

资产管理信托新规对 QDLP 业务的影响

作者：吕红 | 罗黎莉 | 王甜

2025 年 10 月 31 日，国家金融监督管理总局发布《资产管理信托管理办法(征求意见稿)》(以下简称“《资产管理信托新规》”)并公开征求意见，意见反馈截止时间为 2025 年 12 月 1 日。《资产管理信托新规》进一步明确了资产管理信托的资产管理产品属性，强化了信托公司的主动管理职责、穿透核查等要求。作为 2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)的重要配套文件，《资产管理信托新规》标志着资管新规在信托行业的全面落地。

合格境内有限合伙人(QDLP)业务作为境内投资者参与全球资本市场的重要渠道，在实践中形成了高度依赖信托产品作为资金募集载体的业务模式。具体而言，由信托公司发起设立集合资金信托计划，将单只信托计划 90%甚至更高比例的信托资金投资于单只 QDLP 基金(即 Trust of Fund，以下简称“TOF 模式”，实质为联接产品-主基金的主联结构)，而信托产品本身通过商业银行或证券公司等销售机构向投资者(特别是高净值个人)销售。TOF 模式成为 QDLP 业务最重要的募资渠道之一的主要原因在于信托产品投资架构的灵活性较高，且信托产品作为金融机构发行的金融产品可通过商业银行销售。然而，鉴于《资产管理信托新规》对信托产品嵌套层级、穿透核查、分散投资及主动管理等要求进行强化，且明确私募投资基金适用《资产管理信托新规》有关资产管理产品的规定，《资产管理信托新规》将从募资模式、投资结构、风险控制等维度对 QDLP 业务的 TOF 模式产生实质性影响。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

一. 《资产管理信托新规》对资管新规的承接

2018 年资管新规的核心在于破除刚性兑付、禁止资金池、限制多层嵌套与通道业务，并强化主动管理、穿透式监管与非标投资管理。随着资管新规的发布，中国证监会、原中国银保监会相继出台配套制度，以分别规范其监管下的私募资产管理计划、银行理财与保险资产管理产品。

《资产管理信托新规》延续资管新规的上述原则，通过明确私募定位、合格投资者门槛、组合投资限制及穿透等要求，在制度层面实现了资产管理信托业务与银行、证券、基金、期货、保险等行业资管业务在落实 2018 资管新规方面的对齐。

二. 《资产管理信托新规》的适用及过渡期

《资产管理信托新规》适用于在中国境内设立的信托公司开展的资产管理信托业务。其规范对象是基于信托法律关系、通过非公开发行设立的集合资金信托计划，单一信托产品投资者人数不少于 2 个委托人(含 2 个)且不超过 200 个委托人。根据该条，《资产管理信托新规》将不适用于属于资产服务信托的家族信托或其他个人财富管理信托、属于公益慈善信托的慈善信托或其他公益信托。

《资产管理信托新规》为存量业务设置了过渡期，要求信托公司制定整改计划，锁定规模并有序压降。值得注意的是，《资产管理信托新规》正文内容暂未明确统一的过渡期。为清晰展示信托产品与其他资产管理产品在过渡期安排上的差异，现将主要资产管理产品的过渡期安排对比如下：

资产管理产品类型	过渡期截止时间	主要安排
资产管理信托	暂未明确	施行之日起，新开展的业务应当符合规定。对于不符合规定的存量业务，信托公司应当制定整改计划，锁定规模并有序压降。
银行理财	2021 年 12 月 31 日 <i>注：因新冠疫情的原因，过渡期从原 2020 年 12 月 31 日延长至 2021 年 12 月 31 日。</i> <i>就部分银行难以消化的存量资产处置期限的问题，监管机构通过窗口指导的方式表示若相关资产在 2021 年底资管新规过渡期结束后仍未处置完毕，可依据“一行一策”原则采取差异化措施，最晚放宽至 2025 年底。</i>	过渡期内，商业银行新发行的理财产品应当符合规定；对于存量理财产品，商业银行可以发行老产品对接存量理财产品所投资的未到期资产，但应当严格控制在存量产品的整体规模内，并有序压缩递减。

资产管理产品类型	过渡期截止时间	主要安排
私募资产管理计划	2021 年 12 月 31 日 <i>注：因新冠疫情的原因，过渡期从原 2020 年 12 月 31 日延长至 2021 年 12 月 31 日。</i>	过渡期内，证券期货经营机构应当自行制定整改计划，有序压缩不符合规定的资产管理计划规模；对于不符合规定的存量资产管理计划，其持有资产未到期的，证券期货经营机构可以设立老产品对接，或者予以展期。
保险资产管理产品	2021 年 12 月 31 日 <i>注：因新冠疫情的原因，过渡期从原 2020 年 12 月 31 日延长至 2021 年 12 月 31 日。</i>	过渡期内，保险资产管理机构新发行的产品应当符合规定；保险资产管理机构可以发行老产品对接存量产品所投资的未到期资产，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减。

综上，在过渡期安排上，银行理财、私募资管及保险资管则普遍遵循“资管新规”的统一框架，以 2021 年 12 月 31 日作为过渡期截止日，并对少数难以处置的银行理财存量资产，允许通过“一行一策”的个案处理方式适当延后。未来是否会为信托产品设置具体的过渡期及相关细化安排，仍有待观察。

三. 《资产管理信托新规》对 QDLP 业务的影响

1. 信托公司的主动管理职责

《资产管理信托新规》要求信托公司应当按照资管新规履行主动管理职责，不得将管理职责让渡给其他机构或者自然人。在 TOF 模式下，这一原则意味着信托公司必须实质性地承担起尽职调查与持续监控、管理的主体责任，而非仅作为资金通道。

鉴于信托公司的主动管理职责，作为所投底层资产管理产品的管理人，QDLP 管理人的角色应为支持、配合，而不能替代信托公司直接与商业银行、证券公司等信托产品销售渠道单独进行沟通或对接。

2. 投资层级

资管新规允许资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。《资产管理信托新规》同样亦对信托产品做此要求。

在 QDLP 基金的现有实践中，通常采用“信托产品→QDLP 基金→境外基金”或“信托产品→QDLP 基金→境外联接基金→境外主基金”的投资结构。因此，QDLP 基金所投境外基金或通过境外联接基金投资于境外主基金，是否会影响投资层级的计算，是影响业务合规性的关键问题。

2019 年初,中国证监会下发《<资管细则>适用相关问题解答(一)》,其中明确,“考虑 QDII 业务的特殊性,证券公司、基金公司开展私募 QDII 业务,主要适用 QDII 业务相关规则,《资管细则》不对 QDII 业务现行模式产生影响。”“考虑境外投资交易的实际需求,私募 QDII 业务境外投资不受‘一层嵌套’限制。”实践中,QDLP 作为类似的跨境投资机制,也普遍遵循相同的监管逻辑,投资境外基金的部分不纳入嵌套层级计算。然而,在信托产品投资 QDLP 基金这一特定领域,实践中对于是否严格将境外基金纳入层级计算,仍存在不同的看法与操作。《资产管理信托新规》实施后,国家金融监督管理总局是否会就此问题出台统一的解释口径或实施细则,从而改变现有的实践,仍有待进一步观察。

3. 投资集中度控制

《资产管理信托新规》第四十八条是对 TOF 模式的 QDLP 具有重要影响的核心条款之一。该条款延续了资管新规的基本精神,主要体现在两个方面:

- (1) 集中度控制: 金融机构应当控制资产管理产品所投资资产的集中度;
- (2) 穿透监管: 实行穿透式监管,对于多层嵌套资产管理产品,向上识别产品的最终投资者,向下识别产品的底层资产(公募证券投资基金除外)。

《资产管理信托新规》第四十八条规定“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。”

基于上述规定，QDLP 基金的 TOF 模式在实际运作中将受到如下影响：

- (1) 投资比例限制：除存在豁免情形，单个信托产品投资于单个 QDLP 基金的投资金额，不得超过该信托产品实收信托的 25%；
- (2) 穿透计算要求：如 QDLP 基金基础资产涉及非标准化资产，信托公司应穿透计算投资于同一非标准化资产的比例，确保穿透后投资于同一非标准化资产的比例不得超过该信托产品实收信托的 25%；
- (3) 同一资产认定：在判断某些非标准化资产是否属于“同一资产”时，单一主体及其关联方的非标准化资产应合并计算；
- (4) 适用豁免情形：在前述豁免情形中，可适用于 TOF 模式的主要是第(二)项，即全部投资者均为符合《资产管理信托新规》规定的机构投资者¹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。

此外，在适用第四十八条时，仍有其他问题尚待厘清，例如虽然《资产管理信托新规》未明确要求对标准化资产进行穿透合并计算投资比例，但若信托产品通过多个不同的 QDLP 基金，最终均使其资产高度集中于同一只境外公募基金或基础资产均为标准化的同一私募基金，该安排是否会被认定为变相规避投资集中度的监管要求？

4. 非标准化资产的认定和监控要求

根据《资产管理信托新规》第八十二条，非标准化资产包括非标准化债权类资产和未上市企业股权及其受(收)益权。标准化债权类资产、非标准化债权类资产按照资管新规和《标准化债权类资产认定规则》认定。根据资管新规，标准化债权类资产应当同时符合以下条件：

- (1) 等分化，可交易。
- (2) 信息披露充分。

¹ 根据《资产管理信托新规》第八条，机构投资者包括：

1. 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；
2. 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；
3. 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；
4. 资产服务信托、公益慈善信托。

其中第 3 项的资管产品，受限于至多两层的层级要求而无法被纳入豁免情形下的“机构投资者”范围。

- (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。

境外市场通常并未建立与中国监管体系完全对应的“标准化”与“非标准化”资产的严格区分定义与认定规则。此类监管分类差异在实践中可能导致以下问题:

- (1) 认定标准不匹配: QDLP 基金投资的境外基金, 其底层资产可能依据国际惯例被归为“流通证券”或“另类资产”等, 但这些分类与国内基于五项条件的“标/非标”难以直接对应。
- (2) 合规判断复杂化: 信托公司在履行穿透审查义务时, 需将境外基金的复杂底层资产, 套用国内的“标/非标”框架进行判断, 这一过程可能存在认知与执行难度, 进而可能影响投资集中度等监管指标计算的准确性。
- (3) 操作实践存不确定性: 信托公司对于某些具备部分标准化特征、但又未能完全满足国内五项条件的境外资产应如何认定, 其内部判断在监管实践中能否得到认可, 存在一定不确定性。

如最终将相关资产认定为非标准化资产, 信托公司须依据监管要求向投资者进行充分披露, 并且跟踪投资于非标准化债权类资产的资金流向, 采取必要的手段核查验证, 在相关合同中约定信托资金使用方的配合义务。

5. 风险敞口上限

《资产管理信托新规》第五十九条要求识别信托产品风险暴露较为集中的资产、行业、区域、业务等领域, 有针对性地建立集中度风险控制指标, 制定风险防控预案, 加强对投资者的风险揭示和信息披露, 并对投资于同一资产、非标准化债权类资产的部分提出量化控制指标:

- (1) 信托公司管理的全部信托产品投资于同一资产的资金合计不得超过三百亿元。
- (2) 信托公司管理的含自然人投资者的全部信托产品投资于非标准化债权类资产的资金, 不得超过信托公司管理的全部信托净资产的百分之五十。

基于上述规定, QDLP 业务在集中度风险管理方面将受到如下具体影响:

- (1) 对单一 QDLP 基金的投资上限: 信托公司管理的全部信托产品投资于同一 QDLP 基金的资金合计不得超过三百亿元;

- (2) 穿透后同一资产合并管控：信托公司管理的全部信托产品通过 QDLP 基金投资于同一资产的资金合计不得超过三百亿元；
- (3) 整体非标准化资产比例控制：信托公司管理的含自然人投资者的全部信托产品投资于非标准化债权类资产的资金，不得超过信托公司管理的全部信托净资产的 50%。该“非标准化债权类资产”是信托公司整体对非标准化债权类资产的风险暴露控制，不因资产来源而区别对待。

6. 投资者要求

《资产管理信托新规》从投资者集中度、投资金额等维度对信托产品投资者提出了信要求，包括：

(1) 投资者集中度限制

- 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。

需要特别注意的是，如信托产品拟适用《资产管理信托新规》第四十八条所规定的豁免情形之一，即“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”，须同步满足前述投资者集中度限制。

(2) 投资金额

- 固定收益类信托产品：单个投资者投资金额不得低于三十万元人民币或者等值外币；
- 混合类信托产品：单个投资者投资金额不得低于四十万元人民币或者等值外币；
- 权益类信托产品、商品及金融衍生品类信托产品：单个投资者投资金额不得低于一百万元人民币或者等值外币；
- 基础资产涉及非标准化资产的信托产品：单个投资者投资金额不得低于一百万元人民币或者等值外币。此项要求与中国证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》保持一致，在资管新规的基础上，补充了基础资产涉及非标准化资产的，投资金额不得低于一百万元人民币或者等值外币的要求。

7. 投资合作机构

根据《资产管理信托新规》第五十四条规定，信托公司管理信托产品的投资合作机构包括但不限于信托产品所投资资产管理产品的发行机构、与信托产品投资管理相关的投资顾问等。对于私募基金管理人而言，应当符合以下条件：

- (1) 在中国证券投资基金业协会登记满一年;
- (2) 无重大违法违规记录;
- (3) 如为私募证券投资基金管理人,还应当具备三年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩,且无不良从业记录的投资管理人员应当不少于三人(以下简称“3+3 要求”)。

关于 3+3 要求适用的“私募证券投资基金管理人”而言,有两种可能的含义,即该要求是仅适用于在基金业协会登记为“私募证券投资基金管理人”的机构,还是扩展至所有实际管理私募证券投资基金的基金管理人。目前,市场上大部分的 QDLP 管理人登记为“其他类”私募投资基金管理人,如采纳第一种观点,3+3 要求对其他类私募投资基金管理人并无实质影响;如采纳第二种观点,考虑到多数其他类 QDLP 管理人的团队规模相对精简,为满足该要求可能面临人员配置上的挑战,并因此承担更高的合作成本。

在理财产品、私募资产管理计划的体系下,也存在类似的对投资合作机构的资质要求:

投资合作机构类型	银行理财产品	私募资产管理计划
资产管理产品的发行机构	机构要求: - 基金业协会会员 - 基金业协会登记≥ 1 年 - 无重大违法违规记录	无要求
投资顾问	机构要求: - 私募证券投资基金管理人 - 基金业协会会员 - 基金业协会登记≥ 1 年 - 无重大违法违规记录 人员要求: ≥ 3 名合格投资管理人员 - 每人具备≥ 3 年连续投资管理业绩 - 无不良从业记录	

综上,关于《资产管理信托新规》第五十四条中“私募证券投资基金管理人”的界定及其具体适用场景,有待监管机构予以进一步明确。此外,结合 2025 年 10 月 1 日生效的《商业银行代理销售业务管理办法》,如投资 QDLP 基金的信托产品拟上架商业银行销售,还需要满足的产品准入标准包括:

- QDLP 管理人管理的私募股权投资基金规模合计不低于五亿元，或管理的私募证券投资基金规模合计不低于三亿元；
- QDLP 管理人在基金业协会登记不少于三年；
- QDLP 管理人近三年内未受到行政处罚和基金业协会纪律处分。

8. 其他影响

《资产管理信托新规》对业绩报酬、信托文件、宣传销售材料、信息披露、净值生成外部审计以及底层资产管理人尽职调查等方面提出了明确要求，这些要求将对信托公司与 QDLP 管理人的合作产生直接影响。具体而言，信托公司为满足监管规定，可能强化对 QDLP 基金及管理人的尽职调查标准，提出更多信息交互要求。在此背景下，双方在具体合作中为明确权利义务而订立的补充协议(如 Side Letter)，可能亦需相应调整。

四. 后续展望

鉴于 QDLP 业务目前高度依赖 TOF 模式进行募资，如果《资产管理信托新规》全面适用于投资于 QDLP 基金的信托产品，这一传统业务模式将面临打击。具体而言，若要求将境外基金纳入“一层嵌套限制”的层级计算，那么在境外基金为私募基金时，投资层级限制要求可能直接否定“信托产品→QDLP 基金→境外基金”这一主流架构；而 25% 的投资集中度限制将使得单一信托产品需同时配置至少五只 QDLP 基金，这不仅与 QDLP 管理人普遍产品数量有限、各只产品策略差异大的现状相冲突，也增加了配置难度与跨机构协调成本。此外，对投资合作机构的要求，也可能使多数架构精简的 QDLP 管理人失去与信托公司的投资合作资格。该等影响预计将对现有“信托-QDLP”业务模式带来挑战，并对 QDLP 业务的长期发展空间构成一定压力。

考虑到 QDLP 业务具有鲜明的跨境投资与对外开放属性，且长期以上海、北京、深圳等地方试点机制稳步推进，市场期待能考虑 QDLP 业务特殊性，对信托产品投资 QDLP 基金时的投资层级认定、集中度限制等关键事项给予适度豁免或例外安排，以维护市场稳定及国际机构参与中国金融市场开放的信心。

若《资产管理信托新规》仍需全面适用“信托-QDLP”业务模式，为应对上述挑战，QDLP 业务需探索多元化的替代募资路径，以适应新的监管环境。就此，我们对未来业务模式的展望主要包括：

1. 拓展私募银行理财产品、私募资产管理计划的投资机会，但需注意：

- 就私募银行理财产品而言，通常无法设计为专门投资于单只 QDLP 基金。实务中，银行及理财公司有严格的白名单机制，需要纳入白名单才有可能作为私募银行理财产品的投资对象；

- 就私募资产管理计划而言，证监体系下的集合私募资产管理计划可通过商业银行、证券公司进行销售，从而有机会为 QDLP 基金引入高净值自然人的资金，但由于私募资产管理计划需遵守《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》下 25%投资集中度的限制，亦难以设计为专门投资单只 QDLP 基金。而单一私募资产管理计划虽然不受 25%集中度限制、投资结构灵活，但仅能面向一名投资者。

此外，若 QDLP 基金底层资产涉及非标资产(如场外衍生品)，则仅证券公司及其子公司、基金公司子公司的私募资产管理计划可参与投资；基金公司、期货公司及其子公司的私募资产管理计划不可投资(最近两期分类评价为 A 类 AA 级的期货公司及其子公司以及中国证监会另有规定的除外)。

2. 开展面向机构投资者的直销业务；
3. 委托基金销售机构代销 QDLP 基金，包括证券公司、独立销售机构(注意，独立销售机构不得代销备案为私募股权基金的 QDLP 基金)；
4. 合理运用 25%集中度限制的豁免：若信托产品能满足“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”的条件，可豁免 25%投资集中度限制，但这需同步遵守投资者集中度要求。该等机构投资者可包括家庭信托、慈善信托、基金会、符合要求的境内法人或其他组织等。

《资产管理信托新规》目前仍处于征求意见阶段，其中一些关键规定的执行细节与监管口径均有待《资产管理信托新规》正式出台后，在监管实践中进一步明确与统一。本文旨在梳理潜在影响与监管要点，以供业界共同探讨。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



吕 红
+86 21 3135 8776
sandra.lu@linkslaw.com



罗黎莉
+86 21 3135 8732
lily.luo@linkslaw.com



王 甜
+86 21 3135 8752
elaine.wang@linkslaw.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@linkslaw.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.linkslaw.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