

《资产管理信托管理办法(征求意见稿)》对理财公司的主要影响

作者：黎明 | 陆奇 | 邓俊佳

为进一步加强监管，防范风险，夯实资产管理信托业务健康发展的制度基础，国家金融监督管理总局制定了《资产管理信托管理办法(征求意见稿)》(以下简称“《征求意见稿》”)并于 2025 年 10 月 31 日向社会公开征求意见。鉴于信托公司属于理财公司重要的投资合作机构，本文主要从理财公司视角出发，对《征求意见稿》中可能对理财公司现有业务模式产生较大影响的重要条款进行解读，供行业参考交流。

1. 公募理财产品投资信托产品的投资者人数计算

《征求意见稿》第八条

信托产品应当面向合格投资者通过非公开方式发行，且单个信托产品的投资者人数不超过二百人。

合格投资者应当具备与所投资信托产品相匹配的风险承受能力，且符合下列条件之一：

- (一)具有两年以上投资经历，且满足家庭金融资产不低于三百万元人民币或者等值外币，或者家庭金融资产不低于五百万元人民币或者等值外币，或者近三年本人年均收入不低于四十万元人民币或者等值外币的自然人；
 - (二)最近一年末净资产不低于一千万元人民币或者等值外币的境内法人或者依法成立的其他组织；
 - (三)基本养老保险基金、社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等依法成立的社会公益基金；
 - (四)接受国务院金融监督管理机构监管的机构发行的资产管理产品；
 - (五)资产服务信托、公益慈善信托；
 - (六)国家金融监督管理总局视为合格投资者的其他情形。
- 前款第(二)至(五)项在本办法中统称为机构投资者。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

《征求意见稿》第十条第一款

信托产品接受其他资产管理产品投资的，信托公司应当穿透识别实际投资者和最终资金来源，除本条第二款情形外，不合并计算其他资产管理产品的投资者数量。上层资产管理产品管理人应当将实际投资者类型和资金来源审查情况告知给信托公司。信托文件中应当明确上层资产管理产品管理人严格审查资金来源，确保信托产品资金来源依法合规。

在此次《征求意见稿》之前，对于公募理财产品投资信托产品时是否需要向上穿透计算投资者数量这一问题，业内主要有两种观点：

- (1) 审慎关注：由于现行有效的《信托公司集合资金信托计划管理办法》并未规定资管产品可被直接视为信托产品合格投资者，故目前并无可以将公募理财产品直接视为信托产品合格投资者并豁免计算最终投资者人数的明确监管依据。且从业务实践来看，《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》”)施行后曾有理财产品管理人因存在投资集合资金信托计划人数超限、向非合格投资者募集理财资金用于投资集合资金信托计划的违规行为而受到监管处罚。
- (2) 灵活参照：尽管没有直接监管依据，但认为信托产品的监管标准应对齐同样适用《资管新规》的其他资管产品，例如参照中国证监会体系下私募资管计划的监管规则¹直接将公募理财产品视为合格投资者并不合并计算投资者人数，显然更为符合《资管新规》体现的“统一同类资产管理产品监管标准”之监管精神。且从业务实践来看，要求公募资管产品向上穿透计算投资者人数，在操作上将不具有可行性，因此理财行业存在大量公募理财产品投资信托产品的实例。

本次《征求意见稿》明确规定，理财公司等各类受监管持牌金融机构所发行的资管产品属于信托产品合格投资者，信托公司对于除信托产品外的资管产品类投资者亦可以不合并计算上层资管产品的投资者数量，可谓打消了长期以来业内关于以公募理财产品投资信托产品是否存在合规瑕疵的疑虑。

¹ 《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第三条：资产管理计划应当向合格投资者非公开募集。合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只资产管理计划不低于一定金额且符合下列条件的自然人、法人或者其他组织：

(一)具有 2 年以上投资经历，且满足下列三项条件之一的自然人：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；

(二)最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位；

(三)依法设立并接受国务院金融监督管理机构监管的机构，包括证券公司及其子公司、基金管理公司及其子公司、期货公司及其子公司、在中国证券投资基金业协会(以下简称证券投资基金业协会)登记的私募基金管理人、商业银行、商业银行理财子公司、金融资产投资公司、信托公司、保险公司、保险资产管理机构、财务公司及中国证监会认定的其他机构；

(四)接受国务院金融监督管理机构监管的机构发行的资产管理产品；

(五)基本养老金、社会保障基金、年金基金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)；

(六)中国证监会视为合格投资者的其他情形。

合格投资者投资于单只固定收益类资产管理计划的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类资产管理计划的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类、期货和衍生品类资产管理计划的金额不低于 100 万元。资产管理计划投资于《管理办法》第三十八条第(五)项规定的非标准化资产的，接受单个合格投资者参与资金的金额不低于 100 万元。

资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数，但应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源。

随之而来的一个问题是，理财公司还应当将实际投资者类型和资金来源审查情况告知给信托公司。从《征求意见稿》表述来看，理财公司如向信托公司提供实际投资者类型(如“本产品均为自然人投资者”或“本产品 90%为自然人投资者、10%为机构投资者”)和资金来源审查情况(如“经审查，本产品投资者均系以自有资金购买本产品”)的书面说明，理论上可满足《征求意见稿》的上述告知要求，但理财公司应告知到何种细节程度以及信托公司能否仅依赖理财公司提供的说明完成穿透识别义务，仍有待监管部门后续的进一步明确以及信托公司实操上的执行口径。

2. 关于理财公司能否“定制”信托产品

《征求意见稿》第九条

单个投资者投资同一信托产品的金额，不得高于信托产品实收信托规模的百分之五十。**单个机构投资者及其关联方**投资同一信托产品的金额，合计不得高于信托产品实收信托规模的百分之八十。国家金融监督管理总局另有规定的，从其规定。

单个资产管理产品管理人管理的全部资产管理产品，投资基础资产涉及非标准化债权类资产的开放式信托产品的，投资金额合计不得超过该信托产品实收规模的百分之五十。

目前理财公司与信托公司的合作模式中，不乏理财公司向信托公司“定制”产品的业务模式，即信托产品的全部份额均由理财公司旗下不同理财产品持有(为尽可能摆脱“假集合、真通道”的嫌疑，亦存在仅象征性地由底层融资人等第三方持有最低持有比例下限的信托产品份额、绝大部分信托产品份额仍由同一家理财公司旗下不同理财产品持有的实操做法)，信托产品的投资范围、投资限制及标的选择等各类关键业务要素均由理财公司事先确定，信托公司仅进行较低程度的主动管理。

本次《征求意见稿》在重申《资管新规》关于主动管理原则的前提下，明确规定了信托产品的投资者集中度限制，若该等限制在《征求意见稿》的正式稿中最终保留，有可能导致理财公司“定制”信托产品这一业务模式需要进行整改与重塑。在《征求意见稿》发布后，多家理财公司就上述规定的理解与我们进行了讨论，在此我们对业内较为关注的几个问题梳理如下，供行业关注和讨论：

(1) 理财公司旗下的理财产品 A 和理财产品 B 是否属于“单个投资者”？

一方面，根据《征求意见稿》第八条的规定，理财产品即属于信托产品的合格投资者；另一方面，基于理财产品的财产独立性原则和理财产品的“三单管理”要求，同一理财公司旗下的不同理财产品应各自作为独立的个体，独立享有信托合同项下的权利并承担相应的合同义务。综合来看，我们倾向于理解，理财产品 A 和理财产品 B 应各自被识别为《征求意见稿》第九条所称“单个投资者”，二者对同一信托产品的投资金额均不得高于信托产品实收信托规模的 50%。

(2) 理财公司旗下的理财产品 A 和理财产品 B 是否属于“单个机构投资者及其关联方”？

既然理财产品属于《征求意见稿》所称“机构投资者”，又基于前述问题(1)的分析逻辑，理财产品 A 和理财产品 B 应各自被识别为“单个机构投资者”，但二者是否可能被认定互为关联方从而适用“合计投资金额不得高于信托产品实收信托规模的 80%”的集中度限制？从目前金管总局及理

财行业法规来看，暂无关于理财产品层面关联方包括同一理财公司其他理财产品的明确规定，业内对于理财公司旗下不同理财产品是否互为关联方亦未形成统一观点，认为“属于”或“不属于”均有对应的考虑：

✓ 理财产品之间属于关联方

首先，参考信保合作的集中度管理要求。《中国银保监会办公厅关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》(银保监办发[2019]144 号)第十条规定“除信用等级为 AAA 级的集合资金信托外，保险集团(控股)公司或保险公司投资同一集合资金信托的投资金额，不得高于该产品实收信托规模的 50%，**保险集团(控股)公司、保险公司及其关联方**投资同一集合资金信托的投资金额，合计不得高于该产品实收信托规模的 80%。”那么，保险资管产品是否作为关联方适用此处的合并计算规则？据了解，实践中多数保险资管产品会合并计算，究其原因系保险资管产品的大多数资金来源于保险体系内部。

其次，从立法意图角度看，国家金融监督管理总局有关司局负责人就《资产管理信托管理办法(征求意见稿)》答记者问时明确提出，“一是严禁开展通道类业务。明确信托产品应当由信托公司承担主动管理责任。禁止信托公司以信托产品为其他机构或者个人从事违法违规等活动提供便利。限制单个投资者投资同一信托产品的比例……”。由此可合理推测，对单一投资者的持仓集中度施加限制这一具体管控措施，在监管视角下或最终服务于实现“禁止信托公司开展通道类业务”这一监管目的，毕竟在单一投资者持仓集中度过高时，难免出现投资者规模优势对应的话语权过大、受托人缺乏主动管理意愿和能力的情况，如果本条款无需作用于同一机构的不同理财产品，则实践中依然难以避免信托产品被异化为投资通道的风险。

✓ 理财产品之间不属于关联方

从理财行业相关法规及理财公司参照适用的《银行保险机构关联交易管理办法》来看，银行保险机构对于关联方的定义无法适用于理财产品。当然，尚无专门适用于理财产品层面的关联交易规则并不必然意味着不同理财产品“不属于”关联方，但结合现行业务发展来看，如果合并计算不同理财产品对信托产品的投资规模，则该等集中度限制的规定或对现有理财业务(例如城投非标等资产)产生较大影响。鉴于非标业务的特殊性，要找到两个或两个以上在风控尺度、投资要求、放款期限等方面基本一致的机构，几乎不存在可操作性。因此如果在没有明确规定或监管口径的情况下就认为不同理财产品属于关联方，也可能扼杀了理财行业正常、合理的定制化需求。

有鉴于此，我们倾向于理解，从立法意图和长远角度并参考信保合作的现状来看，不排除未来理财产品 A 和理财产品 B 将可能被识别为互为关联方的情形，不过这应当取决于后续是否有进一步明确规定或监管口径。目前，理财公司宜进一步关注《征求意见稿》该条规定的落地情况，并与信托公司就监管要求执行口径进行充分沟通，并在业务推进过程中对同业实操动态、监管政策趋势保持充分关注。

(3) 理财公司旗下的多只理财产品投资同一封闭式信托产品或基础资产不涉及非标债权的开放式信托产品，如何适用集中度限制？

如对《征求意见稿》第九条第二款进行反面解释，可以合理推导出“单个资产管理产品管理人管理的全部资产管理产品，投资基础资产不涉及非标准化债权类资产的开放式信托产品，或投资于封闭式信托产品的，投资金额合计可以超过该信托产品实收规模的 50%”这一结论。

3. 关于信托产品的组合投资

《征求意见稿》第四十八条

单个信托产品投资于同一资产的投资金额，不得超过该信托产品实收信托的百分之二十五，银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债和地方政府债券除外。完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的信托产品不受上述比例限制。单一主体及其关联方的非标准化资产视为同一资产。信托产品投资基础资产涉及非标准化资产的私募资产管理产品，信托公司应当穿透计算上述比例。单个信托产品投资于同一资产管理产品的投资金额，不得超过该信托产品实收信托的百分之二十五。

符合下列条件之一的信托产品不受前款比例限制：

(一)信托文件约定仅以战略配售、非公开发行、大宗交易、协议转让方式投资上市公司股票，全部投资者均为符合本办法规定的机构投资者且单个投资者委托金额不低于三百万元人民币或者等值外币的封闭式信托产品；

(二)全部投资者均为符合本办法规定的机构投资者且单个投资者委托金额不低于一千万元人民币或者等值外币；

(三)信托文件约定将百分之九十以上的信托产品财产投资于基础资产全部为标准化资产且符合前款比例规定的单只信托产品；

(四)国家金融监督管理总局规定的其他情形。

信托公司管理完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的信托产品，应当选择成分券代表性强且流动性良好、符合分散投资要求、运行平稳、信息透明的指数。

此前，监管部门已在《关于<关于规范信托公司信托业务分类的通知>实施后行业集中反映问题的指导口径(一)》中提出，资产管理信托原则上应当以组合投资方式分散风险，但实践中理财产品通过“定制”信托产品向单一融资方发放信托贷款或进行其他类型的非标债权投资属于较为常规的业务模式。

对于《征求意见稿》上述规定提出的同一资产投资集中度限制要求，若信托产品投资者均为不同理财公司旗下的理财产品，且每一理财产品的投资金额均不低于 1000 万元人民币或等值外币，应该可豁免同一资产投资金额低于 25%的资产集中度限制——尽管《征求意见稿》为信托产品的组合投资要求预留了一定豁免空间，但对于找寻到在项目融资主体、项目资金投放节奏、项目风控要求以及项目周期安排等方面均可契合的产品和机构可能并非易事，本条款对于理财公司通过信托产品开展的非标资产投资业务也可能产生一定影响。

4. 关于信托产品的相互交易

《征求意见稿》第四十九条

信托公司不得将不同信托产品财产相互交易，不得以信托产品财产与固有财产、公益慈善信托财产进行交易。

信托公司管理的资产服务信托财产与信托产品财产进行交易的，应当事前在相关信托文件中明确规定或者经双方委托人(或者受益人)同意，并以公平的市场价格进行交易。

目前理财业务中，理财公司开展的小额消费金融贷款类非标项目中存在“双池信托”的结构设计，该结构中将涉及放款池信托产品向承接池信托产品转让贷款基础资产的安排，其中，部分项目中放款池信托产品与承接池信托产品的受托人均为同一信托公司。鉴于《征求意见稿》明确规定信托公司不得将不同信托产品财产相互交易，此类非标项目的结构设计合规性或需面临重新检视。

5. 关于信托产品净值生成的外部审计

《征求意见稿》第三十二条

信托公司应当至少每年一次对同时符合下列条件的资产管理信托产品的净值生成进行逐产品外部审计：(一)基础资产涉及非标准化债权类资产和未上市企业股权；(二)直接投资者包括自然人。信托公司应当针对外部审计发现的问题及时采取整改措施。

本次《征求意见稿》明确要求信托公司应对基础资产涉及非标准化债权类资产和未上市企业股权的信托产品的净值生成进行逐产品外部审计，不排除信托公司将外部审计所需费用作为信托费用的可能，理财公司将可能需要与信托公司进一步协商信托产品的费用安排。

6. 关于封闭式信托产品能否分期募集

《征求意见稿》第八十二条

本办法中下列用语的含义：.....封闭式信托产品是指有确定唯一终止日，且自成立日至终止日期间，投资者不得进行认购或者赎回的信托产品。封闭式信托产品可以在信托文件中设置多个申购期，但信托公司不得突破投资者人数限制，不得为不同投资者对应不同的基础资产，不得为不同投资者设置不同终止日，不得安排投资者提前退出或者变相提前退出。

实践中，考虑到涉及理财产品数量较多时可能难以以同时募集完毕全部资金，理财产品投资的封闭式信托产品常有分期募集的安排，不同理财产品在信托产品存续期内可均按“1元/信托单位”的价格先后购买不同期次的信托单位，每期信托单位对应不同的基础资产(如向同一融资人先后发放的若干笔信托贷款)和信托单位终止日。本次《征求意见稿》虽然仍允许封闭式信托产品在存续期内设置多个申购期供不同理财产品先后购买同一信托产品，但此前不同理财产品对应不同基础资产、适用不同信托单位终止日及均按“1元/信托单位”的价格参与投资的分期募集安排可能不再可行。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



黎 明
+86 21 3135 8663
raymond.li@llinkslaw.com



陆 奇
+86 21 3135 8695
qi.lu@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2025