



2026年4月 第四期

金融工具与金融基础设施业务

法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会
金融工具与金融基础设施专业委员会



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁茹 林 嵘 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬 王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆 陈维娜 黄少春 李倩 王宏伟 谢秋晓 肖珍珍 翟少凯

干事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠 李党贵

本期编辑： 张卫工 周红节



目 录

◎ 政策法规	4
基金管理公司绩效考核管理指引	4
慈善信托信息公开办法	13
◎ 专业文章	19
关于证券市场虚假陈述侵权案件司法解释对承销机构影响的解读	19
权益并表类 REITs 法律实务操作要点分析	27
◎ 市场动态资讯	43
票据利率逼近 0，4 月信贷“小月”有多冷？	43
太保回应险资投资热点：看好 A 股结构性机会，权益比例保持合意	47
金价较年初高点已回撤近两成，该抄底还是观望？	50



◎ 政策法规

基金管理公司绩效考核管理指引

第一章 总则

第一条 为规范基金管理公司绩效考核与薪酬管理行为，健全长效激励约束机制，强化基金管理公司与基金份额持有人的利益绑定，更好促进基金管理公司稳健经营和可持续发展，根据《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》等法律法规和中国证监会规定，制定本指引。

第二条 在中华人民共和国境内，基金管理公司的绩效考核与薪酬管理行为，适用本指引。

第三条 基金管理公司应当根据国家政策、法律法规、公司可持续发展的要求，建立健全科学、审慎、高效的绩效考核与薪酬管理机制，合理确定薪酬结构和水平，规范薪酬支付行为，主要遵循以下基本原则：

- （一）符合我国国情、政策导向和基金业发展实际；
- （二）坚持基金份额持有人利益优先；
- （三）有效激励从业人员，建立高质量人才队伍；
- （四）平衡好股东及其他利益相关方的利益。

第四条 基金管理公司股东、董事、监事、高级管理人员及从业人员应当根据国家政策、法律法规、公司制度和劳动合同，恪守诚信、勤勉尽责，遵守绩效考核与薪酬管理有关要求，配合公司开展相关工作。

第二章 薪酬结构



第五条 基金管理公司应当建立薪酬总额决定机制，加强薪酬总额管理，根据基金投资收益、经营绩效、财务状况、市场水平、风险管理、发展战略和人员情况等因素，按照规范的程序，合理确定薪酬总额及不同业务岗位、不同职级的薪酬标准和水平。

基金管理公司应当加强薪酬总额预算管理，鼓励适当延长管理周期，周期内薪酬总额变动应与基金投资收益、公司效益联动。

第六条 本指引所指的薪酬包括以下四个部分：

- （一）基本薪酬；
- （二）绩效薪酬；
- （三）福利和津补贴；
- （四）中长期激励。

基本薪酬与绩效薪酬应当保持适当比例，避免因薪酬结构不合理引发风险隐患或者业务激进行为。基金管理公司不得通过增设或提高福利和津补贴等形式规避本指引有关规定。

第七条 中长期激励包括股权性质的激励和现金激励等。基金管理公司可以采用股权、期权、限制性股权、分红权等与公司长期发展、基金份额持有人长期利益相绑定的中长期激励，建立长效激励约束机制。

第八条 基金管理公司应当优化薪酬分配结构，平衡不同岗位、不同职级人员之间的薪酬标准和水平，加强极值管控和级差管理，及时调整过大、不合理的薪酬分配差距，加大向一线员工、基层员工的倾斜力度。基金管理公司应当审慎控制中高级管理人员平均薪酬增幅，中高级管理人员平均薪酬增幅原则上不得高于公司人均薪酬增幅。

第九条 鼓励基金管理公司按照有关法律法规规定建立企业年



金，支持员工参加个人养老金制度，实现薪酬机制与养老保险制度有机结合。

第三章 绩效考核

第十条 基金管理公司应当全面建立以基金投资收益为核心的绩效考核体系。

第十一条 基金管理公司应当建立科学的绩效考核指标体系，采取定量与定性相结合的方式确定绩效考核指标，并保持考核指标的一致性和连续性。绩效考核指标应当分解落实到具体部门和岗位，作为绩效薪酬发放的依据。

绩效考核指标应当包括基金投资收益指标、合规风控指标和社会责任指标等。

基金投资收益指标应当包括基金产品业绩、投资者盈亏情况等。其中基金产品业绩指标应当包括基金净值增长率、业绩比较基准对比、投资专业能力建设等，投资者盈亏情况指标应当包括基金利润率、盈利投资者占比等。基金投资收益指标中三年以上中长期指标权重不得低于百分之八十。

合规风控指标应当包括合规及风险管理机制建设情况、合规事件或者重大风险发生情况、信息系统安全运行情况、员工廉洁从业情况、声誉风险管理情况等。

社会责任指标应当包括道德与文化建设情况、企业价值、客户满意度、投资者教育与服务等。

基金管理公司应当对董事长、高级管理人员、主要业务部门负责人、分支机构负责人和核心业务人员实行长周期考核，相关绩效考核指标应当包括三年以上的中长期指标。

第十二条 基金管理公司对高级管理人员整体进行考核时，基



金投资收益指标权重应当不低于百分之五十。

第十三条 基金管理公司对高级管理人员及从业人员考核时，应当根据产品类型、职责范围、履职实际设置差异化的考核指标和权重，并符合以下要求：

（一）对负责主动权益投资的高级管理人员考核时，主动权益类基金产品业绩指标权重应当不低于百分之五十；对主动权益类基金经理考核时，主动权益类基金产品的业绩比较基准对比指标权重应当不低于百分之三十，基金产品业绩指标权重应当不低于百分之八十；

（二）对负责销售的高级管理人员及核心销售业务人员考核时，投资者盈亏情况指标权重应当不低于百分之五十；

（三）对负责指数投资的高级管理人员及基金经理考核时，应当强化跟踪偏离、投资专业能力建设的考核；

（四）对负责固定收益投资的高级管理人员及基金经理考核时，应当强化信用风险控制、流动性管理的考核；

（五）对督察长及合规管理人员的考核按照《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》有关规定执行。

第十四条 基金管理公司对任职不满三年的人员，可以根据其任职以来情况进行考核，并可以适当降低相关考核指标权重。

基金管理公司对管理多只公募基金的基金经理考核时，应当按照基金规模、管理时间，对其管理基金的业绩等指标进行加权计算，基金经理管理不满一年的公募基金不纳入考核范围。

第十五条 基金管理公司对同时分管多类业务的高级管理人员，以及兼任其他管理职务的基金经理、核心销售人员等进行考核时，应当根据其不同分管业务和职务分别设置考核指标和权重。



基金经理兼任私募资产管理计划、年金、社保等其他组合投资经理的,基金管理公司应当综合考虑其管理的不同组合的资产规模、投资目标、管理难度等因素,进行区分考核。

基金管理公司不得通过增加分管业务和职务、管理组合等方式规避相关考核要求。

第四章 薪酬支付

第十六条 基金管理公司应当建立绩效薪酬递延支付制度,明确适用人员范围、标准、期限和比例等。绩效薪酬的递延支付期限、比例应当与基金投资收益、薪酬水平、业务开展、风险变化等情况相匹配,递延支付期限不少于三年,递延支付速度不得快于等分比例。

基金管理公司可以根据薪酬水平、职级或者岗位等设置差异化的递延支付比例。董事长、高级管理人员、主要业务部门负责人、分支机构负责人和核心业务人员应当纳入递延支付人员范围,递延支付比例原则上不少于百分之四十。法律法规或者有关主管部门另有规定的从其规定。

基金管理公司应当根据基金投资收益、薪酬水平、业务开展、风险变化等情况,定期对递延支付制度进行评估,并适时调整。公司可以根据财务情况和分期考核等情况,合理确定部分绩效薪酬随基本薪酬一并支付。

第十七条 基金管理公司应当建立严格的问责机制增强薪酬管理的约束力,包括但不限于薪酬止付、追索与扣回等。基金管理公司应当在内部管理制度、劳动合同中明确,相关人员未能勤勉尽责,对发生违法违规行为或风险事项负有责任的,或者出现其他不符合支付要求情形的,公司可以按照制度规定追究内部经济责任,包括



减少、停止支付薪酬未支付部分，要求退还前述情形发生当年相关的全部或者一定比例的绩效薪酬，减少、停止实施中长期激励等。问责机制应当同样适用于离职和退休人员。

第十八条 基金管理公司的高级管理人员、主要业务部门负责人、基金经理应当将一定比例的绩效薪酬购买本公司或者本人管理的公募基金，且持有期限不得少于一年。

高级管理人员、主要业务部门负责人应当将不少于当年全部绩效薪酬的百分之三十购买本公司管理的公募基金，其中购买权益类基金不得低于百分之六十，但是公司无权益类基金等情形除外。

基金经理应当将不少于当年全部绩效薪酬的百分之四十购买本人管理的公募基金，其管理的基金处于封闭期等原因无法购买的，应当购买本公司管理的公募基金。基金经理兼任高级管理人员、主要业务部门负责人的，应当按照本指引对基金经理的要求执行。

高级管理人员、主要业务部门负责人、基金经理应当遵循审慎、长期和风险分散的投资原则，结合自身资产状况和风险承受能力，合理安排在不同公募基金之间的配置。

根据本指引要求应当递延支付的绩效薪酬可以用于购买本公司管理的公募基金。法律法规或者有关主管部门另有规定的，从其规定。

第十九条 基金管理公司应当根据基金经理过去三年管理主动权益类基金的业绩比较基准对比、基金利润率的不同情形建立阶梯化的绩效薪酬调整机制。

过去三年基金产品业绩低于业绩比较基准超过十个百分点且基金利润率为负的，基金经理绩效薪酬应当较上一年明显下降，降幅不得少于百分之三十；低于业绩比较基准超过十个百分点但基金利



润率为正的，基金经理绩效薪酬应当下降；显著超过业绩比较基准且基金利润率为正的，基金经理绩效薪酬可以合理适度提高。

第五章 内控管理

第二十条 基金管理公司应当建立健全科学合理的薪酬管理组织架构。董事会应当对薪酬管理负主体责任，履行薪酬管理职责时，董事应当具备专业胜任能力，独立发表意见，避免受经理层不当影响。

董事会应当坚持基金份额持有人利益优先原则，对公司薪酬管理的基本制度、薪酬预算、高级管理人员薪酬激励机制等情况进行审议，并重点关注基金投资收益情况。

第二十一条 基金管理公司董事会应当通过薪酬委员会或者经董事会授权的其他委员会（以下统称薪酬委员会），结合基金投资收益、公司财务状况、经营情况、风险防控及发展规划等因素，对薪酬政策与方案等董事会议案进行充分研究讨论，提出专业意见和建议。

薪酬委员会成员应当具备相应的专业能力，并包含一定数量或者比例的独立董事。

第二十二条 基金管理公司经理层负责组织实施公司薪酬管理制度及董事会相关决议。基金管理公司应当指定专门部门负责薪酬管理的日常工作，包括拟定薪酬相关制度及方案，编制和执行薪酬预算，组织实施公司绩效考核，评估调整薪酬水平等，并为董事会及其薪酬委员会工作提供支持。

第二十三条 基金管理公司应当建立薪酬管理制度执行的监督机制，明确制度实施的监督部门或者机构。相关部门或者机构应当对公司制度执行情况监督，并定期向董事会报告。



第二十四条 基金管理公司应当建立科学、合理、规范的股东分红机制，在加强资本积累、强化投资研究、风险防范、信息科技、投资者教育与社会责任的投入的前提下，根据基金产品中长期业绩和投资者盈亏情况，审慎确定分红频率与分红比例。

基金管理公司应当在公司章程等文件中明确规定，对于过去三年基金产品业绩不佳、投资者亏损较大的，应当适当降低分红频率与分红比例。

第六章 自律管理

第二十五条 中国证券投资基金业协会（以下简称协会）对基金管理公司绩效考核与薪酬管理情况实施自律管理。

协会可以对基金管理公司执行本指引的情况进行检查，基金管理公司及其股东、相关人员应当予以配合。

第二十六条 基金管理公司违反本指引的，协会依据《中国证券投资基金业协会自律管理和纪律处分措施实施办法》对机构及其工作人员采取自律管理或者纪律处分措施。基金管理公司及其工作人员涉嫌违法违规的，移交中国证监会处理。

第七章 附则

第二十七条 本指引所称绩效考核，是指基金管理公司对其董事、监事、高级管理人员以及从业人员的工作效果及贡献进行的考核和评价，以确定员工岗位、等级、薪酬、荣誉等结果的行为。

本指引所称薪酬，是指基金管理公司为获得其董事、监事、高级管理人员以及从业人员提供的服务和贡献而给予的各种货币和非货币形式的经济性报酬。

前述人员是指与基金管理公司建立劳动关系的人员和领取薪酬的董事、监事，不包括外部董事、监事等。



第二十八条 本指引所指递延支付期限的起付年应当不早于绩效薪酬归属年度（T年）往后的第二年（T+2年）。

第二十九条 本指引所指主要业务部门包括基金投资、研究和销售等部门。核心业务人员包括基金经理，前述业务部门的相关管理人员，以及公司根据薪酬水平、职级或者岗位等确定的其他核心业务人员。

第三十条 其他公募基金管理人中从事公募基金业务的高级管理人员、主要业务部门负责人、分支机构负责人、基金经理参照本指引有关规定执行。

基金管理公司子公司、基金管理公司管理其他资产管理产品的投资经理按照相关监管规定执行。

第三十一条 本指引自发布之日起施行，2022年6月10日发布的《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》同时废止。



慈善信托信息公开办法

第一条 为规范慈善信托信息公开行为，保护慈善信托当事人的合法权益，促进慈善事业发展，依据《中华人民共和国慈善法》、《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国银行业监督管理法》、《慈善信托管理办法》等法律法规和国家有关规定，制定本办法。

第二条 国务院民政部门及县级以上地方各级人民政府民政部门（以下简称民政部门）、国务院银行业监督管理机构及其派出机构（以下简称银行业监督管理机构）应当根据法定职责，依法公开慈善信托相关信息，并对慈善信托的受托人（以下简称受托人）履行信息公开义务进行监督。

第三条 受托人应当依法履行信息公开义务。信息公开应当真实、完整、及时。

同一慈善信托有两个或者两个以上受托人时，应当由承担主要受托管理责任的受托人履行信息公开义务，并在信托文件中予以明确。

受托人应当对信息的真实性负责，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，不得以新闻发布、广告推广等形式代替应当履行的信息公开义务。

第四条 信息公开应当根据《中华人民共和国慈善法》有关规定，在国务院民政部门建立的全国慈善信息公开平台（以下简称慈善信息公开平台）进行。

受托人在其他渠道公布的信息，应当与其在慈善信息公开平台公布的信息一致。

第五条 设立慈善信托，办理其备案的民政部门应当自完成慈



善信托备案之日起二十日内，在慈善信息公开平台向社会公开下列备案事项：

- （一）备案编号；
- （二）备案日期；
- （三）备案机关；
- （四）慈善信托名称；
- （五）受托人名称、联系方式；
- （六）法律法规规定应当公开的其他信息。

第六条 设立慈善信托，受托人应当自收到备案回执之日起三十日内，在慈善信息公开平台向社会公开下列设立情况：

- （一）慈善信托目的；
- （二）信托期限；
- （三）委托人的姓名或者名称；如设置监察人，监察人的姓名或者名称及联系方式；
- （四）受益人范围及选定的程序和方法；
- （五）信托财产总规模，初始成立时实际到账的信托财产规模，追加计划（如有）；
- （六）信托财产的范围、种类；
- （七）年度支出和管理费用的比例或者数额；
- （八）法律法规规定应当公开的其他信息。

信托公司担任受托人的，还应当公开在信托登记机构取得的信托登记编码。

第七条 慈善信托备案信息发生变更的，办理其备案的民政部门应当自完成变更备案之日起二十日内，在慈善信息公开平台向社会公开下列备案事项：



- (一) 变更备案日期；
- (二) 法律法规规定应当公开的其他信息。

第八条 慈善信托备案信息发生变更的，受托人应当自收到变更备案回执之日起三十日内，在慈善信息公开平台向社会公开下列变更事由：

- (一) 增加新的委托人的，新的委托人姓名或者名称；
- (二) 增加信托文件约定的信托财产总规模的，新的信托财产总规模和信托财产的范围、种类；
- (三) 变更信托受益人范围及选定的程序和方法的，新的受益人范围及选定的程序和方法；
- (四) 增加或者变更监察人的，新的监察人姓名或者名称及联系方式；
- (五) 法律法规规定应当公开的其他信息。

第九条 慈善信托重新备案的，办理其备案的民政部门应当自完成重新备案之日起二十日内，在慈善信息公开平台向社会公开下列备案事项：

- (一) 重新备案编号；
- (二) 重新备案日期；
- (三) 备案机关；
- (四) 慈善信托名称；
- (五) 新的受托人名称、联系方式；
- (六) 法律法规规定应当公开的其他信息。

第十条 慈善信托重新备案的，变更后的受托人应当自收到重新备案回执之日起三十日内，按照本办法第六条规定公开相关信息。

第十一条 慈善信托终止的，办理其备案的民政部门应当自收



到受托人报告之日起二十日内，在慈善信息公开平台向社会公开下列终止事项：

- （一）备案编号；
- （二）慈善信托名称；
- （三）终止日期；
- （四）法律法规规定应当公开的其他信息。

第十二条 慈善信托终止的，受托人应当自将终止情况向办理其备案的民政部门报告之日起三十日内，在慈善信息公开平台向社会公开慈善信托的终止事由。

受托人应当将处理慈善信托事务的清算报告，自向办理其备案的民政部门报告之日起三十日内，在慈善信息公开平台向社会公开。

第十三条 受托人应当每年至少一次将慈善信托事务处理情况及财务状况，自向办理其备案的民政部门报告之日起三十日内，在慈善信息公开平台向社会公开。

第十四条 慈善信托发生下列情形后三十日内，受托人应当在慈善信息公开平台向社会公开具体内容和金额：

- （一）重大资产变动；
- （二）重大投资；
- （三）重大交易及资金往来。

前款中规定的重大资产变动、重大投资、重大交易及资金往来的具体标准，应当依据有关法律法规在慈善信托文件中规定。

第十五条 委托人、受托人及其管理人员与慈善信托财产的交易情况应当及时向社会公开。

第十六条 受托人应当向受益人告知其资助标准、工作流程和工作规范等信息。



第十七条 民政部门、银行业监督管理机构应当及时向社会公开下列慈善信托信息：

- （一）对慈善信托开展检查、评估的结果；
- （二）对受托人有关慈善信托业务的行政处罚结果；
- （三）法律法规规定应当公开的其他信息。

第十八条 受托人应当建立自身的慈善信托信息公开管理制度，并指定专门人员负责慈善信托信息公开的具体事务。

第十九条 涉及国家秘密、商业秘密、个人隐私的信息以及慈善信托的委托人不同意公开的住所、联系方式等信息，不得公开。

本办法第六条、第八条规定中的委托人的姓名、名称，慈善信托的委托人不同意公开的，不得公开。

第二十条 任何单位和个人发现慈善信托信息公开有违法违规行为的，可以向县级以上人民政府民政部门、银行业监督管理机构、其他有关部门或者慈善行业组织投诉、举报。

鼓励公众、媒体对慈善信托信息公开情况进行监督，对违法违规行为予以曝光，发挥舆论和社会监督作用。

第二十一条 民政部门、银行业监督管理机构可以就慈善信托信息公开的有关事项，对受托人的有关负责人进行约谈，要求其说明情况、提出改进措施。

第二十二条 受托人未依本办法履行信息公开义务的，由办理其备案的民政部门依据《中华人民共和国慈善法》第一百一十八条规定进行处罚。

信托公司违反本办法规定的，由银行业监督管理机构依据《中华人民共和国银行业监督管理法》等法律法规，采取相应的行政处罚和监管措施。



第二十三条 民政部门、银行业监督管理机构工作人员在慈善信托信息公开管理服务中滥用职权、玩忽职守、徇私舞弊的，依法依规予以处理。

第二十四条 本办法中“二十日”的规定是指工作日，不含法定节假日。

第二十五条 本办法由国务院民政部门、国务院银行业监督管理机构负责解释。

第二十六条 本办法自 2026 年 4 月 1 日起施行。



◎ 专业文章

关于证券市场虚假陈述侵权案件司法解释对承销机构影响的解读

李倩 中国民生银行上海分行

最高人民法院出台了《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称“《若干规定》”），该规定对 2003 年施行的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下简称“旧规”）进行了全面修订，从规范证券发行、交易行为出发，对虚假陈述行为的构成要件、责任承担等问题进行完善，旨在保护投资者合法权益及促进市场的健康发展。

现结合 2020 年 7 月最高人民法院发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称：《债券纠纷纪要》），对《若干规定》中的有关重点内容进行简要解读：

一、《若干规定》的适用范围

结合《若干规定》第一条和第三十四条规定，《若干规定》管辖的虚假陈述行为应发生在证券交易场所（含国务院批准的其他全国性证券交易场所）、以及按照国务院规定设立的区域性股权市场。

其中无疑义的是，“证券交易场所”指上海证券交易所、深圳证券交易所及北京证券交易所，“国务院批准的其他全国性证券交易场所”包括全国中小企业股权转让系统（即新三板），“区域性



股市场”指主要服务于所在省级行政区域内中小微企业的私募股市场，中国证监会已先后批准在北京、上海的区域性股市场开展私募股权和创业投资份额转让试点，这类交易均受《若干规定》管辖。

对于“国务院批准的其他全国性证券交易场所”是否包括银行间债券市场，鉴于目前司法文件中尚无明文规定，多数观点认为银行间债券市场发行的产品不受《若干规定》约束，仍主要依据《债券纠纷纪要》。

但在当前人民银行和证监会构建银行间债券市场与交易所债券市场互联互通的形势下，是否会包括所有的债券市场，值得关注，在《债券纠纷纪要》没有规定或规定更细化的地方，《若干规定》很可能作为审判机关借鉴的审判思路，故《若干规定》对银行间债券市场的承销业务仍有重要指导意义。

二、证券虚假陈述案件的管辖要求

为达到同案同判的审理结果，《若干规定》第三条规定，原则上，证券虚假陈述侵权民事赔偿案件由发行人住所地的省、自治区、直辖市人民政府所在的市、计划单列市和经济特区中级人民法院或者专门人民法院管辖。根据该条规定，除特别代表人诉讼案件由涉诉证券交易场所所在地的法院管辖外，不管案件中是否起诉发行人，证券虚假陈述案件一律由发行人住所地有管辖权的法院管辖。考虑到不同地区金融类案件审理能力的差异，此处“有管辖权的法院”除发行人住所地的中级人民法院或金融法院等专门设立的人民法院外，还包括发行人所在地的高级人民法院指定的并报备最高人民法



院的其他中级人民法院。

《债券纠纷纪要》规定，欺诈发行和虚假陈述的侵权纠纷案件，多个被告中有发行人，由发行人住所地管辖，未对被告没有发行人情形下管辖有明确规定。《民事诉讼法》对侵权纠纷规定由侵权行为地或被告住所地管辖，现《若干规定》直接规定为由发行人住所地管辖，后续审判机构对适用《债券纠纷纪要》案件是否通过将侵权行为地界定为发行人所在地，从而达到和《若干规定》的管辖一致，需予以关注。

《债券纠纷纪要》和《若干规定》均将案件定性为侵权纠纷，而侵权案件，无法通过事先在协议中约定管辖的方式排除法定管辖，从而降低异地管辖带来的诉讼风险，故对于发行人为异地注册主体的业务，应关注异地管辖带来的司法审判不确定性和诉讼成本增加的风险。

三、证券虚假陈述行为的要件构成与责任承担

本次《若干规定》延续了《债券纠纷纪要》的精神，取消了刑事裁判与行政处罚作为民事赔偿的前置程序，因此在虚假陈述侵权案件中，中介机构将无法以“未受到监管机构的行政处罚”为抗辩理由，向审理法院主张免责或减轻责任。由于此前审判实践中，法院在虚假陈述行为的举证、“重大性”和过错认定等涉及金融专业知识的问题上均一定程度依赖于行政监管，为避免审判标准的不一致，最高院在《若干规定》中对相关问题进行了明文规定。

（一）虚假陈述行为的要件构成



《若干规定》第四条对虚假陈述行为进行了明确的界定，即信息披露义务人违反法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件关于信息披露的规定，在披露的信息中存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，其中：

虚假记载，是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述。

误导性陈述，是指信息披露义务人披露的信息隐瞒了与之相关的部分重要事实，或者未及时披露相关更正、确认信息，致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性。

重大遗漏，是指信息披露义务人违反关于信息披露的规定，对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露。

结合《若干规定》第四条、第十条，虚假陈述行为应具备“重大性”的特点，且仅在具备重大性的情形下，虚假陈述行为才具有可赔偿性。《若干规定》从两个层次认定虚假陈述行为的重大性：第一，虚假陈述内容如果属于《证券法》或监管部门制定的规章、规范性文件中要求披露的重大事件或重要事项范围，则直接援引法律法规的规定进行认定；第二，如果虚假陈述内容不属于法律法规规定的范围，但导致“相关证券交易价格或者交易量明显变化”的，亦构成重大性；反之，如果虚假陈述内容属于法律法规规定的范围，但是信息披露义务人能够证明虚假陈述行为未导致“相关证券交易价格或者交易量明显变化”，则该行为不构成重大性。



根据《若干规定》第二条、第十条，发行人、中介机构等信息披露义务主体存在虚假陈述行为及行为重大性的举证责任均由投资者承担，投资者向法院提起诉讼时应提交相关证据材料。

《债券纠纷纪要》中，没有对“虚假记载”、“误导性陈述”、“重大遗漏”作出规定，审判机关在审理相关案件时可能会参考《若干规定》的上述规定，对此需予以关注。

（二）虚假陈述行为的责任认定

虚假陈述行为实施后，如需承担民事责任，还应满足以下要件，该等规定较《债券纠纷纪要》更为细化：

1、投资人投资行为、投资损失与虚假陈述行为存在因果关系。根据《若干规定》第十一条，投资行为与虚假陈述行为存在因果关系应满足特定标的、特定时间、特定投资方式的要求，即投资人的投资标的为虚假陈述直接关联证券，投资行为发生在虚假陈述实施日之后、揭露日或更正日之前，投资方式包括诱多型陈述中买入或诱空型陈述中卖出，满足前述全部条件后才能视为二者存在因果关系。并在第十二条规定了不构成因果关系的具体情形，包括：交易行为发生在虚假陈述行为实施前或揭露、更正后；原告知道或应该知道存在虚假陈述，或虚假陈述已被广泛知悉；交易行为受虚假陈述实施后发生的其他重大事件影响；交易行为本身为证券违法行为，如内幕交易、操纵证券市场等。

2、虚假陈述行为人的责任范围取决于投资损失和虚假陈述行为之间的因果关系，若行为人能够举证证明投资人的损失是由他人操



纵市场或证券市场的风险等其他因素造成的，则可相应减轻或免除其赔偿责任。

3、行为人对虚假陈述行为存在过错。《若干规定》将《证券法》中需对证券虚假陈述侵权行为承担赔偿责任的“过错”行为限于故意和重大过失两种类型，即一是故意制作、出具存在虚假陈述的信息披露文件或明知信息披露文件存在虚假陈述而不予指明、予以发布；二是严重违反注意义务，对信息披露文件中虚假陈述的形成或发布存在过失。

（三）损失金额的判定

《若干规定》第二十五条对民事责任赔偿的损失范围，规定为原告实际发生的损失，包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金及印花税。对于投资差额损失的计算，《若干规定》通过规定基准日及基准价格，对集中竞价交易市场中，按照买入和卖出股票两种情形，分别规定了投资差额损失的计算方法。

《债券纠纷纪要》对欺诈发行债券认购人或欺诈发行、虚假陈述行为实施日及之后、揭露日之前买入债券的投资人，区分一直持有债券及在起诉日之前或一审判决前卖出债券的两种情形下投资人损失的计算方式。

（四）承销机构的特别规定

《若干规定》对不同主体虚假陈述行为的过错认定标准进行了细化，作为承销机构，能证明下列情形的，可以认定其没有过错：



1、已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求，对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查；

2、对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；

3、对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。

《债券纠纷纪要》规定了四种情形，主要区别为：一是依据的规范文件种类中取消了“自律监管规则”，但注意这些规则也可以认为包括在“相关行业执业规范”中；二是取消了第四种情形“尽职调查工作虽然存在瑕疵，但即使完整履行了相关程序也难以发现信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”，缩小了免于认定为过错的范畴。

另外，《债券纠纷纪要》规定了认定承销机构存在过错的具体五项情形，但《若干规定》中没有，这些规定仍适用并予以重点关注。

《若干规定》还明确了承销机构过错认定的证据范围，承销机构可通过尽职调查工作底稿、尽职调查报告、内部审核意见等证明其不存在过错。因此在业务开展中，承销机构除做到审慎性审查外，还应妥善形成并留存好相关工作底稿，当发生证券虚假陈述侵权案



件时，可以提供证据证明其不存在过错，从而免于就投资人损失承担连带赔偿责任。

四、证券虚假陈述行为的责任承担

《若干规定》对于证券虚假陈述行为的责任承担只进行了原则性规定，即按照《民法典》第一百七十八条的规定处理：连带责任人的责任份额根据各自责任大小确定；难以确定责任大小的，平均承担责任；实际承担责任超过自己责任份额的连带责任人，有权向其他连带责任人追偿。

该条规定虚假陈述案件中各责任主体对投资人损失应承担连带赔偿责任。承销机构承担责任后，除非能证明自己发生虚假陈述行为系其他方责任造成的，方可向责任方追偿，但该责任方系案件中其他被告的，如案件中已分别认定各自责任的，另案追偿的难度极大。



权益并表类 REITs 法律实务操作要点分析

作者：钱豪律师 上海市锦天城律师事务所

公募 REITs 落地实施后，权益并表类 REITs 因契合企业降杠杆、盘活存量资产的实际需求，依然受到众多企业青睐。2016 年以来，在中央及地方各级政府大力推动央国企降杠杆减负债的背景下，该类降负债产品成为国电投、华能集团、华电集团等中央企业优化资本结构的重要金融工具。本文以能源电力领域权益并表类 REITs 为例，系统梳理其监管政策框架、典型交易结构，并针对发行与存续全流程的核心法律问题展开实务分析，以期为相关项目操作提供合规参考。

一、权益并表类 REITs 的发展背景与监管政策

基础设施 REITs 的发展是政策导向与市场需求双向驱动的结果。

2020 年，国家发展改革委与证监会联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号），明确将基础设施公募 REITs 纳入金融创新工具范畴，旨在通过证券化手段盘活存量资产、拓宽融资渠道，为基础设施 REITs 的发展奠定了政策基础。2022 年，国务院发布《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》（国发〔2022〕12 号），进一步鼓励更多基础设施项目发行 REITs，扩大试点范围。在“双碳”目标背景下，能源结构调整催生了大量新能源基础设施投资需求，REITs 为国企混改、轻资产运营提供了合规路径，与《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》中“优化资本结构、降低资产负债率”的要求高度契合。



2024年，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕1014号）¹，明确支持包括风电、太阳能发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目、储能设施项目等在内的能源基础设施领域发行REITs，为未来能源及基础设施类REITs的发展提供了更明确的政策支持。同年，国家发展改革委、国家能源局、国家数据局联合印发《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027年）》（发改能源〔2024〕1128号），通过系统调节和先进技术应用实现大规模高比例新能源外送、优化加强电网主网架、建设改造高质量配电网和加强智能调度体系建设，构建安全、稳定、环保的新型电力系统，新型电力系统的构建需要大规模资金的投入，基础设施REITs作为盘活存量、带动增量的金融工具，将助力能源电力行业深入开展绿色低碳转型，也为权益并表类REITs在能源领域的应用提供了广阔的市场空间。

二、权益并表类REITs的典型交易结构解析

目前，国内的REITs均借助资产支持专项计划作为载体发行，

¹ 国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知（发改投资〔2024〕1014号）：附件：基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报要求“一、行业范围要求：下列行业范围内，全国各地符合条件的项目均可申报。……2. 能源基础设施。包括风电、太阳能发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目；储能设施项目；清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目；特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目。其中，燃煤发电项目应具备以下一项或多项条件：纯凝工况最小发电出力在30%额定负荷及以下；掺烧生物质、氢、氨等低碳燃料，掺烧热量比例不低于10%；配备大规模碳捕集利用与封存（CCUS）设备。”



资产支持票据（类 REITs）信托”，并以信托作为发行载体，由信托作为发行载体管理机构，在全国银行间债券市场以定向方式发行“定向资产支持票据（类 REITs）”产品，同时能源基金将持有全部次级资产支持票据。

3. 信托成立后，信托以全部募集资金向有限合伙企业实缴 A 类有限合伙份额出资，并承担《合伙协议》项下 A 类有限合伙人的权利和义务；电力公司向有限合伙企业实缴 B 类有限合伙份额出资，并承担《合伙协议》项下 B 类有限合伙人的权利和义务。

4. 有限合伙企业收到合伙人的实缴出资后，一是与项目公司原股东电力公司签署《股权转让协议》，向电力公司支付项目公司 99% 股权收购价款，实现对项目公司 99% 股权控制；二是通过服务信托向项目公司发放关联方借款，用于置换项目公司存量负债及补充流动资金（如有）。

5. 发行载体管理机构与能源基金签署《服务合同》，委任能源基金作为发行载体的资产服务机构，并由能源基金按照合同约定为发行载体提供与基础资产有关的管理服务及其他服务。

6. 发行载体管理机构与资金保管机构签署《资金保管合同》，约定资金保管机构为信托提供资金保管服务。

7. 主承销商根据其发起机构、发行载体管理机构签署的《承销协议》及其补充协议（如有）的约定，负责对资产支持票据进行承销。

8. 优先收购权人与受托人、有限合伙企业以及项目公司签署《优先收购协议》，约定优先收购权人对标的资产、A 类有限合伙份额和参与出售的优先级资产支持票据的优先收购权及其行使安排。

9. 电力公司作为运营保障机构，一方面为项目公司的正常运营提供运营资金支持；另一方面，于任一项目公司监管账户核算日，



若项目公司监管账户资金余额不足以使项目公司于该日后紧邻的有限合伙企业核算日履行全部对外支付义务的，将向项目公司提供履约支持金。

10. 电力集团作为流动性支持机构出具《支持函》，若电力公司按照《运营保障协议》的约定进行运营支持和履约支持或按照《合伙协议》《优先收购权协议》约定的置换现金义务时预计存在流动性资金不足，将全力促使电力公司获得流动性支持，并在电力公司所需流动性资金未得到补足时及时对其提供支持，以确保电力公司能够完全履行《运营保障协议》项下的运营支持和履约支持义务以及《合伙协议》《优先收购权协议》项下的置换现金义务。

11. 发行载体管理机构委托登记托管机构提供资产支持票据的登记托管服务，委托支付代理机构提供资产支持票据的代理本息兑付服务。

三、权益并表类 REITs 核心法律问题

权益并表类 REITs 的交易结构涉及合伙企业、信托、资产支持票据等多重法律关系，参与主体众多、交易环节繁杂，其发行、注册、存续及后续监管全流程均存在需严格论证的合规问题，结合能源电力领域的项目实操，以下将从发行过程的合规性、项目公司股权转让、运营保障与流动性支持三个核心维度，梳理相关法律问题并进行实务分析。

（一）发行过程的合规性

1. 发起机构的内部决议要求

发起机构就本项目的发行应获得合法有效的内部授权和批准。对于非上市公司，需要依据其内控制度及公司章程确定内部决议；对于上市公司，还需要严格按照证监会和交易所关于信息



披露的要求履行内部决议程序。

发起机构股东应当依法定程序召开股东会，出具《股东会决议》，决议内容需要根据项目的交易架构确定，涵盖但不限于同意作为资产服务机构履行相应服务、同意作为有限合伙人设立有限合伙企业并依合伙协议约定进行投资、同意将所持有的有限合伙份额信托给受托人设立资产支持票据信托发行资产支持票据、同意作为次级资产支持票据持有人认购次级资产支持票据等，内容与程序均需符合法律法规及公司章程规定。

2. 注册过程的合规要求

根据《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》第8条²、

² 关于发布《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》及《银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引》的公告，（2023）3号。第8条：“发起机构和特定目的载体或其管理机构应通过符合条件的承销机构向交易商协会提交资产支持证券注册文件，在注册有效期内可分期发行资产支持证券，每期发行前应先向交易商协会备案，并提交交易商协会规定的备案申请文件。符合以下情形之一的，可豁免备案：（1）资产支持证券首期发行且在注册后六个月内完成；（2）资产支持商业票据滚动发行且募集资金仅用于兑付上一期资产支持商业票据；（3）基础资产为具有较高同质性与分散性的债权类资产；（4）交易商协会认可的其他情形。”



《非金融企业债务融资工具注册发行规则》第 3 条³和第 9 条⁴以银行间债券市场企业资产证券化业务规则及《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》第 2 条⁵的规定，本项目须在交易商协会注册后发行，本项目在银行间债券市场依法发行以履行完毕交易商协会规定的相关注册手续、取得交易商协会向发起机构出具的《接受注册通知书》为前提。

在发起机构参与本项目获得合法、有效的内部授权，且本项目取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后，可根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》《非金融企业债务融资工具注册发行规则》《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》等法律、法规和规范性文件的规定完成发行。

3. 资产支持票据存续期间的合规要求

³ 中国银行间市场交易商协会《非金融企业债务融资工具注册发行规则》，2023 年 10 月 8 日发布。第 3 条：“企业发行债务融资工具应在中国银行间市场交易商协会（简称交易商协会）注册。交易商协会秘书处设注册办公室，按照相关规则指引要求开展债务融资工具注册发行等相关工作。”

⁴ 中国银行间市场交易商协会《非金融企业债务融资工具注册发行规则》，2023 年 10 月 8 日发布。第 9 条：“债务融资工具公开发行注册实行注册会议制度，由注册会议决定是否接受债务融资工具发行注册。注册会议由注册办公室从注册专家名单中随机抽取 5 名注册专家参加。”

⁵ 《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》第 2 条：“企业可以向债务融资工具专项机构投资人（简称专项机构投资人）或债务融资工具特定机构投资人（简称特定机构投资人）定向发行债务融资工具。”



资产支持票据存续期内，若未发生发行载体终止、债权提前到期、违约、丧失清偿能力、相关机构解任等交易文件约定的对资产支持票据造成重大不利影响的事件，项目应保持有效存续，以确保项目公司持续、稳定的收益及现金流被有效利用，用于兑付资产支持票据持有人的本金及预期收益。

4. 行业监管的综合性要求

资产支持票据发行后所依据的法律、法规和规范性文件主要为《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》《非金融企业债务融资工具注册发行规则》《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》等，以及交易商协会《接受注册通知书》和相关交易文件的约定（包括但不限于募集说明书、认购协议、主定义表、信托合同等），并参考《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40号）、《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》等相关规定，在不违反上述法律规定及交易文件约定的前提下，项目即可满足行业监管要求。

5. 国资监管的合规要求

项目存续期内，主要涉及的国资监管事项围绕有限合伙企业设立、项目公司股权转让、运营保障机构与流动性支持三大事项展开。

（1）有限合伙企业设立

1) 普通合伙人的适格情况



根据《中华人民共和国合伙企业法》第三条⁶、《中华人民共和国公司法》第一百六十八条第二款规定⁷以及第一百六十九条规定⁸：国家出资公司，由国务院或者地方人民政府分别代表国家依法履行出资人职责，享有出资人权益。《国家统计局、国家市场监督管理总局印发〈关于市场主体统计分类的划分规定〉的通知》（国统字〔2023〕14号）的分类标准⁹，国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位、社会团体为法定禁止担任普通合伙人的主体。

⁶《中华人民共和国合伙企业法》第3条：“国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位、社会团体不得成为普通合伙人。”

⁷《中华人民共和国公司法》第168条第2款：“本法所称国家出资公司，是指国家出资的国有独资公司、国有资本控股公司，包括国家出资的有限责任公司、股份有限公司。”

⁸《中华人民共和国公司法》第169条：“国家出资公司，由国务院或者地方人民政府分别代表国家依法履行出资人职责，享有出资人权益。国务院或者地方人民政府可以授权国有资产监督管理机构或者其他部门、机构代表本级人民政府对国家出资公司履行出资人职责。”

⁹《国家统计局、国家市场监督管理总局〈关于市场主体统计分类的划分规定〉的通知（国统字〔2023〕14号）》第1条：“本规定以市场主体登记注册类型为基础，根据统计工作的需要，对各种市场主体进行再分类。具体划分为以下类别：100 内资企业；110 有限责任公司；111 国有独资公司；112 私营有限责任公司；119 其他有限责任公司；120 股份有限公司；121 私营股份有限公司；129 其他股份有限公司；130 非公司企业法人；131 全民所有制企业（国有企业）；132 集体所有制企业（集体企业）；133 股份合作企业；134 联营企业；140 个人独资企业；150 合伙企业；190 其他内资企业；200 港澳台投资企业；210 港澳台投资有限责任公司；220 港澳台投资股份有限公司；230 港澳台投资合伙企业；290 其他港澳台投资企业；300 外商投资企业；310 外商投资有限责任公司；320 外商投资股份有限公司；330 外商投资合伙企业；390 其他外商投资企业；400 农民专业合作社；500 个体农商户；900 其他市场主体。”



本项目中，电力公司子公司能源公司（拟作为 GP）、能源基金（拟作为 A 类有限合伙人）、电力公司（拟作为 B 类有限合伙人）共同设立有限合伙企业，能源公司持有市场监督管理局核发的《营业执照》，证载的企业类型为有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资），并非《国家统计局、国家市场监督管理总局〈关于市场主体统计分类的划分规定〉的通知（国统字〔2023〕14 号）》规定的国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位、社会团体，故能源公司具有担任合伙企业普通合伙人的资格。

2) 有限合伙企业登记

根据《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》第二条规定，¹⁰“本规定所称有限合伙企业国有权益登记，是指国有资产监督管理机构对本级人民政府授权履行出资人职责的国家出资企业（不含国有资本参股公司，下同）及其拥有实际控制权的各级子企业（以下统称出资企业）对有限合伙企业出资所形成的权益及其分布状况进行登记的行为。前款所称拥有实际控制权，是指国家出资企业直接或间接合计持股比例超过 50%，或者持股比例虽然未超过 50%，但为第一大股东，并通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够实际支配企业行为的情形。”

¹⁰ 国务院国资委关于印发《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》的通知，国资发产权规〔2020〕2 号，第 2 条：“本规定所称有限合伙企业国有权益登记，是指国有资产监督管理机构对本级人民政府授权履行出资人职责的国家出资企业（不含国有资本参股公司，下同）及其拥有实际控制权的各级子企业（以下统称出资企业）对有限合伙企业出资所形成的权益及其分布状况进行登记的行为。”



《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》第四条规定，¹¹“出资企业通过出资入伙、受让等方式首次取得有限合伙企业财产份额的，应当办理占有登记。”本项目中，能源公司、能源基金、电力公司共同设立有限合伙企业，应当办理占有登记。

3) 有限合伙企业的备案等其他事项

根据中国证券投资基金业协会的《私募投资基金登记备案办法》、《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》的规定，如对私募股权基金办理备案，作为有限合伙企业的普通合伙人必须为已在中国证券投资基金业协会登记备案的私募基金管理人，私募股权基金名称应当标明“股权基金”“股权投资”等字样，私募股权基金组织形式为契约型的，名称应当标明“私募股权基金”字样，创业投资基金的名称应当标明“创业投资基金”字样，但公司型或者合伙型创业投资基金的经营范围内标明“从事创业投资活动”字样等已体现创业投资策略的除外。本项目中的有限合伙企业，普通合伙人不是私募基金管理人，有限合伙企业的名称也不包括“股权基金”或“股权投资”字样，按《私募投资基金登记备案办法》的规定，有限合伙企业不具备私募基金必备要件，不属于应该在中国证券投资基金业协会进行私募基金备案的有限合伙，故有限合伙企业不属于私募基金。

本项目中，发起机构信托签署《信托合同》，约定发起机构将其持有的100%A类有限合伙份额委托给信托设立“定向资产支持票据（类REITs）信托”，信托继而担任发行载体及其管理机

¹¹ 国务院国资委关于印发《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》的通知，国资发产权规〔2020〕2号，第4条：“出资企业通过出资入伙、受让等方式首次取得有限合伙企业财产份额的，应当办理占有登记。”



构，依据相关法规及合同约定，在全国银行间债券市场以定向方式发行“定向资产支持票据（类 REITs）信托”产品。从法律关系上分析，票据信托的交易方是发起机构，票据信托受让有限份额后成为有限合伙企业的有限合伙人，按照《股权转让协议》和《合伙协议》承继 A 类有限合伙人的权利义务，包括得到权益分配权利以及实缴出资义务，故票据信托作为合伙人实缴的出资属于有限合伙企业的自有资金。

本项目中，能源公司为电力公司的全资子公司，有限合伙企业根据《合伙协议》的安排，能源公司作为有限合伙企业的普通合伙人（GP）及执行事务合伙人，能源公司对有限合伙企业予以合并报表，从而进一步并入电力公司、电力集团的合并报表范围之内，故有限合伙企业与项目公司均属于电力集团控制的独立法人，有限合伙向项目公司发放委托贷款不违反《商业银行委托贷款管理办法》¹²与《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》（银保监规[2023]1号）的规定。

《中华人民共和国合伙企业法》第十六条规定：¹³“合伙人可以用货币、实物、知识产权、土地使用权或者其他财产权利出资，也可以用劳务出资”，目前没有禁止性规定合伙人的出资资

¹² 《商业银行委托贷款管理办法》，银监发（2018）2号，第10条：“商业银行不得接受委托人下述资金发放委托贷款：（一）受托管理的他人资金。（二）银行的授信资金。（三）具有特定用途的各类专项基金（国务院有关部门另有规定的除外）。（四）其他债务性资金（国务院有关部门另有规定的除外）。（五）无法证明来源的资金。企业集团发行债券筹集并用于集团内部的资金，不受本条规定限制。”

¹³ 《中华人民共和国合伙企业法》第16条：“合伙人可以用货币、实物、知识产权、土地使用权或者其他财产权利出资，也可以用劳务出资。”



金不能是募集来的资金，且票据信托募集资金是基于票据产品、且为定向募集而来，票据产品为风险自担产品，区别于“向非特定对象以保本保收益方式募集资金”，票据信托以发行票据所得募集资金作为合伙人实缴出资不违反《中华人民共和国合伙企业法》的规定。

（二）关于项目公司股权转让的合规性与交易方式的认定

在本项目中，根据国家企业信用信息公示系统公示信息，电力公司持有项目公司 100% 股权，电力集团持有电力公司 82.5627% 股权，电力国际为电力集团的控股股东，实际控制人为国资委；有限合伙企业的 GP 能源公司为电力公司的子公司，穿透之后的实际控制人也为国资委。项目公司股权转让后，有限合伙企业将持有项目公司 99% 股权、电力公司将持有项目公司 1% 股权。

项目公司 99% 股权从电力公司转让至有限合伙企业，可视为“同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让”，符合《企业国有资产交易监督管理办法》第三十一条规定的可以采取非公开协议转让方式进行产权转让的情形，无需通过产权市场公开进行。¹⁴

¹⁴ 国务院国资委关于《企业国有资产交易监督管理办法》（32 号令），2016 年 6 月 24 日发布，第 31 条：“以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：（一）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；（二）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。”



（三）关于运营保障机构及流动性支持的问题

1. 运营保障机构签订《运营保障协议》

根据交易架构安排，运营保障机构为项目公司提供运营保障服务和运营支持、履约支持等，受托人、合伙企业、项目公司与电力公司拟签订《运营保障协议》。在本项目中，会计事务所出具《关于资产支持票据（类 REITs）会计处理专项意见》后，电力公司可以在其合并财务报表中对合伙企业实施并表。

根据《上交所上市规则》（上证发〔2025〕59号）6.1.22¹⁵，对于电力公司为合伙企业控制下的项目公司提供运营保障服务和运营支持、履约支持，为“上市公司与其合并报表范围内的控股子公司、控制的其他主体发生的或者上述控股子公司、控制的其他主体之间发生的交易”，属于电力集团内部关联交易，无需单独披露。

2. 电力集团出具《支持函》

根据交易架构安排，若电力公司根据相关文件的约定进行运营支持和履约支持或置换现金义务时预计存在流动性资金不足，电力集团将全力促使电力公司获得流动性支持，并在电力公司所需流动性资金未得到补足时及时对其提供支持，以使其能够完全履行相关文件项下的运营支持和履约支持义务以及置换现金义务。

根据电力集团《公司章程》规定，董事会负责执行股东大会

¹⁵ 《上海证券交易所股票上市规则》6.1.22：“上市公司与其合并报表范围内的控股子公司、控制的其他主体发生的或者上述控股子公司、控制的其他主体之间发生的交易，可以免于按照本章规定披露和履行相应程序，中国证监会或者本所另有规定的除外。”



决议制定资产支持票据的发行方案，发行方案中会涉及电力集团出具《支持函》的内容，在电力公司未履行运营支持和履约支持义务以及置换现金义务时，电力集团将按《支持函》的约定为电力公司提供相关支持。

根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（简称“《担保制度解释》”）第三十六条规定¹⁶，法院对于第三方向债权人提供的差额补足、流动性支持等增信措施，将进行实质审查。若法院认定差额补足承诺人、流动性支持机构具有提供担保的意思表示，或者其行为实质上构成对债权人利益的保障与债务履行的增信支持，在法律性质上该措施将被认定为构成担保。

四、结语

尽管 REITs 与类 REITs 在产品属性、组织形式、产品结构、退出方式、产品期限、增信措施以及税务安排等方面均存在一定差异，但国内类 REITs 市场正展现出向公募化和轻资产化的方向持续演进的趋势。这一趋势不仅使得类 REITs 能够满足企业资产负债出表、降杠杆和增加当期利润等方面的个性化需求，而且与国家当前的宏观经济政策导向相契合，有助于推动金融服务实体经济、防范和化

¹⁶ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（法释〔2020〕28号），第36条：“第三人向债权人提供差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，具有提供担保的意思表示，债权人请求第三人承担保证责任的，人民法院应当依照保证的有关规定处理。”

第三人向债权人提供的承诺文件，具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示的，人民法院应当认定为民法典第五百五十二条规定的债务人。



解金融风险、盘活存量资产、促进高质量发展和深化供给侧结构性改革等目标的实现。

整体而言，权益并表类 REITs 作为盘活基础设施存量资产的重要金融工具，在政策支持与市场需求的驱动下，其应用场景将不断拓展，交易模式将日趋成熟。未来，随着公募 REITs 市场的进一步发展，权益并表类 REITs 将逐步实现与公募 REITs 的衔接，成为资本市场服务实体经济、推动国企改革与能源结构转型的重要载体。



◎ 市场动态资讯

票据利率逼近 0，4 月信贷“小月”有多冷？

经过 4 月 28 日的快速跳水后，票据市场 29 日出现短暂反弹，但整体仍徘徊于低位。

4 月 29 日，部分期限银行票据利率有所走高。截至当日收盘，5 月到期国股银票维持 0.01%，6 月到期品种上升 19BP 至 0.20%，7 月到期上升 20BP 至 0.35%。而在前一个交易日（4 月 28 日）收盘，1 个月、2 个月期国股银票转贴现利率已降至 0.01%，正式触及零利率关口。

业内人士分析认为，与往年不同，今年票据零利率现象出现的时点明显提前。当前票据利率的大幅下行，本质上是流动性宽松、信贷小月效应与实体融资需求疲软三者叠加共振的结果。往后看，票据市场可能维持震荡。

票据市场再现接近“0”利率

截至 4 月 29 日收盘，5 月到期国股银票维持 0.01%，6 月到期品种上升 19BP 至 0.20%，7 月到期上升 20BP 至 0.35%，8 月到期上升 17BP 至 0.52%，9 月到期上升 22BP 至 0.52%，10 月到期上升 11BP 至 0.64%。尽管早盘以股份制银行为代表的卖盘表现活跃，部分国有大行开始提价、收票意愿减弱，但尾盘仍有所走弱，反弹力度有限。

而前一个交易日收盘，1 个月、2 个月期国股银票转贴现利率已降至 0.01%，正式触及零利率；6 个月期品种大幅下行 13 个基点至 0.53%，创年内新低。全期限票据利率呈现全线跳水态势。

值得注意的是，零利率现象较往年明显提前。2025 年 7 月末，



1 个月期票据利率才首次出现零利率，而今年这一时间点提前至 4 月末，整整早了三个月。

“当前票据利率的大幅下行，本质上是流动性宽松、信贷小月效应与实体需求疲软三者叠加的结果。”广发证券分析师倪军分析认为。

Wind 数据显示，4 月以来票据贴现量持续高增，累计规模远超同期到期量，当月票据融资增量预计将创历史新高。据机构测算，截至 4 月 27 日，当月累计票据贴现量已达 3.26 万亿元。若最后三个工作日日均贴现 2500 亿元，全月贴现量将接近 4 万亿元，这一数据直观印证了银行“抢票冲量”的激烈程度。

从利差角度观察，截至 4 月 28 日，票据与国债利差已达 58BP，与同业存单利差为 88BP，创年内新高，接近去年 7 月末水平。多位市场人士认为，这间接指向 4 月信贷投放可能显著不及预期。

事实上，4 月历来是信贷投放的“小月”。过去两年 4 月票据融资增量均高达 8000 亿元以上，过去五年平均增量约 5000 亿元。业内人士称，今年一季度银行已完成“开门红”任务，加之实体融资需求未见明显回暖，银行通过票据填补信贷缺口的意愿自然更加强烈。

流动性淤积叠加资产荒

业内人士分析，票据利率持续走低并逼近零利率，并非单一因素所致，而是流动性宽松、供需失衡与“资产荒”共同作用的结果。

流动性“淤积”为利率下行提供了充足弹药。2026 年前两个月，央行通过 MLF、买断式回购等工具合计投放约 2 万亿元中长期流动性，创历史同期新高。这一规模远超实体经济实际需求，大量资金在银行体系内沉淀。

与此同时，央行延续“精准滴灌”的思路，上周（4 月 20 日至 23



日) 每日仅开展 5 亿元 7 天期逆回购操作, 利率维持 1.40%, 本周延续同一节奏。“地量”操作进一步巩固了流动性宽松的基调。

“近期央行地量操作属于‘削峰填谷’的常规模式, 在地缘政治冲突对我国宏观经济的冲击告一段落前, 流动性宽松格局延续的概率较高。”倪军认为。

在广发证券资深宏观分析师钟林楠看来, 本轮流动性宽松属于机构自发式宽松, 主要与三方面因素有关: 一是银行信贷受需求尚待提振、直接融资替代等因素影响偏弱, 扩表更依赖同业与债券资产; 二是央行明确稳定金融市场, 机构对后续政策与流动性预期相对乐观, 备付性需求下降; 三是财政支出较快, 2~3 月政府存款减少 1.47 万亿元, 为 2022 年以来同期最高降幅。

供需失衡则是利率逼近零的直接推手。当前票据市场长期处于“供小于求”格局。从供给端看, 4 月贴现票据到期量约 3.12 万亿元, 规模巨大。“从需求端看, 国有大行成为主要买家, 降价收票意愿强烈, 农商行、城商行等中小机构紧随其后, 非银机构持票量有限, 卖盘不足, 市场已形成明显的买方市场。”一位资深票据市场人士分析称。

据广发证券测算, 截至 4 月 23 日, 大行转贴现净买入 7148 亿元, 同比多买 1544 亿元; 农商行转贴现净买入 3790 亿元, 同比多买 569 亿元。“尤为值得关注的是, 短期票据供给相对充足, 但中长期票据供给严重不足, 银行为填补未来数月信贷缺口, 对中长期票据需求尤为迫切, 进一步压低了利率。”上述人士分析称。

更深层次看, “资产荒”背景下银行对低风险信贷资产的追捧加剧了下行压力。在实体经济融资需求疲软、优质信贷项目稀缺的情况下, 票据作为一种灵活的低风险信贷资产, 成为银行优化资产负



债表、填补信贷缺口的重要选择。上述人士称，加之 4 月为传统信贷小月，银行“抢票冲量”意愿更为强烈。

针对 4 月 29 日票据利率出现的短暂反弹，市场人士认为，更多反映了月末机构需求阶段性满足后的技术性调整。早盘股份制银行卖盘活跃，主要国有行纷纷提价、收票意愿减弱，部分农商行仍有收票意愿，但整体反弹力度有限，尾盘再度走弱。展望后市，倪军指出，资金面宽松与止盈需求多空交织，票据市场与债市均可能维持震荡。



太保回应险资投资热点：看好 A 股结构性机会，权益比例保持合意

在一季度的资本市场震荡下，上市险企一季报的净利润表现均受到了不小的影响。险资接下来如何看待今年资本市场的走势？怎么进行下一步权益投资？权益投资比例又是否会有所改变？

4月29日召开的一季报业绩发布会上，中国太保副总裁、财务负责人苏罡就市场关心的险资投资热点问题进行了回应。

股市结构性亮点突出

一季度的资本市场震荡使得上市险企一季报的投资收益率普遍呈现下跌态势。财报数据显示，中国太保一季度实现净投资收益率 0.7%，同比下降 0.1 个百分点；总投资收益率为 0.8%，同比下降 0.2 个百分点。

在此基础上，作为重要的机构投资者，中国太保将如何看待今年的资本市场走势？

苏罡在业绩发布会上表达了对于接下来资本市场走势的乐观。

“我们还是非常看好 2026 年中国股市的整体表现，这也与目前经济发展的特征相关。”苏罡说，“中国经济在今年第一季度实现了非常好的‘开门红’，基本面具有很强的韧性。”

具体来说，苏罡认为，当前市场存在四大支撑因素：

从盈利角度看，尽管股市总体修复能力还有待进一步提升，但是结构性亮点突出，包括有色、计算机等行业的利润增长较快；新消费、AI、创新药等领域的景气度也非常高，这会带来相应行业的盈利支撑。

从流动性角度看，今年国内货币政策会继续保持适度宽松。在



此环境下，今年储蓄存款面临再配置需求从而带来的潜在增量资金规模相当可观，这也将为市场酝酿相应的结构性行情提供有效的流动性支撑。

从供求关系看，A股的供求关系十分有利，配置型资金配置A股优质资产的趋势非常明显。

从估值角度看，国内权益市场估值整体还处在比较合理的水平。横向来看，沪深300指数、恒生指数的风险溢价率和股息率仍然高于十年期国债收益率。纵向对比，沪深300指数、恒生指数的估值和风险溢价也都处在历史平均值附近，“这为险资更好挖掘长期的优质标的，提供了非常合理的估值环境。”苏罡说。

目前权益投资比例“合意”

在对今年资本市场前景较为看好的前提下，中国太保是否会提升权益资产比例？

对此，苏罡表示：“在太保的长期资产负债管理体系之下，无论是从战略配置还是战术配置来看，目前（权益投资比例）都是比较合意的。”

尽管一季报各家上市险企基本均未披露大类资产配置情况，但从2025年末的数据来看，在A股上市险企中，中国太保的权益投资比例相对较低。

针对此问题，苏罡回应称，各家公司的资产负债管理方法、战略资产配置比例的安排，都与其面临的负债特性密切相关。“所以这个比例肯定不应该简单做同业之间的比较，因为各家公司负债端的业务结构并不相同。”

苏罡称，只有通过构建更加科学、稳健的投资组合，能够在不同的市场环境下都保持持续稳定的收益，并有效控制风险，这与



保险公司资产负债管理的最基本逻辑密切相关。而在资产配置上，中国太保会坚持战略资产配置定力，并基于投研能力建设，结合对资本市场的判断，在战略资产配置的基础上，灵活地开展有纪律的配置，这样才能更好把握目前市场的结构性机会。

同时，苏罡表示，将实现更加多元化的配置，例如加大对 ABS 等创新型优质资产的拓展力度，持续做好未上市股权等另类资产配置，继续提高长期风险回报；将持续推进私募证券投资基金在内的各种新业务试点，以及探索境外投资与全球化资产配置模式。



金价较年初高点已回撤近两成，该抄底还是观望？

中东局势陷入僵局，金价却越跌越深。

4月29日，国际黄金价格再现跳水，伦敦金现货价格一度跌破4600美元/盎司的关键关口，盘中最低触及4556美元/盎司。

宏观面上，据央视新闻，当地时间28日，美伊仍就霍尔木兹海峡问题各执一词，双方的谈判方案仍未敲定，在关键议题——核问题上也存在较大分歧，陷入“不战不谈”的对峙僵局。

申银万国期货分析称，美伊谈判仍然前景不明，油价高企带动通胀或阶段性维持高位，美联储降息预期承压，贵金属短期缺乏上行驱动。但考虑到美国内需疲软、就业市场下行风险仍在，后续随着地缘局势逐步缓和，下半年降息预期仍有望回归。

美以伊局势反复、降息预期落空

截至目前，美以伊冲突爆发已过60天，而自4月8日临时停火协议达成以来，各方的博弈从未停止。

期间，霍尔木兹海峡通行受阻持续推高油价，WTI原油期货价格一度突破每桶119美元，能源成本飙升直接推高生产、运输和消费各环节价格。世界银行警告，若最严重供应中断在5月结束，2026年能源价格仍可能飙升24%，创下俄乌冲突以来新高。

通胀高企也让市场对美联储降息的预期进一步落空。美国一季度核心PCE初值已飙升至3.5%~3.7%，远超2%的政策目标。CME FedWatch数据显示，美联储4月维持利率不变的概率为100%，到6月累计降息概率也仅为2.6%。

交易人士对第一财经分析称，本轮金价下跌本质上是中东冲突持续下，从避险驱动转向通胀驱动的市场再定价。油价上涨推高实际利率预期，压缩黄金吸引力，但这并非黄金的避险属性失效，而



是短期宏观因素叠加导致的市场结构性调整。

资金面上,近期多空博弈仍存。美国商品交易管理委员会(CFTC)公布,截至4月21日当周,COMEX黄金期货报告多头持仓增加0.94%,至313619张;报告空头持仓增加0.94%,至352553张;非商业性净多头头寸增加1480张,至164006张,占比为44.8%。

东吴期货表示,贵金属将震荡下行。美以伊冲突陷入外交僵局、油价持续高位令通胀担忧挥之不去,加之美联储即将召开的政策会议可能继续按兵不动,都令金银价格承压。在美联储主席鲍威尔最后一次新闻发布会和伊朗局势明朗之前,市场观望情绪较浓。

全球黄金需求格局重塑

与短期行情波动形成呼应的是,机构依旧看好金价长期支撑。

世界黄金协会于最新发布的2026年一季度《全球黄金需求趋势报告》显示,高金价环境下,全球黄金市场发生深层变化,价格并未消灭需求,只是改变了需求的结构。

报告显示,一季度全球黄金总需求(含场外交易)达到1231吨,同比小幅增长2%,尽管需求量增幅温和,但需求总金额飙升至1930亿美元的历史纪录,同比大幅攀升74%。

在需求结构上,投资需求成为支撑市场的核心力量。受高金价与避险需求双重推动,全球金条与金币投资同比大幅增长42%至474吨,其中中国金条与金币需求同比激增67%至207吨,创下季度新高,印度、韩国、日本等亚洲市场以及欧美地区的实物黄金投资均呈现强劲增长态势。

全球实物黄金ETF也在一季度维持净流入,持仓增加62吨,亚洲投资者成为买入主力,抵消了欧美市场小幅流出的影响。受金价高位运行影响,全球金饰消费需求则同比下滑23%至300吨。



此外，全球央行的购金行为持续为黄金市场提供坚实支撑，一季度央行净购金 244 吨，同比增长 3%，购金量高于近五年均值，即便少数官方机构出现售金行为，目前尚未改变央行整体增持黄金的趋势。

世界黄金协会资深市场分析师 Louise Street 表示，地缘政治风险溢价将持续支撑黄金投资需求，但若高利率环境维持更久，欧美市场投资者对黄金的投资兴趣或有所降低；未来关注能源短缺问题或给供给端带来的潜在变数。

回到投资者最关心的问题，当前金价跌至 4575 美元，该不该入场？

上述交易人士进一步分析称，目前国际黄金价格较年初触及的历史高点 5600 美元高位已回撤近 19%，投机泡沫得到一定释放。中长期看，亚洲投资者“越跌越买”的惯性、全球央行战略性购金的定力、以及金饰消费金额层面的韧性，构成了中长期黄金需求的支撑。一旦美伊谈判出现突破性进展或美联储释放温和信号，黄金的反攻窗口将重新打开。在此之前，等待 FOMC 声明落地，或许是比盲目“抄底”更稳妥的选择。

东吴期货也提示称，本周需重点关注中东地缘动向、美联储议息会议及美国 PCE 数据。另外，临近长假，投资者需做好风险防控，谨防假期期间外盘扰动对节后持仓的不利影响。