



中诚信托研究周报

战略研究部

2019 年第 44 期

总第 68 期

2019/12/4

热点研究

对股权作为家族信托初始财产的基本要求

股权/股票资产是我国高净值人士的重要资产构成，以股权作为初始财产设立家族信托也成为高净值人士的迫切诉求。根据《招行贝恩 2019 年中国私人财富报告》，我国高净值人群中，拥有较多股权、股票财富的高净值人群占比达到了 85%，家族企业在家族资产中的占比也很高，亿元超高净值家庭中，企业主占比也达到了八成。根据《信托法》第七条、第九条、第十一条、第十二条、第十四条、第十五条等的相关规定，《信托法》对股权作为家族信托初始财产的基本要求包括合法性、确定性、可交易性等方面。

一、对股权作为家族信托初始财产的合法性要求

根据《信托法》第七条的要求，作为初始信托财产的股权应具备合法性，即委托人取得、持有、处分、运营该股权合法且享有正当权益。其中，取得合法是合法性判断的重点。在实践中，作为初始信托财产的股权一般应由委托人出具个人合法资产声明或保证函，必要时，可由律师对该股权的合法性出具法律意见书。

一是股权作为家族信托初始财产应符合取得合法要求。取得合法可以从委托人取得该股权是否过程合法、是否支付了正当合理对价等标准来判定。业务实践中，受托人可参照《首次公开发行股票并上市管理办法(2018 修正)》和《保荐人尽职调查工作准则》中对股权清晰和股权合法性的要求作为判断标准，执行必要的尽调工作。

一方面，对于初始投资取得股权方式，受托人应核查委托人作为股东对标的公司出资情况的合法、合规性。例如：受托人可取得公司设立时的营业执照、财务报告等相关资料，核查设立时是否符合法律、法规和其他有关规定；受托人可核查信托委托人是否合法拥有出资资产的产权，资产权属是否存在纠纷或潜在纠纷，以及有关委托人投入资产的计量属性；受托人应调查委托人作为标的公司股东的出资是否及时到位、出资方式是否合法，是否存在出资不实、虚假出资、抽逃资金等情况；对于非货币出资的，受托人应核查委托人出资的非货币资产的产权过户情况，其中以实物、知识产权、土地使用权等非现金资产出资的，还应查阅资产评估报告，分析资产评估结果的合理性，对以高新技术成果出资入股的，应查阅相关管理部门出具的高新技术成果认定书；涉及股份公司的，受托人还应核实标的公司改制的合法、合规情况。

另一方面，对于受让取得股权方式，受托人应核查标的公司的股权变动和重大资产重组情况，核实委托人受让取得股权的合法、合规性。例如：受托人应核

查股权受让是否经过标的公司内部和外部有权机构的批准，是否具备完整的三会决议、政府批准文件、评估报告、审计报告、打款凭证、验资报告、股权转让协议、工商变更登记文件等需要的证明文件。

二是股权作为家族信托初始财产应符合持有、处分、运营和收益各环节合法要求。持有合法是看委托人是否已事实或法律上有效占有该股权，非法持有的股权不能作为信托财产。处分合法是看委托人是否有权处分该股权，无权处分的股权不能作为信托财产。运营合法，是要看委托人持有股权的标的公司是否取得了运营的行政许可（如有）。收益合法是委托人是否有权自行取得该股权资产的收益，例如已将收益权分离且该收益权作为单独的资产已设立第三方权利的股权不能作为信托财产。

二、对股权作为家族信托初始财产的确定性要求

根据《信托法》第七条和第九条的要求，作为初始信托财产的股权应具备确定性。一是股权状态确定，应当是现存的股权，且该股权的范围、种类和状况应当是明确的，将来取得和期待取得的股权不能作为信托财产。二是股权价值确定，要求该股权资产应拥有明确的、可以用货币衡量的价值，且由于家族信托的特殊性，该股权的价值应当满足监管的要求。一方面对于情况较为复杂的股权资产，或公司治理不够严谨和规范等原因，可能会出现无法提供资产评估所需要的必要资料，因而出现“评估受限”导致难以出具估值的情形，则不能作为信托财产。另一方面，对该股权资产应选择合理、公允的估值方式，同时按照《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》中家族信托的定义，评估的股权价值应满足不低于 1000 万的要求。

三、对股权作为家族信托初始财产的可交易性要求

根据《信托法》第十四条的要求，作为初始信托财产的股权应具备可交易性，该股权应当是可以合法转让的财产。如果作为初始信托财产的股权不能合法转让或流通，就无法用来进行交易和实现信托财产的保值增值，并影响到受益人的合法利益。信托财产的可合法转让，也同时要求该股权在信托成立是必须为客观存在、由委托人合法所有、可独立支配的可转让的财产。具体来看：

一是私人股权已符合《信托法》第十四条第三款、第四款的要求，在其他条件满足的情况下，不属于《信托法》第十四条释义所规范的法律、行政法规禁止流通或限制流通的财产。《信托法》规定的禁止流通、限制流通，是从维护国家利益、社会公共利益及公民合法权益出发，而对这些特定物的流通应作禁止性要求或适当限制。

二是股权如果存在权利负担或者完整性瑕疵，往往会导致出现权属不清晰之情形，影响股权的可交易性，因此作为初始信托财产的股权在设立之时应权属清晰、边界明确，不存在与他人存在权属争议或潜在权属争议的因素。如股权已质押之情形，尽管按照《担保法》第七十八条的要求，经出质人与质权人协商同意的可以转让，但同时也要求出质人转让股票所得的价款应当向质权人提前清偿所

担保的债权或者向与质权人约定的第三人提存，则出质人取得质权人同意转让之已质押股权仍然存在权属不清晰、价值较难判定的问题。因此，在当前实践中，已质押股权不能作为信托财产，如希望作为信托财产，实践中应首先清偿债务解除质押。又如已婚人士婚前取得股权之情形，如果取得股权一方拟以自己一人的名义设立信托，则需判定该股权资产是否属于个人财产，如属于夫妻双方共同财产，则必须配偶知情并出具书面同意函。如夫妻双方无明确的婚内财产约定，或股权所属标的公司的历史沿革较为复杂，该类财产是否明确属于个人财产实践中往往较难直接判断。根据相关司法解释和司法实践，对各种形式的个人财产的婚后收益，法院会根据实际情况从是基于原个人财产的自然增值还是基于夫妻共同经营行为所产生来判断，前者原则为个人所有，后者原则为共同所有，但若收益是基于个人财产与共同财产混同后进行投资行为所产生，无证据证明具体比例的，推定为共同财产投资收益，归夫妻共同所有。目前家族信托业务实践中，以该类股权设立家族信托均要求配偶出具书面同意函。再如被司法机关查封、扣押、冻结的股权，不具有可转让性，也不能作为信托的初始财产。

信托财产的可交易性在设立环节也有显著的体现。信托作为一种财产转移和财产管理制度，拥有财产转移等基本功能。对于以股权作为初始财产的家族信托，信托的设立完成必然要求完成股权的转移，股权的名义所有权从委托人转移到受托人，实践中该转移行为通过股权转让的方式实现。

执笔人：崔继培

宏观形势

国务院金融委会议部署近期金融改革开放重点工作

国务院金融委召开第十次会议，研究防范化解重大金融风险攻坚战进展和下一步思路举措等问题，部署近期金融改革开放重点工作。会议指出，防范化解重大金融风险攻坚战取得阶段性成果。下一步要加大逆周期调节力度，多渠道增强商业银行特别是中小银行资本实力，完善防范、化解和处置风险的长效机制。进一步深化资本市场和中小银行改革，引导私募基金行业规范健康发展。

中国 10 月规模以上工业企业实现利润总额同比下降 9.9%

中国 10 月规模以上工业企业实现利润总额 4275.6 亿元，同比下降 9.9%，9 月为降 5.3%。1 到 10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 50151.0 亿元，同比下降 2.9%。国家统计局表示，10 月工企利润同比降幅比 9 月有所扩大，主要受工业品出厂价格降幅扩大、生产销售增长放缓等因素影响；1-10 月，高技术制造业、战略性新兴产业和装备制造业利润增长加快，私营企业和小型企业利润保持稳定增长，外商及港澳台商投资企业利润降幅继续收窄；资产负债率下降，产成品存货周转有所加快。

中国 11 月官方制造业 PMI 返回枯荣分界线上

中国 11 月官方制造业 PMI 为 50.2，近 7 个月来首度返回枯荣分界线上方；中国 11 月非制造业 PMI 为 54.4，创近 8 个月新高。统计局：11 月制造业 PMI 的主要特点是供需两端均有改善，进出口有所好转，新出口订单指数回升，与圣诞节海外订单增加有关；大中小型企业景气普遍回升。

同业动态

三季度政信信托环比增加 60%，连续三季度新增规模上升

11 月 26 日，中国信托业协会数据显示，截至 2019 年 3 季度末，全国 68 家信托公司受托资产余额为 21.99 万亿元，较 2 季度末下降 5376.90 亿元，环比下降 2.39%，同比下滑 4.94%。构成信托资产整体规模下降的主要原因在于事务管理类信托余额的下降。信托业协会披露，截至 2019 年 3 季度末，事务管理类信托余额为 11.60 万亿元，规模延续 2018 年以来的持续下降态势，较 2 季度末减少 0.82 万亿元，环比减少 6.58%，占比降至 52.75%。

在信托业受托资产余额降幅的背景下，政信类信托业务大幅上升。根据信托业协会披露，截至 2019 年 3 季度末，投向基础产业的信托资金余额为 2.86 万亿元，在资金信托中占比 15.45%，同比增长 5.55%。3 季度新增规模为 1396.02 亿元，同比增加 60.34%。

央行披露金融机构资管业务转型效果

11 月 25 日，中国人民银行网站刊登《中国金融稳定报告（2019）》（以下简称《报告》），对金融机构资产管理业务新规的实施效果进行了评估。记者注意到，截至 2019 年 3 月末，金融机构存续资管产品共 13 万只，募集资金余额 79.3 万亿元。资管新规发布以来，各行业资管业务有序转型：证券期货经营机构私募资管产品持续下降；公募基金持续增长，不合规产品逐步整改；银行理财产品稳中有降，结构持续优化；信托公司资管产品下降，净值化水平提升；保险资管产品基本稳定，非标投资规模下降。

平安消费金融获批落地上海

近日，银保监会公告，同意中国平安保险（集团）股份有限公司在上海市筹建平安消费金融有限公司。此外，平安集团还布局有资产管理业务、信托业务、证券业务等。资料显示，2019 年前三季度，平安集团的资产管理业务实现净利润 90.23 亿元，同比下降 18.9%；信托业务方面，截至 2019 年 9 月末，平安信托受托资产管理规模达 4697.47 亿元；前三季度信托业务净利润 24.27 亿元。

首单央企房地产信托基金亮相

11 月 27 日，招商局置地有限公司（香港联交所主板上市公司，股票代码：00978.HK）发布消息称：招商局商业房地产投资信托基金（即“招商房托”）香港 IPO 将于明日开始接受认购。此次 IPO 拟集资 4 亿美元（约 31.2 亿港元），预计收益率在 6% 左右。发行上市后，招商房托将成为香港市场上近 6 年来首次

公开发行的 REITs，也是首单央企房地产信托基金。

地产信息

十一月房地产市场：楼市整体成交同环比均升；土地整体供应量环比增加

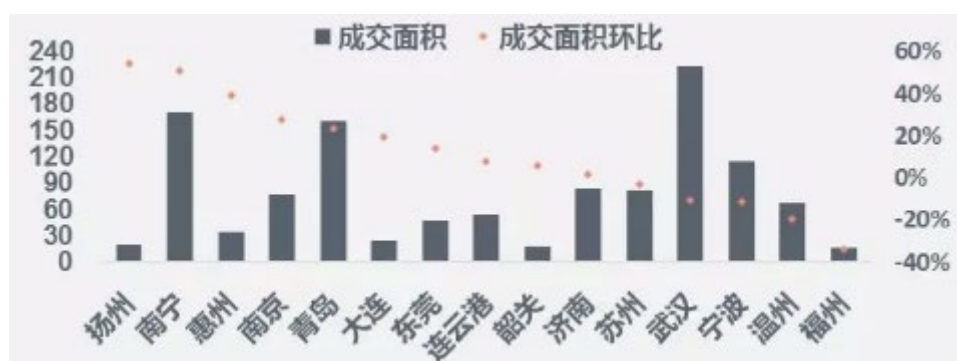
中指研究院报告显示，11 月楼市同环比均升，各线代表城市均不同程度上升。分城市来看，一三线代表城市环比升幅相对较高，仅二线代表城市环比升幅在 5% 以内。土地整体供应量环比增加，成交量较上月下滑。

	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	+22.3%	+35.8%
二线城市	+4.3%	+13.4%
三线城市	+18.6%	+10.1%

十一月一线城市成交量整体环比上升 22.3%，上海升幅较大，为 34%；广州楼市成交量环比升幅为 30%，位居第二；仅北京成交环比下滑，降幅为 5%。同比来看，整体成交上升 35.8%，其中深圳升幅较大，约为 69%；广州同比升幅超 50%，北京升幅较小，为 8%。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
北京	49.86	-5%	+8%
上海	122.18	+34%	+35%
广州	85.60	+30%	+52%
深圳	33.01	+23%	+69%

二线代表城市成交量环比上升 4.3%，同比上升 13.4%。其中，南宁升幅较大，超 50%；南京次之，升幅近三成；福州降幅较高，为 34.24%。三线代表城市成交量环比上升 18.6%，扬州升幅较大，为 53.78%；惠州升幅约为 38.64%，位居第二；韶关升幅较小，为 5%。同比来看，整体上升 10.1%。



图：本周二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，11 月全国 40 大中城市供应量环比增加，宅地供应微跌，各线城市中总体供应环比增加。成交方面，整体成交量同比减少逾两成，成交均价上扬逾三成，出金总额同比增加。一线城市供应量环比增加，成交量较上月走高，深圳揽金近 237 亿元居首；二线城市供应量同比微增，成交方面环比量跌价涨，出让金总额同比走高；三四线城市供应量同比下滑逾一成，楼面均价环比增加，

出让金总额同比增加近两成。

农村土地承包关系保持稳定并长久不变

日前，《中共中央国务院关于保持土地承包关系稳定并长久不变的意见》正式发布，提出在农村土地第二轮承包到期后再延长三十年，以充分保障农民土地承包权益。在 28 日举行的国新办发布会上，中央农办主任、农业农村部部长韩长赋和农业农村部党组成员兼中农办秘书局局长吴宏耀对此进行了相关解读。韩长赋介绍，意见中长久不变的政策内涵，归纳起来为“两不变、一稳定”：保持土地集体所有、家庭承包经营的基本制度长久不变；保持农户依法承包集体土地的基本权利长久不变；保持农户依法承包集体土地的基本权利长久不变；保持农户承包地稳定。

江苏出台租赁住房治安管理规定

11 月 26 日，江苏省政府公布了《江苏省租赁住房治安管理规定》，自 2020 年 1 月 1 日起施行。出租房屋，出租人应当自租赁合同订立之日起 7 日内申报登记信息。未按规定申报、转报登记信息的，由公安机关责令改正，依法予以处罚、计入信用记录。

杭州出台住房租赁资金监管办法

11 月 26 日，杭州市住房保障和房产管理局联合杭州市金融办、人行杭州中心支行发布《杭州市住房租赁资金监管办法（试行）》（以下简称《监管办法》），包括资金监管要求、公示监督、风险防控金设立、风险警示等内容，进一步加强住房租赁市场监管，规范住房租赁企业行为，保障租户及房东合法权益，促进住房租赁市场平稳健康发展。

《监管办法》明确要求本市范围内从事住房租赁业务的住房租赁企业在本市范围的银行设立唯一的租赁资金专用存款账户，并报市房产行政主管部门备案。同时，通过租赁平台对外公布住房租赁企业的专户信息，接受社会监督，并在企业经营活动场所、租赁房源发布平台、房屋租赁合同中明示专户信息。住房租赁企业向房屋委托出租人支付的租金以及向房屋承租人收缴的租金、押金和利用“租金贷”获得的资金等租赁资金均应缴入专户管理，实现资金动态监管。

《监管办法》要求从事利用收储房源开展住房出租业务的企业（以下简称“托管式”住房租赁企业）须在专户中冻结部分资金作为风险防控金，在特定情况下用于支付房源委托出租人租金及退还承租人押金。风险防控金的总额按住房租赁企业纳入租赁平台管理房源量对应的应付委托出租人月租金总额的 2 倍确定。扣除风险防控金后，所余部分资金不足以支付房源委托出租人本期应付租金的，将被风险预警一次，累计 3 个月被预警的，房产行政主管部门将该住房租赁企业列入风险警示名单。“托管式”住房租赁企业因经营不善，无法按托管协议约定的时间和方式向委托出租人支付租金，以及无法按照租赁合同约定向承租人退回押金和预缴租金或停止开展住房租赁业务，通过向市房产行政主管部门提交书面申

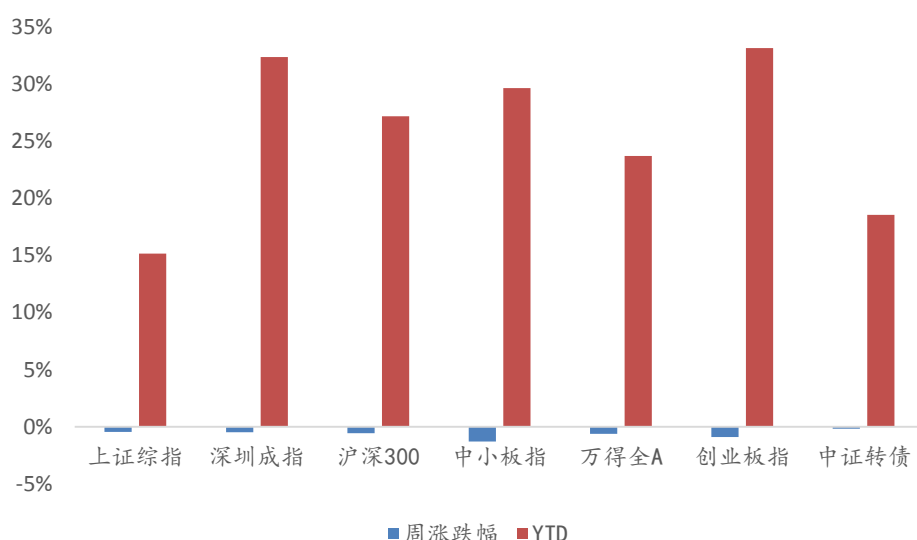
请，经审核同意后，凭市房产行政主管部门出具的书面同意材料向银行申请解冻并使用风险防控金。此外，对存在违规行为的住房租赁企业，各相关部门将视情节轻重，采取约谈、列入风险警示名单、暂停办理网签备案、取消资金扶持资格、记录企业诚信档案等方式进行处理。

资本市场

股票市场

本周（11.25-11.29），上证指数连跌三日，周跌 0.46%。具体来看，上证综指报收于 2871.98 点，下跌 0.46%；深证成指报收于 9582.16 点，下跌 0.46%；沪深 300 报收于 3828.67 点，下跌 0.55%；创业板指报收 1664.90 点，下跌 0.89%；中证转债指数报收于 331.45 点，下跌 0.18%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	2,871.98	-0.46%	15.16%
深圳成指	9,582.16	-0.46%	32.35%
沪深 300	3,828.67	-0.55%	27.17%
中小板指	6,096.48	-1.28%	29.63%
万得全 A	4,013.60	-0.61%	23.69%
创业板指	1,664.90	-0.89%	33.14%
中证转债	331.45	-0.18%	18.55%



债券市场

本周，受市场无新增资金投放影响，资金面有所收敛，Shibor 多数上行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 2.3560，上涨 12.20BP；7 天 SHIBOR 报收 2.6070，上涨 1.10BP。同业存单收盘到期收益率(AAA)1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 10.09BP、4.67BP、2.68BP、4.56BP 和 2.08BP。3 个月短融和国债分别上行 1.23BP 和下行 3.73BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
----	------	------	----------

隔夜	2.2340	2.3560	12.20
1 周	2.5960	2.6070	1.10
CDAAA1M	2.4518	2.5527	10.09
CDAAA3M	3.0032	3.0499	4.67
CDAAA6M	3.0528	3.0796	2.68
CDAAA9M	3.0571	3.1027	4.56
CDAAA1Y	3.1045	3.1253	2.08
短融 3 个月	3.1235	3.1358	1.23
国债 3 个月	2.4708	2.4335	-3.73
国债 1 年期	2.6471	2.6431	-0.40
国债十年期	3.1875	3.1650	-2.25
国开债十年期	3.5882	3.5683	-1.99

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本周公开市场有 3000 亿元逆回购到期，央行未开展逆回购操作，共实现资金净回笼 3000 亿元。

	上周（11.16-11.22）		本周（11.23-12.1）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购		3000 亿元	3000 亿元	
MLF				
SLF				
SLO				
合计	净投放 3000 亿元		净回笼 3000 亿元	