管理过程中产生的风险，如系投资本身风险，投资者承担“买者自负”的后

果；如系受托管理人不当管理导致的损失，投资者有权追究受托管理人未尽审慎投资义务的责任。

受托管理人此种信义义务要求维护投资者的最大利益，且一定程度上可以通过约定进一步划定义务边界。法理上，根据《资管新规》第8条，一般认为审慎投资义务本质上既需要满足“勤勉尽责”的注意义务，也需要满足“诚实信用”的忠实义务。因前者注意义务难以形成明确具体的判断标准，故成为受托管理人履责判断的难点。司法裁判中，判断受托管理人具体为或不为某种行为是否符合审慎投资，则往往需结合资管合同约定，并依赖法官自由裁量。

【案例19】刘某、贺某等合同纠纷[①]

基本案情：原告刘某与某投资管理公司、某证券公司签订《股权投资一期投资基金基金合同》，其中刘某为投资人，投资管理公司为管理人，证券公司为综合托管服务商。基金合同约定，基金投资目标为通过实施本基金，投资人将合法自有资金委托给管理人，由管理人对基金资金进行集中管理、运用或处分，从而为投资人获取基金收益。投资范围为主要投资于非上市公司的股权，所投资的非上市公司的股权由基金管理人代为持有，承担对股权公司的管理职责，但投资收益权及本金仍归属于基金财产，独立于管理人的固有财产。本基金投资于标的公司股权的资金占基金总资产的比例不低于98%。管理人进行股份转让、投票表决等任何投资决策须经基金投资人签字同意方可执行。原告因未获任何投资收益，并认为管理人未通知，也未经所有基金投资人同意，也无任何股权评估报告的情况下，即将案涉私募基金款项转移至增资标的公司。故以投资管理公司与目标公司及股东贺某等人通过关联交易进行利益输送，证券公司拒不履行职责为由诉至人民法院，要求管理人赔偿损失。

法院观点：选择何种企业（当前盈利或亏损）、确定何种价格（溢价或者低价）等均属于当事人之间的商业判断问题，在企业股权投资领域，并不完全以企业净资产为对价进行股权买卖，在刘某没有充分的证据证明存在违法交易的情况下，根据司法谦抑性原则，司法权对此应保持审慎的态度，不宜过度介入。（1）案涉两份基金合同对基金资金的投向有明确的约定，即两份基金均用于投资于标的公司股权的资金占基金总资产的比例不低于98%。（2）投资管理公司在将一期基金用于购买标的公司股权前，已通过电子邮件告知各投资人包括刘某，各投资人包括刘某对一期基金的用于购买标的公司的股权份额和增资扩股的情况是知情并同意的，刘某从未提出异议。故驳回原告诉请。

赔偿比例：无责。

① 案号：（2021）粤0391民初7359号；审判法院：广东省深圳前海合作区人民法院；裁判日期：2022年8月29日。

【案例20】某深圳公司、余某合伙协议纠纷[①]

基本案情：余某与深圳公司签订《投资企业（有限合伙）入伙协议》，约定：深圳公司作为执行事务合伙人发起设立投资企业（有限合伙），余某承诺认缴出资并作为有限合伙人加入合伙企业，合伙企业资金将全部用于投资A信托计划次级信托单位，为有限合伙人获取最稳健的回报。后深圳公司将涉案项目转投B信托。余某称转投B信托项目之前未经其同意，深圳公司则称合伙企业作为执行事务合伙人进行股票投资，根据合伙协议没有必要进行事前协议，转投是合伙协议中赋予执行事务合伙人的权限。因余某未取得全部投资款，并认为深圳公司转换投资通道构成违约，要求深圳公司赔偿损失。深圳公司称，A信托计划抑或B信托计划仅是资金通道，实际都是通过信托计划进行配资，再由深圳公司使用募集的资金进行股票交易，并无本质区别，对合伙企业投资未构成实质影响且符合合伙目的。

法院观点：（1）不同的信托管理计划对于投资风险评估、资管产品结构比例、资管计划参与主体的权限和责任等均有不同设计，都可能会成为影响资管计划产品收益率的重要因素，不能必然得出不同的信托管理计划对产品收益率无根本影响的结论。A信托计划与B信托计划在资金规模、投资限制等方面均存在不同。（2）根据已生效的民事判决书的相关认定，深圳公司也确认B信托公司是根据案外人投资建议进行交易，这与深圳公司所称信托资金是由其操作的说法并不一致。涉案《合伙协议》中明确约定（成立）合伙企业的目的是将合伙企业募集的全部资金用于认购A信托计划，而深圳公司却未能遵守约定，实际认购了B信托计划，未能实现合伙协议的目的，构成根本违约。

赔偿比例：全责。

2. 信息披露

随着金融市场不断创新发展，信息披露逐步成为金融监管的必然要求和有效手段。规范层面，《资管新规》第12条规定，金融机构应当向投资者主动、真实、准确、完整、及时披露资产管理产品募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资账户信息和主要投资风险等内容。该条同时对公募产品、私募产品、固定收益类产品、权益类产品等应当披露的内容作出了详细规定。对于特定资管计划，例如FOF、分级产品，《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》分别规定“证券期货经营机构应当向投资者充分披露基金中基金资产管理计划所投资资产管理产品的选择标准、资产管理计划发生的费用、投资管理人及管理人关联方所设立的资产管理产品的情况。”“分级资产管理计划的名称应当包含‘分级’

① 案号：（2020）粤03民终1336号；审判法院：广东省深圳市中级人民法院；裁判日期：2020年12月8日。

或‘结构化’字样，证券期货经营机构应当向投资者充分披露资产管理计划的分级设计及相应风险、收益分配、风险控制等信息。”除此之外，《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》等法律规范亦规定了管理人应当履行的信息披露义务。

司法裁判中，受托管理人的信息披露义务包括资管合同中约定的义务和上述法律法规规定的法定义务，投资者常选择违约之诉，向违反信息披露义务的管理人主张损害赔偿，从而尽可能降低投资者举证方面的压力。与信托公司涉信息披露案件一致，受托管理人单纯违反信息披露义务并不必然导致需要承担违约损害赔偿责任，如投资人难以证明管理人违反信息披露义务与投资人损失之间存在因果关系，多数法院会认定投资人的损失来自投资风险，与信息披露义务并无直接关联，进而判定管理人无需承担赔偿责任。

【案例21】陶某与某公司证券投资基金交易纠纷[①]

基本案情：2021年12月29日，原告陶某与某公司签订《私募基金合同》，第四节“信息披露的方式”载明：私募基金管理人通过私募基金管理人网站、书面或其他方式向私募基金份额持有人履行上述信息披露义务。如提供网站方式查询的，私募基金份额持有人可通过登录管理人网站并通过身份认证后，查询信息披露相关内容。陶某认为基金管理人违反《私募基金合同》及行业监管的相关要求，导致其投资损失，遂原告诉至法院，要求获得赔偿。就信息披露义务，陶某提出，“信披平台报送和投资者查询账号开立不可以代替面向投资者的信息披露。某公司并没有告知投资人登录协会信披平台的网址，也没有准确告知登录信披备份系统进行查询为信披唯一方式。并且，其依赖协会系统进行披露后没有向投资人进行确认其是否收到查询账号和密码的短信或邮件，也没有通过其他合理方式提醒投资人查询基金运作报告，故在投资人角度一直是处于未被告知的状态。”某公司称，其根据案涉基金合同的约定，定期进行信息披露，不存在违约行为。

法院观点：驳回原告诉请。（1）私募基金管理人作为受托人，应及时完整地披露基金信息，保障私募投资人的知情权。除了法定要求外，管理人与投资人可以在基金合同中对信息披露的内容、频率、方式、渠道等作出约定。本案《私募基金合同》载明可以通过私募基金管理人网站、书面或其他方式向私募基金份额持有人履行信披义务；份额持有人可通过登录管理人网站并通过身份认证后，查询信息披露相关内容。（2）陶某签订《私募基金合同》后，曾就职于某公司。陶某并非普通意义上的外部投资者，而是与某公司形成内部关系，就职期间，某公司已经开始基金的多次交易，陶某完全有机会可以近距离观察与了解某公司的基金经理工作风格与参与情况，了解具体投资策略、选股情况、记录存档情况，如果不满意则可以及时沟通、协商退出与中止交易以避免损失发生。但未发现陶某举证证明存在这种沟通协

① 案号：（2024）沪74民终659号；审判法院：上海金融法院；裁判日期：2024年7月16日。

商，只是在亏损后陶某对某公司提出各方面指责，陶某主张的可信性存疑。

赔偿比例：无责。

（三）清算退出阶段受托管理人的义务与责任

资管产品到期终止后，受托管理人应及时进行清算分配，一方面，投资者的具体损失情况以及剩余财产情况只有在清算后才能最终确定；另一方面，若受托管理人怠于履行清算义务或者采取清算措施不合理，可能导致投资者损失扩大，亦应按照过错程度承担相应赔偿责任。若管理人未适当履行管理或清算义务，例如，资管产品所投项目出险后，管理人简单将其归咎为市场风险，以已经向投资人信息披露为由，不维护投资者权利；或者在投资人未同意延期的情况下，不启动清算，以封闭期内不能提前退出为由导致投资者无法主张退出，又以产品尚未清算无法确定收回金额为由使投资者无法主张损失，则管理人都可能承担相应赔偿责任。

【案例22】周某与A基金管理公司仲裁纠纷[①]

基本案情：投资人周某（本案申请人）与A基金管理公司（本案被申请人，作为基金管理人）、B银行（基金托管人）签订《基金合同》，由周某申购一号基金份额。合同约定，基金存续期为自成立之日起15个月，满12个月基金管理人可选择提前结束，满15个月投资人可申请赎回；基金投资标的为目标公司的增资股权；基金以股权投资的方式取得目标公司的部分股权。基金的投资收益主要来源于投资标的公司的预期收益，及基金存续期12个月后至存续期结束前目标公司预期进行“全国中小企业股份转让系统”挂牌上市的股权溢价交易的收益。20××年12月，A基金管理公司与目标公司及案外人签订《增资扩股协议》，约定A基金管理公司将以增资的方式向目标公司进行投资；并对A基金管理公司的投资收益及风险控制进行了约定，包括：……3.次年12月前，若目标公司不能在“全国中小企业股份转让系统”挂牌上市或在本协议约定的投资期限内A基金管理公司未能通过“全国中小企业股份转让系统”等资本市场股权交易使本次的投资资金本金顺利退出，A基金管理公司可优先要求案外人按照投资额的溢价价款向A基金管理公司购回所持有的股权，保证A基金管理公司顺利退出及投资资金不受损失。如不能到期回购，A基金管理公司可以要求清算并享有清算优先收益权。周某主张，基金到期后，A基金管理公司一直未按约进行清算，亦未依照勤勉尽责的原则适时对最终投资项目提出权利主张等举措以维护投资人的利益，要求裁决A基金管理公

① 上海仲裁委员会微信号：《上仲案例分享|第一期：基金管理人未及时执行项目退出机制导致基金迟延清算下的违约责任》，网址：https：//mp.weixin.qq.com/s/A_FjxRbYVn1n8URq-JhmDA，2024年1月3日。

司向其返还投资本金。A基金管理公司称，其已在向被投企业进行催讨并与基金投资人讨论起诉事宜。

仲裁庭观点：A基金管理公司应当向周某承担违约赔偿责任。（1）《基金合同》约定，案涉基金存续期限为15个月，于20××年3月已届满。A基金管理公司未提供任何证据材料证明其已送达有关基金延期的书面决定或其已按《基金合同》约定的方式适当通知托管人B银行及投资人该等延期事项，故A基金管理公司所称的基金延期这一事实仲裁庭不予认可；另外，本案中A基金管理公司亦未提供证据材料证明，其在基金存续期届满后进行过财产清算或与托管人B银行就清算小组成立或推进清算方面进行过任何协商，A基金管理公司既无合理延期通知又无任何清算启动的运营行为明显有违《基金合同》所约定的勤勉谨慎义务。（2）对于A基金管理公司所称其未清算的原因，《增资扩股协议》明确约定A基金管理公司的退出机制以及案外人的回购条款和连带责任担保条款，但A基金管理公司没有提供任何证据证明，在基金存续期限内或存续期届满后的合理期间内，其依约向目标公司及时主张过执行退出机制或主张过由案外人进行回购或承担连带担保责任，A基金管理公司在明知《基金合同》项下存续期限到期日以及基金到期后自身将要承担基金投资人赎回款偿付义务的情况下，仍未能合理主张投资权益以事先确保基金财产的流动性，基金期限届满后亦未积极主张投资项目中的违约救济，其不作行为明显有违《基金合同》所约定的基金管理人最为根本的管理义务。

赔偿比例：全责。

四、境外受托机构履职不规范行为研究

英美法系下，基于“双重所有权”制度基础，境外受托机构不仅被要求忠实地履行信托合同约定，更苛以保障受益人最大利益的义务，确保受托人权利不被滥用。以上权利义务以信义义务为核心，逐步细化为忠实义务、审慎义务、信息披露义务等。与境内受托机构相似，境外信托业务管理中亦面临不断累积的风险，引发受托人履职不规范行为时有发生。其所引发的法律责任，同样涉及受托机构在履职过程中过错的严重程度以及损害因果关系的责任分担，共同决定了受托人赔偿责任。

（一）英美两国监管发展历程及投资信托演变

英国与美国的投资信托在19世纪末和20世纪初获得快速的发展，有趣的是，双方呈现

了两种截然不同的发展方式。英国的投资信托始于19世纪中叶，以稳定的资本结构和稳健的风险管理策略，逐步形成了完善的监管框架。相比之下，美国的投资信托在20世纪20年代经历了一场规模空前的发行热潮，但由于过度杠杆化和市场投机行为，于1929年股市崩盘时，遭受重创。需要注意的是，虽然英美的投资信托本身与我国定义的资产管理信托存在差异，但其在1929年金融危机后的发展路径以及推动监管完善的历程却值得我们借鉴与参考。立法方面，英美法系国家也逐渐将信托成文化，而非仅依靠判例。[①]值得一提的是，在离岸信托备受追捧的当下，开曼群岛、英属维京群岛和泽西岛等特殊司法辖区虽以其宽松的税收政策和灵活的信托结构闻名，但其信托业务仍受到一定程度的监管，在信托的设立、管理和受托人义务等方面均保有严格规定，确保长久合规性和透明度。

1. 美国监管演变

1929年金融危机导致美国投资信托大量资产缩水，投资信托管理者一系列不当履职行为浮出水面，某些投资信托的管理者无法充分向投资者披露投资信托的实际情况，使投资者自身对项目的风险毫无所觉；投资运作方面，投资信托管理者的投资策略过于冒进，且集中投资于一家或几家公司；资金用于关联公司或个人之间交易的行为也屡见不鲜，甚至将信托资金直接作为贷款转移给管理者或董事[②]。

以上行为引起美国国会与证监会（SEC）高度关注，1935年颁布的《公用事业控股公司法》第30条[③]正式赋予了美国证监会对投资信托进行监督调查并向国会汇报的权力[④]。虽然该法规的重点在于监管公用事业控股公司（如电力和天然气公司）而非金融投资机构，但作为某些大型公用事业控股公司的融资和资产管理工具，投资信托结构复杂，监管机构开始关注其不透明度造成的潜在风险，并将该法案适用范围扩大至金融领域。在一封美国证监会递交国会的调查报告中可窥见投资信托管理者的滥权行为以及投资者保护的迫切现状。

《1940年投资公司法》颁布后，监管针对前述的一系列不当履职行为作出针对性要求：首先，所有从事投资信托业务的受托机构均须向美国证监会注册，并定期披露其财务状况、投资策略等重要信息，增强受托机构的透明度；其次，在董事会方面，要求从事投资信托业务的受托机构至少40%的董事必须为独立董事，不能与公司的投资顾问或其他管理层存在利益冲突，并且从立法层面禁止管理者与关联公司之间的关联交易，或在无股东同意的情况下更改投资政策。此外，进一步限制了投资信托复杂的资本结构和风险投资行为。执法层面，

① John H. Langbein，“Why Did Trust Law Become Statute Law in the United States？”. Alabama Law Review，LVIII（2007），pp1069–1082.

② The Regulation of Management Investment Trusts for the “Protection of Investors”. The Yale Law Journal，Vol. 46（1937），pp1214–1216.

③ Public Utility Holding Company Act of 1935，§ 30，15 U.S.C. § 79 et seq.（已于2005年废止）.

④ The Regulation of Management Investment Trusts for the “Protection of Investors”. The Yale Law Journal，Vol. 46（1937），pp1211.

美国证监会的执法部门和合规检查部门定期检查此类投资机构的行为，且针对严重违规行为，美国证监会可采取法律行动，包括但不限于罚款、吊销执照等。

2. 英国监管演变

与美国投资信托相比，英国投资信托在19世纪初的发展较为缓慢，仅在1924年至1929年间迎来一次发行热潮。得益于英国投资信托缓慢的发展节奏，英国投资信托维持了保守和稳健的发展风格，在规模、投资策略上均与美国存在巨大差异。[①]投向上，英国的投资信托通常投资于债券、蓝筹股等稳定的资产类型。这种稳健保守的投资策略逐渐形成行业特性，吸引了大量中产阶级投资者。此种专注持有稳定长期资产而非短期高风险投资的风格，使投资信托在20世纪的几次世界级的市场波动中保持稳健，展现出较强的抗风险能力。

但随着全球金融市场进一步震荡加剧，英国政府逐步意识到加强监管的迫切性。20世纪中期，特别是在20世纪70年代后，英国逐步出台了相关法规，要求投资信托公司提高透明度、完善信息披露机制，并加强了投资者保护。其中，1986年通过的《金融服务法案》标志着英国金融市场全面的监管改革，该法案对所有金融服务公司，包括投资信托均提出了更高的监管要求，包括信息披露、管理费用、风险揭示等方面，旨在保护投资者合法权益。至1997年，英国金融服务局（FSA）正式成立，但仍主要依靠市场自律进行调节。[②]直到2008年全球金融危机，金融系统在巨大冲击下，银行业、衍生品和证券交易市场的违法违规行为频发，仅仅依靠行业自律已无法维持金融市场的健康发展。遂2012年最新《金融服务法案（2012）》出台，FSA撤销，并分设审慎监管局（PRA）和金融行为监管局（FCA）延续至今。

3. 离岸金融中心现代监管演绎

英美两国的监管发展路径普遍围绕保障受益人利益、确保信托财产安全、增强信托公司管理透明度以及防范信托滥用等几个核心目标。其他各地区监管机构通常对受托机构设定了合规要求，监督其受托履职情况。其中，泽西岛、英属维京群岛、开曼群岛等在内的离岸金融中心地区亦通过简化的监管制度和税收优惠政策，吸引了大量跨国企业、家族和高净值客户，使之成为现代受托机构的聚集地。

在泽西岛，泽西岛金融服务委员会（JFSC）对从事信托业务的公司设立的合规要求见于《1998年泽西金融服务法》[③]，其要求任何从事信托业务的公司必须获得JFSC许可，已合法成立的信托公司须遵守《信托公司业务操作守则》[④]。而在英属维尔京群岛（BVI）中，监管主要

① Janette Rutterford. Learning from One Another's Mistakes: Investment Trusts in the UK and the US, 1868–1940. Financial History Review, XVI (October 2009), pp157–181.

② 苏如飞：英国金融行为监管局执法方法、处罚及借鉴—以2019年的监管执法为例，DOI：10.3969/j.issn.1003–9031.2020.074.007

③ States of Jersey. Financial Services (Jersey) Law 1998 (as amended). Jersey Legal Information Board, 1998.

④ Jersey Financial Services Commission. Code of Practice for Trust Company Business. Jersey Financial Services Commission, 2023.

依托于BVI金融服务委员会（FSC）。其中，《银行和信托公司法》[①]允许信托公司获得不同类别的信托牌照，以适应不同的客户需求。而开曼群岛货币管理局（CIMA）依据《银行和信托公司法》[②]监管信托机构，要求信托公司在获得许可后提供定期的财务报告和审计。此外，对反洗钱和反恐融资很大程度防止了信托结构被滥用。可见，随着信托业务的全球化发展，受托机构不仅需要遵守设立地的监管要求，还需要应对跨境合规的挑战。各国和地区的监管机构之间日益加强合作，特别是在打击跨境逃税、洗钱等非法活动方面。

（二）境外受托机构履职不规范的主要表现与法律后果

境外受托机构在信义法的框架下，承担了更为广泛的受信责任。司法裁判中，仅仅基于事实和行为的产生，双方即可成立法律意义上的信义关系，即使没有协议与合同的约束，仍需承担相应的受信责任。新加坡高等法院审理的某夫妇与其投资顾问[③]之间的纠纷中，原告认为被告为其推介了不符合他们风险承受能力，且与被告具有利益关联的项目，并通过复杂的金融操作进行欺骗。法院认为尽管并没有正式的书面委托，但投资过程中，尤其是在投资决策后的执行和管理过程中，被告实际承担了受信人的责任。原告的投资行为完全依赖于被告的判断和执行，被告不仅提供了投资机会的信息，还代为管理这些投资。最终法院判决被告赔付原告七个投资项目中的五个投资项目的损失。

“信托是一个典型的信义关系。信义对信托而言，是天性一般的存在。相较于其他的信义关系，信托受托人的受信义务更为严格，而这种始于天性的本质，不仅默认受托人承担了某些无需约定的责任，其中某些更甚至于赋有强制属性。”[④]因此，信义之于信托，是受托人应当始终以受益人的最大利益管理信托的忠实义务；是受托人应秉持审慎义务依信托目的管理信托，包括分配、投资、保管和管理；同时也包括公平义务、受益人的信息披露义务甚至于监督其他受托人行为的义务。“现代信托法中，对受托人权力的扩展意味着他们能够自由地管理金融市场中的信托资产，而保护受益人的措施从限制受托人权力转向依赖信托法中的信义义务。”[⑤]据此，境外信托机构履职不规范行为，往往基于信义义务的违背，包括违反忠实义务、审慎义务、信息披露义务以及合同约定。

---

① British Virgin Islands Financial Services Commission. Banks and Trust Companies Act. BVI Financial Services Commission, 1990.

② Cayman Islands Monetary Authority. Banks and Trust Companies Law. Cayman Islands Monetary Authority, 1990.

③ Sabyasachi Mukherjee and Gouri Mukherjee v. Pradeepto Kumar Biswas [2018] SGHC 271, Singapore High Court, 2018.

④ Robert H. Stikoff. Fiduciary Principles in Trust Law. Oxford Handbook of Fiduciary Law. Cambridge: Harvard Law Publications, 2019.

⑤ John H. Langbein. The Contractarian Basis of the Law of Trusts. The Yale Law Journal (1995), pp 625–671.

1.履职不规范的主要表现

（1）忠实义务要求受托人完全为了受益人的最大利益行事，也就是“唯一利益原则”（Sole Interest Rule），不得因个人利益或第三方利益而偏离这一原则。当受托人行为涉及利益冲突或自我交易时，即构成违反忠实义务的表现。例如，受托人可能利用职务之便，将信托财产投资于自己拥有股份的公司，或通过其他方式从信托中获取个人利益，即使交易是公平的，也属于对忠实义务的违背。可参见“案例23　Baker，Michael A v BCS Business Consulting Services Pte Ltd and others”。该案例中，忠实义务要求受托人在支出事项上应保留充分的文件，用以证明和保持信托管理的透明度，反之，法院有权对相应信托财产的运用支出予以撤销。

（2）审慎义务要求受托人以高度谨慎的标准管理信托财产，并且必须合理、负责地投资、管理和保护信托财产。受托人在管理信托投资时，须秉持“审慎投资人规则”（Prudent Investor Rule），合理分散投资，避免过度集中的风险。如果受托人作出了高风险、单一或不明智的投资决策，导致信托财产严重受损，这种行为即构成违反审慎义务。此外，受托人也有责任保护信托财产并进行合理的管理。如果受托人未能定期检查信托财产的状况，或忽视维护和管理职责，导致信托财产价值损失，被视为违反了审慎义务。可参见“案例24　Nestle v National Westminster Bank”。该案例中，尽管受托人未被法院苛以确保财产合理增值的义务，却仍需平衡信托资产的安全性和收益潜力，以符合审慎投资人义务。

（3）受托人对受益人亦负有信息披露义务，须向受益人提供与信托管理相关的信息，并定期向受益人报告信托财产的状况。如受托人故意隐瞒某些重要信息，或未能定期向受益人提供报告，则存在违反信息披露义务的可能。如果受托人提供的报告包含虚假信息或误导性的描述，导致受益人未能全面了解信托财产的状况，受托人也将承担违约责任。当然，受托人故意隐瞒某些与信托财产管理相关的重大信息，也可解读为违反忠实义务。可参见“案例25　Schmidt v Rosewood Trust Ltd”。该案例中，法官拥有判断受托人是否充分履行信息披露义务的自由裁量权，法官认为信息披露的对象不仅限于现有受益人，亦可扩展至潜在受益人。

（4）另外，受托人需遵循信托文件管理信托财产。如果受托人在没有正当理由的情况下偏离信托条款，或未按照信托文件规定的分配计划分配信托财产，亦构成履职不规范行为。在这种情况下，受托人涉及行为包括未能及时根据信托文件的要求将信托财产分配给受益人，或者在未经受益人同意的情况下改变分配方式，均属于违反信托条款的行为。可参见“案例26　Barash v Lembo”。该案例中，受托人履职义务不局限于已交付财产，还包括信托合同约定的潜在财产，受托人有义务采取合理行动以确保相关资产受到适当的保护和管理。

【案例23】Baker，Michael A v BCS Business Consulting Services Pte Ltd and others[①]

基本案情：M先生作为已故B女士的遗产执行人，代表遗产起诉BCS公司、W先生以及R公司在信托资产的管理上存在履职不规范的行为，指出被告所提供的信托账目中的一项高达365万美元的“其他支出”缺乏必要的支持性文件。案件的争议始于B女士故去后，其遗产执行人M先生要求BCS公司出示详细的信托资产账目。其中，W先生作为B女士生前的合作伙伴，通过控制BSC公司和R公司管理着B女士所开发的一种抗衰老成分E化合物的相关资产和收入。M先生认为，BCS公司并未妥善履行其作为信托受托人的职责，特别是其对信托资产的管理存在种种疑点，因此申请撤销信托账目中两笔费用的扣除。原审中，新加坡国际商事法庭虽认定信托账目中存在多处问题，但在关于这两笔费用的争议上，却支持了被告的主张。关于第一笔340 000美元的费用，被告W先生主张，该笔费用是依B女士指示支付给一位法国律师，目的是解决一个勒索事件。这名法国律师对B女士的女儿进行了敲诈，并要求支付这笔费用平息事端。然而除了W先生的口头陈述外，没有任何其他关键证据能够支持此笔支出的合法性。至于第二笔50 000美元，被告声称此笔费用是用于成立A基金会的支出，该基金会的成立也是为了管理与E化合物相关的资产并将其收入转移给B女士的继承人。而事实上，除了W先生的陈述外，关于A基金会的成立的相关文件均未能向M先生提供，A基金会的真实性亦不得而知。

法院观点：受托人有义务提供完整、准确的账目以及支出凭证，受托人未能提供的，法院有权对相应账目产生怀疑并推翻。尽管W先生主张B女士仅口头指示他支付相应款项以及成立A基金，却不足以免除受托人须保留相关文件的职责，鉴于W先生无法提供任何与款项的支付以及A基金会的相关文件，法官支持原告诉请，撤销了两笔支出费用。法院强调，作为信托受托人，被告有义务提供适当的文件证明其所有支出。

【案例24】Nestle v National Westminster Bank[②]

案情介绍：N女士就被告W银行作为其祖父遗嘱信托的受托人，未能妥善管理信托资产而提起的诉讼。N女士的祖父于1922年去世时留下一笔遗产，其遗嘱由W银行作为唯一执行人和受托人管理，W银行负责管理信托资产，包括信托资金的投资与增值。N女士认为，W银行管理信托资产时未能合理投资，导致信托资产增值不足，错失了本应获得的收益。如果W银行在其管理期间能采取更为妥善的投资策略，信托基金的价值应该远高于实际的269 203

① Baker，Michael A（executor of the estate of Chantal Burnison，deceased）v BCS Business Consulting Services Pte Ltd and others SGCA（I）8，Singapore Court of Appeal，2022.

② Nestle v National Westminster Bank Plc，EWCA Civ 12，Court of Appeal（Civil Division），1992.

英镑，甚至应当超过100万英镑。W银行在资金的管理中未能充分考虑资产增值的潜力，尤其在投资组合中过度集中于银行和保险公司股票，未进行足够多样化的投资，W银行应对资金管理中的疏忽负责。W银行认为其作为信托受托人始终采取了谨慎符合受托人义务的投资策略，并遵循了受托人应有的审慎投资标准，未在管理过程中出现重大疏忽。且信托资产的投资和配置受到遗嘱中有关投资条款的限制，W银行自身必须考虑资产安全和未来收益的前提下平衡当前收入和未来资本增值的需要，尤其是信托基金中的部分受益人是依赖当前收入的遗孀或其他继承人。

法院观点：银行并未违反其作为受托人的职责，驳回原告的所有请求。法院认为，虽然银行在某些投资决策上可能并不理想，但这并不足以构成违背信托责任的事实。其中，法官特别引用了Whiteley案中的原则，即“受托人应当像谨慎的商人一样进行投资，不仅应考虑自己个人的利益，更应考虑未来的受益者”。法院指出，尽管可以承认W银行可能在理解遗嘱中的某些投资条款时存在误解，但这一误解并未导致实质性损失，亦没有证据显示这些投资管理行为对原告造成了实际的经济损失。

【案例25】Schmidt v Rosewood Trust Ltd[①]

案情介绍：S先生的父亲在生前设立了两个离岸信托，A信托和E信托，均由R信托公司作为唯一受托人进行管理，这些信托在离岸司法管辖区马恩岛设立，涉及大额财产的管理。1997年，S先生的父亲突然离世，未能留下遗嘱。因此，S先生作为遗产的管理人，便向R信托公司要求披露与信托相关的详细信息，以了解父亲其他遗产的相关信息。由于S先生的父亲是俄罗斯大型石油公司的高级执行官，根据S先生的声明，他父亲的同事通过复杂的公司结构，阻碍了他追查父亲在信托中的资产。他已于1998年首次在马恩岛发起诉讼，指控R信托公司违反信托和违反信义义务，并获得了临时禁令，阻止R信托公司处理信托资产。在随后的诉讼中，S先生继续寻求更加完整的信托账户和信息披露。S先生认为自己有权获得信托账户和其他信息，作为父亲遗产的管理员，他和他的父亲作为信托的受益人或潜在受益人，有权知晓信托资金的使用情况。他认为已经披露的部分信息并不足以解释全部财产的分配情况，并怀疑有更大金额的资产未被揭示。S先生特别提出，其父亲去世后，有超过1.05亿美元被存入信托账户，但仅有少量约1 460万美元的资金支付给他，远不足以代表信托所持有的全部资产。而R信托公司表示，两个信托的设立者是P公司，S先生并非信托的受益人，无权要求披露任何信托文件，S先生的父亲在信托中并没有固定的权利，仅是受托人自由裁量权下的潜在对象，因此没有法律义务向他披露更多信息。

① Vadim Schmidt v Rosewood Trust Ltd UKPC 26. Privy Council Appeal No. 2 of 2002, Judgment delivered on 27 March 2003.

法院观点：初审法官认为，R公司应向包括潜在受益人S先生在内的所有受益人披露信托资金处置情况，R公司对此并不认可并提起上诉。上诉法庭的法官认为尽管上诉人可能是信托分配的潜在受益人，但作为“权利对象”[①]（mere object of a power）的身份并不足以要求获取信托文件，因此驳回S先生的信息披露诉请。最终，案件在英国枢密院进行审理。枢密院法官认为，信托受益人的知情权应作为法院监督信托管理固有司法管辖权的一部分进行处理，尤其是涉及资产分配和潜在受益人权利的情况。虽然S先生作为潜在受益人无法自动获取信托的所有文件，但法庭有权根据具体情况决定是否应披露相关文件，最终支持了S先生的诉请。枢密院同时进一步指出，如果信托文件涉及第三方的保密信息，法院可以限制信息的披露，并要求采取相应的保密措施。

【案例26】Barash v Lembo[②]

基本案情：R先生于生前设立信托和遗嘱，在其去世时，遗嘱规定将遗产剩余的部分转移至信托中，受托人为L女士，受益人为R先生的三个子女。在R先生的遗产中包含一个49%的商业地产开发项目的所有权，这些地产由三家公司分别持有，R先生的合作伙伴F先生持有剩余的股权，并在R先生去世后继续担任这些公司的唯一管理者。R先生去世后，遗产执行人负责遗产的管理，但在17年后，遗产依然没有完成结算。与此同时，R先生的三个子女开始对遗产执行人提出质疑，认为他与F先生存在个人利益关联，未能适当地管理遗产并保护信托资产，且受托人L女士也存在怠于履行受托人义务的行为。因此，R先生的三个子女作为原告，起诉L女士在管理信托时未能履行其对信托资产的管理义务，主要包括未能履行以下受托人职责：保护信托资产、监督遗产执行人的管理行为、300万元美元贷款的处理以及签署不利于信托的协议。原告提供的证据证明了遗产执行人的行为不仅有利于F先生，并且帮助他自己及其所在的律师事务所获得了超过620万美元的报酬，而信托受益人实际却仅收到976 600美元的分配款项。L女士认为自身并没有责任监督遗产执行人的管理行为，因为这些资产尚未正式转移到信托名下，因此她的信托受托人职责还未开始。

法院观点：初审法院支持了L女士的抗辩，并认为她对未转移的信托资产不承担责任。然而康涅狄格州最高法院推翻了初审法院的判决，认为L女士作为信托的受托人，尽管信托资产尚未正式转移，但她依然有责任采取合理措施保护这些潜在的信托资产，并监督遗产执行人的管理行为。康涅狄格州最高法院的判决明确指出，受托人的审慎义务不仅限于已经转

① “mere object of a power”是英国信托法术语，通常指代某人在信托或权利结构中被列为权利的潜在受益人，不享有法定权利要求的任何信托财产或收益。此人为受托人或特权人所拥有的酌处权（discretionary power）中的可能对象，但并没有合法权利强制要求受托人行使该权利。

② Susan Shapiro Barash，Co-trustee，et al.，Barbara Lembo，SC 20676，Connecticut Supreme Court，officially released November 7，2023.

移的资产，还包括潜在的信托资产，受托人有责任采取合理行动来确保这些资产受到适当的保护和管理。

2. 境外受托机构履职不规范的法律后果

以美国《统一信托法案》为例[①]，受托人违反信义义务，将面临一系列的法律后果。首当其冲即是对受益人承担赔偿责任。受托人有义务在违约后恢复信托财产原状态，赔偿因违约给信托造成的所有损失。这种赔偿包括信托财产的实际损失、未能实现的收益或资本增值。例如，如果受托人因管理不善或不当投资导致信托资产贬值，则受托人必须补偿该损失，使之恢复其应有价值。此外，返还因违约行为而获得的不当得利也是赔偿责任中的一部分。如受托人通过或其他不当行为获取个人利益，这些利益必须返还给信托。这种法律后果不仅是为了弥补受益人的损失，也是为了防止受托人通过违约行为获得不正当利益。

如受托人的行为严重违反信义义务时，受益人可以请求法院罢免该受托人，并任命新的受托人来管理信托。[②]罢免受托人不仅适用于严重的受信义务违约行为，也适用于受托人未能履行其职责，或因不当行为失去受益人的信任的情况。法院在审理此类案件时，通常会考虑受托人是否有继续履行信托职责的能力，以及是否有继续担任受托人的合理理由。

在信托财产的保护方面，受益人可以向法院申请禁令[③]，以阻止受托人继续可能损害信托财产的行为。禁令救济能够迅速制止受托人可能造成的进一步损害。例如，当受托人企图将信托财产进行高风险投资或出售信托资产时，禁令可以防止这些行为发生。此外，法院还可以撤销因违反信义义务而进行的交易。在这种情况下，这些交易将被视为无效，财产应返还给信托。例如，如果受托人未经受益人同意，将信托财产出售给予自己有利益关系的第三方，法院可以撤销该交易，并要求该第三方返还财产。[④]

在某些情况下，如果信托财产被转让给第三方，且第三方明知受托人行为不当，受益人可以请求法院设立拟制信托或衡平法留置权。[⑤]拟制信托作为默示信托的一种，使第三方自动成为信托财产的受托人，并负有将财产返还给原信托的义务，防止恶意第三方从信托违约中获利。衡平法留置权则允许受益人对信托财产享有优先权，从而防止第三方对信托财产的不当占有。然而，如果第三方是在不知情的情况下，以善意和合理对价取得信托财产，则通常不会被追究责任。

此外，因受托人的报酬通常与其管理信托的行为挂钩，如违反信义义务，法院可以裁定减少或取消其应得的报酬。[⑥]而受托人因履职不当或损害信托财产而获利，其报酬也应相应扣减。

① Uniform Trust Code § 1001, Remedies for Breach of Trust, 2000.

② Uniform Trust Code § 706, Removal of Trustee (2000).

③④⑤ Uniform Trust Code § 1001, Remedies for Breach of Trust (2000).

⑥ Uniform Trust Code § 708, Compensation of Trust (2000).

五、信托公司受托履职相关建议

样本案例中，信托公司受托履职不规范行为表现为尽职调查、适当性管理、信托资金投资管理运用、管理过程中的信息披露以及投后管理底层风险化解措施等五个方面，除尽职调查方面未出现承担全部赔偿比例案件外，信托公司不规范履职均可能导致承担全部或部分赔偿责任。案件审理过程中，人民法院裁判依据既包括法律、行政法规、部门规章、其他规范性文件，又包括信托文件约定，甚至包括金融监管部门就相关信托出具的监管意见、答复。面对信托交易架构的千差万别，以及信托业履职规范制度供给不足的现状，信托公司因受托履职不规范行为导致的最终赔偿责任比例，常常依赖法官自由裁量。考虑到全球经济持续承压，境外受托机构履职不规范行为不断增多，境外监管机构不断加强监管力度的背景，建议信托公司更加注重内控合规建设，更加规范经营行为，严格履行受托人义务。同时，因其他资管机构在不规范履职后果上与信托公司出现趋同趋势，本课题在样本案例基础上，结合其他资管机构履职规范要求，提出如下建议。

（一）信托公司履职建议

1.尽职调查

《集合资金信托计划管理办法》第9条是法院衡量认定信托公司有无履行勤勉尽职责任的重要标准。目前在信托机构与投资者纠纷的样本案例中，一般情况下信托公司不会因未充分履行尽职调查义务导致承担全部赔偿责任；但在其他资管机构与投资者纠纷中，可能导致管理人承担全部损失，应当引起信托公司的重视。

司法实践往往要求信托公司投前需进行尽职调查，履行勤勉尽职义务，从信托公司合规角度，建议信托公司根据《尽职指引》具体要求，按照委托人意愿及信托财产运用的不同特点自行制定相应的规范，并注意核查交易对手提供尽职调查材料的真实性，留存尽职调查工作底稿、尽职调查报告、内部审核意见等证据。需要说明的是，《尽职指引》第六条赋予信托公司在尽职调查操作规程上的自由度，其本意并非降低信托公司尽职调查要求，而是因不同信托产品的信托目的和受托责任各不相同，每个信托项目涉及交易结构和调查内容也存在诸多差异，无法予以统一规定，信托公司应当以信托目的为导向、以交易结构为基础，对每个信托产品的尽职调查应做到较强的针对性。

另外，信托公司可以自行进行尽调也可以委托第三方进行尽调，信托公司需承担第三方

的尽调风险及责任，这就要求信托公司对于第三方出具的尽职调查报告同样要加强审核，在做出决策时应更加谨慎地思考分析决策，不能照单全收。

2. 适当性管理

不同监管部门之间对于适当性义务的要求存在趋同趋势，法律性质上资管机构不履行适当性义务承担缔约过失责任。司法实践中，履行适当性义务不仅要求资管机构做到“了解产品、风险匹配、告知义务”，在公司内部制度规范、代销机构的监督等方面亦应做到勤勉尽责。判断具体赔偿比例时，投资者工作性质及投资经历、老年人等特殊群体的保护均可能对最终责任认定产生影响。从公司内控合规角度，建议信托公司关注如下事项：

（1）建立信托产品风险评估及相应管理制度。建议信托公司根据内部管理要求，对信托产品制定合理的风险评估规则和等级标准，真实反映信托产品的风险等级，保障评估的独立性，避免信托经理自行判断产品风险等级。

（2）测试信托消费者的风险认知、风险偏好和风险承受能力。信托公司可以自行对投资者制定风险评估规则和等级标准，并将消费者评估结果与产品相对应。建议设计评分标准时既要考虑总分，也要考虑最低分，如投资者明确表示不愿购买高风险产品，不能因为其他选项得分高就当然归为高风险等级投资者；不得引导投资者填写问卷，需进行双录，尤其对于代销产品加强管理；应先评估、再推介，如顺序倒置可能更容易引发销售人员劝诱。

（3）告知信托消费者信托产品的收益和主要风险。告知说明义务需要符合主客观标准：主观标准要求根据投资人的个人特点来确定告知说明义务；客观标准要求根据一般理性人普遍适用的标准来确定告知说明义务。主要包括：关于基本信息，包括投资期限、产品类型、是否可赎回等；关于预期收益，须告诉投资者产品预期收益、回款来源，预期收益方式特点，比如确定还是浮动，实际计算能得到的收益、收益如何分配等；关于风险，产品主要风险有哪些，是否有应对处置措施，风险承担方式；关于沟通渠道，如投资者可以通过什么途径了解产品信息，投资者进行投诉和咨询的方式等。

（4）审判实践中，如案涉信托由代销机构进行推介销售，即推介销售过程中的适当性义务系由代销机构履行，为查明案件事实可将代销机构追加为第三人，并提前争取获得适当性义务履职信息，避免出现因处于信息弱势地位导致无法举证；如涉及与代销机构分责，可将其追加为被告案件中一并解决，同时需考虑存在双方相互追责的可能及应对方案。另，如果信托公司委托的代销机构不具有相关资质，或双方未正式形成委托销售的委托代理关系，比如第三方机构未获得正式授权等，相关法律责任认定需根据实际情况作进一步研判。

（5）结构化信托下，《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》（银监通〔2010〕2号）第4条要求信托公司，“应对信托投资者进行风险适应性评估，了解其风险偏好和承受能力，并对本金损失风险等各项投资风险予以充分揭示”。司法实践中，可能据此要求信托公司对劣后级受益人履行更严格的适当性义务。例如某信托公司与陆某营业信托纠

纷案[①]，案涉信托文件约定，如标的公司实际股权价值低于股权投资初始价值的88.8%时，陆某作为劣后委托人承诺依约追加保证金。后信托公司因陆某未能依约向信托专户追加保证金诉至法院，要求陆某履行约定义务。人民法院认为，结构化的安排在股票价值严重下跌时将可能引发劣后受益人追加4倍本金以上的保证金，如此高的风险情况下，劣后级受益人承担的风险与风控措施严重不匹配，信托文件没有任何关于追加保证金的特别说明及提示，也没有工作人员对其进行说明和提示，不能认定信托公司履行了适当性义务，遂驳回信托公司诉请。

3. 信息披露

信托公司信息披露主要包括两方面，一是信托公司自身经营状况信息披露，二是具体信托业务信息披露。建议信托公司完善信息披露内控制度，加强信托产品信息披露管理，在募投管退不同环节做好信息披露。在信托产品募集阶段，做好风险揭示，确保投资者在投资信托产品前，能够充分了解、识别产品风险情况，确认自愿承担相关风险责任。在信托产品存续阶段，信托公司应按照法律规定、信托合同约定以及不同类型的产品具体要求，及时、真实、准确、完整的披露信息。对类型化产品，做好信息披露规范指引及范本（包括信托财产管理报告、临时披露报告或重大披露报告），依法依约进行信息披露。

《九民纪要》要求管理人“举证责任倒置”，信息披露义务的履行既是信托公司勤勉尽责履行受托管理职责之一，也是发生争议纠纷时，信托公司用来证明已尽职履责的重要证据。建议信托公司根据信托文件约定的方式和内容，采用电话、短信、网站公告、纸质文件查询等多种披露方式，如通过官方网站披露的，需告知查询流程及账户、密码等，确保无需信托公司协助，委托人、受益人可自行查询。另，信托公司应注意信息披露内容和质量，以免因信息有误、迟延等影响投资者决策或投资情况。

4. 信托资金投资管理运用与投后管理风险化解

信托公司在管理运用信托财产过程中，应严格履行信托文件约定义务，严格禁止违反信义义务的行为，如非来源于股东或其关联人的资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人；或者存在实际投向与约定不符、违规开展非标资金池业务、期限错配、底层资产已出险仍滚动发行等。在投后管理过程中，信托公司可加强舆情管理，及时收集交易对手经营状况信息，一旦出现“爆雷”，及时采取信托文件约定的风险控制措施，比如按照“一项目一对策”和市场化处置原则，探索抵押物处置、债务重组、外部接盘等审慎稳妥的市场化处置方式；又如，充分运用向担保人追偿、寻求司法解决等手段保护投资人合法权益。清算阶段，信托公司应依照信托合同约定的清算程序进行清算，如信托终止后运用信托财产进行不当收益、未按照信托产生的实际信托收益进行分配、怠于清算等则将面临赔偿投资者损失的风险。

① 案号：（2022）京74民终928号；审判法院：北京金融法院；裁判日期：2022年12月28日。

与信托资金投资管理运用相似，司法实践中评价信托公司事中事后履职情况，更多依赖合同约定的履行情况以及法官自由裁量。尤其需要注意的是，即使案涉信托属于被动事务管理型信托，人民法院通常认为受托管理人也应当根据我国《信托法》第25条之规定，审慎尽职地履行受托事务，勤勉尽责处理好事中事后管理。

（二）其他方面

1.投资者知情权

知情权是民事主体依法享有的获得、知悉相关信息的权利，在信托法律关系中，投资者知情权指信托委托人/受益人的知情权。对于委托人，其作为设立信托并提供信托财产的一方当事人，信托成立后，虽然已将有关的财产权利交付给受托人，但并不意味其从信托法律关系中退出，委托人仍然是重要的利害关系人，为维护信托目的，保障信托财产的安全，委托人享有监督信托财产的运用和信托事务处理的权利。信托知情权法律性质上属于委托人/受益人的法定权利，受托人向信托委托人/受益人披露信息是其法定义务。信托知情权不是基于合同约定而产生，而是法律直接赋予的权利，具有固有性，其权利本身来源于制定法并由国家强制力作保障，未经委托人的同意，受托人不得以任何形式对其相关权利进行限制，更不能随意剥夺。

涉及投资者知情权的法规如：《信托法》第20条，“委托人有权了解其信托财产的管理运用、处分及收支情况，并有权要求受托人作出说明。委托人有权查阅、抄录或者复制与其信托财产有关的信托账目以及处理信托事务的其他文件”。《集合资金信托计划管理办法》第35条，“受益人有权向信托公司查询与其信托财产相关的信息，信托公司应在不损害其他受益人合法权益的前提下，准确、及时、完整地提供相关信息，不得拒绝、推诿”。根据以上规定，信托投资者知情权主要包括两项内容：一是了解信托财产的管理运用、处分及收支情况，并有权要求受托人作出说明；二是查阅、抄录或复制与信托财产有关的信托账目以及处理信托事务的其他文件。

法律法规赋予委托人/受益人知情权的目的，主要是削减金融消费者与金融机构信息不对称性，使金融消费者获得有关信托财产管理运用、处分和收支情况的信息，同时也为监督受托人履行信义义务、是否为委托人/受益人最大利益服务等行为提供方式，开拓了委托人/受益人行使救济权的途径，从而实现保障委托人/受益人权利的目的。从信托公司与投资者纠纷角度，投资者除直接以信托公司为被告提起诉讼要求解除合同和/或赔偿损失之诉外，部分投资者还选择先行将信托知情权纠纷作为要求信托公司赔偿纠纷完善证据的前置手段，目的在于证明受托人存在未履行勤勉尽责义务情形，拟为后续主张信托公司承担赔偿责任积累更多证据，打下坚实基础。

在知情权行使的具体方式上，信托文件可以对《信托法》第20条规定的“查阅、抄录或者复制”权利进行限制。例如某财务公司与某信托公司营业信托纠纷案[①]中，财务公司要求以查阅、抄录、复制案涉文件的方式行使知情权，但双方所签订《信托合同》第15.1条、第15.5条约定财务公司行使权利的方式仅包括查阅、抄录，并不包括复制；《信托计划说明书》对于相关备查文件披露方式明确“出于行业管理和保护商业秘密的需要，委托人可在受托人处查阅上述备案文件，但受托人有权拒绝其复印、拷贝的要求”。人民法院对此认可，并同时提出签署约定并未排除财务公司以查阅、抄录方式行使知情权。因本案所涉信托计划除财务公司外，还有其他投资人，为衡平各投资人之间以及委托人、受益人和受托人之间相关利益保护，仅支持财务公司以查阅、抄录方式行使权利，对其所提复制案涉文件的请求法院不予支持。考虑相关披露文件可能涉及商业秘密或者其他非公开信息，人民法院进一步确认案涉相关文件以信托公司在特定场所向财务公司提供查阅、抄录的方式予以披露，财务公司对于通过查阅、抄录方式所获取的非公开信息负有保密义务。

当然，信托知情权的行使是有边界的，超过知情权合理范围，信托公司有权拒绝。例如，孙某与某信托公司营业信托纠纷案[②]中，孙某提出查阅尽调报告在内的诸多材料，但人民法院均予以驳回。人民法院认为，信托有效设立之后，信托财产的所有权转移给受托人，委托人/受益人对受托人的行为是否尽职履责进行监督。有效监督必须以知情为前提，知情权是委托人/受益人监督权落实的基础，也是防止受托人违反信托目的、违背信任的必要条件。但委托人/受益人知情权是有限度的，不应被无限放大。委托人/受益人的知情权应当以委托人/受益人能够了解信托财产的管理运用、处分及收支情况为限，应当以不损害其他委托人/受益人合法权益为限，应当以保护受托人业务相关方商业秘密为限，应以受托人实际掌握的相关文件为限。

2.行政处罚

近年来监管对信托业的行政处罚案例明显增多，在处罚力度上也呈加强趋势。行政执法“三项制度”（即行政执法公示制度、执法全过程记录制度和重大执法法制审核制度）改革中，行政处罚决定公开作为“行政执法公示”的重要组成部分迅速推进。比如，2020年1月9日国家市场监督管理总局正式上线“中国市场监管行政处罚文书网”，社会公众可按照被处罚人名称、处罚文号等关键词或者行政区划和案件类型，查看相关案件行政处罚决定书全文。目前，监管部门官方网站仅公开行政处罚决定的基本信息，包括被处罚当事人、违法违规事实、处罚依据和处罚结果，但并不公开完整的行政处罚决定书。

与投资者提起知情权诉讼相似，投资者可能将行政处罚所载信息作为起诉受托人的证据，获得庭审有利地位。但行政处罚信息并不因投资者申请而径行公开。行政处罚性质上属

① 案号：（2020）京02民终10989号；审判法院：北京市第二中级人民法院；裁判日期：2021年1月21日。

② 案号：（2021）京74民终686号；审判法院：北京金融法院；裁判日期：2022年3月17日。

于特殊的政府信息。《政府信息公开条例》第2条规定："本条例所称政府信息，是指行政机关在履行行政管理职能过程中制作或者获取的，以一定形式记录、保存的信息。"行政处罚决定书是否应予公开，公开方式、范围以及公开程序，一方面受《政府信息公开条例》调整，还需符合其他法律法规的规定。行政处罚决定书的公开既要合法，同时需平衡多重法益，比如涉及国家秘密、个人信息、商业秘密、行政机关内部事务信息等。另外，如果公开行政处罚决定可能会产生与违规行为不相称的过度处罚，以及导致公众仅依据个别行为、偏颇信息对金融机构作出不公正、不恰当的评价，相关主体可向监管机构建议不予公开。

3. 刑事责任

信托公司履职不规范还可能引发刑事追责，例如，《刑法》第一百八十五条之一规定的背信运用受托财产罪，该罪名早在2006年《刑法修正案（六）》便已出现，目的是为保护信托秩序和信托财产的安全。信托领域，背信运用受托财产罪就是指信托公司违背受托义务，擅自运用客户资金或者其他委托、信托的财产，情节严重的行为。本罪侵犯的客体是金融管理秩序和投资者的合法权益；客观方面表现为金融机构违背受托义务，也就是擅自运用客户资金或者其他委托、信托的财产的行为；主观方面表现为故意，行为人对所实施的违背职责行为、可能造成的财产损失，要有认识或者说预见。该罪名立法背景源于委托人处于弱势地位，委托人交付资金后，对资金往往处于失控的状态，受托人此时如滥用权利，擅自动用受托资金，将可能严重损害委托人的利益，扰乱正常金融秩序和社会稳定，应当予以刑事制裁。除该罪名外，2024年9月国家金融监督管理总局印发《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》，旨在进一步规范和加强金融机构涉刑案件的管理工作，建立责任明确、协调高效的工作机制，依法、及时、稳妥处置案件。建议信托公司在刑事合规领域引起高度重视，受托人应严格按照信托文件约定的信托财产运用方式进行管理，不得擅自挪用信托资金，恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。

4. 关于资产服务信托与公益慈善信托

2023年6月1日，伴随《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》的正式实施，信托公司进入重塑发展模式、调整业务结构、转变增长动力的新时期。不同于资产管理信托和其他资管产品，资产服务信托展业细则及相关法律法规尚不完备；且因行业正值转型初期阶段，相关纠纷案件较少，课题组经公开渠道检索，仅发现一起家族信托相关案例，即前文（2022）甘01民初98号案。而对于公益慈善信托，因其特殊的公益属性，与资产管理信托和其他资管产品存在较大差异。以资产管理信托中受托人承担的适当性管理职责为例，适当性管理的核心要求之一是将适当的产品销售给适合的投资者，对此，受托人应当评估信托产品风险等级、对投资者进行风险评测，并根据投资者风险承受能力匹配相应风险等级的信托产品。但对于资产服务信托，因不涉及向投资者募集资金，很多情况下并不以通过投资

和管理信托财产实现保值增值为主要目的，故资产服务信托本身无法进行风险评级，可能也无需识别投资者风险承受能力；对于公益慈善信托，因信托财产仅服务于公益目的，且公益慈善信托设立时尚未确定受益人，故信托公司不具备履行适当性管理的基础。考虑至此，本课题多基于信托公司受托管理资产管理信托的情况，提出相关履职建议。

目前法律规范层面，对于公益慈善信托，受托人除应遵守《信托法》外，《慈善法》《银监会、民政部关于印发慈善信托管理办法的通知》以及部分地方民政局颁布的慈善信托管理办法，对公益慈善信托的设立、备案、慈善信托财产的管理和处分、受托人法律责任等做了较为明确的规定。至于资产服务信托，参考境外受托机构履职情况，通过判断信托公司履职行为是否符合信义义务，成为当下指导信托公司规范履职较为合理的途径。结合我国《信托法》，信义义务主要包括忠实义务和注意义务。如前文所述，忠实义务见于《信托法》第26条、第28条，主要要求受托人不得为自己或第三人谋取利益，且不得从事与受益人的利益存在冲突的行为。而注意义务的判断，比如财富管理服务信托中，受托人在管理信托过程中投资行为是否适当，则可参考英美法系下“审慎投资人规则”（Prudent Investor Rule）。审慎投资人规则被美国多数州采用，并被编入《统一信托法》（Uniform Trust Code）中，具体判断标准上，该规则首先尊重当事人自由意志，即认可合同约定；其次以信托或其他投资专家遇到相同情况会采取什么行动，作为重要参考标准。具体而言，（1）判断注意义务的时间为受托人进行决定及采取行动的节点，而不以事后判断问责；（2）受托人投资前是否建立基本投资策略，如风险允许范围、目标回报等；（3）在考虑风险及回报相关性的基础上，以所有投资标的作为整体，判断受托人是否符合合理投资的条件，而非逐一判断单独投资行为；（4）如受托人委托他人进行投资判断，相应的费用不可超过委托后产生的利润。可见，审慎投资人规则并不强调受托人对信托财产的投资运用以“安全第一”为宗旨，而赋予了受托人更为广泛的自由判断权：一方面信托的设立以信任为基础，受托人在充分信息披露基础上，理应基于不同信托目的，充分发挥专业机构特长，为受益人最大利益服务；另一方面也有利于不同受托管理机构形成良性竞争，共同促进行业高质量发展。

参考文献

[1]［英］格雷厄姆·弗戈．衡平法与信托的原理［M］．葛伟军，李攀，方懿，译．北京：法律出版社，2018.

[2]周小明．信托制度：法理与实物［M］．北京：中国法制出版社，2012.

[3]［英］西蒙·加德纳．信托法导论［M］．付然，译．北京：法律出版社，2018.

[4]赵廉慧．作为民法特别法的信托法［J］．环球法律评论，2021（1）．

[5] 缪因知. 资产管理内部法律关系之定性：回顾与前瞻 [J]. 法学家，2018（3）.
[6] 郭金良. 资产管理业务中受托管理人义务的界定与法律构造 [J]. 政法论丛，2019（2）.
[7] Langbein，J. H. Why did trust law become statute law in the United States ？ . Alabama Law Review，2007.
[8] The Regulation of Management Investment Trusts for the Protection of Investors. Yale Law Journal，Vol. 46，1937.
[9] Rutterford，Janette. Learning from one another's mistakes：Investment trusts in the UK and the US，1868–1940.
[10] States of Jersey. Financial Services（Jersey）Law 1998（as amended）. Jersey Legal Information Board，1998.
[11] Jersey Financial Services Commission. Code of Practice for Trust Company Business. Jersey Financial Services Commission，2023.
[12] British Virgin Islands Financial Services Commission. Banks and Trust Companies Act. BVI Financial Services Commission，1990.
[13] Cayman Islands Monetary Authority. Banks and Trust Companies Law. Cayman Islands Monetary Authority，1990.
[14] Sabyasachi Mukherjee and Gouri Mukherjee v. Pradeepto Kumar Biswas [2018] SGHC 271，Singapore High Court，2018.
[15] Stikoff，Robert H. Fiduciary Principles in Trust Law. Oxford Handbook of Fiduciary Law，2019.
[16] Langbein，J. H. The Contractarian Basis of the Law of Trusts.Yale Law Journal，1995.
[17] Baker，Michael A（executor of the estate of Chantal Burnison，deceased）v BCS Business Consulting Services Pte Ltd and others SGCA（I）8，Singapore Court of Appeal，2022.
[18] Nestle v National Westminster Bank Plc，EWCA Civ 12，Court of Appeal（Civil Division），1992.
[19] Vadim Schmidt v Rosewood Trust Ltd. UKPC 26. Privy Council Appeal No. 2 of 2002，Judgment delivered.
[20] Susan Shapiro Barash，Co–trustee，et al. v. Barbara Lembo，SC 20676，Connecticut Supreme Court，officially released.
[21] Uniform Trust Code § 1001，Remedies for Breach of Trust（2000）.
[22] Uniform Trust Code § 706，Removal of Trustee（2000）.
[23] Uniform Trust Code § 708，Compensation of Trust（2000）.
[24]（2020）京 0101 民初 11844 号 . 北京市东城区人民法院民事判决书 .
[25]（2020）京 02 民初 302 号 . 北京市第二中级人民法院民事判决书 .
[26]（2020）沪 74 民终 29 号 . 上海金融法院民事判决书 .

[27]（2023）最高法民申 526 号 . 中华人民共和国最高人民法院民事裁定书 .
[28]（2021）粤 0104 民初 2676 号 . 广东省广州市越秀区人民法院民事判决书 .
[29]（2022）新民申 721 号 . 新疆维吾尔自治区高级人民法院民事裁定书 .
[30]（2019）京 0105 民初 70915 号 . 北京市朝阳区人民法院民事判决书 .
[31]（2023）粤 01 民终 5278 号 . 广东省广州市中级人民法院民事判决书 .
[32]（2021）粤 01 民终 416 号 . 广州市中级人民法院民事判决书 .
[33]（2022）京 74 民终 502 号 . 北京金融法院民事判决书 .
[34]（2021）粤 01 民终 6448 号 . 广东省广州市中级人民法院民事判决书 .
[35]（2021）京 0105 民初 11625 号 . 北京市朝阳区人民法院民事判决书 .
[36]（2022）京 74 民终 416 号 . 北京金融法院民事判决书 .
[37]（2021）京 0101 民初 15769 号 . 北京市东城区人民法院民事判决书 .
[38]（2022）甘 01 民初 98 号 . 甘肃省兰州市中级人民法院民事判决书 .
[39]（2019）晋民初 28 号 . 山西省高级人民法院民事判决书 .
[40]（2022）京民申 767 号 . 北京市高级人民法院民事裁定书 .
[41]（2022）沪 74 民终 930 号 . 上海金融法院民事判决书 .
[42]（2021）粤 0391 民初 7359 号 . 广东省深圳前海合作区人民法院民事判决书 .
[43]（2020）粤 03 民终 1336 号 . 广东省深圳市中级人民法院民事判决书 .
[44]（2024）沪 74 民终 659 号 . 上海金融法院民事判决书 .
[45]（2022）京 74 民终 928 号 . 北京金融法院民事判决书 .
[46]（2020）京 02 民终 10989 号 . 北京市第二中级人民法院民事判决书 .
[47]（2021）京 74 民终 686 号 . 北京金融法院民事判决书 .

信托在养老领域的应用研究

课题牵头单位：上海国际信托有限公司

课题指导专家：卫濛濛　陈　赤

课 题 负 责 人：陈　兵

课 题 组 成 员：

叶力俭　付宇翔　吴轶凡	上海国际信托有限公司
龚晓丹　王　媛	中国信托登记有限责任公司
陶斐斐　秦振扬	中国对外经济贸易信托有限公司
管百海　张毓彬	中铁信托有限责任公司
崔开楼　刘　星　侯云璐　徐　荻	江苏省国际信托有限责任公司
张　毅　于昊彤　赵春林　李延超	五矿国际信托有限公司
陈锡林　程　康	大业信托有限责任公司

摘要

人口老龄化是今后较长一段时期我国的基本国情。老龄人口是宝贵的资源，庞大的老龄人口规模催生了大量的养老需求，蕴藏着新的发展机遇。2023年10月底召开的中央金融工作会议指出，金融行业要做好“养老金融”等五篇大文章。2024年5月，国家金融监督管理总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，提出“鼓励信托公司培育发展养老信托、绿色信托、知识产权信托等业务”。当前，我国养老三支柱体系已经建立完善，但还存在二支柱覆盖面较低；三支柱建设刚起步，入金金额较低；整体三大支柱建设和国家战略规划仍需进一步协调适配，耐心资本有待进一步壮大等问题。第二和第三支柱“好不好”的问题需要金融行业进行系统化的研究，更好地通过金融工具服务我国养老市场建设。

在信托领域，凭借信托财产隔离、信托财产多样、资产投向广泛、他益传承分配的信托账户综合财富管理优势，养老信托能在多个方面发挥信托特色的功能，实现“只有信托才能做，信托能做得更好”的服务模式，服务居民多层次的养老需求。本课题围绕信托的制度特色和功能价值，对信托制度在养老领域的应用进行了系统且深入的研究。本课题在借鉴美国和日本等养老发展经验的基础上系统地梳理了我国的养老体系。课题研究表明，信托行业在养老领域的实践主要可以分为养老服务信托、养老理财信托、养老产业信托、养老慈善信托四类，能够分别从财产和财富运用管理传承、资产保值增值、产业投融资以及公益慈善等方面服务居民美好生活，未来发展空间巨大。信托制度和功能价值有利于形成信托公司特色化的养老服务模式，与其他金融和非金融机构形成互补，构建生态圈，共同为中国的老龄化事业贡献特色力量。同时，需要看到的是，高质量服务老龄化事业仍面临很多制度障碍，包括养老信托的顶层制度设计、信托财产登记制度、信托财产的过户税收问题、监察人制度建立等，需要以改革的方式推动发展。

一、人口老龄化的时代背景及我国养老金融市场概况

（一）我国人口老龄化的时代背景

随着我国经济发展和人民生活水平不断提高，生育率和死亡率双双下滑，平均预期寿命逐渐增加，我国已经成为世界上老龄人口最多的国家，人口老龄化已经成为社会经济发展的重要时代背景。党的二十大报告提出，“实施积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业”，全国两会审议通过的《政府工作报告》等重要文件也为应对人口老龄化问题提出了新政策、新要求和新举措。积极应对人口老龄化是推进中国式现代化的应有之义。

1.我国人口老龄化程度不断加深

近年来，老年人口规模大，且比重持续上升，人口老龄化是今后较长一段时期我国的基本国情。根据国家统计局的最新数据，2023年末我国60岁及以上老年人口达2.97亿，占总人口的21.1%；中国65周岁及以上人口数为2.17亿，占总人口数的15.4%，已经超过联合国认定的14%的中度老龄化社会标准。据国家卫健委测算，到2035年左右，我国60岁及以上老年人口将突破4亿，占比超过30%，届时我国将进入超老龄化社会（见图4–1–1）。

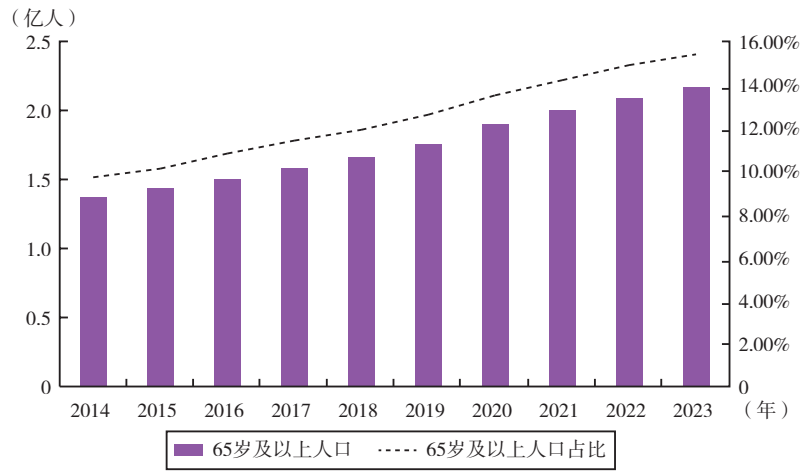


图4–1–1　2014–2023年我国65岁以上人口情况

资料来源：国家统计局

根据第七次全国人口普查数据，31个省份中，除西藏自治区外，其他30个省份65岁及

以上老年人口比重均超过7%，其中，12个省份65岁及以上老年人口比重超过14%。以辽宁、吉林、黑龙江为主的东北地区是我国人口老龄化最为严重的地区；中部、东部地区因人口基数大，老龄化人口数量较大，养老供给压力大；西部地区人口老龄化程度相对较轻，区域间老龄化现象存在明显差异（见图4–1–2）。

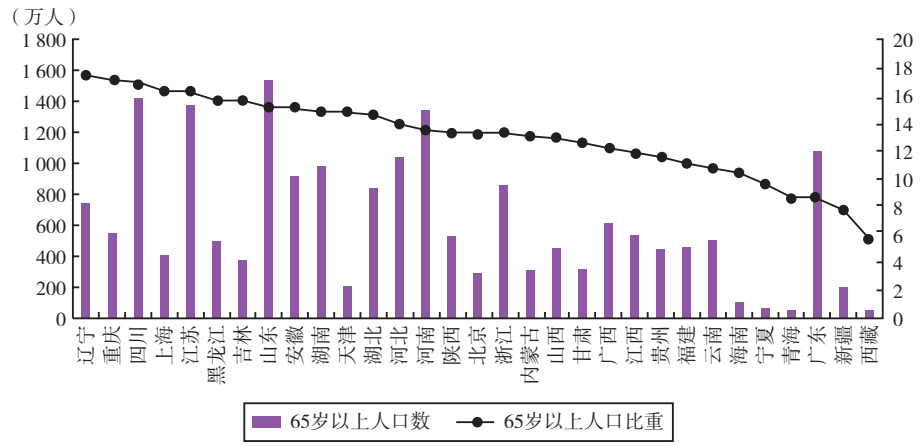


图4–1–2　全国老龄化人口分布情况

资料来源：国家统计局

我国的老龄化进程始于2000年左右，是在人均国民收入较低的情况下开始的。从2000年开始到2023年，我国人均GDP从900美元逐步达到1.27万美元，以美国为代表的发达国家人均GDP则是从3.63万美元逐步达到8.2万美元。发达国家老龄化进程与经济发展基本同步，而我国的老龄化则呈现出“未富先老”的情况。结合在法定退休年龄修改前，我国居民退休年龄普遍早于其他国家5~15年的实际情况，在生命周期的财富积累上，我国的老龄化还呈现出“未老先退”的情况。

2.我国人口老龄化给经济及社会体系带来了挑战

第一，随着低生育带来的人口低增长甚至是负增长，我国人口均衡发展及其他各项经济指标受到重要影响，人口的数量、流动和分布使国家经济发展和社会福利的安排都发生了重大的变化。第二，在人口老龄化趋势下，年轻一代的数量逐渐减少，并且随着城市化进程持续推进，人口向城市流动聚集造成家庭成员间的距离越来越远，对以家庭养老为主的社会体系造成较大冲击。同时，计划生育政策弱化了大家庭式养老的功能，尤其是独生子女一代难以兼顾工作、育儿和养老，老年人需要寻求社区养老或机构养老等其他类型的养老方式。第三，人口老龄化的速度过快，给社会养老供给带来挑战。多数老年人的经济条件普遍只能选择中低端养老机构，负担不起品质养老服务的费用；加之养老服务的专业人才和机构都比较紧缺，远远满足不了庞大的老年群体需求。随着深度老龄化社会的到来，养老问题关乎民生保障和社会稳定，养老事业对于推动高质量发展具有深远意义。

（二）我国养老支柱体系建设

随着我国养老保障制度的发展和完善，目前已经形成了由政府、企业和个人构成的三支柱养老金体系模式。第一支柱为1991年起建立的基本养老保险，包括城镇职工基本养老保险和城乡居民基本养老保险，由社会统筹与个人账户相结合，已具备较为完备的制度体系。第二支柱为2004年起建立的企业年金和2015年起建立的职业年金，由用人单位及其职工建立，主要发挥补充作用，已有良好的发展基础。第三支柱为个人储蓄性养老保险和商业养老保险，2022年4月国务院发布《关于推动个人养老金发展意见》后开始试点，同年11月，作为养老保险体系“第三支柱”的重要制度设计，个人养老金制度正式实施。

1.养老三支柱的实施情况

（1）第一支柱

人力资源和社会保障部《2023年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》显示，截至2023年底，全国参加基本养老保险人数达10.66亿人，基金投资运营规模1.86万亿元。第一支柱是国家强制推行的社会保险制度，由政府主导，采取个人缴费、计提补贴和政府补贴相结合的方式，覆盖率超过90%。

虽然我国基本养老保险参保人数、基金规模和养老金待遇逐年增加，但是也存在收支不平衡、过度依赖财政补贴的问题。中国社会科学院发布的《中国养老金精算报告2019—2050》认为，我国的基本养老保险基金将在2027年达到峰值，在2035年前后累计结余耗尽。2012—2022年，城镇职工基本养老保险财政补贴增加3.92倍，占基金收入比重由13.24%提高至20.56%；城乡居民基本养老保险财政补贴增加1.79倍，占基金收入比重由67.52%降低到61.37%，占比仍超过60%。总体来看，2012–2022年第一支柱财政补贴数额逐年上升，2022年已达到16 462.17亿元，第一支柱财政补贴占财政总支出的比重由3.09%增加到6.32%。由于财政资金“取之于民”，第一支柱财政补贴上升的压力最终将转嫁至广大人民群众，特别是年轻一代群体。

（2）第二支柱

作为养老保险第二支柱的重要组成部分，企业和职业年金是职工养老的重要补充，2023年末全国企业/职业年金合计管理规模超过5.75万亿元，较上年同期增长15.46%。企业年金方面，《2023年度全国企业年金基金业务数据摘要》显示，截至2023年末全国企业年金累计规模达3.19万亿元，参加企业14.17万个，参加职工3 144万人；相较于企业年金，职业年金服务信托受托人的自主决策权则较大，可自主、择优选定适合的账管人及投管人，相关信息披露也较少，截至2023年末全国职业年金基金投资运营规模为2.56万亿元。总体来看，相对于1.8亿多户经营主体的总量规模和参加基本养老保险的人数，参加第二支柱企业和职工的

比例覆盖面较低。同时，建立企业年金的企业数占企业总数的比重呈下降趋势，从2012年0.66%降至2023年的0.38%；企业年金参保人数占具备参保条件的职工总人数比例仅8%，发展缓慢；即使加上职业年金后，第二支柱覆盖率仅为15%。目前，所有机关事业单位工作人员强制参加职业年金，但是只有不到10%的企业职工参加企业年金。据有关学者测算，加入第二支柱后，企业职工的人均养老金只有机关事业单位工作人员的一半，差距较大。

（3）第三支柱

作为我国养老金保险体系第三支柱的重要制度设计，于2022年11月25日正式实施。根据人力资源和社会保障部2024年6月公开的最新数据，已经有6 000多万人开通了个人养老金账户。个人养老金政策落地以来，参加人缴费全部归集到个人账户，可用个人养老金购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品，并承担相应的风险。在给予参保人更多选择权的同时，也给提供金融产品的各金融机构提出了新的产品服务要求，形成养老金融产品的竞争性市场。

个人养老金制度成立以来，覆盖人数增长迅速，养老金账户开户人数由2022年底制度刚成立时的1 954万人增长至超过6 000万人，但由于基数较小，覆盖面仍显不足。开户人数与36个先行城市中符合参与条件的人口数相比差距较远，入金金额比例也非常低，个人养老金开户后实际储存资金的人数不足1/3，人均储存资金仅2 000多元，与每人每年1.2万元的缴存上限也有较大差距。究其原因，现行税收优惠政策难以有效吸引低收入人群主动缴存个人养老金，此类人群缴存个人养老金后，每年可获得的税收优惠较低。此外，个人养老金账户内资管产品，尤其是养老公募基金的投资收益低下，使投资人产生较大顾虑。个人税收递延型商业养老保险存在的问题在个人养老金试点中同样出现，这意味着个人养老金必须在投资回报上有更好的预期，否则难以吸引更多劳动者缴存个人养老金。

2. 三支柱的替代率和协同情况

养老金替代率，是指劳动者退休时的养老金领取水平与退休前工资收入水平之间的比率，是衡量劳动者退休前后生活保障水平差异的基本指标之一。根据国际劳工组织发布的《社会保障最低标准公约》及国际通行的养老金替代率衡量指标，当养老金替代率在70%以上时，退休人员将拥有其在职期间的生活质量；养老金替代率在50%~70%之间时，退休人员能保障基本生活质量；养老金替代率在50%以下时，退休人员生活质量将会明显下降。

根据相关研究，“三支柱”养老保障体系的替代率较合理的比率是4∶3∶2，而目前我国第一支柱的基本养老保险替代率水平约40%左右，第二支柱的企业年金替代率不足1%，退休后的生活水平普遍面临大幅降低的情况，到2030年我国可能会有8万~10万亿元养老金缺口。目前我国仍然面临养老第一支柱偿付压力大、第二支柱覆盖面窄、第三支柱正在起步的问题。持续推动包括信托在内的各类养老理财产品和商业养老保险的发展，让“三支柱”养老保障体系齐头并进，是夯实长期养老财富储备的现实选择和重要路径。

（三）我国养老金融体系和市场主要参与方

中央金融工作会议将养老金融定为“五篇大文章”之一，大力发展养老金融，是我国有效应对人口老龄化和推动养老事业高质量发展的重要举措。做好养老金融这篇大文章，需要各类金融机构积极发挥居民财产管理、运用以及资产配置作用，使金融市场更加完善和成熟，增强养老保障能力，满足人民群众多样化的资产管理和配置需求；有利于深化金融供给侧结构性改革，培育长期机构投资者，促进金融市场健康发展；还能扩大养老金规模，为养老产业提供充足的资金支持，进而使金融更好地服务实体经济，推动我国老龄事业的高质量发展。

养老金融具有社会属性和金融属性，养老金融的发展需要多主体的共同参与。养老金融市场的主要参与方包括宏观主体（国家和政府）、中观主体（金融机构）及养老服务企业和微观主体（个人）。

1. 国家和政府

各级政府是养老金融市场的顶层设计者，在养老金融的供需两侧都扮演着重要的角色。一方面，政府对养老金融市场的相关金融机构及服务机构负有监管责任；另一方面，政府通过加强顶层制度建设，系统性推动养老金融的高质量发展。2020年10月，党的十九届五中全会提出“发展银发经济”。2021年12月，国务院印发的《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》细化了发展老年用品产业、促进老年用品科技升级、有序发展老年人普惠金融服务等具体方向。2024年1月国务院办公厅发布的《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》首次明确界定了银发经济的内涵和发展中心思想。总的来看，政府为养老金融的发展创造了良好的政策环境和制度环境。

2. 金融机构

金融机构同样是养老金融市场的重要参与者，承担着受托人、投资管理人、托管人、产品提供者等多种角色与职责，主要包括银行、保险、证券、信托、基金及各类资产管理公司在内的各类机构。金融机构为养老产业市场主体提供利于资产保值增值的养老金融产品，同时不断创新养老金融产品，满足人民群众多样化、差异化的养老需求。金融机构也承担了养老的服务属性，向老年人提供多样化、便利化的综合性养老金融服务，积极开展养老金融教育，为客户提供投资者教育服务，培养更多理性成熟的投资者。

3. 养老服务企业

各类养老服务企业是养老金融的最下游，也是养老金融体系与实体对接的直接对象。各类企业根据服务内容和形式的不同，主要可分为四类。一是养老院和护理院，为老年人提供全方位照护，适合需要长期护理或不能自理的老年人。这类机构配备专业的护理人员和医疗

设施，提供包括日常生活照料、健康管理、康复训练等在内的服务。二是居家养老服务公司，主要为老年人提供上门照护服务，在老年人熟悉的家庭环境中接受护理。服务包括个人清洁、用餐协助、家务支持、陪同就医等，适合居家养老的老年人。三是社区养老服务中心，通常设在居民区内，为老年人提供日间托管、文娱活动、社交交流等服务，同时配有健康咨询和护理支持。这类机构在社区中起到支持和关怀的作用，适合身体状况良好但需要一定照护的老年人。四是医养结合机构，融合医疗服务和养老照护，适合有医疗需求的老年人。医养结合机构通常配备医疗人员，提供基础护理、康复治疗和急救服务，帮助老年人管理慢性疾病。各类养老服务企业以不同的方式满足老年人的多层次需求，共同推动社会养老服务体系的发展和完善。

4. 个人

养老金融的活动不仅限于金融机构及企业，还包括非金融企业和个人参与的养老财富管理等。无论是领取养老金的老人还是尚在工作的社会公民，都是我国养老金融中最重要的资金来源。个人作为养老金融市场的终端服务对象，自主选择金融机构提供的养老金融产品和养老金融服务进行产品配置与资产管理，做好个人及家庭养老财富积累。

（四）各类金融机构养老金融产品及特色

金融机构具有市场敏感、产品多样、服务周到等优势，能够丰富养老金融产品服务供给。银行（含银行理财公司）、基金、保险、信托等金融机构积极探索养老金融产品创新，使养老服务金融产品呈多元化发展趋势。

1. 商业银行和银行理财公司

银行作为我国金融体系的重要组成部分，是养老金融的重要参与者；银行客户基数大，网点布局广泛且贴近客户是其最大的特点，在养老投教、产品权益设计、适老服务等方面具备一定优势。商业银行应发挥自身的优势，与实体企业实行跨行业合作，整合信贷、投行、资管和信托等资源，为养老金融发展提供全方位的金融服务。当前已有多家银行和银行理财公司开发了特定养老储蓄产品、养老理财产品，以满足个性化、多样化的养老投资需求，实现投资者养老资金长期稳健增值。

2. 保险公司

近年来，个人商业养老保险业务逐渐成为保险公司的发力方向，专属商业养老保险、个人税收递延型商业养老保险规模持续增长，这些新型养老保险成为保险公司进入养老领域的重要手段。专属商业养老保险是指资金长期锁定用于养老保障目的，被保险人领取养老金年龄应当达到法定退休年龄或年满60周岁的个人养老年金保险产品。个税递延型养老保险是个

人投保可享受一定个税优惠政策的商业养老保险，保费可在税前列支，并在养老金积累阶段免税，领取养老金时再行缴税。目前，个税递延型养老保险已经接入第三支柱个人养老金体系。

我国保险业服务养老金融起步于2007年，重资产经营模式是保险公司参与养老金融的特色。经过十余年发展，保险公司从自持自建养老社区，演变出重资产、轻资产、轻重资产结合的经营模式。近年来，保险公司通过战略合作、资本联合等多种方式和渠道进入养老金融领域，形成了丰富的“保险+”模式。按照接入的养老方式差异，保险公司参与养老金融可分为“保险+居家养老”“保险+综合型养老社区”以及“保险+旅居养老”的经营模式。“保险+养老服务”模式整合了保险产品的金融属性及服务属性，可以为客户提供更有价值的保险产品和服务。此外，保险行业与养老产业具有天然的相关性，保险资金的长周期特征与养老产业投资特征相匹配，保险业务与养老服务相辅相成。相比较养老金融的其他参与主体，保险业的优势则在于能够提供终身给付，管理个人生命周期的“尾部”风险。

3. 公募基金

目前公募基金发行的养老产品主要是养老目标基金。养老目标基金是一种专门为养老投资而设计的公募基金，是具备明确养老属性的金融产品。《养老目标证券投资基金指引（试行）》规定：“养老目标基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。”截至2023年底，已成立的养老目标基金整体规模超过950亿元，封闭运作期或最短持有期都在1年以上，鼓励投资人长期持有。养老目标基金主要采用FOF形式，通过分散投资来尽可能地降低风险。此外，还针对不同的养老目标需求，制定了不同的资产配置策略。

4. 信托公司

在新信托业务三分类体系下，养老信托是信托公司的重要转型方向之一，也是信托公司承担社会责任、落实人口老龄化政策的重要表现。当前，信托公司主要通过养老服务信托、养老理财信托、养老产业信托和养老慈善信托等模式参与。

信托产品是唯一可横跨资本市场、货币市场和实体市场的金融工具，具有财产独立、破产隔离等特殊制度优势，是构建养老金融服务体系的重要组成部分。首先，信托财产的多样性是信托区别其他养老金融产品的独特优势。与其他养老金融产品通常仅能以资金设立不同，信托财产有着多元化的特色，除了资金外，还包括保单、不动产甚至知识产权等。尤其是不动产，作为居民家庭资产最重要的部分，通过信托管理和运用这类资产能够很好地服务于居民的养老需求。其次，《信托法》赋予信托财产独立性的特点，养老资产自纳入信托账户之日起，便与委托人的其他资产相隔离，可以有效避免委托人在后续长生命周期中一旦发生不确定性事件，影响受益人的养老生活和养老保障。最后，信托产品和服务具有综合性。养老信托可根据不同养老需求，在不同市场进行产业资源和服务资源的整合，跨市场、跨区

域、跨行业对委托人的养老资产进行资产配置，构建养老服务生态圈，更好地满足老年人多元化的养老需求。

二、美国、日本养老金融的发展和启示

与我国相比，美国、日本更早地经历了人口老龄化的过程，也因此发展出了较为完备的养老金融体系。它们的养老金融体系建设与资本市场的发展及养老产业紧密结合，成为金融支持实体经济、服务社会老龄化的重要途径，对我国养老金融的发展有一定借鉴意义。

（一）美国养老金融发展和启示

美国养老金体系制度完善，建立了规模庞大、结构均衡的三支柱养老金体系，养老金在为居民退休生活提供保障的同时也通过与资本市场的良性互动推动资本市场发展壮大并实现自身的保值增值。

1. 美国养老体系

（1）美国养老“三支柱”体系

美国的养老金制度从建立到成熟有近八十年的历史。联邦社保基金（Social Security）、雇主发起式养老金计划（Employer-Sponsored Pension Plan）和私人养老储蓄计划（Individual Retirement Account，IRA，也被称为个人养老金账户）构成美国的养老金“三支柱”体系（见图4-2-1）。此外，为进一步细分养老金资产，美国投资协会（ICI）将房屋所有权和其他资产也纳入养老金范围，并与养老金“三支柱”一起，构成美国养老金五层金字塔体系（见图4-2-2）。

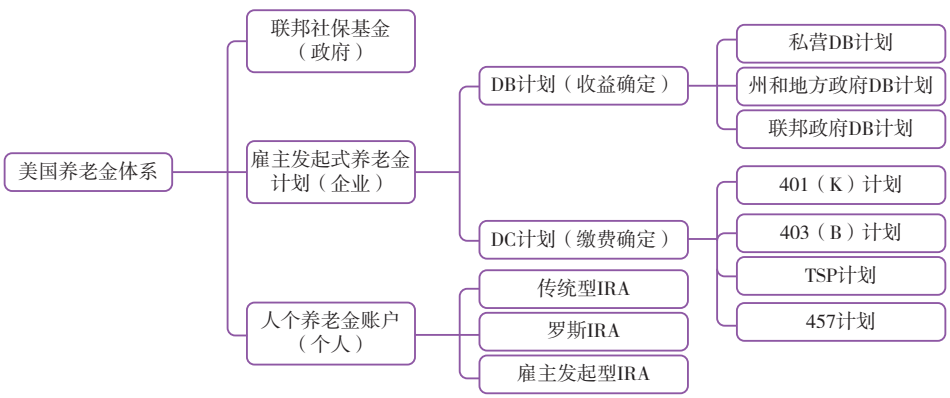


图4-2-1　美国养老金体系

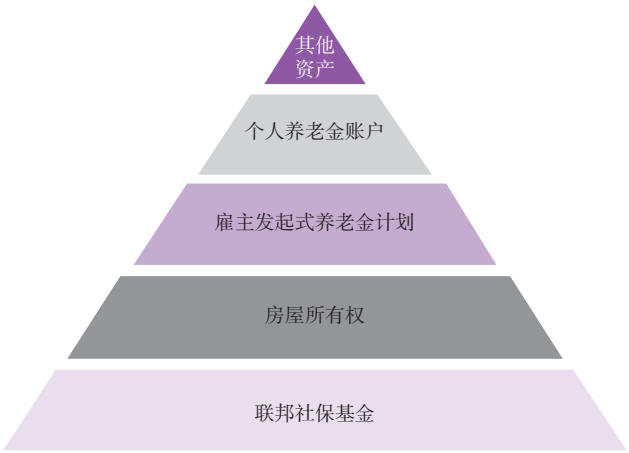


图4-2-2　美国五层金字塔养老金体系

资料来源：根据ICI及公开资料整理

自1974年美国正式实施《雇员退休收入保障方案》以来，美国养老金规模呈波动上升趋势，截至2023年底，美国养老金资产达到41.2万亿美元，养老金规模与GDP比重达到150%。养老金逐渐成为美国家庭进行投资理财的重要途径之一，在美国家庭金融资产中的占比逐渐提高。

（2）美国养老金制度的发展与完善：立足长远，未雨绸缪

与中国三支柱发展情况不同，美国第二支柱的概念和兴起早于第一支柱。早在工业革命时，美国一些大型重工业企业为了吸引人才，引入企业年金的概念，美国运通公司于1875年正式建立了第一只企业养老金，为美国第二支柱的发展奠定了基础。

美国养老金规模之庞大，体系之完善，离不开政府给予的立法保护和税收优惠政策。1935年《社会保障法》的颁布标志着美国社会保障制度正式确立；1974年《雇员退休收入保障法》的出台标志着美国第二支柱在立法层面受到保护。个人退休金计划同样始建于1974年。1978年，美国《国内税收法》新增第401条K项条款，成功将美国第二支柱的发展推向新高峰。2006年《养老金保护法案》首次提出了401（K）计划的自动加入机制，将目标日期型基金设定为默认投资工具，并且引入合格默认投资选择（QDIA）制度，最大限度地规避市场风险和投资风险。2019年12月，美国国会通过了《退休金改革法案》，这是自2006年《养老金保护法案》以来美国对退休制度进行的最大改革，旨在通过降低401（K）计划的参与门槛、扩大员工覆盖范围、放宽缴费限制等，进一步提高企业养老金在美国的覆盖面，以解决日渐突出的养老金危机，该法案也降低了雇主将年金产品纳入401（K）计划的门槛，丰富了养老金计划中可选投资品类，允许雇主（退休计划发起人）在提供的退休计划中加入有终身收入保证的年金购买选择，在雇员退休时可将年金转入IRA。

（3）美国养老金第一支柱：联邦社保基金

美国联邦政府发起的联邦老年、遗属和伤残人信托保险基金（Federal Old-Age and Survivors Insurance and Disability Insurance Trust Funds，OASDI，简称“联邦社保基金”）属于

强制性养老金计划，为人民提供最基础的养老保障资金来源。OASDI采用现收现付制，主要靠不断上升的缴费率来支撑。自1935年设立以来，边际规模效益逐年递减。截至2023年末，OASDI资金规模为2.8万亿美元。

OASDI采取专项税收保障模式，资金来源为参保人及雇主缴纳的社会保障税，税收资金由OASDI信托基金统一管理，用于发放参保人员的基本养老金、遗属补贴和残障补贴。雇主和雇员的社会保障税率均为6.2%，2023年最高可征税收入额为16.86万美元。

为控制资金风险，《社会保障法》规定OASDI信托基金采取相对保守的投资策略，主要以购买国家发行的特殊债券为主。该类型债券不在市场流通，收益率相对稳定，通常取决于美国国债利率，因此OASDI的整体收益率维持较低水平。由于美国第一支柱广覆盖、保基本的特殊性，当资金收不抵支时，政府需承担兜底责任。

（4）美国养老金第二支柱：雇主发起式养老金计划

美国养老金第二支柱，也被称为雇主发起式养老金计划，是美国养老保障体系的基石，包括由联邦、州政府和地方政府为雇员提供的公共部门雇主养老金计划和企业雇主养老金计划。计划按照缴费和收益方式的不同，分为缴费确定计划（DC计划）和收益确定计划（DB计划）。截至2023年末，美国雇主养老金计划总规模约为22.4万亿美元，占整体养老资产的58.4%，处于绝对主导地位。

①养老体系中的DB模式和DC模式：

DB计划为现收现付制，即雇员在退休后所领取的待遇是固定的，雇主承担基金运作过程中的风险。根据雇主不同，DB计划可细分为私营部门DB计划、州和地方政府DB计划。DB计划发展历史悠久，其中加利福尼亚州公务员退休基金是美国规模最大的公共养老金，是美国州级养老金制度典范。截至2023年末，DB规模为11.9万亿美元。

DC计划为基金累计制，雇主为雇员建立个人账户，雇主与员工共同缴费，雇员对账户的资金配置有决定权，也直接决定了退休后可领取的待遇额度，领取金额不固定。雇主不承担账户的投资风险和长寿风险等。根据群体工作属性不同，DC计划细分为401（K）、403（B）、457计划等。截至2023年末，DC规模为10.5万亿美元。

②401（K）计划。401（K）计划指根据美国1978年《国内税收法》第401条K项条款的规定，创立的一种递延退休金计划。401（K）计划是由雇主、雇员共同出资的一种企业补充养老保险制度，采用完全积累制，现已成为美国私人企业最主要的员工退休计划。按照计划规定，企业为员工设立401（K）账户，并与雇员共同缴费，企业同时向雇员提供一系列投资组合计划，由雇员从中选择，决定养老计划资产的投资方向和比例，通常提供的投资工具包含共同基金、股票以及可变年金等。

由于DC计划模式更加灵活，员工自主操作性强，同时可以叠加美国股市上涨带来的红利，在20世纪80年代以来美国长期利率下行的背景下，以401（K）计划为代表的DC计划得到了较大发展，规模与占比不断攀升。截至2023年末，401（K）计划的总资产规模超过7.4

万亿美元，在DC计划中占比达70%。

（5）美国养老金第三支柱：个人养老金计划

美国的第三支柱——个人养老金计划主要包括个人储蓄账户（IRA）和保险模式。截至2023年末，IRA规模13.6万亿美元，保险金规模2.4万亿美元。IRA是一种为美国居民退休储蓄提供税收优惠的退休账户。作为美国养老体系重要的组成部分，其运营管理经过几十年发展已经非常成熟。IRA的确立可以追溯到1974年颁布的《雇员退休收入保障法》（ERISA），该法旨在通过税收优惠鼓励没有参加公共养老计划的个人进行退休储蓄。IRA主要包括传统IRA、罗斯IRA和雇主发起式IRA。

IRA在美国的发展已经普惠化，根据美国税收法规定，符合要求的第三方金融机构（银行、投资公司、保险公司、证券经纪公司、共同基金等）均可为客户开设IRA计划。IRA计划的可投范围非常广泛，主要受账户管理机构投资范围的限制。IRA计划早期主要投向银行及储蓄存款，20世纪90年代后，共同基金、其他资产（通过经纪账户持有的股票、债券、ETF等）持续发展，共同基金逐渐成为主要资产投向。IRA计划设有投资负面清单，不允许投资于寿险和艺术品、古董、宝石等收藏品。

2. 美国养老金融投资情况

在养老金投资方面，美国人更偏好权益类资产。根据ICI统计，参与401（K）计划的美国人平均将超过50%左右的资产配置到权益类资产中。得益于美股的高流动性和长期以来相对稳健的收益，股票在美国居民的养老投资组合中的占比较高。通常来说，养老金的管理公司或基金公司会提供两种服务，第一种是购买一站式养老基金，第二种是为401（K）或个人养老金账户提供专门的组合管理。具体来看，截至2023年末，第二支柱DC计划的基金配置中，美国国内权益类占比最高为48%，混合类基金的占比为27%，世界权益类和债券类基金各占11%，货币市场型基金占3%。这种较为激进的投资策略，加上美国权益市场的长期牛市行情，推动了DC计划和401（K）计划的繁荣与增长。第三支柱IRA的资产配置上，截至2023年末，本国权益占比44%，世界权益12%，混合资产为18%，债券16%，货币10%。由此可见，公募基金在美国养老金体系中发挥着中流砥柱的作用。

3. 对中国养老金融的启示

个人退休账户（IRA）类似于个人理财，没有政府和企业参与，但享受税收优惠，主要提供给不享受雇主养老计划的工人，直到1981年，IRA账户受众群体又扩大至全体雇员。这一政策实施后，个人养老金成为美国资本市场的重要参与者，大量资金通过共同基金流入资本市场，带来了美国资本市场的繁荣。

自从我国推出个人养老金制度后，“养老需要靠自己”的观念逐渐深入人心，个人该如何进行养老金投资，经验丰富的美国或许能够给我们一些启示。

第一，完善与“耐心资本”理念相匹配的税收制度建设。目前，我国已经为个人养老金建立了相应的税收递延政策，但覆盖面与资金金额仍然受到较大限制。税收递延政策是美国的401（K）及IRA发展的重要因素，也为美国权益市场引入了长期大量的资金，是美国名副其实的“耐心资本”。401（K）的年总缴款上限（雇主+员工）为66 000美元，传统型IRA每年缴款上限为7 000美元，这两类养老金均可以在税收申报时从税前收入中扣除。对于我国来说，第二支柱方面，可以考虑给予相关参与企业一定的税收优惠，提高企业参与积极性；对于第三支柱，可以考虑在个人养老金运行经验的基础上，提高每年缴纳限额，并提供更多的金融产品供选择。

第二，坚持资产配置和分散风险投资理念。从结构上来看，与我国以第一支柱为主的养老体系不同的是，美国的第二、第三支柱占据了养老金的主导地位。结构不同的背后是养老金配置的金融产品种类的不同。比如，美国退休账户IRA计划不仅在整个养老体系中占比较高，而且其近一半的资金都投资于共同基金，除此之外还投向了各类其他资产，而银行存款与保险占比较低；相反，我国当前的养老金融产品主要以养老储蓄产品、银行理财等为主。由此可见，美国养老金的投资品类更为多元，资产配置更为丰富。此外，为了帮助居民更好地筛选投资品种、进行更专业的资产配置，美国基金公司也推出了目标日期基金，“一站式解决”资产配置问题。这类基金根据人们在不同阶段的风险承受能力，调整组合中各类资产的配置权重，追求更好的风险收益比。根据ICI统计，美国养老目标基金最近10年长期年化收益率能达到8%~9%。因此，在养老金投资上，要追求长期稳定的收益率，需要我们有资产配置观念，注重各类产品的分散投资，而不仅仅只是去选择单一的存款理财或养老保险。

（二）日本养老金融发展和启示

日本的养老金融服务产品种类丰富、覆盖面广。鉴于年金在老年人家庭收入中所占的比重较大，相关部门开发了一系列与年金有关的金融服务，如年金顾问咨询、年金资产管理等；金融机构开发和推广了新型养老金融服务产品，如遗嘱信托和住房反向抵押贷款等。这些养老服务和金融产品的创新，有助于满足老年群体日益多样化的养老需求，为我国应对人口老龄化问题提供了思路。

1. 日本养老体系

日本的养老金体系为典型的“三支柱”结构。

第一支柱：公共养老金制度，主要包括国民年金和厚生年金。居住在日本，年龄在20岁至60岁的人均需加入国民年金；满足条件的雇员，包括公务员、教师等群体，都需要加入厚生年金。

第二支柱：企业补充养老金制度，主要包括缴费确定型（DC）、收益确定型（DB）、中

小企业退职金共济制度、一次性退职金。中小企业退职金共济制度，该退职金由厚生劳动省监管下的独立法人员工退职金共济机构负责投资管理，雇员雇主共同缴款，雇主承诺每月向每个雇员的账户缴纳5 000~30 000日元，雇员退休后，可直接从员工退职金共济机构获取退休金。一次性退职金制度，建立之初是为了鼓励员工努力工作而设立的退休奖励，雇员无需缴款，是一种账面储备。目前，日本企业没有委托专业的金融机构对该退职金进行管理，日本政府也没有对该退职金进行监督。

第三支柱：个人储蓄养老金制度，主要包括个人缴费确定型养老金（iDeCo）、个人储蓄账户计划（NISA）。

2. 日本养老金融服务

日本的养老金融服务产品具有以下特征：

（1）多样化的金融产品和服务。在日本，养老金融产品覆盖广泛，种类多样，具有明确的针对性，能有效满足老年人的金融需求。一是与年金相关的金融服务种类齐全。对于一般的老年人来说，年金在家庭收支中占有非常大的比例，因此日本金融部门向老年人提供的服务，很多都是和年金相关联的。二是遗嘱信托等创新型的金融产品和服务逐步深入和推广，不仅为老年人积累养老资金提供了多种渠道，也保障了养老市场需求的持续增加，例如，近年来推出的遗嘱信托业务是由老人生前设立遗嘱并约定由受托人执行遗嘱，有利于实现老人的生前愿望。

（2）便利的住房反向抵押贷款。1981年，日本首次进行“倒按揭”贷款试点运营，并呈现以信托业务为依托的鲜明特征，如今已广为应用。日本的住房反向抵押贷款制度名为“长期生活志愿资金贷款制度”，贷款申请人通过抵押名下的房产向信托、银行申请贷款。根据实施主体的不同，日本的住房反向抵押贷款分为了三种模式：一是政府主导下的“倒按揭”，由于其属于社会公共福利，借款人资格受到严格限制，贷款每月融资上限为30万日元；二是厚生劳动省及国土交通省在政府主导下实施的反向抵押贷款模式，要求被抵押房产的资产价值满足较高条件；三是由私营机构主导的“倒按揭”，贷款多要求被抵押房产为私营机构内部房产，以便利自身营销运作。这三种模式目的和效果互为补充，体现出了日本“倒按揭”贷款体系多层次、多样化的特点。

（3）广泛的养老产业融资渠道。加强融资支持是日本解决老龄产业发展融资困境的主要措施。日本目前基本形成了财政主导、社会主体的融资供给体系。据统计，日本超过1/3的上市公司融资后积极涉足老龄产业项目，市场化融资、社会化投资已成为潮流。以养老服务机构为例，在养老设施建设阶段，福利性质的养老基础设施往往由政府出资兴建，商业性的养老设施如收费的老人之家等，主要由民间资本进行建设，政府则通过补贴、税收优惠等手段起到引导作用。在日本，养老机构不论是营利性还是营盈利性，只要入住人数达到50人以上并符合《民营养老院设置和运营指导方针》的要求，均可享受政府金融机构给予的长期低息贷款。

（4）健全的长期护理保险制度。日本的长期护理保险制度是政府社会保障体系的一部分，通过强制保险的方式，于2000年4月正式实施，由《护理保险法案》加以约束。日本的长期护理保险以政府为主导，强制参保对象为日本40岁以上的公民，根据年龄因素按差别费率缴纳保费。其中，第一类被保险人为65岁以上的公民，护理保险的范畴包括老年痴呆、行动障碍在内的病症护理；第二类被保险人为65岁以下的其他参保对象，护理保险的责任范畴主要为因年龄增长而产生的各种疾病的护理。65岁以上公民的保险费可选择直接从养老金中扣除，按实际收入分为5个保费等级；40~65岁之间参保人的保费与个人医疗保险一起缴纳，根据参加的医疗保险的比例测算费用。日本的长期护理保险的费用由政府负担50%，参保人自付的保费与收入挂钩，以平衡被保险人的生活水平和参保水平。

3. 对中国养老金融服务的启示

日本养老金融涵盖缴费储蓄、托管投资、年金及老年保险等多种金融行为，对我国发展养老金融具有积极的借鉴意义。

第一，加强金融对养老产业的支持。养老产业发展过程中，很多领域都有改进、细分的空间，而金融能够更好地解决投资人有钱无处投，养老产业又找不到钱的问题。金融服务尤其是养老设施的建设、服务的营运、人员的培训，以及养老科技的发展都需要金融的支持，养老与金融结合，能够推动机器人养老、智能出行、智能看病等科学技术的发展。养老产业链上游是生产养老设备，例如护理床，这些设备价格高昂，如果没有金融租赁等力量的支持，这一市场势必难以开拓。为此，我国金融机构需加大对养老领域的信贷支持力度，探索、拓宽养老服务业贷款抵押担保的范围，以养老服务机构有偿取得的土地使用权、产权明晰的房产等固定资产和应收账款、动产、知识产权、股权等抵质押，提供信贷支持，满足养老服务机构多样化融资的需求，推动符合条件的养老服务企业上市融资。同时，鼓励社会资本采取建立基金、发行企业债券等方式筹集资金，用于融资租赁、建设养老设施、购置设备和收购改造社会闲置资源等，促进养老产业的发展。

第二，完善“以房养老”补充养老模式。“倒按揭”的以房养老模式在我国已经有落地的案例，但一直尚未普及，主要原因在于配套制度建设的缺失以及与中国传统观念的冲突。一是要丰富“以房养老”的内涵，国外“倒按揭”模式在我国推行困难，其抵押房产的做法与居民养老观念相悖是重要原因。积极探索“以房养老”信托这类“存房养老”的模式，可以成为中国特色“以房养老”发展的重要路径。二是要健全住房反向抵押贷款的相关法律法规，对贷款者条件、抵押房屋评估和处置等作出具体规定。政府需要加强引导贷款保险的供应，让金融机构有合适的工具来对冲房价波动的风险，提高金融机构参与的积极性。借鉴日本等发达国家经验，贷款机构可为政府授权或是私营，而政府承保则为反向抵押贷款的推广提供坚实保障。

第三，积极推进长期护理保险制度建设。截至2024年6月，我国60岁以上老年人中，失

能和半失能人数超过4 500万，需要被长期照料看护。从国内外探索和实践经验来看，建立长期护理保险制度是应对人口老龄化挑战的重大制度创新，不仅能满足老年人长期护理的需求，保障其安度幸福晚年生活，还能使年轻人全身心投入工作，拉动护理产业发展和相关就业，促进经济社会发展。从现实情况看，老年人的照料和护理必须也只能通过社会化方式来得到解决。有研究结果显示，长期护理费用较高，对许多家庭造成了难以承受的经济负担。伤残老年人日常照料费用比同年龄能自理的老年人要高出2倍以上。如果老年人入住机构护理院，成本更高。如果再加上老年人疾病医疗的费用，将给家庭带来更沉重的负担。在这种形势下，政府有责任通过建立社会保险的形式来化解家庭护理经济风险。2016年7月，人力资源和社会保障部印发了《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》，在全国范围启动了长期护理保险制度的试点，探索为长期失能人员基本生活照料和医疗护理提供保障的社会保险制度。为此，长期护理保险应发展为我国现有“五险”之外的第六项社会保险制度。实现失能等级鉴定和护理服务等级评定标准的全国统一，消除推广长期护理保险的障碍。同时，规范长期护理服务项目，明确服务内容和服务要求，合理确定收费标准。为全面推进长期护理保险制度创造条件。

第四，量身定制老年金融服务和产品。养老金融的对象是养老资金，目标是通过制度安排积累养老资产，同时实现保值增值。政府应鼓励扶持金融机构的业务向老龄金融领域延伸，鼓励在老年人集中的区域设立为老年人提供金融服务的专业机构。金融机构应加大老龄金融服务的投入力度，研究、开发符合老年客户需求的金融产品，建设老年人无障碍设施，开辟服务绿色通道，强化老年人金融安全意识，加大金融消费权益保护力度。同时，金融机构要积极参与养老金管理相关业务，做好相关的受托管理、投资管理和账户管理等服务工作。针对我国目前以居家养老模式为主的现状，金融机构在做到通过物理渠道不断进入社区的同时，关键是要做到服务模式下沉，加速社区老年金融产业的发展和布局。要通过合理行业的规划，促使金融项目服务的跟进，深度参与社区养老活动，提供与养老社区服务相衔接的、能够切实满足不同年龄老年人实际生活需要的金融产品和金融服务。

三、信托服务居民养老需求的意义和优势特色

党的二十大报告提出要“完善基本养老保险全国统筹制度，发展多层次、多支柱养老保险体系”，“实施积极应对人口老龄化国家战略，发展养老事业和养老产业”。信托具有受托财产多元、财产隔离、传承分配等方面优势，在服务居民养老中有着不可替代的独特作用和价值。

（一）信托服务居民养老的意义

1.服务国家战略，体现使命担当

随着我国进入老龄社会，老年人口规模及占比逐步提高，养老需求日渐增长。积极发展养老事业和养老产业是应对人口老龄化的现实要求和有效举措，在养老服务体系构建中，金融的作用不可或缺。中央金融工作会议要求各类金融机构要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。2024年5月，国家金融监督管理总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，提出“鼓励信托公司培育发展养老信托、绿色信托、知识产权信托等业务”。信托作为我国金融体系的重要组成部分，在受托财产多元、财产隔离、传承分配等方面有着独特优势，能够很好地服务国家应对人口老龄化的战略，做好养老金融这篇大文章，为我国养老体系建设贡献信托力量。

2.加快回归本源，推进转型升级

随着我国经济持续推进高质量发展，信托公司的传统融资类业务受到了较大冲击。《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》）和《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（以下简称《信托业务分类通知》）均对信托公司回归本源、加快转型发展提出了新的要求，信托公司需要寻找新的业务领域。养老市场的发展无疑为信托公司的业务转型提供了一个机遇和方向。据中国老龄科学研究中心预测，2023年我国银发经济规模大约7万亿元，占GDP比重6%，2035年将达到30万亿元，年复合增长率达15.7%。该产业具备长达数十年清晰、稳定的成长逻辑和行业红利。信托公司要抓住银发经济的机遇，将养老信托拓展为信托公司的业务蓝海。

（二）信托在养老领域应用的优势

信托制度具有财产隔离、方式多元、财产多样和模式多种的优势，在服务养老市场发展和养老金融供给中可以发挥重要的作用。

1.财产隔离

财产独立和隔离是信托制度的核心功能。使用养老金融产品或服务，寻求养老保障，应确保在需要相关资金或服务时能及时获得，则需要将用于养老的资产与其他资产进行隔离，即使其家庭或者企业出现意外风险事件，也不会影响其养老安排。养老信托一旦有效设立，该信托涉及的信托财产就从委托人、受益人的其他财产中分离出来，也与受托人的财产以及其他信托财产相分离，成为一种独立的财产，直至养老信托约定的条件达到，养老信托结

束、信托目的实现。通过信托制度安排，养老信托能够规避其家庭的不确定性，较好地解决养老的后顾之忧。此外，对于一些企业家、超高净值客户而言，除了养老以外，财富的代际传承为重要的考量。进行财富的代际传承正是信托独有的优势，通过信托制度可以服务企业家和高净值客户人群的养老信托与财富传承的综合需求。

2. 方式多样

信托作为一种灵活的财富管理和财富转移制度，灵活创新是其核心竞争力所在。银行、保险公司、基金公司等其他金融机构提供的养老金融产品或服务相对较为标准化，对于养老金融而言，需求具有多样化、个性化的特点。信托制度的灵活创新契合养老金融的多样化和个性化需求，服务方案既可以自益，也可以他益；既可以是单受益人，也可以是多受益人；通过养老信托目的设立的自由性、信托关系构建的灵活性、信托财产运用的多样性，必能较好地解决养老金融需求的多样化、个性化问题。

3. 财产多元

其他金融机构提供的养老产品与服务，基本都是以现金作为养老的资产。通过信托制度安排，可以以多样化的资产作为信托财产，除现金以外，还可以以房产、股权、大额保单、艺术品等作为支撑养老的信托财产。养老资产的多样化，使信托公司能较其他金融机构大幅度扩展业务范围，提供特色化金融服务。以股权为例，客户在其他金融机构很难以股权资产换取后期长久的养老服务；而对于信托公司，客户可以以股权作为信托财产，设立养老服务信托，以股权后期所分配的收益及股权转让所得收益用于客户养老，避免了客户需要立即处置股权资产有可能带来的损失，对于一些朝阳行业公司的股权，也不会错失公司高速成长带来的回报。

（三）信托在养老金融领域的特色

在我国，除信托外，其他金融机构主要的养老金融产品包括养老理财、养老目标基金等（见表4–3–1）。相较于这些产品，养老信托产品有三大特点。一是受托财产多元。其他金融机构的养老金融产品均以现金投资作为养老资金的来源；而信托能够做到管理、运用多种财产服务居民的养老需求，尤其是房产作为我国居民最为重要的财产，能与信托相结合为养老提供稳定的现金流来源。二是养老信托产品具有支付功能，可以对接养老社区、医疗等机构进行定向支付，实现费用的代为转付与结算，保障客户的资金安全，这是其他养老金融产品所不具备的。三是养老信托能够帮助老年人做好养老规划和家庭财富规划。除了自身养老外，如何合理地对自身的财富进行合理的规划和传承是老年人最为关注的问题。设立家族信托、家庭服务信托和特殊需要信托等可以在帮助老年人进行养老规划的同时，通过信托的他益功能以及财产隔离的功能，同时满足财富管理、传承分配等老年人急难愁盼的问题。

表 4–3–1　　其他相关养老金融产品或服务情况

分类	保险	银行		基金	个人养老金账户制
代表产品	专属商业养老保险（部分产品纳入个人养老金账户）	养老理财产品（已纳入个人养老金账户）	储蓄存款（已纳入个人养老金账户）	养老目标基金（目标日期、目标风险）（已纳入个人养老金账户）	银行理财、储蓄存款、个税递延/专属商业等多种养老保险、公募基金等
投资门槛	每月 100 元起	1 元起	存款本金上限为 50 万元	1 元、10 元、100 元起	每年上限 12 000 元
投资类型	混合型	主要为中低风险的固收类	存款	混合型	以产品为准
持有期限	长期持有	1 年起	5 年、10 年、15 年、20 年	一年起	账户终身制
信息披露	运作不公开	运作公开透明	运作不公开	运作公开透明	以项目为准
个人税收优惠	—	—	—	—	税延
实践情况	截至 2023 年三季度末，累计保费规模 81.6 亿元，承保 63.7 万件	截至 2024 年 6 月，共 11 家银行理财公司发行 51 只养老理财产品，规模破千亿元	截至 2024 年 1 月，特定养老储蓄存款人数约 20 万人，余额接近 400 亿元	截至 2024 年 6 月，市场共有养老目标基金 273 只，规模 648.68 亿元。其中，个人养老金基金 193 只，规模 66.86 亿元	截至 2024 年 6 月，有 6 000 多万人开通了个人养老金账户，个人养老金专项产品有 762 款

四、养老信托的定义、商业模式、生态圈建设及市场空间

信托依托于财产多元、服务方式多样、投资范围广泛的优势，可以有效构建丰富的商业模式，联接各类金融和非金融机构，有效服务客户的养老需求，未来发展空间广阔。

（一）养老信托的定义和商业模式探索

随着人口老龄化的加剧，养老信托作为一种养老金融工具，具有财产隔离、资源整合以及综合性服务等制度优势，可以成为解决养老难题的重要途径。根据资金运用方式可以将养老信托分为养老服务信托、养老理财信托、养老产业信托和养老慈善信托四种业务模式。

1.养老服务信托内涵丰富

近年来，许多信托公司结合自身资源禀赋，积极探索信托制度在养老领域的应用，努力在养老金融领域为广大老龄群体提供差异化的金融服务，成果已经逐步显现。信托兼具有金融和非金融属性，与其他金融产品相比，信托的差异化主要体现在包括账户创设、财产和风险隔离、他益功能等在内的非金融属性上。立足于这些独有的制度优势，信托公司积极利用信托的非金融属性，在养老服务领域积极布局，让信托制度和产品与养老人群和具体场景相结合，为客户提供差异化的服务。养老服务信托可以概括为以养老服务为目的，信托公司主要提供“财产管理、运用，资产流转，资金结算，财产监督、保障、分配”等服务内容。养老服务信托的载体主要包括家族信托、家庭服务信托、保险金信托、“以房养老”信托、特殊需要信托、遗嘱信托和企业/职业年金服务信托等。在实践中，不少信托公司已经充分结合自身股东背景和资源禀赋开展养老服务信托业务，股东背景为商业银行的信托公司在财富管理服务信托服务养老方面走在前列；央企控股信托公司凭借集团内职工数量庞大的资源优势，开拓养老年金服务信托业务等。

（1）家族与家庭服务信托充分发挥信托的综合金融属性服务功能

2023年以来，《信托业务分类通知》的出台凸显了信托业围绕资产服务信托属性转型的趋势，作为财富管理服务信托重要组成部分的家族和家庭信托也为原有的养老服务信托模式转型升级提供了抓手。家族和家庭服务信托可以充分发挥信托的服务属性，满足居民的养老需求。具体来说，家族和家庭服务信托服务养老需求的功能和优势可以体现信托的非金融属性上。可以利用家族和家庭服务信托的分配功能实现养老规划、财产保护和家庭财富传承的目的。家族和家庭服务信托的委托人可以由家庭中的长辈为后辈进行财富规划，也可以由子女为老人进行养老规划，在这些场景中，家族信托和家庭服务信托可以充分发挥信托的非金融属性，提供财产保护、传承的功能，这也是信托区别于其他资管机构的差异化优势所在。委托人可以按照自己的意愿对家庭财产的用途进行规划，为财富传承分配、自身养老和医疗等各类需求提供资金。

（2）与保单结合的保险金信托是金融机构协力服务居民养老的新途径

信托能凭借信托财产多样性的优点，与保险结合，共同服务老龄人群养老的综合需求，实现商业闭环，这也是近年来保险金信托业务快速发展的原因之一。信托财产多样性是信托的另一独特优势。过去最常见的信托财产是现金，近年来，以保险金请求权（受益权）等相关权利作为信托财产的保险金信托逐步走进了公众的视野。在保险金信托中，（投保人）委托信托机构（受托人）设立以保险金请求权为信托财产的信托，并指定其子女或其他第三人作为信托受益人，当被保险人身故或者保险合同期满时，保险公司将保险金交付于受托人，受托人按照委托人的意志管理运用、处分信托财产。保险金信托能够将信托制度和保险功能充分结合，利用信托可以将财产所有权与受益权分离的他益功能以及财产隔离的功能，更好

地满足客户包括养老、财富管理、传承分配等在内的各种需求。保险机构是目前养老产业，尤其是商业养老社区投资的重要资金方。在实践中，不少保险机构都有自己的商业养老社区，并将养老社区的入住资格与终身寿险和大额年金险捆绑销售。在与之相关的保险金信托中，客户可以将带有养老社区权益的人寿保单或者年金保单作为信托财产，设立养老目的信托。受托人依据信托合同约定管理、运用信托财产，并向受益人分配信托利益，实现风险控制及财产隔离的功能。

（3）以不动产设立信托助力居民“以房养老”

近年来，上海、北京、杭州各地都在以不动产设立信托领域进行积极探索。不动产作为我国居民家庭财产中最重要的部分，合理地管理、运用不动产能够极大地帮助居民实现养老目标。“以房养老”信托是指委托人以自己的不动产产权设立信托。委托人将产权转移至受托人名下，并将该不动产登记为信托财产，受托人以信托财产所有权人的名义，委托资产服务机构管理、运用（如出租等）该处房产，取得资金收入并归入信托财产（此处该信托对应的信托财产为不动产及现金）。受托人可根据信托合同在老年人在世期间定期支付养老费用，不够部分由委托人及其亲属或授信机构补足。同时，约定后续房产处置事宜及相应的信托受益人，老人去世后，按照委托人的意愿，根据合同约定继续出租或由受托人指定相关服务机构代为售卖房产，房产管理运用或处置所获收入按照信托合同约定的分配方案分配给受益人。委托人也可按照合同约定终止租住或售卖，提前终止信托。

在此基础上，除了委托人、受托人及受益人之外，“以房养老”信托模式中还包含四类机构，有各自的角色和职能。第一，商业银行是信托财产的保管人。此外，当出现由房产产生的现金流无法覆盖老人养老所需资金的情况时，还可以为老年人提供额外的资金。第二，房产运营服务机构负责房产的出租及运营维护、出售等相关事宜。第三，养老服务机构负责为老年人提供养老社区、医疗等服务，资金可以由受托人代老年人支付，起到监督和规范服务提供方的作用。第四，资产管理机构负责闲置资金的投资配置工作，实现资金的保值增值，该职能可由信托公司或受委托的其他资产管理机构担任。

（4）企业/职业年金服务信托

企业/职业年金服务信托是指信托公司接受养老金管理机构委托，为实现养老金的保值增值分配等功能而进行管理运用。信托财产主要为企业年金和职业年金等养老保险费用。企业（职业）年金主要由五类主体的参与：委托人、受托人、账户管理人（代理人）、托管人以及投资管理人。信托公司可以申请担当的角色是受托人、账户管理人（企业年金）及投资管理人。此类业务为资格准入制，各类机构的资格由人力资源和社会保障部统一认定。12家受托人主要以保险公司为主，仅有中信信托公司获得企业年金受托人资质，且相比保险公司类受托人来看，管理规模较小。从信托行业参与程度来看，信托公司企业年金业务参与程度较低，在市场中服务的企业、受托业务规模及企业账户数等也有下降趋势，信托公司在年金市场的市场份额仍有较大的拓展的空间。同时，参考美国401（K）的发展历程，信托制度可

以在企业和职业年金领域的个人账户开设、税收递延和默认投资等方面发挥更多作用，并与个人三支柱账户形成互通机制。

（5）养老消费信托能够有效保障消费者权益

养老消费信托是指信托公司与专业养老服务机构建立合作关系，结合养老专业服务创设专项的信托产品，以规模数量和优惠价格直接向康养机构采购养老服务并以信托产品作为载体将该等养老服务内容嵌套在信托消费权益之中，由康养机构向信托客户提供养老服务，并由信托机构作为中间方监督康养机构的义务履行，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。

养老信托账户的支付功能可以有效解决老年人群与养老服务机构之间信息不对称的问题。在上述带有商业康养社区权益的保险金信托的案例中，可以利用信托账户的支付功能，实现费用向商业养老社区的代为转付与结算，通过对养老机构进行定向支付，保障客户的资金安全。与此同时，还能发挥受托人履职的优势，实现对养老服务质量的有效监督，充分维护客户权益，同时也有助于促进整体养老产业服务质量的提升，这与预付类资金服务信托有着相同的功能。在目前的养老信托实践中，养老消费信托是发展最快、落地实践案例最多的养老信托业务类别之一，有望在可以预见的未来继续蓬勃发展（见图4–4–1）。

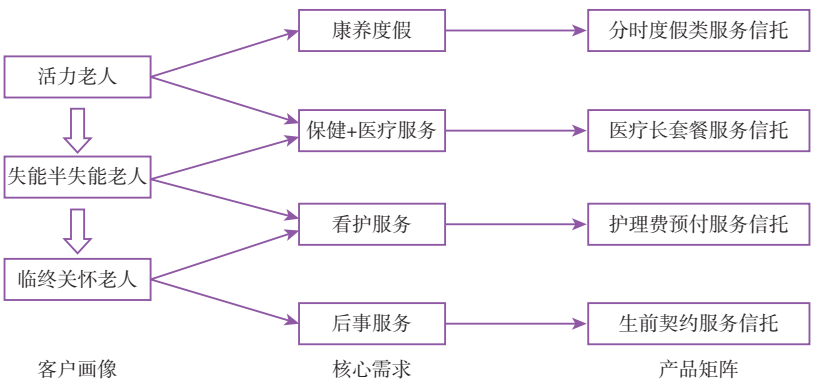


图4–4–1　养老消费信托产品矩阵

2. 养老理财信托可以成为第三支柱的有效补充

增加财富储备、保障未来养老生活品质是家庭财富管理的重要目标。老年人通常风险偏好较低，不愿意将用于养老的资金投资于高风险的领域，养老理财信托是为老年人量身定制的金融服务，旨在满足他们在资产管理和养老服务方面的特定需求。养老理财信托以实现养老资产的长期稳定增长为核心目标，鼓励客户进行长期投资，并基于大类资产配置理论，提供多样化的资产类别选择，包括固定收益、权益、混合和衍生品类产品，通过多元化的投资组合来实现风险分散和收益最大化。养老理财信托产品底层资产可以涵盖标准化和非标准化

资产类别，还特别提供了不同风险等级和收益特征的产品选项，以满足不同风险偏好的养老投资者需求。信托公司通过集中管理和专业运作，养老理财信托产品有望成为社会保障体系第三支柱的重要补充，为老年人提供更为稳定和可靠的养老资金来源。

3. 养老产业信托服务养老产业供给侧的高质量发展

养老产业信托是指为养老相关产业提供投资、融资和资产证券化服务等的信托业务。2024年1月，国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，明确鼓励各类金融机构加大对养老服务设施、银发经济产业项目建设的支持力度。养老产业信托则着眼于养老产业的投融资需求，覆盖居住、医疗、康养等关键领域。信托公司通过这类产品积极参与养老产业的发展，不仅提供资金支持，还探索合适的商业运行模式，确保投资的可持续性并实现良好的投资回报。在产品设计时，信托公司会考虑投资者的特殊偏好，选择合适的合作伙伴和交易结构，同时制定相应的制度安排，以满足投资者的期望和需求，促进养老产业的健康发展。通过这种方式，信托公司不仅为投资者提供了参与养老产业发展的机会，也为老年人提供了更加丰富和专业的养老服务。比如，养老地产项目投融资及养老产业链中相关服务机构的投融资，包括养老产业内相关上市公司的相关资本市场业务投融资，灵活运用信托制度，参与到养老产业的投融资环节中去，助推养老产业发展。

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，包含养老日用品、老年医疗设备、老年娱乐、养老地产、养老金融业等。根据国家统计局发布《中华人民共和国2022年国民经济和社会发展统计公报》，截至2022年末，全国共有养老机构4.0万个，养老服务床位822.3万张，每千位65岁及以上老人拥有的床位数大约为39张，离发达国家（50~70张）还有较大差距。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。保险机构是目前投资参与养老产业的主要玩家，其具有资金规模大、周期长、稳定性高的特点，作为“耐心资本”与养老产业相契合。以“中国太保”为例，公司推进“太保家园”系列产品投资布局，规划拟投资额170亿元，在长三角、大湾区、环渤海、成渝及中部地区落地多个颐养、康养、乐养型高品质养老社区项目，其中已投资落地项目14个，总建筑面积132.3万平方米，投资床位数超15 800张，在建养老公寓近5 000套，在建床位数超8 200张；已开运用项目8个，分别为四川成都、云南大理、浙江杭州、上海普陀、上海崇明、江苏南京、福建厦门社区，交付床位数超7 600张（见表4–4–1）。

2024年7月，国家发改委《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》公布，首次将养老设施纳入公募REITs的资产类型，一定程度上解决了养老基础设施投资周期长、退出困难等过往阻碍该类资产发展的问题。未来，随着养老产业的日渐壮大以及养老基础设施的不断完善，养老产业信托作为一类长久期、追求稳定现金流的资产，与信托资金的属性天然匹配，其规模也将不断扩大。

表4–4–1　　部分险企养老社区情况

公司	核心品牌	开始时间	建设方式	项目进展
泰康人寿	泰康之家	2012年	自建	已完成全国35个核心城市的大型连锁医养社区和康复医院的布局，其中北京燕园、上海申园、广州粤园、成都蜀园、苏州吴园、武汉楚园、杭州大清谷等20家园区及配建康复医院已投入运营，正式运营服务已8年
新华保险	新华家园	2012年	自建	公司已运营新华家园“北京莲花池尊享公寓”、新华家园“北京延庆颐享社区、新华家园”海南博鳌乐享社区三个养老社区项目，涵盖康复护理、持续照料、养老养生三大产品线
中国人寿	国寿嘉园	2015年	自建	旗下国寿嘉园定位为度假型活力养老社区，目前国寿嘉园“天津乐境、国寿嘉园”苏州雅境等7个社区项目已投入使用
中国太平	梧桐人家	2014年	自建+合作	2014年自主投建“梧桐人家”，2017年起开始与第三方合作开发。三亚海棠人家、广州木棉人家于2023年上半年相继开业，北京玉兰人家、成都芙蓉人家即将于2024年上半年投入运营
中国太保	太保家园	2018年	自建	首期在长三角、大湾区、环渤海、成渝及中部地区落地13~15个颐养、康养、乐养型高端养老社区项目。已投资落地项目13个，已开业运营项目3个，分别为成都、大理、杭州社区，交付床位数超过3 000张

信托公司可以在养老产业的募投管退各个环节发挥重要作用。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，参与养老产业的投融资环节，助推养老产业发展（见图4–4–2）。

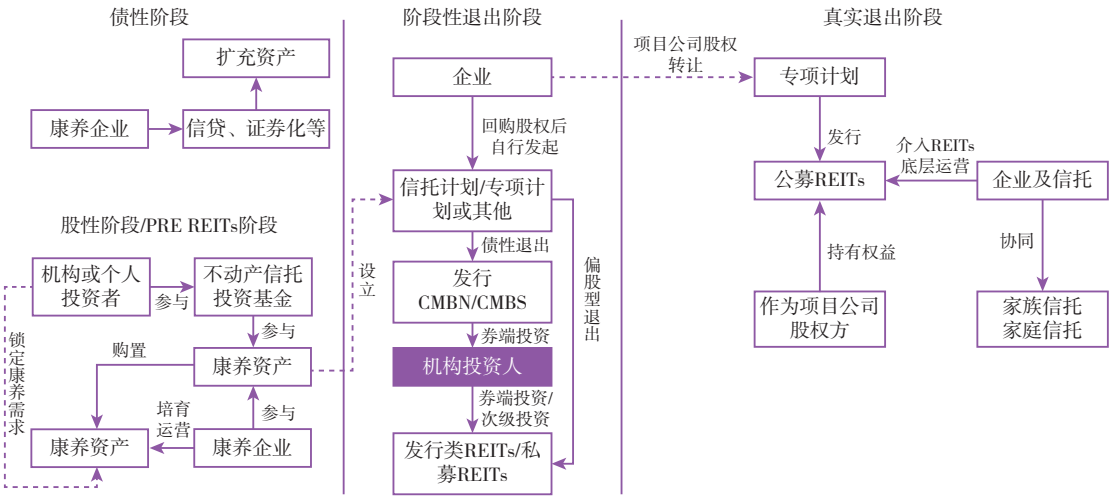


图4–4–2　信托参与养老基础设施路径

此外，养老物业资产未来将成为公募REITs的重要基础资产，信托公司可以依托自身资源禀赋，灵活运用信托制度，探索养老物业资产的项目改造与开发、联合优质运营商合作等模式，布局养老领域REITs业务发展。具体来讲，信托主要可以通过助力增量资产及盘活存量资产两个维度参与养老产业建设：

（1）积极参与养老基础设施领域的Pre-REIT投资。信托计划募集资金，联合保险等长久期资金，协同专业的养老基础设施投资及运营方，投资综合型养老社区，住宅社区配套建设老年活动中心、康体中心、医疗服务中心、老年大学等各类设施。亦可将一些闲置的市区国有资产盘活，改造为老年设施，如旧医院、办公楼、小学、幼儿园、私人物业用房等。这些国有资产所在区位较好，在城市中的分布相对均匀，比较适合进行改建。随着我国的人口结构逐渐向高龄化、少子化发展，幼儿园或小学很有可能空置下来，将这些建筑部分改造为老年公寓的情况将会逐渐增多。信托与专业的养老设施投资运营机构合作，等到养老基础设施运营进入成熟期，产生较为稳定的现金流，一方面可以通过发行公募REITs、持有型不动产ABS、类REITs及参与大宗交易转让资产等方式实现投资的退出；另一方面，如果投资人本身对此类长久期且分红稳定的资产有偏好，也可以长期持有这类资产。

（2）通过资产证券化服务信托盘活存量养老基础设施资产。

对于存量的养老基础设施资产，可以通过资产证券化服务信托助力存量资产的盘活。养老基础设施的原始权益人可以通过发行CMBN或者CMBS进行偏债性的退出，也可以通过发行类REITs的方式进行偏股性的退出。信托均能通过资产证券化服务在其中发挥资产盘活的作用。

4. 养老慈善信托是信托在慈善助老领域的特色模式

《慈善法》第三条明确列示了“扶老”属于公益慈善活动，养老慈善信托是以扶老为目的的慈善信托。养老慈善信托是将信托与慈善相结合的一种创新型养老服务模式，通过公益慈善信托优化社会财富“三次分配”，助力共同富裕，是信托公司社会责任的一个重要方面。通过这种模式，委托人可以针对贫困孤寡老人养老、助老等目标提供更为精准的养老服务，以实现改善老年群体生活质量等公益目的，同时发挥信托在公益慈善事业中独特的作用，汇集更多养老慈善资源，更好地服务于养老慈善事业。具体地，委托人与信托公司签订养老慈善信托合同，明确信托的目的、受益人范围、信托财产、受托人的权利和义务等关键条款。信托公司作为受托人，老人为受益人，依据信托合同的约定，管理和运用信托财产，包括投资增值和资金分配等，旨在实现信托的养老服务目的。根据信托合同的规定，特定的或不特定的受益人将从信托中得到养老服务或资金支持。当信托达到其设定的目的或期限届满时，信托终止，剩余的信托财产按照信托合同的约定进行处理。

养老信托的四个商业模式各有特点，共同构成一个多元化、综合性的养老服务体系。养老服务信托为养老产业提供了“一站式”的资产隔离与财富传承资产架构；养老理财信托为老年人提供了可预期的经济来源，并推动养老产业的发展和创新；养老产业信托为养老基础设施建设引入长期资金；养老慈善信托体现了社会对老年人的关爱和责任。这四种模式相互补充，提高了老年人的生活质量，实现了社会资源的优化配置，共同促进了养老服务体系的完善。

（二）养老信托生态圈建设

养老信托生态圈的建设是一个多方面、多层次的系统工程，它涉及金融、医疗、社会服务等多个领域的深度融合与协同发展。在这个生态圈中，信托公司承担着资产管理和养老服务提供方等多重角色。通过与银行、保险公司、基金和证券公司等金融机构的合作，养老信托能够为老年人提供多元化的金融产品和服务，满足其资产保值增值的需求。同时，养老服务机构的参与，为老年人提供了包括医疗护理、生活照料、精神慰藉等在内的全面服务，确保了他们的生活质量。政府的政策支持和法律法规的完善，为养老信托的发展提供了坚实的基础和保障。此外，技术创新的应用，如智能设备和在线服务平台，进一步提高了服务的效率和质量。整体而言，养老信托生态圈的建设旨在通过资源整合和模式创新，打造一个安全、高效、可持续的养老服务体系，以应对人口老龄化带来的挑战，实现老年人的福祉和社会的和谐发展。

1.政府、监管机构和行业组织的作用至关重要

政府、监管机构和行业组织在养老信托领域扮演着至关重要的角色，共同构建了一个坚实的政策框架和监管环境。政府通过制定和实施相关政策，为养老信托的发展提供了方向和支持，确保养老服务的普及和老年人福祉的提升。监管机构则负责监督养老信托的运作，确保其合规性，保护投资者的合法权益，同时防范和控制潜在的风险。行业组织则发挥着桥梁和纽带的作用，通过制定行业标准、提供专业培训和促进行业交流，推动养老信托服务的专业化和创新化发展。这三方的协同合作，为养老信托的稳健运行和持续创新提供了坚实的基础，共同促进了养老服务体系的完善和老年人口的福祉保障（见表4–4–2）。

表4–4–2　　养老金融所涉政策法规梳理

时间	机构	文件	相关表述
2016年3月	人民银行、民政部、银监会、证监会、保监会	《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》	最早提出养老信托概念，“鼓励信托公司利用信托制度优势，积极开发各类附带养老保障的信托产品，满足居民养老领域金融服务需求，支持养老服务业发展”
2017年7月	国务院	《关于加快发展商业养老保险的若干意见》	提出到2020年建立安全稳健、服务广泛的商业养老保险体系，并鼓励创新产品与服务，支持商业保险机构参与企业年金、个人税收递延型养老保险等，同时鼓励投资养老服务产业，促进养老服务业健康发展
2017年7月	国家医保局、财政部	《关于开展长期护理保险制度试点的指导意见》	提出“十四五”期间形成适应国情的长期护理保险制度框架，并探索多元筹资机制、完善待遇支付政策、加强管理服务机制，以满足群众多元需求，推动养老和健康服务业发展
2019年11月	中共中央、国务院	《国家积极应对人口老龄化中长期规划》	近期至2022年，中期至2035年，远期展望至2050年，是到本世纪中叶我国积极应对人口老龄化的战略性、综合性、指导性文件

续表1

时间	机构	文件	相关表述
2021年3月	全国人大	《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》	发展银发经济，开发适老化技术和产品，培育智慧养老等新业态
2021年8月	原银保监会	《关于开展养老理财产品试点的通知》	自2021年9月15日起，工银理财有限责任公司在武汉市和成都市，建信理财有限责任公司和招银理财有限责任公司在深圳市，光大理财有限责任公司在青岛市开展养老理财产品试点。试点期限暂定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
2021年11月	中共中央、国务院	《关于加强新时代老龄工作的意见》	积极培育银发经济：（1）加强规划引导。编制相关专项规划，完善支持政策体系，统筹推进老龄产业发展。鼓励各地利用资源禀赋优势，发展具有比较优势的特色老龄产业。统筹利用现有资金渠道支持老龄产业发展。（2）发展适老产业。制定老年用品和服务目录、质量标准，推进养老服务认证工作。推动与老年人生活密切相关的食品、药品以及老年用品行业规范发展。加大老年产品的研发制造力度，积极开发适合老年人使用的智能化、辅助性以及康复治疗等方面的产品。大力发展养老相关产业融合的新模式新业态。鼓励开发老年人健康保险产品。加强监管，严厉打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品等违法行为
2022年2月	国务院	《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》	大力发展银发经济：（1）发展壮大老年用品产业；（2）促进老年用品科技化、智能化升级；（3）有序发展老年人普惠金融服务
2022年2月	原银保监会	《关于扩大专属商业养老保险试点范围的通知》	自2022年3月1日起，专属商业养老保险试点区域扩大到全国范围。在原有6家试点公司基础上，允许养老保险公司参加专属商业养老保险试点
2022年2月	原银保监会	《关于扩大养老理财产品试点范围的通知》	自2022年3月1日起，养老理财产品试点地区扩大至10地。养老理财产品试点机构扩大至10家理财公司
2022年4月	国务院	《关于推动个人养老金发展的意见》	推行个人养老金制度，实行个人账户，缴费上限12 000元，享税收优惠。资金可购买合规金融产品，领取条件满足时可领取或继承。信息平台提供账户管理，多部门协同监管
2022年11月	财政部、国家税务总局	《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	自2022年1月1日起，中国对个人养老金实行递延纳税优惠：缴费时可限额扣除，投资收益免税，领取时按3%单独缴税。个人缴费凭平台扣除凭证享受税前扣除，税务与相关部门需建立信息交换机制，确保税收征管工作顺利进行
2022年11月	人社部、财政部、国家税务总局、原银保监会、证监会	《个人养老金实施办法》	明确个人养老金是中国政府支持的补充养老保险制度，实行个人账户制，缴费和投资选择由个人自主决定，享受税收优惠。适用对象为参加基本养老保险的劳动者，通过信息平台管理，确保资金安全和监管。商业银行提供资金账户服务，金融监管部门负责确定产品和机构，保障交易安全。信息披露保护参加人利益，确保透明度，各监管部门协同工作，优化服务并处理问题

续表2

时间	机构	文件	相关表述
2022年11月	人社部、财政部、国家税务总局	《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》	公布了36个先行城市（地区）名单，个人养老金制度开始在先行城市（地区）实施。该通知明确，先行城市（地区）符合条件的群众可自愿参加个人养老金。按照个人养老金制度规定，参加人需要开立个人养老金账户和个人养老金资金账户，根据个人意愿购买相关金融产品
2024年1月	国务院	《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》	加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，培育高精尖产品和高品质服务模式，让老年人共享发展成果、安享幸福晚年，不断实现人民对美好生活的向往

资料来源：国务院及各部委网站

信托公司需密切关注养老领域的政策动向，通过与监管部门积极沟通，提供来自一线的行业洞察和市场反馈，以确保政策建议的实用性和前瞻性。在政策制定过程中，信托公司可以发挥专业优势，就养老信托的产品设计、风险管理、服务模式等方面提供专业意见，促进政策更加精准地满足市场需求。同时，信托公司应将政府的养老政策内化为公司战略的一部分，通过创新业务模式和优化服务流程，确保政策精神在养老信托业务中得到有效实施。这包括但不限于开发与政策导向相符的养老信托产品，加强风险控制以保护投资者利益以及提供高质量的养老服务，满足老年人口的多元化需求。此外，信托公司还应积极参与政策执行的监督和评估工作，通过定期的政策执行效果分析，及时向政府和监管机构反馈实施过程中的问题和挑战，提出改进建议。这种持续的反馈和沟通机制有助于政策的不断完善和优化，确保政策能够更好地服务于养老信托业务的发展。通过这种积极参与和深度融合的方式，信托公司不仅能够加强与政府、监管机构和行业组织的协同合作，还能够在履行社会责任的同时，推动养老信托业务的健康发展，为应对人口老龄化挑战做出积极贡献。

2.提升服务水平

信托公司在养老生态中的核心任务是服务好委托人，即老年人及潜在的养老需求者。为了建设好养老信托生态，提升服务质效，需要深度挖掘养老需求，提供匹配产品；做好委托人风险评估和匹配工作；增强投资者教育工作，宣贯最新养老信托理念。

第一，信托公司需要深入挖掘委托人的养老需求，这不仅包括财务需求，还涉及生活质量、健康管理、心理慰藉等多个维度。通过细致的市场调研和个性化的需求分析，信托公司能够更准确地把握委托人的期望和偏好，从而设计出更加贴合其需求的养老信托产品。

第二，信托公司在提供匹配产品的同时，必须做好投资者风险识别和匹配工作。这意味着信托公司要对委托人的风险偏好、资产状况和未来规划有深入的了解，并以此为基础，推荐适合其风险承受能力的养老信托产品，确保委托人能够在风险可控的前提下实现资产的保值增值。

第三，投资者教育是提升服务质效的另一关键环节。信托公司应该通过各种渠道和方式，如举办讲座、发布教育材料、在线咨询等，向委托人普及养老信托的相关知识，提高他们的金融素养，帮助他们更好地理解养老信托产品的特点、风险和潜在价值。

3. 强化金融机构合作

在养老金融产业中，保险、银行、基金、证券公司等其他金融机构以及信托公司各自拥有独特的业务优势和资源。通过这些金融机构之间的业务协同和优势互补，可以构建一个更加完善和高效的养老信托生态圈，形成“信托+”体系。

第一，客户端，银行可以发挥自身客户资源优势，结合信托账户构建居民养老综合金融服务体系。信托有着受托财产多样的特点，可以将资金、房产、养老保单、理财产品等不同类型的资产装入信托账户中，成为养老金融的“基础设施”。在养老金融领域，银行最大的优势在于客户基础庞大，网点丰富，能够很好地触及各类有养老需求的群体。银行与信托结合，能够充分利用信托账户的优势，构建品类丰富的居民养老综合金融服务体系。

第二，产品端，基金公司、证券公司和保险机构可以在各类养老信托产品中充当不同角色，信托公司要立足信托业务三分类赋予的服务信托的功能定位，起到串联各类资管机构，成为养老金融基础设施的作用。养老信托产品主要可以分为养老服务信托、养老理财信托、养老产业信托和养老慈善信托。这些不同类别的信托产品能与不同的金融机构协同，更好地服务居民养老需求。对于养老服务信托来说，家族信托及家庭服务信托能与保险公司合作，一方面可以将委托人的养老保单装入信托，为老年人提供财产保护的信托账户；另一方面还可以为老年人提供入住养老社区的费用转付服务。在养老理财信托方面，基金公司、证券公司可以利用自身的投顾牌照，为老年人提供稳健的理财服务。

第三，资产端，养老信托与银行、证券公司一起为养老产业提供“耐心资本”。与其他金融产品的资金属性相比，信托资金尤其是养老信托资金最大的特点在于其“长久期”的属性，是名副其实的“耐心资本”。在资产端，养老产业信托能够与银行、证券公司一起，各自从股权投资、贷款、投行业务等方面为相关企业提供立体化的服务，用“耐心资本”助力经济高质量发展。

4. 积极对接养老服务机构

养老服务机构是养老产业中的重要环节，是提供综合性养老服务的专业机构。按照《国务院办公厅关于推进养老服务发展的意见》有关定义，养老服务机构包括养老机构、居家社区养老服务机构以及经营范围和组织章程中包含养老服务内容的其他企业、事业单位和社会组织。提供具体的养老服务，包括但不限于：养老社区和康养机构服务、高端医疗护理和旅居养老服务、意定监护和临终关怀服务、无障碍设施改造适老化服务等。在构建养老信托生

态系统的过程中，信托公司与养老服务机构的合作构成三大支柱：资源整合与服务创新、风险管理与资金运作、政策倡导与服务延伸。

第一，资源整合与服务创新。合作的起点在于双方的资源整合。信托公司的资金和客户基础与养老服务机构的专业能力相结合，共同创造出满足老年人多元化需求的产品和服务。这种整合推动了服务模式的创新，提升了服务的个性化和质量，使老年人能够享受到更加贴心和高效的养老服务体验。产品设计上，信托公司利用其金融专长，开发出养老信托基金、养老保险金信托等产品，为老年人的财务规划和资产管理提供有力支持，确保养老金的安全性和增值潜力。

第二，风险管理与资金运作。在这一端，信托公司的角色是为养老服务机构提供坚实的风险管理和资金运作支持。通过专业的风险评估，信托公司帮助服务机构预见和应对潜在风险，保障服务的稳定性和持续性。同时，信托公司通过投资管理专长，为养老服务机构提供资金筹集和资产配置服务，确保机构能够获得持续的财务支持，维持和提升服务质量。

第三，政策倡导与服务延伸。合作的更深层次在于政策倡导和对老年人生活全方位关注。信托公司与养老服务机构联合开展政策研究，向政府提出建设性的建议，共同推动养老产业政策的发展，营造有利于养老信托生态圈建设的政策环境。此外，服务延伸至适老化改造、高端医疗护理和旅居养老服务，不仅关注老年人的财务需求，更关怀其生活品质和健康状态，提供全面的健康管理和生活支持。

（三）养老信托的市场空间测算

养老信托作为养老金融的重要组成部分，虽然目前尚处于起步阶段，但未来的发展前景广阔。为了更好地预估养老信托的发展空间，可以从宏观、中观和微观三个维度出发，分别测算我国养老市场、养老金市场和养老信托市场潜在规模。

1. 我国养老市场潜在规模

国家统计局数据显示，我国65岁及以上老年人口占比逐年上升，老年抚养比也随之不断上升，养老市场规模越来越大（见图4–4–3、图4–4–4及表4–4–3）。根据Mordor Intelligence咨询公司的测算结果，2024年的美国养老产业的潜在市场规模为998.2亿美元，美国老年人的养老支出大约占人均GDP的2.18%。2023年我国65岁以上，老年人口达2.17亿人，人均GDP为8.9万元。参照美国的发展经验，可以粗略算出2023年全社会养老市场潜在总规模约为4 232.84亿元。假设2035年前我国居民人均GDP增速为5%，2035—2050年为3.5%，2050—2070年为2.5%。可以测算出，2030年、2050年、2070年全社会养老市场潜在总规模分别约为7 529.36亿元、25 261.75亿元和37 530.01亿元。

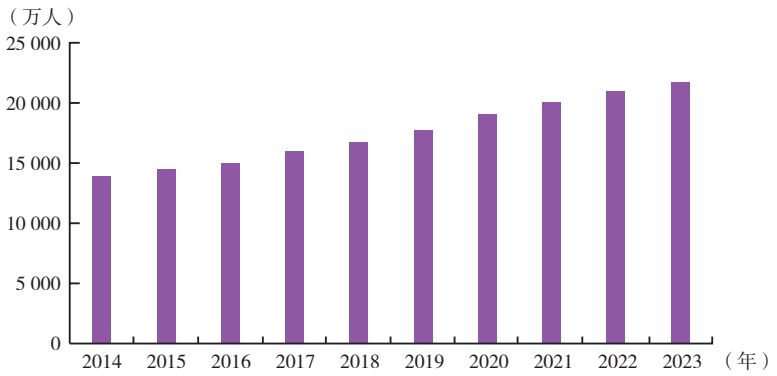


图4-4-3　2014-2023年我国65岁以上老年人口数量

资料来源：国家统计局

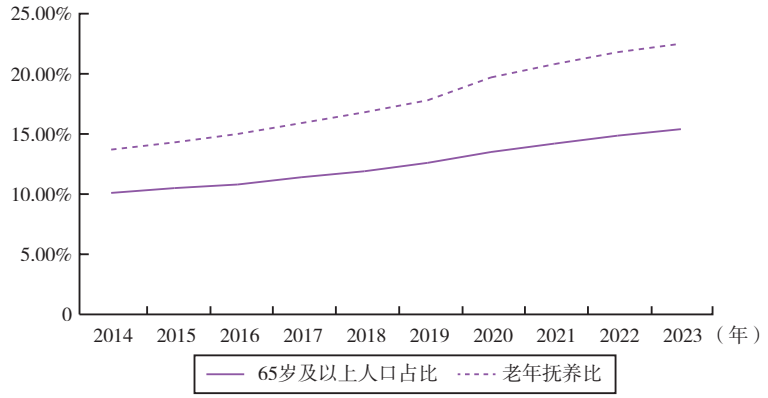


图4-4-4　2014-2023年我国65岁以上老年人口占比和老年抚养比

资料来源：国家统计局

表4-4-3　我国人口变动情况预测　（单位：万人）

年份	出生人口	死亡人口	总人口	65岁以上
2030	834	1 346	137 399	27 480
2050	698	1 682	123 034	43 062
2070	441	1 757	97 605	39 042

资料来源：《中国人口预测报告2023》，课题组测算

2. 养老金市场潜在规模

长期以来，我国养老金体系高度依赖第一支柱，随着个人养老金制度的落地，我国养老金三支柱体系初步建立。综合看来，中国养老金市场发展潜力巨大，第二和第三支柱快速发展将支撑养老金市场总规模持续增长。当前我国养老金市场的总规模在15万亿元左右，根据贝恩《中国养老金市场白皮书（2023）》估计，2025年前，中国养老金市场短期增速可以达到15%，总规模可达20万亿元，2025—2030年的中长期增速将达到12%，总规模在2030年可达到约40万亿元。即使第二和第三支柱发展按年均增速10%预估，则2030年中国养老金市

场总规模约为30万亿元。

3. 养老信托市场潜在规模

（1）“以房养老”信托

房产作为我国居民家庭财产最重要的部分，占居民家庭总资产的70%左右，“以房养老”信托市场规模巨大。根据第一太平戴维斯的测算，2020年中国住宅存量总价值达到约77.5万亿美元，约合560万亿元人民币。按照65岁老龄人口占比15%，老龄人口中仅有5%需要设立“以房养老”信托计算，潜在委托人数量也将超过1 000万人，对应受托不动产财产价值超过4.2万亿元人民币。除了“以房养老”的应用场景外，不动产设立信托还能应用在家庭财富传承、特殊需要等多类场景中，对应的总市场规模更加广阔。

（2）企业/职业年金服务信托

在养老金三大支柱中，信托公司主要可以参与的是第二支柱。第二支柱方面，目前我国企业年金基金管理资格分为法人受托机构、账户管理机构、托管机构和投资管理机构这四类，金融机构需要获得人力资源和社会保障部审批的相应业务资质才可从事对应的企业年金业务。目前，取得企业年金基金管理资格的信托公司仅有中信信托和华宝信托两家。其中，中信信托获得法人受托机构资格，华宝信托获得账户管理机构资格。人力资源和社会保障部数据显示，2023年信托公司作为企业年金基金法人受托机构，共管理423家企业，25.83万人的企业年金，市场占比分别为0.30%、0.82%。截至2023年，中信信托公司作为唯一的企业年金基金法人受托机构，共管理195家企业，19.1万人的企业年金，管理规模约377亿元，市场占比分别为0.16%、0.75%、1.61%。中信信托也是全国唯一一家正式中标职业年金法人受托机构的信托公司，中标管理广东省、浙江省、辽宁省三个省份的职业年金计划。随着我国第二支柱的发展，信托服务企业/职业年金市场的方案和模式不断丰富，规模也将不断增长。然而，目前新增信托公司资格准入较为困难，开展相关业务存在较大难度，信托参与企业年金相关业务尚需政策大力支持。

（3）养老理财信托

养老理财信托是指由信托公司设计发行的，以追求养老资产长期稳健增值为目的，鼓励客户长期持有的信托资管产品。信托财产主要为养老投资者的资金，通过信托财产保值增值为受益人安享晚年提供养老资金和养老服务。部分信托公司近年来开始积极探索个人配置型养老理财信托，对客户交付的养老资金进行专业化管理，实现养老财富的保值增值，并不断加强与其他业务的协同创新。个人配置型养老理财信托还可与保险金信托、遗嘱信托、特殊需要信托等业务相结合，满足客户养老规划、财富传承、资产隔离与保护等多重需求。目前，信托公司的养老理财信托产品与银行、保险公司等推出的各类养老产品仍具有一定的同质性，尚未形成稳定、良好、差异化的发展模式，市场规模较银行、保险公司仍有较大差距，仍在发展初期。根据美国、日本等发达国家的经验，我国的养老资产管理市场还有很大

的发展空间，对于完善养老第三支柱具有重要的意义。截至2023年三季度末，美国养老目标基金规模为1.9万亿美元，20年间累计增长45倍，约占GDP的6.94%。参照美国的占比，在我国目前的GDP规模下，养老资产管理市场的潜在管理规模约8.75万亿元。截至2023年3季度末，信托公司资产管理规模占资管行业总体规模的16.3%，假设信托公司的养老资产管理业务的占有率也在该水平，则养老理财信托的潜在规模超过1.4万亿元。未来，养老理财市场的发展状况还有待制度、税收等顶层设计以及养老金融理念的普及和推广。

（4）养老产业信托

养老产业信托通过投贷联动、产业基金、股权投资和证券化等创新模式，为养老地产、养老健康、养老服务等养老产业提供投融资支持，助力养老产业发展，符合金融服务实体经济的导向，是养老金融大文章的重要组成部分。人口老龄化和养老模式的发展将增加对养老机构设施的需求。发达国家每千位65岁及以上老人拥有的养老床位为50~70张，假设我国达到他们的平均水平，则目前我国2.17亿老年人口共需要1 302万张床位。结合北京、安徽、山西等10个地区多家养老机构的收费标准，按照平均床位费为每月约3 200元计算，则养老社区/地产的年潜在收入为约4 950亿元。参考美国养老地产的营业利润率（NOI margin）为28.75%，在7.5%的资本化率下，目前养老社区/地产的潜在市场空间接近1.9万亿元人民币，市场体量庞大，养老产业信托可以从投资、运营、特殊目的载体（SPV）等多个角度切入这一广阔的市场。

（5）养老慈善信托

随着《慈善法》的修订，慈善信托发展环境不断优化，养老领域的慈善信托不断出现，为养老慈善事业创新、养老慈善资源汇集、养老慈善事业服务做出了贡献。根据慈善中国备案的慈善信托统计，中国养老慈善信托累计资产规模和备案数都快速增长，资产总规模从2017年的200万元发展至2023年的2 349.06万元，备案数从2017年的2单发展至2023年的37单，2024年前7个月新增备案数为7单。未来，我国养老慈善信托的规模有望继续快速增长。

五、信托公司开展养老信托业务实践情况及展业痛点

积极参与养老金融市场，大力推动老龄事业的发展已经成为信托公司的重要战略方向。当前，信托行业围绕养老领域进行了大量尝试探索，持续为养老事业的发展贡献信托方案。同时，也必须看到，当前在开展养老信托方面还面临不少制度障碍，制约着信托服务高质量养老市场的建设，期望未来在改革中持续推动解决（见图4–5–1）。

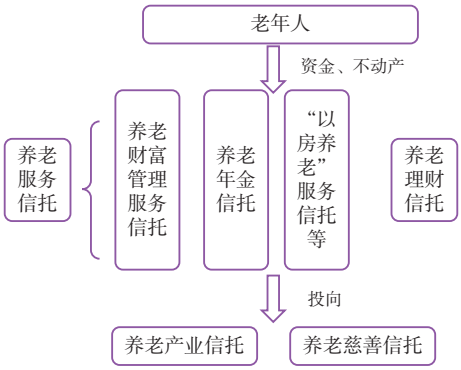


图 4–5–1　养老服务信托

（一）养老服务信托：“以房养老”特色化信托方案

庞大的老龄人口规模产生了大量的养老需求，但我国的养老产业还处于发展的初期阶段，现有的养老服务产品和养老金融产品的多样性和服务水平都有待提升，尤其是如何管理和运用房产这一家庭资产中占比最大的财产来服务居民的养老需求，依然是一个亟须探索的课题。信托公司开展“以房养老”信托业务能够为老年人提供养老服务的同时优化社会资源配置，盘活存量房，更好地服务于“房住不炒”的理念。

1.“以房养老”信托实务方案

“以房养老”并非指向某一特定概念的术语，通过管理和运用房产来实现养老目的的模式都可以被称为“以房养老”。在我国，过往各类金融和政府机构已经在“以房养老”领域有了诸多实践，包括反向住房抵押贷款模式、售后返租模式等，但因种种原因并没有大规模展开，后文会对此原因展开具体分析。本章提出的“以房养老”信托是指委托人基于对受托人的信任，将其拥有所有权的房产转移给受托人，并指定受益人，由受托人按照养老保障的目的管理和处分受托房产，并以该房产所产生的收益，为老年人提供养老保障服务的模式。

“以房养老”信托的基本结构可以概述为：委托人以自己的不动产产权设立信托，将产权转移至受托人名下，并将该不动产登记为信托财产，受托人以信托财产所有权人的名义，委托资产服务机构管理、运用（如出租等）该处房产，取得资金收入并归入信托财产（此处该信托对应的信托财产为不动产及现金）。受托人可根据信托合同在老年人在世期间定期支付养老费用，不足部分由委托人及其亲属或授信机构补足。同时，约定后续房产处置事宜及相应的信托受益人，老人去世后，按照委托人的意愿，根据合同约定继续出租或由受托人指定相关服务机构代为售卖房产，房产管理运用或处置所获收入按照信托合同约定的分配方案分配给受益人。委托人也可按照合同约定终止租住或售卖，提前终止信托。

在此基础上，除了委托人、受托人及受益人之外，“以房养老”信托模式中还包含四类机构，有各自的角色和职能。第一，商业银行是资金和财产的保管人。当出现由房产产生的现金流无法覆盖老人养老所需资金的情况时，还可以为老年人提供额外的资金支持。第二，房产运营服务机构负责房产的出租及运营维护、出售等相关事宜。第三，养老服务机构负责为老年人提供养老社区、医疗等服务，资金可以由受托人代老年人支付，起到监督和规范服务提供方的作用。第四，资产管理机构负责闲置资金的投资配置工作，实现资金的保值增值，该职能可由信托公司或受委托的其他资产管理机构担任（见图4–5–2）。

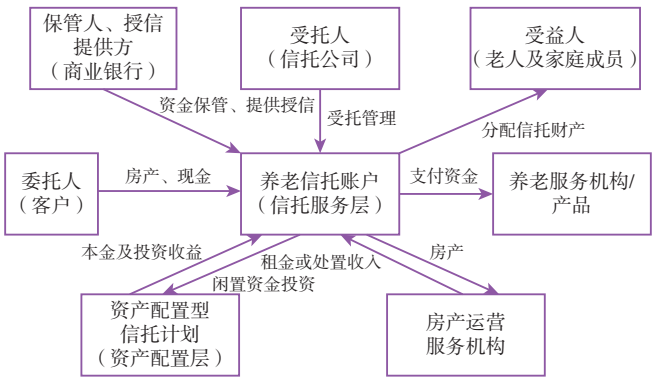


图4–5–2 “以房养老”信托架构

在商业模式方面，“以房养老”信托按照对受托房产的管理运用可以分为1.0模式和2.0模式。1.0模式：对于受托房产只进行租赁，租赁收入分配给老年人用于补充养老费用、支付养老公寓或社区费用。老年人以自有完全产权房作为信托财产，信托公司委托房产运营服务机构出租获得租金，为老年人支付养老相关费用，若存在差额部分，由老人及亲属补足。同时，通过信托合同约定后续房产处置事宜及相关受益人。老人去世后，在受托人的监督下，根据合同约定继续出租或由受托人指定相关服务机构代为售卖房产，房产管理运用或处置所获收入按照信托合同约定的分配方案分配给受益人。期间管理运营可投资于低风险的资管产品。信托收取服务信托报酬及配置产品收益。2.0模式：受托人向商业银行申请授信额度，用于支付养老相关的费用。信托计划终止时，委托人及受益人可以按照合同约定，选择直接还款或者通过出售房产的方式偿还银行贷款。

2.“以房养老”信托相较于其他模式的优点

在我国，过往各类金融和政府机构已经在“以房养老”领域有了诸多实践，但因种种原因并没有大规模展开。常见的“以房养老”模式，按照房产运用的方式以及老年人养老住所划分，可以分为住房反向抵押、以租养老、售后返租和换房养老等。其中，相关金融机构和政府部门参与尝试住房反向抵押、售后返租等模式，但都由于模式本身的缺陷无法解决而没有得到持续的发展。

第一，抵押房产养老的模式即为人所熟知的“住房反向抵押”（也称“倒按揭”）模式。在该模式中，老年人将房屋抵押给金融机构，金融机构每月向老年人支付一定金额，老年人则继续居住在房屋内。国内住房反向抵押经历过一轮初期探索，但并不成功，这一模式在推广的过程中受到了来自供给和需求端的双重阻力。国务院于2013年9月13日印发的《关于加快发展养老服务业的若干意见》，明确提出“开展老年人住房反向抵押养老保险试点”。随后，2014年原保监会正式公布《中国保监会关于开展老年人住房反向抵押养老保险试点的指导意见》，在北京、上海、广州、武汉等四个城市开展住房反向抵押养老保险试点，投保人群为60周岁以上拥有房屋完全独立产权的老年人，这标志着“以房养老”试点政策正式落地。然而，目前实际落地的案例很少，并不成规模。这主要是由于住房反向抵押的推广承受着来自供需两端的双重压力。在供给端，一方面保险公司前期资金铺垫规模大，见效慢，在很长的时间内持续有现金流流出，但直到合同终止或老人去世才能实现债权、结算收益；另一方面，保险公司是房屋价格波动风险敞口的实际承担者，尤其在房地产市场下行期间，保险公司有亏损的风险。值得一提的是，美国的住房反向抵押贷款（HECM）主要由政府机构（美国住房和城市发展部）牵头，并设计了贷款保险机制来帮助提供贷款的金融机构对冲风险。即使如此，HECM的覆盖率也仅有2%~3%。在需求端，住房反向抵押与中国传统的养老文化存在着较大的冲突。出于传承、保值增值甚至心理需求，多数老年人对于将房子抵押给银行的偏好和意愿不强烈，即便是老年人愿意，通常也会遭到其子女的反对。

第二，“售后返租”是指上海市公积金管理中心于2007年推出的模式。上海市65周岁以上、拥有50平方米以上独立产权房屋的老人，可以将房屋出售给公积金管理中心，双方订立房屋买卖协议，约定公积金管理中心先一次性支付买房款项，后将房屋以低于市场水平的价格返租给老人。该模式不以营利为目的，具有明显的社会公益特征，且对当地政府有着很高的要求，因此也未能在全国推广。

第三，“以租养老”“换房养老”等模式目前主要由老年人自行参与，在财产保护及风险防控方面有较大隐患。“以租养老”“换房养老”是指老年人将自己的房产出租、出售并移居他处，依靠所得的租金、售房款养老的行为。一方面，这类“以房养老”模式中老年人对房屋出租、出售的交易对手是社会人员而非金融机构，因此对老年人的精力、认知的要求较高，年龄在50~70岁的活力老人可能尚能应对，更年长的老人通常难以应对，也因此成为金融诈骗的重灾区。近年来，国家金融监督管理总局也不断发布警惕“投资养老”和“以房养老”骗局的通告。

信托版本的“以房养老”能够从三个维度解决上述“以房养老”模式面临的痛点。在需求端，“以房养老”信托实质是一种“存房养老”，与住房反向抵押不同，老年人无需将房产抵押，并未失去房产的控制权，更符合中国人养老的观念。而与其他金融机构相比，信托公司可以发挥其原有的家族、家庭服务信托等业务在帮助委托人（老年人）管理运用财产、规划养老事务以及析产和明晰权责方面的经验，更好地发挥其服务委托人的职能，这也是“以

房养老”信托区别于其他金融机构的独特之处所在。在供给端，“以房养老”信托对于信托公司而言是服务信托的一类，相较于住房反向抵押，信托公司并不承担房价波动的风险敞口。房产将作为老年人的家庭财产，在老年人在世时作为其养老的资金来源之一；老年人离世后，可以作为其财富传承的一部分，继续为其后代或是社会公益发挥作用。此外，相较于老年人自行出租养老或是换房养老，信托可以发挥财产保护和财产隔离功能。信托区别于其他金融机构的核心优势在于信托制度，信托制度使信托天然成为财产管理工具。在“以房养老”模式中，信托可以提供财产保护和财产隔离功能。过往，打着“以房养老”名号的诈骗和不规范运营的商业行为屡禁不止，而通过将房产变为具有隔离属性的信托财产，可以从根本上避免这一问题的发生。如果老年人在以不动产设立信托后将所得租金用于支付养老社区或医疗费用，信托公司可以为老人向养老机构提供支付服务，有效解决老人与养老机构之间的信息不对称问题，杜绝养老机构“收钱跑路”（见表4–5–1）。

表4–5–1　　以房养老模式的典型场景

房产运用方式 / 老年人住所	抵押	出租	出售
原处	住房反向抵押	–	售后返租
他处		以租养老	换房养老

3.“以房养老”信托落地的相关探索与实践

（1）上海的“不过户”模式探索

依据《上海市浦东新区绿色金融发展若干规定》中对于不动产信托登记作出的规定，中信登与上海信托就如何依据浦东地方立法落地不动产信托进行积极探索。该模式设计了一套不动产登记事务中心与中信登的“联动式”登记的方案，将不动产登记分为信托产品登记、不动产信托财产登记以及权属登记，得到了不动产登记有关部门的初步认可。在该方案中，不动产设立信托对应的信托产品登记和不动产信托财产登记由中信登负责，委托人在向中信登申请不动产信托财产登记后，由中信登完成预审，并出具相关材料由委托人及受托人递交至不动产登记事务中心，完成不动产的权属登记（见图4–5–3）。

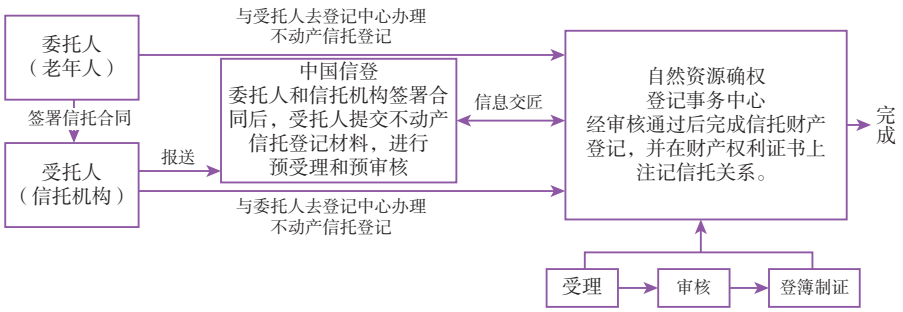


图4–5–3　“联动式”登记模式

值得一提的是，此方案中的不动产权属登记部分还因地制宜地采用了上海不动产登记特有的“文件登记”制度，力求在不改变不动产所有权的基础上，将对应不动产在不动产权证上注记为信托财产，以此实现在不改变现行税制的情况下推动不动产信托的落地（“不过户”模式）。目前，上海信托首单不动产信托案例的意向客户已经签署信托合同，成立的信托产品也已经完成产品登记。然而，由于顶层设计的缺位，不动产财产登记及权属登记环节落地依然面临着不小的阻力。

（2）杭州的不动产慈善信托模式探索

2022年10月，杭州市民政局、税务局、规划和自然资源局、住保房管局以及银保监会浙江局等五部门联合发布了《杭州市民政局等五部门关于做好不动产慈善信托工作的通知》，对于以不动产设立慈善信托涉及的登记和税收问题进行了规范。其中明确，不动产登记机构根据民政部门出具的预备案意见、税务部门的税费缴纳意见以及其他相关资料，在符合不动产转让条件的前提下，办理不动产转移登记，并在权利证书上标注“不动产慈善信托财产”。2023年7月，杭州市成功办理了全国首单不动产慈善信托登记。据了解，该案例在实际落地的过程中，基于对慈善信托的认定，委托人以房屋原值缴纳相关税款；由于房产转让时缴纳的增值税和个人所得税是基于房屋现值和原值的差额，因此该规定减轻了委托人的税务负担，但并未从根本上解决重复征税的问题。

（二）养老服务信托：年金服务信托和“个税递延型养老信托”

信托特有的财产运用、监督管理和分配制度与年金受托机构需履行的职责相契合，信托公司在服务第二支柱养老市场上大有可为。

1.传统企业/职业年金服务信托

在2023年6月正式实施的《信托业务分类通知》中，企业/职业年金服务信托作为资产服务信托大类下行政管理服务信托中的一类列示，根据人力资源和社会保障部有关规定，受托管理企业/职业年金。受限于资格审批方面，当前信托公司在年金市场中的参与程度较低，市场份额有限。人力资源和社会保障部数据显示，信托公司作为企业年金基金法人受托管理机构，共管理195家企业、19.1万人的企业年金，管理规模377亿元，市场占比分别为0.16%、0.75%、1.61%（见表4–5–2）；信托公司作为企业年金基金账户管理机构，管理企业账户423个，个人账户25.83万个，市场占比分别为0.30%、0.82%（见表4–5–3）。

表4–5–2　　2023年信托公司企业年金基金法人受托业务开展情况

企业年金基金法人受托机构	企业数（个）	职工数（人）	受托管理资产金额（万元）
中信信托	195	190 896	3 772 154.50
年金市场合计	122 719	25 394 098	234 855 383.64

表4–5–3　　2023年信托公司企业年金基金账户管理机构

企业年金基金账户管理机构	企业账户数（个）	个人账户数（个）
华宝信托	423	258 288
年金市场合计	141 728	31 440 415

在实践中，中信信托内部成立了养老金服务部，下设企业年金组、职业年金组、管理监督组三个部门，持续推进企业/职业年金服务信托业务开展。中信信托承接中信集团企业年金计划，创设中信首支全牌照企业年金集合计划——“中信信托盈盈长青企业年金集合计划”；职业年金方面，中信信托受托管理广东、浙江、辽宁三个省份的职业年金业务，2023年中标承接广西职业年金计划。截至2023年末，中信信托的年金受托管理总资产规模为717.86亿元。

企业/职业年金服务信托的业务开展存在以下痛点。第一，涉及企业年金基金管理的机构主体由人力资源和社会保障部统一认定，资格准入较为困难且后续的资质考核评审严格。2021年10月，人力资源和社会保障部发布《关于企业年金基金管理机构资格延续的通告》，12家企业年金法人受托机构中仅中信信托入围；18家企业年金基金账户管理机构中，仅华宝信托入围。第二，管理的账户体量大、对时效性和准确性的要求高，前期需要大量科技系统投入。要在规定时效内完成接收划款、出具分配指令、资金分配等运营工作，提升账户管理效率、降低人工操作风险，这要求信托公司在前期对信息系统等基础设施建设进行投入。

2. 企业/职业年金服务信托创新探索

我国已经进入低利率时代，随着我国经济模式的结构调整，低利率环境将成为未来金融机构展业的长期环境。参考美国401（K）计划发展历程，随着经济发展速度放缓、低利率环境和人口老龄化，美国养老金发展经历了从确定待遇型（DB）计划向确定缴费型（DC）计划、个人自主参与的养老金计划（IRA）的转变，401（K）计划参保人数从1995年的2 800万增长到2014年的5 500万人，占比从11%提升到60%以上。更为重要的是，美国养老金市场与美国资本市场形成了稳定的循环驱动的模式，活跃了资本市场，提升了资本市场的深度和参与度，引入了长期稳定和持续性资金。我国当前无论从年金参与的企业和人数来说，都处于较低水平；当前年金制度本质上引入的是信托机制，涵盖委托人、受托人、托管人和管理人等角色，信托可以在二支柱体系中发挥着更加重要的作用。

当前，我国年金主要由人力资源和社会保障部审批的机构进行受托，同时由专业合格的投资机构进行投资管理，具体受托人的选择主要由企业方来决定，受益人实行账户制管理，并采取一定的EET模式。随着低利率环境下我国资管市场投资难度加大，未来需要进一步扩大年金对于中小企业的覆盖程度，可以考虑在二支柱年金缴纳、运作和退出时引入个人信托账户制，设立“个人税收递延型养老信托”，并引入年金自动加入机制和默认投资选择机制，进一步提升加入年金的便利程度，扩大对中小企业年金计划覆盖面，减少对第一支柱基本养老的压力和依赖。在年金缴纳环节，进一步扩大个人和企业年金缴费时的免税额度；在运作

环节免征个人所得税；在年金领取环节，个人达到国家规定的退休年龄等领取条件的，按照个人所得税“工资、薪金所得”项目适用的税率，计征个人所得税。“个人税收递延型养老信托”以个人信托账户为基础，在引入默认投资选项的同时开放个人投资选择，既能够避免投资者不理性的问题，又可以有效解决低利率环境下企业统一投资的困难，与我国资本市场和长期资金形成有效的互动。同时，由于第二支柱和第三支柱采用的均为个人账户制度，待未来时机成熟时，可以打通第二支柱和第三支柱体系，形成互通机制，持续减少社会对第一支柱的压力，让第一支柱真正回归于基本生活保障功能，二支柱和三支柱成为社会养老的主要力量。

（三）养老服务信托：结合养老需求的财富管理服务信托

当前信托在养老服务领域的应用主要集中两个领域：一是在财富管理服务中结合养老规划、家庭财富的传承和分配；二是对接其他养老服务机构，为客户提供第三方支付服务、养老社区入住权等消费增值服务。

1. 财富管理服务信托等是服务养老综合需求的有益载体

《信托业务分类通知》实施前，养老信托主要以养老消费服务信托的形式存在，“财富管理+消费权益”是各信托公司养老服务业务的特色标签。自2015年北京信托、中信信托等机构在养老消费信托开创先河以来，业内多家公司积极布局并发行了相关产品。该类产品往往采用资产管理附加养老权益的模式，老年客户在认购养老消费信托时，首先认购了理财属性的资产管理信托，与此同时获赠了与养老相关的消费权益，这些权益主要包括商业养老社区的优先入住权利、社区养老服务、医疗保健服务等。

《信托业务分类通知》实施后，各家信托公司以财富管理信托为载体，围绕养老需求大力开展业务创新，探索养老信托业务实践。如，上海信托开发“睿赢”系列家庭服务信托产品，通过线上线下相结合的形式提供综合财富管理服务，满足委托人对家庭关爱、养老规划、财富传承、风险隔离及资产配置等多元化的财富规划需求。财富管理服务信托具备信托账户优势，不仅能实现家庭财富的规划、分配与传承，为养老提供资金保障，更可以利用支付功能对购买的养老服务进行定向支付，为客户实现一站式的养老解决方案。上海信托“和盛”系列保险金信托是带有养老和传承属性的保险金信托系列产品。该保险金信托可以将带有养老社区权益的人寿保单或年金保单作为信托财产，由委托人（即保单投保人）与信托机构签订信托合同，设立养老目的信托，受托人依据信托合同的约定管理、运用信托财产，并按信托合同约定方式，在信托存续期及信托终止时，向信托受益人分配信托利益。委托人可指定信托受益人享有养老保障信托利益，即指定受托人代为转付信托受益人入住养老社区相关养老服务费。还如，昆仑信托设立了“昆仑安养系列家庭服务信托”，用于家庭资产风险隔离、财富管理与传承、子女照顾、养老安排等多重信托目的，该家庭服务信托根据委托人

养老资金用途，信托公司定期按月支付养老金，按需支付康复、护理等康养费用以及医疗费用等；交付的资金在闲置期间，信托公司可以在合规范围内进行保值增值，比如存款、购买货币基金等。基于养老普惠性质的探索，昆仑安养系列养老服务信托还将信托首期交付资金降低至5万元，并增加“养老服务信托+意定监护人”制度，为解决老龄化社会的众多复杂养老问题提供了综合性解决方案。再如，西部信托与陕投集团旗下陕投康养公司合作推出康享系列家庭服务信托，旨在依托家庭服务信托开展养老服务，为高净值客户提供品质养老服务的同时实现财产的保值增值。每位委托人拥有独立账户，利用信托账户的风险隔离功能为养老资金提供保障。服务内容涵盖筛选推荐服务方案、协商优惠、辅助签约，以及根据委托人意愿将资金用于受益人消费等生活支出。康养服务机构为委托人或其家庭成员提供康养增值服务，确保委托人享受高品质养老生活（见图4–5–4）。

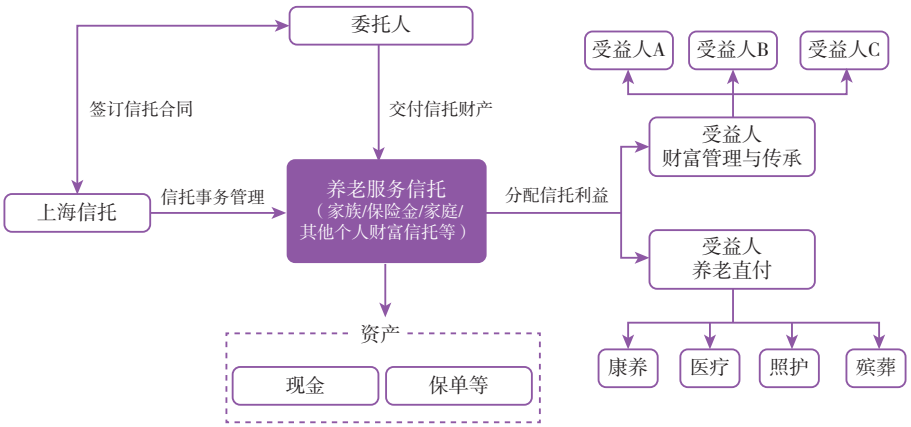


图4–5–4　上海信托养老系列信托简介

2.信托账户的支付功能可以更好地保护老年消费者的权益

信托账户的支付功能可以有效解决老年人群与养老服务机构之间信息不对称的问题，有效保护老年人群的资金安全，维护老年人权益。如，五矿信托与招商银行、泰康人寿、泰康健投共同推出信托直付养老保险金信托新模式，通过多家机构的资源整合，一站式地为客户提供养老资金储备和管理、养老服务的机构遴选和对接、养老费用的支付与结算、传承风险的控制与隔离等全方位服务。养老保险金信托面向泰康之家养老社区住户，同时为养老保险金信托受益人提供便捷服务，通过打通保险金信托与泰康之家养老社区支付通路，实现养老社区与保险金信托的强强联合。泰康养老保险金信托受益人在享有受益权的同时，能够通过信托对泰康之家养老社区进行支付，从而解决养老方面面临的诸多痛点，简化手续并增加养老社区费用支付的路径，防止出现因断缴等问题影响养老社区入住，协助客户掌握养老主导权、安享服务、安度晚年，让客户的养老生活更安心、更便捷。还如，天津信托探索通过资产服务信托丰富金融机构综合服务领域，围绕老年人群体的切身需求，依托信托制度独有的

账户创设、财产和风险隔离功能，成功落地颐养天和系列预付款养老服务信托，系天津地区首单养老保障功能的预付类资金服务信托。颐养天和系列养老服务信托通过预付类资金服务信托的形式，对老年人用于支付养老费用的预付类资金进行监管，实现预付资金与养老机构相关风险的隔离，信托公司对预付类资金进行保管、运用、处分，并提供账户管理、份额登记、资金清算、风险管理、配合执行监督等管理受托服务，从而实现预付类资金财产独立、风险隔离、资金安全及交易保障的信托目的，防范了养老企业破产、卷款“跑路”给老年人群体带来的利益侵害，也降低了因家庭成员意外或财务危机给老年人群体带来的“老无所依”风险。

未来，随着居民对于财产保值增值以外的需求逐渐增加，以及委托财产多元化的趋势日益演进，以信托账户为载体的财富管理服务信托具备满足居民上述需求的多样化功能，有望成为居民财富保护、资金安全保护、多元财产管理的重要工具，成为资产管理行业的基础之一，也是行业未来重点发展方向。

（四）养老理财信托：打造信托特色养老理财产品

目前养老理财产品主要由银行理财、公募基金和保险公司等发行，信托公司尚未发行经过认可的养老理财产品。信托公司作为受托人可以积极发挥信托大类资产配置优势，探索成立以养老资产保值增值为目的、绝对收益理念的养老理财信托产品，对现有养老理财产品的供应形成有效补充。信托产品不仅可以投资于资本市场、货币市场等金融市场领域，还可以直接连接产业市场，分享实体经济的增长收益，投资领域更加广阔、资金运用方式灵活；而且可设计结构化机制安排，满足不同风险和收益偏好的投资者需求。经过十多年的发展，信托资管产品基于稳健和绝对收益的设计理念得到市场认可，在理财细分市场中占据重要地位。信托公司可以发挥账户属性为个人设立专属养老账户，从大类资产配置角度出发，配置公私募基金、养老保险、银行理财等多样化资产，实现多种类、多策略的财富组合，为老年人实现稳健投资理财。如，2016年兴业银行与外贸信托联合推出国内首款金融养老信托产品——安愉人生信托，面向私人银行客户销售。与常规银行产品相比，该信托产品更加照顾中老年人的养老储备和养老资产管理需求，更加注重控制风险，保证收益，产品仅限符合兴业银行“安愉人生”客户标准的中老年客户购买。产品借鉴“家族信托”设计架构，认购起点金额为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。

（五）养老产业信托：信托助力养老产业供给端高质量发展

信托可以基于信托贷款、债权和股权的业务模式，围绕养老产业从开发建设到退出的各个环节，开展金融服务和资金支持，从Pre-REITs投资、CMBN/CMBS及类REITs发行的资产

证券化服务等方面参与养老基础设施的投资建设。2024年7月，国家发改委《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》公布，首次将养老设施纳入公募REITs的资产类型，也为各类资金进入养老产业提供了政策支持。目前，信托参与养老基础设施建设已经有一定成功经验，爱建信托于2020年成立“爱建信托—朱家角养老财产权信托”参与养老产业，该信托基础资产为上海朱家角乐雅集颐养社区物业不动产。资产持有方作为初始委托人以SPV公司100%股权作为信托财产设立财产权信托，购房人通过受让财产权信托受益权份额，以此获得对应信托受益权（含标的资产对应物业所有权）。爱建信托代全体受益人持有并管理标的资产，对SPV公司全封闭管理。养老消费者通过向初始委托人受让信托受益权方式成为受益人，并在满足信托文件约定的其他条件后，取得入住特定养老房屋单元并接受养老服务的资格，由此满足自身的养老需求（见图4–5–5）。

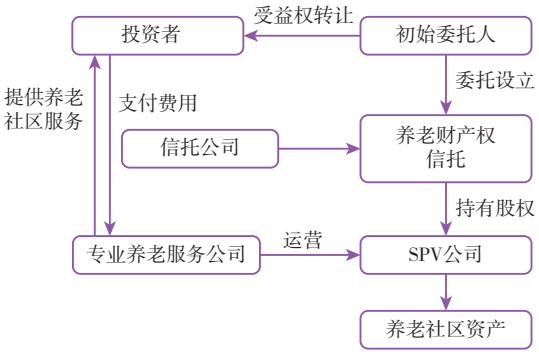


图4–5–5　爱建信托—朱家角养老财产权信托结构

光大信托于2019年12月设立“祈年养老消费集合资金信托计划”，期限2年，规模12亿元，信托资金用于北京当代时光里养老社区项目，包括但不限于养老服务设施设备采购、运营等支出。当代时光里养老社区会员费收入、运营服务费收入，以及其他住宅项目销售回款作为还款来源，并附带相关增信措施。其特色在于聚焦高端养老社区项目投资，参与养老产业设施建设运营，为客户提供养老消费权益（见图4–5–6）。

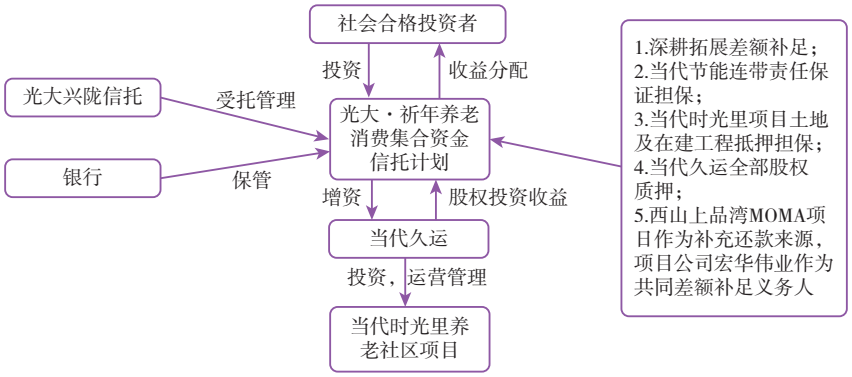


图4–5–6　光大·祈年养老消费集合资金信托计划结构

（六）养老慈善信托：充分发挥信托制度在公益慈善领域的作用

区别于其他种类的养老信托，养老慈善信托受益人为老年人群体，委托方和资金来源为社会公益慈善类资金。中国慈善网统计数据显示，2017年以来，中国养老慈善信托从无到有，取得了长足的发展。信托财产总规模从2017年的200万元发展至2023年的2 349.06万元，年均复合增速高达150.77%。中国养老慈善信托累计备案数量同样高速增长，从2017年的2单增长至2023年的37单，年均复合增速高达162.63%（见图4–5–7）。2023年，养老慈善信托的财产规模和备案数量都有显著增长。从信托公司来看，中航信托和万向信托在养老慈善信托中的参与度较高；从信托目的来看，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（见表4–5–4）。

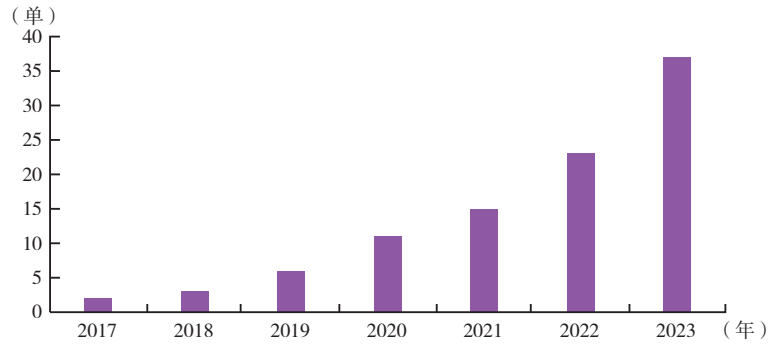


图4–5–7　2017–2023年中国养老慈善信托备案数量

表4–5–4　　截至2024年8月6日典型养老慈善信托汇总

序号	慈善信托名称	财产规模（万元）	受托人
1	雅安公益养老慈善信托	500	中航信托股份有限公司
2	善行浙金–圣达助老慈善信托	300	浙江省天台县慈善总会、浙商金汇信托股份有限公司
3	中航信托·中信银行·东川壹号养老慈善信托	200	中航信托股份有限公司
4	天目助老（现代社区）慈善信托	200	杭州市临安区慈善总会、万向信托股份公司
5	龙湾区未来康养慈善信托	180	龙湾区慈善总会，万向信托股份公司
6	国联信托·银龄助老慈善信托	150	国联信托股份有限公司
7	善本信托·浙金–六安钢铁革命老区专项扶贫慈善信托	150	浙商金汇信托股份有限公司
8	上虞区康养服务支持慈善信托	130	万向信托股份公司、绍兴市上虞区慈善总会
9	杭工信·阳光33号惠听助老慈善信托	106.5	杭州工商信托股份有限公司
10	安心善养–南通市社区养老慈善信托	100	建信信托有限责任公司

2019年，中航信托在中国乡村发展基金会（原中国扶贫基金会）的委托下设立了“雅安公益养老慈善信托”，其信托目的在于为雅安当地的家庭、社区、非营利性的养老看护等机

构所设立的助困养老项目提供支持，此信托的首期资金被投放到了当地社会福利院照护贫困失能失智老人的项目上。2022年9月，在中航信托、中华慈善总会、中信银行等单位的共同推动下，“中华慈善总会·中航信托·中信银行·东川壹号养老慈善信托”落地签约。该信托主要用于委托人支持家乡养老事业，改善农村老人的生活水平；各相关机构就养老院建设运营、农村居家养老服务、信托财产投资增值与利益分配、信托管理委员会设立等提供专业意见。

2024年4月7日，全国首个关注长者权益保护的慈善信托——“国合峰铄慈善信托”在深圳完成签约，该慈善信托由中科中鎏创始人张峰铄博士、深圳市前海国合法律研究院作为双委托人设立的慈善信托，华润信托担任受托人，汉正家族办公室担任监察人，致力于开展扶老、助医等慈善活动，以及支持其他符合《慈善法》规定的公益活动。首期资金为50万元，初步计划用于患有膝关节疾病的困难长者的救助，以及支持长者法律服务的组织和项目，第一个项目是资金资助全国首个民非身份的长者法律服务中心。

（七）养老信托展业的痛点

总体来看，目前我国养老信托还处于起步阶段，成熟产品和模式屈指可数。与国外较为成熟的养老金融产品相比，国内具有代表性的养老信托产品种类少、规模小、功能较为单一，开发程度严重不足，未能真正体现信托公司的主动管理和服务能力。当前，养老信托的发展主要面临以下痛点。

1.财产登记与税收制度安排方面

在“以房养老”信托模式中，以不动产作为信托财产设立信托的时面临着两个亟待解决的核心问题，一是信托财产的登记问题，二是不动产产权过户涉及的税收的问题。第一，信托财产登记问题方面。《物权法》第六条规定，“不动产物权的设立、变更、转让和消灭，应当依照法律规定登记。动产物权的设立和转让，应当依照法律规定交付”。即物权的变动，应有相应的登记或交付。《信托法》第十条规定，“设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力”。结合两者可见，对于需办理法定权属登记的信托财产，权属登记和信托财产登记均需办理。然而，目前《不动产登记暂行条例》中并无针对不动产信托登记的相关规定，仅在《不动产登记暂行条例实施细则》中的第一百零六条提到“不动产信托依法需要登记的，由自然资源部会同有关部门另行规定”，但具体的操作应当如何进行至今并无相关规定。第二，财产权转移涉及的税务问题方面。以不动产设立信托另一个亟待解决的问题是税务问题。设立信托时，委托人向受托人转移财产权可能涉及财产权属转移产生的税费。而我国暂未针对信托出台对应税收政策，导致财产转移过程中可能出现重复征税的问题。如果信托设立时的财产权转移环节被视作一般交易对应的

应税行为，则需要缴纳高额的所得税、增值税等税负。在国际上，对于信托纳税通行的原则是“信托导管”原则。即信托不是一个实体或个人，而是受托人与受益人之间的一种关系或一个“导管”，因此信托财产所得和支出应作为受益人的所得和支出来对待，而不应在信托成立和信托利益分配时进行重复征税。所谓信托，是指委托人基于对受托人的信任，将财产权转移给受托人，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，进行管理或处分的行为。“以房养老”信托实务中，信托设立时信托财产的名义虽然由委托人转移给了受托人，但实际上享受信托财产受益的并不是受托人，而是受益人，受托人的信托运作不过是信托利益输送的导管，即媒介。因此税法上认为归属于信托财产的资产和负债均由委托人转移到了受益人身上，信托的受托人本质上起到财产管理分配功能。鉴于此，信托课税的客体既不归属于委托人，也不归属于受托人，而应为实质性所有为基准归于与受益人。学术界称之为实质受益人课税或受益人课税信托。

信托财产登记在过往是一个被长期忽视的环节，然而随着经济逐步进入高质量发展的新阶段，居民养老、财产保护、规划和传承等问题逐渐得到社会各界的认可和重视，使信托财产登记也开始逐渐得到社会各界的关注。一方面，如上文所述，目前关于不动产信托财产登记与涉及的税务问题依然缺乏相关顶层设计。《不动产登记暂行条例》中并无针对不动产信托登记的相关规定，仅在《不动产登记暂行条例实施细则》中的第一百零六条提到“不动产信托依法需要登记的，由自然资源部会同有关部门另行规定”，但具体的操作应当如何进行至今并无相关规定。另一方面，国家金融监管总局和各地方也已逐渐开始了一些初步探索。《信托公司管理办法（征求意见稿）》已将不动产登记相关内容纳入。《上海市浦东新区绿色金融发展若干规定》自2022年7月1日起施行，其中明确指出，以不动产设立信托的，可以向不动产登记机构申请记载为信托财产。中信登可以在浦东新区试点信托财产登记，办理绿色信托产品登记、统计、流转等事项。2022年10月，杭州市民政局、税务局、规划和自然资源局、住保房管局以及银保监会浙江局等五部门联合发布了《杭州市民政局等五部门关于做好不动产慈善信托工作的通知》，对于以不动产设立慈善信托涉及的登记和税收问题进行了规范。2023年11月，国务院发布《关于〈支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案〉的批复》，方案中指出，在风险可控的前提下，探索建立不动产、股权等作为信托财产的信托财产登记机制。2024年7月，《中国（天津）自由贸易试验区提升行动方案》明确提出，探索建立不动产、股权等作为信托财产的信托财产登记机制。2024年8月，新修订的《上海市推进国际金融中心建设条例》第二十七条规定，市地方金融部门会同中央金融管理部门在沪机构和市民政、规划资源、市场监管等部门以及信托登记机构，探索建立以不动产、股权等作为信托财产的信托财产登记及相关配套机制。

2. 商业模式和展业能力方面

在养老服务信托方面，行业尚未形成稳固的商业模式。信托公司围绕养老主题开展的

业务，机缘性业务偏多，对养老服务特点、差异化客户类型、多元化客户需求等挖掘不够彻底，了解不够清晰，尚未形成稳定的商业模式。此外，信托行业从业人员对养老产业和服务体系理解和专业化程度不足。信托公司在养老产业领域缺乏专业化的运作经验和人才积累，在养老产业方面的研究、投资、运营和投后管理的基础非常薄弱，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。

信托公司应围绕以上业务领域积极探索可行的商业模式，既要做好养老信托长期前瞻性规划，又要抓住即期市场需求小步快跑。第一，丰富养老信托场景，深化服务内涵，为客户提供相较于其他资管机构差异化的养老金融服务。例如，信托公司可以充分发挥其财产独立、破产隔离、账户管理等方面的优势，兼顾养老与传承；可以结合客户个性化要求对养老服务进行专项定制，满足高净值客户定制化养老需求等。第二，坚持回归本源，以服务信托为抓手，不断升级服务内涵、创造服务价值。短期内，信托公司可以基于已有的客户资源和已建立的信托—保险—康养服务体系，深挖市场化预付资金服务场景，针对养老特定场景创新服务模式，为养老机构提供资金收付、清算、管理等综合运营服务，以此有效降低机构财务管理成本；同时，防止养老机构以“养老”之名非法集资挪作他用，保障投资安全，提升金融服务实体经济的效能。第三，信托公司应着力培养长期资金的大类资产配置能力。通过跨市场、多资产、境内外的多元化的资产配置策略和高水平的投研能力，提高配置资产的流动性、分散性、安全性和收益性，更好地为长期投资资金达成绝对收益目标。第四，运用多种工具，围绕养老产业运营管理提升综合能力。信托公司应夯实养老产业研究、投资、运营和投后管理全流程能力，强化多元化金融工具创设和综合服务能力。设立养老信托专业化团队，引入养老产业背景专业人才，把握养老产业逻辑，提升养老产业金融运营能力，深度参与养老产业发展，促进养老产业链及上下游机构的价值提升。第五，着力提升金融科技赋能下的高效率养老金融服务能力及标准化产品运营管理能力。除了通过账户系统为老年人群体提供资金管理服务外，还可通过信息系统整合养老服务机构、养老服务平台资源及信息化流程，提供以信托架构为核心的综合化高效率的信托服务方案。第六，加强投资者教育。信托公司应联合政府相关部门、保险等相关同业机构，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，从根本上促进养老信托市场的不断扩大。

六、政策建议

当前养老信托仍处于发展初期，需要政策的大力支持和呵护。信托公司将积极发挥信托

制度和能力优势，大力服务养老市场和老龄化领域的发展，努力做出养老金融的特色化信托方案。

（一）推动完善信托参与二三支柱养老领域的顶层设计

目前信托公司开展养老信托业务缺乏顶层设计，在参与第二支柱和第三支柱养老市场方面还存在监管制度、资格申请和准入标准等方面空白。建议国家金融监管总局和相关部门出台信托公司参与养老市场的顶层设计和监管规范，统一养老金融产品和服务标准，明确养老信托的认定标准和要求，创新发展具备养老功能的专业养老产品；针对养老信托业务制定相关的制度依据，明确参与主体、产品备案流程、运作管理等各项要求，支持信托公司积极参与到养老市场中。同时，在信托参与第二支柱方面，由于企业和职业年金涉及的参与机构需由人力资源和社会保障部统一认定，采用资格管理制。近年来我国信托业在账户管理和受托服务方面积累了丰富的实践经验，并持续投入开发服务类科技信息系统，很多大型信托机构基本具备了获取年金受托人和账户管理人资质的基础。受限于业务资格缺失，近年来未准入的信托公司尚无参与渠道。信托在企业/职业年金中的应用迫切需要政策的更大支持，建议国家金融监管总局在符合准入要求的前提下，支持更多信托公司获取年金基金业务的相关资格。随着条件的进一步成熟，考虑逐步准入信托公司作为投资管理人的资质，让信托产品助力年金基金获取长期稳定收益。同时，建议考虑在第二支柱体系内引入“个税递延型养老信托”，以个人信托账户为基础，实施自动加入和引入默认投资选项机制，提升中小企业的年金参与便捷度，与我国资本市场和长期资金形成有效的互动，并在未来适时推动二支柱和三支柱账户体系的互通。

（二）探索发挥信托在品质养老账户的补充价值

2024年国务院一号文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》（国办发〔2024〕1号）首次提出发展银发经济的26条举措，其中在“丰富发展养老金融产品”的举措中提出，要“支持金融机构依法合规发展养老金融业务，提供养老财务规划、资金管理等服务”。现有第三支柱的个人账户体系其法律关系实质是信托关系，由于其面向所有社会群体，在制度设计方面有年度交费金额限制和税收优惠设计。然而，很多居民的品质养老需求在现有的三支柱体系内无法覆盖。信托基于其资产隔离、财产多样、他益分配等方面的优势，可以作为第三支柱补充，服务更广阔群体居民的品质养老需求。建议参考第三支柱体系，支持信托公司发展特色化的养老账户体系，允许设立起点金额为10万元的养老信托计划，降低信托账户成立门槛，设计面向一定消费能力和意愿的养老群体的资产服务信托，让更多人群能够利用信托制度优势，服务品质养老市场发展。同时，在我国第三支柱个人养老金账户体系的建设

中，理财、保险、公募基金均在个人养老金中推出了特色金融产品，然而以投资理财为目的的资产管理信托暂未纳入个人养老金产品的范围，建议允许信托公司发行和管理的资产管理信托产品成为第三支柱个人养老金账户内的可投资产品。

（三）建立健全信托财产登记制度

随着居民以非货币类财产设立信托用于养老等需求的日益增加，需办理法定权属财产登记涉及部门较多，但在实践中多以无相关法律法规支持为由，暂不接受不动产等作为财产的信托财产登记申请，《信托法》第十条虽然提出了登记的法律依据，但仅为原则性条款的具文，未明确规定登记机构、登记内容、登记流程、登记方式等具体内容，导致真正意义上可用于养老目的的信托财产登记尚无法实质开展，非货币类财产无法装入信托提供养老服务。建议修订《信托法》，出台《信托公司条例》，修订《信托登记管理办法》，统筹推动信托财产登记配套制度完善。

（四）建立非交易过户及信托税制等配套制度

从海外养老金融产品实践来看，驱动居民主动规划养老安排的核心动力之一就是对养老账户的政府税收递延及优惠政策，我国对此也在探索当中，但仍未取得突破，2023年杭州落地的“桐庐不动产慈善信托”仍通过交易过户方式正常缴纳财产转移环节税费。建议信托业基础设施机构协同相关权属登记部门，以当下市场需求较大的不动产、股权等设立信托满足养老需求为突破口，通过与自然资源部、国家市场监管总局、财政、税务等部门的顶层设计，参考美国、日本等国家不动产设立信托的经验，出台针对养老、慈善的非交易过户制度及反映信托经济实质的税收制度，通过制度设计解决征税问题。如以不动产等财产设立信托用于养老目的时，委托人将财产转移至受托人处，不应视为真实财产转让，不征收增值税及其附加、个人所得税等，待后续信托终止时根据具体情形适用出售、个人赠与或继承事项等的税务规则处理，同时简化操作流程直接通过绿色通道将养老信托推送至税务机关。

（五）探索建立养老信托监察人制度

养老信托与生命周期关系密切，意定监护制度的不完善和意定监护机构的匮乏不利于失能失智老年人群的养老服务，财产安全和管理人实质需制度保障。目前，我国《信托法》《慈善法》和《慈善信托管理办法》虽然规定了信托监察人，但仅限于公益慈善信托，服务信托领域监察人的设置仍是一片空白，无法对养老信托受托人、受益人形成实质的监管和保护。建议在养老服务信托设置监察人角色。尤其是需在《信托法》中以专章形式规定监察人

制度，如以监察人名义提起异议诉讼、申请法院调整受托人报酬、与受益人一起监督信托等，弥补信托监察人制度缺失，为养老委托人合法权益的维护提供有力保障。

（六）做好养老信托社会宣传

养老信托更能体现信托信义文化的精髓，无论老年人身体及精神状况处于何种状态，受托人需秉承恪尽职守、专业管理的信托文化和职业操守，来保障以养老目标的金融服务，坚持金融服务人民的初心。由于种种原因，人民群众对信托印象偏负面、认识不全面，再加上一些电视剧等文艺作品对信托的过度渲染，将信托的理财属性过于放大，导致信托制度独立性等优势无法被人民群众熟知，同时“养儿防老”传统观念根深蒂固，全社会对信托制度价值与优势认知存在偏差。建议全行业协同合力，积极强化信托文化宣导，树立在养老服务信托领域的业内典型示范案例，形成行业和社会认可的养老信托服务样本和共识标准，主动向社会公众宣传，做好养老信托金融消费者教育与服务，树立养老信托的行业整体品牌形象，为养老信托业务的可持续发展和维护养老消费者权益发挥正面宣导的“正能量”。

参考文献

[1]《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》辅导读本[M].北京：人民出版社，2020.

[2]习近平.加强顶层设计完善重大政策制度及时科学综合应对人口老龄化[N].人民日报，2016-02-24(1).

[3]国家统计局，国务院第七次全国人口普查领导小组办公室.第七次全国人口普查公报(第五号).

[4]刘智勇.积极应对人口老龄化国家战略：观念更新、任务定位、实现途径[J].学习论坛，2023，445(1)：81-88.

[5]路锦非，李姝.养老金融与三支柱养老金体系发展[J].养老金融，总第407期，2022.

[6]张盈华.第三支柱个人养老金发展的制度要素：基于国际比较的分析[J].华中科技大学学报(社会科学版)，2022(2)：48-57.

[7]吉彩红，王世豪.我国个人养老金替代率研究.2023中国保险与风险管理国际年会论文集.

[8]胡金焱.中国养老金融：现实困境、国际经验借鉴与发展对策[J].东方论坛—青岛大学学报(社会科学版)，2024(3).

[9] 刘容赫 . 养老金融行业的发展现状及未来发展方向研究 [J]. 金融在线，2022（21）.
[10] 施文凯、董克用 . 人口老龄化背景下建设中国特色养老金融体系研究 [J]. 中国高校社会科学，2024（1）.
[11] 田梁裕、刘方涛、费清 . 美国年金保险对我国个人养老年金保险产品的启示 .
[12] 张承惠 . 中国台湾养老产业概况及其启示 .
[13] 中庚基金 . 从海外成熟经验聊一聊养老金投资的几点启示 .
[14] 北京律维银龄研究与服务中心 . 台湾地区养老保障体系简介 .
[15] 国泰君安证券 . 台湾人民的养老钱是如何被管理的？ .
[16] 易方达投资者教育基地 . 以邻为镜，日本是如何养老的？ .
[17] 李智仁、侯介泽 . 退休（金）政策与银发族金融创新之研究 .
[18] 华安保险 . 从日本养老金融看建立长期护理保险制度的必要性 .
[19] 中国老龄科学研究中心 . 中国老龄产业发展报告（2021—2022）.
[20] 贝恩公司 . 中国养老金市场白皮书 .
[21] Carter III，George R.，and Joshua J. Miller. The HECM program in a snapshot. Cityscape 19.1（2017）：119–126.
[22] 国家金融监督管理总局 . 关于警惕“投资养老”“以房养老”金融诈骗的风险提示 .
[23] 人力资源和社会保障部 . 2023 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报 .

伍

信托产品投资非标准化类资产估值研究

课题牵头单位：上海德勤资产评估有限公司北京分公司

课题指导专家：俞华军

课 题 组 成 员：

王雨岩　李　钊　王泽博　宋嘉其	
虞焱羚　孙　蕊　吴　慧　吴京宸	上海德勤资产评估有限公司北京分公司
江　涛　敖　冉　郭舒浩	建信信托有限责任公司
栾　娈　李　松　龚思梦	中国对外经济贸易信托有限公司
朱维英　刘博研　张新杰　朱乘韵	英大国际信托有限责任公司
周贵庆　佟　玲　张　榕	西藏信托有限公司
殷琪洋　吴　朔	天津信托有限责任公司
杨　颖　费伟婷	中国信托登记有限责任公司
黄　山　王　林　盛洁怡　王丽娟　杨忠雨	中债金融估值中心有限公司

摘要

随着我国经济发展和金融市场的变化，非标准化资产（以下简称“非标资产”）作为信托行业的重要投资领域之一，其规模及类型引起广泛关注。本课题对信托产品投资非标资产的发展历程、估值现状及实践案例进行了深入研究，并据此提出了具有重要参考价值的信托产品非标资产估值指引，对未来的发展趋势提供前瞻性展望。

首先，本课题详细阐述了信托产品投资非标资产经历的四个发展阶段，包括起步发展阶段、创新发展阶段、稳定发展阶段和压缩调整阶段。不同阶段受到宏观政治经济环境和金融监管政策的影响，呈现出不同的业务模式和非标资产投向。

其次，本课题对比分析了国内外非标资产的投资及估值现状。国外方面，由于全球金融市场中并没有与我国“非标准化债权类资产”准确对标的概念，因此通过对比非标资产的特征，选取了私募高收益债券、私募信贷等国外金融产品进行深入分析。国内方面，则重点探讨了信托产品投资非标资产的估值难点和挑战，包括估值方法的选择、数据的获取和准确性、估值模型的构建、投资者教育等。

再次，本课题为信托产品投资非标资产的估值从委托人视角、受托人视角以及监管视角提供更深入的见解和实践指导。课题分析了非标资产估值的方法论，包括现金流折现模型、成本法等，并讨论了各方法在实际应用中的优势和局限性。此外，本课题详细阐述了非标资产估值的实施流程，从确定折现率、计算经营性资产及负债价值到考虑非经营性资产影响等步骤，为估值工作提供了操作指南，并提出了统一估值标准、加强投资者教育等建议，旨在提升估值的透明度和准确性，推动信托行业良性发展。

最后，本课题针对信托行业非标资产的估值问题，提出了一系列建议和未来的发展方向，强调了统一估值标准和完善估值体系的重要性，并建议颁布非标资产估值指引，以提升行业估值结果的可比性和公信力。在本课题还提出了加强穿透管理、推动信息化，建设交易平台以提高估值能力，完善信息披露以强化投资者教育，以及加强人才培养以提升估值专业性等策略，旨在通过规范化管理、提升透明度和增强市场功能，促进信托行业投资非标业务的健康发展，为信托行业的稳健发展和估值指引的颁布提供有力的理论支撑。

一、信托产品投资非标准化类资产的发展历程

（一）非标资产的研究背景

“非标准化资产”（以下简称“非标资产”）指的是未在银行间市场及证券交易所市场等公开市场发行、交易或流通的一类资产，包括本课题研究范围内的非标准化债权资产和非标准化权益资产，这类资产对应间接融资模式，其在国内的快速发展与国内经济高速增长密切相关。在国内经济高速发展和高速城镇化这一阶段，国内企业和地方政府有较大的融资需求，但无法全部通过公开市场进行融资（即直接融资），需要依赖以银行信贷、信托非标融资为代表的间接融资。长期以来，间接融资对经济发展和企业融资的重要作用不言而喻，我国也因此形成了以间接融资为主的社会融资结构。根据中国人民银行披露的社会融资规模存量统计表，截至2024年8月，我国间接融资的规模占比约为70%，而直接融资（企业债、政府债、股票融资）的占比约为30%。同时，非标资产和相应产品由于收益较高、形式灵活等特点，也广泛受到了国内投资者的青睐。以上因素相叠加，使国内非标资产规模大幅增长。

近年来，在国内经济增速放缓、由高速发展转向高质量发展的新形势下，非标投融资领域出现了一系列新变化，对非标资产估值及其研究带来了新挑战和新要求。一是非标资产类型进一步丰富。地产、基建等传统领域的非标融资需求日趋收缩，伴随消费金融、供应链金融、资产证券化等业务发展，非标融资业务和非标资产结构开始向服务实体方向转型，所涉及行业、资产类型明显增多，导致非标资产估值时需要将资产所处的行业特征纳入考虑；二是非标资产信用风险上升。地产下行周期内项目出现展期，非标资产处置困难，非标资管产品打破刚兑，引发了市场对非标资产信用风险的高度关注。在此背景下，非标资产估值势必需要更加审慎地评估信用风险和资产流动性的影响，真实反映资产剩余价值。同时，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称《资管新规》）出台，对金融机构强化勤勉尽责和信息披露义务提出了更为严格的要求，督促金融机构对底层非标资产加强合理估值和净值化管理。

综合来看，进一步加强对非标资产特征、非标资产估值影响因素的洞察和研究，建立适配我国新形势新变化的非标资产估值体系是金融机构和中介机构积极应对外部环境变化、履职尽责的重要举措，兼具理论和实践意义。

（二）信托产品投资非标准化资产的发展历程

信托产品投资非标准化资产经历了四大发展阶段：起步规范阶段、高速发展阶段、成熟稳定阶段和压缩调整阶段。不同阶段受到宏观政治经济环境和金融监管政策的影响，呈现出不同的特征，形成信托投资非标准化资产的不同业务模式，进而导致底层非标资产的投向行业分布和资产类型结构发生改变。因此，根据宏观和监管环境、非标信托业务模式、非标资产投向和资产类型特征，将信托产品投资非标资产的发展历程分为四个阶段。

1.起步发展阶段（2008—2011年）

“四万亿”刺激地产基建，市场融资需求旺盛。2008年金融危机之后，中国经济经历了一段高速增长，GDP增速稳定在9%左右，城镇化进程也在逐步加快。“四万亿”政策对地产和基建产生刺激作用，同期地方政府逐步成立了地方融资平台，以银行和信托为代表的间接融资需求呈现出高速增长的态势。同期，“一法两规”奠定信托业发展基础，信托行业监管逐步规范，整体监管环境偏宽松。直至2009年、2010年，原银监会开始逐步加强对非标信托业务的监管，例如出台《信托公司净资本管理办法》要求信托公司根据开展的不同业务类型计量风险资本，对于信托产品投向房地产行业和银信合作的规模有所限制。

这一阶段，银行加大资产出表力度，银信通道业务规模快速增长。为满足市场高涨的融资需求，信托公司依托牌照优势开展信托贷款业务，理财资金通过信托通道业务主要投向房地产和基建领域。这一阶段，非标资产类型较为单一，主要为信托贷款，2011年其占比由54%压降至37%。

2.创新发展阶段（2012—2015年）

2012年以来，我国GDP增速首次“破8”，经济进入“三期”叠加阶段——经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期。国内传统产能加速出清，经济面临转型压力，政策层面加大了逆周期调节力度，旨在稳定经济增长。同期，金融监管鼓励创新，加强对银信合作的监管。一方面，2013年的“8号文”限制了银行理财中非标资产的占比，促使资金端转回银行表内；同时，券商资管、基金子公司被允许利用理财资金做贷款，对银信通道业务有所分流。另一方面，频繁的窗口指导加强对信托投向房地产和基建的限制。同期地方债务治理“开前门、堵后门”，通过剥离地方融资平台的融资功能，促使政府与社会资本的合作模式的创新和推广。

这一时期，非标投资业务模式多元化。通道业务继续呈现出金融产品多层嵌套特征，主动管理业务方面，以政信业务（地方政府融资平台）为代表的非标业务模式升级，由相对单一的贷款业务，向债权融资（应收账款等）、权益投资（项目资本金）、“股债结合”发展。一方面，非标投资规模整体下降，主要是受到了股票证券市场行情上升和银信通道业务分流

的影响。其中，投向地产的非标资产占比呈下降趋势、投向基建的先升后降。另一方面，非标资产类型进一步丰富。未上市股权投资起步发展，同时各类收（受）益权投资增多，例如资管产品受益权、银行信贷资产收益权和股票场外业务（股票受益权）。此外，带回购条款的股权性融资兴起，例如基建项目资本金和地产项目公司股权投资。

3. 稳定发展阶段（2016—2018年）

2016年以来，内部供给侧结构性改革开启，外部中美贸易摩擦加剧，中国政治经济环境出现变化和挑战。彼时房地产“棚改货币化”政策落地起效，地产基建投资增速继续托底经济。同期，金融监管开始强调“严监管、降杠杆、防风险”。2018年《资管新规》的发布对监管套利、多层嵌套、刚性兑付、资金池业务进行了重点规范。监管对投资端期限错配的规定限制了非标资产的选择。同时，信托成为银行理财、信贷收益权转让对接唯一通道，银行通道业务回流信托。

这一时期，在监管“去嵌套”的引导下，信托开始参与资产证券化ABS，其业务模式主要有信贷ABS、企业ABS和信托型ABN三类。作为特殊目的载体（SPV），信托在信贷资产出表中起到风险隔离作用。由于项目本质为银行主导，信托“通道”性质仍然显著。同期主动管理业务中债权融资、权益投资、“股债结合”三类业务模式趋于成熟，信托公司继续加强与地方政府、市场化管理机构合作，加大对股权投资业务的探索。同期，非标投资规模整体增长。其中，为响应供给侧改革，投向工商企业的投资占比持续上升。资产类型上呈现多元化。一方面，未上市股权投资增加，政府引导基金和产业投资基金高速发展，带动私募股权行业扩容，信托产品参与私募股权投资基金，以认购LP份额的方式参与地方产业升级、基础设施和公共服务建设，同时地产私募基金规模增加。另一方面，信托加速参与信贷资产证券化，投向信贷资产的规模上升。

4. 压缩调整阶段（2019年至今）

2020年，外部全球世纪疫情的持续影响使内部经济去地产化趋势加快，加剧了经济增长的波动和压力，国内外经济形势日益复杂严峻。传统融资需求在多重因素冲击下逐渐收缩，迫使市场参与者探索并实践新的融资模式，以应对资金需求的新变化。同期，金融监管加强了对于地产和地方债的监管。例如发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》使房地产信托余额进入严监管模式，发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》收紧对地方政府融资平台的融资。2020年开始，监管敦促信托摆脱影子银行和私募投行定位，持续压降融资类业务，同时限制了集合资金信托提供贷款和投资非标资产的比例。

这一阶段，业务模式“非标转标”趋势显著。通道业务继续清理嵌套，规模持续压降；主动管理业务由于监管对于地产和地方债的限制，总体呈现“非标转标”“服务实体”的转

型趋势，融资类业务规模被逐年压降。同期，非标资产整体投资规模大幅压降，占比由85%下降至60%以下，各投向占比均持续下降，投向标准化证券市场比例大幅提高。非标资产类型结构性调整，呈现多元化发展趋势。一方面，由于消费金融、供应链金融兴起，同时资产证券化业务常态化发展涉及行业增多，导致信托贷款、应收账款债权、信贷资产（及收益权）投向由地产向实体倾斜；另一方面，受2019注册制开启和2022年股票单边下行的影响，未上市公司股权投资先升后降。

二、国外非标准化类资产投资及估值的现状分析

非标资产作为信托行业的重要组成部分，其独特的性质以及当前不断变化的金融环境，更加凸显了对其估值研究的重要性。在详尽阐述了我国信托产品投资非标准化类资产的发展脉络及其研究背景之后，本部分将转向国际视角。国外金融市场在非标资产的投资与估值方面拥有悠久的历史和丰富的经验，尽管其金融产品与我国的非标资产并非完全对标，但其运作模式和估值方法对我国金融产品具有一定的参考和启示，在一定程度上为我国非标资产的估值提供新的视角和思路。

（一）国外金融机构非标准化类资产投资概述

1. 国外非标债权资产投资概述

全球金融市场中并无与我国“非标准化债权类资产”准确对标的概念。我国“非标准化债权资产”概念首次出现在《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（原银监会2013年8号文），明确非标准化债权资产指“未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资”等八类资产。

2018年，监管机构下发《资管新规》及《标准化债权类资产认定规则》，通过定义“标准化债权资产”对非标债权资产定义进行进一步明确。“标准化债权资产”需同时满足“等分化，可交易、信息披露充分、集中登记，独立托管、公允定价，流动性机制完善，在银行间市场、证券交易所等市场交易”五项基本条件。而标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产（不考虑标债认定规则中的“非非标”概念）。对标“非标债权资产”特征，我们选取国外金融产品中具备无充分活跃市场、公开披露不充分、非强制登记托管等“非标”特征的私募高收益债券、私募信贷、信贷资产流转进行分析。

（1）私募高收益债券——美国信用债市场“中流砥柱”

①私募高收益债券概况。高收益债券一般指发行成本高、债项评级低（穆迪信用评级Baa3或标普信用评级BBB–级以下）、非公开发行为主的债券。高收益债券已是全球信用债市场不可或缺的“中流砥柱”。以美国市场为例，根据中证高收益债券市场分析报告，截至2024年二季度末，美国高收益债券市场存续规模高达2.43万亿美元，其中超过2/3为非公开发行。

②私募高收益债券的“非标”属性。根据美国《证券法》规定，非公开发行债券具备豁免注册、无需公开披露、交易结构定制化等特征，与国内“非标债”属性相似。其中以Regulation D（以下简称《D条例》）和Rule 144A（以下简称《144A规则》）下发行的私募债最为主流。

1982年美国证监会颁布《D条例》明确了私募发行豁免注册的具体条件，但仍认定私募证券为“限制性证券”，未经注册无法转让，因此D条例下发行的私募债一般简称为传统私募债。传统私募债的主要特征包括可向合格投资者和不超过35个非合格投资者发售、合同文本可由投融资双方商定后做个性化设置、很少聘用承销商等中介机构、投资人可以仅为一家机构、流动性水平较低，由于私募债转让给非合格投资者可能涉嫌公开发行，监管政策对传统私募债流转给予限制。从资产特点看，传统私募债类似国内信托贷款等传统非标债权资产，资产流动性较差。

1990年美国证监会颁布《144A规则》，授予合格的机构投资者私下交易“限制性证券”的权利。《144A规则》下发行的私募债一般直接称为144A私募债。144A私募债的主要特征包括只可向合格机构投资者发售，有承销商等中介机构参与，具有一定流动性，可在多个电子交易平台交易，监管政策允许144A私募债在合格机构投资者之间进行流转。从资产特点看，美国144A私募债类似我国非公开定向债务融资工具（PPN）、理财直融工具等私募债务融资工具，该类资产可在部分平台交易，具有一定流动性，但不如公开发行债券。

（2）私募信贷业务

私募信贷指投资基金公司、投资管理公司等非银行金融机构向企业借款人发放贷款的金融业务，主要特征为快速灵活、定制化，可匹配各类企业融资需要。国外私募信贷业务近年来发展迅速。截至2023年底，全球私募信贷市场规模超过2.1万亿美元。根据PitchBook发布的全球私募资本募资报告，预计2027年私募信贷资产规模将达到2.3万亿美元。

私募信贷业务融资主体主要为难以在商业银行或债券市场获得融资的中小型、创业型公司。同时，介于其收益率高的优势，近年来养老基金、保险公司、投资管理公司等机构投资者持续扩大私募信贷业务配置占比。当然，该类业务同样存在风险高、流动性匮乏、底层资产不透明等问题。

（3）信贷资产流转

信贷资产流转系指出让方将其持有的信贷资产及其对应的受（收）益权作为流转标的转

让给受让方，流转标的项下风险和权益按照法律规定由受让方继受的金融产品。信贷资产流转类产品在国际金融市场发展历史已有四十多年，美国、欧洲、日本均已建立较为成熟的信贷资产流转市场。全球来看，美国信贷资产流转市场规模最大，成熟度最高，2021年美国信贷资产交易规模便已超过7 800亿美元。欧洲、日本的信贷资产流转市场虽起步较晚，但市场成熟度和活跃度较高，欧洲市场年均交易量近800亿美元，日本市场年均交易量400亿美元左右。

①信贷资产流转的底层资产。信贷资产流转业务的底层资产以银团贷款份额和双边贷款为主。以美国为例，银团贷款份额通常由美国银团贷款与交易协会（LSTA）负责贷款合同及转让条款制定，具体的交易则主要由以银行为主的经纪商撮合完成。而双边贷款无论是单笔或打包的形式，在贷款利率、期限、担保方式和履约机制等方面都具备更高的灵活性，因此缺乏统一的交易市场和转让机制，大多需要通过第三方贷款经纪商平台进行撮合交易或银行之间自主协商进行交易。

②信贷流转方式。国际信贷资产流转主要包括债权直接转让、参与式转让和信托方式转让三种模式，交易双方可根据实际业务需求灵活选择。美国、欧洲信贷资产流转市场主要包括债权直接转让和参与式转让两种模式，日本市场则包括债权直接转让、参与式转让和信托方式转让三种模式。其中，债权直接转让是各国信贷资产流转市场最主流的业务模式，美国、欧洲信贷资产流转市场中债权直接转让占比为98%，日本为87%。贷款债权直接转让的交易结构简单，法律关系清晰，权责明确，交易成本也较低。国外金融机构开展信贷资产流转业务时主要遵从资本充足率、流动性等机构监管要求，监管部门未对债权直接转让业务提出额外的限制性要求。一般情况下，贷款债权转让无需征得原债务人或担保人的同意（贷款合同中自行约定的除外），也无需重签贷款合同。

2. 国外非上市公司股权投资情况概述

（1）国外私募股权基金历史

私募股权投资是由家族私人资本投资逐步演变而来。1938年，在劳伦斯·洛克菲勒主导以350亿美元买下由通用汽车公司分拆出的东部航空公司。1946年1月，劳伦斯从家族金库支取150万美元，创立了洛克菲勒兄弟基金会。在之后的23年时间里，洛克菲勒兄弟基金会一共进行了56次投资。1969年，劳伦斯将洛克菲勒兄弟基金会改名为文洛克创投，募集750万美元来自有限合伙人的资金，从家族办公室逐步变为机构化实体，由专业投资者进行投资决策，自此完成了从家族办公室向私募股权投资机构的转变。

20世纪80年代初期，私募股权资本迎来了蓬勃发展。80年代前半期，每年流入私募资本的资金大幅增长，达到最高点后，在1987年至1991年稳步下降。20世纪90年代后，因为技术的不断创新，私募股权投资得以复苏，复苏在2008—2009年的金融危机中迎来了终点。为了应对金融危机造成的后果，央行等机构采取了强有力的利率措施，全球经济逐渐稳定，私

募股权投资也借此机遇缓慢恢复，并且模式发展得更加丰富多样，规模也再上新的台阶。根据贝恩咨询，2022和2023年，私募股权市场的投资活动出现了显著的收缩。与2021年相比，私募股权交易的总规模和交易数量均出现了下降，分别减少了60%和35%。2024年，随着各国央行不断加息，私募股权投资的交易数量、募资和退出数额还在进一步下滑，私募股权投资市场成长陷入停滞。

（2）国外私募股权基金概况

①按存续基金类型分类。根据贝恩公司2024年年中发布的《2024年全球私募股权市场年中报告》，自2013年起，全球私募股权投资管理规模逐年上升。截至2024年二季度末，全球非标股权投资基金管理14.5万亿美元，资金投向按规模排序，依次为并购基金、风险资本、房地产、成长型基金、基础设施、直接借贷和其他资产类型。当前存续的私募股权投资基金中，按基金数量排序，依次为风险投资基金、房地产基金、并购基金和成长型基金。

②按基金投向领域分类。根据贝恩公司2024年3月发布的《2024年全球私募股权市场报告》，2023年度私募股权收购交易最为活跃的是科技领域，约占所有私募股权收购交易的24%，其余按交易计数排序为工业、服务、健康、金融服务、消费品、零售、能源电力、传媒娱乐、交通运输、电信、房地产和公共部门。

③按基金募集区域分类。根据麦肯锡咨询公司报告，2023年度私募股权投资基金募集规模高达6 490亿美元，其中北美区域募集到4 240亿美元，欧洲区域募集到1 590亿美元，亚洲区域募集到540亿美元，其他区域募集到430亿美元。与2022年度相比，全球私募股权募集资金规模下降1 180亿美元，下降22%；北美、亚洲和其他区域分别下降830亿美元、560亿美元和370亿美元，分别减少16%、51%和76%；欧洲区域募集资金增长580亿美元，增长57%。

（二）国外金融机构非标准化类资产的估值情况

1. 国外非标债权资产估值情况

国外非标债权资产估值主要采取第三方估值，第三方机构在非标资产估值全流程中起到了非常重要的作用，包括评级机构、会计师事务所等，各机构依据其专精领域提供估值相关服务。从地域差异来看，亚洲市场倾向于指定机构，而欧美市场更侧重市场化选择。从估值方法来看，以收益法（现金流折现法）为主要估值方法，全面考量信用风险与流动性风险，道衡咨询DCF模型为国内非标债权资产估值提供重要参考与借鉴。

（1）估值实施主体——以第三方估值为主

基于资产流动性差、无活跃公开交易市场等特性，国外金融市场中前述产品在持有及交易过程中的主流估值方式为委托第三方专业估值咨询机构进行估值。其中第三方机构包括但

不限于托管行、信评机构、会计师事务所、房地产评估咨询公司、金融资讯公司及其他类第三方估值机构。

各类第三方机构在开展估值工作各具优势。会计师事务所注重于以财务报告为目的的估值，集中于非标债权资产的会计审计；房地产咨询服务商更注重于非标债权资产所投底层项目的估值，例如办公楼或者商业地产；信评公司基于掌握的信用评级和发行人信息的优势，为投资者提供估值工具，如标准普尔公司；其他类第三方估值机构更注重于非标债权资产公允价值的计量，为投资者提供交易参考。

（2）关于第三方估值的监管要求

在经历了20世纪末金融危机后，全球金融市场对底层资产透明度、风险识别及风险管理的重要性有了进一步的认识，各个国家纷纷提出公开市场交易的债券产品需由第三方进行估值。其中受金融危机影响最深的亚洲区域更是催生出了由指定第三方进行估值的特色模式。而欧美地区因其较为成熟的资本市场环境及监管体制，并不指定特定第三方，金融机构可市场化选择第三方机构进行估值。

①指定唯一专业估值机构——马来西亚、菲律宾、泰国。马来西亚、泰国、印度尼西亚和菲律宾在国家监管指引下分别建立了一家第三方估值机构。马来西亚由获得主管部门批准认可的马来西亚估值公司BPA提供估值，泰国、印度尼西亚和菲律宾则由行业协会或基础设施机构提供第三方估值服务。其中，泰国第三方估值由泰国债券市场协会提供；印度尼西亚第三方估值由印度尼西亚估值公司提供，该公司由印度尼西亚证券交易所、印度尼西亚证券托管公司和印度尼西亚清算所联合控股；菲律宾第三方估值由菲律宾交易系统控股集团提供，该公司承担菲律宾证券托管、交易、结算和清算工作。

②行政准入下的第三方估值——韩国。韩国在第三方估值方面执行行政准入制。政府监管部门立法建立第三方估值机构的准入标准、持续披露等估值行业监管框架，强制要求金融机构采纳第三方估值结果。

韩国政府在设计估值评价体系时围绕估值机构的资质审查、商业模式评估、估值机构利益冲突等问题，鼓励成立私营专业债券估值公司，设立估值公司准入门槛（包括但不限于：在金融监督委员会注册、注册资本最低要求、企业集团和单一金融公司的所有权比例上限10%要求、防止业务利益冲突机制的防火墙、有经验的人员要求、IT系统要求等），并要求对所有的间接投资资产进行每日估值。截至2023年，韩国已经有5家经政府批准的第三方估值公司。

③欧盟——第三方估值机构可由市场化选择。欧盟金融管理机构早在2013年出台的Regulation（EU）No.575/2013中就约定了金融工具第三方估值流程IPV（Independent Price Verification，独立价格验证），根据条例，金融机构应至少按月委托独立第三方开展估值核定。但并不指定第三方估值机构，而是通过市场化竞争的方式，由金融机构自行选择第三方机构。

（3）估值方法——以现金流贴现法为主

①市场法、摊余成本法具有局限性。常规评估方法的市场法、成本法、收益法中，市场法由于需要活跃交易的公开市场，因此在流动性较差的非标债权资产估值中难以采用。成本法中摊余成本法在当前金融产品估值中采用较为普遍，但是并不能及时反映市场波动对产品净值的影响。当债券市场价格下跌时，这种方法可能掩饰风险，虚高净值。基于上述原因，当前国外非标债权资产估值中更多采用收益法。

②收益法——现金流折现法最为主流。收益法通过将被评估资产的预期收益资本化或折现至某特定日期以确定评估对象价值。其理论基础是经济学原理中的贴现理论，即一项资产的价值是利用它所能获取的未来收益的现值，其折现率反映了投资该项资产并获得收益的风险的回报率。收益法的主要方法包括现金流贴现法（DCF）、内部收益率法（IRR）、资本资产定价（CAPM）模型和EVA估价法等。

收益法的各种方法中，现金流贴现法被视为普遍适合各类债权资产使用的估值方法。其核心是根据包括但不限于融资方、标的资产信用水平、资产流动性、特殊条款、增信措施等因素综合确定现金流与折现率，从而评估计算资产价值。

$$\text{资产价值}=\sum_{t=1}^{t=N}\frac{E(\text{现金流}_t)}{(1+r)^t}$$

其中，E代表预期现金流；r代表折扣率。

（4）实践案例——道衡咨询公司DCF模型因子借鉴

道衡咨询公司成立于1932年，主要经营范围包括估值、咨询、尽职调查、网络安全、公司金融、结构化、法律以及商业解决方案。员工超5 000人，在《对冲基金管理者周刊》举办的HFM European Hedge Fund Services Awards评选中被评为“欧洲最佳估值机构”。

该公司在以DCF法开展非标债权评估过程中，通过融资主体信用、交易结构及增信措施、流动性损失等方面综合评估各类影响因子，得出现金流及贴现率。DCF法对国内非标债权资产估值具备参考意义：

一是充分利用评估主体的市场价格信息所反映的信用风险因素，包括二级市场证券、债券价格及相关金融衍生品行情等。以信用违约互换为例，当评估主体有相关信用掉期产品，基于产品CDS点差进行分析，结合行业平均值调整模型可更加有效评估主体信用风险。

二是充分考虑非标债权增信措施。包括但不限于担保或者增信合同、非标债权是否包含特殊权利，例如投资人回售权、发行人赎回权、提前偿还补偿权、借款主体信用水平或者实控权变动导致的触发性条款等，调整贴现率建模，从而计算上述权利价值。

三是充分考虑底层资产流动性。道衡咨询公司会对公开市场价格与私募市场价格之间的差异进行统计，并关注穿透底层项目现金流与非标债权现金流匹配情况等因素，进行流动性折扣调整。

2. 国外非上市公司股权资产估值情况

国外非上市股公司股权资产在估值标准方面可依据国际股权资产估值相关会计准则和国际私募股权和创业投资估值指引。

（1）国际股权资产估值相关会计准则

①美国会计准则（US GAAP）。对于美国公认会计准则（US GAAP），公允价值的计量由财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board，FASB）颁布的会计准则汇编（Accounting Standards Codification，ASC）第820号——公允价值计量决定。在美国，FASB ASD第946号——投资公司，要求投资公司应当使用公允价值报告其资产。

②国际财务报告准则（IFRS）。对于国际财务报告准则（IFRS），公允价值的计量由国际会计准则理事会（International Accounting Standards Board，IASB）颁布的国际财务报告准则第13号——公允价值计量决定。IFRS的准则要求或允许某些金融工具以公允价值计量。2012年10月31日，IASB修订了IFRS的第10号、第12号和第27号，修订之后的IFRS要求满足定义的投资主体使用公允价值计量其持有的具有控制权的投资，不再以成本计量和合并财务报表。

（2）国际私募股权和创业投资估值指引（IPEV）

①估值原则。对于私募股权投资，估值的原则是在每个报告日都要对每项投资的公允价值进行评估，使用的估值方法应该适合投资的性质、实际和环境，并且应使用合理的市场数据及市场参数。一般而言，对于私募股权投资，市场参与者运用出售被投资公司假设而估计的企业价值来决定他们为单个金融工具投资支付的价格。因为对股权投资公允价值的估计存在固有的不确定性，估值方应适度谨慎作出判断和必要的估计。当对被投资公司或工具的初始投资价格被认为是公允价值时，则应当利用投资日的市场参数来评估未来预计使用的公允价值估值方法，这一过程称为验证（Calibration）。验证可以检验使用初始市场参数的估值方法得出交易的初始公允价值，因此基于每个估值日更新的市场参数的估值方法可得出对应估值日的公允价值。估值方应设法了解退出价格与之前估值之间的所有合理的实质性差异。

②估值方法。在估值时，估值方要首先考虑投资的实质而非法律形式，综合考虑可能会影响公允价值的特定投资条款。估值方应判断使用最合适的估值方法，可以使用的估值方法有市场法、收入法和重置成本法。另外，当基金报告货币与投资使用货币种类不一致时，采用估值日即期汇率将投资货币转化为报告货币。

Ⅰ.市场法：

• 近期投资价格法，指估值方使用投资本身的初始成本或者近期被投资公司新的重大投资的价格来估算企业价值。在相关交易发生后的有限时间内，估值方应该在每个估值日评估所有在有关交易之后发生了可能会导致投资公允价值发生变动的变化或事件。

• 倍数法，指根据企业所处的发展阶段、所属行业以及所处地区，使用盈利倍数或者收入倍数进行估值。估值方应针对能反映企业价值的指标，如盈利或收入，综合考虑投资标的的规模、风险和盈利等因素，使用适用且合理的倍数进行估值。估值方应对剩余或非经营资产、超额负债以及其他或有事项及相关因素作出相应的调整，并从调整后企业价值中减去在清算时任何优先于基金所持有的金融工具所受偿的金额，同时考虑任何可能稀释基金投资的工具的影响，以得到可归属的企业价值。估值者应考虑任何可能稀释基金投资的工具的影响，以得到可归属的企业价值。

• 行业基准法。行业基准估值法只有在个别情况下才使用，更多用于验证其他估值方法得出的估值结果是否合理。

• 有效市场价格法。估值方以标的资产在估值日的买卖价格内最具代表性的价格进行评估，对买卖价格内最具代表性的价格的评估应保持一致性。估值时不可使用反映报告主体所持有资产规模的阻隔系数。当证券本身受到相关合同、政府或其他法规的限制，使投资工具流动性降低，从而影响了市场参与者在估值日应付的价格时，则可使用折价的方法进行有效市场价格估值。

Ⅱ.收入法：投资现金流折现法。估值方应使用合理的假设和估计以预计未来现金流、终值、变现日期和根据投资内在风险进行适当调整后的折现率。此估值方法一般用于与债务投资有类似性质的投资。

Ⅲ.重置成本法：净资产估值法。估值方应使用市场参与者预期估算企业的资产和负债，得到公司企业价值。从调整后的企业价值中减去在清算时任何优先于基金所持有的金融工具所受偿的金额，并考虑任何可能稀释基金投资的工具的影响，以得到可归属的企业价值，并使用潜在市场参与者预期将可归属的企业价值适当分配至相关金融工具。

③实践应用中的部分影响因子分析。

Ⅰ.内部融资（Insider Funding Rounds）。在使用近期投资价格法时，估值方应该考虑融资时可能使融资价格作为公允价值的明显指标的可信度降低的特定情况。内部低价融资可能以不同的形式进行，包括公司重组，即公司普通股本的重大改变，例如将所有外部流通股转换成内部普通股权，将外部流通优先股合并成较少数量的股份（股份合并），或者甚至在增资前取消所有外部流通股。

Ⅱ.问题市场（Distressed Market）。对于可能获得交易数据的某些市场，可能被估值方认定为“问题市场”。问题市场并不意味着该市场中的所有交易都属于问题交易或无效交易而不能将其用来进行比较，而是个别交易可能是有问题的。在这种情况下，需要通过主观判断来确认单个交易是否属于问题交易，是否反映了其公允价值。

Ⅲ.优先级金融工具（Higher Ranking Instruments）。许多收购安排中包含优先于基金权益的第三方债务，在估计可归属的企业价值时应该从调整后企业价值中扣减这部分债务。

Ⅳ.过桥融资（Bridge Financing）。基金或相关主体可能会给等待新一轮融资的标的企业

提供贷款（过桥融资）。这可能是基于基金在初始投资时或是在计划的后续投资之前的预期。如果是初始投资，基金尚未持有标的企业的其他投资，过桥贷款应该单独估值。

Ⅴ.夹层贷款（Mezzanine Loans）。夹层贷款是普遍使用的债务融资性投资的一种，优先级一般次于优先债，但排在股东贷款或股权之上，其利率与贷款人承担的风险水平相当，并且可能带有额外的增值特征，如认股权证。夹层贷款通常是非股东的其他方提供的，可能是基金在该标的企业中持有的唯一投资工具。在这种情况下，夹层贷款应独立进行估值。夹层贷款发放日的价格是当时公允价值的可靠指标。由于可以较为准确地预测夹层贷款的现金流，所以夹层贷款一般通过现金流折现法进行估值，夹层贷款所附的权证应该与贷款分开考虑。依据基金持有的投资情况和市场环境的不同，夹层贷款的公允价值可能等于控制权发生变更时必须偿付的贷款账面价值。

Ⅵ.累积贷款利息（Rolled up Loan Interest）。股权投资普遍使用的许多金融工具都是在赎回时将累计的利息以现金收回（例如，低折扣债券或付清票据）。对这类工具进行估值时，估值方应评估该类工具的可收回金额现值。对可收回金额的考虑包括任何合理预期的增值因素，例如利率的逐步上升。在典型的融资方案中，无法将其与标的股权投资分开而将其作为出售时交易的一部分。预计可收回金额（如果超过原始成本）的差异应该在票据预计期限内分摊，进而得到稳定的投资回报率。

（三）国外金融机构非标准化类资产估值实践的借鉴意义

1.发挥第三方估值优势，确保估值客观独立

当前国内信托行业的估值工作仍以信托公司自主估值为主，相比之下，国外金融市场主流的第三方估值在专业性、独立性方面具有显著优势。从专业性角度出发，第三方估值机构具备较强的专业化估值水平及丰富的估值实践经验。同时，从独立性角度出发，第三方主体能够遵照独立性、客观公正性、科学性等评估原则开展估值工作，确保估值结果的准确性和可比性。

2.建立估值指引标准，打造估值统一标尺

以国外非上市公司股权估值为例，《国际私募股权和风险投资估值指引》（简称IPEV估值指引）对非上市公司股权估值方法、参数选取、规则调整等方面进行了详细约定，对估值工作流程规范化及估值结果准确可比起到了重要作用。同理，国内信托行业若发布估值指引，实现估值标准行业统一，将有效提高信托行业的估值管理水平，推动行业进一步标准化、规范化。

三、国内非标准化类资产投资及估值的现状分析

不同国家金融市场成熟度、监管框架以及宏观经济环境的多样性导致不同国家在非标资产的投资及估值方面存在着一定的差异。在全面梳理国外非标资产投资与估值实践的基础上，本章将视角聚焦国内非标资产投资和估值的现状，深入分析我国金融机构在非标资产的资产配置、估值现状及挑战。

（一）国内金融机构非标准化类资产的资产配置分析

1. 监管要求概览

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）为规范商业银行、信托公司、证券、基金、期货、保险等资产管理机构相关业务提供了基本指引。

（1）非标准化类资产定义、监管原则及导向

2020年7月《标准化债权类资产认定规则》（以下简称《认定规则》）发布，明确了标准化债权的认定标准。具体而言，标准化债权类资产涵盖依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，以及固定收益类的公开募集证券投资基金。此外，若其他债权类资产欲被认定为标准化债权，必须同时满足一系列条件，包括等分化、可交易性、充分的信息披露、集中登记、独立托管、公允定价、流动机制完善，并需在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场进行交易。

《资管新规》等监管法规明确相关资管产品可以适当投资非标资产，但基于“卖者尽责、买者自负”，同时提出了禁止刚兑、资金池、多层嵌套等监管原则，主要包括：

①明确净值化管理破刚兑原则。《资管新规》对于破刚兑的要求十分明确，新规中净值管理、投资者适应性原则、加强资管产品流动性、规范资金端等规则都可以看作是围绕破刚兑的相关配套规则。

②明确公募、私募产品投向区分。公募产品主要投资标准化类资产，原则上可适度配置一定比例的非标资产；私募产品可以以投资非标资产为主，但需严格满足组合分散风险、估值及信息披露等条件，避免产品风险累积及刚兑风险。

③明确产品分类及杠杆比例限制。资管产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品，并限定了每种产品的投资比例、杠杆率要求。

④明确合格投资人及投资门槛。《资管新规》规定了资管产品合格投资人要求及合格投资人投资每类资管产品的单只投资限额，为实现投资者适当性管理提供基础。

⑤禁止多层嵌套及非标资金池。通过滚动发行、集合运作、分离定价的方式，容易产生流动性风险；多层嵌套增加了产品的复杂程度，导致底层资产模糊不清，拉长了融资链条，这两种掩饰藏匿非标真实风险的业务模式被严格禁止。

除上述监管原则外，《资管新规》及其相关配套细则在穿透式监管、投资限额、流动性、估值等方面还提出了具体规定（见表5-3-1）。

表5-3-1　　非标监管体系－资管新规及其配套细则概览

分类	制度来源	监管原则性要求
监管导向	《资管新规》	规范金融机构资产管理业务，统一监管标准，防控金融风险，支持服务实体经济
原则思路	《资管新规》	以促进标准化、净值化转型为核心、破除刚兑
禁止事项	《资管新规》	禁止刚兑、资金池、多层嵌套
产品分类	《资管新规》《认定规则》	资管产品分为固收、权益、衍生品及混合等四大类，明确标品、非标投向定义
投资者适当性	《资管新规》	明确合格投资人定义及投资门槛
投向要求	《资管新规》各配套细则	明确公募产品合理适当配置，私募产品规范配置非标准化类资产的原则性要求
组合投资	指导口径	根据信托等行业监管指导，未来可能就非标资产进一步提出组合投资、分散化管理等新要求

（2）非标准化类资产监管体系

《资管新规》正式施行后，国家金融监督管理总局（原银保监会）、证监会等监管机关陆续出台针对非标业务以及银行理财、资产管理类资金信托、集合资管、保险资管等细分领域的配套细则，进一步就非标资产定义、非标产品投资原则等进行了明确，主要包括：

①穿透式监管方面，《资管新规》禁止多层嵌套，规定资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，要求资产管理产品向上穿透识别最终投资者，向下穿透识别底层资产。

②投资限额方面，《资管新规》规定资产管理产品对非标资产的投资应当在金融监管部门制定的限额标准内。

③流动性管理方面，《资管新规》提出应符合“期限匹配”规则，即非标资产的终止日不得晚于资管产品的到期日或最近一次开放日。

④净值化管理方面，《资管新规》强调要打破刚性兑付，打破资金池、资产池，并且资管产品的净值生成应符合会计准则，净值能够及时反映基础资产的收益和风险。

⑤信息披露方面，《资管新规》对于涉及非标资产投资的资管产品提出了额外的信息披露要求，要求资管机构向投资者披露每笔非标资产的相关信息，包括融资客户、期限、交易结构等内容。

2. 各类主要资管机构非标资产监管对比

（1）银行理财

2018年9月和12月，原银保监会相继发布《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称《理财新规》）和《商业银行理财子公司管理办法》，对于商业银行理财产品非标业务进行了规范。

在非标投资额度方面，要求“商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%，也不得超过本行上一年度审计报告披露总资产的4%”。在集中度方面，规定“商业银行全部理财产品投资于单一债务人及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过本行资本净额的10%”。在投资方向方面，规定理财产品“不得直接投资于信贷资产，不得直接或间接投资于主要股东的信贷资产及其受（收）益权，不得直接或间接投资于主要股东发行的次级档资产支持证券，面向非机构投资者发行的理财产品不得直接或间接投资于不良资产受（收）益权”。在期限匹配方面，《理财新规》与《资管新规》保持一致，要求理财产品投资的非标资产终止日不得晚于封闭式理财产品的到期日或者开放式理财产品的最近一次开放日。在风险资本计提方面，原银保监会于2019年11月发布《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》，于2020年3月1日起施行，规定银行理财子公司以自有资金投资的本公司理财产品，不得投资于非标准化资产。同时在理财业务风险资本计提标准中，债券和股票风险系数均为0，而非标债权资产则按1.5%~3%的标准计提。

（2）资产管理信托

2023年3月，原银保监会发布《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》（以下简称《指导口径》），明确了资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托的三分类监管原则，其中资产管理类信托属于受《资管新规》监管的资产管理业务。

在产品定位方面，资产管理信托业务明确属于仅面向合格投资者的私募业务。投资者准入方面，区分固定收益类、权益类、商品类及混合类，投资门槛在30万元至100万元之间。投向方面，资管类信托可继续发挥信托计划横跨资本市场、货币市场和实体经济三大领域的灵活投向特点，可兼顾股权与债权、标品与非标。组合投资方面，资产管理信托原则上应当以组合投资方式分散风险。三分类《指导口径》提到，监管部门将完善相关配套制度，明确组合投资相关要求。这也意味着，非标债权并非完全排除在信托业务之外，但相比过去服务单一项目的私募投行模式，资产管理信托对非标债权的配置将全面对接资管新规的要求，更强调卖者尽责、买者自负。

（3）保险资管

原银保监会于2020年3月发布《保险资产管理产品管理暂行办法》（以下简称《保险资管办法》），对保险资产管理机构开展保险资产管理产品业务进行规范。

在产品定位方面，《保险资管办法》明确了保险资管产品为私募产品，面向合格投资者

非公开发行，产品形式包括债权投资计划、股权投资计划和组合类保险资管产品等。其中，组合类产品和债权投资计划涉及非标资产投资。投资者准入方面，《保险资管办法》规定“保险资管产品投资于非标准化债权类资产的，接受单个合格投资者委托资金的金额不低于100万元人民币”。投向方面，《保险资管办法》要求保险资管产品不得直接投资于商业银行信贷资产。在非标投资额度方面，《保险资管办法》要求同一保险资产管理机构管理的全部组合类产品投资于非标准化债权类资产的余额，在任何时点不得超过其管理的全部组合类产品净资产的35%；而监管对于债权投资计划的非标投资态度较为宽松，没有设置严格的投资比例限制和约束。在期限匹配方面，《保险资管办法》指出“保险资管产品的分级安排、负债比例上限、非标准化债权类资产投资限额管理和期限匹配要求应当符合金融管理部门的有关规定”。

（4）私募资管

2018年10月，证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，对证券期货经营机构私募资产管理产品非标投资比例提出明确限制。

在投资者准入方面，资产管理计划投资于非标准化资产[①]的，接受单个合格投资者委托资金的金额不低于100万元。在非标投资限额方面，规定“同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于非标准化债权类资产的资金不得超过其管理的全部资产管理计划净资产的35%”。在非标投资集中度方面，要求“同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于同一非标准化债权类资产的资金合计不得超过300亿元”；以及“一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的25%；同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的25%”（即“双25%”规定）。在非标投资方向上，明确资产管理计划不得投资于法律依据不充分的收（受）益权。在期限匹配方面，规定资产管理计划投资的非标准化债权类资产终止日不得晚于封闭式资产管理计划的到期日或者开放式资产管理计划的最近一次开放日。

（5）私募基金

中国证券投资基金业协会主要通过自律性文件的方式对私募基金投资非标资产进行了限制。《私募投资基金备案须知（2019年版）》中指出“私募投资基金不应是借（存）贷活动”，并列举了不符合基金本质的募集、投资活动，说明其不属于私募投资基金备案范围。中国证券投资基金业协会于2023年2月发布的《私募投资基金登记备案办法》再次明确了不予备案的各类情形，并将民间借贷、民间融资、小额理财、小额借贷、担保、保理、典当、融资租赁、网络借贷信息中介、众筹、场外配资、房地产开发、交易平台等定义为“冲突业务”，要求私募基金管理人的股东、合伙人等最近5年内未从事过冲突业务。2023年4月28日，中

① 此处“非标准化资产”包括非标准化债权类资产和非标准化股权类资产。

国证券投资基金业协会发布《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》（以下简称《运作指引》）并向社会公开征求意见。整体来看，《运作指引》与《资管新规》内容协同，打击监管套利，重申严格禁止通道业务，禁止多层嵌套，禁止参与结构化债券发行。《私募投资基金监督管理条例》于2023年7月9日公布，规定“私募基金财产的投资包括买卖股份有限公司股份、有限责任公司股权、债券、基金份额、其他证券及其衍生品种以及符合国务院证券监督管理机构规定的其他投资标的”，并强调“私募基金财产不得用于经营或者变相经营资金拆借、贷款等业务”，同样对私募基金投资于非标准化债权类资产进行限制。

各类资产管理机构非标资产监管政策对照见表5–3–2。

表5–3–2　　各类资产管理机构非标资产监管政策对照

机构	产品形式	主要投向	投资者要求	特色要求
商业银行理财	公募为主	非标限35%	普惠客户	纳入净资本管理
资管信托	私募	投向灵活	30万~100万元	组合投资要求
保险资管	私募	非标限35%	100万元	不得直接投资于商业银行信贷资产
私募资管	私募	非标限35%	100万元	集中度“双25%”
私募基金	私募	私募股、债权	合格投资者	不得用于经营或者变相经营拆借、贷款

3. 各机构非标资产配置的规模现状与投资逻辑

（1）银行理财

银行理财行业相关信息主要来自银行业理财登记托管中心（以下简称“理财中心”）。自2013年以来，理财中心每半年发布《中国银行业理财市场年度报告》和《中国银行业理财市场半年报告》，并在中国理财网进行公布。

2017年底，理财产品存续余额29.54万亿元，资产配置以固定收益类类为主，非标准化债权类资产仅占理财产品投资余额的16.22%，非标规模在4.87万亿元左右。根据最新数据显示，截至2024年6月末，理财产品投资资产合计30.56万亿元，其中非标准化债权类资产1.78万亿元，占总投资资产的5.82%。

近些年来，银行理财配置非标债券的规模快速缩减，其主要原因有：一是《资管新规》《理财新规》等提出的期限匹配规则，使短期限（多在1年以内）理财产品投资长期限非标资产的难度大幅提升；二是信托行业作为此前理财产品投资非标资产的重要通道，《资管新规》后相关业务开展受限；三是明股实债类业务受到限制。

（2）资产管理信托

根据中国信托业协会公布的2023年四季度末信托公司主要业务数据，截至2023年四季度末，信托行业信托资产规模余额为23.92万亿元，其中投向资本市场股票、基金、债券的信托规模分别为0.59万亿元、0.34万亿元、5.68万亿元，合计达6.6万亿元，占全部信托规模的比例达38.0%，是信托资金第一大投向领域。可以看出，近年来虽然信托业在努力布局标品领

域，但以非标运作方式为主的基础产业、房地产、工商企业信托规模分别为1.52万亿元、0.97万亿元、3.79万亿元，据初步估计，非标资产在信托资产中仍占据50%以上比重。

（3）保险资管

保险资产管理行业相关信息主要来自中国保险资产管理业协会每年汇总、发布的《中国保险资产管理业发展报告》。

2017年末，保险资产管理业务规模约为15万亿元（10.44万亿元保险资金+5.06万亿元第三方业务），而2017年末保险资金对固定收益类资产的配置约为70%，其中投资债券5.16万亿元，占比34.59%。假设保险资管配置非标的比例与保险资金相同均为35%（即固定收益类70%–债券34.59%），估计所得2017年末保险资管行业非标业务规模约为5.25万亿元。

根据《中国保险资产管理业发展报告（2023）》，截至2022末，保险资金运用余额为25.05万亿元，其中金融产品部分是保险资管投资非标准化债权资产的主要途径，占比22.22%。金融产品中债权投资计划、集合资金信托、资产支持计划（保险资管公司发行）、银行理财均包含非标资产，按照以往经验估计其中非标成分占金融产品投资总规模的79%，从而可估计出2022年末保险资管产品投资非标准化债权资产规模约4.3万亿元，占保险资金运用的17%左右。

非标投资作为典型的非公开市场业务，其天然属性在于信息不透明以及公允定价的缺乏，相较于传统投资，其投资策略更为专业、复杂，产品期限更长，更适合于专业机构投资者的参与。保险资金作为耐心资本，更加偏好风险收益较为稳健的长期限非标资产。

（4）私募资管

私募资管指证券期货经营机构私募资管业务，主要包括证券公司及其资管子公司的资产管理业务，基金公司及基金子公司的专户业务，以及期货公司及其资管子公司的资产管理业务等，其相关数据主要来自中国证券投资基金业定期发布的《中国证券投资基金业年报》。其中，基金公司专户业务、期货公司及其资管子公司的资管业务主要投资于标准化资产。所以，私募资管的非标业务主要来自券商资管和基金子公司专户业务。

2017年底，券商资投资非标资产5 211.12万亿元，占比63.6%；基金子公司投资非标资产6.11万亿元，占比82.6%；加总来看，私募资管2017年末投资“非标资产”17.23万亿元。《中国证券投资基金业年报（2023）》显示，截至2022年底私募资管产品存续规模14.31万亿元，其中非标资产占比17.48%，可得非标资产规模在2.5万亿元左右。

证券公司和基金子公司的资管产品曾经是通道业务的主要载体，随着严监管政策的实施，私募资管行业通道业务规模持续收缩，较2016年末的峰值下降90%左右。通道业务压降，是近些年私募资管非标资产投资快速减少的主要原因。

（5）私募基金

根据《私募投资基金备案须知（2019年版）》，私募投资基金难以直接投资于非标准化债权资产。而间接投资部分已经在其他资管子行业部分进行测算，故不再对私募投资基金的非

标准化债权投资单独进行估计。根据《2024–2030年中国私募股权行业发展潜力预测及投资战略研究报告》，按资产管理规模计，2023年中国私募股权市场规模约为14.3万亿元。

4. 金融机构非标债权业务的未来发展期望

在新的资管时代背景下，资产管理机构非标业务转型是必然趋势。以标准化资产替代非标资产，即所谓的“非标转标”，是符合监管导向的最佳转型路径，包括进行资产证券化以及发行公司信用类债券等方式。但是目前标准化债券市场对非标资产的承接能力有限，符合转标资质的非标资产占比较低，彻底的非标转标难以实现，非标业务仍然有其存在的必要性。监管部门对于非标业务的态度从来不是禁止，而是规范，是鼓励尽可能多地用规范化的投融资业务代替不规范的业务，在更好地满足实体经济的融资需求的同时降低金融系统风险。

存量非标资产方面，处置方式可以分为内部处置和外部处置两大类。其中，内部处置包括发行新产品对接、资产回表、提前结清和自然到期等方式，外部处置包括市场化转让、发行资产证券化产品等方式。而增量业务“非标转标”的方式主要包括资产证券化产品和公司信用类债券两类。然而，我国资产证券化市场的广度和深度有待进一步提升，债券市场分层不足，中小微企业较难通过标准化债券市场获得融资。目前标准化债券市场对非标业务的承接能力仍然比较有限，未来需进一步拓宽“非标转标”渠道，更好地发挥金融服务实体经济功能。

综上，在“非标转标”之外，非标业务自身的规范化发展同样重要，应着重推动非标资产的阳光化、透明化，推动非标资产的集中登记独立托管，使非标业务信息披露更加充分，定价机制更为完善，实现非标资产的可交易性和更高的流动性。

（二）非标准化类资产估值方法论

目前国内金融机构投资的非标准化类资产可分为债权类非标准化资产和股权类非标准化资产两大类型，针对两类资产，分别介绍市场主流估值方法。

1. 债权类非标准化资产估值方法

（1）概念及定义

本方法涉及的金融及经济术语定义见表5–3–3。

表5–3–3　　债权类非标准化资产估值方法相关术语及定义

经济术语	定义
债权资产	债权类产品所持有的债权或附回购的资产收（受）益权
债务主体	债权融资主体（或者收益权回购主体）
保证担保	担保人与管理人约定，当债务主体违约时，担保人按约定偿还债务或承担回购责任的行为
抵质押担保	指债务主体或者第三方将财产抵押、质押或者以其他形式提供给债权类产品，当债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的情形时，产品有权就该财产优先受偿的行为

（2）正常存续资产估值方法

债权类非标准化资产主要采用现金流折现法。虽然该方法框架为传统经典，但估值的重点和难点是根据资产的相关要素信息，合理展开未来现金流，综合考虑信用因素（包括但不限于债务主体信用因素、保证担保因素、抵质押担保因素、项目收益因素以及其他增信因素）和流动性因素，计算得到估值结果，本部分将展开讨论以上要点。首先，基本公式如下：

$$PV=\frac{CF_1}{(1+R_{t_1})^{t1}}+\frac{CF_2}{(1+R_{t_2})^{t2}}+\cdots+\frac{CF_n}{(1+R_{t_n})^{tn}}$$

其中，PV代表债权资产全价；CF_i代表现金流日对应的现金流流入；R_{t_i}代表现金流日对应的即期收益率；t_i代表计算日至现金流日的时间；n代表剩余现金流次数。

①CF_i的确定。根据债权类资产借款合同（或者转让与回购合同）中所含条款，结合还本付息方式、付息频率、计息区间、利率调整、利息递延、基准利率与利差等特点对债权类资产的现金流进行合理展开。其中，如资产中包含部分对现金流展开产生影响的条款，需根据相关条款对现金流进行调整，以下面两种情况为例进行现金流调整方法说明：

Ⅰ. 还款金额挂钩经营性指标条款。该条款是指在债权类资产到期前，如果借款项目满足特定经营性指标条件，则债务主体需进行部分提前还款。例如借款项目为房地产开发项目，经营性指标为项目销售率（已办理政府部门网签的可售面积/目标项目总可售面积×100%），则合同中此类条款约定“当项目销售率首次达到50%之后10个工作日内，债务主体累计偿还的债权本金总额应不低于全部债权本金的30%”。此时现金流满足下述公式：

$$CF_{i_0}=interest_{i_0}+principal\times 30\%\times 1_{\{index_{i_0}\geq 50\%\}}$$

其中，$interest_{i_0}$为当期应计利息；$principal$为全部债权本金；$index_{i_0}$为项目销售率；i_0为预测还本日。

根据不同项目以及不同经营性指标的个体情况，以地区及行业的权威历史数据为基础，结合项目本身的经营特征及趋势判断，采用计量统计方法对所选取历史区间数据进行调整修正，形成项目未来经营性指标的理性预期，从而预测得到未来还款现金流。

Ⅱ. 预先支付利息条款。该条款是指在债权资产到期前，债务主体提前支付部分利息，该部分利息可以从后续付息或者还本中免除。例如合同约定“于当期转让价款支付后的10个工作日内，债务主体应向债权产品支付该期回购价款的第一部分，金额为该期转让价款×2%；至当期回购价款的支付期限届满之日，支付回购价款金额为该期转让价款本利和减去已支付的回购价款”。此时现金流满足下述公式：

$$CF_1=principal\times 2\%$$

$$CF_{end}=interest_{end}+principal-CF_1$$

其中，$interest_{i_0}$为当期应计利息；$principal$为全部债权本金；CF_1为第一期现金流；CF_{end}为最后一期现金流。

根据该条款约定，可得到预计支付现金流的时点排布和现金流金额，从而按照对应支付

日期进行调整，使还款现金流与条款表述保持一致。

②R_{i_i}的确定。根据债权资产的信用因素（包括但不限于债务主体信用、保证担保、抵质押担保以及其他增信因素）和流动性因素，结合债权资产的投资收益率综合确定即期收益率。

Ⅰ. 债务主体信用因素。根据债务主体所处行业状况、自身经营和财务情况以及评级公司评级等信息，结合主体在公开市场发行债券的市场价格信号综合确定。

其中，行业分析包括产业政策、行业发展周期、国民经济影响性、所处产业链位置及行业竞争格局等，以判断所处行业对主体经营和未来发展的影响；经营分析包括主体所有制性质、股权结构、业务构成、外部支持等；财务分析包括资本结构、资产质量、盈利能力、偿债能力及现金流量等财务指标分析以及财务报告审计意见等质量分析。采用下述公式确定债务主体信用因素：

$$Credit_{债务主体}=f\left(\sum_{j=1}^{n} score_{factor_j}\right)+rank_{factor_{n+1}}$$

其中，$Credit_{债务主体}$为债务主体信用因素；$score_{factor_j}$为行业、经营、财务等分析因素映射得到的评分；$rank_{factor_{n+1}}$为等级调整项；f（·）为将评分映射为等级的效用归集函数。

Ⅱ. 保证担保因素。综合考虑担保人主体信用因素、担保人与债务主体关系因素以及偿付法律结构因素，结合市场价格信号确定。

其中，担保人主体信用因素可采用债务主体信用类似的分析框架；担保人与债务主体关系因素可采用联合违约分析框架（Joint Default Analysis，JDA），判断两者的相关性。从经营相关性、财务相关性以及法律相关性等方面对债务主体与担保人进行分析。其中经营相关性包括债务主体与担保人所属行业相关程度、主要业务地区重合程度、市场产业链联结程度、采购与销售渠道资源共有程度；财务相关性包括债务主体与担保人生产经营现金流关联情况、融资筹资现金流渠道分布情况、投资建设现金流集中投入情况以及信用保证结构相关性。偿付法律结构因素可参照相关文件（如保证合同、差额补足协议等）及相关法律规定，明确保证担保效力（是否不可撤销连带责任担保）、担保范围及其他担保特性。综合上述影响因素，计量得到保证担保，对于债权资产信用增信的影响，采用下述公式确定保证担保因素：

$$Credit_{保证担保}=matRank\times 1_{\{cor(Credit_{债务主体},\ Credit_{担保人})\}}$$

其中，$Credit_{保证担保}$为保证担保因素；$Credit_{债务主体}$为债务主体信用因素；$Credit_{担保人}$担保人为担保人信用因素；$matRank$为信用联结矩阵；cor（·）为相关系数映射函数。

Ⅲ. 抵/质押担保及其他增信因素。根据抵/质押资产情况、市场处置能力、抵质押法律结构、其他增信因素等信息，结合市场价格信号确定。

其中，抵/质押资产情况需要综合考虑抵/质押资产伴随宏观经济周期以及行业周期的价值变化，关注的因素包括但不限于抵/质押资产种类、所处地区、存续情况以及规模等；市

场处置能力需要综合考虑市场对于特定抵/质押资产的变现容纳能力，依据诉讼资产数据库、拍卖资产数据库等大数据基础，从市场成交数量、成交金额以及成交频率判定出抵/质押资产在市场现阶段的变现清算能力；抵/质押法律结构可参照相关文件（如抵押合同、质押合同等）及相关法律规定。综合上述影响因素，计量得到抵/质押担保对于债权资产信用增信的影响，采用下述公式确定抵/质押担保因素：

$$Credit_{抵质押担保}=\frac{adjustV_{抵质押资产}\times h\left(cPara_{成交数量},\ cPara_{成效金额},\ cPara_{成效频率}\right)}{V_{债权资产}}$$

其中，$Credit_{抵质押担保}$为抵/质押担保因素；$adjustV_{抵质押资产}$为抵/质押资产修正后价值；$cPara_{成交数量}$为成交数量因子；$cPara_{成效金额}$为成交金额因子；$cPara_{成效频率}$成交频率为成交频率因子；$V_{债权资产}$为债权资产规模；h（·）为市场变现清算调整函数。

Ⅳ. 项目收益因素及其他增信因素。部分债务主体借款主要用于项目投资生产，因此需考虑项目本身未来能够提供的信用支持。对于项目收益因素主要从项目的经营情况、运营主体的持续运营情况、现金流流入情况、项目结构情况以及项目其他参与方情况进行分析。除项目收益因素外，还会考虑债务主体使用其他资产替换不合格抵质押资产等其他增信因素。

其中，项目经营情况主要指项目未来整体营运的效果，包括项目未来伴随宏观经济、行业及区域环境变化产生的经营变化、销售变化以及资产变化等；运营主体的持续运营情况主要指运营主体未来对于项目的管控与战略发展，包括运营主体对于项目的关注程度、项目活跃程度、项目进展阶段、项目发展预期等；现金流流入情况主要指项目未来现金流的相关情况，包括待实现销售收入、项目预收款、项目建设资金流出等；项目结构情况主要指项目投融资结构，包括自有资金杠杆、项目融资渠道数量等；项目其他参与方情况主要指项目其他参与方对于项目推进的影响，包括项目承包方、项目施工方、项目投资方等。由此，综合得到项目收益因素及其他增信因素对于债权资产信用影响，采用下述公式确定项目收益因素：

$$Credit_{项目收益}=\frac{adjustCashflow\times\prod_{k}ratio\left(factor_{k}\right)}{V_{债权资产}}$$

其中，$Credit_{项目收益}$为项目收益因素；$adjustCashflow$为项目修正后净现金流入；$ratio\left(factor_{k}\right)$为经营、结构、运营方、参与方等因素对于项目净现金流入的调整因子；$V_{债权资产}$为债权资产规模。

Ⅴ. 流动性因素。流动性方面，考虑到现阶段债权非标资产的流动性偏弱，在折现收益率上给予相应的流动性补偿。流动性补偿根据由全市场最新设立的债权所持有资产的投资收益率，按照不同信用水平和期限分别统计得到的流动性溢价的平均水平确定。

（3）违约资产估值方法

①信托资产的实质性违约主要包括以下三种情形：

Ⅰ. 在合同约定的付息兑付日，融资主体未能按时足额偿付本金或利息且担保主体未及时

代偿的情形；

Ⅱ. 因破产等法定或约定原因导致信托资产提前到期且本金或利息未能得到按时足额偿付的情形；

Ⅲ. 其他可靠市场信息表明信托计划本金或利息将无法按时足额偿付的情形。

②信托违约资产估值方法。

发生实质性违约的信托资产为违约信托资产，违约信托资产及同一融资主体其他存续的无有效增信信托资产参考违约信托资产估值方法调整估值。

违约信托资产估值计算时主要参考违约主体重整计划信息、债券等相关资产可靠市场价格信息、违约主体财务经营信息和抵质押物信息等。对于存在重整计划信息的违约信托资产，参考重整计划信息调整违约信托资产估值。对于违约主体境内违约债券存在可靠市场价格的违约信托资产，参考可靠市场价格调整违约信托资产估值。上述情形外，若违约主体已披露当年财务报告，则根据当年财务报告计算普通债权回收率调整违约信托资产估值；若违约主体未披露当年财务报告，则参考相近违约主体当年普通债权回收率均值调整违约信托资产估值。对于存在有效增信的违约信托资产，综合增信情况确定相关资产估值。

对于违约主体其他存续信托资产，参考上述违约信托资产估值方法调整估值。

③信托违约资产估值调整。对于债权债务关系尚未终止的违约信托资产，参考上述估值方法，调整相关违约信托资产估值。以下五种情形将触发违约信托资产估值调整：

Ⅰ. 根据违约主体重整计划信息，调整违约信托资产估值；

Ⅱ. 根据违约信托资产境内债券最新可靠市场价格信息，调整违约信托资产估值；

Ⅲ. 根据信托资产本金或利息最新兑付情况，调整违约信托资产估值；

Ⅳ. 每年违约主体财报披露完毕后，根据违约主体披露的最新年度财务报告，调整违约信托资产估值；

Ⅴ. 根据市场其他违约主体或境内违约债券市场当年普通债权回收率均值，调整未披露当年财务报告主体的违约信托资产估值。

对于违约主体其他无有效增信的存续信托资产，参考上述违约信托资产估值调整触发情形调整；对于违约主体存在有效增信的存续信托资产，违约信托资产估值调整触发后，综合增信情况确定信托资产估值。

④违约资产估值的终止。若违约信托资产债权债务关系终止，则停止提供相关信托资产估值。违约信托资产债权债务关系终止的情形包括债务清偿完毕、法院裁定确认重整计划执行完毕等。

（4）特殊条款处理

债权投资资产中包含一些特殊条款，此类特殊条款也会对最终估值产生影响，债权投资中常见的特殊条款包括利率挂钩还款日期条款、任意时点赎回本金条款、协商延期或协商提前到期条款、无固定期限条款等，在估值处理中需根据条款的具体情况进行调整。

2. 股权类非标准化资产估值方法

（1）概念及定义

本方法涉及的金融及经济术语定义见表5–3–4。

表5–3–4　　股权类非标准化资产估值方法相关术语及定义

经济术语	定义
被投资企业	股权投资穿透至底层最终投资的企业，股权投资计划为其直接或者间接的股东
企业价值	被投资企业的整体价值
自由现金流量	企业全部投资者共同支配的现金流量
加权平均资本成本	以各种资本在企业全部资本中所占的比重为权数，对各种长期资金的资本成本加权平均计算出来的资本总成本

（2）方法原理及计算模型

股权资产估值方法通常包括市场法、收益法、成本法三大类，当股权投资所持有资产或负债满足采用不同估值方法的条件时，可采用两种或以上通用估值方法，得出审慎合理的估值结果。通常采用市场法与收益法进行估值。

①市场法估值方法。主要使用市场法中的市场乘数法对股权投资计划所持有资产或负债进行估值。

市场乘数法主要根据被投资企业的所处发展阶段和所属行业，运用各种市场乘数对未上市企业股权进行估值。该方法适用于被投资企业相对成熟，可产生持续的利润或收入的情况。市场乘数法估值流程可分为四个步骤：

第一步：根据被投资企业特性选定被投资企业可持续财务指标（如利润、收入）市场乘数类型。

第二步：确定业务性质与构成、企业规模、企业所处经营阶段、风险状况、资产负债结构和盈利增长潜力等方面与被投资企业相似的可比企业。

第三步：计算获得被投资企业市场乘数，将其与被投资企业相应的财务指标结合得到股东全部权益价值（调整前）或企业价值。被投资企业市场乘数$marketRatio_{标的}$计算方法如下：

$$marketRatio_{标的}=\sum_{i} marketRatio_i \cdot adjustRatio_i \cdot weight_i$$

其中，$marketRatio_i$为第i家可比企业的市场乘数；$adjustRatio_i$为第i家可比企业的市场乘数调整系数；$weight_i$为第i家可比企业的权重。

第四步：通在股东全部权益价值（调整前）或企业价值的基础上，针对被投资企业的溢余资产或负债、非经营性资产或负债、或有事项、流动性、控制权、其他权益工具（如期权）可能产生的摊薄影响及其他相关因素等进行调整，计算得到股东全部权益价值（调整后），参照股权计划持有股份的权利、义务及持股比例计算得到持有股份的股权价值。对于其中流动性调整，结合股权计划实际情况，采用平均价格亚式看跌期权进行计算。

其中平均价格亚式看跌期权公式如下：

$$\begin{cases} P=Se^{-qT}\left[N\left(\frac{v\sqrt{T}}{2}\right)-N\left(-\frac{v\sqrt{T}}{2}\right)\right] \\ v\sqrt{T}=\{\sigma^2\mathrm{T}+ln\left[2\left(e^{\sigma 2T}-\sigma^2\mathrm{T}-1\right)\right]-2ln\left(e^{\sigma 2T}-1\right)\}^{\frac{2}{1}} \end{cases}$$

其中，P为估值基准日看跌期权价值；s为股权估值价值；T为待退出期限；σ为波动率；q为预期年化股利收益率；$N(\cdot)$为标准正态分布累积分布函数。

②收益法估值方法。针对不同股权投资的特点，使用收益法中的现金流折现法或股利折现法，对股权投资计划所持有资产或负债进行估值。

Ⅰ. 现金流折现法。现金流折现法需要采用合理的假设，预测被投资企业未来现金流及预测期后的现金流终值，并采用合理的折现率将上述现金流及终值折现至估值基准日，进行相应调整后得到被投资企业的企业价值或股权价值。该方法具有较高灵活性和适应性，在其他估值方法受限制之时仍可使用。现金流折现法估值流程可分为四个步骤：

第一步：针对被投资企业的历史财务报表进行分析，了解各项收入、费用、资产、负债的构成状况，判断影响历史收益的各类因素及其影响方式和影响程度，同时对历史财务报表进行必要的调整。在对企业产品或者服务的剩余经济寿命以及替代产品或者服务的研发情况、收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、营运资金、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定详细预测期。

第二步：综合考虑被投资企业的经营状况、历史经营业绩、发展趋势、宏观经济、所在行业现状与发展前景等因素，预测企业未来的自由现金流（FCFF）。

第三步：综合考虑估值日利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和被投资企业所在行业及其特定风险等因素，选用与自由现金流量内在风险匹配的加权平均资本成本作为折现率。

第四步：计算得到被投资企业的企业价值，参照市场乘数法估值方法中提及的调整或分配方法将企业价值调整至股权计划持有的股权价值。

被投资企业的企业价值的计算方法为：

$$OV=\sum_{t=1}^{n}\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}+\frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)\cdot(1+WACC)^n}$$

其中，OV为被投资企业的企业价值；n为详细预测期期数；g为永续增长率；$FCFF$为自由现金流量；$WACC$为加权平均资本成本。

Ⅱ. 股利折现法。股利折现法是将预期股利进行折现以确定评估对象价值的估值方法。该方法适用于被投资企业平稳发展、股利分配政策较为稳定，且能够对股利进行合理预测的情形。股利折现法估值流程可分为四个步骤：

第一步：针对被投资企业的历史财务报表进行分析，了解各项收入、费用、资产、负债

的构成状况，判断影响历史收益的各类因素及其影响方式和影响程度，同时对历史财务报表进行必要的调整。在对企业产品或者服务的剩余经济寿命以及替代产品或者服务的研发情况、收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、营运资金、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素合理确定详细预测期。

第二步：综合考虑被投资企业的经营状况、历史经营业绩、发展趋势、宏观经济、所在行业现状与发展前景等因素，预测企业未来的每股期望股利（DPS）。

第三步：综合考虑估值日利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和被投资企业所在行业及其特定风险等因素，选用与每股期望股利内在风险匹配的股权资本成本作为折现率。

第四步：计算得到被投资企业的股东全部权益价值（调整前），参照市场乘数法估值方法中提及的调整或分配方法将股东全部权益价值（调整前）调整至股权计划持有的股权价值。计算公式如下：

$$EV=\left(\sum_{t=1}^{n}\frac{DPS_t}{(1+R_{e,ex})^t}+\frac{DPS_{n+1}}{(R_{e,ex}-g)\cdot(1+R_{e,ex})^n}\right)\cdot Share$$

其中，EV为被投资企业的股权价值；n为增长阶段（预测期）期数；g为永续增长率；DPS为每股期望股利；$R_{e,ex}$为预测期股权资本成本；$R_{e,st}$为永续期股权资本成本；$Share$为股权计划持有的股份数。

③成本法估值方法。股权估值的成本法主要包括清算价值法、重置成本法和净资产法。

Ⅰ. 清算价值法。清算价值法是指在估值时点，假设将标的公司各项资产按最新的市场条件出售所能得到的回收价值，减去其负债价值，进而得出股权价值的估值方法，一般用于对出现重大经营风险，拟进行清算的企业的股权估值。

Ⅱ. 重置成本法。重置成本法是以股权价值评估时点，重新建造一个规模和经营水平相同的公司所需要投入的各项资产的最新购置成本作为其资产价值，减去其负债价值作为标的公司的股权估值。

Ⅲ. 净资产法。净资产法是通过分别估计企业各项资产和负债的公允价值，用全部资产的公允价值减去全部负债的公允价值，进而得出股权价值。适用情形方面，一般对于投资控股型企业，持有多个不同业务类型的子公司股权，会分别对各子公司股权以及其他账面资产的公允价值进行估计，然后减去负债价值得出其股权价值。对于股权价值主要取决于一项或多项核心资产价值的情形，如物流仓储企业的仓储资产、商业地产企业的核心物业资产等，也多用净资产法，先估计出核心资产及其他账面资产的价值，再减去负债的公允价值，进而得出股权估值。实务中，净资产法是应用较多的成本法类型。

3. 国内其他行业非标准化资产多采用第三方估值

随着国内债券市场的快速发展和全球金融危机的爆发，我国金融行业主管部门愈发关注

第三方估值在强化市场风险监测、助力市场平稳运行方面所起到的积极应用。2005年以前，证券基金公司各自对债券价值进行评估，对持仓债券使用各自估值结果记账计量，进而导致估值净价偏高、利润虚增的问题。2005年，货币市场基金影子定价工作小组成立，并且引入中央国债登记结算有限责任公司作为首家基金估值基准机构，标志着基金行业开启了第三方公允估值的应用。2020年4月，《保险资产管理产品估值指引（实行）》正式发布，实现了保险资产管理行业估值标准的统一，并且指引明确推荐将中债-中保登保险资产管理产品估值作为管理人及投资人确定公允价值时优先使用的第三方估值数据。2021年6月，《理财产品估值操作指南》正式发布，明确理财产品管理人可参考第三方估值机构提供的估值结果作为债券及非标债权的公允价值。

（三）国内信托机构非标准化类资产估值现状研究

1.信托产品投资非标准化资产的整体情况

截至2023年末，信托行业资产总额达到23.92万亿元（见图5-3-1），其中资金信托资产总额17.38万亿元，财产信托资产总额6.55万亿元。

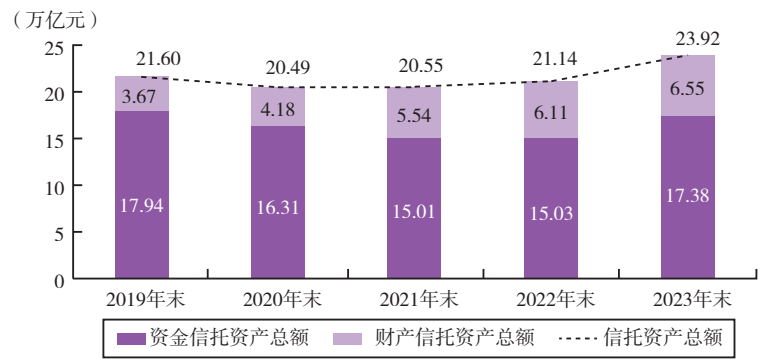


图5-3-1　信托资产总额

资料来源：中国信托业协会官方网站

信托行业整体规模近年来相对平稳，2020年起整体规模呈逐年增长趋势，2023年末整体规模较上年同期增长13%，为近年来最大增幅。

（1）非标转标趋势明显，但非标资产绝对值仍然较高

从资金信托的投向来看，信托资金投向证券市场占比由2019年末的11%持续上涨至2023年末的38%，行业标品转型趋势明显（见图5-3-2）。从绝对值上看，2023年末，信托资金投向证券市场的规模6.60万亿元，投向其他行业（以非标准化资产为主）的规模10.78万亿元，且投向其他行业的规模较上年同期小幅增长。非标准化资产仍是信托产品的重要投资标的，也是估值管理的重点领域之一。

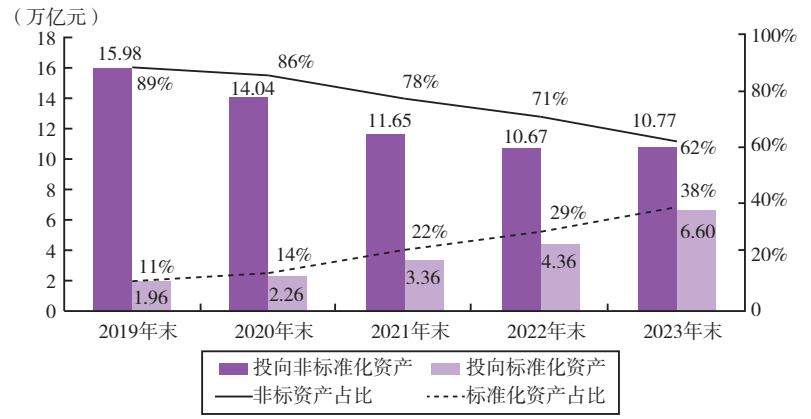


图5-3-2　资金信托资产投向

资料来源：中国信托业协会官方网站

从非标准化资产的投向来看，截至2023年末信托资金主要投向于工商企业、金融机构和基础产业等领域（见图5-3-3）。近年来，非标准化资产的各主要投向领域规模均持续下降，仅投向金融机构的规模有所回升。

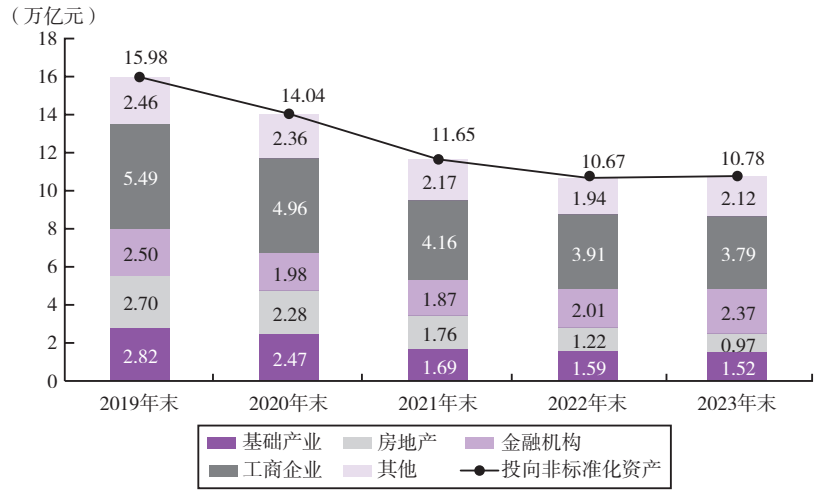


图5-3-3　非标准化资产投向

资料来源：中国信托业协会官方网站

（2）公允价值计量资产占比快速增长，非标资产中摊余成本计量占比有所下降

从资金信托持有资产类别来看，截至2023年末，以公允价值计量的金融资产10.51万亿元（见图5-3-4），以摊余成本计量的金融资产6.46万亿元（见图5-3-5），长期股权投资0.15万亿元。

近年来，随着《资管新规》及新金融工具准则的深化实施，以及信托产品向标准化业务转型，以公允价值计量的金融资产占比快速提升，占比由2019年末的11%提升至2023年末的60%。

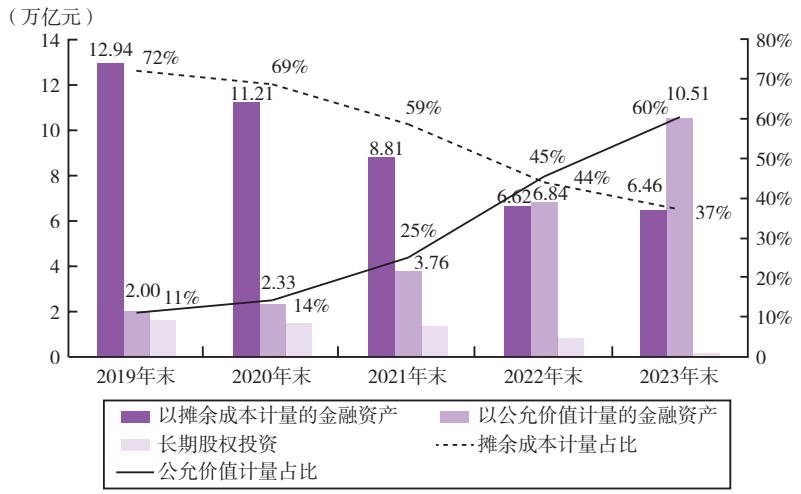


图5-3-4　资金信托资产类别

资料来源：中国信托业协会官方网站

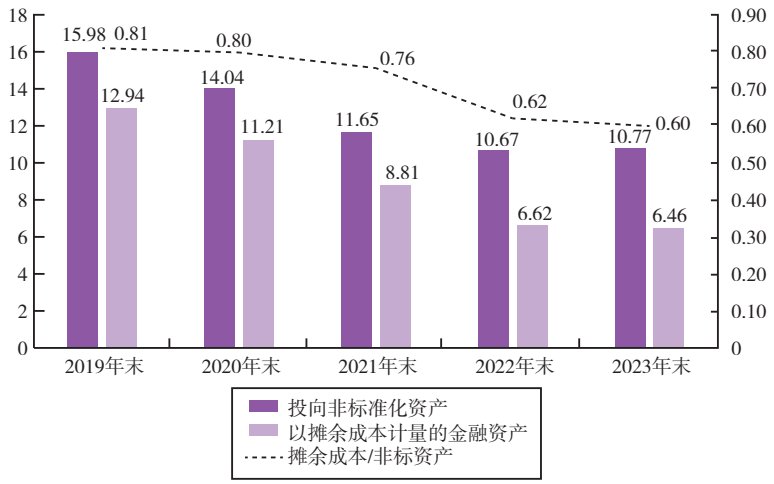


图5-3-5　非标资产摊余成本计量比

资料来源：中国信托业协会官方网站

从非标准化资产的估值情况看，“以摊余成本计量资产/非标准化资产”[①]比例近年来有所下降，由2019年末的81%下降至2023年末的60%，与之相对的公允价值计量占比正在持续提升。

2.信托行业估值管理总体情况

（1）估值政策依据

目前，财政部发布的《企业会计准则》和《资产管理产品相关会计处理规定》是信托产

① 以摊余成本计量资产中也会包含部分标准化资产，但整体仍以非标准化资产为主，因此该比例基本上可反映非标准化资产中摊余成本计量情况；非标准化资产暂以投向非证券市场外其他行业的规模进行预估。

品估值的重要理论基础和政策依据。

除此以外，其他资管同业发布的估值指引，例如中国证券投资基金业协会发布的《中国基金估值标准》，中国银行业协会发布的《银行业金融工具公允价值估值实施指引》，中国证券业协会发布的《证券公司金融工具估值指引》《证券公司金融工具减值指引》《非上市公司股权估值指引》等，也是信托产品估值重要的政策参考（见表5-3-5）。

表5-3-5　　资管产品估值政策汇总表

发布机构	发布文件	发布时间
财政部	企业会计准则	2006-02-15
	资产管理产品相关会计处理规定	2022-05-25
中国银行业协会	银行业金融工具公允价值估值实施指引	2023-04-26
中国证券业协会	证券公司金融工具估值指引	2018-09-20
	证券公司金融工具减值指引	2018-09-20
	非上市公司股权估值指引	2018-09-20
中国证券投资基金业协会	中国基金估值标准	2018-12-11

（3）估值内部管理

从信托行业整体来看，自2018年《资管新规》发布、对资管产品提出净值化管理要求以来，各信托公司均通过不断完善顶层设计与制度体系、建立估值管理机制与决策流程、优化组织架构与估值岗位、深入推进数据治理，持续提升净值化管理水平。2022年财政部发布《资产管理产品相关会计处理规定》，为信托产品估值提供了进一步的政策依据，相关估值实操细节更加规范化。

从行业内各信托公司情况来看，各公司在估值管理的规范化、精细化程度上有所不同。机制建设方面，部分信托公司建立估值管理委员会作为估值管理机构，负责全面估值工作统筹，包括建立估值决策体系、制定估值政策、审议重大估值议题、制定估值标准和流程等，估值机制更加完善；部分信托公司指定估值管理牵头部门，履行上述估值管理职责。组织架构方面，部分信托公司将标准化与非标准化产品的估值团队相分离，提升了估值管理专业化、精细化程度。系统建设方面，各信托公司均建立了专业的核算系统，部分信托公司通过自建减值计量及公允价值评估系统，依托业务基础数据及相关参数判断，实现业务数据与减值计量及估值评估的一体化联接，系统化程度更高。

3.信托产品投资非标准化债权的估值现状

（1）非标准化债权的估值方法

①资产分类。信托公司首先应按照《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》规定对非标准化债权资产进行金融资产类别划分。

根据管理金融资产的业务模式和金融资产的合同现金流量特征，可将金融资产划分为以

下三类：

Ⅰ. 以摊余成本计量的金融资产：a. 企业管理该金融资产的业务模式是以收取合同现金流量为目标；b. 该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

Ⅱ. 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产：a. 企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标；b. 该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。

Ⅲ. 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产：不属于以上两类的金融资产（也可直接指定为该类）。

②以公允价值计量的金融资产。初始确认非标准化债权资产时，信托公司应按照公允价值计量。对于以公允价值计量且其变动计入当期损益的非标准化债权资产，相关交易费用直接计入当期损益；对于以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，相关交易费用计入初始确认金额。

后续计量的估值技术通常从市场法、收益法或成本法中选取。具体到非标准化债权资产，通常适用于选取现金流折现法（收益法的其中一种）进行估值。

非标准化债权资产采用现金流折现法估值时，应按照合同约定，合理展开该金融工具的现金流，并采用恰当的收益率将现金流折现至估值日，得到估值日该金融工具的估值全价，估值全价扣除上一付息日至估值日应计利息得到估值净价。

③以摊余成本计量的金融资产。初始确认非标准化债权资产时，信托公司应按照公允价值计量，相关交易费用计入初始确认金额。

以摊余成本计量的非标准化债权资产，应采用实际利率法进行后续估值计量，并以预期信用损失在报表日计量当前应确认的减值准备。实际利率法，是指计算金融资产或金融负债的摊余成本以及将利息收入或利息费用分摊计入各会计期间的方法。实际利率，是指将非标准化债权资产在预计存续期的估计未来现金流量折现为该资产账面余额（不考虑减值）所使用的利率。在确定实际利率时，应当在考虑非标准化债权资产所有合同条款（如提前还款、展期、看涨期权或其他类似期权等）的基础上估计预期现金流量，但不应当考虑预期信用损失。预期信用损失，是指以发生违约的风险为权重的金融工具信用损失的加权平均值。其中，发生违约的风险是指发生违约的概率。信用损失是指企业根据合同应收的现金流量与预期能收到的现金流量之间的差额的现值。根据现值的定义，即使企业能够全额收回合同约定的金额，但如果收款时间晚于合同规定的时间，也会产生信用损失。

最终，非标准化债权资产的摊余成本，应当以该金融工具的初始确认金额经下列调整确定：a. 扣除已偿还的本金；b. 加上或减去采用实际利率法将该初始确认金额与到期日金额之间的差额进行摊销形成的累计摊销额；c. 扣除计提的累计信用减值准备。

（2）非标准化债权的估值现状

①摊余成本估值是非标准化债权的主流估值方式。虽然在理论层面，任何金融资产都可以直接指定为以公允价值计量，但在实际应用过程中，以摊余成本计量的会计核算操作相对简单，估值流程较为成熟规范。且相较于以公允价值计量受市场波动影响较大的特征，以摊余成本计量能够提供更为稳定的估值结果，减少信托产品净值波动，增强投资者对信托产品的信心。

因此，在遵守企业会计准则的前提下，信托公司出于会计核算准确性及产品净值稳定性考虑，更倾向于选择以摊余成本计量金融资产。通过采用摊余成本计量，信托公司能够在保证财务信息真实可靠的同时，为投资者提供更加平稳的投资回报体验，有利于促进公司的长期稳健发展。

②减值计提是摊余成本估值的主要难点。对于符合《资管新规》和《企业会计准则》中关于摊余成本法适用标准的非标准化债权，信托公司通常直接选择以摊余成本计量，其中的减值确认环节是主要难点。主要存在以下问题：Ⅰ.基础资产发生违约的概率、违约损失率等均需依赖于信托公司职业判断，产品净值与实际兑付价值之间难免存在偏离；Ⅱ.新金融工具准则要求在信用风险未显著增加、未发生实际违约时就计提减值，可能引起净值的较大波动，容易对投资者产生一定误导；Ⅲ.不同信托公司在采用摊余成本计量时选取的减值模型、具体参数设置存在差异，可能导致相同产品的分类和计量结果缺乏可比性。

③公允价值估值应用比例有所增长。当前，非标准化债权业务交易结构与业务模式更加复杂，无法满足以摊余成本计量所必需的业务模式及合同现金流特征的场景越来越多。具体而言，复杂化的交易条款、多元化的还款方式以及可能存在的嵌入衍生工具等因素，导致产品现金流模式呈现一定不确定性和非规律性，这种特性与摊余成本计量方法基于稳定且可预测的现金流来评估资产价值的原则相悖。

对于此类非标准化债权，公允价值计量能够更准确地反映资产在当前市场条件下的经济价值，信托行业内采用公允价值计量方式的非标准化债权资产规模呈现出上升趋势。通过参考市场交易价格、可观察输入值或采用适当的估值技术，公允价值计量能够为投资者、监管机构及市场参与者提供一个相对合理、公正的资产价值参考。

④公允价值估值对产品的净值波动性影响更大。对于采用公允价值进行计量的非标准化债权，其估值过程较为复杂且关键。尤其是在运用诸如现金流折现法等公允价值估值技术时，所选取的折现率与当前市场利率紧密挂钩。这一机制设计确保了估值结果能够尽可能地反映市场实际情况，但同时也意味着公允价值的确定对市场行情的变动具有较高的敏感性，进而导致信托产品净值产生相应波动，增加投资回报的不确定性，一定程度上影响投资者对信托产品的信心和投资决策。

信托公司作为受托人，不仅要确保估值过程的准确性与透明度，还需积极做好相关的信息披露工作，定期、及时地向投资者发布公允价值变动的详细信息，包括但不限于变动的

原因、幅度以及对投资者可能产生的影响等。此外，信托公司还应加强投资者解释和沟通工作，帮助投资者深入理解公允价值计量的原理、市场利率变动对信托产品净值的影响机制，以及面对净值波动时应采取的合理应对措施。通过这些措施，增强投资者的风险意识，提升投资信心，维护信托市场的健康稳定发展。

4. 信托产品投资非上市公司股权的估值现状

（1）非上市公司股权的估值方法

①资产分类。基于《企业会计准则第2号——长期股权投资》《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》和《资产管理产品相关会计处理规定》的相关规定，信托公司应当结合项目实际情况，判断信托产品是否对被投资单位实施控制、共同控制或重大影响，将非上市公司股权投资分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以长期股权投资计量（见表5–3–6）。

表5–3–6　　非上市公司股权投资资产分类

资产类型	交易性金融资产	不形成控股合并的长投	形成控股合并的长投
所占份额	无较大影响	重大影响/共同控制	控制
后续计量	公允价量	权益法	成本法

②以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。以公允价值计量相关资产或负债，使用的估值技术主要包括市场法、收益法和成本法。公司应当使用与其中一种或多种估值技术相一致的方法计量公允价值。当使用多种估值技术计量公允价值的，应当考虑各估值结果的合理性，选取在当前情况下最能代表公允价值的金额作为公允价值。

Ⅰ. 市场法。市场法是利用相同或类似的资产、负债或资产和负债组合的价格以及其他相关市场交易信息进行估值的技术。主要包括参考最近融资价格法、市场乘数法和行业指标法。

参考最近融资价格法通常适用于初创企业；市场乘数法通常适用于被投资企业相对成熟，可产生持续的利润或收入的情况；行业指标法通常只在有限的情况下运用，此方法一般被用于检验其他估值法得出的估值结论是否相对合理，而不作为主要的估值方法单独运用；只在行业发展比较成熟且行业内各企业差别较小的情况下，行业指标才更具代表意义。

市场法依赖于市场交易数据及可比交易案例或可比公司数据，但非上市公司股权交易频率低，市场数据较难获取，其参考价值有限。

Ⅱ. 收益法。收益法是将未来金额转换成单一现值的估值技术。主要为现金流折现法和股利折现法。通过对被投资企业未来现金流的预测，采用适当的折现率将未来收益折现到当前时点，从而得出股权的当前价值。

收益法是非上市公司股权估值中常用的方法之一，但需要准确预测未来现金流和折现

率等参数，由于存在业务模式不确定性、市场环境变化等因素，估值结果受主观因素影响较大。

Ⅲ.成本法。成本法是反映当前要求重置相关资产服务能力所需金额（通常指现行重置成本）的估值技术。在估计非上市股权的公允价值时，通常使用的成本法为净资产法。

管理人可使用适当方法分别估计被投资企业的各项资产和负债的公允价值，综合考虑后得到股东全部权益价值，进而得到持有部分的股权价值。此方法适用于企业价值主要来源于其占有资产的情况，如重资产型的企业或投资控股企业。

在特定情况下，如市场无法提供可靠的公允价值信息时，可以考虑使用成本法作为估值的参考。但这种方法通常不能全面反映非上市公司股权的市场价值。

③长期股权投资。信托产品属于《企业会计准则第33号——合并财务报表》规定的投资性主体的，其持有的对不纳入合并财务报表的子公司的权益性投资以及对联营企业和合营企业的权益性投资，应当划分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，并适用《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7号，以下简称22号准则）。

信托产品不属于投资性主体的，其持有的投资应当按下列情形进行会计处理：

Ⅰ.能够对被投资方实施控制的权益性投资，应当根据《企业会计准则第2号——长期股权投资》（财会〔2014〕14号，以下简称2号准则）的规定采用成本法核算。

Ⅱ.能够对被投资方实施共同控制或重大影响的权益性投资，可以根据2号准则的规定采用权益法核算，也可以根据该准则第三条（二）的规定划分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，并适用22号准则。

非上市公司股权被分类为长期股权投资计量的，根据会计准则的规定，按照被投资企业的初始投资成本、交易费用、利润实现、股利分配等情况进行资产估值核算。

（2）非上市公司股权的估值现状

目前信托行业非上市公司股权估值实操主要包括自建模型和聘请第三方估值的方式。无论选择哪种方式，均存在底层资料获取充分性和及时性问题。具体方法上：

①净值法：底层标的净值可获取时的优选方案。对于合伙企业等非上市公司股权投资，如管理人或相关方可提供底层标的净值，信托公司可采用净值法估值。一般在信托合同中明确以估值日底层净值作为估值依据。

②现金流折现法：适用广泛，但需做好估值风险防范。当信托产品无法取得底层净值或不能及时取得底层净值且底层资产现金流可以合理预估的情况下，信托公司可选择现金流折现法进行估值。现金流折现法具有较高的灵活性，在其他方法受限时仍可使用，适用性广。但现金流折现法估值过程中涉及主观判断和参数选取应进行客观评估，估值结果对各项参数变化较为敏感，信托公司需做好估值技术评估和信息披露工作，防范估值风险和受托人责任风险。

③市场法：适用相对活跃交易市场。在融资活动较为频繁或存在可比参照物的情况下，信托公司可采用最近融资价格法和市场乘数法估值。由于非上市公司股权投资的特殊性，资产信息透明度较低，财务数据、经营情况、市场前景等关键信息难以直接获取或验证，市场法估值仍存在难以充分调整的因素。

④成本法：一定条件下的备选方案。当被投资企业价值主要来源于资产公允价值时，信托公司可以被投资企业估值日的表内外资产负债价值为基础，采用净资产法或重置成本法进行估值。

（四）国内信托产品投资非标准化类资产的估值难点与挑战

1.投资者教育及解释工作任重道远

在当前市场预期下，非标准化信托产品的投资者仍存在一定兑付预期，对净值波动较为敏感。按照新金融工具准则，减值计提、公允价值估计均涉及模型选择、参数设置和会计估计，并在一定程度上受市场利率和主体风险变化的影响，过程中可能引发信托产品的净值波动，且难免与最终兑付金额存在一定差异，信托公司可能面临投资人质询风险和舆情风险。

建议信托行业及各信托公司持续强化投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，避免因投资人在投资前对净值化管理产品认知不清而导致相关纠纷和舆情。

2.非标准化产品的核算政策和估值标准有待统一

信托非标准化产品具有投资范围广泛、条款设计灵活、运作模式多样等特征。底层资产相关主体公开信息及历史交易信息较少，且部分数据存在时效性和准确性问题，估值参数生成难度大，估值模型较为复杂。不同信托公司采用的估值方法、模型及参数可能存在差异，导致同类资产的分类和计量结果缺乏可比性，降低了估值结果的可比性和公信力。

建议制定行业统一的核算政策和估值标准，明确参数选取、模型适用和调整规则等关键问题的实施细则，提高信托行业的估值统一性。

3.非标估值底层资产信息获取存在难度

一是信托公司真实、准确、完整、及时地获取底层资产信息存在难度。无论是采取哪种模式，信托公司均需要充分获取如经审计的财务报告等底层资产和交易对手信息。相比于标准化债权类资产、上市公司股票等信息披露要求较为明确的资产，以及保险资管产品等明确应登记底层投资合同和现金流数据的资产，信托行业对交易对手、底层资产的披露要求尚不明确，登记底层资产信息也尚处于起步阶段，信托公司真实、准确、完整、及时地获取底层资产信息更依赖于融资人的配合程度和公司自身风控强弱水平，这直接影响了资产估值的公允性和产品净值的准确性。

二是当前信托行业大部分公司非标资产的减值计提和公允价值评估等工作仍主要依赖手工录入、整理和使用，未实现原始数据、业务数据、估值参数与估值结果的统一对接。各家信托公司需要持续提升信息科技能力，实现减值、估值模型的系统化，规范模型应用标准和数据获取、参数录入原则，持续提升估值工作的规范性和估值结果的准确性。

四、信托产品非标准化类资产估值的实践探索

前文深入分析了国内外非标准化类资产投资与估值的现状，本部分将围绕国内非标资产投资的特点和面临的挑战，探索信托产品非标准化类资产估值的实践意义，以期构建一个适用于非标资产估值的框架，进而为信托行业的稳健发展提供理论和实践的支持。

（一）信托产品投资非标资产估值实践意义

信托产品投资非标资产的估值对于信托行业的发展具有重要的实践意义。更为透明和标准化的非标资产估值不仅能够吸引更多的投资者，提升信托行业的竞争力，还能有效支持实体经济的发展。本次课题深入探讨了非标资产的估值方法和标准，研究不仅有利于委托人的资金安全和收益预期，也对受托人履行责任、加强内部管理具有指导意义，同时对监管机构提高监管效率和维护市场秩序也具有一定积极影响。下文将从委托人、受托人以及监管这三个市场主要参与者的不同视角就实践意义进行阐述。

1. 委托人

一方面，随着当前经济环境的不断变化和市场波动的加剧，特别是对于已经进入到退出阶段的信托产品，市场风险的增加和信托产品的价值变动，可能会导致委托人对资产的安全性和收益性产生一定程度的担忧或质疑。因此，在当前市场环境下，明确的非标资产估值方法和标准能够增强委托人的认可和信任，从而提高信托产品的市场竞争力。

另一方面，截至目前非标资产的估值方法及标准仍在探索发展中，由于行业内尚未正式颁布非标资产估值标准，不同信托机构对同类非标资产的估值尚未达到统一标准，这可能导致委托人无法获得与其风险承担相匹配的合理回报。因此，信托产品非标资产估值标准的建立，将为委托人提供更加稳定的资产价值量化指标参考，便于委托人能够更加准确识别和比较标的资产的相对价值，进而更好地保护委托人利益。

综上所示，非标资产估值标准的确立对委托人而言至关重要，它不仅可以增强委托人对资产安全性和收益性的信心，还为委托人的投资决策提供更多的参考依据，进而增强信托产

品的市场竞争力，促进信托行业健康发展。

2. 受托人

首先，信托机构在管理信托资产时承担着确保资产估值准确性的重要职责。这不仅关系委托人的利益，也是衡量机构风险管理和专业能力水平的重要指标。本次课题调研发现，部分信托机构针对非标资产会自建估值模型，但也带来了一系列挑战和潜在问题。自建估值模型在参数选择、阶段划分等方面可能存在一定主观性，这可能会影响估值的公正性和准确性，致使信托机构面临受托责任风险，增加合规风险，甚至可能影响整个信托行业的稳定性和健康发展。因此，建立更为透明和标准化的非标资产估值方法，减少估值过程中的主观性和不确定性，对于提升信托机构的风险管理水平和维护职业声誉至关重要。

其次，建立一套明确且严谨的非标资产估值标准，能够在一定程度上解决前台投资部门与后台部门因“站位”不同而产生的估值分歧。前台投资部门作为市场脉搏的敏锐感知者，往往更注重资产的市场价值和潜在收益，倾向于采用更为灵活的估值方法，以适应快速变化的市场环境。而后台部门作为风险控制的关键环节，更侧重于资产的安全性和合规性，严守风险底线，倾向于采用更为保守的估值策略，确保资产价值的稳定性和可预测性。因此，前台部门和后台部门之间的差异，虽然体现了信托机构内部不同部门的专业视角和职责分工，但也可能导致估价结果的不一致，进而影响整个机构的决策效率和市场竞争力。

最后，非标资产估值标准的建立也有助于提高非标资产的流动性。目前，由于缺少统一的非标资产估值标准，市场上信托非标资产的估值合理性受到质疑或挑战，导致非标资产交易量和活跃程度较低。明确的估值标准有助于市场更准确地发现非标资产的公允价值，形成更加公平、合理的市场定价机制，为交易双方提供一个合理的定价参考，减少交易双方的估值争议和协商成本，加快交易速度，提高市场效率。同时，统一的估值标准将提升非标资产的可比性和可交易性，使投资者在资产配置时更高效，从而促进非标资产的交易活跃度，提升其流动性，推动多层次金融市场的发展。

综上所述，建立透明、标准化的非标资产估值方法能有效提升信托机构风险管理水平，降低合规风险，增强非标资产的流动性，提高信托机构内部的管理效能，并促进市场效率和多层次金融市场的发展。

3. 监管

监管机构对于信托产品的估值披露予以严格监督，其核心目标在于维护投资者的合法权益。通过确保投资者能够获取准确且透明的估值信息，可以有效提升市场的信任度，进而推动信托行业的持续健康发展。从穿透监管角度，监管机构能够依据明确的估值标准及合理的估值结果，对底层非标资产进行摸排，不仅有助于监管机构更加准确掌握行业整体的资产质量状况，还能够为监管决策提供坚实的数据支持，更加精准地识别和评估潜在风险，从而有效提升金融体系的稳定性和风险防控能力。

在当前环境下，信托机构自行构建的估值模型尚未形成统一标准，对监管机构监督管理效率造成一定程度的挑战。因此，对于监管机构而言，非标资产的估值标准的建立，一方面使监管机构能够通过公开透明的估值监管标准，引导信托机构规范其市场行为，减少违规操作，也使信托机构能够预见监管行为，减少了实操过程中的不确定性；另一方面，明确的非标资产估值标准也将为监管执法提供坚实的依据，有助于提升投资者的信心，保护投资者的合法权益，提高整个行业的合规水平，维护金融市场的稳定和秩序。

综上所述，建立信托产品非标资产估值标准有助于提升监管效率，规范市场行为，减少实操过程中的不确定性，能够更好地保护投资者权益，提升行业合规性，维护市场稳定。

（二）信托产品非标准化类资产估值的方法论

1.历史背景

“非标”与“标”是两个富有中国特色的金融概念，最早出现于2013年底原中国银监会发布的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》中。该通知定义了非标准化债权资产的范围，明确了标准化债权和非标准化债权的区别在于债权类资产的交易场所，即债权类资产的交易场所是否为银行间市场及证券交易所市场。

随后2014年4月，原中国银监会发布了《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号文），明确了信托公司非标准化理财资金池业务的定义和资金错配的问题。

至2016年，中国证监会在“八条底线”征求意见稿中，从资产管理计划的角度定义了“非标类资产管理计划”。根据定义，非标类资产管理计划为“根据资产管理合同约定的投资范围，投资于未在公开证券交易场所转让的股权、债权及其他资产权利的资产比例大于等于80%的资产管理计划”。在此定义下，非标资产包括了“股权、债权及其他资产权利”。

2017年，我国财政部修订发布了《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》，以保持和国际会计准则理事会发布《国际财务报告准则第9号（IFRS9）——金融工具》趋势。

最近一次监管对非标的界定见于2018年央行、原银保监会、证监会、国家外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即《资管新规》）。《资管新规》以白名单方式给出了标准化债权的范围，未提到的即被划定为非标准化债权。根据《资管新规》的规定，标准化债权应同时满足以下五条：

（1）等分化，可交易；

（2）信息披露充分；

（3）集中登记，独立托管；

（4）公允定价，流动性机制完善；

（5）在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。

《资管新规》对标准化债权的界定，其主要目的在于规范公募产品和私募产品的投资标的范围，避免公募产品投资于非标准化类债权导致产品的风险属性过高。

除了对非标准化债权的定义，《资管新规》还要求适用新规的金融资产同样适用企业会计准则。也就是说，22号准则是对《资管新规》规范下的金融工具在会计计量方面的进一步规范。

2. 资产范围

纵观近年来监管发布的有关非标资产的监管政策，不难看出，监管对非标资产的定义可初步分为两类：

一类是从资金端判断金融产品是标还是非标。例如2013年底原中国银监会发布的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，以及2018年发布的《资管新规》，更多是从资金交易场所对债权的标与非标进行了定义。

一类是从资产端判断金融产品投资的底层资产是标还是非标。例如2016年中国证监会发布的“八条底线”征求意见稿从资产管理合同投资的底层金融资产的构成，定义了资产管理计划的标与非标的区别。

但需要注意的是，两类定义中均提到了底层金融资产是否有在公开交易场所交易这一标准。

而从会计计量的角度分析，由于22号准则要求金融资产根据“SPPI测试”和“业务模式测试”两个标准进行分类和计量。其中，根据准则要求，“SPPI测试”需要根据底层基础资产的合同现金流量判断现金流特征是否符合基本借贷安排。“业务模式测试”则从产品层面，判断金融机构持有各类投资组合的业务标目，进而评估并判断合适的计量方法。因此，如从会计计量的角度讨论非标资产的估值问题，则必须首先基于底层基础资产，判断底层基础资产的现金流特征和属性。

综合监管政策和会计准则的要求，本文认为有关信托产品非标资产的估值问题需穿透至产品底层，以基础资产为单位，分析估值的难点和痛点。对比分析公募基金和私募基金的投资范围后，本文参照私募基金的投资范围，认为非标准化资产包括非标准化债权、未上市企业股权以及信托收益权等资产。

3. 估值口径

本次课题讨论的非标资产的估值问题与资管产品净值化管理息息相关，而根据《资管新规》的相关规定，净值化管理更多关注的是资产的投后价值计量是否已公允反映。因此本文关注的估值问题以投后估值为主，并以22号准则为指导方针，展开探讨非标资产的估值问题及应对思路。

4. 准则要求

根据22号准则的要求，在对金融资产进行会计计量时，首先需要穿透至底层对基础资

产进行SPPI测试，用以判断对资产是以摊余成本计量还是以公允价值计量。对于以摊余成本计量的金融资产，需要视情况计提减值准备，本文不做讨论。对于以公允价值计量的金融资产，22号准则要求针对不同的产品分类，采用最合适的理论模型。理论模型应符合金融行业的标准。对于金融资产的分类，22号准则主要依据输入参数的来源，将金融资产分为了三个层级。各个层级的定义具体如下：

第一层级：获取的相同资产或负债在活跃市场中的公开报价；

第二层级：除第一层级资产或负债外，其他能观察到的直接或间接的交易价格或信息；

第三层级：基于非直接观察的市场数据得出的有关资产或负债的参数，包括使用估值技术对资产价值进行评估。

5. 估值方法

由于非标准化类资产没有在公开交易市场交易，因此缺乏在活跃市场的公开报价。而其他能观察到的直接或间接的交易价格或信息也较难获取。因此如何对这类资产进行估值以公允反映资产的价值是本文讨论的重点。本节将以非标准化类债权及非上市股权两类资产为主，借鉴海外类似或同类资产的估值经验，分析适用于我国非标准化资产的估值方法。

对于非标准化债权，根据行业调研，其主要的资产类型包括信托产品投资的缺乏流动性的私募债、受（收）益权、可转债等类固收类资产。其中，债转股不同于普通债权，除了会支付固定的利息本金外，条款中会约定转股权等衍生权利，因此估值方法相对特殊。

对于非上市股权，主要为信托固有业务投资产生的资产，主要依据的估值方法为收益法等权益估值方法。对于部分信托产品，由于其投资的收益权的收益与底层非上市股权相挂钩，因此不同于定期兑付收益和本金的收益权，这类收益挂钩底层非上市股权的收益权的估值方法建议采用权益估值方法。

（1）非标准化债权

非标准化债权最早产生于非标业务。非标业务是在中国利率市场化无法满足市场多层次融资需求的大背景下产生的游离于标准信贷系统之外的金融创新业务。我国由非标业务产生的非标准化债权资产主要包括私募债、收（受）益权等。对于这些资产，由于都为固收类资产，估值方法以现金流折现法为主，核心为现金流与折现率的确定。

现金流主要根据协议约定确定各期现金流的大小。如资产为违约资产，则可参考债务重组计划等相关信息推导预期可偿还现金流。

在确定折现率时建议考虑如下因素：一是借款主体是否有公开市场的信用信息（例如CDS点差或发行人境内标准债券的市场价格信息）。如有，则可基于CDS点差或其他市场价格信息进行调整，从而得到借款主体的信用水平。二是非标债权是否具有担保或者增新合同，如有，则需在个券水平进行考虑。三是非标债权是否包含特殊权利，例如投资人回售权、发行人赎回权、提前偿还补偿权、借款主体信用水平或者实控权变动导致的触发性条款等。四

是非标债权现金流是否重构，例如底层项目现金流与非标债权现金流是否不匹配，借款主体偿还金额是以本币支付还是外币支付等。五是流动性折扣的确定，将公开市场价格与私募市场价格之间的差异进行统计，当差异显著时，会对个券或者整体进行流动性折扣调整。

（2）非上市股权

近年来，随着《资管新规》的推出以及非标准化债权的进一步压降，越来越多的信托公司开始通过信托产品或将自营资金投资于非上市股权资产。而对于非上市股权资产的估值，我国最早发布的规范性文件是2018年8月由中国证券投资基金业协会发布的《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》。该指引的发布旨在引导私募投资基金非上市股权投资专业化估值，完善资产管理行业估值标准体系，促进私募基金行业健康发展，以及保护基金持有人利益。指引参考了《企业会计准则》以及《国际私募股权和风险投资基金估值指引》（2015年12月版）。

综合参考《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》以及《国际私募股权和风险投资基金估值指引》（2022年版），非上市股权的估值方法主要有成本法、收益法、市场法和期权法。

成本法以评估对象估值日的资产负债表为基础，通过合理估计表内及表外各资产和负债价值，以确定非上市企业的股权价值。较为常用的成本法为净资产法，主要适用于企业价值来源于其占有的资产的情况，如重资产型的企业或者投资控股企业。成本法的优点在于能比较充分地考虑到资产的各种损耗，评估结果更趋于公平合理。而且成本法的使用范围广泛，适合于单项资产和具有特定用途的专项资产评估，对于那些不易计算资产未来收益、无法重置特殊资产及难以取得市场参照物的资产评估也可以使用此法。但一旦采用成本法进行估值，其计算复杂度和工作量都较大，往往影响评估结果的准确性。

收益法也称现金流贴现法。在该方法下，一家企业的价值在于其未来能收到现金流考虑时间价值折现后的现值之和。收益法一般适用于企业整体价值的评估，或者能够预测未来收益的单项资产或者无法重置的特殊资产的评估活动。由于考虑了企业未来经营带来的价值，收益法往往能较为准确地反映企业本身的价值，得到的估值结果也较能为买卖双方接受。但由于需要依赖企业未来的经营预测，因此估值结果比较容易受到主观判断和未来不可预见因素的影响。

市场法利用相同或类似的资产、负债或资产和负债组合的价格以及其他相关市场交易信息进行估值。常用的市场法包括近期融资法、市场乘数法、行业指标法等。市场法的原理简单，易于理解和掌握，能够客观反映资产目前的市场情况，评估值能反映市场现实价格和市场价格变动趋势，评估结果易于被各方面接受和理解。但同时市场法对市场环境要求较为严格，需要有公开活跃的市场作为基础；在进行影响因素比较、差异调整时，受评估人员主观因素的影响较大，影响评估结果的准确性；该法只适用于以资产价值为基础的资产，不适用于专业机器设备和大部分无形资产，以及受地区、环境等严格限制的一些资产评估。

（三）信托产品非标准化类资产估值流程

基于前文对非标准化类资产主要涉及的非标准化债权以及非上市股权的方法论介绍，下文将结合日常的估值实务，对当前市场上常见的该两类资产的估值方法适用情境、估值流程以及估值实务问题做进一步的阐述。

1.非标准化债权

非标准化债权作为信托产品常见的底层资产，其在日常估值实务中经常作为估值标的出现，具体适用的交易结构如何，确定估值方法后对应的估值流程如何，常见的估值实务问题有哪些将在此展开。

（1）非标准化债权估值方法适用情境

为便于理解，该小节主要基于当前市场上常见的非标准化债权的交易结构和适用情境进行说明。一般来说，信托公司发行信托产品，从投资者处募集资金用来投资特定的底层资产，该类底层资产为私募债或者收（受）益权等，投资者认购该类信托产品从而获取底层资产的收益权，底层资产的实际持有人即债务人通过经营活动产生现金流，并向信托产品定期支付利息和偿付本金，信托产品进而按照信托合同中与投资人约定的条款向投资者定期分配固定收益，这类产品结构适用于上文方法论中提到的现金流折现法。常见的交易结构可参考图5–4–1。

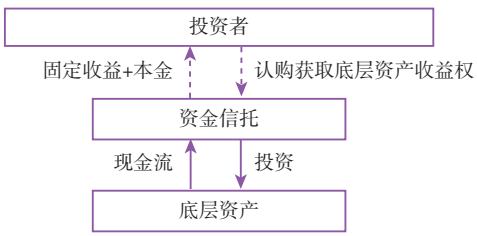


图5–4–1　非标准化债权交易结构示意图

（2）现金流折现法的估值流程

基于上文中的方法论，该方法的估值参数中包含两个要素，即现金流和折现率。因此，在适用该方法估值过程中，可参考以下流程：

首先，获取底层资产的预期现金流，这一现金流可能由底层资产的实际持有人提供，也可能由产品的投资团队提供，因此现金流合理性的判断尤为重要。合理性判断一般需要结合以下要素：

①基础资料完整性。当前底层资产的现金流是否有充足的依据和支撑，现金流计算使用的基础数据资料是否完整提供。

②现金流稳定性和预测性。预期现金流的整体稳定性和未来的可预测性，是否存在较大波动，如存在较大波动，是否有合理解释。

③标的资产历史现金流或类比资产现金流对比。标的资产是否有历史实际发生的现金流作为参考，该现金流与预期现金流的偏离度如何，若没有历史现金流，是否提供市场上类比资产的历史现金流作为参考依据。

④增信措施。增信措施中包含的担保、抵押品或其他形式的增信措施的实际有效性如何，触发机制以及触发后如何生效。

⑤历史违约情况。标的资产历史期间是否出现违约情况，违约原因、违约时点以及后续解决措施，该因素可以结合增信措施一同考虑。

⑥其他可能认为重要的影响要素。

除了要重视对预期现金流的合理判断，折现率的选取也非常重要。估值往往涉及多个时点，折现率是否可以反映底层资产在不同时点的风险是关系估值准确性的重要因素，识别信用风险上升事件则是关键环节，一般可以从以下要素进行考虑：

①债务人的信用记录。关注是否有外部信用评级的变动或者其他债务的逾期情况。

②债务人基本信息。关注最接近其违约日的基本财务信息，关注与偿债能力相关的财务指标，如现金流、负债比率、速动比率等。

③债项基本信息。关注违约底层资产的基本合同信息、风险缓释信息以及违约时点的风险暴露信息等。

④抵/质押品和增信措施。关注抵/质押品的相关信息以及担保人等其他增信措施在违约后的有效性。

⑤宏观经济因素。关注标的资产相关性强的宏观经济因素。

⑥监管以及行业政策变动。关注与标的资产相关的法规以及行业政策变动情况。

⑦其他可能认为重要的影响要素。

2. 非上市股权

通过对市场的观察，近年来非上市股权作为底层资产被越来越多的信托产品所关注，这一趋势主要得益于信托产品的净值化转型以及对高净值客户群体财富增长的需求。但相较非标准化债权，非上市股权涉及的估值方法更多且更具灵活性，下文将展开介绍不同估值方法的适用情境以及主要方法的估值流程和实务问题解析。

（1）非上市股权估值方法适用情境

非上市股权作为企业的有效融资渠道之一，其存在与企业的发展周期息息相关，因此我们在介绍其不同估值方法的适用情境时，需要结合企业的生命周期。生命周期理论认为，企业的发展和动物的生命周期存在一定相似性，体现为从创立到成长，再至成熟、衰退的变化过程，企业生命周期还体现出差异较大的金融特征。

20世纪90年代以来，在西方研究的基础上，国内学者结合我国企业的并购实际对企业生命周期理论进行了优化调整，其中李业（2000）的研究最具代表性，根据主营业务收入金额特征，将企业生命周期划分为初生、成长、成熟、衰退四个阶段（见图5-4-2）。

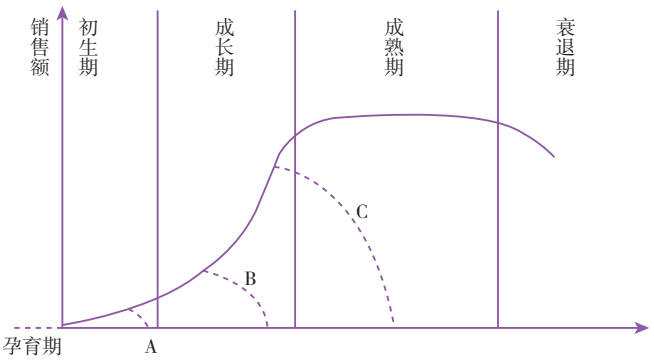


图5-4-2　四阶段生命周期模型示意图

资料来源：李业2020,《企业生命周期的修正模型及思考》

结合企业生命周期不同阶段的特征，市场法、收益法以及成本法三大类估值方法的适用范围如下：

①初生期适用估值方法。初生期的企业存在以下特征：经营历史短，收入未成规模，前期资金消耗大，依赖私募资本成长，产品或服务仍在开发期等。处于该阶段的非上市股权项目对应的企业，常适用成本法和收益法，市场法中多使用参考最近融资价格法。

②成长期适用估值方法。成长期的企业存在以下特征：有一定历史经营数据，收入呈现快速增长阶段，企业价值仍大部分源自未来资产投资，收入利润未达到稳定状态等。处于该阶段的非上市股权项目对应的企业，常适用市场法和收益法。

③成熟期适用估值方法。成熟期的企业存在以下特征：历史经营数据充足，收入利润规模趋于稳定，未来现金流具备可预测性等。处于该阶段的非上市股权项目对应的企业，常适用市场法和收益法。

④衰退期适用估值方法。衰退期的企业存在以下特征：业绩出现连年下降趋势，几乎没有价值源自未来资产，债务风险上升等。处于该阶段的非上市股权项目对应的企业，三种估值方法均适用。

下文将对该节中提到的市场法下的市场乘数法、收益法以及成本法的估值流程进行展开。

（2）非上市股权估值方法的估值流程

①市场乘数法估值流程。在使用市场乘数法对非上市股权估值时，应考虑与投资标的相关的定性和定量因素，选择恰当的价值乘数，具体流程如下：

第一步：选取可比公司。选择可比公司时应考虑投资标的的业务性质与构成、企业规

模、企业所处经营阶段、发展预期和盈利水平等因素，同时结合标的公司所处行业以及行业同类型公司的特点和差异，综合进行可比公司的选取。

第二步：对所选择可比公司的业务和财务情况进行分析，与投资标的情况进行比较。

第三步：市场乘数的选取应依据投资标的所在行业、盈利情况、所处经营阶段、行业的特定指标以及与可比公司财务情况对比情况等因素确定。

第四步：将价值乘数运用到评估对象所对应的近期财务数据，得到企业股权价值或企业价值（EV）。结果为企业价值的，还需扣除净负债，并考虑是否存在非运营资产/负债，得到企业股权价值。

第五步：在企业股权价值的基础上，考虑持股情况、各轮次股东权利义务的差异、流动性折扣等因素得出非上市公司股权公允价值。

②收益法估值流程。使用收益法对非上市股权估值时，应考虑与投资标的相关的定性和定量因素，预测未来收益，确定折现率，具体流程如下：

第一步：分析历史财务报表。对历史财务报表进行分析，了解投资标的各项收入、费用、资产、负债的构成状况，判断影响投资标的历史收益的各类因素及其影响方式和影响程度，同时对投资标的历史财务报表进行必要的调整。

第二步：预测未来现金流。根据投资标的特征，结合宏观政策、行业周期及其他可比企业进入稳定期的所需时间，合理确定预测期。根据投资标的的经营状况、历史经营业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，结合其他相关资料合理预测未来现金流。

第三步：确定折现率。综合考虑估值日利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、投资标的的特定风险等因素，测算并确定折现率。

第四步：计算投资标的经营性资产及负债价值。经营性资产及负债价值=预测期现金流现值+永续期现金流现值。

第五步：如果投资标的在评估基准日拥有非经营性资产、非经营性负债和溢余资产，应恰当考虑这些项目的影响，并采用合适的方法单独予以评估。在评估模型测算出投资标的的经营性资产及负债价值后，加上单独评估的非经营性资产、非经营性负债和溢余资产的价值，得出股东全部权益价值或企业整体价值。

第六步：根据上述步骤计算得出企业整体价值后，减去企业净负债价值得到企业股权价值。

第七步：在企业股权价值的基础上，考虑持股情况、各轮次股东权利义务的差异、流动性折扣等因素得出非上市公司股权公允价值。

③成本法估值流程。使用成本法对非上市股权估值时的具体流程如下：

第一步：获得被评估企业的资产负债表。若获取的资产负债表并非估值日编制的，需进行调整。

第二步：确定需要重新评估的表内资产与负债。分析和了解投资标的表内资产和负债，确定是否需要重估。

第三步：确定表外资产、表外或有负债。对于存在未予判决的经济诉讼、所得税等方面的争议或环境治理要求等情形的企业，需评估或有负债对企业经营风险的影响。

第四步：根据重新评估后的资产负债数据得到企业股权价值。

第五步：在企业股权价值的基础上，考虑持股情况、各轮次股东权利义务的差异、流动性折扣等因素得出非上市公司股权公允价值。

五、信托产品非标准化类资产估值体系建设建议与展望

上文主要说明信托产品非标准化类资产估值的实践探索，本部分主要根据当前对信托行业多方面的分析，提出建设建议与展望，以期为信托行业非标准化类资产估值体系建设提供一定的思路和方向。我国非标资产具备客观存在的市场需求，非标业务经历了高速发展阶段，目前需要迎接制度变革。信托机构可考虑对非标资产的估值管理“疏堵结合”，从标准制定、基础设施完善、信息披露、人才培养等方面加强非标准化类资产估值体系建设，规范引导非标业务良性发展。

（一）统一估值标准，完善估值体系

1.出台估值指引

自2013年《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》的出台，“非标准化债权资产”这一概念在我国应运而生。“非标准化类资产”为我国监管所定义，且全球市场中并无与其完整对应的概念。经过相当一段时间的发展，信托业也由高速发展期，转型到了压缩阶段。非标产品核算政策和估值标准也需要一定的指引。不同信托公司采用的估值方法、模型及参数可能存在差异，导致同类资产的分类和计量结果缺乏可比性，这也导致估值结果的可比性和公信力大大降低。统一估值标准、完善估值体系有利于行业向标准化发展更进一步。

明者因时而变，知者随事而制。不同发展阶段，需要有与之相匹配的指导策略以及思路，要主动适应时与势的变化，构建具有中国特色、可参考性的估值指引，为我国信托业市场发展提供一定的引导，提升信托业非标准类资产估值定价科学性和有效性，符合当前阶段的评估逻辑，可以促进市场资源配置功能更好发挥。

2. 严格执行监管要求，建立估值体系

我国经济发展正处于转型关键时期，建设新时代信托业市场，既存在机遇也面临挑战。当前我国资本市场属于多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构的特征。不光是国内，全球市场的估值体系也正在重建之中，海外经济已经由低增长、低通胀、低利率、高杠杆，进入到高通胀、高利率、高杠杆、低增长阶段，全球资产正面临重新定价。在效率与安全并重的背景下，各机构在配置资产，对资产进行前中后期关注时，估值也是必不可少的。面对动荡的局势，以及资产的不确定性，各机构建立自身估值体系，可以更有效地防范风险，尽可能减少多层次不确定下带来的扰动，做到心中有数。

3. 建议完善估值监管政策

随着《资管新规》的正式落地，各类信托产品不得保本保息、刚性兑付，在这个转型趋势底色之上，信托产品估值越发受到信托产品受托人以及委托人的关注。从监管角度来看，当前信托产品仍存在信息披露不规范、不透明、估值管理内控机制不到位等问题。目前市场环境和监管格局发生了很大变化。但监管政策仍比较粗略，细节约定不够详尽，执行起来会存在打“擦边球”现象。信托业从业者如何采取科学的估值程序、合法的估值方法、合理的估值定价逻辑，这些都需要有更加明确的可操作的行业估值指引。问题是照明灯，也是引路牌。如何以“有序”促“长远”，以规范和监管促发展，都是需要进一步思考的。建议监管部门多角度多层面了解信托业当前发展遇到的难点、堵点，倾听各方声音，抓住问题根本，深刻把握信托业发展的体制机制，根据估值监管政策的实际落地情况，不断完善相关监管细则和监管执行方案，逐步解决落地过程中发现的问题。同时，健全预期管理机制，将相关监管政策的完善与重大经济或非经济政策对资本市场的影响进行有效结合，建立重大政策信息发布协调机制。既要扎密监管篱笆，也要给信托业发展留有一定的空间，让风险可以得到更有效的控制。

（二）加强穿透管理，推动信息化

1. 建立非标资产估值信息平台

当前非标估值信息系统建设存在适配度不足的问题，大多数信托机构非标资产的减值计提和公允价值评估等工作仍主要依赖手工录入、整理和使用，未实现原始数据、业务数据、估值参数与估值结果的统一对接。但反观当下，信息技术创新日新月异，数字化、网络化、智能化深入发展。区块链技术的不断开发和多场景应用、人工智能技术的不断适配。都提醒着我们，在信托业发展转型期，也应秉持与时俱进的态度，让数字技术与信托发展“双向奔

赴”。建议信托机构搭建内部非标准化类资产估值信息平台，依托该平台辅助各机构进行信托产品底层资产数据的定期收集和数据治理，通过数字化赋能，更好地提升估值效率和效果，让估值匹配更加精准优质。

2. 全面登记底层资产信息

全面登记底层资产信息，是信托业规范化、透明化发展的重要举措。由于信托公司从交易对手获取财务报告等信息存在真实性和及时性方面的难点，建议通过修订《信托登记管理办法》，明确信托公司在办理产品登记时应提交相关法律文件，以此作为信托公司的制度依据，便于其全面、准确及时地获取底层数据和资料。在修订《信托登记管理办法》的同时，建议在相关的配套细则中进一步细化具体要求。例如，在初始登记环节，对于资产管理信托，应明确要求提供底层交易文件以及交易对手方经过审计的财务报告等核心文件和资料；而在变更登记时，则需对这些关键资料进行更新，并额外提供收益分配、本金偿还、行权等详细的明细数据。通过这些举措，监管部门可以有效地规范交易对手方的信息披露行为，进一步整顿市场秩序，从源头上提升数据治理的效能和业务操作的规范性。这不仅能够为净值化管理奠定坚实的基础，还能够促进信托业的长期健康发展。

3. 推动机构加强对底层资产穿透管理

各机构应建立健全底层资产穿透管理的内部制度，明确职责分工，确保穿透管理的有效实施。加强尽职调查，实施动态监控，机构应对底层资产实施动态监控，及时关注变化情况，确保底层资产与信托计划约定的一致性。定期向投资者充分披露底层资产信息，包括但不限于资产类型、规模、估值方法、权属关系等关键要素。

（三）完善信息披露，强化投资者教育

1. 完善信托产品信息披露监督体系

为了提高信托市场透明度、稳定性和安全性，维护金融体系的稳定。建议加强穿透式监管的管理力度，以确保市场的健康和公平运行。建议监管机构制定信托资管产品的信息披露规则，进一步明确对信托产品估值等信息的披露要求。加强监管与信息化技术的深度融合，引入信息化管理方式，充分发挥行业基础设施如中国信托登记公司的基础设施功能，建设统一的信息披露平台，增强信息披露的公信力和规范性，形成更加规范、有效的信息披露体系。在创新中接续发展，保持信托行业的活力。

2. 强化投资者教育

按照22号准则，减值计提、公允价值估计均涉及模型选择、参数设置和会计估计，并在

一定程度上受市场利率和主体风险变化的影响，过程中可能引发信托产品的净值波动。部分投资者缺少相关知识，对产品缺乏判断，没有对产品的实际底层投向以及资金用途进行细致了解导致最终自身利益受损。因此，投资者应加强学习，提升自己对于投资产品的理解，机构及监管部门应该强化投资者教育工作，提升投资者风险识别能力，积极学习信托业相关知识。

3. 建立公众参与制度

执行适用于风险的法律法规，从源头上预防风险。在现有法律的基础上完善、建立公众参与制度，制定具体的限制条件并完善产品定位，以确保在金融市场上得以应用，形成有力的监督闭环。我国信托业要想长足发展，离不开健全有效法律制度的监管和支持，要将内部公司发展的约束力与公众参与制度的外部约束力相结合，需要监管平台、机构等多方携手发展，不断完善各自的责任和能力。向下应进一步完善产品交易结构以及公司经营建设，向上应加强政府监管、市场监督，多维度共同努力让信托业可以向良性发展、长足经营的未来前进。

（四）加强人才培养，提升估值专业性

1. 鼓励机构加大估值人才培养力度

信托业发展已从粗放式向精细化经营转变，整个市场的投资环境及投资方向，已经不再是简单依靠单一风口行业便能稳获合理回报的时代。越是存在这种情况，越要有专业的人才为行业发展保驾护航。估值是判断企业未来潜力和确定其愿意支付价格的重要依据，其作用不只限于投融资决策、企业并购重组、绩效评估与股权激励、风险管理，还有利于企业战略规划与市场定位，同时可以有利于让投资者了解市场真实情况，做到心中有数，让企业价值最大化。对于机构而言，进行准确、全面的估值是至关重要的。机构加大对估值人才的培养力度，有利于行业和机构向精细化经营目标进一步迈进。

2. 建立激励机制，加强估值工作考核评价

精细化发展离不开全面的制度建设，在培养估值人才的同时，建立有效激励机制，能够充分调动员工工作积极性，提高员工的工作效率。在建立有效激励机制时，要注意将其与自身发展战略结合，使其具有一定的前瞻性，能够最大限度地发挥作用。同时，也让被激励者看到未来发展前景，自愿投身入局，谋发展，促双赢。

3. 鼓励机构采用第三方估值

借鉴本课题所述国外估值实施主体以第三方估值为主的做法，以及国内其他资管机构在非标估值方面的良好经验，本课题充分论述了在信托业发展中重视估值的必要性。同时，引

入第三方估值机构可以增强估值结果的可比性，提升估值的准确性和专业性，提高估值核算效率金额风险管理水平，保护投资者权益，推动信托业净值化管理转型。第三方估值机构具备专业的估值能力和丰富经验，能及时了解市场发展动态及政策要求，所谓术业有专攻。引入第三方估值机构有助于形成行业统一的标尺，使不同信托机构的估值结果具有更强的可比性，便于投资者和行业监管部门进行比较和分析；可以减轻信托公司自身估值负担，提高估值核算的效率，有助于及时发现资产的风险变化，加强风险管理。第三方机构的独立性能够确保估值结果的公正性和客观性，增强投资者对信托产品的信心。

附录：《信托产品非标准化类资产估值指引》

信托产品非标准化类资产估值指引

第一章　总则

第一条　为规范信托产品估值，根据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》及国家其他有关法律和法规，制定本指引。

第二条　金融资产坚持公允价值计量原则，本指引适用于信托公司对信托产品所持有的金融工具采用公允价值计量进行估值的情况。

对于满足监管规定和会计准则可以采用摊余成本进行计量的金融工具，信托公司应在初始确认金额的基础上，考虑已偿还本金、采用实际利率法计算的累计摊销额和累计计提的损失（仅适用于金融资产），确认摊余成本。信托公司可以选择自建或使用第三方估值机构提供的预期信用损失模型参数或减值计量结果。信托公司应合理确定摊余成本及减值政策，并采用适当的风险控制手段，定期对采用摊余成本法的适当性进行评估。

第三条　本指引所称信托产品是指资产管理信托。

第四条　本指引目的是以金融工具估值为基础，持续进行信托产品估值，获得信托公司、托管人各方一致认可的、市场接受度较高的估值结果，为向信托产品投资者披露份额净值奠定基础。托管人在复核信托产品份额净值和信托财产净值时，适用本指引。

第二章　基本原则和要求

第五条　在确定信托产品所持有的金融工具的公允价值时，信托公司应当遵循实质重于形式的原则，对于可能影响公允价值的具体投资条款做出相应的判断。信托公司不应通过高估或者低估产品价值等方式，规避监管规定、进行利益输送或损害投资者及其他相关主体的利益。

第六条　信托公司作为估值的第一责任人，应当对估值政策、估值程序、估值技术及其应用操作进行审慎评估，确保所采用估值技术和输入值的适当性以及估值结果的可靠性，定期评估估值质量，对估值结果进行检验，防范可能出现的偏差。

托管人应独立复核信托产品份额净值和信托财产净值，复核前应认真审阅信托公司采

用的估值政策、估值程序、估值技术及其应用操作。当托管人对估值政策、估值程序、估值技术及其应用操作有异议时，有义务要求信托公司作出合理解释，通过积极商讨达成一致意见。双方商讨仍不能达成一致意见的，应持续披露不一致事项及原因。

第七条 同一信托公司对管理的不同信托产品持有的具有相同特征的金融工具的估值原则、程序及技术应当保持一致。信托公司不得随意变更同一金融工具的估值技术，除非变更估值技术或其应用方法能使估值结果在当前情况下同样或者更能代表公允价值。信托公司改变估值技术时，应本着最大限度保护信托产品投资者利益的原则及时进行公告。

第八条 金融工具的公允价值确定应遵循以下基本原则：

（一）对存在活跃市场且能够获取相同资产报价的金融工具，在估值日有报价的，除《企业会计准则》规定的例外情况外，应将该报价不加调整地应用于该金融工具的公允价值计量。与上述金融工具相同，但具有不同特征的，应以相同资产的公允价值为基础，并在估值技术中考虑不同特征因素的影响。特征是指对资产出售或使用的限制等，如果该限制是针对资产持有者的，那么在估值技术中不应将该限制作为特征考虑。此外，信托公司不应考虑因其大量持有相关金融工具所产生的溢价或折价。

（二）对存在活跃市场的金融工具，如估值日无报价且最近交易日后经济环境发生了重大变化的，或者有充足证据表明估值日或最近交易日的报价不能真实反映金融工具的公允价值的，应对最近报价进行调整，确定公允价值。

（三）不存在活跃市场的金融工具，应当采用在当前情况下适用并且有足够可利用数据和其他信息支持的估值技术确定金融工具的公允价值。采用估值技术确定公允价值时，应优先使用可观察输入值，只有在无法取得相关金融工具可观察输入值或取得不切实可行的情况下，才可以使用不可观察输入值。

第九条 信托产品的份额净值，是指该信托产品的资产减去负债后的权益净额按信托份额分摊后得到的价值。

第十条 信托公司在估值过程中可优先参考信托业基础服务机构与信誉良好、市场广泛认可的第三方估值机构联合发布的第三方估值结果。

当采用第三方估值结果时，信托公司作为估值第一责任人，应通过有效方式（结果比对、回溯分析、估值验证）对估值结果进行检验评价，防范可能出现的估值偏差。当信托公司认为第三方估值结果不能体现公允价值时，信托公司应综合第三方估值结果，与托管人协商后，谨慎确定公允价值并充分披露确定公允价值的方法、估值结果等信息。

第三方估值机构应具备完善的公司治理结构，能够有效处理利益冲突，同时通过合理的质量控制手段确保估值质量，并公开估值方法、估值流程，确保估值透明。

第十一条 如果信托产品投资的金融工具采用的计价货币与信托产品的记账货币不同，信托公司应当使用估值日的即期汇率将计价货币转换为记账货币。即期汇率可采用中国人民银行授权公布的人民币汇率中间价、人民币参考汇率等基准汇率。

第三章　非标准化债权类资产估值

第十二条　本指引所称的非标准化债权类资产，是指《标准化债权类资产认定规则》中认定的标准化债权类资产之外的债权类资产，存款（包括大额存单）以及债券逆回购、同业拆借等形成的资产除外。

第十三条　信托公司可优先选取第三方估值结果作为非标准化债权类资产的公允价值。当信托公司认为第三方估值结果不能体现公允价值时，信托公司应综合第三方估值结果，与托管人协商后，谨慎确定公允价值并充分披露确定公允价值的方法、估值结果等信息。

第十四条　对非标准化债权类资产进行公允价值评估时，无论该非标准化债权类资产是否准备于近期转让，信托公司在计算公允价值时都应假定估值日发生了出售该非标准化债权类资产的交易，并以此假定交易的价格为基础，计量该非标准化债权类资产的公允价值。

第十五条　在估计某项非标准化债权类资产的公允价值时，信托公司应从该债权的自身情况和市场环境出发，充分考虑市场参与者在选择估值方法时关注的各种因素，并结合自己的判断，采用现金流折现法或其他有充足证据表明能够准确估值的方法，并在可合理取得市场参与者假设的前提下选取适当的市场数据作为估值参数。信托公司应当对各种估值方法形成的估值结果之间的差异进行分析，结合各种估值方法的适用条件、重要参数的选取依据、估值方法的运用过程等相关因素，综合判断后确定最合理的估值结果。

采用现金流折现法时，基本公式模型如下：

$$PV=\frac{CF_1}{(1+R_{t_1})^{t_1}}+\frac{CF_2}{(1+R_{t_2})^{t_2}}+\cdots+\frac{CF_n}{(1+R_{t_n})^{t_n}}$$

其中：

PV：资产全价；

n：剩余现金流次数；

t_i：计算日至现金流日的时间；

CF_i：现金流日对应的现金流入；

R_{t_i}：折现率。

第十六条　对于非标准化债权类资产采用现金流折现法估值时，应按照合同约定，合理展开该金融工具的现金流，并采用恰当的折现率将现金流折现至估值日，得到估值日该金融工具的估值全价。

第十七条　在展开现金流时，应结合非标准化债权类资产的还本付息方式、付息频率、计息区间、利率调整、基准利率与利差等条款来确定该金融工具的现金流。

对于现金流规则的固定利率非标准化债权类资产，可以根据约定的利率，按照计息期安排，确定每期利息及到期还本信息，形成该金融工具的现金流。

对于现金流不规则的固定利率非标准化债权类资产，根据约定的本金或利息发生时点，合理确定各期现金流水平；若还本金额不固定，根据条款约定，结合资产特点及市场情况，

合理预测并形成该金融工具的现金流。

对于浮动利率非标准化债权类资产，参照基准利率的相关市场数据，理性预期未来利率水平，形成该金融工具的现金流。

第十八条 折现率的确定应当能够反映非标准化债权类资产的信用因素和流动性因素。信用方面，根据融资主体所处行业状况、企业经营与财务信息、项目运行情况、担保增信效力、交易结构安排等信息，并结合市场价格信号综合确定。流动性方面，需结合最近市场产品利率和期限信息，给予相应的流动性补偿。

折现率类型（到期、即期等）的选择还应结合金融工具的现金流情形确定。

估值结果对折现率的变化较为敏感，信托公司应当谨慎评估运用现金流折现法的估值因素。其中，信用因素方面：

（一）主体信用

根据主体所处行业以及该主体经营、财务情况确定主体信用因素。其中，行业情况包括产业政策、行业发展周期、国民经济影响性、所处产业链位置及行业竞争格局等；经营情况包括主体所有制性质、股权结构、业务构成、外部支持等；财务情况包括资本结构、资产质量、盈利能力、偿债能力及现金流量等财务指标以及财务报告审计意见等。主体在公开市场发行过标准化债权类资产的，还应进一步结合公开市场价格信号综合确定主体信用因素。

（二）担保增信

对于抵押和质押等担保增信措施，根据抵押和质押资产的情况、市场处置能力、抵押质押法律结构等分析抵押和质押担保因素。其中，市场处置能力需基于市场诉讼、处置拍卖等数据信息，从市场成交数量、金额和频率分析抵押物、质押物在市场的变现清算能力；抵押质押法律结构需结合相关法律法规和协议文件分析担保效力。

对于保证担保、流动性支持和差额补足等担保增信措施，根据上述义务人的主体信用因素，并从经营、财务和法律等相关性分析上述义务人与融资主体的关系，结合相关法律法规和协议文件分析担保效力。

（三）项目情况及其他

对项目情况等应综合考虑项目的经营情况、运营主体的持续运营情况、现金流入情况、项目结构情况以及项目其他参与方情况等。

第十九条 对于以资产包形式存在的非标准化债权类资产，应充分考虑资产的信用质量、资产集中度及相关性、内外部增信效力、现金流支付顺序和信用触发机制等因素，优先采用现金流折现法确定公允价值。对于分散度高、具有同质性的资产，还应结合静态池、动态池的历史数据进行评估。如果用以使用现金流折现法的信息不足，在满足会计准则的前提下，信托公司可以采用其他有充足证据表明能够最佳估计其公允价值的方法确定资产包的公允价值。

第二十条 对含有特殊权利（如双方协商提前还款或延期等）的非标准化债权类资产，根据行权现金流和不行权现金流计算两条估值，并结合市场情况选择其中一条估值作为公允

价值；或者将整个非标准化债权类资产进行整体估值，常用估值模型有期权定价模型（树方法、蒙特卡罗模拟法等），情景分析模型等。

第二十一条 对于融资人已破产、未能按时足额偿付本金或利息，或者有其他可靠信息表明本金或利息无法按时足额偿付的非标准化债权类资产，信托公司应综合考虑担保方式、融资人资产负债情况，结合最新司法诉讼情况、债务重组情况，采用一项或多项估值技术确定公允价值，包括参考可靠市场价格、第三方估值、资产清偿率法、参考市场同类债权回收率或市场平均回收率等。

第四章 非上市股权估值

第二十二条 本指引所称的非上市股权投资，是指信托产品对未上市企业进行的股权投资。

第二十三条 信托公司可优先选取第三方估值结果作为非上市股权估值的公允价值。当信托公司认为第三方估值结果不能体现公允价值时，信托公司应与托管人协商，采用合适的估值技术确定公允价值并按相关法规要求发布公告，充分披露确定公允价值的方法、估值结果等信息。

第二十四条 由于通常不存在为非上市股权提供活跃报价的交易市场，在估计非上市股权公允价值时，无论该股权是否准备于近期出售，信托公司都应假定估值日发生了出售该股权的交易，并以此假定交易的价格为基础计量该股权的公允价值。

第二十五条 非上市公司股权的常用估值方法包括市场法、收益法和成本法。信托公司可根据被评估企业的实际情况、市场交易情况及其他可获得的信息，采用一种或多种估值技术，综合确定在当前情况下最能代表公允价值的金额作为公允价值。

第二十六条 市场法

（一）最近融资价格法

最近融资价格法是利用被评估企业最近一期融资价格估计公允价值的方法。

在运用参考最近融资价格法时，信托公司应当对最近融资价格的公允性和时间因素做出判断。如果没有主要的新投资者参与最近融资，或最近融资金额对被投资企业而言并不重大，或最近交易被认为是非有序交易（如被迫出售股权、对被投资企业陷入危机后的拯救性投资、员工激励或显失公允的关联交易等），则该融资价格一般不作为被投资企业公允价值的最佳估计使用。此外，信托公司还应当结合最近融资的具体情况，考虑是否需要对影响最近融资价格公允性的因素进行调整。

（二）市场乘数法

市场乘数法是利用可比公司市场交易数据估计公允价值的方法，常用的市场乘数包括市盈率、市净率、企业价值/销售收入、企业价值/息税折摊前利润等。

市场乘数法适用于存在多家与被评估企业在业务性质与构成、企业规模、企业所处经营阶段、盈利水平、风险状况等方面相似的上市公司，或同行业近期存在类似交易案例的情形。

信托公司应充分考虑上市公司股票与非上市股权之间的流动性差异。对于通过可比上市

公司得到的市场乘数，通常需要考虑一定的流动性折扣后才能将其应用于非上市股权估值。

第二十七条 收益法

收益法是将未来预期收益转换成现值的估值技术，通常使用的收益法包括自由现金流折现法、股利折现法等。

（一）自由现金流折现法

自由现金流折现法是将被评估企业未来预计产生的现金流以一个合理的贴现率转换成其现值的估值方法，通常包括企业自由现金流折现模型和权益自由现金流折现模型。

自由现金流折现法适用于被评估企业经营稳定、未来期间有持续的现金流流入，且能够对未来现金流和经过风险调整的折现率做出合理预测的情形。

信托公司在确定此方法采用的财务预测、预测期后终值以及经过合理风险调整的折现率时，需要大量的主观判断，折现结果对上述输入值的变化较为敏感，因此，现金流折现法的结果易受各种因素干扰。特别是当被投资企业处于初创、持续亏损、战略转型、扭亏为盈、财务困境等阶段时，信托公司通常难以对被投资企业的现金流进行可靠预测，应当谨慎评估运用现金流折现法的估值风险。

（二）股利折现法

股利折现法是通过计算被评估企业预期股利的现值计量公允价值的方法。股利折现法根据股利增长的不同情景，可细分为戈登永续增长模型、二阶段股利增长模型及三阶段股利增长模型。

股利折现法适用于被投资企业平稳发展、股利分配政策较为稳定，且能够对股利进行合理预测的情形。

第二十八条 成本法

成本法是指通过合理估计被评估企业表内及表外各项资产和负债价值计量公允价值的方法，常用方法为净资产法和重置成本法。

净资产法适用于企业的价值主要来源于其资产而非收益的情形，如重资产型的企业或者投资控股企业。此外，此方法也可以用于经营情况不佳，可能面临清算的被投资企业。

重置成本法适用于企业价值主要来源于其资产的公允价值的情形，运用时需对评估对象的实体性、功能性及经济性贬值做出判断。

第二十九条 信托公司通过私募基金、有限合伙企业投资未上市企业股权的，若不能获取私募基金、有限合伙企业份额净值或份额净值不能准确反映公允价值，可以采用前述方法穿透计量底层资产公允价值，根据投资份额比例逐层计算产品净值。

第三十条 对于已在全国中小企业股份转让系统挂牌的股票，如其交易量及交易频率足以持续提供公允价值信息的，参考估值日收盘价确定公允价值；如果其交易量或交易频率不足以反映公允价值的，参考本章所述方法确定公允价值。

第三十一条 信托产品通过债转股等方式持有的非上市公司股权，已设立银行业金融机

构债权人委员会的，由银行业金融机构债权人委员会牵头进行估值。信托公司可参考第三方估值结果，在符合公允价值计要求的前提下确定产品初始确认的公允价值。

第五章　附则

第三十二条　附回购的资产收（受）益权参照本指引非标准化债权类资产进行估值。

第三十三条　除本指引第三条规定外的其他信托产品可参照本指引进行估值。

第三十四条　本指引由【 】负责解释、修订。

第三十五条　本指引自发布之日起实施。

参考文献

[1] 刘铁峰、费伟婷、赵凌、黄山 . 借鉴国内外第三方估值经验 助力信托行业健康发展 [J]. 债券，2022.

[2] 荣艺华、朱永行 . 美国债券市场发展的阶段性特征及主要作用 [J] . 债券，2013.

[3] 齐闻潮、杨毅 . 亚洲债券第三方估值呈现新格局 [N] . 金融时报，2016-02-04。

[4] 张轶龙、刘一楠 . 发挥专业第三方估值的作用 [J] . 债券，2023（04）.

[5]《中国银行业理财市场半年报告（2024 年上）》[M] . 北京：银行业理财登记托管中心，2024.

[6]《中国保险资产管理业发展报告（2023）[M]》. 北京：中国保险资产管理业协会，2024.

[7]《中国证券投资基金业年报 2023 [M]》. 北京：中国证券投资基金业协会，2024.

[8] 刘雨飞 . 债券市场创新促进非标业务转型的路径 [D] . 北京：中央国债登记结算有限责任公司，2023.

[9] 银监会 . 中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知 .https：//www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html？ docId=274660&itemId=861，2013-03-25.

[10] 银监会 . 中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见 .https：//www.gov.cn/xinwen/2014-04/18/content_2662488.htm，2014-04-18.

[11] 证监会 . 证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则（修订版征求意见稿）.https：//www.sohu.com/a/75910473_114984，2016-05-18.

[12] 财政部 . 企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量 .https：//www.gov.cn/xinwen/2017-04/06/5183801/files/aa14064e57904048b8e048d578a3aa31.pdf，2017-03-31.

[13] 国际会计准则理事会 . 国际财务报告准则第 9 号——金融工具（中国会计准则委员会译）. 北京：中国财政经济出版社，2015：12.

[14] 人民银行、银保监会、证监会、外汇局 . 关于规范金融机构资产管理业务的指导意见 . http：//www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3529600/index.html，2018-04-27.
[15] 中国证券投资基金业协会 . 私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）.https：//www.amac.org.cn/fwdt/wyb/jgdjhcpbeian/smjjglrdjhcpba/xgzc/202001/P02023112637 2109021141.pdf，2018-03-30.
[16] International Private Equity and Venture Capital：International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines，www.privateequityvaluation.com，2018.
[17] 李业 . 企业生命周期的修正模型及思考 [J]. 南方经济，2000（2）.
[18] 中国证券业协会 . 关于发布《证券公司金融工具估值指引》等三项指引的通知 .https：//www.sac.net.cn/tzgg/201809/t20180907_56467.html，2018-09-07.

陆

知识产权信托业务模式研究

课题牵头单位：中诚信托有限责任公司

广东中策知识产权研究院

课题指导专家：张丽平

课 题 负 责 人：王玉国

课 题 组 成 员：

王玉国　张　炜　崔继培　殷晓薇　刘雪松	中诚信托
张　弛　陈　婷　王　鹏　徐钱芳	中策研究院
尹小兵	华润信托
雷小蓉　张古鹏　雷　滔	金谷信托
王栋琳　黎虹宏　尹　璐	北方信托
王　硕　刘　刚　徐一宁　张　娥　冯　婷　高雨欣	陕国投信托

课 题 组 成 员：

刘明娟　金　鑫　　交银国际信托

杨显峰　郑　鸿　郑文蝶　　粤财信托

此外，感谢中金公司、国通信托、中国技术交易所、知识产权出版社等对本课题研究的大力支持。

摘要

创新是引领高质量发展的第一动力，知识产权是国家发展战略性资源和国际竞争力核心要素，金融服务是创新研发、创意及成果转化激励的关键环节，也是创新成果价值发现和变现的有效机制。围绕创新及知识产权转化，持续创新知识产权风险识别、风险定价、资源配置等金融产品和服务，加强对知识产权转化运营重点领域、薄弱环节支持，是金融服务实体经济发展的必然要求。在国家全面推进创新驱动发展战略，建设中国特色现代金融体系的大背景下，探索创新知识产权信托业务模式，是信托公司服务好国家创新战略的重要课题，探讨知识产权信托业务和实践模式具有巨大的想象空间，可进一步拓展知识产权金融及科技金融服务边界，为国家创新主体提供更加丰富、更加多元的市场化服务。

知识产权作为一类广泛意义的业务集合，即以知识产权及相关权利为信托财产，以帮助知识产权所有权人实现知识产权市场化运营和商业价值变现为信托目的。信托服务知识产权管理全链条可应用多种方式，现阶段信托公司已尝试开展债权融资信托、资产证券化、资产服务信托、公益慈善信托等业务类型，专利领域及版权领域的知识产权担保品服务信托、财富管理信托等新业务也逐步落地。

课题组调研发现，在政策驱动下积极发展知识产权金融的战略共识已形成，市场需求和供给逐渐活跃，知识产权金融供给逐步丰富，参与机构逐步增加，但是知识产权金融领域供给规模及质量仍然有待提升。现阶段，我国知识产权金融的核心需求依然为资金需求，创新研发与技术产业化环节是金融需求最迫切的环节，需求方对于金融供给模式并无显著偏好。考虑到知识产权金融创新与知识产权产业转化强相关，即基于促进专利价值发现、商业化变现、产业化运营开展模式设计，知识产权金融关注和探索的方向应是基于促进知识产权市场良性发展，有效平衡盈利、风控、资产处置等多方因素的业务模式创新，且需要多层次资本市场等层面的配套支持。

基于市场现实需求和知识产权金融的创新趋势，课题组认为知识产权融资类信托业务是现阶段重点方向，知识产权投资信托具备较好发展潜力，在创新强国战略推动下国内知识产权金融服务创新加速，知识产权服务信托展现的独特价值可能成为知识产权领域的重要突破

口。知识产权服务信托是信托公司发挥差异化价值的重要创新领域，知识产权管理服务信托在科技成果转化市场中或将发挥积极作用。信托作为资金融通工具、资产管理工具、财富管理工具、账户管理工具、法律工具，一定程度上实现了帮助市场主体基于知识产权“找资金”，运用知识产权“找市场”，在金融机构创新“科技金融产品”中承担（特殊目的机构）SPV、债权管理人、专户资金管理等积极作用。考虑到不同的知识产权类型具有不同的资产特性、商业化运营特点、市场化程度，课题组认为不论是专利、商标或版权，投融资、证券化模式是已具有市场需求和实践的基础业务模式，在专利领域还可以关注专利投资基金信托、担保品服务信托、管理服务信托等市场机遇，在版权领域还可以关注财富管理服务、公益慈善信托等市场机遇。

知识产权运营的市场化发展是知识产权金融发展的前提。目前，我国知识产权市场尚未形成覆盖知识产权全周期运营、布局合理、错位发展、功能互补的多层次知识产权交易市场体系，一定程度上影响金融服务需求的传导。结合海外知识产权金融发展经验，知识产权金融的繁荣发展必须基于有效满足企业内生的资金需求，并强化知识产权评估、交易等专业配套支持。据此，课题组建议，一是加快推进知识产权运营的市场化发展，包括强化专业机构及专业人才培育，完善和规范知识产权交易数据披露；二是完善知识产权信托业务的顶层设计，包括为积极推进知识产权信托业务发展，建议条件豁免信托计划作为“三类股东”的政策限制，制定支持知识产权信托业务的鼓励政策及规范性监督文件；三是提高信托公司知识产权信托业务的专业能力，如知识产权资产价值评估能力、法律问题处理能力、知识产权运营能力和知识产权信托业务风险防范能力。在参与知识产权金融服务的过程中构建多元化的生态圈，发挥投融资资金渠道作用，在技术转化、产业孵化过程积极引入适配社会资金，也可与多方合作在资产证券化、保险直投、担保品管理等方面提供资产服务。

道阻且长，行则将至，行而不辍，未来可期。知识产权的战略意义已形成共识，未来知识产权运营市场良性发展将进一步激活知识产权金融市场。课题组坚信，金融作为促进知识产权良性发展的激励机制，将在国家创新战略中承担重要职责，未来，信托行业围绕科技创新、文化创意及知识产权运营，可进一步挖掘制度优势和功能优势，在知识产权强国建设和知识产权金融服务中发挥更为积极和重要的作用。

一、课题研究背景和意义

党的二十大明确提出“要坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，优化配置创新资源，加强知识产权法治保障，形成支持全面创新的基础制度”，党的二十届三中全会进一步强调要“深入实施创新驱动发展战略，构建支持全面创新体制机制”，并细化提出“完善市场经济制度，建立高效的知识产权综合管理体制”“构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持”等一系列创新配套机制改革举措。2024年5月，国家金融监督管理总局印发《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，明确提出“鼓励有条件的地区和银行保险机构结合科技型企业发展规律和特点先行先试，研发专属金融产品，为科技型企业提供全生命周期金融服务。探索推进知识产权金融服务”，同时“鼓励信托公司培育发展养老信托、绿色信托、知识产权信托等业务”。在国家全面推进创新驱动发展战略及知识产权强国战略、建设中国特色现代金融体系的大背景下，聚焦知识产权金融服务，探索创新知识产权信托业务模式，是信托公司服务好国家战略的重要课题和必然选择。

（一）国家创新战略要求更加完善的知识产权制度及金融服务体系

创新能力决定国家和民族的前途命运。进入新发展阶段，创新是引领高质量发展的第一动力，知识产权作为国家发展战略性资源和国际竞争力核心要素的作用更加凸显。国家先后印发了《知识产权强国建设纲要（2021—2035年）》《专利转化运用专项行动方案（2023—2025年）》《高校和科研机构存量专利盘活工作方案》《专利产业化促进中小企业成长计划的实施方案》《知识产权保护体系建设工程实施方案》等一系列政策文件，要求知识产权公共服务融入国家创新体系，为新技术、新经济、新形势的知识产权创造、运用、保护提供更大力度的支撑和保障，有效激发全社会创新活力，有效提升国家创新体系整体效能。新质生产力需要系统性促进创新链、产业链、资金链、人才链融合和协调发展，金融服务是创新研发、创意及成果转化激励机制的关键环节，也是创新成果价值发现和变现的有效机制，通过提供资金支持、资本市场融通等方式实现技术创新、文化创意等成果的经济收益，给予优秀创造性成果及成果创造者正向激励，继而促进形成社会持续创新的良性循环。在这一过程中，知识产权作为法律赋予创作者和发明人创造性成果的专有权利，围绕知识产权创新金融产品与服务，就是为创作者和发明人获取经济利益提供价值认可和市

场认定。因此，构建国家创新体系，必然要求更加完善的知识产权制度和相应的金融服务体系。

（二）知识产权金融服务供给期待更广范围更深层次的改革创新

近年来，随着国家知识产权强国战略的实施，国内知识产权申请数量及授权数量快速增长，2019年PCT国际专利申请数量超越美国跃居全球首位，2023年我国成为世界上首个国内有效发明专利数量突破400万件的国家，全年共授权发明专利92.1万件，实用新型专利209万件，外观设计专利63.8万件，注册商标438.3万件。围绕知识产权金融服务活动逐渐活跃，国内知识产权质押融资、知识产权证券化、知识产权保险等金融服务快速发展，2023年中国专利商标质押融资登记金额超过8 500亿元、知识产权保险累计超过1 400亿元风险保障、累计发行知识产权证券化产品近300亿元。虽然知识产权金融增速较快，但仍然存在规模较小、市场化程度不高、服务模式较为单一等问题，无法有效满足科技创新企业实际需求，如知识产权质押融资仍然依靠企业主体信用、担保机构信用、政府信用等隐形担保措施；过度依赖政府贴息和政策扶持；科技成果转化早期阶段资金需求存在较为突出的结构性短缺，这背后既有知识产权资产不确定性高、知识产权运营市场尚不完善等原因，也有金融机构探索创新和专业能力不够等因素。因此，围绕创新及知识产权转化，持续创新知识产权风险识别、风险定价、资源配置等金融产品和服务，加强对知识产权转化运营重点领域、薄弱环节支持，是金融服务实体经济发展的必然要求。

（三）知识产权信托是知识产权金融创新模式的有益探索方向

信托作为以信任为基础的财产转移和财产管理的制度安排，其所有权和受益权相分离的制度架构在经济社会发展中发挥了丰富多彩的实务功能。知识产权作为创新成果的财产权利，必然对财产管理、资金融通、收益分配等产生内在需求，知识产权信托业务模式具有巨大的探索空间，在知识产权创造、运用、保护、管理和服务全链条进一步拓展知识产权金融服务边界，更大力度为国家创新主体提供更加丰富、更加多元的服务。信托在知识产权领域既可以通过投融资满足企业的资金需求，又可以提供各类资产管理服务满足企业全生命周期的管理需求。实践中，近年来信托公司已参与落地了一系列知识产权资产证券化、知识产权融资、知识产权资产服务等业务，一定程度上发挥了信托法律制度及创新性金融工具的功能优势，特别是知识产权服务信托在科技金融服务体系内实现了插空补位的作用。因此，探索和拓展知识产权信托业务，既是信托业贯彻落实党中央决策部署，服务科技创新及文化创意领域更大力量的重要突破口，也是信托公司探索转型发展的有益方向，更是信托行业实现服务创新驱动发展战略和高质量发展转型的重要路径。

二、知识产权与知识产权信托

（一）知识产权的概念和特性

根据世界知识产权组织（World Intellectual Property Organization，WIPO）的定义："知识产权是智力活动在工业、科学、文学和艺术领域所产生的合法权利。"我国《民法典》规定，知识产权是权利人依法就下列客体享有的专有的权利："（一）作品；（二）发明、实用新型、外观设计；（三）商标；（四）地理标志；（五）商业秘密；（六）集成电路布图设计；（七）植物新品种；（八）法律规定的其他客体。"根据《民法典》条文理解与适用，知识产权是基于无形客体产生的民事权利，本质上是一种无形财产权。

知识产权作为法律赋予的权利，具有法定性、无形性、专有性、时间性、地域性等显著特征。法定性，即知识产权必须按照法律的规定才能产生、取得、行使并获得保护，任何行政法规、司法解释等均不得创设新的知识产权权利类型。无形性，即知识产权的客体是智力成果，知识产权所保护的并非载体本身，而是其所体现出的技术、表达、商誉等。在客观上是无法被人们实际占有和控制的无形财产，这是知识产权最根本的特征之一。专有性，知识产权权利人具有专有独占之权，即未经法律规定或者未经权利人许可，任何人不得使用权利人的创造性智力成果，同一项智力成果不允许两个或两个以上同一属性的知识产权同时存在。时间性，即法律规定知识产权保护具有有效期限。地域性，即知识产权的效力只限于本国境内。除非有国际条约、双边或多边协定的特别规定，否则一国通常只保护根据本国法产生的知识产权，而不保护依他国法产生的知识产权。

根据受保护的创作和发明种类的不同，最主要的三种知识产权类型是专利权、版权和商标权，其中专利权与商标权也被统称为工业产权。本课题对知识产权信托的业务模式探索也主要围绕这三类最主要的知识产权类型展开。

专利权是对发明、实用新型和外观设计的独占权利，赋予发明人或专利权人在一定时期内排他性地制造、使用、销售和进口权利。专利主要分为三种类型：一是发明专利，保护新的技术方案，如产品或方法的改进；二是实用新型专利，保护对产品形状、构造或其结合所提出的新的实用技术方案；三是外观设计专利，保护产品的形状、图案或色彩的设计。专利的保护期限因类型不同而异，一般发明专利为20年，实用新型和外观设计专利为10年。

版权，即著作权，是指对文学、艺术、音乐等作品的原创性表达的法律保护。其适用范围包括文学作品（如小说、诗歌、戏剧）、音乐作品、艺术作品（如绘画、雕塑）、电影、摄

影作品、计算机软件等。著作权持有者享有复制、发行、表演、展示、广播和改编作品的权利。此外，版权还包括人身权利，如署名权和保护作品完整权等。版权的保护期较长，自然人版权的保护期为作者有生之年加死后50年，法人或非法人组织版权的保护期为50年。

商标权是指对商标的专有使用权。商标是用于识别商品或服务来源的标识，包括文字、图形、字母、数字、三维标志、颜色组合及其声音等。商标权持有者拥有独占使用商标的权利，并可以防止他人未经授权使用相同或类似的商标，以避免消费者混淆。商标权的保护期限为10年，保护期限届满可以续展，每次续展的保护期限也为10年。

（二）知识产权的保护与运营

知识产权制度最重要的作用在于保护创作者和发明人在一定期限、一定地域内享有创新成果的独占权利。世界各国均非常重视本国知识产权保护法律和政策，并随着科技的发展和商业环境的变化不断调整和完善。英美国家基本形成了完备的知识产权保护体系，美国制定颁布《版权法》《专利法》和《兰纳姆法》（商标法），英国制定颁布《专利法》《外观设计法》《商标法》《种子法》《著作权和表演令》，美国及英国专设知识产权法院或知识产权庭专门负责审议专利争议。相较而言，德国及日本的知识产权法律体系整体严谨且详细具体。如日本既有《知识产权基本法》，同时配套详细《专利法》《实用新型法》《商标法》《外观设计法》《著作权法》《反不正当竞争法》等专门法律外，还专门制定对知识产权保护和管理的支持计划，例如知识产权振兴行动计划（2023–2025）、《年度知识产权推进计划》等。我国的知识产权保护法律体系涵盖专利、版权、商标、不正当竞争等多个领域[①]，国家知识产权局、国家版权局、市场监督管理局等部门专责负责专利、商标、著作权等知识产权的管理与监督，同时设立专门知识产权法院和知识产权保护中心，解决知识产权纠纷。

打击侵权行为、维护知识产权权利人的合法权益可有效提升知识产权作为核心资产的价值，完备的知识产权保护与执法才能对知识产权侵权行为形成威慑。国际经验表明，知识产权侵权的高额赔偿使创新激励得以维护。良好的知识产权保护机制，推动了跨国公司、高科技企业、专利运营公司特别是NPE（Non–Practicing Entity，非专利实施主体，指拥有专利但不从事专利产品生产的机构，也被称为“专利流氓”或“专利蟑螂”）基于市场拓展、创新垄断收益、知识产权诉讼等目的的知识产权许可、转让、交易等市场化商业行为，使知识产权由无形资产变现为货币价值，一定程度上为知识产权资产化、资本化等金融活动打下基础。

现阶段，我国的知识产权运营主要包括许可、转让、质押融资、作价入股等方式，这一过程中权利人通过知识产权获得许可费、转让费、融资贷款、股权分红等商业变现价值（见表6–2–1）。

① 具体包括《专利法》《著作权法》《商标法》《反不正当竞争法》《植物新品种保护条例》《集成电路布图设计保护条例》《专利实施细则》《著作权集体管理条例》及多个地方性政策等。

表 6–2–1　　主要知识产权运营模式及特点

知识产权运营模式	模式释义	特点
许可	权利人通过许可他人使用其知识产权（如专利、商标、版权等）来获得收益。被许可人必须具备实施该技术的条件和能力，以便在许可范围内使用该技术	• 排他性：许可权可以是独占的，也可以是排他的或非排他的 • 收益稳定：通过定期收取许可费，权利人可以获得稳定的现金流 • 风险共担：被许可人承担实施技术或产品的市场风险，减轻权利人的负担
转让	权利人将其知识产权的全部或部分权益转让给他人，以获取经济回报。转让可以是全部转让或部分转让，具体取决于双方协商的结果	• 一次性收益：通过转让，权利人可以获得一笔较大的经济回报 • 风险转移：知识产权的所有权和风险也随之转移给受让方 • 市场进入：受让方可以通过购买知识产权快速进入相关市场或技术领域
作价入股	知识产权人将其知识产权或知识产权使用权作为资本投入企业，以换取股权、股份或财产份额	• 融资手段：知识产权成为企业融资的一种重要方式 • 技术入股：通过技术入股，知识产权人成为企业的股东，分享企业成长的红利 • 资源整合：促进企业内外部资源的整合，加速技术创新和产业升级
融资	知识产权人通过向金融机构或其他投资者筹集资金来支持企业的运营和发展	• 多样化融资：包括质押融资、信托融资、证券化融资等多种方式 • 资金支持：为企业提供必要的资金支持，促进技术研发和市场拓展 • 风险分担：金融机构和投资者通过参与融资，与企业共担风险
专利池授权许可	多个专利权人将各自的必要专利集合起来，形成专利池，相互或向第三方授权许可	• 降低交易成本：通过集中授权，降低单个专利许可的谈判成本和交易成本 • 减少纠纷：专利池内的专利权人相互承诺不提起专利侵权诉讼，减少专利纠纷 • 促进技术标准化：专利池有助于推动相关技术的标准化进程
诉讼防御	通过诉讼或防御性策略来保护知识产权，维护权利人的合法权益	• 法律手段：运用法律武器打击侵权行为，维护市场秩序 • 策略性布局：通过专利布局和诉讼策略，构建防御性或进攻性的知识产权保护网 • 高风险高回报：诉讼和防御性策略可能带来高额的赔偿或和解金，但也可能面临高昂的诉讼成本和不确定的诉讼结果

资料来源：课题组整理

（三）知识产权金融与知识产权信托

知识产权从产生到商业化是一个漫长、复杂的过程，创新研发、知识产权确权、产业化转化、侵权诉讼、资本运营等节点必然产生对资金的需求，许可、转让、作价入股、诉讼等商业及法律活动使金融介入成为可能。

1. 知识产权金融

世界知识产权组织将知识产权金融（Intellectual Property Financing）定义为“使用商标、

设计权、专利和版权等知识产权资产增信”，其强调知识产权金融是以各类知识产权为工具，实现融资、增信等金融目的，与传统融资手段不同在于其融资资产是无形资产“知识产权”。

知识产权金融的主要实现方式包括以担保金融为主的债权融资、基于现金流的证券化、基于知识产权投资的基金等。崔哲、裴桐淅在《知识产权金融》一书中提到，知识产权金融包括“把知识产权资产本身当做抵押物，或将知识产权资产进行证券化、或把知识产权当做转让担保资产售出并回授许可等结合多种金融手段的知识产权金融形式，同时还包括通过积极的侵权诉讼获得赔偿或专利使用费的攻击性知识产权基金、防御性知识产权基金等以知识产权商业模式为基础、追求收益的知识产权基金等知识产权金融形式”（见表6–2–2）。

表6–2–2　　崔哲、裴桐淅对知识产权金融方式的分类

知识产权金融分类	主要模式
知识产权资产化金融	基于知识产权资产本身的价值进行融资的形式，包括知识产权证券化、知识产权抵质押融资、知识产权转让抵押及具有类似结构的知识产权售出并回授许可
知识产权商业化金融	知识产权作为独立投资对象的投资形式
知识产权科技金融	以企业持有的知识产权等无形资产为主而形成的企业金融，是基于全面评估企业所拥有的以知识产权为主的企业技术能力、商业化能力等，向知识产权集约企业提供的贷款、投资等金融服务

在实践中，国外的知识产权金融过去主要集中于知识产权担保金融和知识产权证券化，2000年后，随着NPE的逐渐活跃，以及市场对知识产权资产价值认识提升，以攻击性专利基金为核心的知识产权金融迅速发展。当前，国外知识产权金融已形成了知识产权证券化、售出并回授许可（Sale & License Back，SLB）形式、知识产权担保金融、攻击性专利基金、防御性专利基金、孵化基金等多样化金融形式。相较而言，我国知识产权金融以知识产权质押融资为主，并逐步探索知识产权保险、知识产权融资租赁、知识产权股权投资、知识产权证券化、知识产权信托等方式。

2.知识产权信托

“知识产权信托”是近年来备受关注的领域，但在我国提出的时间并不长。在国家层面首次提及“知识产权信托”，是2019年国务院发布《深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》，提出“鼓励信托公司综合运用股权、债权、投贷联动、产业基金、知识产权信托等方式开展知识产权投融资业务”。这一表述将知识产权信托界定为以知识产权作为委托财产的财产权信托，核心目的是推动知识产权投融资。在市场实践层面，信托公司已开展与知识产权相关的信托业务类型包括知识产权资产证券化、知识产权质押融资、知识产权服务信托、知识产权公益慈善信托。知识产权信托业务没有明确的定义，可以狭义理解为以知识产权作为委托财产而设立的财产权信托，也可以广义理解为在知识产权领域开展的各类信托业务。

2023年《关于规范信托公司信托业务分类的通知》正式实施，知识产权信托暂未包含在

25类业务分类中。鉴于知识产权信托尚在实践探索阶段，课题组认为“知识产权信托”更适合采用广泛意义的业务集合概念，即知识产权信托业务是指以知识产权及其相关权利为信托财产，或帮助知识产权所有权人实现“知识产权”商业价值变现为信托目的的业务集合。考虑到不同知识产权类型具有不同资产特性、商业化运营特点、市场化程度等因素，本研究将着重分类讨论专利、版权、商标三类信托业务模式及应用实践。

三、国内外知识产权金融及信托的实践与启示

（一）国外知识产权金融及信托实践与启示

美国、日本、英国等国家在经济社会发展中，结合本国科技创新、中小企业等发展诉求，围绕知识产权创造、保护、运营开展多样化的金融服务探索和实践，在知识产权融资、知识产权资产证券化、知识产权保险、知识产权基金等领域形成了适应本国发展需要的业务模式和机制。

1. 美国实践

知识产权制度是美国国家创新体系的重要组成，支持创新企业发展是美国金融体系创新的根基。美国知识产权金融实践经历了从融资担保—资产证券化—专利投资基金的发展历程，目前已形成了多样化的金融支持体系。

（1）知识产权融资担保

美国专利质押融资最早开始于19世纪末，当时美国经济高速增长，以爱迪生、莱特兄弟、贝尔等为代表发明家利用专利寻求融资。1952年美国颁布《统一商法典》（Uniform Commercial Code，UCC）规范担保抵质押交易；1953年，美国通过《小企业法》，成立小企业管理局（Small Business Administration，SBA），允许以知识产权作为担保向小企业发放贷款；20世纪90年代后期，“研发与制造分类”的国际分工模式导致美国公司有形资产占比不断降低，知识产权质押融资开始扮演更重要的角色，以硅谷银行为代表的科技银行，以知识产权作为质押物，为科创企业发放风险贷款。

为支持和发展知识产权质押融资，美国建立起以SBA、中介机构为主的风险分担体系。SBA是介于银行、企业之间的第三方机构，为有知识产权融资需求的企业提供信用担保。2000年美国著名专业无形资产管理公司M-CAM创立知识产权保证资产回购价格机制（Collateral Asset Purchase Price，CAPP）。CAPP机制对知识产权质押融资的违约贷款约定回购，价格最高能达到融资额的75%，其拓宽了知识产权质押融资担保中的资产处置方式，不再局

限于拍卖、变卖，从而提高银行放贷意愿。

（2）知识产权资产证券化

美国的知识产权证券化起步于20世纪80年代，是最早实践知识产权资产证券化的国家，也是知识产权证券化最发达的国家，知识产权证券化涉及的资产由最早的鲍伊债券，目前已延展至电影、演艺、休闲娱乐、时装品牌、医药科技专利等领域，专利诉讼胜诉金、影视版权未来收益权等都可作为基础资产通过证券化进行运作。1997年至2010年间，美国知识产权证券化融资成交金额达到420亿美元，著名案例梳理见表6-3-1。

表6-3-1　　美国知名知识产权资产证券化案例

	首发时间	发行主体	知识产权	主体需求	重要意义
音乐	1997	鲍伊	25张专辑超过300首歌版权	个人财务资金需求	全球首单，基础资产为音乐版权的版税收入
电影	1997	梦工厂	已出品的14部电影	电影制作及拍摄资金需求	影视领域首单，基础资产为电影版权的未来收益
专利	2000	美国药业协会公司Royalty Pharm	主治艾滋病药物（Zerit）专利	研发新药资金需求	专利领域首单，基础资产为专利所有权使用费，后续拓展为专利池资产，此外，采用了保险公司外部增信
商标	2003	Guess品牌管理公司	GUESS商标	品牌营销资金需求	基础资产为商标使用许可费

可以看到，美国知识产权证券化案例中细分产业商业化较为成熟，未来现金流可预见且稳定，一定程度上说明资产证券化更适用于成熟产业、现金流稳定的行业及知识产权。此外，美国知识产权中介服务发挥了积极作用。2006年美国证券市场出现Ocean Tomo 300新型指数，该指数由Ocean Tomo公司与美国证券交易所联合发布，通过对300家公司拥有的专利进行分析，Tomo指数首次将专利与证券市场结合起来，促进专利证券价值发现。

■ 专栏1　全球首单知识产权资产证券化案例——鲍伊债券

David Bowie为英国著名摇滚巨星，自20世纪60年代始每年能够从自身音乐版权取得约100万美元的版税收入。1997年为解决其与政府间因税务纠纷而面临的财务危机，David Pullman为其设计了一套证券化融资的方案。David Bowie将自己在1990年之前录制的25张专辑里超过300首歌的版权转让给特殊目的机构（SPV），并由该SPV对外发行了期限为10年、利率为7.9%、总金额5 500万美元的债券，这一史无前例的债券被金融界称为Bowie Bonds（鲍伊债券）。鲍伊债券的成功发行揭开了知识产权证券化的序幕，标志着知识产权正式进入金融市场。

（3）专利投资基金

随着知识产权商业价值的不断提升，如通讯领域行业标准与知识产权直接相关、医药行业专利垄断利润、专利侵权诉讼高额赔偿等，美国涌现了诸多知识产权运营专业机构，如高智发明投资基金、logic patents专利运营公司、Icap patent brokerage知识产权经纪公司、UBM Tech insights知识产权管理方案服务提供商、IPXI综合性交易平台等，此类机构专门从事大批量专利买卖交易，美国专利投资基金为其提供资金支持，通过公开或私募发行收益凭证方式向投资者筹集资金。专利投资基金的发展进一步拓展了知识产权金融的多样性，通过风险市场和资本市场，进一步提升公众对知识产权价值的认识。

2. 日本实践

（1）知识产权质押融资

日本知识产权质押融资主要以政府为主导，通过建立专门机构、发布特定政策、推出专项基金、政策性担保增信等推动其发展。其中，政策性金融机构——日本政策投资银行（Development Bank of Japan，DBJ）是知识产权质押融资主力机构，主要支持融资难度较大、知识产权相对集中的初创期、种子期科技类中小企业。为解决风险补偿问题，专门成立日本中小企业信用保险公库和小企业信用保证协会，共同为知识产权融资提供债务保险和增信服务。当企业不能按期还款时，其可以近八成的比例对信用保证协会代偿金额进行补偿，其中70%~90%由日本政策公库承保。此外，日本政府无偿提供知识产权价值评估报告，2014年起日本特许厅试验性地启动了“知识产权商业评估书”项目，政府出具知识产权价值评估报告，一定程度上解决因资产评估机构专业水平及程序等差异导致的评估结论相差过大的问题。

（2）知识产权资产证券化

日本参考美国模式，在知识产权资产证券化领域进行大胆有益尝试。2002年由政府牵头，对生物和信息技术行业企业拥有的专利权实施证券化运作，2003年落地了首个Scalar证券化案例。Scalar是日本一家研发光学镜片的公司，该公司将其4件光学专利许可给松下电器公司，松下电器公司再将该专利权转移给证券化特殊目的机构（Special Purpose Vehicle，SPV），由SPV以专利权利金作为担保发行债券筹资，Scalar公司经由证券化获得了20亿日元融资。与美国不同的是，日本开展知识产权证券化的主要目的在于解决创新型企业及中小企业融资难的问题，而美国知识产权证券化大都集中于大型高新技术企业，以加快知识产权成果转化速率，尽快收回研发成本。

日本的知识产权证券化运作主要模式分为JDC模式和瑞惠模式。JDC模式中，松竹电影制片股份公司以其所拥有的“阿修罗之瞳”剧场版著作权为标的，设定信托并向JDC转移信托受益权，JDC再将该信托受益权的一部分通过信托的方式向机构投资者发售。瑞惠模式由瑞惠银行牵头，作为受益人，持有基于知识产权所发行的受益凭证（将来收益分配请求权）。

（3）知识产权管理信托

日本知识产权管理信托是一类创新型的知识产权金融模式，该模式是专注于知识产权管理及运营的服务信托。信托机构与企业签订信托协议，代为管理知识产权，与知识产权使用人签订使用协议，收取知识产权使用费扣除一定费用后分配给受益人，或作为名义所有人，负责办理知识产权侵权诉讼等事宜，避免知识产权所有人出面而可能引发的声誉风险。此外，知识产权管理信托依托信托机构的客户资源及中介服务专业性，帮助企业促进知识产权利用。

■ 专栏2　日本知识产权管理信托——三菱UFJ案例

2005年，三菱UFJ信托银行与九州大学下属风险企业签署合作意向书，由UFJ信托银行受理企业研发的金属加工技术信托，三菱UFJ信托银行代理九州大学专利申请等事务。具体运作中，专利所有权人即企业将专利权设立专利信托；三菱UFJ信托银行组织专业人员对受托专利的上市收益进行预期评估，并依据评估结果决定该专利的上市定价以及经营模式等，确定好售价后出售给社会投资者，受托机构作为中介将出售后将所得收益转至大学企业。此外，在知识产权产品上市或者交易成功后机构向大学收取一定的信托服务费。

2007年，三菱UFJ信托受托日本三辉公司液压离合器专利管理事务，由三菱UFJ受托专利权后，积极寻找需求企业与三辉公司签订专利许可合同，三菱UFJ收取专利许可费，并扣除信托报酬后，将信托利益支付给三辉公司。

三菱UFJ案例主要是由日本信托机构和大学研究机构合作开展，信托银行依托丰富经验的评估人员及客户资源，为受托专利技术寻找投资人和许可实施方，促进专利技术转化，从而支持知识产权人持续研发，是日本特有的知识产权信托业务模式。

3. 其他经济体实践

（1）欧洲知识产权资产证券化

欧洲进一步拓展了知识产权证券化领域，主要在体育产业转播权、体育赛事门票收益及电视转播权作为基础资产，其中，电视转播权在欧洲知识产权法中明确为知识产权邻接权。典型案例是1995年皇家马德里足球俱乐部将来自阿迪达斯公司的赞助收入进行证券化筹得了5 000万美元的资金。2001年初，英超利兹联队出现财务危机，球队将未来20年的球赛门票收入作为基础资产发行了总额7 100万美元的债券，此外，2002年5月，意甲帕尔玛队将赞助商收入、商标收入、广告收入和电视转播权收入打包作为基础资产进行债券发行涉及资金高达9 500万欧元。

（2）新加坡知识产权质押融资

2013年，新加坡政府制定10年知识产权中心建设总体规划，其中包括知识产权融资（IP Financing Scheme，IPFS）计划，旨在支持企业获得知识产权质押贷款。IPFS计划由新加坡知识产权局下属机构Value Lab负责推进实施。为保障计划推进，新加坡政府为金融机构提供担保，分担贷款风险。企业可向5家合作金融机构申请知识产权质押贷款，IPFS计划将为金融机构提供一定数额的担保，新加坡政府预算1亿新加坡元作为担保资金。此外，政府指定知识产权评估人员，并提供评估补贴。新加坡知识产权局制定了评估准则，并选定了符合标准的评估人员，未经指定的其他人员不具备为企业参与IPFS计划提供评估服务的资格，同时，政府还补贴企业部分评估成本。

4.启示与借鉴

整体而言，不论是质押融资还是证券化，各国均积极推动和探索知识产权金融的发展，多数国家依赖于政策支持和引导。虽然知识产权金融的规模体量在各国金融行业中的规模占比均不高，但是支持具有创新能力中小企业发展是各个国家均重点关注的事项，开展知识产权金融也是国家政策体系重要支持领域（见表6–3–2）。

表6–3–2　　各国知识产权金融概览

	发展概况	政策支持	规模	代表产品
美国	市场主导，知识产权制度和金融市场发展最完善	建立起以SBA机构、中介机构为主的风险分担体系	2019年美国特许权类证券化产品存量规模220亿美元	世界上第一笔知识产权证券化产品，专利投资信托，市场型知识产权基金，质押融资等
英国	政府规划，较早系统性实行知识产权保护	发布知识产权金融工具包，推动知识产权第三方评估机构市场化等	知识产权股权投资2022年投资规模76亿英镑（约103亿美元），交易1 014笔	知识产权获取（IP Access）基金，质押融资，保险等
日本	政府管理，建立了符合本国特色的知识产权金融体系	《知识产权基本法》《特许法》《中小企业知识产权资产管理实践指南》等	—	证券化，融资租赁，政策型知识产权基金，保险，知识产权管理信托
新加坡	政府管理，统筹推动担保、风险评估等知识产权金融体系	制定10年知识产权中心建设总体规划	—	质押贷款，债务担保等
韩国	政府管理，高度重视知识产权金融统筹发展	信用保证基金法案，知识产权价值评估分级系统，配套免费公共服务等	知识产权融资市场规模2020年超过2万亿韩元（约17亿美元）	质押贷款，债务担保，政策型知识产权基金等

一是知识产权金融发展源自于企业内生的资金需求。不论是质押融资还是资产证券化，其核心功能是融资功能，源自于企业内生的资金需求。其中，质押融资与政策支持关系紧密，因“评估难”“交易难”是各个国家普遍面临的瓶颈，不论是美国还是日本，政府在知识产权质押融资领域承担了较为重要的角色，主要承担风险分担、信用担保、评估等。相

反，知识产权资产证券化的发展得益于市场化的金融产品创新，美国经验表明知识产权资产证券化的底层资产已具备成熟市场价值和商业可持续性，更易实现证券化运营模式，因此成熟知识产权证券化对金融资本市场成熟度有一定要求。

二是知识产权金融模式选择依赖于国家政治及社会文化环境。随着知识产权金融模式的不断探索与创新，部分国家形成了较为特色的业务模式，如美国专利投资基金、日本知识产权管理信托、欧洲体育赛事资产证券化。其中，美国专利投资基金得益于美国专利保护及侵权诉讼良好环境，有效推动了知识产权许可费用的价值变现。在日本，得益于日本财团组织的产业化布局，使UFJ信托银行可承担专利产业转化职责，不同于美国及德国等专利产业转化通常由高校或专业运营公司承担。美国专利投资基金及日本知识产权管理信托创新实践高度依赖于当地社会文化环境，是否具备广泛复制性有待进一步研究。

三是知识产权金融活跃程度与知识产权评估、交易等领域的发展水平相关。美国知识产权服务产业较为发达，能以较低成本提供高效的知识产权评估、交易服务，知识产权中介服务在价值发现、市场认知等方面起到了关键作用。日本、新加坡等国家在推进知识产权金融发展过程中，政府承担了中介责任，通过政府补贴或者直接提供评估、交易等服务。

（二）国内知识产权金融业务机构实践及比较分析

我国《科学技术进步法》中明确“国家鼓励金融机构开展知识产权质押融资业务，鼓励和引导金融机构在信贷、投资等方面支持科学技术应用和高新技术产业发展，鼓励保险机构根据高新技术产业发展的需要开发保险品种”。在政策支持下，我国知识产权金融参与机构数量不断增加，知识产权金融形式不断丰富，2023年全国专利商标质押融资达到8 539.9亿元，全国专利转让、许可、质押等运营活动次数达到60.9万次，融资金额1 000万元以下的惠普性专利商标质押贷款惠及企业约2.6万家。根据国家版权局数据，2023年全国共完成著作权质权登记411件，涉及主债务金额、担保金额分别约99.58亿元和98.58亿元。

1.银行机构实践

银行是国内知识产权质押融资业务的主要参与机构，目前，六大国有商业银行、全国性股份制商业银行及众多城市商业银行、农村商业银行等均已开展知识产权质押融资业务；业务模式创新不断涌现，如中国人民银行创设科技创新再贷款[①]，商业银行与政策性担保公司合作开展“银行+担保公司+专利权反担保”业务。由于知识产权质押融资均面临着价值评估难、变现处置难等共性问题，多数知识产权质押融资业务额度小、期限短、质押率低，且需要融资方追加抵质押担保或保证担保，难以满足初创期科技型企业中长期大额的资金需求。

① 2022年4月，创设2 000亿元额度的科技创新再贷款，2024年4月设立额度5 000亿元的科技创新和技术改造再贷款。

为进一步推进银行对科创企业的支持，2016年原银监会等联合印发《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》提出在5个地区和10家试点银行开展投贷联动业务，希望银行在推动知识产权质押融资基础上，拓展投贷联动业务，目前相关业务实践仍在探索中。

2. 保险机构实践

我国自2010年开始探索知识产权保险，2011年开始探索专利保险，2012年国家知识产权局分五批确立了44个专利保险试点和9个专利保险示范，鼓励有条件的地方推动先行先试。目前，国内知识产权保险已覆盖专利、商标、著作权、地理标志、集成电路布图设计、植物新品种以及商业秘密等几乎所有的知识产权类型，保险保障范围覆盖创造、保护、运用各环节，产品包括专利执行保险、专利侵权责任险、海外侵权责任保险、知识产权许可信用保险、专利质押融资保证保险等。其中，执行保险和侵权责任险是现阶段推广较广的险种。截至2022年9月，全国已有超过22个省、99个地市开展了知识产权保险业务，累计为超过2.8万家企业的4.6万余件知识产权提供了逾1 100亿元风险保障。

目前我国知识产权保险具有公共和普惠的性质，主要由政府主导，主要参与公司包括中国人民财产保险公司、太平洋保险公司、国任财产保险公司等几家保险公司。此外，中国人民财产保险公司及国任财产保险公司还推出了知识产权质押融资保证保险[①]，通过引入保险机制帮助科技型中小企业获得融资，还尝试通过“险资直投”支持小微科技企业。

3. 证券、租赁及保理机构实践

证券公司、租赁公司及保理公司尚未形成显著差异化业务，各类机构主要是依托自身牌照及资源优势在证券化或质押融资业务中承担一定的角色。如在资产证券化的小额贷款模式、委托贷款模式、信托贷款模式、专利二次许可模式、融资租赁模式、保理供应链模式中，承担资产专项计划管理人、承销商、放款人、原始权益人等角色。具体而言，交易所资产证券化业务的SPV（资产专项计划的管理人）、主承销商主要由证券公司和券商资管公司担任；租赁公司在专利权二次许可业务模式上承担放款人的角色；保理公司则在应收账款和供应链模式上承担应收账款的原始权益人。由于知识产权证券化目前以交易所市场为主，因此证券公司承担了较为重要角色。

4. 信托机构实践

信托公司开展知识产权金融业务相对多元，目前已涉及知识产权质押融资、知识产权资产证券化、知识产权管理服务信托、知识产权慈善信托等服务。整体而言，信托公司开展的知识产权质押融资、知识产权资产证券化等业务未与银行、券商形成显著的差异化，其

① 承保范围是投保人违约履行还款义务且拖欠任何一期欠款超过赔款等待期时，保险人对投保人应偿还而未偿还的贷款本金和相应的利息承担赔偿责任。

中，知识产权质押融资类业务零星开展，知识产权资产证券化业务中，信托公司可在信托贷款模式承担放款人的角色及银行间市场资产证券化业务的SPV的角色；知识产权管理服务信托依托信托机构资产隔离、财富分配等功能，呈现一定特色，但是市场实践尚在探索过程中。[①]

■ 专栏3　国内知识产权信托业务的发展历程

我国信托公司开展知识产权业务最早可追溯至2000年武汉国际信托的“专利收益权风险凭证信托计划”，随后伴随着国内知识产权制度及知识产权市场运营发展，知识产权信托业务不断探索与创新模式，2010年左右探索落地知识产权债权融资，2015年实现知识产权资产证券化落地，2020年后落地知识产权资产服务信托。

2010年以前，知识产权信托业务的初探

20世纪90年代中期，我国知识产权质押制度初步形成。1995年我国颁布《担保法》规定，“商标专用权、专利权、著作权中的财产权可用于直接质押”。1996年，原国家专利局发布《专利权质押合同登记管理暂行办法》，虽然知识产权质押制度在国家层面已认可，但国内金融机构对知识产权领域的创新探索较为谨慎，在国民对专利权、知识产权保护等概念尚不熟知的情况下，信托从业者在知识产权领域开展了机遇性探索。2000年，武汉国际信托落地了国内首单“专利收益权风险凭证信托计划”，是国内较早有影响力的知识产权金融业务实践案例。但由于当时国内专利运营市场不成熟、信托公司专业能力有限等多方面制约，此项目最终失败，但是以专利收益权为信托资产，由信托公司接受专利权人委托对专利进行管理、经营，知识产权财产权信托项目的市场尝试值得肯定。当时，因国内知识产权金融探索寥寥无几，仅政策性银行少有尝试质押融资，监管层面也坚持审慎原则[①]推动知识产权金融业务，信托机构也未有进一步探索。

2010—2018年，知识产权质押融资带动下的债权类知识产权信托业务探索

2010年，在经历全球金融危机及外贸需求萎缩，大量中小企业遭遇经营困难，中小企业融资问题被密切关注，知识产权质押融资成为中小企业融资的解决方案之一。2010年财政部等六部委联合印发《关于加强知识产权质押融资与评估管理支持中小企业发展的通知》，引导推进知识产权质押融资。信托行业自一法两规及重新登记后，进入高速发展阶段，信托机构开始再次尝试知识产权信托业务领域的探索，落地了债权融资信托计划及资产证券化等模式业务。

① 2007年，国家发改委等六部门联合印发的《建立和完善知识产权交易市场指导意见的通知》政策性银行可以“按稳妥审慎原则”，经批准后开展知识产权质押贷款业务。

2010年，中粮信托落地“中粮信托·自主创新知识产权融资集合资金信托计划”；2015年，中融信托落地“财富骐骥8号影视投资集合信托计划”；2018年，国元信托落地“合肥市高新区中小企业知识产权收益权投资集合资金信托计划”；2020年，百瑞信托落地“百瑞信托·河南省知识产权创意壹号信托计划”。此类知识产权信托业务，多以专利及其收益权、版权及其收益权等知识产权或知识产权收益权为质押担保，为融资主体发放信托贷款，项目在知识产权质押担保基础上，通常设置连带责任担保等增信措施。

同时，由于国内知识产权质押融资快速增长，市场逐步形成以知识产权许可、应收账款等基础资产，在政府大力支持及有序组织下，国内启动了知识产权资产证券化业务探索，信托公司基于SPV优势，在知识产权证券化业务中承担了重要角色，积极参与发行影视版权、专利许可费等知识产权证券化产品。

2018年至今，基于科技创新支持导向的知识产权信托业务全面探索

现阶段，知识产权金融呈现多样化发展。2014年人民银行等六部委联合印发了《关于大力推进体制机制创新扎实做好科技金融服务的意见》提出要做好“科技金融”，并将知识产权金融作为重要内容。2019年国务院发布《深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》提出“鼓励信托公司开展知识产权投融资业务”。结合2018年资管新规推进，信托公司开展新一轮业务转型探索，北方信托、交银国际信托以知识产权受托管理为目的，落地了知识产权服务信托。此外，百瑞信托在2024年落地了知识产权担保品服务信托，进一步拓展了知识产权信托的业务边界。同时，知识产权资产证券化获得了越来越多信托公司的关注。

梳理知识产权信托业务的发展历史，我们看到，信托公司在知识产权信托业务领域呈现出更为主动并积极的态度和意识，特别是在信托行业转型期，知识产权领域的业务创新更加活跃。截至目前，信托公司已尝试开了债权融资信托、知识产权资产证券化及资产服务业务，但鲜少涉及知识产权投资业务。究其原因，融资类需求是现阶段知识产权所有权人最现实的市场需求，叠加政策支持，业务落地具有可行性和可操作性，相较而言资产服务类及投资类业务发展需进一步观察市场变化，一定程度上表明影响知识产权信托业务发展的重要因素包括市场主体真实需求、市场化程度，特别是政策支持，均是现阶段国内知识产权信托业务发展的必要条件。

5. 非金融机构实践

在知识产权质押融资、证券化、保险等业务中，政策性担保公司、知识产权服务机构、地方资本运营管理公司等也是重要参与者，并发挥独特作用。政府及其授权机构出资的政策

性担保公司，不以营利为目的，以银担合作模式参与知识产权质押融资，各级政府的知识产权局、知识产权交易中心、专利代理机构、知识产权评估机构等机构近年开始与券商、租赁公司以及信托公司等机构合作，通过资产证券化助力知识产权直接融资。此外，知识产权服务平台提供专利交易、成果转化等服务，其通过整合行业内的知识产权资源，促进技术转移和成果转化。与金融机构相比，知识产权服务机构在知识产权信息获取、评估、交易促进、技术判断等领域具有专业经验，可为金融机构提供市场居间、交易促进、资产评估等服务。

6. 主要特点

一是国内知识产权金融实践具备显著的政策驱动特点。自2008年《国家知识产权战略纲要》明确指出“促进自主创新成果的知识产权化、商品化、产业化，引导企业采取知识产权转让、许可、质押等方式实现知识产权的市场价值”以来，知识产权金融成为国家与地方政府关注的重点领域。各地政府设置了诉讼援助基金、直接贴息、保费补助、创设担保基金提供保证等诸多财政补贴措施，并将知识产权金融业务数量及规模纳入考核，强有力的政策支持推动了业务的快速增长。

■ 专栏4　国家及地方层面知识产权金融鼓励政策梳理

时间	发布主体	文件名称	相关要求
2020年4月	财政部办公厅、国家知识产权局办公室	《关于做好2020年知识产权运营服务体系建设工作的通知》	重点城市结合自身实际，“推动发行知识产权证券化产品1单以上”
2020年6月	国务院	《关于做好自由贸易试验区第六批改革试点经验复制推广工作的通知》	依托上海证券交易所、深圳证券交易所构建知识产权证券化交易体系，试行将知识产权相关债权资产实现真实出售
2021年9月	中共中央、国务院	《知识产权强国建设纲要（2021–2035年）》	积极稳妥发展知识产权金融，健全知识产权质押信息平台，鼓励开展各类知识产权混合质押和保险，规范探索知识产权融资模式创新
2021年9月	国务院	《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	鼓励知识产权保险、信用担保等金融产品创新，充分发挥金融支持知识产权转化的作用，拓展知识产权投融资、保险、资产评估等增值服务
2022年12月	上海证券交易所	《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第4号——特定品种资产支持证券》	指出知识产权资产支持证券应当符合下列条件之一：（一）基础资产现金流70%以上来源于知识产权转让、许可等方式所形成的收入，或者基础资产70%以上为知识产权融资所形成的债权；（二）转让基础资产所得资金70%以上用于取得知识产权
2022年12月	深圳证券交易所	《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第3号——特定品种》	

续表

时间	发布主体	文件名称	相关要求
2023年3月	国家知识产权局	《推动知识产权高质量发展年度工作指引（2023）》	研究制定知识产权保险相关政策，打好知识产权质押融资等金融服务组合拳
2023年10月	国务院办公厅	《专利转化运用专项行动方案（2023—2025年）》	探索创业投资等多元资本投入机制，通过优先股，可转换债券等多种形式加大对企业专利产业化的资金支持，支持以“科技成果+认股权”方式入股企业。探索推进知识产权证券化，探索银行与投资机构合作的“贷款+外部直投”等业务模式
2024年1月	国家金融监督管理总局	《国家金融监督管理总局关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》	鼓励银行机构加大信用贷款投放力度，开发风险分担与补偿类贷款。丰富成长期科技型企业融资模式，拓宽抵质押担保范围，发展知识产权质押融资
2024年2月	国家金融监督管理总局	《固定资产贷款管理办法》《流动资金贷款管理办法》《个人贷款管理办法》	对专利权、著作权等知识产权以及采矿权等其他无形资产办理的贷款，可根据贷款项目的业务特征、运行模式等参照固贷办法执行，或适用流贷办法
2022年8月	浙江省	支持科技型企业以知识产权为基础资产公开发行资产证券化产品，按其实际发行规模5%的比例，给予累计不超过500万元的奖励	
2022年12月	深圳市	对入池参与深圳市企事业单位发行的信用评级达到3A等级的知识产权证券化项目并获得融资的企业，按照实际利息与担保费的合计金额的50%进行补贴，补贴金额不超过融资规模的35%，同一申请人每年补贴总额不超过200万元。本项目每年补贴总额不超过3 000万元	
2023年10月	北京市	对符合条件并在北京市获得知识产权质押贷款的企业，按照不超过其贷款项目实际利率的50%给予贴息支持。每家企业年度贴息金额最高不超过30万元。 对符合条件并在北京市获得知识产权质押贷款的企业，在办理知识产权质押贷款过程中产生的评估费、担保费及其他新型知识产权质押融资综合成本费用，按照不超过50%比例进行补贴。每家企业年度补贴金额不超过2万元。 对于银行、担保、评估、保险、知识产权专业机构等单独或组合为企业提供知识产权质押融资服务且贷款发生不良的，按照不超过本金中各自承担风险部分的50%对相关机构进行风险补偿。单家企业或机构的年度风险补偿金额不超过100万元。若担保或保险机构已购买再担保或再保险等分散风险产品，需将已分散风险部分金额从代偿或赔付计算基数中扣除	
2024年1月	上海市	进一步加大知识产权融资政策支持力度，发挥知识产权质押融资贴息、保险贴费、担保贴补等政策措施功效，其中知识产权质押贷款贴息应不低于贷款利率的50%。支持银行机构用好支小再贷款、再贴现、普惠小微贷款支持工具等结构性货币政策工具，有效降低银行机构和企业知识产权质押贷款的资金成本	
2024年2月	江苏省	建设企业上市知识产权服务中心，推进知识产权证券化，助力符合条件的优质科技型企业上市融资，到2025年推动全省科创板上市企业达130家左右	

资料来源：联合资信整理

二是知识产权金融以融资类业务为主。虽然国内知识产权金融业务模式不断创新，但整体还处于探索发展初级阶段，知识产权质押融资是最主要的业务模式。数据显示，2020–2023年，全国知识产权质押融资规模连续4年保持50%左右的高速增长，融资规模从2019年的1 435亿元增加到2023年的8 540亿元，此外，以融资需求为主的资产证券化近年来也具有较高市场热度。相较而言投资类、管理类业务仍处于起步阶段，不论是市场需求还是金融供给都还在研究与探索中。

三是金融机构在知识产权领域选择了较为显著的差异化模式。银行、担保公司主要关注知识产权质押融资，证券公司主要参与知识产权证券化，保险公司专注知识产权保险，金融租赁公司主要参与售后回租业务，信托公司主要探索知识产权证券化及知识产权管理服务。知识产权金融始于市场主体的资金需求，结合国内以银行为主体的金融供给体系，基于资产的债权融资具有天然基础，银行借助资金和网点优势在知识产权质押融资领域占据较大市场份额；证券公司依托资本市场业务资质重点参与知识产权证券化；保险公司开展保险业务具有天然排他性；信托公司、担保公司、金融租赁、小微贷款在知识产权金融领域承担了插空补位的角色（见图6–3–1）。

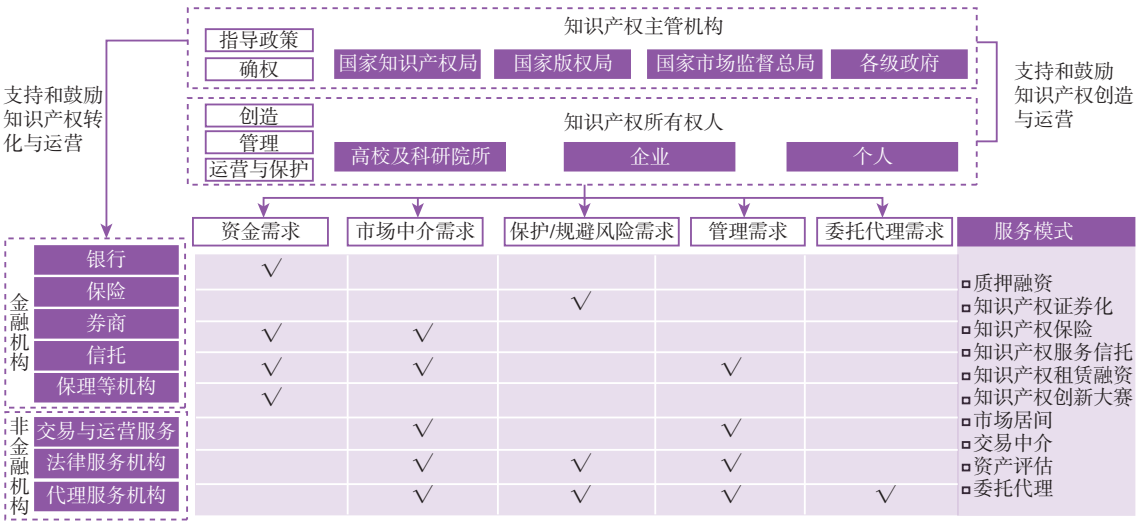


图6–3–1　知识产权金融服务需求与供给全景图

整体而言，现阶段政策驱动下发展知识产权金融的战略共识已形成，市场需求和供给逐渐活跃，各类机构基于自身牌照优势、资源优势等开展了差异化的业务。但是以银行体系信贷为主的业务供给与知识产权领域市场需求之间仍然存在结构性不足问题，因此证券、保理、融资租赁、信托等金融机构也在融资类业务中展开积极实践。此外，信托机构还基于金融补位角色，延展探索了知识产权管理服务、担保品服务等新业务模式。在这一过程中，金融机构与知识产权中介机构深入合作，获得技术评估等支持。由于知识产权金融业务面临评估难、风控难、处置难等问题，政府承担了一定风险缓释职能，通过政策补贴或政府担保分

担风险，但在市场需求尚未完全开发的前提下，政府过度干预可能导致资产风险定价的偏离，为未来发展埋下风险隐患。课题组认为，知识产权金融关注和探索的方向应是基于促进知识产权市场良性发展，有效平衡盈利、风控、资产处置等多方因素的业务模式创新，并且需要多层次资本市场等层面的配套支持。

四、知识产权金融及知识产权信托需求调研

业务开展需基于有效市场需求。在国内外案例、学术研究及数据调研基础上，为了解一线真实需求，2024年6月至8月期间，课题组专题走访国家知识产权局、高校及其资产管理机构、技术交易平台、代理机构、科创企业、律所、银行、券商、保险公司等近20家机构，与近40位各领域专家开展面对面访谈，组织专题研讨会，针对市场各类主体的知识产权金融需求、业务开展难点与问题、对知识产权信托的认识及潜在需求深度访谈。调研发现，现阶段我国知识产权金融的核心需求依然为资金需求，需求方对于金融模式如质押融资、股权投资、资产证券化等并无显著偏好，创新研发与技术产业化环节是金融需求最迫切的环节；知识产权金融业务推进的难点在于知识产权资产现阶段并不能成为金融风险定价的核心资产，金融及中介服务机构基于风险收益匹配原则认为投资模式是未来趋势。目前，市场主体对信托认知尚不熟悉，且现阶段知识产权依附属性及管理复杂度并不支持知识产权独立的财产管理服务实现，差异化的知识产权信托业务的市场需求有待挖掘和培育。

（一）知识产权全周期管理中的核心金融需求为资金需求

金融服务需求主要集中于资金需求。知识产权从创新研发、产权确权、产业转化、侵权诉讼、资本运营等全周期管理过程中，均需要专业外部服务机构提供相应服务支持，如专利代理、技术咨询、法律咨询等，其中对于金融服务需求主要集中于资金需求，具体如基于研发阶段的风险补偿、产业转化融资需求及诉讼侵权金融支持。根据《2023年中国专利调查》，25.9%的企业认为促进产业化需要加强知识产权质押融资等金融服务，小微企业、中西部企业等企业类型对融资金融服务需求更高。现场调研中，高校及科创企业等知识产权所有人认为，知识产权研发到商业化运营的过程中各个环节均有资金需求。

研发及技术产业化两个环节对资金需求更为迫切。知识产权全流程管理的各个环节对资金需求迫切度存在不同，其中研发阶段、产业化阶段资金需求更为迫切。中国农业大学教授认为，在农业育种领域从创意提出到实验环节存在较高的资金需求，特别是青年教授在申请

各类研发资金过程中存在一定劣势，因此获得研发资金支持是一个重要的领域。医药研发企业提出创新药物研发的获准前试验阶段的资金需求极大，有效的资金扶持非常必要。此外，技术孵化也是资金较为短缺的领域，中国技术交易所专家认为“技术孵化+金融”是科技金融应重点关注的领域，在技术产业化阶段中，由于技术已转化为知识产权或商业秘密，且在实验室中具备可落地性，技术转化可实现创新到应用的跨越式发展，获取较好的未来收益，跨周期市场化金融供给可有效填补需求。

科研院所、高校及科创企业是专利金融服务的重要客群。科研院所、高校及科创企业是国内专利申请和专利所有权人数量占比最大的群体，同时也是未来科技转化的重要潜在对象。根据国家知识产权局《2022年中国专利调查报告》披露，我国企业发明专利的产业化率为48.1%，而科研单位、高校发明专利的产业化率分别仅为13.3%和3.9%，科研院所及高校的技术转化和高价值专利挖掘可能成为金融服务重点关注的对象，调研中多家专利代理与专利预警服务商认为，构建科研院所与高校的高价值专利转化平台或机制十分必要，金融机构可聚焦链接产业方和高校专利之间探索更多居间服务模式。

（二）不同市场主体对知识产权金融模式偏好存在一定差异性

知识产权权利人对金融模式无显著偏好。对于资金需求的实现方式，质押融资、资产证券化亦或风险投资，知识产权权利人并无显著偏好，多数科技小型企业认为用何种方式可以解决资金需求不重要，可以提供资金服务才重要。实践中只要可以通过知识产权获取财政补贴、政府贴息、银行贷款等，其意愿尝试程度较高，一定程度上反映出科技类小型企业面临着从无到有的困境。相较而言，在技术已实现商业化或产品化，具备一定稳定现金流后，其融资渠道相对多样化；个别拟创业权利人面对股权或债权融资，更加偏好债权，主要原因在于技术自信，希望保持更高的企业主导权和技术方向的话语权。

金融机构认为投资类业务更符合知识产权运营的需求。目前已开展的知识产权质押融资业务因难以实现质物的快速处置，多数银行及开展融资业务的机构认为知识产权质押融资业务实质仍然是高风险信用贷款，因此需要特别关注资产价值、风控措施等信贷业务难点。此外，基于风险定价原因，金融供给者通常认为投资类业务更加适用于早期技术研发阶段的资金供给，课题访谈中，金融机构或社科类学术学者普遍认为知识产权或科技类企业更适合开展投资业务。如银行、保险等资金方认为，知识产权融资转向投贷联动可能是未来知识产权金融的方向。中金公司认为国内正在探索的“科技成果+认股权”模式、先投后股等股权金融产品，在一定程度上可解决对技术价格的差异性认知，是投早、投小的科技金融的一类创新模式。知识产权交易服务商认为知识产权交易是知识产权金融繁荣发展的前提，因此知识产权基金是一类非常有前景的金融业务，且在国家层面，已在积极推进知识产权运营基金。此外，值得注意的是，知识产权投资类业务对知识产权市场化运营的要求更高，现阶段科创

类企业股权、基于知识产权的认股权等流通效率较低，投早投小资本面临了较高的风险和极小可能的回报收益，一定程度上影响了知识产权投资类业务的发展。

（三）现阶段知识产权资产并非金融风险定价的核心资产

在实践中，金融机构及知识产权运营机构等市场主体均反馈知识产权资产可能并非是金融风险定价的核心资产。虽然知识产权具备创新性强、技术含量高等特点，但是技术孵化过程中成功要素不局限于技术，相反更多的市场需求、人才资源、财务管理等因素对其商业价值变现更加重要，因此金融服务的风险定价通常不局限于知识产权资产本身。北京航空航天大学资产经营有限公司专家提出知识产权金融成立的前提是技术所有人与资金提供者对知识产权或技术本身都有深刻认知，由于技术创新关注的是技术领先下的“一白遮百丑”，而技术转化关注是“不断填补商业发展短板，如人才、财务等”。知识产权本身并不具备成为承载风险补偿的核心资产能力，而经营团队、行业赛道、商业模式才是金融机构判断的知识产权投资或者融资成功的关键因素。中国建设银行专家认为在开展知识产权质押融资业务过程中，风险判断往往拓展至企业现金流水、社保数据、还款来源等内容，知识产权仅作为参考因素。知识产权出版社专家认为在医药行业、通信领域高价值专利，因其技术垄断权具备独立运营和资产化的可能，但是其更多依赖于创新者知识和智力，因此需要绑定研发团队。现阶段金融机构开展知识产权金融服务时，不仅需要基于知识产权资产价值本身，更重要的是经营团队、企业现金流等，在融资类业务中风险担保成为必要条件。

（四）知识产权信托业务的市场需求有待挖掘和培育

信托作为一类特别的金融工具和服务领域，除可以提供以投融资为目的的质押融资业务、投资基金业务、资产证券化外，还可以提供财产管理、财富传承、资产隔离等服务，但是市场主体对信托认知尚不熟悉。调研中，除金融机构外，多数科技企业主、科研院所研究人员、高校、知识产权中介服务机构及从业人员，对信托的理解相对片面，且对信托业务的认识往往聚焦于理财产品供给、家族保险金等财富管理类业务。谈及知识产权相关服务时，多数表示不了解，即使是对金融服务有急迫需求，也表示对信托是否可以提供相应服务的不确信。此外，在引导客户对知识产权这一资产的财产管理需求时，普遍认为需求不清晰或对其必要性提出质疑。这是因为，在实践中，知识产权价值变现与产业转化强关联，如实现知识产权专业运营，市场主体往往选择与产业联盟机构，或产业价值链核心企业合作。调研中，有技术经理人介绍国内一些产业领域，核心品牌企业已逐步强化专利收储、独立运营功能，产业公司转型更适合作为受托人专业开展知识产权管理与运营，高校多数已有专业资产管理公司专职开展技术孵化，在已有专业资产管理和运营管理市场主体的背景下，对信托

独立提供类似服务的必要性和专业性提出了质疑。版权律师认为，在版权领域的独立运营管理是具备落地可能性的。在海外有电影公司电影版权打包托管的实践案例，类似财富管理业务，其目的是通过片源组合实现资产运营，同时隔离债务风险；国内实践中部分互联网视频平台具有一定数量独播权电视电影版权后，拥有较好大众消费者基础，可尝试开展此类资产服务，但是前提是影视版权清晰、版权可组合。金融机构认为，信托公司在知识产权金融部分领域具备独特价值功能，如在证券化业务中的资产隔离，或知识产权抵押债券发行中押品管理，可在银行知识产权质押融资业务中协同提供资金，构建更加立体的资金供给渠道。据此，信托公司参与知识产权金融服务开展的市场基础有待进一步挖掘和培育，与已开展相关业务的机构合作更适合现阶段信托公司的展业策略。

综合调研访谈情况，课题组认为现阶段知识产权信托业务应聚焦市场主体的核心金融需求，积极发挥信托工具的投融资功能，为科技企业及科研单位知识产权转化提供资金支持，重点推进知识产权质押融资、资产证券化等已具备成熟落地模式的业务；同时，应密切关注在专利领域投资类及管理服务类业务的市场需求。此外，考虑到资金可获得性及知识产权运营相关专业服务支持，需要与专业服务机构及金融机构深度合作，通过构建多元化的生态圈，更好发挥制度优势。

五、专利信托业务模式及应用场景

专利是国内知识产权数量最多、应用范围最广的知识产权种类，其转让及许可的市场化运营程度较高，2022年专利转让所属行业共涉及国民经济行业分类的53个分类，专利质押融资规模至2022年已达到4 015亿元，具备较好金融市场基础。聚焦“专利研发——确权——产业化——资本化”的全周期管理需求，专利信托可以设计多种业务模式，如以专利资产或其衍生性财产权利设立财产权信托，以专利及专利池或拟申请专利的发明创造等为标的的投融资类资金信托。

（一）影响专利信托业务模式的主要因素

专利信托通过信托制度与专利制度的结合，目的是促进专利价值发现、商业化变现、产业化运营，考虑实践落地首先需要充分讨论专利信托业务涉及的专利资产要求和选择问题。

一是资产性。专利信托对涉及专利的资产属性存在内在要求。专利是专利权的简称，是依照《专利法》授予专利权人在一定期限内对其发明创造成果所享有的独占、使用、处分、

收益的权利。根据我国《中国国民经济核算体系》的定义，“资产”是“根据所有权原则界定的经济资产，即资产必须为某个或某些经济单位所拥有，其所有者因持有或使用它们而获得经济利益”。根据我国《企业会计准则》的定义，企业“资产”是“企业过去的交易或者事项形成的、由企业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源”。综上，课题组认为只有为主体合法所有、能够为所有人带来经济利益的专利权及相关财产权利才是专利资产，包括具有经济价值的专利权、专利申请权，专利许可权、专利收益权等专利相关财产权利，拥有核心专利的企业股权、专利基金份额等。

二是可预期性。专利价值会受到多方面因素的影响，如专利本身的不稳定性可能造成专利资产价值波动。一般而言，市场开展专利资产评估过程中会重点关注专利的法律特性、技术特性和经济特性。法律特性方面，专利是由《专利法》界定的权利，专利权人依据《专利法》享有一定保护期限、一定地域内的垄断，但同时也受《专利法》的限制，专利因授权产生，因此可能出现授权后被宣告无效的情形，特别是实用新型及外观设计专利是初审合格即授权，这可能使专利的法律权力存在不稳定性。实践中，专利宣告无效的数量也越来越多，知识产权领域常说的一句话是“没有无效不掉的专利，如果有就再来一次，只要肯下血本，绝大多数的专利权都是可以被无效掉的”，因为法律权利本身存在不确定性会导致专利价值的不稳定性。技术特性方面，专利是对发明、实用新型和外观设计三类发明创造的权利人给予的专有权利，因而专利资产的价值基于具有新颖性、创造性和实用性的技术。根据国际经验，专利的核心是“垄断换公开，创新换奖励”，通过法律赋予专利权人附期限的市场独占使用权，同时也通过确权换来对技术的强制公开，鼓励社会大众在现有技术的基础上继续创新。在人工智能的推动下，专利资产的技术特性也面临着时代挑战，如技术创新速度加快，初创专利技术可能会因为技术的快速迭代而过时。经济特性方面，虽然专利享有合法的垄断收益权，但是专利技术商业化成功变现存在一定的概率，商业判断与技术判断存在一定偏差，导致价值实现难度大。因此专利的实施、转让、许可等交易价格波动较大。专利法律权利的不确定性及技术的不确定性可能直接导致其经济价值或资产价格的波动，实践中价值波动可能是“0”与“100”的巨大差异。

三是可转让性，即专利信托涉及的专利资产需要具有可让与性。让与是指权利是否可以转移，或者说权利是否可以与主体相分离。专利信托业务既涉及以专利资产为质押物的专利质押融资，也涉及以专利资产为投资标的的专利投资，还涉及各类以专利资产为委托财产的财产权信托，均需要专利资产具有可让与性作为要件，这一点也同样适用于版权信托和商标信托。我国《专利法》规定，专利申请权和专利权可以转让。《专利法》同时要求，中国单位或者个人向外国人、外国企业或者外国其他组织转让专利申请权或者专利权的，应当依照有关法律、行政法规的规定办理手续；转让专利申请权或者专利权的，当事人应当订立书面合同，并向国务院专利行政部门登记，由国务院专利行政部门予以公告。专利申请权或者专利权的转让自登记之日起生效。

四是运营有效性。专利运营环节是金融需求较为迫切的环节，专利运营难点一定程度上影响了专利信托业务的拓展，一般而言知识产权商业价值变现与所在领域内专业技术人员、法律资源和商业资源等息息相关。中小企业或个人专利权人，限于规模较小、专业人才不足等原因，很难参照大型企业建立完整的知识产权保护体系，因此其对专利侵权的预防性工作难以做到位，导致专利价值波动风险，提高了金融机构面向中小企业开展专利质押信托业务的风险。

综合考虑知识产权的资产特性，专利信托业务的常态化开展，要求信托公司具备与专利运营相匹配的专业能力，根据业务目标和自身资源禀赋，信托公司需要或储备专业的技术人才、法律人才、运营人才，或与外部专业机构合作。在质押融资信托业务实务中，出于控制风险的考虑，一般对所质押的专利的类型、状况等有一定要求，通常会选择法律特性和价值特性较为稳定且商业价值较高的资产，且定期对该质押物进行法律评估和资产评估。因此，在专利信托业务实务中，建议重点关注高价值专利、企业已商业化的核心专利、具有核心专利的企业股权等标的，高价值专利因其产业化率、商业化率往往较高，兼具技术价值、法律价值和经济价值，同时至少每半年评估已质押专利是否合法有效，不涉及任何纠纷，剩余保护期限是否超过专利信托业务剩余期限，以及已质押专利是否足值等。

（二）专利质押融资信托

信托公司可作为贷款人/融资人开展专利质押融资，专利权利人将其拥有的专利出质给信托机构，并获得信贷资金。信托公司作为贷款人履行必要的尽职调查、合同签署、风险控制、放款、质物处置等职责。参考银行经验，开展专利质押融资业务，可以附加股权质押、内部担保、外部担保、政府贴息支持等增信方式。此外，信托公司还可以通过优先级/次级的结构化设计，对优先级、次级受益权分配、偿还风险等事项进行约定，满足不同风险偏好资金的需求。

案例1：中粮信托——中关村自主创新知识产权融资集合资金信托计划

2011年4月，中粮信托设立了国内首个以自主创新知识产权为依托的融资信托计划。该计划通过将阿尔西制冷工程技术（北京）有限公司等4家企业的专利权作为质押担保，通过信托计划募集资金，为企业提供信托贷款。中粮信托与中国技术交易所合作，为专利权的流转变现提供渠道，并聘请专业投资顾问进行贷前审查和贷后监管。此外，该计划通过引入资产服务机构的连带保证和实控人的个人保证作为增信措施。阿尔西制冷工程技术（北京）有限公司等4家企业通过知识产权质押获得2 000万元的贷款支持。

该信托计划引入了中关村管委会、中国技术交易所、海辉石等社会资源，分别提供财

政贴息、知识产权的价值发现与价值实现以及劣后投资等功能，通过信托产品分层，引入风险投资机构作为劣后受益人，承担担保责任。在增信方式上，除了融资企业的知识产权和股权质押外，还增加了两家资产服务机构连带保证，以及融资主体实控人个人连带保证（见图6-5-1）。

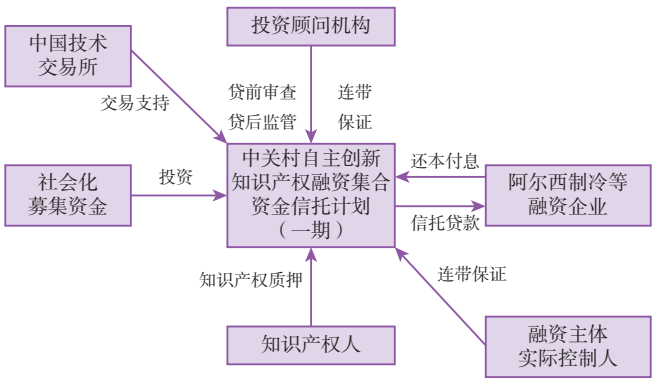


图6-5-1　中关村自主创新知识产权融资集合资金信托计划（一期）交易结构

案例2：国元信托——合肥市高新区中小企业知识产权受益权投资集合资金信托计划

2018年，国元信托发行“合肥市高新区中小企业知识产权受益权投资集合资金信托计划”，信托规模2 000万元，期限2年，向社会募集资金，在不改变知识产权权属的前提下，受让合肥市高新技术产业开发区内三家知识产权收益权。[①]信托期满后，融资企业（百胜科技、联信电源及中科大国祯）按约定价格无条件回购本信托计划项下的全部知识产权收益权。北京中金浩资产评估有限责任公司提供资产评估服务，国元信托以评估值为基础确定知识产权质押率与融资金额。[②]还款来源方面，百胜科技以公司的销售货款回笼资金支付知识产权收益权的回购价款，中科大国祯以公司的营业收入支付知识产权收益权的回购价款。风控措施方面，除知识产权质押担保外，合肥高新融资担保有限公司提供不可撤销的连带责任保证。

该信托计划在受益权方面进行了分层，通过产品内部结构化设计为优先级受益人予以内部增信。同时，该信托计划涉及三个融资主体，为信托资金组合运用支持科技企业知识产权融资提供了参考借鉴（见图6-5-2）。

① 信托财产包括发明专利及发明专利权。

② 百胜科技融资规模500万元，提供价值为726.6万元的知识产权质押担保；联信电源融资规模500万元，提供价值为791.82万元的知识产权质押担保；中科大国祯融资规模1 000万元，提供价值为1 551.98万元的知识产权质押担保。

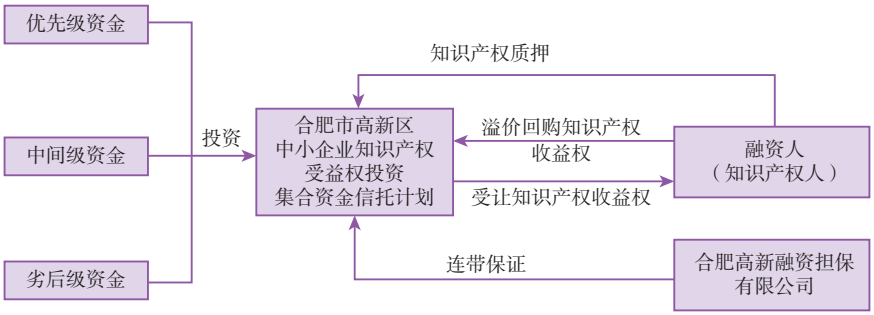


图6-5-2　合肥市高新区中小企业知识产权受益权投资集合资金信托计划交易结构

结合调研及既往案例，专利质押融资业务应用场景更加适用于科技类中小企业及初创企业，主要是满足其早期融资需求。由于中小企业及初创企业可抵质押资产相对局限，专利是其早期可拥有且具备未来商业价值的资产，因此专利质押融资类业务更具有战略意义，同时具备一定的普惠性质。考虑到信托资金属性，开展此类业务可与银行机构合作并互为补充，或与保险机构合作，为科创类企业提供更加多元的市场供给。

（三）专利投资基金信托

专利投资基金信托是主要在专利领域开展的投资业务，其投资标的主要是专利、投资专利资产的专利基金或拥有核心专利和高价值专利组合的企业的股权等。鉴于当前监管部门对资产管理信托业务中的组合型投资运用提出了新的要求，课题组认为，未来的投资类资产管理信托将是投资基金类信托，专利投资信托的业务模式将是专利投资基金。

国内首只政府引导性专利基金睿创专利运营基金是由北京中关村管委会和海淀区政府出资引导设立，金山科技、小米科技、TCL集团等多家公司共同参与的专利基金，基金委任北京智谷睿拓技术服务有限公司作为普通合伙人进行管理，负责投资策略与日常运营。早期武汉国投信托“专利收益权风险凭证信托计划”从某种意义上具备专利投资基金的雏形，也为未来信托公司参与专利投资基金提供了模式借鉴。

参与拥有核心专利的拟上市科创企业的股权投资也可以作为专利投资基金信托业务的投资重点。企业科创板IPO对企业的科创属性要求较高，其中在科创指标方面，要求同时符合“应用于公司主营业务并能够产业化的发明专利7项以上”等四项指标情形，或符合“形成核心技术和应用于主营业务，并能够产业化的发明专利（含国防专利）合计50项以上”情形。也就是说，科创板对拟上市企业的核心专利和专利管理运营均有较高要求，因此将该类企业作为专利基金信托业务的投资重点，也是信托助力科技创新的重要体现。

专利投资基金信托的发展高度依赖知识产权运营市场的成熟度。从发展趋势而言，专利

投资基金更加符合创新体系建设需要，前景广阔。信托公司开展此类业务不仅仅需要具备深入的产业研究和判断能力，更需要高价值专利识别及产业创新趋势的判断能力，正如国内学者陈磊在《知识产权金融》一书中对武汉国际信托的案例评价中提及的“信托公司若想要圆满完成受托管理专利的任务，需通过各种手段构建专利转化的资本市场平台实现专利产业化和商品化”。

（四）专利证券化服务信托

知识产权证券化是资产证券化在知识产权领域的应用。根据Wind数据，2018—2024年8月，我国已发行知识产权证券化产品153单，产品规模合计达到291.48亿元。[①]其中，按照发行场所，交易所市场是知识产权ABS发行的主力场所，其中深交所发行单数及规模均处于领先地位；按照业务模式，小额贷款模式是知识产权ABS市场主要模式，其次是专利二次许可模式，而融资租赁、保理供应链、委托贷款、信托贷款等模式发行单数和规模占比较小。

根据基础资产的不同，知识产权证券化理论上可以分类直接证券化和间接证券化两类模式，其区别在于直接证券化的基础资产是专利权、版权、商标权等知识产权，间接证券化的基础资产是各类知识产权的衍生性财产权利，即以知识产权为基础构筑的能够产生未来稳定现金流的债权等，实务中一般是间接证券化模式，主要包括知识产权质押贷款债权、专利许可费、知识产权租赁债权等。知识产权证券化通过结构化设计实现了对传统知识产权融资方式的突破和升级，同时也起到盘活金融机构资产、提高资金使用效率的作用。

在知识产权证券化服务信托业务中，信托公司既可以作为受托人，以专利资产相关衍生性财产权利作为基础资产设立SPV，在银行间市场、上海证券交易所、深圳证券交易所发行资产证券化产品，也可以参与“双SPV模式”资产证券化业务中的第一层SPV专利证券化服务信托在信托的法律以及金融架构下，为专利成果转化和研发再投入提供了金融支持，有助于促进专利成果转化效率和质量的提升。目前，国内落地的专利证券化业务多为政府牵头，组织辖内金融及相关服务机构为科技类创新企业提供的融资服务，基础资产多为多家企业的多个专利或专利权组合。不同于国外专利证券化业务服务对象多为成熟企业，国内资产证券化融资企业相对规模较小且处于发展中阶段，但是相同点是作为基础资产的专利商用价值已被验证。

案例3：国投泰康信托——国金–杭州未来科技城知识产权第1期资产支持专项计划

2023年10月，杭州未来科技城在深圳证券交易所成功发行“国金–杭州未来科技城知识

① 目前没有统一的知识产权资产证券化产品归类，本课题知识产权资产证券化产品统计范围为产品名称包含“知识产权”“专利”“版权”及基础资产为“知识产权”的资产证券化产品。

产权第1期资产支持专项计划（专精特新）。该项目为全国首单全流程市场化专精特新知识产权证券化项目，项目发行额度为1亿元，发行票面利率为3.25%，期限为1年，刷新2023年全国同类型产品最低利率。此项目入池基础资产涵盖10家优质科创型企业客户的64项专利，其中发明专利59项，实用新型3项，评估价值共计1.0834亿元，参与企业包含3家国家级专精特新“小巨人”企业、5家省级“专精特新”中小企业，涉及绿色科技、生物医药、机器人、大数据等前沿领域。

该项目采用信托贷款模式，委托人向信托公司提供资金，再由信托公司向底层的科技企业提供信托贷款，底层科技企业将知识产权质押给信托公司。通过信托合同的约定，信托贷款债权人享有信托受益权，然后把信托受益权作为基础资产发行知识产权证券化产品。此项目中国投泰康承担信托受托人角色，在增信上，项目由杭州联合银行开具融资性保函为底层科创企业进行担保增信，解决了以往知识产权证券化产品需要地方国有企业进行增信担保的痛点；在发行上，有别于以往ABS次级由地方国有企业原始权益人自持来进行风险兜底，此次发行实现了100%市场化销售，实现了知识产权证券化领域的重大创新（见图6-5-3）。

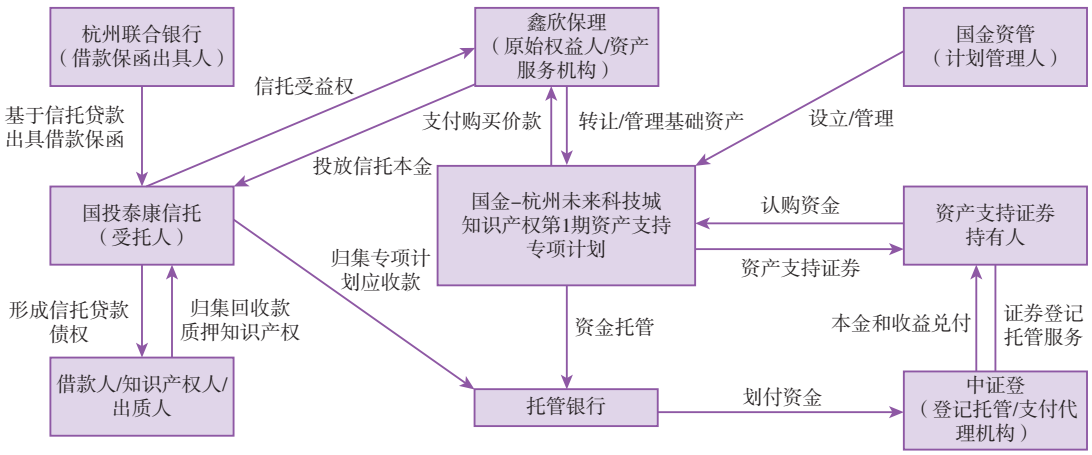


图6-5-3　国金－杭州未来科技城知识产权第1期资产支持专项计划交易结构

（五）其他专利服务信托

除典型的质押融资、投资、证券化模式以外，信托公司还可以发挥资产隔离制度优势针对专利转化、管理、运营过程的特殊需求开展管理服务信托、担保品服务信托等资产服务信托。

1.专利管理服务信托

近年来，部分信托公司结合当地政府和企业的创新需要，探索落地了专利管理服务信

托，信托公司受托管理专利及专利权等财产，为委托人提供专利管理、运营、收益分配等服务，已落地案例包括交银国际信托和北方信托。专利管理服务信托，可以通过比例分配、条件分配等多样化的分配机制，确保专利的经济效益能够在各方受益人间得到有效分配；同时，借助金融中介服务，延伸提供包括财富规划、税务优化、转化推荐等服务，努力实现专利商业化价值。此类业务适用于研发科研机构及高校，在创新成果转化初期，对科技成果做出重要贡献人员设计激励机制，为成果转化提供保障。

案例4：交银国信·武汉枢密脑科学技术知识产权服务信托

2022年10月27日，交银国际信托联合交通银行湖北省分行及上海市通力律师事务所，设立交银国际信托·武汉枢密脑科学技术知识产权服务信托，为委托人提供知识产权收益权托管运营服务。该项目委托人以持有的专利收益权作为基础资产设立财产权信托，由信托公司作为受托人根据信托合同约定及委托人的指令对委托人提供的基础资产进行运营管理服务。该项目以财产安全持有为基础，有效解决委托人对所持专利收益的集中管理及合理分配需求，降低委托人管理成本，同时通过发挥信托风险隔离和财产权利分离的制度优势，保护知识产权资产安全，助力企业建立技术研发激励机制（见图6-5-4）。

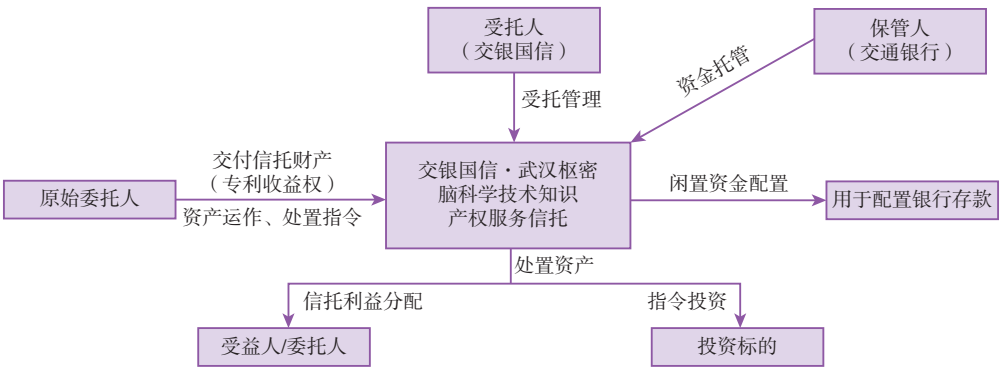


图6-5-4　交银国际信托·武汉枢密脑科学技术知识产权服务信托交易结构

案例5：北方信托·北信日新天工开物知识产权服务信托

2023年9月7日，北方信托建立知识产权信托服务办公室，与天开发展集团在天开园签署合作协议，发布天津市首单知识产权信托产品。该信托是针对南开大学首批入驻天开园的李伟教授科研团队提供的专业化服务产品，着力于专利成果转化之后的收益管理需求，为知识产权权利人和研发团队提供财产保管、执行监督、收益分配等基础服务，以信托服务促进

知识产权保护运营、保障收益，通过积极联络转化路径、灵活设计收益分配机制等方式，推动知识产权转化、创新人才激励机制（见图6-5-5）。

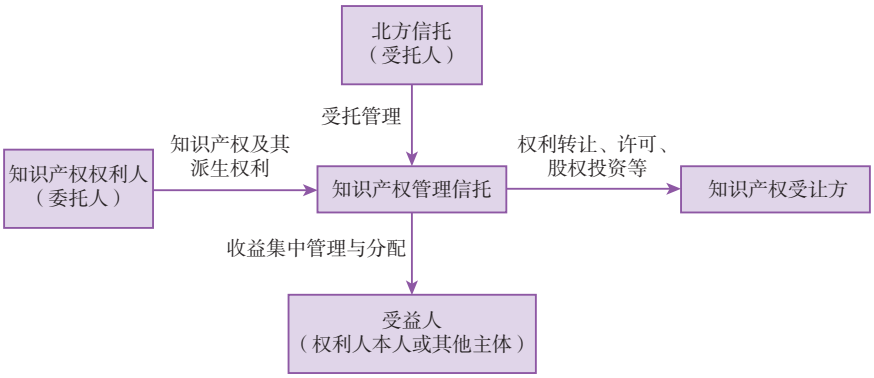


图6-5-5　北方信托·北信日新天工开物知识产权服务信托交易结构

2. 专利融资担保品服务信托

在专利质押融资押品服务信托中，信托公司代表债权人利益，受托管理专利相关资产，提供专利资产的集中管理和处置、担保权利集中行使等服务。例如，专利基金为控制投资风险可能会采取“股权投资+股东借款”的方式为拥有核心专利的企业进行融资，但其涉及的股东借款可能难以办理专利质押登记，基金管理人可将债权转让给信托公司设立专利质押融资押品服务信托，由信托公司协助办理质押登记，以保障基金的优先受偿权。再如，当前实务中因知识产权本身特性的原因，实务中知识产权质押投融资往往存在质物难以处置的问题，债权人可与信托公司合作设立专利质押融资押品服务信托，信托公司或逐渐建立另类资产管理能力，或与第三方机构合作，代表债权人利益受托管理并集中行使专利及相关权利。

案例6：齐碳科技2024年度第一期资产担保债务融资工具（科创票据）

2024年7月2日，在成都高新区市场监督管理局的指导下，盈创动力联合中国农业银行成功落地首批试点——齐碳科技2024年度第一期资产担保债务融资工具，发行金额0.1亿元，这是全国首单以知识产权为担保的民营科创企业债券，为民营企业提供新的融资渠道。

成都齐碳科技以其持有的高质量知识产权（包括发明专利、实用新型专利等）作为基础资产，这些知识产权在纳米孔基金测序仪及配套试剂、耗材领域具有显著的市场价值和技术优势，项目以成都齐碳科技持有的专利权为担保资产，质押财产本息覆盖率不低于105.9%，并搭配信用风险缓释凭证（Credit Risk Mitigation Warrant，CRMW）提供增信。中国农业银

行作为主承销商，负责债券的发行与销售，盈创动力作为债权代理人和质押权人，承担代理投资者接受质押、行使质押权和处置资产的重要职责，一定程度上保障交易的透明度和公正性，监督发行人遵守债券条款和市场规则（见图6-5-6）。

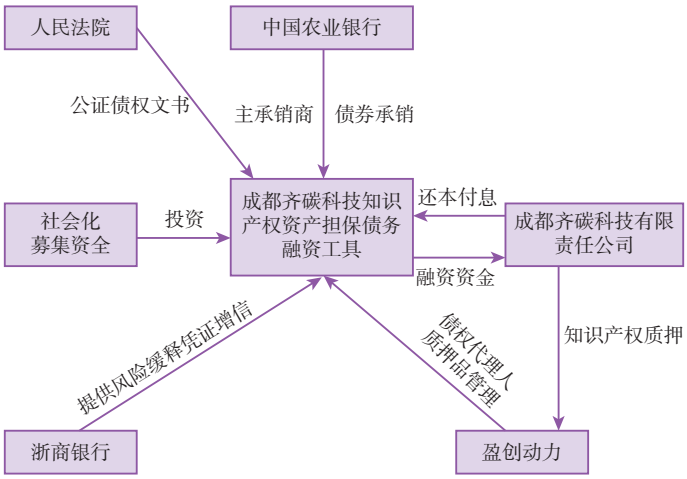


图6-5-6　齐碳科技2024年度第一期资产担保债务融资工具（科创票据）交易结构

该债券采用“知识产权担保+CRMW”的双重增信机制，保证债券顺利发行，同时引入公证债权文书机制，为投资者提供额外法律救济途径。盈创动力承担代理投资者对债券发行的担保品，接受质押、行使质押权和处置资产的重要职责。信托公司可在此类业务中承担盈创动力的角色，更好发挥制度作用。

（六）专利公益慈善信托

专利慈善信托是一类将专利资产与慈善事业结合的信托业务，如委托财产是专利或专利收益权等财产权，将未来的专利权收益用于进行慈善活动。再如信托目的是推动专利培育及产业转移转化、开展专利侵权保护等。陕国投曾尝试开展以促进专利培育及转移转化为目的的慈善信托。

专利公益慈善信托的应用范围较广，可以是产业联盟或行业协会牵头开展以诉讼援助为信托目的的慈善信托模式，也可以是由成熟专利运营公司或者独角兽企业牵头出资，对细分领域的科技研发和技术创新给予资金补助。当前，国家知识产权局已制定了知识产权维权援助工作指引，为市场主体遭遇专利侵权时提供维权调查、诉讼费用资助等，各地方知识产权维权援助机构进行了实施落地工作，信托公司可与相关机构合作设立助力知识产权维权援助的慈善信托，助力于对知识产权权利人合法权益的保护。

六、版权信托业务模式及应用场景

版权信托是聚焦版权领域开展信托业务，版权适用于文学作品（如小说、诗歌、戏剧）、音乐作品、艺术作品（如绘画、雕塑）、电影、摄影作品、计算机软件等，一般而言其与文化创意、互联网、影视等行业紧密相关。与专利金融市场相比，版权金融服务市场规模相对较小，根据国家知识产权局数据，2023年我国著作权质押担保金额达98.6亿元。2012年北京市发布的《关于金融促进首都文化创意产业发展的意见》明确提出“鼓励设立版权投资信托计划，促进版权投资”，是国内较早明确鼓励版权信托发展的政策。从版权资产和版权运营的特性来看，版权较为适宜开展财富管理、资产证券化信托、担保品服务信托等。

（一）影响版权信托业务模式的主要因素

版权信托与专利信托一样，实践落地中也需要充分讨论版权资产特性、法律特性、运营特性对版权信托业务的影响。版权资产应为某主体合法所有、能够为所有人带来经济利益的版权及相关财产权利，具体可包括版权的财产性权利、拥有版权资产的企业股权、版权投资基金等。

一是版权资产具有突出的盈利性、长期性和增值性等特性。2022年，中国版权产业的行业增加值为8.97万亿元，同比增长5.83%，占GDP的比重为7.41%。各类版权的产品化形式或载体形式存在一定差异，且面临不同的消费受众群体，诸如小说、影视、音乐、字画等。运营成熟、消费者受众广的音乐、影视等版权商业化及金融化程度相对较高，这也是国外知识产权证券化的主要领域。相较专利而言，版权的保护期较长，自然人版权的保护期为作者有生之年加死后50年，法人或非法人组织版权的保护期为50年，这意味着版权资产能够在一个非常长的期间带来经济利益，因而可能带来版权保护传承及长期管理的需求。此外，部分版权资产具有增值性。例如画作版权往往具有增值特点，由于具备独特性和不可复制性，优秀、稀缺版权的价值往往随着时间的推移而出现指数化增长。

二是版权信托业务涉及的版权权利仅限于版权的财产权。与专利、商标不同，版权除包含财产权外，还包括发表权、署名权、修改权等人身权。人身权不直接具有财产性，不能以金钱衡量其价值，具有不可转让性、永久性的特点，鉴于此课题组认为版权信托业务涉及的版权资产不应该包含人身权，其涉及的信托财产或最终投资标的仅限于版权的财产权。我

国《著作权法》第十条列举了十七项规定的权利，其中，版权发表权、署名权、修改权和保护作品完整权等四项权利均为人身权，不可被转让。《著作权法》规定著作权人可以许可他人行使版权的复制权、发行权、出租权、展览权、表演权、放映权、广播权、信息网络传播权、摄制权、改编权、翻译权、汇编权、应当由著作权人享有的其他权利），同时明确“依照约定或者本法有关规定获得报酬；著作权人可以全部或者部分转让本条第一款第五项至第十七项规定的权利，并依照约定或者本法有关规定获得报酬”。

三是版权资产市场价格波动更为明显。版权作品价格受到政策、市场等多种因素的影响，例如，电影剧本的商业价值最终主要通过电影票房等实现，但其中编剧是否具有影响力、故事是否具有影响力、拍摄质量、演员选择、演员声誉、电影上映时点选择等诸多因素都将影响作品能否上映及上映后的票房收入。因此，开展版权相关的投融资业务具有高风险特征。此外，版权的自愿登记特点提高了版权信托业务的风险。版权具有自动生效的特点，即版权没有登记的强制性。实务中，由于我国施行作品自愿登记，且登记审查实行形式审查，且转让版权无需登记，这也导致版权质押融资业务往往面临在作品登记后存在侵权风险、版权质押之前可能已经转让等风险。因此，版权信托涉及的版权应为权属清晰的已登记版权。此外，版权的排他性较弱。与专利、商标具有强排他性不同，版权只具有相对独占性，根据《著作权法》规定，只要是独创的作品，不论其是否与已发表的作品相似，均可获得独立的著作权，这意味着两人分别独立完成即使是同样的作品均可获得著作权，因此也意味着版权市场主体的垄断性不强，继而影响相关收益实现。

综合考虑上述特征，在开展版权信托业务时，应重点关注版权权属清晰、登记完备、具备较好可商业复制的成熟产品形态的版权；同时，可积极关注个人版权主体财富类需求。

（二）版权投融资信托

版权作为影视、音乐、文化等相关企业的重要资产，运用版权开展投资、融资是其金融需求的重要方面。北京银行作为版权质押融资业务的典型机构，自2006年开始推动文化金融业务，成立3家专门文创专营支行，并于2021年推出“电影+”版权质押融资特色业务，2006年至2024年4月已累计为千余家电影企业发放了300亿元的贷款。此外，电影行业私募投资作为一类较为成熟的金融服务，曾规模达亿元，因疫情原因近年来规模有所下降。版权投融资信托，包括版权质押贷款模式和版权投资基金信托模式合称为版权投融资信托模式，其中版权投资基金信托模式可通过购买版权、投资版权公司股权、投资版权基金等多种方式。

从过往发展来看，信托公司在影视信托细分领域已有较多实践，并在交易结构和风控措施方面充分体现了信托制度的灵活性和创新性。2012年，外贸信托发起设立了国内第一只电影信托产品——“一壹影视（一期）集合资金信托计划”，计划募集规模2亿元，这只产品无

抵押无担保，风控措施主要采取了结构化设计，9∶1的A级∶B级受益权分层，还设置了投资项目范围及投资集中度限制。2014年，中信信托创新性地与百度、中影集团联合开发影视文化产业金融平台“百发有戏”，主打“消费众筹+电影+信托”理念，首个落地项目为《黄金时代》，募集资金超过1 800万元。2015年，中融信托发起设立“中融信托·财富骐骥8号影视投资集合信托计划”，募集资金用于影视剧的拍摄、后期制作、宣传发行等，产品采用股权质押、电视剧版权质押、个人无限连带责任担保以及结构化设计。此外，陆续参与影视信托的还有国投泰康信托设立的“影视文化产业基金（一期）信托”、北京国际信托的“闻萃影视投资信托”等。

（三）版权证券化服务信托

版权证券化作为全球最早实践的知识产权证券化产品，是重要的版权金融模式之一。我国最早出现的知识产权证券化产品已涉及版权资产。2018年，我国首只知识产权证券化标准化产品“第一创业–文科租赁一期资产支持专项计划”（以下简称文科一期ABS）在深圳证券交易所成功获批，实现了我国知识产权证券化零的突破。该产品总规模达7.33亿元，以北京市文化科技融资租赁公司为原始权益人，基础资产包括软件著作权、电影电视剧本著作权、形象著作权和专利权等，覆盖艺术表演、影视制作发行、信息技术、数字出版等文化创意领域的多个细分行业，募集资金全部用于投放新的知识产权融资租赁项目。

当前，我国影视、文化、音乐等行业已形成了一定数量的可证券化基础资产，如在电影电视领域，多部作品多次重播依然具有较高市场占有率，部分平台拥有大量优秀影视作品的独播权；在文学领域，网络文学作品实现了高点击流量及成功影视化经验，上述版权作品均可以获得较为稳定的现金流。信托公司可积极参与影视、文化等行业版权证券化服务信托业务，为创意类产业发展提供金融服务。

案例7：爱奇艺系列版权证券化

2018年12月21日，我国首单知识产权供应链金融资产支持专项计划——“奇艺世纪知识产权供应链金融资产支持专项计划”在上海证券交易所成功发行，发行规模4.7亿元，其基础资产是电视剧著作权交易形成的应收债权，核心债务人为国内领先的版权服务商北京奇艺世纪科技有限公司，项目原始权益人为天津聚量商业保理有限公司（见图6-6-1）。该项目被国务院确定为自由贸易试验区第六批37项改革试点经验之一向全国复制推广。随后的2021年11月和2023年12月，“中信证券–爱奇艺知识产权供应链金融资产支持专项计划3期”“中信证券–爱奇艺知识产权2号1期供应链金融资产支持专项计划”相继发行。

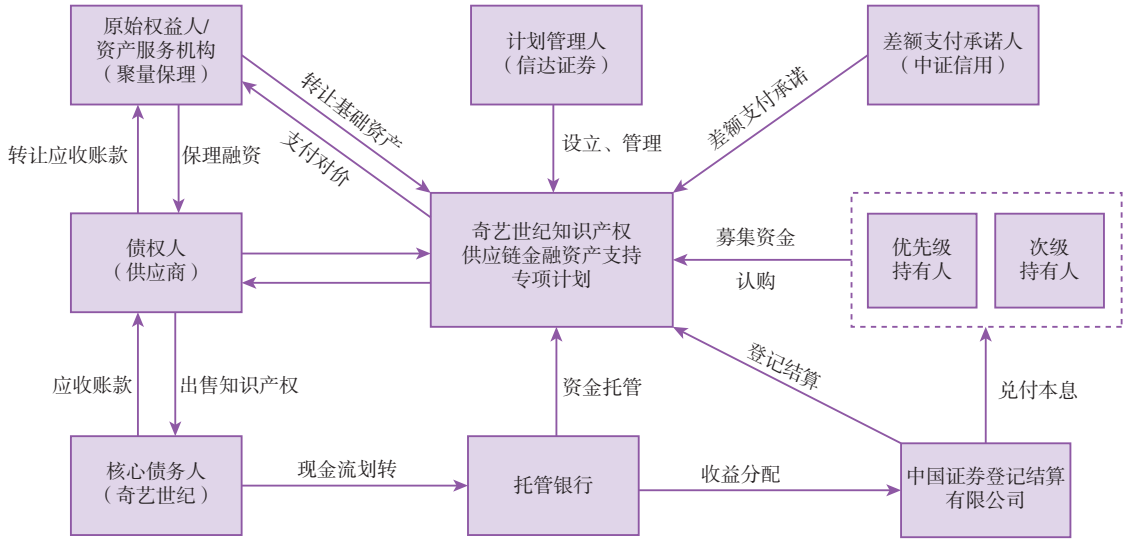


图 6-6-1　奇艺世纪知识产权供应链金融资产支持专项计划交易结构

案例 8：罗湖区—平安证券—高新投版权资产支持专项计划

2019 年，深圳高新投围绕罗湖区“版权高地”产业发展特色，在知识产权证券化先行示范“深圳模式”的基础上，定制开发“罗湖区—平安证券—高新投版权资产支持专项计划”，该项目帮助罗湖区文创企业拓宽融资渠道。项目底层资产由高新投小贷公司向借款企业发放贷款，高新投融资担保公司提供增信，借款企业或其关联方以其持有的知识产权向高新投小贷公司提供质押。该专项计划首批融资规模约 1.1 亿元，已报送 50 余家企业入库，首批 15 家企业通过审核，基础资产质押的知识产权共计 20 项，其中版权 13 项，发明专利 7 项，实际融资成本仅为 2.98%/ 年，提振了疫情影响下民营企业的经营信心和投资热情。

（四）版权财富管理服务信托

版权资产所具有的资产性、盈利性和长期性等特点所展现出的长期资产价值，使得版权继承及相关财富传承成为可能。我国版权保护期限可长达至著作权人死后 50 年，且版权也在继承财产范围之内，从而天然涉及继承及财富传承，信托公司可通过设计委托财产包含版权在内财富管理信托满足版权人的需求。

随着国内独立个体文学、视频、音乐创作热情的提升，我国网络版权蓬勃发展，从 2013

年的2 100亿元增长至2021年14 000亿元，年复合增长率近25%，网络新闻媒体、网络短视频、网络直播已经形成较大规模，其中衍生了巨大的内容转化运营市场，拥有优质网络版权资产的版权人（著作权人），进而产生了相关的资金融通、风险管理、价值实现、事务管理等多类需求，以个人为中心的版权作品库及个人独立品牌已具备良好发展基础，围绕相关个人版权财富管理服务蕴含着巨大市场潜力。

（五）数字版权信托

数字版权作为新兴版权类型，围绕数字版权的确权、流转、商业化运营等社会制度和市场化服务得到大量关注。如市场开始探索利用区块链技术为文化数字化资源、内容提供可溯源、可量化、可交易的全生命周期综合服务体系，在此背景下，数字版权信托或将成为重要方向。

案例9：数字版权信托

数字版权信托依托于区块链等技术，实现分布式计算和全流程确权登记，为数字版权证券化提供可信的技术环境。2021年，中航信托与版权链全国运营中心合作，推动版权链—天平链—信托链的三链融合新生态，基于数字版权证书和版权链，为著作权人设计数字版权资产信托产品；基于版权链信托，发行数字版权资产信托产品。在数字版权资产信托产品中，委托人通过证信通运营平台，将信托财产交付给受托人，并通过区块链技术予以记录。共同受托人（即证信通运营平台）基于区块链等技术为委托人所交付数字版权证书提供数字凭证，并负责信托受益权转让登记并将转让登记信息提供至主要受托人。受托人基于账户管理、监管和运营支持等方面的专业优势，为委托人/受益人提供事务管理、风险隔离、记账结算等信托服务。

（六）版权公益慈善信托

近年来，非货币财产设立慈善信托取得突破性进展，其中文字作品著作权类委托财产慈善信托实现落地。光大信托2022年成立了“光信善·榼案木信托制度进步慈善信托”，2023年该信托实现了以著作权收益权作为慈善信托财产追加进入慈善信托的创新实践，高传捷先生将《中国慈善信托实务参考》一书的著作权以信托财产的形式追加进入榼案木慈善信托，信托资金将用于资助信托制度进步研究或者奖励在信托制度建设方面有突出贡献，取得优异成绩的机构、团体、人员。

七、商标信托业务模式及应用场景

商标，即商标专用权。如前述专利资产、版权资产所述，为某主体合法所有、能够为所有人带来经济利益的商标及财产权利才是商标资产。在信托公司开展商标信托业务之前，“TMT”商标信托案和“LAIYA来雅”商标信托案等构成事实上的商标权财产信托法律关系的民事行为已经出现。从商标资产和商标运营的特性来看，商标信托更适宜开展融资担保信托和证券化服务信托模式。

（一）影响商标信托业务模式的主要因素

商标资产为某主体合法所有、能够为所有人带来经济利益的商标专用权及相关财产权利，具体包括注册商标专用权、商标许可权，以及拥有核心商标资产的企业等。与专利、版权资产相比，商标资产具有价值构成丰富性、强依附性和可延续性等特性。

一是商标资产拥有丰富的价值内涵。王莲峰在《商标资产运用及商标资产证券化》认为，商标资产构成既包括“内在吸引价值”，即基于商标本身独特的吸引力而给权利主体带来的利益，也包含“功能价值”，指商标固有功能所折射出来的价值，包括区分商标或服务来源的识别价值、保障商品或服务质量的品质保障价值、推动商品或服务对外扩张的宣传价值、展示企业精神的文化价值等，以及包含“外在转化价值”，即商标资产通过转化或利用等新形式而形成的价值，如因许可而形成的新价值，因转让而使商标资产变现的价值，因作价入股而累积的新价值，因权利质押而盘活的新价值，因资产证券化而衍生的新价值，其他商标资产价值转化或累计形成的新价值。

二是商标资产具有强依附性。商标的功能和商标资产的构成、商标资产价值的构成都十分丰富，其中内含的识别功能、品质保障功能、展现企业文化功能等与企业的经营难以分割，与使用商标的具体商品或服务高度相关，因此独立商标的价值难以与企业价值、商品服务的价值独立区分开来，这也导致市场化开展单纯的商标质押融资往往难度较大，金融机构往往要求在商标质押以外还要同时提供有形资产抵押、担保公司担保等其他的增信方式。根据相关法律和国际公约，未能连续使用的商标在达到一定条件后（国内一般是连续3年未使用），法律会推定原商标权利人构成权利放弃，原商标权利人所持有商标的价值会归零，由于金融机构难以实际运营商标资产，目前商标金融业务以质押融资及证券化方式为主。

三是商标资产具有可延续性。与我国专利、版权均有明确的保护期限、逾期权利自动消

失不同，根据《商标法》的规定，注册商标自获准注册之日起享有10年的商标专用权，在专用期截止日之前12个月内，商标权利人可以申请商标续展，且在商标权利明确的情况下，该续展程序可一直无限持续。商标的可延续性，一方面有利于商标在长期的使用中通过优质的商品服务和良好的口碑获得价值的提升，商标权利人还可以吸引他人请求许可使用注册商标并支付商标许可使用费进而获得商标资产价值的进一步提升；另一方面有助于持续获得法律保护，避免商标被抢注，避免因商标过期而丧失对商标的控制权和使用权。但是，商标可延续性带来的长期性也为商标的管理提出了更高要求，如商标长期不使用或使用不当，商标权将处于非常脆弱的状态，商标资产的价值会出现减损甚至灭失。

四是商标价值实现具有复杂性。商标资产的价值实现从内在的吸引价值、功能价值可延伸至各类外在转化价值，因此商标价值的实现实质上也相对复杂。例如，我国《商标法》规定注册商标分为商品商标、服务商标和集体商标、证明商标四类，其中商品商标和服务商标所依附的商品或服务的状况会影响商标资产的价值，因此产品或服务所在产业的景气度、发展前景、竞争对手的情况、行业的更迭甚至为相关产品或服务付出的广告宣传费等都会影响商标资产价值是增值还是减损。同时，不同主体对商标价值的判断差异巨大，商标资产的估值与实际交易价格往往存在巨大差异，导致商标信托业务的风险也往往较高。例如我国曾经的知名餐饮品牌“湘鄂情”，2006年被原国家工商总局认定为“中国驰名商标”，但2013年起开始出现大面积亏损，为筹集偿债资金，2015年转让“湘鄂情”系列商标给深圳市家家餐饮服务有限公司（家家餐饮服务），拟转让价格为2.3亿元，实际转让价格为1亿元。后来家家餐饮服务拖欠租金被出租方起诉后判决赔偿，因没有其他财产可执行，2023年11月长沙市雨花区人民法院冻结其名下“湘鄂情”系列商标经评估后挂网拍卖，但起拍价仅为670.86万元。再如，截至2023年末，我国现存中华老字号品牌1 073个，与新中国成立初期相比，品牌数量减少了93%，大部分老字号品牌因产品创新力不足、组织架构陈旧等出现经营危机而湮没于历史的长河。

综上，商标的功能价值导致独立商标难以与企业价值、商品服务等独立区分开来，其与依附的权利人的经营情况共荣共生，且不同主体对商标价值的判断差异巨大。因此，开展商标信托业务，需关注商标的可延续性，特别是与其深度绑定商品服务和口碑价值延续性。商标证券化服务信托业务的重点是对于基础资产的选择、确定和管理。一是由于商标资产的价值影响因素较多，往往处于不稳定的状态，因此需要构建商标相关的具有未来稳定现金流的资产作为证券化的基础资产。参考美国的实践经验，商标许可使用权（许可使用费的应收账款或未来债权），以及可能的商标侵害赔偿金等可作为商标证券化服务信托业务的基础资产。二是商标证券化服务信托中的基础资产应权属清晰，不存在附带抵质押等权利负担或者权利限制情形。三是基础资产不存在不具有可转让性或禁止转让的情形。四是由于商标资产具备保护期长、依附性强等特殊性，商标资产证券化服务信托存续期间，信托公司作为受托人也要注意开展商标的相关持续管理工作，注意维持和提升商标的价值。

（二）商标融资信托

鉴于商标资产前述特点，实务中以单独的某一件商标即可获得质押融资的实现难度往往较大。为同时满足业务开展和风险控制的要求，商标信托的债权融资可采取商标融资担保信托模式，具体来看可以根据商标资产的实际情况和企业的信用情况来确定商标融资担保信托是采取纯商标质押、“商标质押+内部增信”还是“商标质押（或+内部增信）+外部增信”的方式。

具体来看，纯商标质押方式一般是驰名商标尤其是老字号商标质押融资方式。驰名商标尤其是老字号一般意味着提供商品或服务的企业商业模式清晰且盈利状况较好，因而企业信用资质较好。对于该类企业，信托公司可尝试开展驰名商标质押的纯商标质押方式商标融资担保信托业务。

案例10：延中饮料“延中”商标质押贷款

上海市宝山区知名企业上海延中饮料有限公司（以下简称延中饮料）是一家老字号食品生产企业，始创于1997年，专业从事饮用水、饮料研发、生产和销售，多年来在饮用水和饮料市场中不断开拓发展，在上海地区拥有稳固的市场基础和良好的形象美誉度。2021年9月，延中饮料用“延中”商标质押获得5 000万元贷款。这是上海历年知识产权质押融资评估金额最高、放贷金额最高、纯商标质押融资金额最高的一单。

案例11：温岭投放全国首笔制造业集体商标质押贷款

温岭依托“温西工具”集体商标，率先探索出“产业发展赋能集体商标——政府服务培育区域品牌——品牌价值吸引高额授信——知产融资反哺产业发展”的有效路径。由温岭农商银行为温岭市工量刃具协会成员量身定制“工具速贷”贷款产品，向协会投放10亿元集体商标质押贷款授信。该项目通过放大集体商标品牌优势，在全国首创服务制造业集群的知识产权质押融资新模式。

“商标质押+内部增信”方式是信托公司在开展商标融资担保信托业务时，融资企业除提供商标质押外，需同时提供其他内部增信方式，包括附加其他商标质押、专利质押、版权质押、股权质押、固定资产抵押、集团担保、实控人连带责任保证中的一种或多种增信方式。该方式主要是为了解决单一商标质押融资时容易出现在一定的质押率控制下融资金额不足的

问题。2022年，萧山一家自贸区企业通过自主研发专利和轮胎商标质押获得贷款1 000万元。2021年，赣锋锂业3件商标以及5项专利两类知识产权在中国农业银行新余市分行进行混合质押，成功质押融资1亿元。2023年，赣锋锂业通过商标+专利+版权混合质押成功融资5.7亿元。

“商标质押（或+内部增信）+外部增信”方式是信托公司在开展商标融资担保信托业务时，融资企业除提供商标质押（自己提供物的担保）之外，还可以由第三人提供担保的方式。实务中，该方式一般是担保公司等外部新增机构对企业的商标质押融资提供担保增信的同时要求企业提供反担保，部分业务中也存在财险公司提供融资保证保险的情形。

（三）商标证券化服务信托

商标资产证券化服务信托业务是信托公司在商标领域开展的资产证券化服务信托业务，商标资产证券化服务信托业务的交易结构、受托人职责等与专利、版权证券化服务信托基本一致。

需要注意的是，当前商标证券化的市场需求有待培育。参考国外经验，商标证券化的主要实践主要集中于时尚产业和连锁经营的餐饮行业。美国1999年的Bill Blass案开启了商标证券化的先河，Bill Blass是服装行业的设计师品牌，2003年的Guess Inc.案、2005年的BCBG Max Azria案标志着美国商标证券化走向成熟，Guess和BCBG也都属于时尚服装集团，而分别融资16亿美元和18.5亿美元的邓肯甜甜圈、达美乐披萨商标证券化涉及的邓肯甜甜圈、达美乐披萨两家企业则是连锁经营的餐饮行业。然而，近十年来，美国出现的商标资产证券化案例并不多。国内来看，目前专利证券化、版权证券化已有较多成熟案例，但尚无商标证券化案例。

在实践中，由于商标资产的价值影响因素较多，开展商标资产证券化业务需要构建具有未来稳定现金流的基础资产，信托公司作为受托人可尝试针对商标许可使用权及可能的商标侵害赔偿金等作为基础资产探索相关业务。由于商标资产具备保护期长、依附性强等特殊性，商标资产证券化服务信托存续期间，需持续关注商标存续管理，特别是需要维持和提升商标价值。可重点关注我国众多老字号品牌。截至2023年末，我国现存中华老字号品牌1 073个，其中有613个中华老字号品牌创立至今超过100年，500年以上品牌数量有17个。老字号品牌的传承和发展需要更多资金金融支持，信托公司可积极开展资产证券化，为相关商标和品牌提供融资服务。2022年，商务部、中共中央宣传部、自然资源部、住房和城乡建设部、文化和旅游部、国家市场监督管理总局、国家文物局、国家知识产权局联合印发了《商务部等8部门关于促进老字号创新发展的意见》，在加大老字号保护力度、健全老字号传承体系、激发老字号创新活力、培育老字号发展动能四个方面提出了13项意见，也为信托公司参与老字号保护和传承体系提供了政策指导。

八、知识产权信托业务发展建议及展望

（一）知识产权信托业务发展趋势与创新动向

目前，信托公司已尝试开了债权融资信托、资产证券化、资产服务信托、公益慈善信托等业务类型，相关类型已具有可参考及示范意义的典型案例，具备一定的可行性和可操作性。与此同时，在创新强国战略推动下国内知识产权金融服务创新加速，知识产权管理服务信托展现的独特价值可能成为信托业服务知识产权领域的重要突破口。

知识产权融资类业务是现阶段重点方向。鉴于国内知识产权全周期管理中的核心金融需求依然为资金需求的现状，从解决市场主体最现实的问题出发，课题组认为现阶段知识产权信托应重点发挥资金融通功能，稳步推进知识产权融资、知识产权资产证券化等业务。知识产权质押融资市场呈现快速扩容趋势背景下，知识产权融资类业务依然存在较大发展空间，信托公司可与银行合作，开展联合贷款，对拥有核心技术、文化版权、知名商标及品牌等快速成长期企业给予资金支持，同时通过优先级/次级的结构化设计，满足不同风险偏好资金的需求。资产证券化在地方政府及科技产业园区大力推动下，通过知识产权组合运营，一定程度上分散融资风险，近年来在经济发达区域快速落地，信托公司可与地方融资担保机构或知识产权交易运营中心合作，积极探索此类项目。

知识产权投资信托具备较好发展潜力。鉴于知识产权资产的高风险特征，市场越来越倾向认为知识产权股权投资具有更好发展前景。近年来，国内知识产权运营基金、“科技成果认股权”、侵权基金等知识产权运营模式均在稳步推进。在国家层面，财政部、国家知识产权局针对《中国制造2025》十大发展领域，牵头推动成立了政府引导的知识产权运营基金，投资标的为基于创新技术的科技公司股权。此外，“科技成果认股权”意在积极发挥促进合作意向工具的作用，实现科技股权的投早、投小，认股权独立交易具备可落地性，或将成为服务科技创新的金融投资标的。知识产权侵权基金在美国已有成熟运营模式，巨额专利侵权赔偿费用实现了良好商业价值变现，伴随着国内知识产权保护制度和环境的不断完善，知识产权侵权基金将逐渐具备发展条件。信托公司可与私募股权基金、地方产业基金合作开展相关投资类业务。此外，随着监管推动信托公司稳步探索组合投资业务，知识产权领域投资基金、侵权基金、认股权等金融产品可有效丰富投资产品和范围。

知识产权资产服务信托是信托公司发挥差异化价值的重要创新领域。员工技术持股、地方财政资金试点“先投后股”、科创债券及科创票据等为知识产权资产服务信托差异化发展

奠定了市场基础。地方财政资金试点“先投后股”通过以科研项目形式向科技型企业投入财政资金，并按照事先约定将投入的财政资金转换为股权，按照“适当收益”原则逐步退出，强化科技成果早期研发和成果转化的有效支持，这类模式需要市场主体承担管理专项资金账户、签署投资协议、拨付资金、后期持股管理等责任，信托天然具备资产隔离、财产管理的功能，可帮助政府在专项资金管理中实现有效账户管理。此外，近期市场落地的科创票据中，已有信托机构担任受托人，提供了知识产权担保品管理服务。我们看到市场中知识产权投融资业务的差异化并不显著，银行、券商等机构均在探索发展，银行在债权融资领域，券商在私募股权领域显出一定比较优势，相较而言知识产权资产服务信托或将成为具有显著差异化的特色和独特功能定位的信托业务，是信托公司服务“科技金融”的重要突破口。

知识产权管理服务信托在科技成果转化市场中或将发挥积极作用。近年来，国家积极推进高校和科研院所知识产权和科技成果转化，如高价值专利盘点工作，目的是通过专利价值挖掘，进一步促进产学研协同发展。科技成果转化中市场中介和技术经纪服务起着关键作用，有效链接资产端和产业端。目前市场中已探索落地知识产权管理服务信托，可为高校和科研院所知识产权和科技成果转化提供一种可能路径。此外，信托还可以附加提供科技成果转化的收益分配、受益人管理、账户监管等功能价值，为高校及科研院所职务发明转化确权提供法律工具。这一过程中，具有产业股东背景及地方股东背景的信托公司，可依托股东，协助高校和科研院所对接产业资源开展成果转化，在知识产权管理服务信托中更具优势（见图6–8–1）。

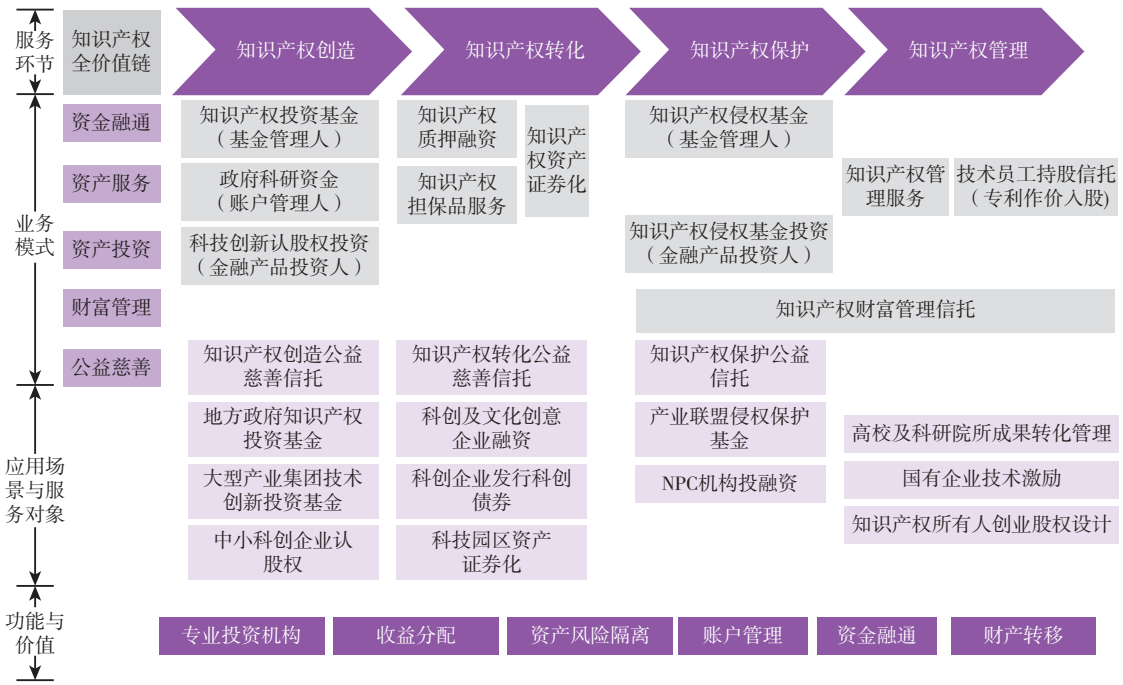


图6–8–1　知识产权信托业务全景图

综上，我们看到信托机构服务知识产权管理全链条可应用多种方式，信托制度作为资金融通工具、资产管理工具、财富管理工具、账户管理工具、法律工具，一定程度上实现了帮助市场主体基于知识产权“找资金”，运用知识产权“找市场”，在金融机构创新“科技金融产品”中承担SPV、债权管理人、专户资金管理等积极作用。

（二）发展知识产权信托业务的建议意见

伴随着知识产权运营市场的逐步成熟，可以预期知识产权信托业务具备良好发展前景。我们也要清醒认识到知识产权信托业务发展也依然面临着资金、机制及技术的难题：与知识产权全周期运营适配的能够承受高风险资金短缺、知识产权转移转化中风险分担机制较单一、知识产权价值评估及质物处置手段缺乏等。因此，知识产权信托业务的良性发展需要基础市场培育、政策支持及信托公司专业能力建设。

1.加快推进知识产权运营的市场化发展

知识产权行业要实现更好发展，最终一定走向市场化，知识产权运营的市场化发展是知识产权金融发展的前提。根据国家知识产权局《2023年中国专利调查报告》数据，2023年我国有效发明专利产业化率为39.6%，我国发明专利实施率为51.6%，许可率仅7.4%，转让率仅9.1%，作价入股率仅1.5%，知识产权运营市场还有较大发展空间。目前，我国知识产权市场尚未形成覆盖知识产权全周期运营、布局合理、错位发展、功能互补的多层次知识产权交易市场体系，一定程度上影响金融服务需求的传导。我们看到，知识产权保护制度支持了美国密集型产业的发展。美国专利商标局发布的《知识产权和美国经济：第三版》（Intellectual property and the U.S. economy：Third edition）数据显示，2019年知识产权密集型产业占美国GDP的近41%，直接就业占美国总量的33%，间接就业占美国就业人数的11%，知识产权法律制度、金融中介机构、金融产品服务均是维护其市场发展的坚实力量。虽然现阶段我国的知识产权及知识产权金融行业仍难以脱离政府支持，但市场化发展是方向也是趋势。

一是强化高质量知识产权挖掘和布局。知识产权运营市场的繁荣离不开高质量的知识产权。现阶段随着越来越多国内成熟企业“走出去”开拓国际市场，将不断接触、学习和实践知识产权国际规则在商业竞争的运用，在推进企业知识产权意识的加强的同时也推动国内知识产权运营市场的兴起。知识产权运营的市场价格来自于其内在质量，创新性、合理的保护范围、稳定的权利等方面都会影响其质量，继而影响买方预期。若缺乏高质量专利的积累，在短时间内，也无法开展实质性运营。因此，建议强化高质量知识产权，特别是高质量专利挖掘、布局和培育将为知识产权市场运营奠定良好基础。

二是完善知识产权交易基础设施。目前我国知识产权中介服务机构众多，知识产权运营平台不断涌现，但同质化严重，导致知识产权运营供需匹配性和交易实现率不高。国务院办

公厅印发《专利转化运用专项行动方案（2023—2025年）》提出要“培育知识产权要素市场，构建良好服务生态”。与多层次资本市场建设类似，可前瞻性考虑加快建设知识产权多层次交易市场，根据知识产权资产及拥有核心知识产权的企业所处发展阶段的不同建设不同的登记、交易、信息披露、信用评价板块，有利于完善知识产权权利集中登记，更好地匹配知识产权供需，加快知识产权资产交易变现，通过更加透明、顺畅、高频的交易促进形成市场化的知识产权价值发现机制，改善知识产权金融业务的基础环境，提高金融机构开展知识产权金融业务的积极性，提高金融赋能的能力。

三是完善和规范知识产权交易数据披露。知识产权信托业务涉及知识产权资产，必然涉及对相关知识产权价值的衡量、识别和发现。但是，长期以来，知识产权资产评估存在随意性强、按需评估等问题，一定程度上制约知识产权金融业务有效开展。价值纠偏机制有赖于交易数据积累与测算，因此建议国家权威部门牵头开展知识产权交易数据统筹，开展知识产权质押、作价入股、转让等统计与披露，帮助评估机构完善知识产权资产评估维度和参数设置，助力建立符合市场规律、客观公正、权威规范的知识产权交易价格披露机制。

四是加大知识产权运营专业人才培养力度。技术经理人是推动知识产权交易的重要中介方，对促进双方交易具有积极作用。课题组在调研过程中发现，调研对象多次提及当前我国知识产权人才不足的问题。知识产权行业存在对知识产权运营人才要求较高但激励较低且竞争激烈的局面。近年来尽管很多地方政府、管理部门重视和支持技术经理人发展，多个地区也陆续出台利好政策，2022年“技术经理人”正式纳入国家职业分类大典，但技术经理人队伍建设始仍然较为缓慢，其规模、质量尚难满足科技成果转化的现实需要。2024年7月党的二十届三中全会通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》在“深化科技成果转化机制改革”部分明确指出要“加强技术经理人队伍建设”。知识产权运营人才队伍建设，需要主管部门进一步加强宏观指导和统筹协调，建立健全技术经理人培养体系和激励体系。

2. 强化对知识产权信托业务政策支持

目前，国内知识产权金融实践具备显著的政策驱动特点，不论是知识产权质押融资、知识产权资产证券化、知识产权保险等金融业务，国家及地方政府均给予了积极的政策支持。知识产权信托因其横跨资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托业务三分类，涉及多样化的信托资产类型和多元化的信托目的，且尚在探索过程中，需要金融监管及地方政府在顶层设计和政策倾斜等方面给予支持。

一是制定出台鼓励支持政策。借鉴美国知识产权信托中专利投资信托和资产证券化信托的发展经验，为促进知识产权信托业务的探索和发展，建议知识产权信托业务在满足一定条件下可以享受税收优惠，允许信托公司开展资产管理类知识产权信托业务可以通过发行信托受益凭证的形式来募集资金，以促进信托投融资功能在知识产权领域的发挥。

二是加强对知识产权信托业务的指导和监督。知识产权信托业务仍处于起步阶段，监管部门可牵头制定针对知识产权信托的专门监管政策和指引，明确信托公司在开展此类业务时的准入条件、风险管理、信息披露标准、知识产权价值评估与监控机制、投资者适当性管理等，从而保障知识产权信托业务稳健发展。鼓励信托公司创新知识产权金融服务模式，通过促进行业内共享最佳实践，对创新业务模式给予支持和指导。同时推动信托行业协会或专业委员会研究并发布知识产权服务信托的标准合同范本、操作流程规范等，提升知识产权信托市场的整体规范性和专业性。

三是建议条件豁免信托计划作为“三类股东”的政策限制。运用知识产权开展作价入股、技术投资时，可能存在股东登记等政策限制。IPO审核对三类股东进行严格监管的核心原因在于其可能导致股权不清晰、不稳定，但是在实务中已有较多A股拟上市企业中存在信托架构成功上市的案例。国枫律师事务所分析，经检索近年来A股拟上市企业中存在信托持股架构的相关案例，主要为家族海外信托持股，另有少量信托类私募基金间接持股，根据案例汇总分析情况，信托持股架构如未涉及实际控制人持股条线，且持股比例较小或设立时间较早、不属于专门为持股拟上市企业而设立的情形，信托持股架构在审核过程中得以保留，如信托架构涉及控股股东和实际控制人持股条线，但系美股或港股等分拆到A股上市情况，发行人控制权稳定、清晰，且满足其他审核条件的情况下，家族信托持股结构即使不拆除亦能通过审核。实务中财务性投资基金形式的信托计划持股企业，实际上多属于未涉及实际控制人持股条线，已有IPO成功案例，因此建议监管部门以政策条文的形式予以豁免，尤其是对于当前政策鼓励大力发展的知识产权信托等业务类型，以充分调动社会储蓄通过信托计划转化为对科技创新投资的积极性，激发科技创新要素在技术转化中的动力。

四是强化宣传推广力度。社会大众对信托制度和信托功能缺乏了解和认知，为了推动信托制度在知识产权领域的运用，建议监管部门与国家知识产权局等知识产权领域主管部门建立沟通联络机制，推动在知识产权领域开展信托普及宣传，加大知识产权信托宣传推广力度。

3.提升信托公司开展知识产权信托业务的专业能力

知识产权信托业务如何从机会型业务形成战略性业务，有赖于信托公司能否真正建立相关的业务运营能力。从知识产权领域典型的卡点堵点脆弱点来看，未来信托公司应从提升知识产权资产价值评估能力、法律问题处理能力、知识产权运营能力和知识产权信托业务风险防范能力四个主要方面重点着力。

一是强化知识产权资产价值评估能力。知识产权具有无形性、专有性和创新性等特点，其价值难以采用传统财务指标进行准确衡量，因此信托公司应加强对知识产权资产价值的认识，加强与专业的知识产权资产评估机构之间的合作，自主培养专业知识产权价值评估人才，组建专业化人才队伍，提高对知识产权的实际价值判断能力。

二是提升知识产权法律服务能力。较低的侵权成本、社会大众对维权意识的增强和对知识产权价值认识的提升催生了更多的知识产权纠纷，侵权纠纷、不正当竞争、商业秘密保护是当前知识产权纠纷较为集中的领域，对知识产权信托业务也提出了挑战。信托公司开展知识产权信托业务也应熟悉知识产权相关的法律法规和纠纷案例判例，不断提升知识产权法律服务和应对能力。

三是提升知识产权运营能力。为进一步发挥信托制度在知识产权创造、转化运用、管理保护、代际传承等各环节作用，信托公司需要提升知识产权信托管理水平，并针对知识产权业务特点建立专属流程，完善风险防控机制，拓宽知识产权商品化、资本化和产业化的渠道。

四是完善知识产权信托风险防范机制。知识产权信托作为新型的信托业务，从专利信托业务运行来看，融合了专利、版权、商标、金融、信托等多个领域的知识，知识产权类型多样，业务模式多元，业务运行复杂，专业性要求高，业务风险大，信托公司也应探索更为适配知识产权信托业务方面的风控措施，同时信托公司之间也应加强关于知识产权信托业务创新、风控创新方面的交流。

五是积极构建知识产权业务多元化生态服务体系。信托公司参与知识产权金融服务需要构建多元化的生态圈，因知识产权评估、法律服务及运营均需要极为专业的支持，特别是在运营领域，信托公司开展知识产权信托业务需要与专业服务机构及金融机构深度合作，构建多元化生态圈，如与高校资产管理公司、市场化专利运营机构合作，发挥投融资资金渠道作用，在技术转化、产业孵化过程积极引入适配社会资金；与银行、保险、券商等合作，在质押融资、资产证券化等方面提供制度价值。

知识产权的战略意义已形成共识，未来知识产权运营市场良性发展将进一步激活知识产权金融市场。课题组坚信，信托行业围绕科技创新、文化创意及知识产权运营，可进一步挖掘制度优势和功能优势，在知识产权强国建设和知识产权金融服务中发挥更为积极和重要的作用。

参考文献

[1] 袁晓东 . 专利信托研究 [M]. 北京：知识产权出版社，2010.

[2] 王莲峰 . 商标资产运用及商标资产证券化 [M]. 北京：法律出版社，2018.

[3] 陈磊 . 知识产权金融 [M]. 北京：法律出版社，2021.

[4] 编写组 . 中国知识产权运营年度报告（2022 年）[M]. 北京：知识产权出版社，2023.

[5] 国家知识产权局 .2022 年中国专利调查报告 [EB/OL].https：//www.cnipa.gov.cn/

art/2022/12/28/art_88_181043.html，2022-12-28.
[6] 国家知识产权局 .2023 年中国专利调查报告 [EB/OL].https：//www.cnipa.gov.cn/art/2024/4/15/art_88_191587.html，2024-04-15.
[7] 国家知识产权局 .2023 年全国知识产权服务业统计调查报告 [EB/OL].https：//www.cnipa.gov.cn/art/2023/11/20/art_88_188649.html，2023-11-20.
[8] 邓净 . 发达国家知识产权信托法律制度比较及中国借鉴研究 [D]. 华东交通大学，2014.
[9] 关于建立我国知识产权信托制度的研究 .2015-2017 中国生产力发展研究报告 .2015.
[10] 韩珺 . 我国高新技术产业融资模式创新研究 [D]. 中国海洋大学，2008.
[11] 王跃，罗彬杰 . 关于信托支持高新技术产业发展的思考——基于成都高新区盈创动力科技金融服务创新的启示 [J]. 观察思考，2013.
[12] 陈会英，潘雪，周衍平 . 基于多元化风险分担的知识产权质押融资方式与案例浅析 [J]. 金融发展研究，2021.
[13] 周衍平，左弈，陈会英 . 科技型中小企业专利组合质押融资利益分配机制研究 [J]. 经济问题，2020（13）.
[14] 陶丽琴，项珍珍，李旭 . 金融机构参与知识产权质押融资的实证分析——以专利权、商标权质押数据为依据 [J]. 浙江金融，2014（1）.
[15] 罗勇 . 日本知识产权金融政策研究——以知识产权融资型信托为例 [J]，法制与经济，2018（10）.
[16] 肖冰，刘海波，许可 . 政府主导型知识产权金融服务的实践与启示———基于韩国“KOTEC”的案例研究 [J]. 科学学研究，2021（1）.
[17] 范建永，丁坚，胡钊 . 横空出世：知识产权金融与改革开放 40 年 [J]. 科技促进发展，2019，15（1）.
[18] 郭俊 . 完善我国知识产权信托融资模式的相关思考——基于国际经验的比较与借鉴 [J]. 学习与实践，2015（7）.
[19] 赵廷辰 . 知识产权质押融资研究：理论回顾、国际经验与政策建议 [J]. 金融支持实体经济，2022（9）.
[20] 罗文波，陶媛婷 . 科技金融与科技创新协同机制研究 [J]. 西南金融，2020（1）.
[21] 韩玲，曹文婧 . 知识产权交易场所版权业务现状及发展建议 [J]. 新闻研究导刊，2022（11）.
[22] 朱冲 . 版权金融衍生品制度推出的合理性基础和构建思路 [J]. 中国出版，2020（1）.
[23] 孙晓翠 . 版权资本化运营模式研究 [J]. 中国出版，2019（16）.
[24] 葛章志，姜闯 . 著作权集体管理组织开展著作权资产证券化融资研究 [J]. 中国科技论坛，2023（6）.
[25] 鲍新中，陈柏彤 . 中国情境下知识产权证券化模式及关键要素设计：基于多案例的比

较分析［J］. 经济体制改革，2021（5）.
［26］曾维新，基芳婷. 典型国家和地区知识产权证券化演进与模式比较研究——基于美日欧的实践经验［J］. 现代商贸工业，2017（23）.
［27］许可，肖冰，刘海波. 英国知识产权金融发展创新发展动态及启示［J］. 经济研究，2021（9）.
［28］杨安琪，曲漾，王子薇. 关于完善中国知识产权金融体系的思考［J］. 中国核科学技术进展报告，2023（8）.
［29］任霞. 全球知识产权股权基金运营模式浅析［J］. 中国发明与专利，2016（10）.

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，已历时十三年，共形成研究报告168篇，研究成果涉及行业监管与自律、行业发展与转型、业务创新与公司治理、风险防范与化解等诸多领域。信托业专题研究工作有效推动了信托业回归本源，也为监管部门出台监管政策提供了重要参考。

2024年信托专题研究以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻中央金融工作会议精神，对标监管政策导向，着力引导行业回归信托本源，做好“五篇大文章”，就数据资产信托研究、信托在养老领域的应用研究、知识产权服务信托业务模式研究、信托公司参与托管业务研究、信托产品投资非标准化类资产估值研究、信托公司受托履职不规范行为与赔偿责任比例的关系研究等信托前沿或热点问题开展研究。

2024年专题研究课题是在监管部门和各会员单位等推荐选题的基础上，经协会行业发展研究专业委员会遴选和协会办公会研究确定。为汇聚行业内外研发智慧，扩大社会公众对信托行业的关注和了解，进一步推动信托制度在我国的应用和普及，2024年协会继续面向社会开展课题申报工作，吸纳多家非会员单位参与课题研究，有效壮大了行业研发队伍，提升了行业研发质量。同时，为进一步提升行业课题研究水平，协会为每个课题邀请了行业研发专业委员会委员作为指导专家，全程跟踪指导专题研究报告的撰写。各课题组对课题研究工作高度重视，多方引入相关专家、机构加入课题组，通过线上线下等多种方式开展调研、座谈和研讨，着力提高课题报告的研究质量。2024年11月，经协会行业发展研究专业委员会书面评审提出意见建议，各课题组修改完善形成课题终稿，汇编成此册。

2024年信托业专题研究工作得到了金融监管总局资管司、会员单位及其他参与单位的大力支持和积极配合，在此表示衷心的感谢！

因时间有限，书中难免有错漏之处，恳请批评指正。

中国信托业协会

2024年12月