

资产管理信托新规对私募证券投资基金管理人的影响

作者：吕红 | 罗黎莉 | 陶燕

2025 年 10 月 31 日，国家金融监督管理总局发布了《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》”或者“新规”),全面强化了信托业务的监管要求,具有深远意义。本文将从《资产管理信托新规》对私募证券投资基金管理人的影响角度进行分析。关于《资产管理信托新规》对 QDLP 业务的影响,我们将另文探讨。

一. 新规适用范围

1. 私募基金管理人适用新规的情形

《资产管理信托新规》对资产管理信托投资资产管理产品作出了明确规定。新规界定的资产管理产品,是指《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》”)中所称的资产管理产品, **私募投资基金适用该办法关于资产管理产品的相关规定**。因此,资产管理信托投资于私募证券投资基金,应当遵循新规要求;同时,《资产管理信托新规》对资产管理信托聘请私募证券投资基金管理人担任投资顾问开展相关业务的,亦做了相应规定。

2. 《资产管理信托新规》的规范对象为集合资金信托计划

依据《资产管理信托新规》,信托公司为开展资产管理信托业务而设立并发行的集合资金信托计划,属于资产管理信托范畴。资产管理信托应当具备两个及以上(含两个)委托人。因此,单一资金信托不适用《资产管理信托新规》。目前,根据《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》,此类业务被归入“资产服务信托”类别,适用相应的监管要求。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

二. 新规对于私募证券基金管理人的影响

私募基金管理人以往与信托机构在业务层面存在较多合作，本文将结合不同业务场景，分析《资产管理信托新规》对私募证券基金管理人可能带来的影响。

(一) 对于 TOF(Trust of Fund)架构的影响

根据中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)发布的《中国证券投资基金业年报 2024》，截至 2023 年末，在基金业协会备案的正在运作的顾问管理类产品共有 4011 只，规模合计 5041.65 亿元。其中，产品类型实际为信托计划的顾问管理类产品只数为 3236 只，规模为 3937.40 亿元，在顾问管理类产品中的占比最高。此外，根据市场观察，当前较多顾问管理型信托计划在实际运作中，通常投资于担任其投资顾问的私募基金管理人发行的私募基金，此类产品架构通常被称为 TOF+ IA(私募证券基金管理人兼任投资顾问)结构产品。由此可见，此类架构产品体量较大，有必要关注《资产管理信托新规》对此类业务可能带来的影响。

1. 私募证券基金管理人的资质要求

根据《资产管理信托新规》，担任投资合作机构的私募基金管理人须符合相应资质要求。投资合作机构包括信托产品所投资的私募基金的管理人及信托产品的投资顾问。其资质要求为：在基金业协会登记满一年且无重大违法违规记录；私募证券基金管理人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。

从上述规定的文字表述来看，似乎要求私募证券基金管理人本身具备三年以上投资管理业绩。但结合《资管新规》体系下其他资产管理产品法规对“投资管理业绩”的界定，通常是指投资管理人员应具有三年以上投资管理业绩经验。因此，上述条款的表述可能存在一定歧义，有待正式稿发布后予以明确。

此外，根据《商业银行代理销售业务管理办法》(已于 2025 年 10 月 1 日施行)，商业银行在审查代销资产管理产品的准入条件时，如该产品投资于私募基金或聘请私募基金管理人担任投资顾问，相关私募基金管理人亦应符合一定资质要求。包括：私募基金管理人管理的私募证券投资基金规模合计不低于三亿元，在基金业协会登记不少于三年，近三年内未受到行政处罚和基金业协会纪律处分。

因此，若 TOF 产品由商业银行代销，相关私募证券基金管理人应当同时符合上述两类监管要求。

2. 信托公司落实主动管理职责的具体要求

《资产管理信托新规》第四条强调信托公司的主动管理职责，禁止通道业务。《资产管理信托新规》第五十四条也进一步要求，信托公司应当对信托产品投资顾问的投资建议进行审查，亲自决策并下达交易指令，不得由信托产品投资顾问代为投资运作或者直接执行投资指令。

信托公司除需审查投资顾问的投资建议外，还应从以下方面强化主动管理职能，这对 TOF 架构下的现行操作模式将产生一定影响。

(1) 资产管理信托的投资集中度要求

《资产管理信托新规》为贯彻落实《资管新规》的总体要求，在第四十八条以及第五十九条等相关条款对信托资金的投资集中度提出了相应要求。这类投资集中度的限制不仅有助于防范单一资产风险的过度暴露，也促使信托公司改变以往“通道化”模式下集中投资的被动配置模式，转向更加注重资产配置与风险分散的主动管理方向。

《资产管理信托新规》第四十八条要求：(1)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 25%。(2)单一主体及其关联方的非标准化资产视为同一资产。(3)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。(4)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 25%。

《资产管理信托新规》第五十九条进一步要求，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 300 亿元。

除上述要求外，《资产管理信托新规》还对投资集中度提出了其他规定。本文从私募证券投资基金管理人的角度，重点分析上述“25%组合投资限制”和“300 亿元风险敞口上限”这两项要求。

(a) 25%组合投资限制

1) 信托投资的同一私募证券投资基金管理人发行的不同私募证券投资基金，是否属于同一资产

根据《资产管理信托新规》第八十二条规定，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。根据此处定义，非标准化资产未包含私募基金。同时，第四十八条规定单个信托产品投资于同一资产管理产品的金额不得超过其实收信托金额的 25%。据此可理解，“同一资产”应以

单只基金为判定单位。同一私募证券投资基金管理人旗下发行的不同私募证券投资基金不属于同一资产。

因此, 为满足第四十八条关于投资分散的要求, 信托公司新设的单一信托产品应至少投资于四只基金产品(其实考虑市值波动等因素, 谨慎起见至少五只为宜), 且可全部由同一私募证券投资基金管理人发行。

2) 关于穿透核查的理解

根据第四十八条规定, 信托产品投资基础资产涉及非标准化资产的私募基金时, 信托公司应当穿透计算上述比例。关于此处穿透, 提请注意以下几个场景:

i. 如果私募证券投资基金不涉及非标准化资产投资, 是否需要穿透核查

第四十八条中“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”的规定, 旨在要求: 当信托产品所投资的私募证券投资基金涉及非标准化资产时, 信托公司应当穿透至基础资产层面, 计算对同一资产的投资比例(不得超过 25%)。似可反向推断得出结论: 若所投资的私募证券投资基金仅投资于标准化资产, 则无需进行穿透计算。

截至目前, 证监体系下的私募资管产品、私募证券投资基金, 以及保险资管、银行理财产品均已通过相关法规落实了分散投资要求。因此, 信托计划在对外投资私募资管产品时, 通常情况下, 分散度要求在被投资的资管产品层面已得以实现。

此外, 《资产管理信托新规》第四十八条第一款最后一句亦明确规定, “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资金的 25%”, 在信托投资资管产品这第一层面亦已规定分散要求。

基于此, 对于信托产品投资的私募资产管理产品(包括私募证券投资基金)仅涉及标准化资产的情况, 考虑到此类产品信息披露有限(如私募证券投资基金季度报告通常不披露具体持仓), 穿透计算在操作上难度较高、效果有限。同时, 标准化资产具备较高流动性与透明度, 已有充分的分散约束, 因此再行穿透至标准化基础资产层面控制 25%的必要性和可行性均较低。

ii. 如果私募证券投资基金涉及场外衍生品投资, 是否需要穿透核查

私募证券投资基金在运作过程中可能会涉及场外衍生品投资。根据《资产管理信托新规》第八十二条对于“非标准化资产”的定义, 非标准化资产包括非标准化债权类资产以及未上市企业股权及其受(收)益权, 并未明确将场外衍生品纳入其中。若仅从条文理解, 场外衍生品不属于《资产管理信托新规》所界定的非标准化资产, 因而不适用新规关于穿透核查的要求。

这一规定体现了信托监管重点可能主要集中于非标债权及具有融资性质的非标投资活动。考虑到《资产管理信托新规》中对非标资产设定了较为严格的穿透核查、资金流向跟踪及验证要求, 若将场外衍生品纳入非标准化资产范围, 可能会给 TOF 类产品带来较大合规负担, 尤其是对于底层基金主要投资标准化资产、仅小比例配置场外衍生品的情形。

针对上述问题, 建议持续关注正式规则及监管部门后续口径, 以明确场外衍生品在非标资产认定及穿透核查中的具体适用标准。

(b) 300 亿元风险敞口上限

《资产管理信托新规》第五十九条规定, 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 300 亿元。对于此, 需要关注:

- 1) 当信托计划投资于私募证券投资基金管理人发行的单只私募基金时, 应对所有相关信托产品进行合并核算, 确保投资于单只私募基金的资金总额不超过 300 亿元。
- 2) 相较第四十八条 25%集中度的明确穿透要求, 第五十九条未明确“同一资产”是否需穿透核查。就穿透范围而言, 第四十八条仅针对非标准化资产要求穿透核查, 不涉及标准化资产。第五十九条是否和第四十八条的穿透原则一致, 主要适用于非标准化资产的投资集中度管理, 有待正式稿或后续监管口径进一步明确。

(2) 信托公司需要对私募基金管理人及产品进行尽调

根据《资产管理信托新规》第十九条以及第五十四条规定, 信托公司应当对资产管理产品风险收益特征及其管理人(包括管理团队基本情况、从业记录和历史业绩等)开展尽职调查。基于此, 私募证券投资基金管理人可能要配合进行尽调工作。

(3) 信托产品宣传推介材料的制作

信托公司应当加强对宣传销售材料的全流程管理。代理销售机构应当使用信托公司制作的宣传销售材料，不得擅自修改或者增减。这与《商业银行代理销售业务管理办法》的相关要求相衔接。当前 TOF 业务模式下，部分推介材料由私募基金管理人主导并直接提供给商业银行。为确保信托公司切实履行管理职责，今后宣传推介材料应由信托公司统一制作并提供银行使用，避免私募基金管理人直接与商业银行对接。

(4) 信息披露义务的履行

根据《资产管理信托新规》要求，信托公司须切实履行信息披露义务，此要求亦与《商业银行代理销售业务管理办法》的相关规定相一致。

3. 对计提业绩报酬的影响

《资产管理信托新规》规定信托产品的业绩报酬应当从退出资金或者清算资金中提取。那么，当前信托产品常见的在固定计提日提取业绩报酬的操作将不再可行。此外，业绩报酬的提取比例不得超过信托文件规定的计提基准以上投资收益的 60%。

目前 TOF 结构下的业绩报酬主要在信托层收取，无论私募证券投资基金管理人作为投资顾问直接从信托财产中提取浮动投资顾问费，还是由信托公司代收后再支付，新规均将直接影响私募证券投资基金管理人可收取的浮动投资顾问费。

(二) 对私募证券投资基金管理人仅担任投资顾问模式的影响

目前，市场上部分私募证券投资基金管理人仅以投资顾问身份参与业务。对于此类模式，应重点关注以下事项

1. 关于资质要求

根据《资产管理信托新规》第五十四条规定，担任投资合作机构的私募基金管理人须符合相应资质要求。投资合作机构包括信托产品所投资的私募基金的管理人及信托产品的投资顾问。其资质要求为：在基金业协会登记满一年且无重大违法违规记录；私募证券投资基金管理人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。该项要求不仅适用于担任投资顾问的私募基金管理人，同时亦适用于信托产品所投资的私募基金的管理人。对比理财产品及私募资产管理计划体系中对投资合作机构的资质要求，则在投资顾问与被投产品发行机构的资质条件方面作了区分，前者需满足“3+3”的投资管理人员要求，对后者则要求相对宽松。

2. 信托公司落实主动管理要求

根据《资产管理信托新规》关于主动管理的规定，信托公司应对投资顾问的投资建议进行独立审查，自主作出投资决策并下达交易指令，不得由投资顾问代为执行或直接操作。目前实践中，多数交易指令虽由信托公司发出，但其审查与决策流程的实质化有待进一步完善。

(三) 私募证券投资基金管理人与信托机构在债券投资合作中的影响

根据现行政策规定，私募证券投资基金管理人在银行间债券市场开立账户面临一定限制。受此影响，在实践中，部分管理人选择通过信托计划的方式参与银行间债券市场投资。在《资产管理信托新规》实施背景下，此类业务模式可能将受到一定影响。

首先，新规强化了信托业务的主动管理要求，原则上投资者不得直接向信托公司下达具体投资指令，由信托公司按投资者指定的标的进行买卖操作的做法将不再符合规定。其次，债券投资需符合新规中关于单一投资品种比例不超过 25% 的要求。这些变化都可能对私募基金管理人通过信托计划开展银行间债券投资的操作模式产生较大影响。

(四) 结构化信托全面规范后的影响

过去，证监体系对结构化产品实行严格监管，强调利益共享、风险共担及风险收益匹配。然而，信托产品此前缺乏明确约束，部分机构曾借助信托结构变相实现加杠杆操作，通过发行结构化信托产品，由私募基金管理人或其关联方认购劣后级份额，在产品亏损时优先承担损失。

自 2024 年 8 月 1 日《私募证券投资基金运作指引》实施以来，市场中此类模式已受到限制。《私募证券投资基金运作指引》规定，私募基金管理人不得通过场外衍生品、资产管理计划等方式规避监管要求；若开展证券投资顾问业务，应同样遵守相关规定，避免以顾问身份变相规避监管。基金业协会在培训中也明确指出，不得利用信托计划等工具进行风险缓释、设置安全垫或实现保本保收益。私募证券产品备案时，如投资者为信托产品，基金业协会亦会重点关注私募基金管理人在信托产品中的具体角色。

此次从信托层面进一步明确了监管要求，对结构化信托的分级比例、禁止直接或间接对优先级投资者承诺保本保收益等方面作出了具体规定，从源头上压缩了此类业务的操作空间。

(五) 关注合格投资者的范围划分

1. 明确资产服务信托与慈善信托为“当然合格投资者”

2023 年发布的《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》明确了资产管理信托、资产服务信托及公益慈善信托的业务边界，其中家族信托被归入资产服务信托类别。

《资产管理信托新规》第八条规定，资产服务信托与慈善信托为信托产品的“当然合格投资者”。此项规定具有重要意义，反映了最新的监管导向，值得关注。

在证监体系下，资产服务信托和慈善信托并不当然属于合格投资者范围，原则上仍需进行穿透核查。然而，这类信托本身具有特殊性，例如家族信托设立时通常具备较高的资产规模要求，且在实践中对于穿透核查的对象(仅限委托人还是包括受益人)存在不同理解，存在实操难度。

2. 机构投资者特定情形下可以豁免适用 25%分散投资要求

根据《资产管理信托新规》第八条及第四十八条规定，如果信托计划均为机构投资者，且单个机构投资者的投资金额不低于 1000 万元，则信托计划可以豁免适用上述 25%的分散投资要求。机构投资者包括：最近一年末净资产不低于 1000 万的机构；社会公益基金；资产管理产品；资产服务信托、公益慈善信托。

因此，若信托计划由若干符合上述条件的机构投资者共同参与，可依法豁免适用 25%的分散投资要求。

三. 整改要求

根据《资产管理信托新规》第八十五条规定，自新规施行之日起，信托公司新设立的业务应全面符合相关规定。对于不符合新规要求的存量业务，信托公司应当制定整改方案，锁定业务规模，并有序推进压降。有关整改措施的具体落实方式及业务规模锁定和压降的具体要求，有待正式稿进一步明确。

此前私募资产管理计划及银行理财产品的整改截止期限是 2021 年 12 月 31 日，整改期限届满，不符合新规要求的存量业务原则上应实现“清零”。为实现“清零”目标，不符合新规标准的存量产品需调整投资范围、提前终止或清算。

因此，在《资产管理信托新规》发布时，需重点关注监管部门是否会对信托公司提出类似的整改期限和“清零”要求。

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



陶 燕
+86 21 3135 8755
yan.tao@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