

2023 中国基金会 资产保值增值 投资管理报告 信托篇

序言 1 - 嘉实公益基金会

嘉实基金管理有限公司（以下简称“嘉实基金”）作为一家资产管理公司，正如我们的名字一样，“嘉”寓意着美好、喜悦，“实”寓意着收获，我们不仅关注财富的增长，更关注增长的财富如何惠及整个社会的福祉，关注个人的成长与幸福。2008年起，我们就持续开展公益活动，聚焦欠发达地区教育质量的改善、推动教育公平发展，以“Better People, Better Life, Better World”为使命，至今累计公益投入超过 1.78 亿元人民币，教育类项目已使近 19 万乡村教师、儿童、青年学子直接受益。

2016 年，北京嘉实公益基金会（以下简称“嘉实公益”）注册成立，经过多年的探索与实践，已形成教育公平、公益金融、乡村振兴、应急响应四大业务板块。

在公益金融领域，我们创新开发了国内首个集捐赠、投资、捐助为一体的捐赠人建议基金（DAF）系统——公益嘉；以“金融+教育+公益”视角开发了适用于城市和乡村场景的儿童财商课。为推动中国公益行业发展，2018 年起持续开展“中国基金会保值增值投资管理报告”研究，至今已发布四期《中国基金会保值增值投资管理报告》，发挥嘉实的专业优势，帮助国内公益组织提升自身造血能力，助力公益慈善事业健康可持续发展。

在持续六年的研究中，我们观察到公益慈善行业在资产管理方面的发展趋势：基金会投资意识逐渐增强，管理资产规模稳步提高，且于资产配置的需求更加多元。在此背景下，我们推出了《中国基金会保值增值投资管理报告——信托篇》。相较于其他基金会更为熟悉、普遍投资的金融产品，信托产品过往曾具有高收益、高风险特点，在满足投资门槛的前提下，适合被引入来丰富基金会的投资组合，分散其投资风险，有机会成为基金会丰富投资组合、提高收益率的新选择。

随着相关法律法规的完善，公益慈善组织的投资活动正在逐渐走向规范。我们希望充分发挥嘉实基金资产管理的专业优势，推动公益慈善与金融行业的良性互动。也希望与更多资产管理公司携手，共同推动公益慈善组织的投资活动迈向专业化、标准化，逐步达到国际水平，助力我国公益慈善事业的健康可持续发展，为推动国家经济转型、产业升级、形成良好的社会治理体系添砖加瓦。

邵刚

嘉实基金企业社会责任部总监

嘉实公益基金会副理事长

2023年9月9日

序言 2 - ABC 创始人

近年来中国基金会行业稳定增长，基金会数量和管理资产规模均稳步扩大。在此背景下，基金会投资意识逐渐增强，如何多元化资产配置逐渐成为资产规模较大型基金会的重要课题。我们抽样了 120 家在业内知名度较高、资产规模较大的基金会并分析了他们在 2021 年披露的信息，发现多样化的资产配置组合是取得良好资产增值保值的关键。

去年，我们发布了《中国基金会保值增值投资管理报告三期-基金篇》。该报告重点聚焦基金产品，通过国内及海外基金会资产保值增值策略专项研究，针对处于不同发展阶段的基金会提出了所对应的资产保值增值意见与建议，为国内基金会提供了基金产品投资领域的结构化洞见。

今年，嘉实公益与 ABC 继续合作，再度推出了《中国基金会保值增值投资管理报告四期-信托篇》。诚然，大部分基金会对于信托资管类产品的接受度仍然较低，但我们分析认为信托产品有机会成为基金会丰富投资组合、提高收益率的新选择。相关政策法规的逐步完善，以及行业监管趋严推动信托业务规范化发展等关键因素都为基金会开展信托投资提供了前提条件。

本报告将从国内信托行业现状与大监管时代下的转型发展说起，

通过介绍资产管理信托投资方法论来为读者提供在信托产品筛选，构建资产组合，以及搭建投资管理体系等方面的实操指引，并在资产服务信托与慈善信托两个方向分别介绍定制化专业信托服务与如何在探索公益事业新途径的同时兼顾资产的保值增值。

在此，我想特别感谢资助此份研究报告的嘉实公益及有关领导；感谢为此报告提供行业见解和专业指导的专家老师；还有就是感谢我们研究项目组的专业志愿者们半年来的努力和付出。我一直都会说：中国公益事业因 ABC 而不同，ABC 因你们而不同！

最后，我们充分意识到自身时间与能力的局限，此份报告还有很多地方需要完善，所以我们欢迎行业各界师友对报告内容提供宝贵意见，帮助我们更好的开展未来的研究工作。

此致敬礼

钱洋

美好社会咨询社 创始人

2023 年 9 月 8 日

机构介绍

嘉实公益基金会

嘉实公益基金会由嘉实基金捐赠并发起，于 2016 年 8 月 26 日在北京市民政局注册成立。五年来，嘉实公益始终坚守“以人为本”的初心，以 Better People、Better Life、Better World 为使命，目前已形成教育公平、公益金融、乡村振兴和应急响应四大业务板块，同时倡导多元参与和志愿服务精神。

成立至今，嘉实公益累计支出 6231 万元，支持和开展公益项目 97 个，其中教育类项目直接受益人数超 19 万。公益金融方面，连续发布四期《基金会保值增值调研报告》，为公益行业投资管理赋能；创新开发捐赠人建议基金（DAF）系统，是国内首个集捐赠、投资、捐助为一体的公益平台；为推动儿童财经素养教育，推出“财富小管嘉”项目，研发并开展儿童分级财商课程；支持“中国责任投资论坛”，是 ESG 投资理念的倡导者和先行者。

美好社会咨询社

美好社会咨询社（A Better Community，简称 ABC）成立于 2008 年，是中国首家撬动专业志愿者为社会组织提供管理咨询和研究服务的社会企业，目前设有北京、上海、成都、深圳、广州、杭州六个在地分社，以及数字化创造营和公益创投两个线上分社。

ABC 汇聚、引领、发展专业志愿者，为中国公益事业在战略、品牌、项目设计、人力、筹款、企业社会责任（CSR）、行业研究、影

响力投资等方面提供解决方案，从而突破行业内存在的时间、能力与资源瓶颈，促进中国公益事业持续、有效和健康的发展。在引领志愿者跨界赋能增效的同时，帮助其实现个人成长、自我价值和社会价值。

截至 2023 年，ABC 共有超过 5,000 位专业志愿者累积完成教育公益、儿童保护、养老服务、乡村振兴、心智障碍、社区发展等领域 530 多个咨询项目，为超过 375 家公益组织提供了公益咨询与研究项目，累计服务时长超过 630,000 小时。

愿景：更美好的社会，更美好的我们

使命：引导社会资源，发展专业人才，赋能社会问题的解决

价值观：多元平等、专业服务、创造改变

口号：成为改变，成就美好（BE US, BE THE CHANGE.）

风险提示及免责声明

本报告所载信息源于市场已公开信息。ABC美好社会咨询社对公开信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载意见建议仅反映ABC美好社会咨询社报告发布当日的独立判断。不保证报告发布后所载信息、意见、建议不发生变化。

本报告所载关于资产配置、产品研究和投资方法等内容不应被视为对所述产品的推荐、排名或结果评价。ABC美好社会咨询社不对任何投资做出任何形式的承诺或担保。请读者结合自身风险承受能力和知识经验审慎阅读，自行承担投资风险。

ABC美好社会咨询社秉承公平原则对待读者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

本报告版权归ABC美好社会咨询社所有。未经ABC美好社会咨询社事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制，不得将我方报告研究成果进行不当引用。如合法引用、刊发，须注明ABC美好社会咨询社出处，不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

最后再次提醒，市场有风险，投资须谨慎。

目录

第一部分 基金会行业观察	11
一、国内基金会行业规模稳步上升	11
二、基金会投资意识逐渐增强，如何多元化资产配置成为重要课题	12
三、政策法规的完善为基金会开展信托投资提供了前提条件	15
第二部分 国内信托现状与大监管时代下的转型发展	20
一、中国信托行业发展之路	20
二、2023 年以前——信托行业在探索中发展	22
（一）信托历史分类业务边界模糊，服务内涵不规范	22
（二）曾经高收益与高风险并存的信托产品	24
（三）监管引导行业结构转型，影子银行风险突出的融资类业务持续压降 ...	26
三、2023 年及未来——信托新三分类重塑行业格局	29
（一）信托新“三分类”厘清业务边界，引导行业发展	29
（二）信托行业回归信托本源，资管产品收益承压、差异化竞争成为行业新方向	31
四、优势与挑战并存的信托公司	32
第三部分 资产管理信托投资方法论	34
一、筛选资产管理信托，主要考量公司和产品	34
（一）挑选实力雄厚的信托公司和团队	34
（二）选择适合自身情况的信托产品	38
（三）采取漏斗形式对产品进行逐级筛选	42
二、构建合理、科学的资产组合	43
（一）大类资产配置是组合构建的基础	43
（二）从风险和收益的角度考虑信托组合配置	44
三、 践行全流程、全覆盖的投资管理体系	46
（一）完善的管理体系最小化投前风险	46
（二）持续的监测管理为投后保驾护航	49
第四部分 资产服务信托与慈善信托	51
一、资产服务信托，提供定制化专业信托服务	51

(一) 从“通道类”向专业信托服务转型	51
(二) 资产服务信托的服务内容多种多样	52
(三) 量身定制的特色服务，但目前市场环境尚未成熟	53
(四) 满足委托人各式需求的资产服务信托	54
二、慈善信托，在探索公益事业新途径的同时兼顾资产保值增值	56
(一) 慈善信托，仅限于公益慈善目的	56
(二) 慈善信托在政策鼓励与支持中，逐年稳定发展	57
(三) 慈善信托为委托人提供了绝对公益性，高透明度，风险隔离和灵活性	58
(四) 更完善的法律制度是未来慈善信托可持续发展的关键	60
(五) 慈善组织和信托公司作为共同受托人的慈善信托是探索资产保值增值和慈善 活动结合的新方式	60
附录	63
附录一 信托行业重要监管条例梳理	63
附录二 现行法律中基金会投资主要制度红线	64
结语	65

第一部分 基金会行业观察

一、国内基金会行业规模稳步上升

近年来中国基金会行业稳定增长，基金会数量和管理资产规模均稳步扩大。截止2022年底，国内已注册基金会数量达到9620家，其中以非公募基金会为主，占比达71%，公募基金会占29%（图1-1）。与此同时基金会净资产规模也在2019-21年间以10.1%的年均复合增长率上升，并在2021年达到了2402.25亿元的规模。

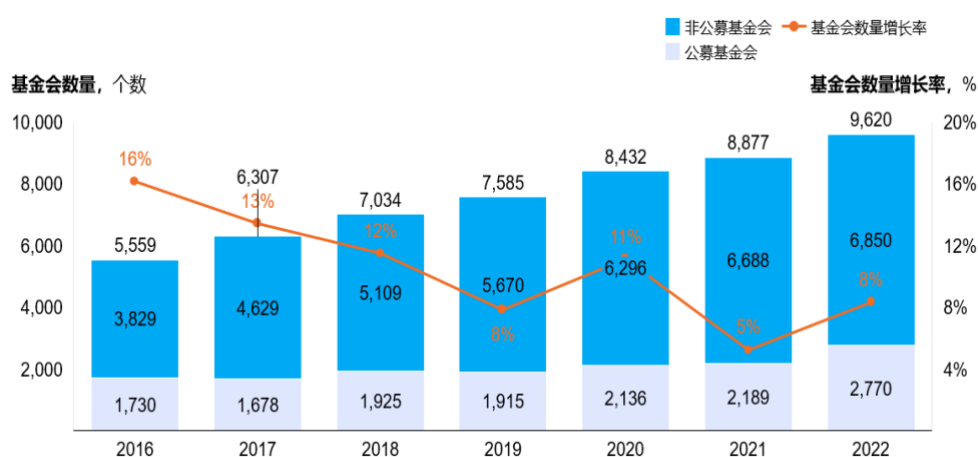


图 1-1 2016-2022 年中国基金会数量和增长率¹

基金会行业发展呈区域分化，高度集中于沿海及经济发达地区。2021 年基金会数量排名前五地区（广东、浙江、北京、江苏、上海）的基金会总数占全国约 50%，而国内基金会资产规模也主要集中在北京、广东、上海、浙江等地，占全国基金会总资产规模 64.3%。²

^{1,2} 基金会中心网、慈善中国公开数据，ABC 整理。

二、基金会投资意识逐渐增强，如何多元化资产配置成为重要课题

在基金会行业规模稳步上升的背景下，各基金会通过资产配置进行资产保值增值的表现如何值得重点关注。为了深入了解公益基金会资金管理和资产配置能力的真实状况，我们抽样了 120 家在业内知名度较高、资产规模较大的基金会在 2021 年的净资产、捐款收入、投资收益、公益支出等方面信息，并分析得出以下发现：

一是基金会行业已逐渐意识到资产增值保值的必要性，近年来基金会进行资产增值保值的意识逐渐提高。从投资余额来看，2021 年 120 家抽样基金会累计投资余额为 735 亿元，其中 84 家有投资行为，占比高达 70%。

二是不同基金会之间存在投资收益差距，基金会行业可以向资产增值保值做的较好的基金会借鉴资产增值保值的方法。

为了进一步聚焦基金会资产增值保值的表现，我们将公益基金会分为 4 类（图 1-5）。我们发现部分公益基金会仅仅有资产保值增值的意识并不足以获得良好的投资回报，仍需向投资收益高的基金会学习资产管理方法，进一步提高投资表现：

A. 积极进行资产增值保值，同时投资回报高：这类基金会占比 33%，以学校型和企业型基金基金会为主，有多家净资产规模较大的基金会属于这一类。这类基金会在资产保值增值方面较为领先，其投资方法值得其他基金会学习

B. 部分参与资产增值保值，投资回报高：这类基金会占比 37%，以学校型基金基金会为主。这类基金会在投资方面做的较为出色，同时有机会将更多的资金投入资产保值增值进行管理，从而进一步提升其投资回报空间

C. 不太参与基金会保值增值：这类基金会占比 11%，是 4 类基金

会中占比最少但是提升空间最大的一类基金会。这类基金会需要逐步提升参与资产保值增值的资金比率，并研究如何通过有效的资产配置来提高投资回报率

D. 积极参与资产增值保值，但是投资回报一般：这类基金会占比19%，虽然将大部分资产投入了各类投资产品，但是投资回报率不理想。如何进行有效的资产配置，提高投资收益是这类基金会需要解决的迫在眉睫的问题

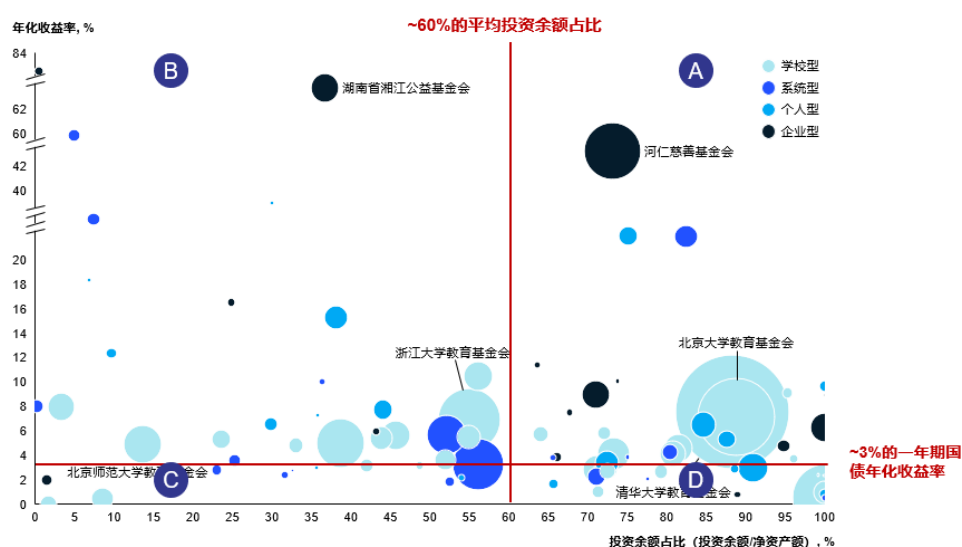


图 1-5 中国基金会行业格局³

三是投资表现较好的基金会通常投资了 2-3 种以上产品来满足不同的资金需求，如何打造一个多样化的平衡投资组合是实现高收益的关键。

多样化的资产配置组合是取得良好资产增值保值的关键，我们发现投资收益优秀的 A、B 类基金会的短期投资、长期股权和长期债券投资搭配平衡，其中 A 类基金会在长期股权和债权的投资分别为

³ 基金会中心网、慈善中国公开数据，ABC 整理。基于抽样 120 家基金会中有投资行为的 83 家公益基金会。

46.4%和6.6%，B类基金会在长期股权和债权的投资占比分别为16.4%和50.5%。相比之下，投资回报较低的C、D类基金会约75%-90%的资产都集中在短期投资中，而长期股权和长期债权投资涉猎很少，需要进一步基于基金会实际资金运营需求，妥善配置不同期限的资产（图1-6）。

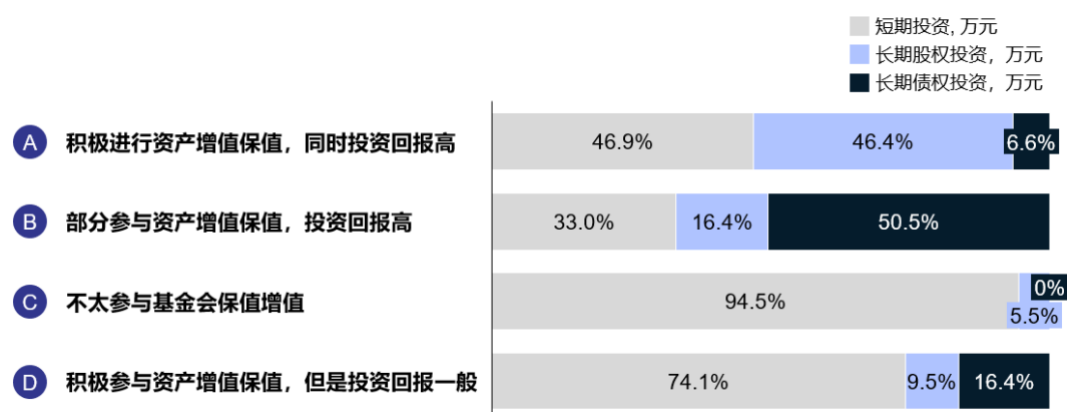


图 1-6 中国基金会投资组合构成⁴

在短期投资中理财产品仍是首选，资产规模较大的基金会对于基金和信托等资管类产品的接受度仍较低。短期投资选择有资管类产品和直接投资类：在资管类产品中，基金会多选择以银行理财为主，16家净资产规模较大的基金会中62.5%选择了理财产品且占投资余额比例高。对于直接投资类产品，基金会普遍较少涉及（表1-1）。

⁴ 基金会中心网、慈善中国公开数据，ABC整理。

类型	基金会	短期投资							
		现金	理财	基金	信托	证券	股票	债券	其他
学校型	清华大学教育基金会	0%	78%	19%	0%	0%	2%	1%	0%
	北京大学教育基金会	0%	7%	23%	0%	0%	70%	0%	0%
	浙江大学教育基金会	0%	23%	0%	0%	0%	0%	77%	1%
	杭州市西湖教育基金会	0%	76%	0%	0%	0%	24%	0%	0%
个人型	江苏陶欣伯助学基金会	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	晏德基金会	0%	0%	20%	71%	0%	0%	0%	9%
	内蒙古老牛慈善基金会	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	晏佑慈善基金会	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
企业型	江苏省瑞华慈善基金会	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	湖南省湘江公益基金会	0%	80%	0%	0%	20%	0%	0%	0%
	山东省乐安慈孝公益基金会	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	云南大益爱心基金会	0%	80%	9%	0%	11%	0%	0%	0%
系统型	中国乡村发展基金会	22%	0%	0%	0%	0%	0%	75%	3%
	上海市教育发展基金会	35%	0%	4%	0%	61%	0%	0%	0%
	山东省教育基金会	81%	19%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
系统型	湖南省教育基金会	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

表 1-1 16 家净资产规模较大的基金会短期投资组合情况⁵

四是信托投资作为对公益基金会相对陌生的一款产品，有机会成为基金会丰富投资组合、提高收益率的新选择。我们发现处于 A、B 类拥有较高投资回报的基金会中，有多家持有信托这款对基金会相对而言较新的投资产品，持有比率达到 29%。相对而言，在投资回报率较低的 C、D 类基金会中，则完全没有基金会接触到信托投资。成熟的基金会可以开始尝试拓展投资产品选项，通过信托产品丰富投资组合，提高潜在投资回报率。

综上所述，基金会行业已逐渐意识到资产增值保值的必要性，进一步提高资产保值增值的水平则需要通过多样化的资产配置组合。信托投资作为对公益基金会相对陌生的一款产品，有机会成为基金会丰富投资组合、提高收益率的新选择。

三、政策法规的完善为基金会开展信托投资提供了前提条件

基金会行业发展一直受到政府机构的重点关注和影响，了解相关政策法规是洞察基金会行业的重要部分，因此本节将围绕基金会

⁵ 基金会中心网、慈善中国公开数据，ABC 整理。选取 120 家抽样基金会中 16 家净资产规模较大的基金会。

相关政策法规进行总结和分析。同时信托投资是本报告的重点内容，因此本节也将对信托行业的重点政策法规进行总结和分析。

首先，在基金会层面，相关政策法规的逐步完善为基金会开展信托投资提供了前提条件。

二十多年来，为推动基金会高效利用慈善资产、规范投资活动，我国出台了一系列政策法规，我们将其总结归纳为三大要点：一是政府不断加强对基金会投资理财的规范化监管，二是政府对于基金会投资理财的核心要求为“合法、安全、有效”，三是基金会投资理财活动的范围和红线清晰化。

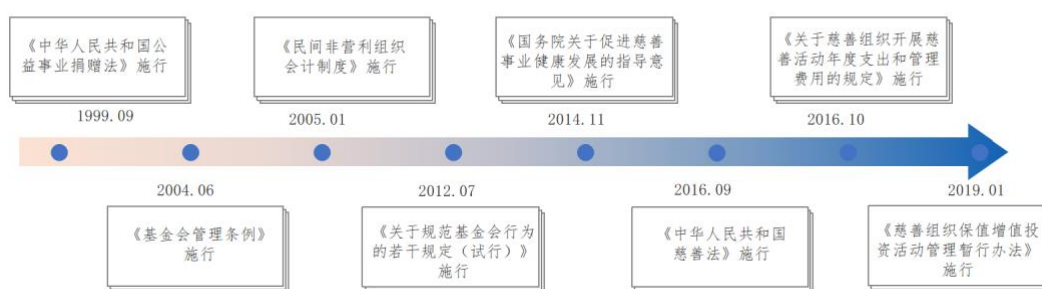


图 1-8 基金会相关政策法规

一是政府不断加强对基金会投资的规范化监管：我国政府机构出台了一系列关于基金会投资的政策法规，对可投资产、投资方式、投资限制以及信息公开等都制定了相应规范。例如 2012 年 7 月，民政部印发《关于规范基金会行为的若干规定（试行）》，对基金会的交易、合作及保值增值、信息公开行为作了细致的规范与具可操作性的指导；2014 年 11 月，《国务院关于促进慈善事业健康发展的指导意见》明确指出慈善组织应就资产保值增值等情况依法公开信息；2016 年 9 月，《中华人民共和国慈善法》施行，系统地规范全社会的慈善行为，对慈善组织为实现财产保值、增值进行投资的行

为已有原则性规定。

二是政府对于基金会投资的核心要求为“合法、安全、有效”：随着我国关于基金会的政策法规逐步完善，政府对于基金会投资行为的核心要求也愈发清晰，便是“合法、安全、有效”。2016年9月发布的《中华人民共和国慈善法》、2019年1月施行的《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》也都分别强调了基金会应当按照“合法、安全、有效”的原则实现保值增值。

三是基金会投资活动的范围和红线清晰化：2019年1月，《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》施行，该办法为慈善组织的保值增值行为划定了范围、提出了要求、明确了底线和红线。其中规定基金会的投资活动包括直接购买银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构发行的资产管理产品。

而在信托行业层面，行业监管趋严推动信托业务规范化发展，同样为基金会开展信托投资提供了前提条件。

我国信托行业的政策法规从2001年起逐步完善，我们总结归纳为三大要点：一是“一法三规”为信托行业奠定了法律基础和基本框架，二是银保监会近几年加强了对信托行业的监管力度，三是《信托新规》进一步规范了信托公司的业务，对信托行业产生巨大影响。



图 1-9 信托投资相关政策法规

一是“一法三规”为信托行业奠定了法律基础和基本框架：

“一法”是 2001 年 10 月施行的《中华人民共和国信托法》，它对信托定义、信托中各方的关系、信托设立、信托财产、信托的变更和终止等做出了规定。“三规”中，2007 年 3 月开始实施《信托公司集合资金信托计划管理办法》和《信托公司管理办法》，前者规范了信托公司集合资金信托业务的经营行为，保障集合资金信托计划各方当事人的合法权益，规定了合格投资者认定标准、投资者人数和起投金额；后者明确了信托财产和信托公司的关系，保护了基金会作为投资人，其财产的独立性。2010 年 8 月开始实施《信托公司净资本管理办法》，它将信托公司的信托资产规模与净资本挂钩，对信托公司实施以净资本为核心的风险控制指标体系，完善了信托公司的风险管理制度。

二是银保监会近几年加强了对信托行业的监管力度：银保监会分别于 2018 年和 2020 年颁布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》。前者对资管行业予以新一轮规范，进行更严格的风险管理。信托作为其中一项业务被要求破除刚性兑付，即取消保本保收益的产品，且对信托公司的杠杆率要求更加严格。而后者的影响主要体现在：第一，进一步明确信托公司不得以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益；第二，规定资金信托按照投资者人数的不同分为单一资金信托和集合资金信托计划；第三，确立了资金信托的私募性质定位及资金投向限制等要求；第四，对于合格投资者的认证要求较之前提高，任何单位和个人不得以拆分信托份额或转让份额受益权等方式，变相突破合格投资者标准或人数限制。

三是《信托新规》进一步规范了信托公司的业务，对信托行业产生巨大影响：2023年3月银保监会印发《关于规范信托公司信托业务分类的通知》，将于6月施行并设置3年过渡期。它从分类角度规范了信托公司的业务：第一，将信托分为资产服务信托、资产管理信托、公益/慈善信托3大类25小项；第二，鼓励信托公司做大资产服务信托业务，回归信托服务“受人之托，代人理财”的本源；第三，指出资产管理信托业务对标2018年资管新规，与国内同业保持监管标准统一，资产服务信托、公益/慈善信托等信托业务，与国际上同类受托服务保持服务内涵统一；第四，要求在准确分类基础上充分识别待整改业务，同一业务不得归入多个类别；第五，贯彻资产服务信托和资产管理信托不得以任何形式保本保收益，破除刚性兑付的要求，加强风险管理和信息披露，避免为其他机构或个人违法违规活动提供业务便利，并要求当地银保监局加强对信托业务创新的监督管理，防止监管套利。

综上所述，在基金会层面，**相关政策法规的逐步完善为基金会开展信托投资提供了前提条件**。政府不断加强对基金会投资的规范化监管与引导，划定了基金会投资活动的范围和红线。

在信托行业层面，行业监管趋严推动信托业务规范化发展，同样**为基金会开展信托投资提供了前提条件**。“一法三规”的制定为信托行业奠定了法律基础和基本框架。同时银保监会不断加强对信托行业的监管力度，最新出台的《信托新规》又进一步规范了信托公司的业务，对信托行业产生巨大影响。

第二部分 国内信托现状与大监管时代下的转型发展

信托最初起源于英美法，是指拟设立信托的委托人将其财产所有权转移给受托人，由受托人根据委托人在信托合同中约定的条款和条件，仅为受益人的利益而持有和维护该财产，由此形成了所有权与使用权、收益权分离的法律关系。因而，在信托起源的最初，更受人关注的是其在法律层面的独立性和隔离性，为委托人的财产隔离起到了关键性的作用，即以“财富保险箱”为基础功能，同时兼具着财富管理的属性。

伴随着改革开放，信托机制逐步被引入国内。相较于海外信托强调财产隔离与保护，国内信托更多是作为可供投资的资产类别出现在投资者视野中。因此，国内信托不仅关注**法律关系、财富传承和资产隔离**等，同时也作为一种金融产品，强调信托产品的**财富管理属性**，为投资者提供**资产保值增值**的可能。而本次报告，正是希望向读者介绍这一历史悠久且独特的国内金融产品——信托产品，为基金会的投资组合增添一份可能。

一、中国信托行业发展之路

信托于改革开放之初引入，自1979年我国第一家信托公司——中国国际信托投资公司正式创办以来，我国信托行业的发展主要经历四个阶段：**野蛮生长（1979-2000）、扩张高增（2001-2017）、探索调整（2018-2023）以及回归本源（2023-未来）**。

阶段	特点	详细描述
野蛮生长 (1979-2000)	金融全牌照，需求旺盛但混乱无序	中国市场经济在改革开放的大背景下产生了大量的融资需求，因此信托行业不仅承担着银行业溢出的信贷需求，也肩负着政府对外的融资窗口和筹措建设基金的职能。由于我国未经营过真正的信托业务，且缺少法律法规的指引，导致信托公司在这一阶段获取 金融全牌照 的定位，从事银行、证券、基金等多种类型投资，甚至被称作“ 金融百货公司 ”。其投资的杂乱无章和偏高的风险，致使脱序发展时有发生，干扰了金融市场和宏观经济的稳定发展。
扩张高增 (2001-2017)	类银行金融机构，银信合作扩张增长	2001年《信托法》发布，信托公司逐渐回归受托服务的路线，但其本质上依然是 类银行金融机构 ，兼具融资、SPV等职能，信托行业依然游刃有余。 2008年银信合作首次被界定，且监管环境相对宽松，使得 银信业务快速扩张 。但由于银行将理财资金通过信托引入限贷行业，导致宏观风险激增，监管自2010年起连续出台监管要求，限制银信合作业务。
探索调整 (2018-2023)	资管行业改革，房地产下行风险爆发	2018的《资管新规》和后续出台的调控政策，引导资管行业改革，同时使得“ 服务实体 ”、“ 回归本源 ”、“ 转型创新 ”成为行业共识。 同时，对着信托发展有深刻作用的房地产行业风险爆发。在深化供给侧改革和房地产政策收紧的宏观政策，叠加疫情影响，房地产信托余额增速自2018年的18%降至2021年的-23%，房地产信托违约金额在全行业占比自2020年10.7%升至2022年H1的81.83%。
回归本源 (2023-未来)	回归受托本源，非标业务彻底绝迹	2023年3月，《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（下简称“《通知》”）发布，正式宣告信托业务回归 受托本源 ，为四十载的信托非标业务划上一个句号。直至2026年，过往四十载风光无限的非标类信托将会彻底绝迹，“ 金融百货公司 ”或“ 类银行金融机构 ”不复存在，信托公司逐步回归本源。

表 2-1 我国信托行业发展⁶

相较于前三个阶段，2023年《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》的发布，对信托行业产生了翻天覆地的影响。接下

⁶ 中国信托行业协会公开数据，ABC 整理

来本章节将以 2023 年为界限，带领读者回顾中国信托行业发展历史和背景，并展望信托行业未来趋势。

二、2023 年以前——信托行业在探索中发展

（一）信托历史分类业务边界模糊，服务内涵不规范

信托行业在引入和发展的初期，将信托业务按照资金来源分为单一资金信托、集合资金信托及管理财产信托。按照功能分为融资类、投资类、事务管理类信托。前者主要是基于信托财产形式的分类，而后者主要是根据信托公司在信托关系中所负责任义务及实际承担的风险的差别进行的分类。

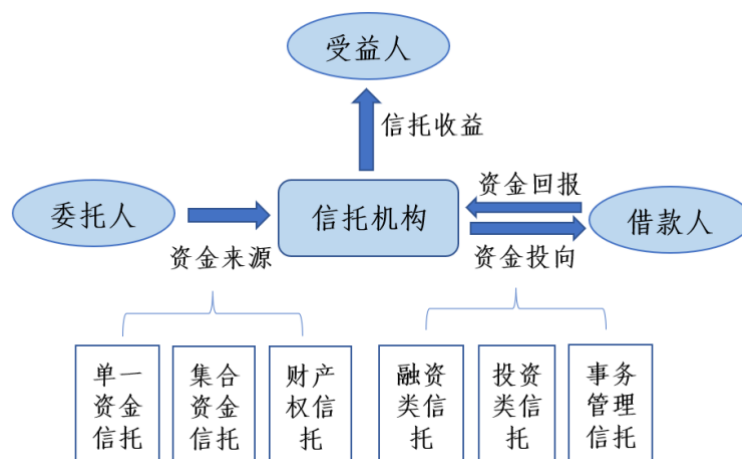


图 2-1 信托业务分类

资金来源三分类的定义如表 2-2 所示，其中资金信托单一资金的风险较大，而资金信托集合资金的风险较小。

信托类型（按来源）	定义	主导方	特点
单一资金	把货币资金直接给信托公司，委托人数是1人（通常是机构）	委托人 (机构客户)	更多地体现了委托人的意愿，风险相对较大，更为单一
集合资金	把货币资金直接给信托公司，委托人数超过1人（多为自然人）	信托公司	信托公司设计的创新产品，信托公司起着主导作用，风险相对较小，机构多数选择直接通过股权投资方式投资运用资金
财产权信托	委托给信托公司管理的是非货币形式的财产、财产权等	---	---

表 2-2 三种信托资产来源比较

资金功能三分类的定义如表 2-3 所示：从信托资金运用来看，可以分为融资类、投资类和事务管理类。

类别	定义	监管态度	示例
融资类信托	信托资金与借款人之间形成债权债务关系	要求压降	贷款类信托、债权投资信托、融资租赁信托等
投资类信托	信托资金与借款人之间形成股权关系	重点转型领域	证券投资信托、股权投资信托、权益投资信托等
事务管理类信托	为除融资类信托和投资类信托之外，只是负责监管、结算、托管、清算、通道等事务性工作，为了规避投资范围、杠杆约束等监管要求。		

表 2-3 三种信托资金运用比较

融资类信托的常见类型有项目贷款类信托、融资租赁信托等。由于融资类信托中受益人间接承担了信用风险，若信托财产发生损失，信托公司会承担对受益人的兑付风险，因而变相构成负债。同时，该类业务与银行产生了同质性竞争，形成了信贷市场的乱象。故而，自 2018 年以来，监管部门要求持续压降该类信托，将其定性为“影子银行”业务；

投资类信托的常见类型有股权质押投资信托、应收账款收益权信托等。资管新规发布后，由于融资类、事务管理类通道业务规模不断压降，投资类信托成为信托业务的主要转型领域；

事务管理类信托，在行业过往发展中，更多地体现出通道业务的性质，即部分机构投资者为了规避投资范围、杠杆约束等监管要求而寻求的投资渠道，也是监管部门近年来持续引导压降的领域。

可以看出，信托业务的历史分类相对模糊、混乱，主要是源于过往信托业务和行业本身不够规范。

（二）曾经高收益与高风险并存的信托产品

信托过往以高风险、高收益的特征闻名。为了方便读者更深入理解信托产品与其他金融产品的异同，本报告将从收益、风险、流动性、投资门槛共四个维度出发，进行对比分析。

	年化收益率, %	流动性	投资者 准入门槛	风险等级
银行理财产品	2.09	较高	较低	较低
主动股票型公募基金(股 票仓位高于>80%)	-21.73	较高	较低	较高
纯债型公募基金-短债	2.26	较高	较低	较低
纯债型公募基金-中长债	2.42	较高	较低	较低
信托产品-集合理财类信 托	6.87	较低	较高	较高

表 2-4 信托与其他金融产品对比⁷

收益方面，本报告选取 2022 年全年部分资管产品的年化收益率。信托产品相较于其他公募资管产品，收益明显亮眼。但需要注意的是，信托产品的高收益，与其较长的锁定期限与较高的风险水平存在挂钩关系，且不同类型的信托产品收益率存在较大差异，故在构建投资组合时，需全盘考虑收益与风险偏好等方面的匹配度。

风险方面，信托产品覆盖类型较广，从风险相对较小、收益相对稳定的固定收益类，到风险与收益均较高的权益类甚至衍生品类，各类信托产品风险水平各有不同。但考虑到其私募性质，信托投资不仅需要考虑产品和底层资产风险水平，更需关注发行方信托公司的信用风险，故而整体风险水平相对较高。

流动性方面，信托产品作为私募资管产品，相较于公募基金、

⁷ 数据范围：2022 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 31 日

数据来源：Wind 数据库

数据口径：银行理财取平均年化收益率，股票基金和债券基金取年化收益率中位数，信托取平均预期年化收益率

理财，流动能力相对较低。不同类型的信托产品锁定期限虽有不同，却普遍属于中长期投资，基金会在进行相关投资时需考虑投资流动性与投资偏好的匹配度。

投资门槛方面，私募资管产品如信托产品仅向合格投资者放开，对于投资金额和人数都提出了一定限制。

综上，相较于其他基金会更为熟悉、普遍投资的金融产品，信托产品过往曾具有高收益、高风险特点，在满足投资门槛的前提下，适合被引入来丰富基金会的投资组合，分散其投资风险。

（三）监管引导行业结构转型，影子银行风险突出的融资类业务持续压降

在最近几年的发展中，信托行业总基调“稳字当头，稳中求进”，呈现出以下四大发展趋势。

一是资产规模偶有回落，整体呈回升趋势：信托资产规模近年来整体呈回升趋势，截至 2022 年 4 季度末，信托资产规模为 21.14 万亿元，环比增长 649.67 亿元，增幅为 0.31%。但部分年份如 2018 年-2019 年主要源于新监管条例出台，行业规模遭遇大幅回调。

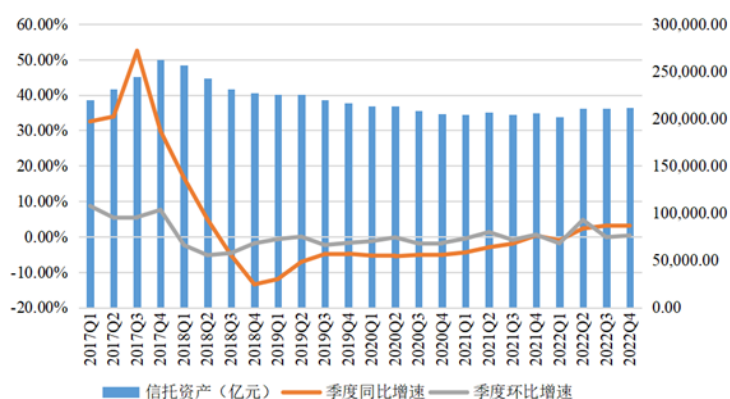


图 2-2 2017-2022 年信托资产规模变动情况⁸

⁸ 中国信托行业协会，《2022 年度中国信托业发展评析》

二是资金结构持续优化，呈“两升一降”趋势：近年来，信托资金结构整体呈现“两升一降”趋势，集合资金信托和管理财产信托长期来看实现规模增长，而以通道类业务为主的单一资金信托则持续下降，这一趋势也反映出信托资金结构在不断优化。

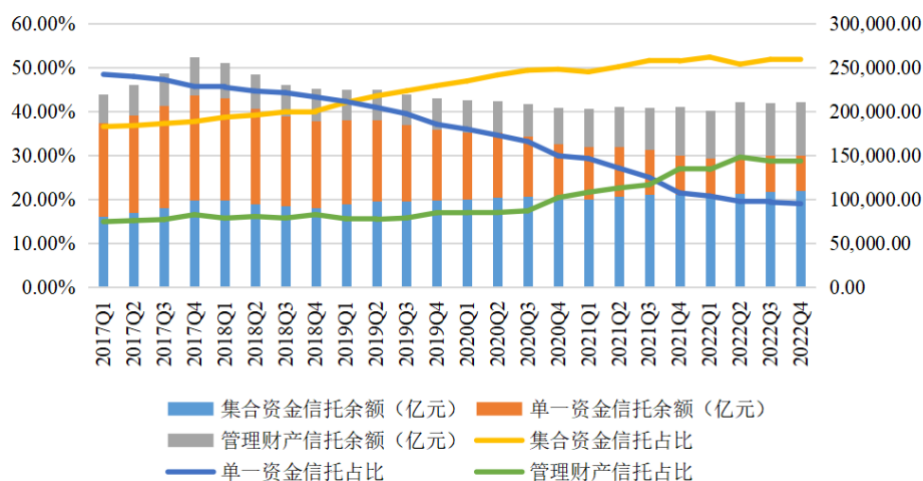


图 2-3 2017-2022 信托资产按来源分类的规模及占比⁹

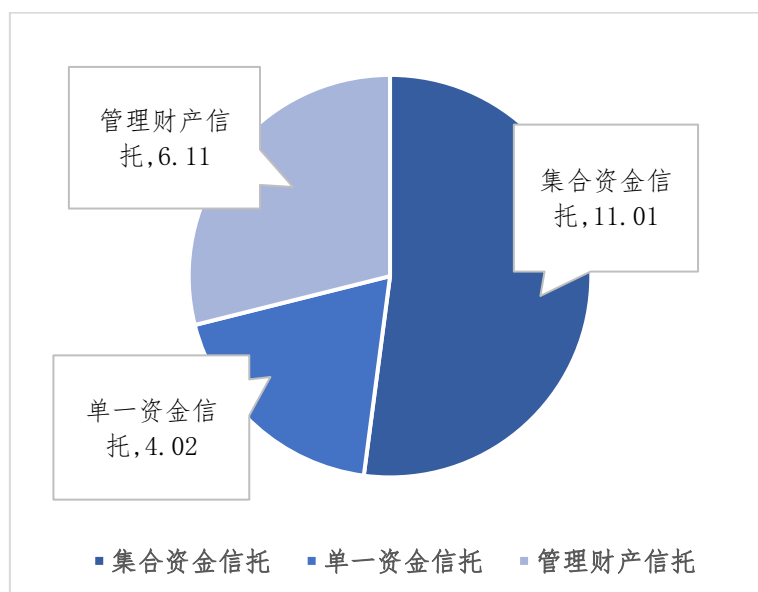


图 2-4 2022 年末三类资产来源信托规模及占比¹⁰

^{9,14} 中国信托行业协会，《2022 年度中国信托业发展评析》。

碍于过往数据限制，本章节主要依托于信托过往分类标准（而非最新的信托三分类标准），分析信托资产结构的现状与趋势，即：按资金来源分为单一资金信托、集合资金信托、财产权信托，按资金功能分为融资类信托、投资类信托、事务管理类信托。

三是行业资产功能结构处于转型调整之中，融资类信托压降成果较为显著：2020 年以来，投资类信托、事务管理类信托呈增长趋势，融资类信托呈下降趋势。截至 2022 年 4 季度末，作为信托业重点转型领域的投资类信托，规模达到 9.28 万亿元，同比增幅为 9.20%，占三类信托总规模的 44%；监管部门要求压降的融资类信托规模为 3.08 万亿元，同比降幅为 14.10%，在三类信托中占比最低，仅占 15%；事务管理类信托规模为 8.78 万亿元，增幅为 3.68%。

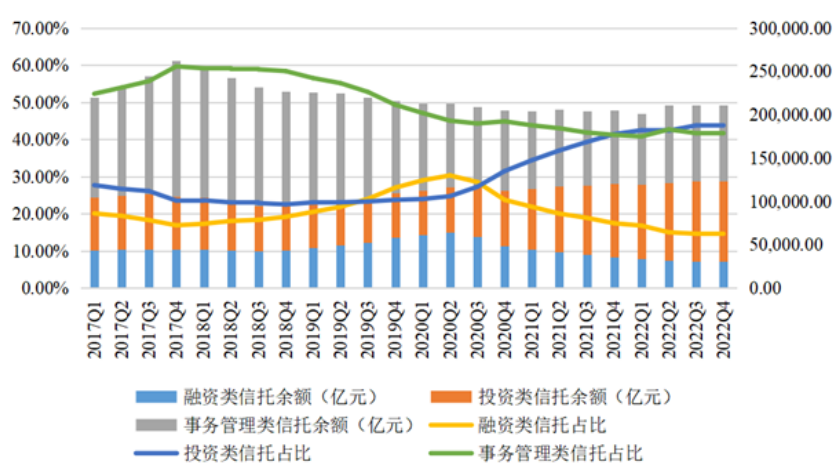
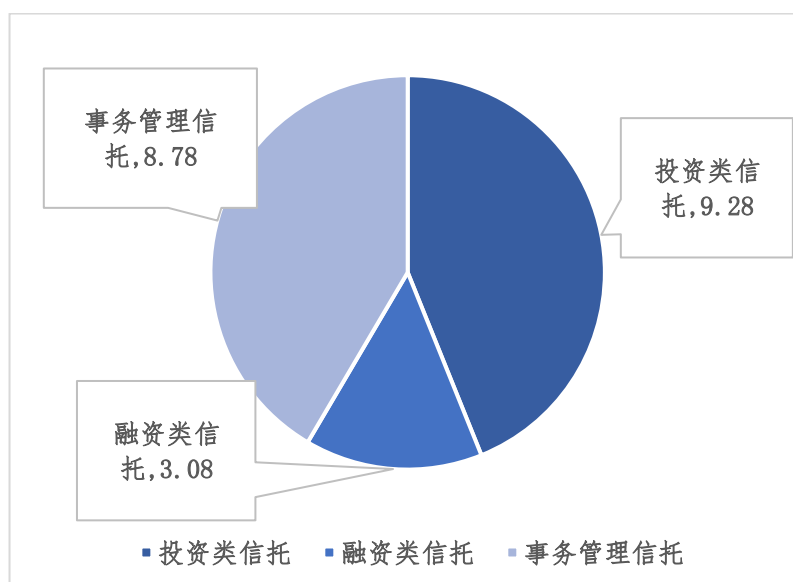


图 2-5 2017-2022 信托资产按功能分类的规模及占比¹¹



^{11.16} 中国信托行业协会，《2022 年度中国信托业发展评析》。

图 2-6 2017-2022 信托资产按功能分类的规模及占比¹²

总的来看，2022 年资管新规正式实施后，信托业在稳固转型成果的基础上加快改革步伐，单一资金信托占比不断下降，融资类及通道类业务持续压降，资产结构和投向不断优化。未来在监管引导下，信托公司将持续围绕新业务分类方向推进业务转型。

三、2023 年及未来——信托新三分类重塑行业格局

（一）信托新“三分类”厘清业务边界，引导行业发展

2023 年 3 月 21 日，中国银保监会印发 2023 年 1 号文件——《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），进一步明确了信托业务分类，将于 2023 年 6 月 1 日起正式实施，设置 3 年过渡期。《通知》总体调整思路为将信托业务分为资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三大类，并在此基础上进一步进行细分。

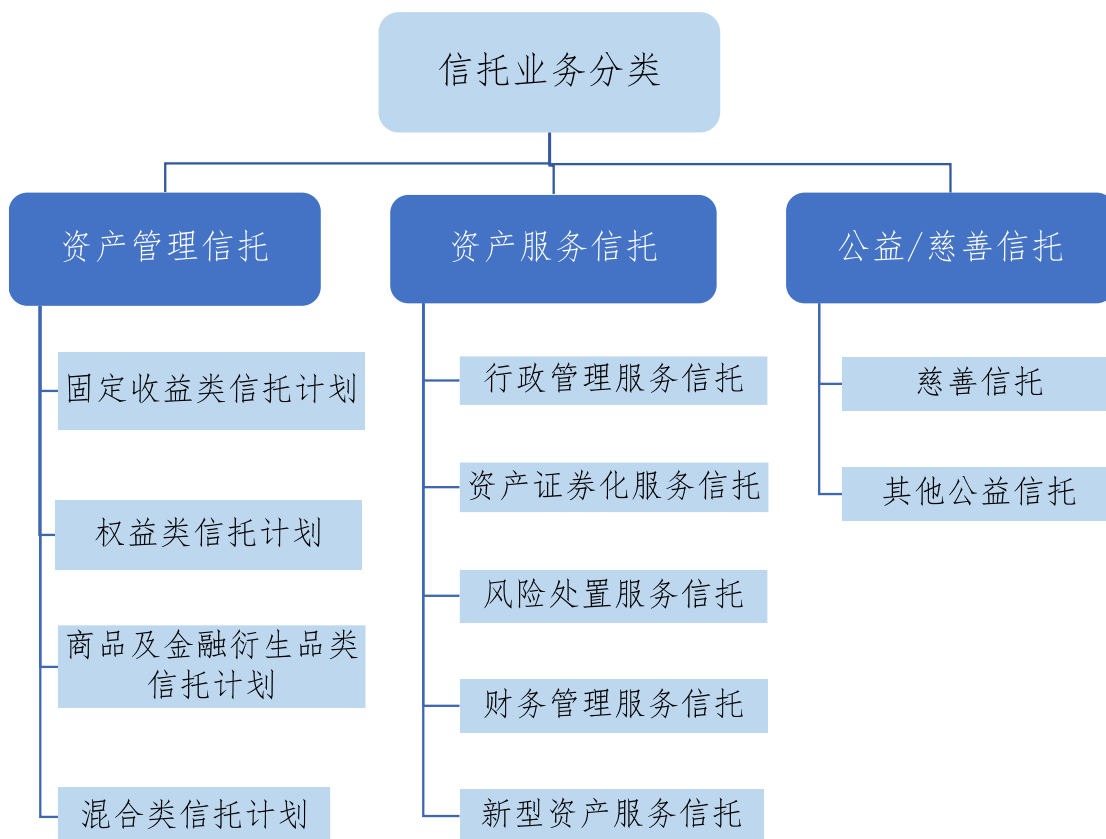


图 2-7 信托新“三分类”结构

三类信托从目的、管理内容到适用法律均不尽相同，覆盖的领域边界清晰，不同业务的表述十分清晰、简明扼要，体现了信托业务的实质，有利于行业的分类经营与管理。

信托类型	信托目的	信托管理内容
资产管理信托	为信托产品投资者提供投资管理金融服务实现财产的保值增值	私募资产管理产品
资产服务信托	为委托人提供量身定制的托管、风险隔离、风险处置、财富规划和代际传承等专业信托服务	专业的信托管理服务
公益/慈善信托	基于合法的慈善目的而建立，其信托财产及收益均应用于各类慈善活动	服务于公益/慈善活动

表 2-5 信托新“三分类”详解

其中，资产管理信托，作为私募资管类产品，强调财产的“保值增值”；资产服务信托，作为信托服务的本源业务，则强调定制化的财富管理和规划等专业信托服务；公益/慈善信托，则从公益和慈善角度出发，其财产及收益仅限慈善活动应用。

（二）信托行业回归信托本源，资管产品收益承压、差异化竞争成为行业新方向

《通知》的发布，是正式宣告信托业务回归受托本源，为四十载的信托非标业务¹³划上一个句号，意味着过往强调刚性兑付、保本保收益的信托产品将退出国内金融市场。《通知》明确要求：“为有序实施存量业务整改，确保平稳过渡，本通知设置3年过渡期”，即直至2026年，过往四十载风光无限的非标信托将会彻底绝迹其中：

资产管理业务，信托公司将与银行理财、公募/私募基金等资产管理机构同台竞技，信托产品不再承担刚性兑付义务，高风险高收益的特质也逐步弱化，过往依托于非标业务高利润设计的信托产品，也较难维持原有的高收益水平，不再保本保收益的标品信托将成为主流，回归较为合理的收益区间。如何利用自身差异化优势吸引投资者、构建管理规模的“护城河”，将会是信托公司资产管理的转型之重。

资产服务信托和公益/慈善信托，在监管的主导和推动下，作为信托本源业务不再是信托业的“诗和远方”，而是眼前必须要

¹³ “信托非标业务”，或下文中提到的“非标信托”，是指按照《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》规定，投资非标准化债权类资产的信托业务。其中，标准化债权类资产是指依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，或其他符合《标准化债权类资产认定规则》的债权类资产。而在其他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。

做的工作。相较于同质化竞争压力巨大的资产管理业务，信托公司更应根据自身的资源禀赋，探寻最适合自己的本源业务品种，形成差异化竞争。

四、优势与挑战并存的信托公司

过往信托公司依托其“全金融业务”牌照，构成行业壁垒，且大多数公司背景可靠、分布广泛，故而存在竞争优势。但鉴于行业局势的改变，信托公司也面临风险和挑战。

一是信托牌照形成行业壁垒：从 2013 年发展至今，我国信托行业公司数量如今稳定在 67 家¹⁴。且中国银监会明确提出不再新批信托牌照，因此牌照成为进入信托行业的最大壁垒，也是信托公司过往的巨大优势。企业若想进入信托行业，只能通过并购有牌照的信托企业，且要付出巨额成本。

二是大多数公司背景可靠、分布广泛：从股东背景来看，大部分信托公司的大股东是地方省级人民政府或国资委背景下的大型央企，实力与背景存在一定优势。67 家公司中，29 家为地方控股，16 家为央企集团控股，13 家金融机构控股（包括资产管理机构、银行、金融控股），另外 9 家为民企控股。

三是信托公司也面临风险和挑战：虽然由于历史原因，信托行业过往在行业内存在竞争优势和进入壁垒，但近年来信托公司的风险也不容忽视。近年多起信托产品违约和公司暴雷事件引起市场广泛关注，部分信托公司违规兑付信托项目、向投资者虚假披露底层资产风险状况、股东挪用项目资金、违规开展关联交易向实控人输

¹⁴ 信托公司数量稳定在 67 家，但实际过往历史中信托公司名单有所变化，2022 年新华信托破产。截止 2023 年 7 月，信托公司数量维持在 67 家。

送资金、注册空壳公司套取信贷资金造成不良贷款等。2020 年，某信托公司以超 220 亿元的应收账款连续发行了 42 只系列信托产品，但后续市场发现这所谓的 220 亿元应收账款竟是“虚无资产”，即完全没有底层资产做支撑。

但也需要注意的是，上述负面案例涉及的公司主要是**民营信托**，其暴雷原因主要有两点。第一是公司治理层面，民营信托机构实控人一股独大，导致公司治理机制无法有效发挥制衡作用，实控人的意志凌驾于规章制度之上，因此风险管理体系和内控机制成为摆设。第二是风控与产品层面，上述信托公司的风险控制系统有很大漏洞，产品风险敞口被打开，后续管理也没有跟上。

综上所述，基金会在考虑信托投资时，除了考虑信托产品本身的收益与风险，也需要从信托公司角度出发，考虑公司资质、背景、资产质量等要素，对信托投资进行全面的评价与考量。就此，本报告下一章节将从信托公司和信托产品两个方面出发，重点介绍资产管理信托投资相关方法论。

第三部分 资产管理信托投资方法论

本报告将从信托产品筛选和信托投资组合构建两个角度出发，提供科学有效的投资方法论帮助基金会从繁多的信托产品中挑选最适合自己的一款，并结合案例分析，提供投资管理体系相关洞见。

一、筛选资产管理信托，主要考量公司和产品

本报告从信托公司与信托产品两个角度出发，搭建了资产管理信托产品筛选框架。



图 3-1 资产管理信托筛选框架

其中，信托公司作为信托产品发行主体，将重点考量公司背景、营运情况等因素。选择团队实力和可靠性更高的信托公司，其发行的信托产品通常表现和抗风险能力更强；而对于信托产品，除了考察资产管理产品共通的产品基础要素，结合自身风险承受能力和经济能力选择适合的信托产品，基金会也需针对信托产品的信用风险，对产品的交易对手及增信措施作适当的了解。

（一）挑选实力雄厚的信托公司和团队

由于信托投资门槛较高，投资的资金量较大，风险事件发生时

可能对投资者造成较为严重的损失。但一般来说，非专业投资者很难对信托项目有深入、专业的了解和判断，这种情况下信托公司对于项目风险的把控和专业的管理尤为重要。作为信托产品的发行方，信托公司的实力和可靠性是信托产品安全性的重要影响因素。如何评估和选择信托公司呢？我们建议参考以下维度：

一是股东背景。选择信托公司，自然是股东背景越强越好，背靠实力雄厚的股东，即使产品出现兑付风险，获得救助或者兜底支持的可能性也更高。一般实力较强的信托公司都具有大型国央企、金融机构等强势的股东背景。通常来说，金融机构特别是国资委、财政部管理的信托公司相对风控措施更严格，所发行的信托产品可能更加安全可靠，其次是省级政府控股、再到地方国企控股。民营控股的信托公司通常管理更加灵活，因追求利润而放弃审慎原则的潜在风险可能更高。

一般来说，基金会可通过公开网站搜索、信托公司官网介绍获取股东背景相关的信息。

二是行业评级。目前信托行业官方权威评级共有两套，一套是由银保监会牵头的监管评级，更侧重于评价信托公司的内部合规，其评级与信托公司允许从事的业务类型直接挂钩，且对评级结果严格保密。另一套则是由信托业协会主导的行业评级，每年对信托公司进行定量和定性的评估，评定为 A 级的可以被认为是当年度行业评价最高的信托公司。根据 2023 年 7 月更新的《信托公司行业评级指引》，信托业协会的行业评级内容包括信托公司党建·信托文化·社会责任、资本实力、风险管理能力、服务与发展能力四个方面，从多方面考察信托公司的综合实力，有助于基金会快速筛选出综合实力较强的信托公司。

考虑到信息可得性和公开性，一般较难在公开网络获取信托公司监管评级，故而我们建议基金会以信托协会行业评级为主要考量因素。下表为通过公开数据整理的2019-2021年A级信托公司名单，建议基金会重点关注在名单中多次出现的，即过往几年行业评级稳定为A的信托公司。

2019年	2020年	2021年
爱建信托	百瑞信托	百瑞信托
百瑞信托	光大信托	国投泰康信托
光大信托	国投泰康信托	华宝信托
国投泰康信托	华宝信托	华能信托
华宝信托	华能信托	华润信托
华能信托	华润信托	华鑫信托
华润信托	华鑫信托	建信信托
华鑫信托	建信信托	江苏信托
建信信托	交银信托	陆家嘴信托
交银信托	平安信托	平安信托
民生信托	上海信托	上海信托
上海信托	外贸信托	英大信托
外贸信托	五矿信托	中航信托
西藏信托	兴业信托	中信信托
兴业信托	英大信托	重庆信托
中航信托	粤财信托	紫金信托
中融信托	中航信托	
中铁信托	中融信托	
中信信托	中铁信托	
重庆信托	中信信托	
	重庆信托	

表 3-1 2019-2021 年行业评级 A 级信托公司

基金会可通过信托公司官网、新闻等多种渠道获取对应信托公司的行业评级信息，但需要注意的是，该类信息渠道或有遗漏，在筛选过程中需要谨慎考量。

三是团队实力。标品信托产品的业绩表现，在很大程度上决定于信托产品团队的投研实力和投资管理决策。考察信托团队实力主

要看长期历史业绩和团队稳定性。首先，信托团队旗下产品近一到三年的历史业绩表现是重点关注对象，既要考察产品的投资回报率，也要关注相关产品在经济逆周期中的净值回撤和风控水平；其次，持续关注团队变化，核心投资经理的去留是产品未来投资风格稳定和高投资回报的有力保障；最后，综合考量信托团队的品牌影响力、业务经验、公司资源等，了解团队招牌的投资逻辑，和同类型产品的运行情况进行对比。

四是资本/资产情况。公司净资产规模是衡量信托公司兑付能力的一个重要指标，通常在信托公司年报中披露，净资产规模越大，证明其“腰包”越丰厚。此外，信托公司管理的信托资产规模是衡量信托公司实力和经营状况的一个重要指标，通常在信托公司年报中披露，管理资产规模越大，证明其业务发展良好。截至2021年，信托资产超过万亿的信托公司有4家，分别为建信信托、华润信托、外贸信托和光大信托。下表为通过公开数据整理的2019-2021年信托资产规模超过5000亿的信托公司名单：

2019年		2020年		2021年	
公司	信托资产规模 单位：亿元	公司	信托资产规模 单位：亿元	公司	信托资产规模 单位：亿元
中信信托	15,742	建信信托	15,261	建信信托	16,977
建信信托	13,912	中信信托	12,247	华润信托	13,089
华润信托	9,549	光大兴陇信托	10,261	外贸信托	11,051
五矿信托	8,850	华润信托	10,237	光大兴陇信托	10,957
中融信托	7,655	华能信托	8,504	中信信托	9,788
交银国际信托	7,619	中融信托	7,176	五矿信托	8,174
光大兴陇信托	7,506	五矿信托	7,029	华能信托	8,069
华能信托	7,250	外贸信托	6,751	中航信托	6,775
上海信托	6,927	中航信托	6,665	中融信托	6,387
中航信托	6,658	交银国际信托	6,306	上海信托	6,273
渤海信托	5,966	上海信托	6,081	交银国际信托	5,915
兴业信托	5,633			英大信托	5,743

表 3-2 2019-2021 年信托资产规模超过 5000 亿的信托公司

五是资产质量/风险情况。信托公司信托资产的质量直接反应了

信托公司的管理能力，信托公司通常在年报中会披露其自营资产不良率，资产不良率越高，代表信托公司曾经踩过的雷越多，也间接说明了信托公司在项目挑选和风控能力方面的薄弱，越需要审慎投资。除资产不良率外，投资者也可以通过搜索公开新闻报道、诉讼情况等，关注信托公司过往的风险事件。

（二）选择适合自身情况的信托产品

1. 产品基础属性

在选择信托产品时，首先，投资者应当在经中国银保监会批准设立、合法从事信托业务的信托公司选购产品；其次，投资者应当先在信托登记系统或信托公司官网核实产品的真实性；最后，投资者需要了解信托产品的类型、预期收益率、期限、认购门槛、风险与波动等等，并结合自身的风险承受能力和经济能力选择更适合自己的信托产品：

一是产品类型。非标产品的选择减少是大势所趋，标品信托将成为主流。现阶段市场中标品信托产品中以固收类产品为主，提供较为稳定的投资回报；混合类和权益类产品发展也比较迅速，能满足部分投资者追求更高收益的需求。基金会首先需在确认自身的风险偏好的前提下，需求合适的信托产品类型。

产品分类	投资风格	投资范围	收益特点
现金管理类	保守	国债、货币基金等	安全性高、收益偏低
固定收益类	稳健	信用债、企业债等	收益稳健、回撤较小
权益类	成长	股票为主	收益较高、可能亏损
商品及金融衍生品类	激进	商品期货等	高收益、亏损可能性高

混合类	均衡	混合	收益增厚、风险可控
-----	----	----	-----------

表 3-3 资产管理信托产品类型

二是产品收益。一是信托产品的预期收益率，预期收益率在信托产品发行时确定，通常采用固定收益率加浮动收益率的方式，并伴随国内资产价格水平的变动而调整。WIND 数据显示，2022 年信托产品平均年化收益率为 6.87%。另一方面是过往业绩情况，主要看过往一到三年产品的业绩表现。虽然过往业绩不一定代表未来收益，但通过分析过往业绩趋势，可以了解产品在经济顺周期和逆周期中的投资回报率、净值回撤及风控水平，帮助基金会在控制风险基础上确立收益预期。

三是产品期限。产品期限指信托合同中规定的信托成立日至信托终止日之间的时间长度。根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》第五条规定，信托产品的投资期限不少于一年。我国目前缺乏信托受益权转让市场，对于没有设置开放期的产品，信托期限越长，流动性越差，安全性越低，收益率越高。基金会在进行投资时，需结合自身资金运用情况，对信托产品期限进行评价和筛选。

四是投资门槛。我国购买信托产品的投资人需要满足合格投资者¹⁵和投资金额的要求。按照规定，基金会天然满足合格投资者要求，但仍需考虑投资金额门槛限制。比如资产管理信托产品的最低

¹⁵ 合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织：

1. 具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。
2. 最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。
3. 金融管理部门视为合格投资者的其他情形。

门槛是 30 万，常见的投资门槛在 100 万左右，基金会在投资前需了解产品对应的投资门槛，做好投资准备。

五是风险与波动。随着信托产品不断转型，除了过往非标类信托重点关注的信用风险和流动性风险，市场风险将成为投资标品产品需要面对的主要风险类型。市场风险是指产品的市场价格不利变动或者急剧波动的风险。在投资前应关注信托产品的净值波动情况、历史回撤水平、止损线和风险临界点，了解产品所面临的风险类型、波动水平和风险准备金等保障机制，并正确认知自身的风险承受能力，在产品出现净值回撤的情形下更容易保证投资心态的稳定。

2. 交易对手

交易对手的实力与信托产品的风险息息相关，因此信托投资者需要充分了解交易对手。包括公司所在地区是否经济发达、公司负债情况、偿债能力、历史盈利能力、资产、财务状况、行业前景、公司背景、管理能力等信息。如果交易对手是上市公司，那么公司的市值和近三年的简易财务数据也值得关注。如果营收和利润都在增长，那自然是好的信号；如果连续下降，则可能需要引起警惕。

交易对手的信用评级是其实力的重要体现。信用评级可以类比为企业在资本市场的通行证，一般来说，曾经在公开市场发行过债券、有过融资行为的企业都会接受第三方中介机构的信用级别评估。偿债能力越强、违约风险越低的企业，其信用评级一般越高。了解信用评级时需要注意选择具备权威性的评级机构出具的评级报告，目前国际上公认权威性较高的评级机构有：穆迪、标准普尔、惠誉，国内有中诚信、联合资信等。

此外，还需要关注公司最近几年来有无逾期和违约等风险情况，如债券是否违约、各种融资工具的违约情况或者公司有无涉及重大诉讼等。

3. 增信措施

为了保障信托资金安全、降低投资人的交易风险，信托公司往往会要求融资方采取若干措施进行增信。投资者可以事先了解抵押物、质押物的评估价值和变现能力，以及了解担保人的资质背景、经济实力、与融资方有无关联、所承担的责任等等，以此来判断风险控制措施的强弱。

典型的担保措施包括保证¹⁶、抵押和质押¹⁷。在信托产品中，以保证作为担保措施时，需关注保证人的设置、保证的内部审批程序；而以抵押和质押为增信措施时，需关注抵、质押物的权属、价值和可变现能力等。

但当担保方内外部程序等原因无法提供典型担保，或是本身不具备典型担保的条件，或是为实现出表、改善融资方财务结构等时，部分信托产品会采用非典型担保措施。目前信托产品中常见的非典型担保措施包括资产回购交易模式¹⁸、差额补足¹⁹、流动性支持²⁰等，但其法律效力存在争议，面临一定的法律风险，建议基金会对该类非典型担保措施持谨慎态度。

¹⁶ 是指保证人和债权人约定，当债务人不履行债务时，保证人按照约定履行债务或者承担责任。

¹⁷ 是指融资方将其动产或不动产（房产、股权等）抵押或质押给信托公司，若融资方无法按期支付信托产品的本金及收益，信托公司可以拍卖抵押或质押物。一般情况下，融资方的抵押、质押物的估值会高于投资人的投资额和预期收益，以保障投资人的本金及收益。

¹⁸ 是指资金以股权投资模式（增资或转让）进入贷款公司，但附带回购条款，约定一定期限后，贷款公司关联方或股东回购上述股权。

¹⁹ 是指当主义务人未按约定履行义务时，由保障义务人按照约定履行差额补足义务的行为。

²⁰ 是指专项计划存续期内，在基础资产所产生的回收款应转付至监管账户的期间内，原始权益人就基础资产所产生的回收款未达到专项计划设立时设定的标准时，由签订《流动性支持协议》或《流动性支持承诺函》的流动性支持者补足基础资产回收款的信用增级措施。

（三）采取漏斗形式对产品进行逐级筛选

上文对整体的筛选维度进行了详细的阐述。但在实际投资应用中，这些维度交叉影响：部分维度相辅相成、部分维度此消彼长。为了更好地说明基金会该如何有效的利用这些维度，我们根据基金会的普遍情况构建了如下的筛选漏斗，基金会可结合自身特性对其进行调整和优化。

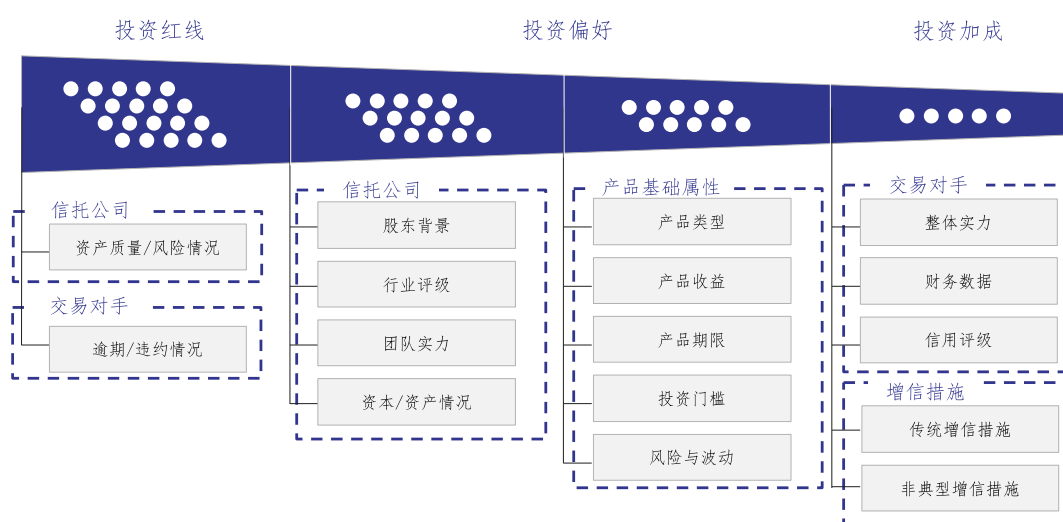


图 3-2 资产管理信托筛选漏斗

第一步是投资红线，该类指标是绝对不能触碰的底线。考虑到基金会的投资属性，过往发生过多起重大风险、违约案例的信托公司或交易对手，我们建议首先排除。除此之外，基金会也可以结合过往投资经验，建立属于自身的投资负面清单（或投资白名单），确立投资原则与可投资范围，规范投资，具体可以参考后续章节中关于投资原则的内容。

第二步是投资偏好，该类指标是必须考虑的，且需要结合基金会的实际情况作出选择。团队实力和可靠性更高的信托公司，其发行的信托产品通常业绩表现和抗风险能力更强。所以我们建议应先

选择背景雄厚的信托公司和团队，再针对具体的产品属性作出收益和风险的考量。

第三部是投资加成，该类指标是锦上添花。交易对手的实力雄厚和充分的增信措施会对信托产品的投资有正向影响，但并非必不可少。此外，考虑到当前市面上的信托产品以标品信托为主流，交易对手和增信措施的信息较难获取，因此，仅建议基金会根据可得信息，简略了解交易对手的实力和产品增信措施作为补充。

二、构建合理、科学的资产组合

（一）大类资产配置是组合构建的基础

基金会在构建信托投资组合时，应首先从大类资产角度考虑组合构建的问题。资产管理信托，与公募、私募资管产品类似，均包含固定收益类、权益类产品等。因而，在基金会整体投资组合层面，应首先横向考虑大类资产的配置比例（现金、固收、权益等），再纵向考量不同发行方的具体产品配置（如公募、私募基金、信托、银行理财等）。

除了前三期报告内容中介绍过的美林时钟、核心-卫星策略，基金会还可以采用以下大类资产组合策略：

「杠铃」投资策略。杠铃投资策略的核心理念是选取资产两端进行配置，两类资产之间应相关性较低甚至负相关，且配比相当；包括主动-被动、股票-债券、（债券）长期-短期、高风险-低风险等策略。此方法能较好地平衡收益与风险，特别是应对各种极端市场环境，都能表现出有较好的适应性，而当市场整体向好之时，资产组合还能有超额的表现。

买入并持有策略和时间分散化策略。与字面意相同，买入并持

有策略强调投资某产品并长期持有，避免高频交易。该策略通常忽略市场短期波动，放弃从市场环境变动中获利的可能，而更多着眼于长期投资，因为研究表明长期持有资产可降低损失的风险。由于其在很长一段时期内不在市场中买卖，该策略的优势还包括节省交易成本和管理费用。采取该策略的投资者若想获得超额收益，须具备不因市场短期风险变化而改变资产配置的能力，而注重长期回报。时间分散化策略含义与此相似，即长期持有能够通过时间分散投资的风险，获得超额收益。

需要注意的是，目前行业内普遍基金会人员的投资相关知识和操作能力较为薄弱，不便于频繁调仓。其次，基金会投资风险偏好较低，且厌恶损失，因此风险相比收益应该是更重要的投资目标。

大类资产的分散投资能有效地减低投资风险，获得更加长期的回报。基金会应该根据自身的资金和财务状况、风险承担能力、长短期的目标去分配资产，并按本身情况去设计合理的投资组合。

（二）从风险和收益的角度考虑信托组合配置

在进行信托产品配置时，基金会需要结合自身投资目标和风险偏好，投资目标包括能够承担的风险、流动性、预期收益率等。由于基金会投资风险偏好普遍较低，风险通常是其考虑的首要因素，其次是流动性要求和预期收益率。

一是风险，主要体现在最大回撤。最大回撤是选定周期内产品净值²¹最低时收益率回撤幅度的最大值，可以理解为选定时间段内信

²¹ 是指每一份基金单位所代表的基金资产净值。基金净值=(基金资产-基金负债)/基金总份额，基金资产指当天收盘后基金持有的股票、债券、存款等金融资产的总价值；基金负债指基金每天交易的手续费、印花税、管理人计提的管理费等税费；基金总份额指售出的基金总份数。

托产品的最大跌幅。最大回撤基本上可以认为是投资者进行投资后可能遇到的阶段最大净值损失，因此投资者需要提前考虑是否能够承受最坏的损失。由于风险控制是基金会投资非常重要的因素，因此对于基金会投资者，不建议选择最大回撤超过风险承受范围的信托产品。

二是流动性，主要体现在投资期限上。信托产品的投资期限受基金会的可投资期限限制，需要将基金会短、中、长期的资金需求纳入考量，保证覆盖基金会的活动支出和管理费用。

考虑到基金会的风险承受能力低，可率先投资信托中比较安全、收益相对稳健的标债（现金管理类）产品，尤其是一些期限较短的产品（6/9/11 个月定期开放一次），可获得显著高于银行理财产品的收益。

三是预期收益率。由于信托产品不能够承诺保底收益，因此信托公司通常以预期收益率的形式向投资者展示产品收益，在信托合同中约定该信托产品受益人可能获得的预期收益率。

虽然近年来监管趋严等因素导致信托收益率下行，但和其他金融产品比起来依然具有一定优势。相较于公募、私募基金等，2022 年标品信托产品回撤控制相对较好，净值走势稳健，多次经历大幅波动的市场环境，风险调整后的收益要高于同期同类型公募基金。

公益基金会目前投资组合普遍遭遇收益下调、风险上扬的情况。多数公募基金会在过去以持有银行理财产品为主，风险偏好多数相对保守，因此在信托组合配置方面，可以从现金管理类和固收类产品入手，获取相对稳健的收益，作为理财产品或过往非标信托产品的替代和衔接。而对于有一定经验和金融投资知识的基金会而言，可以适当增加混合类和权益类产品的配置，目前信托公司有较多的 TOF 类和“固收+”产品可供选择。

预期收益率、流动性、风险都是配置信托产品时的重要考虑要素，这些要素之间不是相互孤立的，而是相互关联、互为条件。作为对资产保值性和安全性额外关注的基金会，在配置信托组合时，应优先考虑风险和流动性的限制，在控制风险的基础上适当提升资产收益率。

三、 践行全流程、全覆盖的投资管理体系

信托投资的成功不仅仅依靠报告前文中对于产品筛选、组合构建等实操层面的考量，还需要基金会建立完整的投资管理体系：从投资前管理流程、到投资后的监测机制都必不可少。我们对业内的多个案例进行了调研和分析，总结了基金会在投资管理体系方面，尤其是信托投资案例层面的经验和洞见。

（一）完善的管理体系最小化投前风险

基金会在启动信托投资前，需审视现有的投资管理体系，确保计划投资的信托产品符合投资原则，并遵循基金会内部的投资制度与流程规范。同时，基金会应充分利用内外部专业资源，实现有效投资。

1. 投资原则

基金会投资原则应涵盖合规性、流动性和安全性三个核心方面：首先是确保满足各项合规性要求，其中首要需满足监管投资限制。根据《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》规定，基金会禁止在以下领域开展投资活动：

- (一) 直接买卖股票；
- (二) 直接购买商品及金融衍生品类产品；
- (三) 投资人身保险产品；
- (四) 以投资名义向个人、企业提供借款；
- (五) 不符合国家产业政策的投资；
- (六) 可能使本组织承担无限责任的投资；
- (七) 违背本组织宗旨、可能损害信誉的投资；
- (八) 非法集资等国家法律法规禁止的其他活动。

图 3-4 慈善组织保值增值投资活动禁止领域

此外，基金会也应根据自身宗旨和业务范围，设定行业、领域方面的投资限制，确保信托投资的开展不会损害基金会自身利益。例如，某基金会开展环保相关活动，则不应投向高污染行业或企业相关的产品；某基金会关注健康公益活动，则不应投向烟草等行业相关的产品。

其次，基金会需考虑投资的流动性。基金会可用于投资的财产是基金会非限定性资产和投资期间暂不需要拨付的限定性资产。因此，基金会应通过预算管理、资金预测与规划，结合组织的款项拨付节奏，分层设置投资流动性层级。具体可参考本系列第二期报告《2019 年中国基金会保值增值投资管理报告》中关于流动性管理资产和投资资产的划分原则。

最后，基金会需重点考虑投资的安全性，谨慎对待高风险的投资。基金会的投资必须注重风险，保证本金的安全。在投资体系中，根据产品流动性和风险等级开展分层投资，在保证本金安全的前提下，实现适当的投资保值增值收益；在投资筛选中，重点关注风险控制和管理水平高的信托机构，挑选风险管理考量占比较高的信托投资机构，例如，在信托项目评审过程中，风险管理专家占评审主导地位，拥有一票否决权等。

2. 投资架构

基金会应采用分级管理的投资架构。**理事会是基金会的最高投资决策机构**，对基金会投资管理制度、年度资金框架、投资计划和重大投资方案拥有最高审核和决策权，并设立和组建投资管理委员会；**投资管理委员会则应负责具体事项决策和管理**，遵循相关的专业委员会管理制度，根据基金会年度工作计划和预算情况，拟定年度投资目标、对投资活动的具体实施进行决策，并授权投资工作小组执行；**投资工作小组则应负责执行基金会投资活动**，协助制定年度投资计划、负责投资活动的具体实施、对投资项目进行跟踪管理、定期向投资管理委员会报告项目情况，并在投资项目净值触及预警线或发生其他异常情况时及时报告投资管理委员会。**监事会则作为基金会投资活动的监督机构**，根据职责对基金会的投资活动进行监督，如发现违规行为应及时提出纠正意见，对于重大问题应向基金会理事会报告。

3. 投资制度与流程规范

基金会应建立完整、规范的制度体系，以指导信托投资活动合法、有序开展。我们建议基金会应在投资管理制度中，根据《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》的相关规定，建立基本投资原则、规范投资决策程序和管理流程、明确职责分工、建立投资负面清单、明确重大投资标准、对投资风险进行管控、建立投资中止/退出制度、规范违规追责手段等制度要求等，涵盖从投前到投后的全管理流程，明确各方职责范围，保证基金会投资增值保值活动的合规性、安全性。

此外，除了遵循投资保值增值相关的专项制度，为了达到投资增值保值的流动性目标，信托投资活动也需参照财务管理相关制度，

在满足基金会内部预算和资金管理策略的前提下开展相关工作。

明确的投资目标、独立分级的管理架构以及完善的制度流程规范是有效执行投资活动、防范投资风险的基础。同时，考虑到信托产品的复杂性，我们建议基金会积极引入专业志愿者，以 Pro Bono 形式提供专业投资意见支持。基金会也可通过理事会或大额捐赠人端的核心支持者，获取更多专业投资意见。

（二）持续的监测管理为投后保驾护航

除了完善投资前的投资架构和体系，我们基于案例分析结论，建议基金会建立适当的投资监控与应急处置机制，将投资管理流程化，充分利用专业资源，实现信托投资的有效管理。

1. 投资监控机制

基金会完成信托投资后，还需在信托投资存续期间内实施对于信托产品的持续监控。考虑到基金会的资源和专业度有限，我们建议基金会分利用金融机构的专业资源，建立起持续、高效的投资监控机制。

一方面，基金会应依托信托机构所提供的的数据与信息，建立定期监控机制。日常监控信托产品持仓情况，关注信托产品的净值波动情况，观察是否出现异常波动；与信托机构建立月度/季度沟通机制，关注产品月度业绩情况以及风险波动情况，邀请信托机构就本月投资情况作分享和反馈，并结合当月/季度投资情况，制定或适当调整下月/季度投资计划。

另一方面，基金会应建立风险预警机制，设定个性化指标并制定明确的阈值，例如选取产品净值作为监测指标，以 5%为预警线、10%为止损线等。如遇产品净值突破预警线或发生其他异常情况，应参照风险处置机制处理，及时进行风险提示和应对。

2. 市场研讨沟通

除了对于已投资的信托产品监控，基金会还需及时了解市场情况并对应调整信托投资策略。我们建议基金会按需与金融机构做专项研讨和沟通：除了获取信托机构定期提供的市场洞见，在预见明显经济信号或涉及基金会自身策略调整时，建议基金会召开专家会进行研讨，邀请信托机构专家分享经济形势判断并提供投资组合建议。

3. 风险事件处置

基金会应定义合适自身情况的投资风险事件。常见的投资风险事件有：产品净值回撤突破预警值/止损线、市场经济形势发生重大变化影响投资、项目投资违反基金会自身宗旨或影响基金会信誉、受托方资质和架构等发生关键变化等等。如在投资监控机制中发现符合要求的信托投资风险事件，需及时要求信托机构澄清产品现状、提供解决方案等，并开展专题会对投资标的风险情况进行进一步的研究和分析，积极探索解决方案，并及时上报至投资管理委员会作出决策和调整。

综上所述，在开展资产管理信托投资前，基金会应遵循投资管理体系要求，确保满足投资原则开展信托产品筛选工作、构建信托投资组合，并持续监测信托投资情况，及时处置、上报风险事件。

但除了资产管理信托外，资产服务信托和慈善信托也可以作为基金会资产保值增值考量的一种选择。在接下来的章节中，我们将重点介绍这两种信托的投资价值以及案例，为基金会投资提供更多选择。

第四部分 资产服务信托与慈善信托

随着新“三分类”的出台，资产服务信托与慈善信托，作为信托公司本源业务回归，将逐步成为信托市场转型发展的重心。面对信托市场的逐步调整，基金会应积极探索“新型”信托的投资与合作机会。因此，我们将在本章节为基金会概述这两类信托的现状与投资价值，为基金会提供更多的信托投资选择。

一、资产服务信托，提供定制化专业信托服务

（一）从“通道类”向专业信托服务转型

资产服务信托是指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。

在过往的信托发展历史中，资产服务信托多以“通道”业务的角色出现。但2023年3月发布的《通知》，对照资管新规关于破刚兑、去通道、去嵌套等精神，完善了资产服务信托的监管要求，重点包括：

一是明确资产服务信托不得以任何形式保本保收益。

二是明确资产服务信托不得为任何违法违规活动提供通道服务。

三是明确资产服务信托不涉及募集资金。

四是资管产品管理人作为委托人设立资产服务信托，信托公司仅限于向其提供行政管理服务和专户管理服务，且不得与资管新规相冲突，以防出现多层嵌套、变相加杠杆、会计估值不符合资管新规要求等情形。

五是信托公司开展资产服务信托，原则上不得发放贷款，也不得通过财产权信托受益权拆分转让等方式为委托人融资需求募集资金，避免服务信托变相成为不合规融资通道等。

图 4-1 资产服务信托监管要求

因此，资产服务信托今后将主要体现信托的服务职能，既不涉及向投资者募集资金的行为，也不应为各类违法违规活动提供通道服务等，将是信托公司基于本源优势进行积极探索的重要方向，推动信托行业回归本源，从而为投资者提供更加规范化、专业化的定制服务。

（二）资产服务信托的服务内容多种多样

按照服务具体内容和特点，资产服务信托可分为以下五类：

信托类型	信托含义
行政管理 受托服务信托	信托公司作为独立第三方提供会计估值、资金清算、风险管理、信息披露等行政管理服务的信托业务。可按照信托财产和服务类型进一步分为以下五类：涉众性社会资金受托服务信托、资管产品受托服务信托、债券担保品受托服务信托、企业/职业年金受托服务信托、其他行政管理资产服务信托。
资产证券化 受托服务信托	信托公司作为资产证券化基础资产的特定目的载体提供受托服务，可按照基础资产类型和服务对象进一步分为以下四类：信贷资产证券化受托服务信托、企业资产证券化受托服务信托、非金融企业资产支持票据受托服务信托、其他资产证券化受托服务信托。
风险处置 受托服务信托	信托公司作为受托人，接受面临债务危机、处于重组或破产过程中的企业委托，提高风险处置效率。可按照风险处置方式进一步分为企业市场化重组受托服务信托和企业破产受托服务信托。
财富管理 受托服务信托	信托公司为居民、企业及其他组织财富管理提供的信托服务，可按照服务内容及对象不同进一步分为以下五类：家族/家庭信托、保险金信托、遗嘱信托、特殊需要信托、其他财富管理信托。
新型资产服务 信托	信托公司经监管部门认可，依据信托法律关系开展的新型资产服务信托业务。

表 4-1 资产服务信托分类

其中，财富管理受托服务信托是信托公司最具专属优势的本源业务，也是基金会可以重点关注的服务信托。以财富管理受托服务中

的家族信托为例，近年来监管政策的引导叠加居民财富的快速积累，推动家族信托实现快速发展。中国信托登记有限责任公司统计数据显示，2013年家族信托存续规模仅不足5亿元；而截至2022年9月，67家信托公司中已有近60家开展了家族信托业务，存续规模约为4700亿元，较2021年末增长约34%，存续家族信托个数约为2.4万个。伴随《通知》的出台，信托公司通过与其他专业机构进行战略合作等模式，逐步加快转型步伐，大幅优化提升家族财富信托功能，跨越过去单一保值增值的初级阶段，向涵盖安全财富、增值财富、和谐财富和久远财富四大信托目的真正意义上的家族信托加快转型。因此，我们相信，随着服务信托市场的逐步发展与完善，财富管理信托的应用场景将不断拓宽，可以为基金会在保障资产安全的前提下，实现保值增值，并结合基金会的定制化资金需求，支持基金会长远运作。

（三）量身定制的特色服务，但目前市场环境尚未成熟

资产服务信托的优势主要体现在两个方面：

一是为委托人量身定制的专业服务：在资产服务信托中，信托公司是根据委托人的需求，为其量身定制托管、风险隔离、风险处置、财富规划和代际传承等专业信托服务。无论是服务内容各项均可定制、调整，还是委托资产类型高度自由（从资金到股票、股权甚至到知识产权等），都充分体现了以委托人需求为最高利益，为委托人提供高度定制化的专业服务，从多方面满足委托人的需求。因此，基金会不再受限于资金类资产，可以充分利用自身各类资产特性开展资产保值增值工作，同时还可以结合基金会自身特性，配合资金规划、使用等实际要求，实现资产的有效利用。

二是应用场景丰富、且不断拓宽：资产服务信托以服务为核心，

服务范围广泛，可支持的应用场景十分丰富。以财富管理信托为例，其项下包含家族信托、家庭服务信托、保险金信托、特殊需要信托、遗嘱信托、其他财富管理信托、法人及非法人组织财富管理信托等多类信托，服务客群广泛、服务类别多种多样。其中，保险金信托业务的不断发展，拓展出“保险金信托+遗嘱”“保险金信托+慈善”“保险金信托+公益”“保险金信托+养老”等场景。基金会可以充分利用服务信托的多样化场景，实现自身资产保值增值。

但需要注意的是，资产服务信托也面临着两大核心挑战：

一是尚未成熟的市场环境：资产服务信托在短期内仍处于探索期和发展期，业务发展需要较长时间的经验积累和资源投入，需要信托公司较长周期的培育。目前市场上暂未出现与慈善行业合作的服务信托首例。

二是信托公司能力建设遭遇挑战：能力建设是信托公司参与资产服务信托市场竞争的关键，包括团队搭建、资源支持和系统支撑等要素。在团队搭建方面，不同资产服务信托领域的专业性具有明显差异，对从业人员相应的经验和能力要求也存在区别；在资源支持方面，由于各个信托公司的资源禀赋不同，其所能调动的政府资源、社会资源和金融资源等影响不同公司在资产服务信托领域的布局和发力点；在系统支撑方面，由于多数资产服务信托业务均需要批量化、规模化开展，通过科技手段建设完善的资产服务信托系统就显得尤为重要。因此，在选择资产服务合作信托公司时，需要更加谨慎，具体可以参考第三部分筛选原则。

（四）满足委托人各式需求的资产服务信托

如前述讨论，资产服务信托的服务范围广、定制化程度高，具体将通过下述案例进行分析和阐述。

1. 家族信托案例：定制化信托产品传承家族精神

某信托公司家族办公室成立的家族信托项目，委托人为某公司董事长，对家庭成员的家风家教及未来的发展提出了较高要求，希望受托人通过家族信托设立相应的激励机制，达到既照顾家庭成员又对家庭成员进行正向引导的目的。为此，该公司家办推出了家族信托与家族宪章相结合的创新家族管理模式，委托人通过制定家族宪章确定家族精神及家规。家族信托合同条款中详细落实了运行机制、决策机制、具体管理细则，实现为家族成员及后代提供教育、婚育、医疗、创业、养老等领域的激励机制及保障性安排。家族信托协议亦约定了委托人的后代需签署并遵守家族宪章才可作为家族信托的受益人，并举行了首次成年受益人家族宪章的签署仪式，提高了家族成员对家族宪章以及家族信托的参与感和认同感。

上述案例充分体现了服务信托的高度定制化，不管是服务内容还是具体执行细则，均可以按照委托人的需求细化、调整，并充分利用信托公司的专业服务能力，赋能委托人的家族管理。

2. 特殊需要信托案例：落地身心障碍服务信托

某信托公司成功落地身心障碍服务信托，信托合同规定由信托委托人将资金委托给信托公司，由信托公司开立专门账户，实现资产隔离。同时，由第三方专业服务机构为受益人提供教育、医疗、康复、就业、基本生活照料、临终关怀和丧葬等专业服务；信托公司根据委托人指令或合同约定，以信托财产为限，代为向第三方服务机构定期支付服务费用，以保证服务商可以长期稳定向受益人提供服务，以避免委托人失去行为能力不能支付费用导致受益人无人照护的情况。项目委托人为身心障碍者家长，信托公司作为受托人，为委托人自闭症子女（受益人）提供专业的信托服务，提供账户管

理和财产保值增值专业信托服务，按照委托人或监护人的指令进行款项拨付或投资，借助账户独立性等优势，为受益人提供充足、安全的保障。通过监护人权利制约、监察人监督授权等诸多的结构设计，该身心障碍服务信托可以实现各方权责利对等及相互制衡，确保受益人享受到高质量服务。

上述案例则从另一方面体现了服务信托的场景丰富，在实现账户管理、财产保值增值的专业服务范围外，还可以利用多种结构设计、信托特色优势等等，直接服务受益人本身。这从本质上也符合基金会的运作特性，可以为基金会所用。

因此，我们认为，基金会应该充分利用服务信托的定制化和丰富场景，结合自身特殊需求，在保障自身资金、资产安全的同时，实现资产保值增值和基金会持续运作的双目标。

二、慈善信托，在探索公益事业新途径的同时兼顾资产保值增值

（一）慈善信托，仅限于公益慈善目的

公益/慈善信托是委托人基于公共利益目的，依法将其财产（必须是委托人合法所有的，有权自由处置的财产。委托人可以将资金、股权、不动产等不同类型资产委托给受托人，由受托人（如信托公司）按照委托人意愿，以受托人名义进行管理和处分，开展公益/慈善活动的信托业务。与资产管理信托、资产服务信托不同的是，公益/慈善信托的财产及其投资保值增值收益，不得用于非公益目的。

根据 2017 年的《慈善信托管理办法》，开展下列慈善活动为目的而设立的信托，归属于慈善信托：

- 扶贫、济困
- 扶老、救孤、恤病、助残、优抚
- 救助自然灾害、事故灾难和公共卫生事件等突发事件造成的损害
- 促进教育、科学、文化、卫生、体育等事业的发展
- 防治污染和其他公害，保护和改善生态环境

图 4-2 慈善信托定义

目前国内慈善信托有三种业务模式：一是慈善组织作为单受托人，二是信托公司作为单受托人，三是慈善组织和信托公司共同作为受托人。以信托公司作为受托人为例，慈善信托一般涉及**委托人**、**受托人**、**受益人**三大主体，根据实际情况和委托人的意愿可自由增加“**信托监察人**”、“**保管人**”和“**事务执行人**”三个主体。当委托人把资金交给受托人之后，受托人跟委托人签定信托协议，之后向民政部门备案，备案完成之后慈善信托也就成立。下表中我们列举了慈善组织作为受托人和信托公司作为受托人之间的区别，而下午我们也会以案例带读者了解由慈善组织和信托公司共同作为受托人的模式。

慈善信托业务模式类型	委托人捐赠是否享受税收优惠	专业的慈善项目运作能力	专业的资产保值增值能力
1. 慈善组织作为受托人	✓	✓	
2. 信托公司为受托人			✓

表 4-2 慈善信托业务模式

（二）慈善信托在政策鼓励与支持中，逐年稳定发展

自信托制度引入中国后，慈善信托历经了 2001 年-2016 年的探索期和 2016 年至今的稳定发展期两个重要的发展阶段。2001 年《信

托法》颁布，公益信托在鼓励和支持中发展，但限于制度体系不完善，发展力度有限；2016年《慈善法》颁布，为慈善信托的发展奠定了坚实的制度基础，推动了慈善信托的稳定、快速的发展。

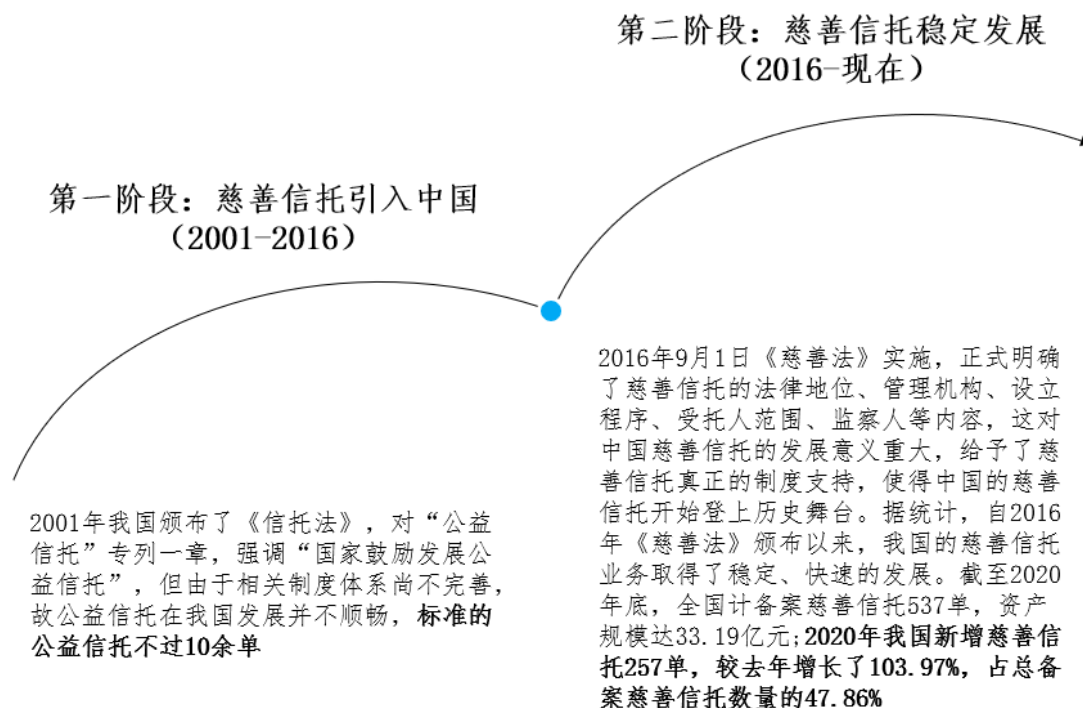


图 4-3 慈善信托发展阶段²²

（三）慈善信托为委托人提供了绝对公益性，高透明度，风险隔离和灵活性

与其他慈善工具（如慈善基金会）或者其他类信托产品（资产管理信托、资产服务信托）相比，慈善信托的特点主要体现在以下几个方面：

1. 慈善信托的绝对公益性

只要资金进入慈善信托，就不能再用于非公益的目的，慈善信托的慈善目的是纯粹的、排他的。慈善信托作为与慈善捐赠并行的慈善途径和方式，可以对接个人、工商企业、社会组织和金融机构

²² 数据来源：2020年中国慈善信托发展报告

等各类资源，是发挥慈善第三次分配作用，扎实推动共同富裕的重要途径之一，是政策鼓励和支持的重点对象。

2. 慈善信托的透明度高

慈善信托的透明主要体现在三个方面。一是慈善信托建立了委托人、监察人、监管部门以及信息公开的多重监督机制，可保障慈善信托运行的公开透明；二是慈善信托的财产采用专户管理，受托人就每一个慈善信托的资金运用状况进行单独披露，有助于提高信息披露的详细程度；三是当受托人违反信托合同约定损害委托人和受益人利益时，委托人有更多的救济措施，包括撤销信托、更换受托人等。

3. 慈善信托的财产独立和风险隔离

一方面，从委托人角度出发，慈善信托财产与委托人的其他财产相互隔离。慈善财产交付信托后，不再是委托人自己的财产，即使委托人破产清算，信托财产也不受影响；另一方面，从受托人角度出发，慈善信托财产与受托人的固有财产相互隔离，也与受托人管理的其他信托财产互相独立，可以最大程度保障信托财产的安全。

4. 慈善信托对于委托人而言更灵活

从资产结构来看，资金、股权、不动产等各类财产都可以设立慈善信托；此外，慈善信托的规模、期限、决策机制及委托人的参与程度都可以灵活约定。

从资金使用来看，与慈善组织每年有固定的支出比例要求相比，慈善信托每年财产支出金额或比例可以根据委托人的意愿以及慈善项目的实际需求灵活约定。可以选择只动收益不动本金，也可以根据委托人和项目特点去搭建适合项目的架构，用于保证信托的可持续性。

从委托人控制权来看，相比个人捐赠和慈善基金来说，如果捐赠出去，捐赠人是完全丧失了对财产的控制权，而基金会如果是理事会运作不当，则较难保证委托人对所捐财产的控制权。而慈善信托可以完全按照委托人的意愿去支持帮助受益人或项目，委托人如果愿意持续参与运作和管理也可以向受托人发送管理指令，控制权可以完全掌握在委托人手中。

从个性化需求来看，委托人可与受托人协商确定慈善信托名称、慈善目的、信托财产规模、期限和终止条件，可以更好的满足个性化和定制化慈善需求。

（四）更完善的法律制度是未来慈善信托可持续发展的关键

尽管慈善信托规模自 2016 年稳定增长，其发展依然存在着一定的挑战，主要体现在税收优惠和法律法规两方面：

税收优惠上，核算捐赠金额和扣除限额依然不太明确，特别当涉及捐赠财产属于非货币性财产的时候，如何确定其公允价值，如何确定其是否享受税收优惠等问题都暂无明确的法律指导而依赖与主管税务机关一事一议。

而在法律法规上，目前对慈善信托有明确规范的只有《信托法》和《慈善法》两部法律，对慈善信托的相关事宜的规定仍不够细致，也间接导致了各个地区之间在执行的时候存在着差异，阻碍了慈善信托的规模化发展。

（五）慈善组织和信托公司作为共同受托人的慈善信托是探索资产保值增值和慈善活动结合的新方式

为了进一步说明慈善信托的投资价值，我们将对一个由慈善组织和信托公司共同作为受托人的案例——顺德社区慈善信托，展开分析。

顺德社区慈善信托隶属于何享健的 60 亿元慈善捐赠计划。2013 年，美的集团创始人何享健创立“广东省何享健慈善基金会”（现更名为“广东省和的慈善基金会”）。2017 年，何享健在佛山市顺德区公布了一个 60 亿元的慈善捐赠计划，包括他及家人捐出持有的 1 亿股美的集团股票和 20 亿元现金，准备构建一个立体、可持续的公益慈善体系，用于支持在佛山本土乃至全省全国的精准扶贫、教育、医疗、养老、创新创业、文化传承等多个领域的公益慈善事业发展。与鲁冠球三农扶志基金不同，和的慈善捐赠体系拟采用“慈善信托+基金会”的双轨模式，即由“和的慈善信托计划”与“和的慈善基金会”共同建立。其中，4.92 亿元用于设立慈善信托。

	信息
名称	中信·何享健慈善基金会2017顺德社区慈善信托
设立目标	支持顺德区的扶贫、救济、养老、教育、文化建设、村居福利等综合性的公益慈善需求，推动公益慈善事业的发展与提升，共同建设更具人文性和富有吸引力的顺德社区
委托人	美的控股有限公司
受托人	中信信托、和的慈善基金会
期限	永久
执行人（收益分配对象）	广东省德胜社区慈善基金会

表 4-3 顺德社区慈善信托基础信息

信托的运作原则上本金不动，每年的投资收益分配至执行人德胜社区慈善基金会，并且采用双受托人模式，中信信托与和的慈善基金会共同作为受托人承担职责，充分发挥各自的优势。中信信托负责资产管理，增强了慈善资产的保值增值能力；和的慈善基金会负责项目管理，增强了慈善项目的战略性及有效性，确保按照捐赠人的意愿，以社区需求为导向在多个意向领域持续开展项目资助工作。

在信托成立后的几年中，顺德社区慈善信托慈善资产安全稳健

增长至 6.17 亿元，截止 2022 年底，累计分配 14319 万元至执行人德胜基金会，其中信托利益分配（慈善支出）12912 万元。同时基金会资助了 13 批共 717 个公益项目，资助总金额达 11973.49 万元，项目覆盖 10 个镇街 204 个村居，占全区村居 99%，直接受惠人数超过 5.2 万人，实际撬动社会、政府资源超过 4000 万元。

可以看到，顺德社区慈善信托最大程度地发挥了信托公司与慈善基金会的优势能力，既有效地发挥了慈善基金会在慈善活动工作开展的深厚经验，也利用了信托公司专业性，对资产进行充分的保值增值。相较于资产管理信托与资产服务信托，慈善信托能较好地结合具体的慈善活动与资金运作计划，充分保障慈善工作的持续展开。因此，在基金会开展资产投资增值保值考量中，也可以增加慈善信托作为选择，在保障慈善资产安全稳健的前提下，支持意向领域慈善活动的开展。

综上所述，资产服务信托与慈善信托作为信托行业转型发展必不可少的一环。因此，建议基金会积极关注信托行业发展趋势，关注资产服务信托与慈善信托的发展动态，充分利用前者的可定制化服务和后者的绝对公益性，保障自身资产稳健的保值增值。

附录

附录一 信托行业重要监管条例梳理

法律	发布时间	内容	意义
《中华人民共和国信托法》	2001.10	<ul style="list-style-type: none"> 对信托定义、信托中各方的关系、信托设立、信托财产、信托的变更和终止做出规定。 	<ul style="list-style-type: none"> 为信托行业奠定了法律基础和理论框架。
《信托公司集合资金信托计划管理办法》	2007.03	<ul style="list-style-type: none"> 对信托计划的设立、财产的保管、运营与风险、变更/终止/清算、受益人大会做出规定； 对合格投资者认定标准、投资者人数和起投金额做出规定，但在2020年被《办法》替代。 	<ul style="list-style-type: none"> 规范信托公司集合资金信托业务的经营行为，保障集合资金信托计划各方当事人的合法权益。
《信托公司管理办法》	2007.03	<ul style="list-style-type: none"> 对信托公司的设立、变更与终止、经营范围、经营规则、监督管理做出规定。 	<ul style="list-style-type: none"> 明确了信托财产和信托公司的关系，保护了基金会作为投资人，其财产的独立性。
《信托公司净资本管理办法》	2010.08	<ul style="list-style-type: none"> 对信托公司净资本的计算、风险资本计算、风险控制指标、监督检查做出规定。 	<ul style="list-style-type: none"> 将信托公司的信托资产规模与净资本挂钩，并对信托公司实施以净资本为核心的风险控制指标体系，完善了信托公司的风险管理制度； 通过对各项信托业务风险资本比例系数的调控，促使信托公司加快主动转型的步伐。
《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（《资管新规》）	2018.04	<ul style="list-style-type: none"> 明确了“资产管理业务”定义与基本监管原则； 对各资管业务进行划分和规制，从整体资管角度，以较粗颗粒度明确制度红线。 	<ul style="list-style-type: none"> 对资管行业予以新一轮规范，进行更严格的风险管理，压降影子银行、刚性兑付、监管套利等不合规现象； 明确了更高的资管业务合格投资者门槛。
《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》	2020.05	<ul style="list-style-type: none"> 对资金信托的分类、业务管理（合格投资者认定、私募性质定位及资金投向限制等）、内控与风险管理、监督管理等事项做出新的规定。 	<ul style="list-style-type: none"> 进一步明确信托公司不得以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益； 明确了更高的信托业务合格投资者门槛。
《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（《信托新规》）	2023.03	<ul style="list-style-type: none"> 将信托分为资产服务信托、资产管理信托、公益/慈善信托3大类25小项，并对每一小项进行具体概念界定，对每一大类进行规制阐述； 要求在准确分类基础上充分识别待整改业务，同一业务不得归入多个类别。 	<ul style="list-style-type: none"> 旨在通过对信托业务进行标准分类，规范信托公司的业务； 明确各类别信托适用的监管条例； 贯彻资产服务信托和资产管理信托不得以任何形式保本保收益，破除刚性兑付的要求，并要求加强风险管理和信息披露，防止监管套利。

附录二 现行法律中基金会投资主要制度红线

1. 《关于规范基金会行为的若干规定（试行）》

第十一条 慈善组织不得资助以营利为目的开展的活动。

2. 《中华人民共和国慈善法》

第十四条 慈善组织的发起人、主要捐赠人以及管理人员与慈善组织发生交易行为的，不得参与慈善组织有关该交易行为的决策，有关交易情况应当向社会公开。

第五十四条 政府资助的财产和捐赠协议约定不得投资的财产，不得用于投资。

第九十九条 若基金会将不得用于投资的财产用于投资，则由民政部门予以警告、责令限期改正；逾期不改正的，责令限期停止活动并进行整改。

3. 《慈善组织保值增值投资活动管理暂行办法》

第七条 慈善组织不得进行下列投资活动：直接买卖股票；直接购买商品及金融衍生品类产品；投资人身保险产品；以投资名义向个人、企业提供借款；不符合国家产业政策的投资；可能使本组织承担无限责任的投资；违背本组织宗旨、可能损害信誉的投资；非法集资等国家法律法规禁止的其他活动。

第十条 当其利益与慈善组织投资行为关联时，不得利用关联关系损害慈善组织利益。

第十五条 慈善组织的负责人和工作人员不得在慈善组织投资的企业兼职或者领取报酬。

结语

2018年，嘉实基金会与ABC美好社会咨询社开启基金会保值增值项目的第一年，面对着纷繁复杂的金融产品和基金会愈来愈强保值增值的要求，我们心怀远方又小心谨慎，踏上了这条艰难而正确的道路。

2018年，资管新规正式推出，中国的金融行业迎来了新纪元，非标的时代被慢慢终结，而以资本市场为主体的新金融格局正在形成。在时代的变迁下，你我都像一粒沙，只有找到趋势的方向，才能事半功倍。

从2018年到2023年，5年的光阴转瞬即逝，基金会保值增值项目也已经进入到了第四期，从资产配置专题到证券投资基金，再到这期的信托专题，从无到有，从小到大。

作为第一期和第四期的指导老师，每一次访谈、每一次组会、每一次汇报都历历在目，见证的不是报告的诞生，而是聚拢在这个团队下，每一个成员的初心与努力。

相比于过去三期的项目，这期的内容格外具有挑战性。

拟定的研究框架却因为信托“新三分类”的到来，而被彻底颠覆，在重新设定框架的同时，我们也陷入了深深的思考，中国的信托行业到底是什么？我们又该如何在快速迭代的资本市场中给信托产品找到新的定位和评价逻辑。

丘吉尔说过“你能看到多远的过去，就能看到多远的未来”，对于中国的信托行业也是如此，为此我们增加了对于中国信托行业发展的陈述与理解，试图通过简单清晰的方式帮助基金会以及更广泛的受众勾勒出中国信托行业的全貌。

中国信托行业的变化是剧烈的，从过去那个被奉为“刚性兑付”的神器到重回资产配置的正常道路，这不单单是打破刚兑一句话的事情，而是对于投资理念的重新塑造，这个恰恰是我们在本期项目中感觉最难的部分。

“破除刚性兑付容易，但破除投资者对于刚性兑付的依赖却很难”，我们背负着沉甸甸的压力开启了本期项目的“漫长”旅程。

感谢三位 PM 的认真计划和精确执行，感谢项目中每一位 PC 小伙伴的倾情付出，没有他们在工作之余的全情投入，项目是无法保质保量完成的。

感谢智信研究院的孙阳老师和多位信托行业内的专家，感谢你们的倾囊相授，让团队成员收获了知识也理顺了变革中的信托行业，让这份报告具备了更强的实践性。

感谢 ABC 美好社会咨询社的钱洋社长以及其他工作人员的大力支持，没有你们的组织、协调和无私鼓励，项目团队也无法在时间紧任务重的环境下保质保量完成。

感谢嘉实基金会和武曦老师，你们的每一个中肯建议，你们的每一次访谈安排，都让我们获益匪浅。

感谢那些一直关注慈善公益，关注这个项目的好朋友们，你们的期待亦是我們全力拼搏的最大动力。

有人说，信托制度起源于英国的用益制度，我却独持不同的意见。早在近 900 年前，北宋名臣范仲淹在其功成名就后创设的“义庄”，因其独立资产、专业管理、他益属性，具备了信托乃至慈善信托全部的核心要素。

争个第一第二并无意义，但我想表达的是，“修身齐家治国平天下”的中国儒家文化天然地就和信托制度以及信托产品有着联系。

而新三分类后的中国信托行业回归本源，也恰恰是信托产品脱离信贷属性，在居民财富管理服务过程中大展拳脚的时机。我们既要和非标信托做一个艰难的告别，同样的，也要积极热烈的欢迎新分类下的信托制度在中国这篇土地上再度茁壮成长。

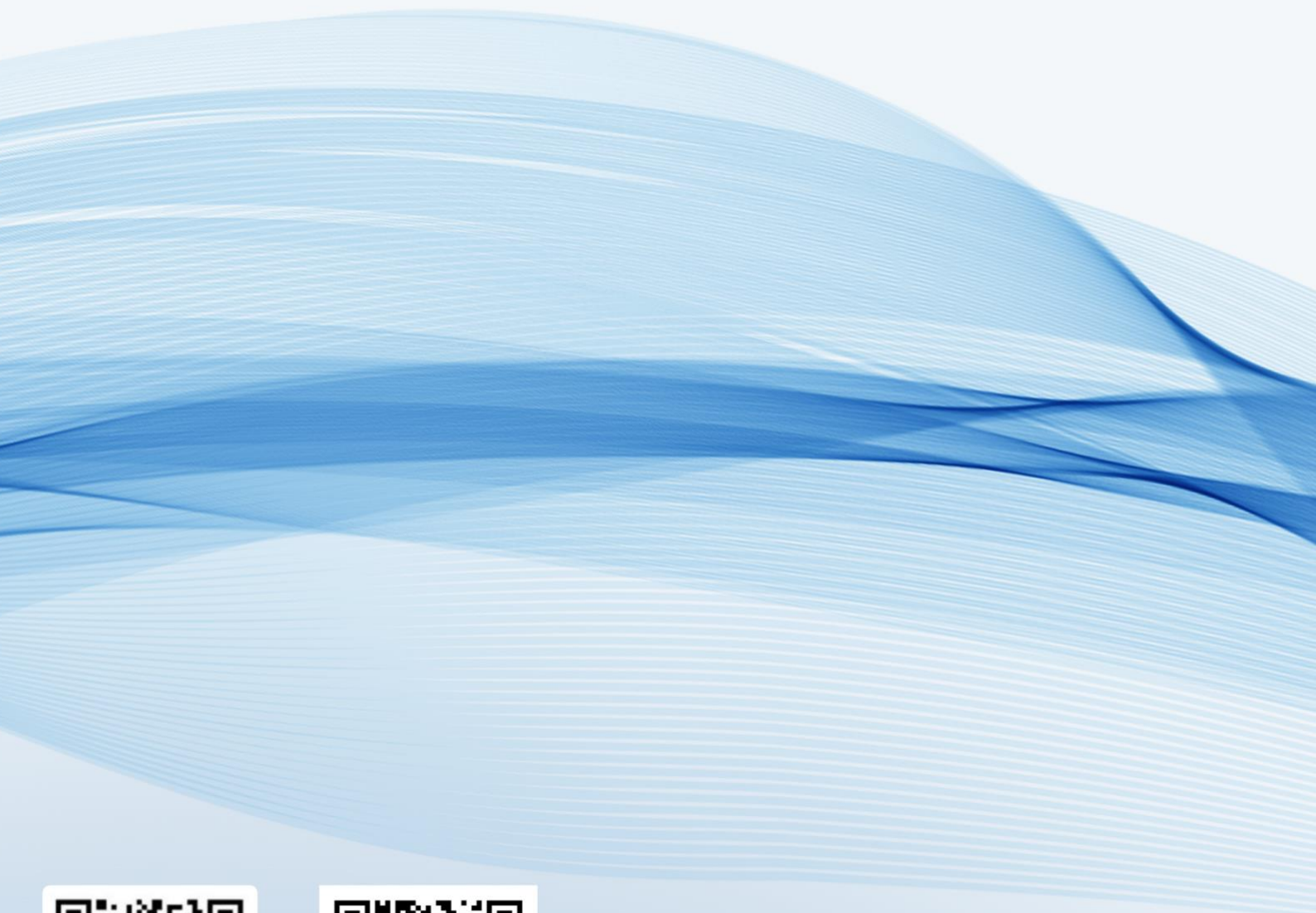
希望我们这期的内容，对于那些习惯于配置信托的基金会和投资者有帮助，更希望它能唤起社会大众对于慈善公益和信托制度的关注，让中国的慈善信托走出更高更快的“二次增长曲线”。

付伟

中国基金会资产保值增值投资管理报告（信托篇）项目总监

ABC 美好社会咨询社

2023 年 8 月 3 日



版权声明:本报告为原创内容，由ABC与嘉实公益共同撰写完成。
如需转载或授权发布，请与ABC官方微信公众号(ABC美好社会咨询社)
或嘉实公益官方微信公众号联系。