



2024 年 3 月 第一期

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

•

干 事：

本期编辑：

张卫工 周红节



目录

◎ 政策法规	1
关于就《证券期货法律适用意见——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知	1
中国人民银行广东省分行 中国人民银行深圳市分行 国家金融监督管理总局广东监管局 国家金融监督管理总局深圳监管局 中国证券监督管理委员会广东监管局 中国证券监督管理委员会深圳监管局关于印发《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》的通知	6
◎ 专业文章	24
基础设施公募 REITs 法律业务难点系列之 ——消费基础设施公募 REITs 涉商品住宅业务排查与隔离问题剖析	24
退出视野下的私募基金管理人信义义务	35
◎ 市场动态简讯	50
2024 年 2 月份金融市场运行情况	50
支付平台新型套现隐秘江湖： 中介虚假开店已形成产业链	53
人民币中间价重回 7.1 以下 短期波动无碍长期信心	57



关于就《证券期货法律适用意见——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知

为了正确理解与适用《上市公司收购管理办法》（证监会令第166号）第十三条、第十四条，我会起草了《证券期货法律适用意见——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。公众可以通过以下途径和方式提出反馈意见：

1. 电子邮件: ssb@csrc.gov.cn。
2. 通信地址: 北京市西城区金融大街19号富凯大厦中国证监会上市公司监管司, 邮政编码: 100033。

意见反馈截止时间为2024年2月4日。

中国证监会

2024年1月5日



附件 1:

证券期货法律适用意见
——《上市公司收购管理办法》第十三条、第十四条的适用意见
(征求意见稿)

为了正确理解与适用《上市公司收购管理办法》(证监会令第 166 号,以下简称《收购办法》)第十三条、第十四条,我会制定《证券期货法律适用意见——〈上市公司收购 管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见(征求意见稿)》, 现予公布, 请遵照执行。

一、《收购办法》第十三条第一款“达到一个上市公司 已发行股份的 5%时”是指触及一个上市公司已发行股份的 5%时, 如从 4%升至 5%、从 6%降至 5%。

《收购办法》第十四条第一款“达到或者超过一个上市 公司已发行股份的 5%时”是指触及或者跨越一个上市公司 已发行股份的 5%时。

二、《收购办法》第十三条第二款“占该上市公司已发 行股份的比例每增加或者减少 5%”是指占该上市公司已发行 股份的比例触及 5%的整数倍(不含 5%), 如 10%、15%等。

《收购办法》第十四条第二款“占该上市公司已发行股 份的比例每增加或者减少达到或者超过 5%”是指占该上市 公司已发行股份的比例触及或者跨越 5%的整数倍 (不含 5%), 如 10%、15%等。

三、《收购办法》第十三条第三款“占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少 1%”是指占该上市公司已发 行股份的比例触及 1%的整数倍时, 如 6%、7%、8% 等。

四、因上市公司增发股份、减少股本、以及可转债持有 人转股等上市公司股本变化导致投资者及其一致行动人拥 有权益的股份比例触及或者跨越 5%及 5%的整数倍, 或者导 致持股 5%以上的投资者及其一致行动人拥有权益的股份比 例触及或者跨越 1%的整数倍的, 投资者及其一致行动人无需 履行报告、公告和限售义务。上市公司应当自完成股本变更登记之日起规定时间内, 就因此导致的投资者及其一致行动 人拥有权益的股份发生前述变动情况作出公告; 因公司减少 股本可能导致投资者及其一致行动人成为公司第一大股东 或者实际控制人的, 该投资者及其一致行动人应当



按照《收购办法》第十九条履行报告、公告义务。

五、《收购办法》第十三条、第十四条中的时间指交易日。其中，第十三条第一款和第十四条第一款的“事实发生之日起3日内”中3日的起算日为事实发生之日；第十三条第一款的“在上述期限内”是指该事实发生之日起至公告前，含事实发生之日和公告日当天；第十三条第二款的“事实发生之日起至公告后3日内”含事实发生之日，3日的起算日为公告日的次一交易日。

六、本规定自发布之日起实施。本规定发布之前实施的股票交易行为适用2020年7月31日发布的《监管规则适用指引——上市类第1号》，但依据本规定认定违法程度较轻或者不认为是违法的，适用本规定。



附件 2

关于《证券期货法律适用意见——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见（征求意见稿）》的起草说明

一、起草背景

根据上市公司收购规则，投资者持股变动达到 5%时须 暂停交易、公开披露，其目的是对收购进行预警、平衡各方 利益。《证券法》《上市公司收购管理办法》（以下简称《收 购办法》）规定，投资者及其一致行动人持股达到 5%后，其 所持股份比例每增加或者减少 5%，应当报告与公告，在该 事实发生之日起至公告后三日内，不得再行买卖该上市公司 的股票。长期以来，对前述要求存在刻度、幅度两种理解，“刻度说”认为，持股比例达到 5%及其整数倍时（如 10%、15%、20%、25%、30%等），暂停交易并披露；“幅度说”认为，持股比例增减量达到 5%时（如 6%增至 11%、12%减至 7%），暂停交易并披露。

从监管实践和境外经验来看，“刻度说”、“幅度说”本质 上并无优劣之分，但两种理解长期存在，不便于投资者理解 和操作，容易产生一些问题。考虑到“刻度说”在计算权益变 动披露和暂停时点时更便捷，有利于减少实践中投资者无意 违规的情形，也有利于市场快速掌握重要股东的持股信息， 更能体现收购预警意义，因此，我们拟制定《证券期货法律 适用意见——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见（征求意见稿）》（以下简称《法律适用意见》），对《收购办法》第十三条、第十四条进行解释，明确刻度标准。

二、明确为“刻度说”具有合理性

一是刻度便于投资者理解和监管执法。投资者只需关注 自身的“静态”持股比例，无需考虑复杂的计算问题，极大减 少合规成本，违规将大幅减少。由于刻度标准无需任何计算， 合规与违规一目了然，计算违规比例相对清楚，监管执法也 较为简单。

二是刻度更能体现上市公司收购的预警意义。收购制度 本意在于提高控制权市场的透明度，便于及时了解重要股东 持股信息 and 公司控制权变更风险。刻度标准侧重于体现股东 持股“余额”，可以直接为投资者决策提供有价值的信息。

三是按刻度有利于内地市场对外开放。随着资本市场对 外开放的逐步推进，在互联互通的背景下，使用刻度标准便 于 A+H 股、沪港通、沪伦通、红筹企业



投资者理解和适用 A 股规则,进一步增进互联互通。对于仅持有 A 股、H 股的投资者而言,由于香港市场采用刻度标准,以刻度计算可以使两地权益变动披露时点得到统一。

此外,由于在刻度标准下投资者权益变动违规比例通常比在幅度标准下高,统一明确为刻度标准后,对已按幅度标准作出行政处罚的案件影响有限。

三、《法律适用意见》主要内容

一是明确刻度标准。针对《收购办法》第十三条、第十四条涉及的“每增加或者减少 5%”、“每增加或者减少 1%”,统一明确为触及 5%或 1%的整数倍。同时对于条款中“达到(或者超过)一个上市公司已发行股份的 5%”明确为触及(或者跨越)5%,避免对“达到”仅理解为比例升至 5%、而忽略比例降至 5%的情形。

二是明确投资者持股比例被动触及刻度时无需履行披露和限售义务。对于上市公司股本发生变化导致投资者持股变动的,如上市公司增发股份、减少股本、或可转债持有人转股等,考虑到该种情形下投资者的持股变动属于被动变化,从平衡投资者披露成本和控制权市场透明度的角度,明确该情况下投资者无需履行披露和限售义务,由上市公司就因股本变化导致的投资者持股变动进行公告。

三是新老划断。明确新规自发布起实施,新规施行后新发现的过去违规行为,按照“从旧兼从轻”原则执行。

需要说明的是,针对投资者持股比例被动触及刻度的情形,本规定要求上市公司自完成股本变更登记之日起规定时间内披露因股本变动导致的投资者权益变动情况。对于前述“规定时间”,后续沪深证券交易所在自律规则层面将进一步细化不同情形下上市公司的披露时间要求。



中国人民银行广东省分行 中国人民银行深圳市分行 国家金融监督管理总局广东监管局 国家金融监督管理总局深圳监管局 中国证券监督管理委员会广东监管局 中国证券监督管理委员会深圳监管局关于印发《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》的通知

广东银发〔2024〕5号

为稳妥有序推进粤港澳大湾区金融市场互联互通，支持大湾区建设，促进内地与港澳经济融合发展，中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局和中国证券监督管理委员会深圳监管局依据《中华人民共和国中国人民银行法》《中华人民共和国银行业监督管理法》《中华人民共和国商业银行法》《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国证券投资基金法》等法律法规，联合修订了《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》（见附件）。现印发给你们，请遵照执行。

请中国人民银行珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆市分行联合国家金融监督管理总局当地分局将本通知转发至辖内各银行。

执行过程中如遇到问题，请及时向上级单位和所在地监管机构报告。

特此通知。

附件：粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则.doc

中国人民银行广东省分行

中国人民银行深圳市分行

国家金融监督管理总局广东监管局

国家金融监督管理总局深圳监管局

中国证券监督管理委员会广东监管局

中国证券监督管理委员会深圳监管局

2024年1月24日



附件：

粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则

第一章 总 则

第一条 根据《中华人民共和国中国人民银行法》《中华人民共和国银行业监督管理法》《中华人民共和国商业银行法》《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国证券投资基金法》等法律法规，为贯彻落实《粤港澳大湾区发展规划纲要》《金融支持粤港澳大湾区建设的意见》和《中国人民银行 香港金融管理局 澳门金融管理局关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的联合公告》有关要求，规范“跨境理财通”大湾区内地业务试点相关工作，制定本细则。

第二条 “跨境理财通”业务是指粤港澳大湾区内地和港澳投资者通过区内金融机构体系建立的闭环式资金管道，跨境投资对方金融机构销售的合资格投资产品（以下简称“投资产品”）。“跨境理财通”分为“北向通”和“南向通”。其中，“北向通”指港澳投资者在粤港澳大湾区内地销售机构开立个人投资账户，通过闭环式资金管道汇入资金购买内地销售机构销售的投资产品；“南向通”指粤港澳大湾区内地投资者在港澳销售机构开立个人投资账户，通过闭环式资金管道汇出资金购买港澳销售机构销售的投资产品。

本细则所称金融机构包括银行业金融机构和证券公司。本细则所称“港澳投资者”是指符合“北向通”业务试点条件的港澳地区居民个人，“内地投资者”是指符合“南向通”业务试点条件的粤港澳大湾区内地居民个人。

第三条 本细则所称“内地销售机构”包括“内地销售银行”和“内地销售证券公司”。“内地销售银行”是指销售“北向通”投资产品的粤港澳大湾区内地银行业金融机构；“内地销售证券公司”是指销售“北向通”投资产品的粤港澳大湾区内地证券公司。

本细则所称“港澳销售机构”包括“港澳销售银行”和“港澳销售证券公司”。“港澳销售银行”是指销售“南向通”投资产品的港澳地区银行业金融机构；“港澳销售证券公司”是指销售“南向通”投资产品的合资格香港持牌法团和澳门证券公司。



本细则所称“内地合作机构”包括“内地合作银行”和“内地合作证券公司”。“内地合作银行”是指与港澳销售银行合作开展“南向通”业务、为内地投资者开立“南向通”汇款账户并进行资金汇划的粤港澳大湾区内地银行业金融机构；“内地合作证券公司”是指与港澳销售证券公司合作开展“南向通”业务、为内地投资者开立“南向通”资金账户并进行资金汇划的粤港澳大湾区内地证券公司。

本细则所称“港澳合作机构”包括“港澳合作银行”和“港澳合作证券公司”。“港澳合作银行”是指与内地销售银行合作开展“北向通”业务、为港澳投资者开立“北向通”汇款账户并进行资金汇划的港澳地区银行业金融机构；“港澳合作证券公司”是指与内地销售证券公司合作开展“北向通”业务、为港澳投资者开立“北向通”资金账户并进行资金汇划的合资格香港持牌法团和澳门证券公司。

第四条 “跨境理财通”业务试点按照“业务环节发生地”原则管理，遵守粤港澳三地账户、资金、投资产品销售与管理的相关法律法规。

第五条 中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局和中国证券监督管理委员会深圳监管局，根据中国人民银行与国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局、香港金融管理局、香港证券及期货事务监察委员会、澳门金融管理局签订的监管合作备忘录，建立健全监管合作安排和联络协商机制，共同开展“跨境理财通”大湾区内地业务试点监管工作，督促建立公平交易秩序，保护投资者权益。

第六条 内地销售机构和内地合作机构应当按照《中华人民共和国反洗钱法》和中国人民银行有关规定，切实履行反洗钱、反恐怖融资和反逃税义务。

第七条 内地销售机构和内地合作机构应与经港澳金融监管机构确定纳入试点范围的港澳销售机构和港澳合作机构通过协商开展合作，签署“跨境理财通”试点业务合作协议，明确各方责任义务，共同遵守内地金融管理部门及港澳金融监管机构出台的“跨境理财通”业务试点实施细则等相关规定，并就销售人员管理、产品信息及销售要求培训、数据信息共享及定期核对、落实反洗钱和反恐怖融资各项工作要求等达成共识，为投资者提供“北向通”和“南向通”金融服务。内地销售机



构（内地合作机构）可同时与多家港澳合作机构（港澳销售机构）合作开展“跨境理财通”业务。

第八条 内地销售机构和内地合作机构应加强投资者金融知识教育，在开展“跨境理财通”业务时宣传“卖者尽责、买者自负”理念。

第九条 内地投资者和港澳投资者应使用自有资金购买投资产品，不得募集他人资金或使用其他非自有资金进行投资。

第十条 内地销售机构和内地合作机构开展“跨境理财通”业务试点时，应当按照“了解你的客户”“了解你的业务”和“尽职审查”展业三原则，切实做好业务真实性审核。

第十一条 “跨境理财通”业务试点使用人民币进行跨境结算，资金兑换在离岸市场完成。“北向通”和“南向通”资金跨境汇划均通过人民币跨境支付系统（CIPS）办理。

开展“北向通”（“南向通”）业务的内地销售证券公司（内地合作证券公司），须在至多1家已完成报备的“跨境理财通”业务试点内地银行开立“北向通”投资专用账户（“南向通”汇款专用账户），通过该内地银行为港澳投资者（内地投资者）投资资金汇集后办理资金跨境汇划。

第二章 展业规范

第十二条 内地销售机构和内地合作机构应满足以下条件：

- （一）在粤港澳大湾区内地9市注册法人金融机构或设立分支机构；
- （二）已建立开展“跨境理财通”业务的内控制度、操作规程、账户管理和风险控制措施，确保具备从事“跨境理财通”业务及其风险管理需要的专业人员、业务处理系统、会计核算系统和管理信息系统等人力、物力资源；
- （三）建立“跨境理财通”投资者权益保护及投诉纠纷解决相关机制；
- （四）具有资金跨境流动额度控制和确保资金闭环汇划的技术条件，内地销售机构还需具备确保资金封闭管理的技术条件，能确保所销售“北向通”投资产品符合金融管理部门相关要求；



(五) 3年内无严重违法违规行为和因内部管理问题导致的重大事件，或者相关违法违规及内部管理问题已整改到位并经金融管理部门认可；

(六) 内地金融管理部门的其他相关要求。

第十三条 内地销售机构和内地合作机构应按属地监管原则，根据中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局要求，完善相关业务系统，确保实现“跨境理财通”资金闭环汇划和封闭管理，并在其指导下对“跨境理财通”业务系统准备情况进行测试评估。

内地销售机构和内地合作机构评估完成后，应按属地监管原则，向中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局报备以下材料：

- (一) “跨境理财通”业务的内控制度和操作规程；
- (二) “跨境理财通”资金闭环汇划和封闭管理等系统的测试评估报告；
- (三) “跨境理财通”业务洗钱和恐怖融资风险评估报告以及相应后续风险控制措施；
- (四) 投资者权益保护实施方案；
- (五) 选定的港澳合作机构、港澳销售机构及拟签署的合作协议；
- (六) 内地销售证券公司和内地合作证券公司与内地银行办理资金跨境汇划的拟签署合作协议；
- (七) 内地金融管理部门要求提供的其他材料。

中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行通过其官方网站及时公布经报备的内地销售机构和内地合作机构名单。

第十四条 拟退出“跨境理财通”业务试点的内地销售机构和内地合作机构，应按属地监管原则，向中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管



理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局报备退出方案，退出方案包括并不限于以下内容：

- （一）业务试点存量资金、资产情况，在尽可能确保现有投资者资金和资产权益前提下制定的业务退出计划及时间表；
- （二）退出宣导方案及相关应急预案；
- （三）涉及信访、舆情、群体性事件及其他消费者权益保护事项的处理情况等；
- （四）内地相关金融管理部门要求提供的其他内容。

内地销售机构和内地合作机构完成退出方案报备后，应停止新办业务并按报备方案实施退出。

第十五条 开展“北向通”业务的港澳投资者应符合港澳金融监管机构规定的有关要求。港澳投资者业务资格由港澳合作机构进行核实。

第十六条 开展“南向通”业务的内地投资者需满足以下条件：

- （一）具有完全民事行为能力；
- （二）具有粤港澳大湾区内地 9 市户籍或在粤港澳大湾区内地 9 市连续缴纳社保或个人所得税满 2 年；
- （三）具有 2 年以上投资经历，且满足最近 3 个月家庭金融资产月末余额不低于 100 万元人民币，或者最近 3 个月家庭金融资产月末余额不低于 200 万元人民币，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元人民币。

内地合作机构应切实落实对内地投资者业务资格和资金来源的审核责任，确保内地投资者使用自有资金购买投资产品，不存在募集他人资金或使用其他非自有资金进行投资等行为。

第三章 “北向通” 业务

第十七条 在港澳合作机构确认港澳投资者资格之后，内地销售机构应在其营业场所或通过线上渠道与港澳投资者签订“北向通”业务协议，明确业务操作流程和各自权利、义务，向港澳投资者充分披露信息和揭示风险。



第十八条 内地销售银行可按现行制度规定为港澳投资者新开立个人人民币银行账户，或使用其指定的已有个人人民币银行账户，作为“北向通”投资户，用于购买“北向通”投资产品。内地销售证券公司可按现行制度规定为港澳投资者新开立个人资金账户，作为“北向通”投资户，用于购买“北向通”投资产品。

为港澳投资者办理“北向通”投资本金首次汇入前，内地销售机构应向人民币跨境收付信息管理系统（RCPMIS）录入“跨境理财通业务备案信息”。录入成功后，港澳投资者方可办理“北向通”资金汇划业务。

港澳投资者可通过下列方式办理“北向通”业务：

- （一）选择 1 家内地销售银行，及其 1 家港澳合作银行；
- （二）选择 1 家内地销售证券公司，及其 1 家港澳合作证券公司。

第十九条 内地销售机构应将“北向通”投资户与港澳投资者在港澳合作机构指定的“北向通”汇款户进行信息核对，确保投资户与汇款户为同一开户人。内地销售机构应在投资户与汇款户间建立资金闭环汇划关系，确保汇款户是投资户内“北向通”投资本金来源的唯一账户和“北向通”资金原路汇回的唯一账户。“北向通”资金是指港澳投资者从汇款户汇入的投资本金、孳息和因购买“北向通”投资产品到期或赎回后所得本金和收益。

第二十条 内地销售机构应采取有效措施，对跨境汇入投资户内的“北向通”资金进行封闭或专户管理，确保“北向通”资金仅限于购买内地销售机构销售的“北向通”投资产品。港澳投资者购买的“北向通”投资产品到期或赎回后所得本金和收益应原路返回投资户并进行封闭或专户管理。

第二十一条 区内金融机构为港澳投资者办理“北向通”资金汇划时，应使用 CIPS111 报文，业务种类选择“跨境理财通-北向通（WMCN）”。

第二十二条 “北向通”投资产品范围包括：

- （一）内地销售银行的人民币存款产品；
- （二）内地理财公司（包括银行理财子公司和外方控股的合资理财公司）按照理财业务相关管理办法发行，并经发行人和内地销售机构评定为“一级”至“三级”风险等级的固定收益类、权益类公募理财产品（现金管理类理财产品除外）；



（三）经内地公募基金管理人和内地销售机构评定为“R1”至“R4”风险等级的公开募集证券投资基金（商品期货基金除外）。

第二十三条 内地销售机构应对向港澳投资者销售的“北向通”投资产品进行尽职审查，全面了解投资产品的性质及风险，按现行相关金融管理部门要求评估投资产品风险级别，对向港澳投资者销售的“北向通”投资产品的风险评估标准应与经其他途径销售的同一产品保持一致。

第二十四条 内地销售机构可根据已签订“北向通”业务协议并开立投资户的港澳投资者的要求，在其营业场所或通过电话、线上等渠道提供查询和购买投资产品的服务。

第二十五条 内地销售机构应按照相关金融管理部门要求做好销售管理，加强投资者适当性管理，做好投资者风险承受能力评估，做好投资者风险承受能力和投资产品风险等级的匹配，履行信息保密义务等。面向港澳投资者与面向内地投资者的风险承受能力评估标准应保持一致。

内地销售机构要向港澳投资者充分揭示风险，不得宣传或承诺保本保收益，不得误导投资者购买与其风险承受能力不相匹配的投资产品。

第二十六条 内地销售机构原则上不得主动跨境邀请、招揽客户和提供投资建议，或前往港澳开展关于“跨境理财通”的实质性销售行为，但可按照下列金融管理部门认可的情形，在其营业场所（含电子渠道）向客户提供服务。

（一）对于未开立“北向通”投资户的港澳地区居民个人：

1. 提供有关“跨境理财通”的一般资料，包括“跨境理财通”服务的事实表述和合资格投资产品范围及类别的概括性表述；

2. 提供宏观经济、市场环境、行业板块等一般财务资讯；

3. 派员出席（或邀请内地理财公司、内地公募基金管理人共同出席）港澳合作机构在其业务所在地举办的简介会和研讨会，讲解上述 1 和 2 的资料；

4. 在公开宣传材料中可以表示会向港澳地区居民个人就投资户开立提供优惠，但优惠的具体内容只能应港澳地区居民个人要求方可提供；



5. 应港澳地区居民个人要求，对相关投资产品提供咨询、解释服务，并可向其提供有关“跨境理财通”的服务资料，包括销售产品清单和个别产品事实性资料（如产品销售文件）；

6. 在网站、手机客户端等电子渠道提供筛选功能，让港澳地区居民个人自主识别其提供的合资格投资产品；

7. 经金融管理部门认可的其他服务。

（二）对于已开立“北向通”投资户的港澳投资者除可提供上述服务外，还可提供以下服务：

1. 办理投资产品的认购、申购、赎回等；

2. 提供研究报告作为参考，但内容不应涉及个别产品；

3. 应港澳投资者要求，在综合评估港澳投资者的风险承受能力后，为其介绍符合其风险评估等级的产品；

4. 经金融管理部门认可的其他服务。

第二十七条 “北向通”投资产品宣传销售文本应按照投资产品宣传销售相关管理规定制作，文本内容应当客观、真实、准确反映投资产品的信息，不得宣传投资产品预期收益率。

第二十八条 投资户内“北向通”资金及所购买的投资产品不得用作质押等担保用途。

第二十九条 港澳投资者若需终止与原内地销售机构的“北向通”业务协议，应将“北向通”投资产品全部赎回，并将“北向通”资金全部从投资户原路汇回汇款户，然后解除汇款户和投资户的资金闭环汇划关系。内地销售机构终止与港澳投资者“北向通”业务协议的，应于资金闭环汇划关系解除后5个工作日内将港澳投资者“跨境理财通业务备案信息”变更为“撤销”。

第三十条 港澳投资者若需更换办理“北向通”业务的内地销售机构，应按前述规定终止在原内地销售机构的业务协议并解除汇款户和投资户的资金闭环汇划关系。



第四章 “南向通” 业务

第三十一条 内地合作机构应按本细则第十六条所列标准，落实对内地投资者业务资格及资金来源的审核责任。对于审核通过的，及时向港澳销售机构反馈，并指引通过审核的内地投资者与港澳销售机构签订“南向通”业务协议。

第三十二条 内地合作银行可按现行制度规定为内地投资者新开立个人人民币 I 类银行账户，或使用其指定的已有个人人民币 I 类银行账户作为“南向通”汇款户，用于“南向通”资金汇划。内地合作证券公司可按现行制度规定为内地投资者新开立个人资金账户，或使用其指定的已有个人资金账户作为“南向通”汇款户，用于“南向通”资金汇划。

为内地投资者办理“南向通”投资本金首次汇出前，内地合作机构应向人民币跨境收付信息管理系统（RCPMIS）录入“跨境理财通业务备案信息”。录入成功后，内地投资者方可办理“南向通”资金汇划业务。

内地合作机构应指引内地投资者按照港澳金融监管机构相关要求，在港澳销售机构新开立“南向通”投资户，专门用于购买“南向通”投资产品。内地合作机构可代理港澳销售机构进行开户见证，为合格的内地投资者提供“南向通”投资户见证开户服务。

内地投资者可通过下列方式办理“南向通”业务：

（一）在香港和澳门地区至多各选择 1 家港澳销售银行，及其 1 家内地合作银行；

（二）在香港和澳门地区至多各选择 1 家港澳销售证券公司，及其 1 家内地合作证券公司。

第三十三条 内地合作机构在收到港澳销售机构提供的投资户开户信息之后，应对内地投资者指定的“南向通”汇款户与投资户的信息进行核对，确保汇款户与投资户为同一开户人。内地合作机构应与港澳销售机构约定，在投资户与汇款户间建立资金闭环汇划关系，确保汇款户是投资户内“南向通”投资本金来源的唯一账户和“南向通”资金原路汇回的唯一账户，“南向通”资金仅限于购买港澳销售机构销售的“南向通”投资产品。“南向通”资金是指内地投资者从汇款户汇出的投资本金、孳息和因购买“南向通”投资产品到期或赎回后所得本金和收益。



第三十四条 区内金融机构为内地投资者办理“南向通”资金汇划时，应使用CIPS111报文，业务种类选择“跨境理财通-南向通（WMCS）”。

第三十五条 内地合作机构应提示内地投资者，在开展“南向通”业务时应当了解港澳投资产品市场交易的业务规则与流程，结合自身风险偏好确定投资目标，客观评估自身风险承受能力。

第三十六条 内地合作机构可按照下列金融管理部门认可的情形，在其营业场所（含电子渠道）向客户提供服务。

（一）对于未开立“南向通”汇款户的粤港澳大湾区内地居民个人：

1. 提供有关“跨境理财通”的一般资料，包括“跨境理财通”服务的事实表述和合资格投资产品范围及类别的概括性表述；

2. 提供宏观经济、市场环境、行业板块等一般财务资讯，未取得证券投资咨询业务资格的，不应涉及证券及其相关产品价值、市场走势等投资分析、预测或建议；

3. 举办简介会和研讨会，邀请港澳销售机构出席，讲解上述1和2的资料；

4. 内地合作银行可以在公开宣传材料中表示会向内地投资者汇款户开立提供优惠，但优惠的具体内容只能应粤港澳大湾区内地居民个人要求方可提供；

5. 提供港澳销售机构营业场所（含电子渠道）的联络资料；

6. 经金融管理部门认可的其他服务。

（二）对于已开立“南向通”汇款户的内地投资者除可提供上述（一）的服务外，还可提供以下服务：

1. 应内地投资者要求，提供港澳销售机构的销售产品清单；

2. 经金融管理部门认可的其他服务。

内地合作机构应提示港澳销售机构，可应客户要求通过电话、线上等渠道对相关产品提供咨询、解释服务，但不得主动跨境邀请、招揽客户和提供投资建议或前往内地开展关于“跨境理财通”的实质性销售行为。



第三十七条 内地合作机构应明确告知内地投资者，通过“南向通”业务汇出资金及所购买的投资产品不得用作质押等担保用途。

第三十八条 内地合作机构应明确告知内地投资者，若需终止“南向通”业务协议，应将“南向通”投资产品全部赎回，并将“南向通”资金全部从投资户原路汇回汇款户，然后解除汇款户和投资户的资金闭环汇划关系。内地合作机构终止与内地投资者“南向通”业务协议的，应于资金闭环汇划关系解除后5个工作日内将内地投资者“跨境理财通业务备案信息”变更为“撤销”。

第三十九条 内地投资者若需更换办理“南向通”业务的港澳销售机构，应按前述规定终止在原港澳销售机构的业务协议并解除汇款户和投资户的资金闭环汇划关系。

第四十条 “南向通”投资产品范围由港澳管理部门规定，详情请参考港澳金融监管机构颁布的细则。

第五章 额度管理

第四十一条 “北向通”跨境资金净流入额上限和“南向通”跨境资金净流出额上限均不超过“跨境理财通”业务试点总额度。目前，“跨境理财通”业务试点总额度暂定为1500亿元人民币。

第四十二条 “北向通”资金净流入额和“南向通”资金净流出额的计算公式为：

“北向通”资金净流入额=“北向通”资金累计流入额-“北向通”资金累计流出额；

“南向通”资金净流出额=“南向通”资金累计流出额-“南向通”资金累计流入额。

第四十三条 中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行每个工作日通过官方网站公布“跨境理财通”额度使用情况。

第四十四条 内地销售机构在办理“北向通”资金汇入、内地合作机构在办理“南向通”资金汇出前，必须查询“跨境理财通”额度使用情况，确保“北向通”资金净流入额和“南向通”资金净流出额不超出上限。



第四十五条 当“北向通”跨境资金净流入达到上限时，内地销售机构仅可办理“北向通”资金跨境汇出，不得办理“北向通”资金跨境汇入业务。当“南向通”资金跨境净流出达到上限时，内地合作机构仅可办理“南向通”资金跨境汇入，不得办理“南向通”资金跨境汇出业务。

第四十六条 “跨境理财通”业务试点对单个投资者实行额度管理，投资额度为300万元人民币。投资者同时选择银行和证券公司渠道进行投资的，两种渠道投资额度各为150万元人民币。

“北向通”个人资金净汇入额=“北向通”资金累计汇入额-“北向通”资金累计汇出额；

“南向通”个人资金净汇出额=“南向通”资金累计汇出额-“南向通”资金累计汇入额。

内地销售机构和内地合作机构应确保单个投资者“北向通”（“南向通”）资金净汇入（出）额不超出投资额度。

第四十七条 中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行将根据中国人民银行对“跨境理财通”业务试点总额度和单个投资者投资额度的调整，通过其官方网站及时公布。

第四十八条 内地销售银行接受港澳投资者汇入“北向通”资金，不纳入港澳居民个人向内地同名银行账户汇入汇款每人每天最高限额管理。

内地销售银行接受港澳投资者汇入、汇出“北向通”资金不纳入个人人民币 II 类银行账户与非绑定账户日累计量、年累计量限额管理。

第四十九条 内地销售机构、内地合作机构应与港澳销售机构、港澳合作机构密切配合，共同建立“跨境理财通”业务动态监测协作机制，确保“跨境理财通”业务试点在总额度和单个投资者投资额度范围内开展。

第六章 投资者保护

第五十条 “跨境理财通”业务投资者保护工作，应按业务环节发生地原则，分别遵循内地和港澳有关法律制度，由业务环节发生地金融管理部门和监管机构负责



。内地金融管理部门与香港、澳门金融监管机构协商开展投资者保护监管合作，共同做好粤港澳大湾区跨境理财通投资者保护工作。

第五十一条 中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局坚持公平、公开、公正、平等原则，依法保护港澳投资者在“北向通”交易中的各项合法权益。

第五十二条 港澳投资者在购买大湾区“跨境理财通”产品时，受有关法律法规保护，享有与内地投资者同等的权利，同时应当履行内地相关法律法规规定的义务。

第五十三条 内地销售机构和投资产品发行人应当遵循自愿、平等、公平、诚实信用的原则，依法、合规向港澳投资者提供服务，切实履行港澳投资者权益保护的主体责任。

内地销售机构应加强对港澳投资者的宣传教育工作，制定并落实针对港澳投资者的产品销售和服务方案。

第五十四条 内地销售机构、内地合作机构、港澳销售机构、港澳合作机构开展对“北向通”“南向通”投资者及潜在投资者的产品业务推介时，在业务推介内容、方式和渠道上，应按业务环节发生地原则遵守内地金融管理部门与港澳金融监管机构的相关规定。

第五十五条 内地销售机构与内地合作机构应按有关规定妥善保存账户开立、投资产品销售过程中涉及的投资者风险承受能力评估、录音录像等相关资料，并依法履行投资者信息保密义务。

第五十六条 “北向通”投资产品风险等级应按照投资产品风险评级相关管理规定进行动态评估调整，对不再适合作为“北向通”投资产品的，内地销售机构应当停止向港澳投资者销售；对已持有相关产品的港澳投资者，内地销售机构及港澳合作机构应当及时告知相关信息，由投资者自行选择持有或者赎回。

第五十七条 港澳投资者与内地销售机构发生纠纷争议时，可以通过以下途径解决：



（一）与内地销售机构协商和解，或由内地销售机构协调内地理财公司、公募基金管理人协商处理；

（二）请求内地金融消费者、投资者保护等金融纠纷调解组织调解；

（三）根据业务环节发生地原则，向内地销售机构所在地有关金融管理部门反映。对于涉及粤港澳大湾区内地城市以外的内地理财公司、公募基金管理人等机构相关业务环节问题的投诉，由大湾区金融管理部门转交产品发行方所属金融管理部门处理；

（四）根据与内地销售机构达成的协议提请仲裁机构仲裁或向有关人民法院提起诉讼。

第五十八条 内地销售机构应当建立完备的投资者保护机制，设立专门的投诉处理机制，完善投诉处理流程，及时、有效处理与港澳投资者的纠纷争议。

内地销售机构应当为港澳投资者提供纠纷化解措施，向港澳投资者清晰说明纠纷投诉的方式与渠道，其中至少应包括电话、线上渠道，并提供方便的纠纷处理进程查询方式。

第七章 信息报送和监督管理

第五十九条 内地销售机构和内地合作机构应按规定及时、准确、完整地向人民币跨境收付信息管理系统（RCPMIS）报送“跨境理财通”业务的备案信息、账户信息、账户余额信息、跨境收支信息、境内支付结算信息和持仓信息，按要求报送“跨境理财通”业务开展情况。

投资产品发行方应按资管新规要求，及时向中国人民银行报送相关信息。

内地销售机构应按属地监管原则，根据国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局要求及时报告“北向通”投资产品相关情况。

第六十条 内地销售机构和内地合作机构及相关涉外收支主体应按照国际收支统计申报有关规定履行国际收支申报义务。

第六十一条 内地销售机构和内地合作机构应当依据中国人民银行关于人民币银行结算账户管理相关规定，做好“跨境理财通”业务涉及的人民币结算账户开立



、使用、变更、撤销及管理等业务，并及时在人民币跨境收付信息管理系统（RCPMIS）中更新“跨境理财通业务备案信息”和“涉外资金专用账户信息”的“账户状态”。

第六十二条 开展“跨境理财通”业务的内地销售机构和内地合作机构在发现投资者违反本细则相关规定以及其他异常情况时，应当及时采取应对措施，并向相关金融管理部门报告。

第六十三条 内地合作机构应与开展“跨境理财通”业务的投资者约定，出现以下情形的，内地合作机构将视情节轻重暂停投资者办理“跨境理财通”业务。涉嫌违法的，移交相关部门查处。

- （一）提供虚假或隐藏重要事实的资料；
- （二）违反账户开立相关规定；
- （三）涉嫌洗钱、恐怖融资、逃税；
- （四）使用非自有资金购买投资产品，代他人理财、募集他人资金或使用其他非自有资金进行投资；
- （五）存在使用所购买的投资产品进行质押融资等担保行为；
- （六）其他违法违规行为。

第六十四条 中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局按照属地监管原则，适时对内地销售机构和内地合作机构开展“跨境理财通”业务进行非现场核查和现场核查。

第六十五条 内地销售机构和内地合作机构开展“跨境理财通”业务试点出现以下情形的，中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局可按职责分工视情节轻重暂停业务并予以公告。涉嫌违法的，移交相关部门查处。

- （一）超出试点机构范围、产品范围开展“跨境理财通”业务；



(二) 向港澳投资者销售不符合《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《商业银行理财业务监督管理办法》《商业银行理财子公司管理办法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》等监管规定的投资产品；

(三) 未按规定进行理财信息登记、公开信息披露和向金融管理部门报送信息；

(四) 未按规定开立“跨境理财通”相关账户；

(五) 未按规定落实总额度和单个投资者额度管理要求；

(六) 未按规定对“跨境理财通”业务试点资金进行闭环汇划和封闭管理；

(七) 未按规定报送“跨境理财通”业务试点相关信息；

(八) 未按规定对个人投资者进行“跨境理财通”业务资格审核及资金来源审核；

(九) 违反相关金融管理部门对于投资产品销售的管理规定；

(十) 出现严重侵害投资者权益的行为或者可能严重侵害投资者权益的风险；

(十一) 违反反洗钱、反恐怖融资、反逃税相关法规；

(十二) 其他违法违规行为。

被暂停业务的内地销售机构和内地合作机构应对现有投资者的资产和资金作出合理安排。

第六十六条 内地销售机构和内地合作机构开展“跨境理财通”业务试点出现以下情形的，应当退出业务试点。

(一) 获得试点资格后长期未有新增业务办理，经机构申请整改后仍无试点业务开展；

(二) 一年内发生与理财相关的严重违法违规行为；

(三) 机构“跨境理财通”业务引发群访群诉，造成恶劣影响的；

(四) 经营证券期货业务许可证被注销的；

(五) 严重违反审慎经营原则，内地金融管理部门认为机构应退出试点的。



第八章 附 则

第六十七条 本细则由中国人民银行广东省分行、中国人民银行深圳市分行、国家金融监督管理总局广东监管局、国家金融监督管理总局深圳监管局、中国证券监督管理委员会广东监管局、中国证券监督管理委员会深圳监管局负责解释。

第六十八条 本细则自 2024 年 2 月 26 日起施行。《中国人民银行广州分行 中国人民银行深圳市中心支行 中国银行保险监督管理委员会广东监管局 中国银行保险监督管理委员会深圳监管局 中国证券监督管理委员会广东监管局 中国证券监督管理委员会深圳监管局关于印发《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》的通知》（广州银发〔2021〕59 号）同时废止。



◎ 专业文章

基础设施公募 REITs 法律业务难点系列之 ——消费基础设施公募 REITs 涉商品住宅业务排查与隔离问题剖析

作者：高海妹（北京达成（上海）律师事务所）、董君明（北京达成（上海）律师事务所）

2021 年国家发改委发布和实施的《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958 号，下称“958 号文”），拉开了开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）（下称“公募 REITs”）的序幕并列举了允许发行公募 REITs 的九个试点行业，消费基础设施行业不仅不在该九个试点行业之列，反而被该文件明确规定禁止发行公募 REITs。^[1]可见，在我国实施公募 REITs 发行的政策之初，包括消费基础设施在内的商业地产是严禁作为基础设施发行公募 REITs 的，这显然是担心公募 REITs 成为商业地产的融资工具，与国家近年来收紧房地产融资，控制房地产行业泡沫，抑制房地产经济过热的宏观调控政策相违背。

一、消费基础设施公募 REITs 及涉商品住宅业务隔离原则的立法背景

疫情后，全球经济发展疲软，为了刺激国内的内循环经济发展，落实“扩内需促消费”的政策，参考美国、新加坡等成熟 REITs 市场中纯消费零售业 REITs 的数量，考虑到消费类基础设施 REITs 的发行对加速中国公募 REITs 市场的成熟进而释放存量资产、拉动内需刺激国内经济的发展具有的重要作用，国家发改委于 2023 年 3 月 1 日发布并实施了《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投资〔2023〕236 号，下称“236 号文”），明确了“支持消费基础设施建设”的原则后，规定了“优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础 REITs”，自此，消费基础设施项目被正式纳入公募 REITs 发行的试点行业范围内。

需要指出的是，236 号文虽然明确了消费基础设施列入可以发行公募 REITs 的试点行业范围内，但仍明确规定“项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足



居民消费需求。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。”确立了消费基础设施公募 REITs 与商品住宅项目的隔离原则。这与此前公布的《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 4 号——保障性租赁住房（试行）》^[2]和《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 4 号——保障性租赁住房（试行）》^[3]（以下合称“《规则适用 4 号》”）关于保障性租赁住房类公募 REITs 的规定在原则上保持一致。该等规定显然是为了防范公募 REITs 项目的募集资金流入国家收紧投资的商品住宅和商业地产开发领域。

实践中，由于商品住宅和消费基础设施类项目经常处于互为配套互相促进销售的情形，甚至在某些项目中，政府机构在出让土地时要求受让方在同一宗土地上应按一定的比例建设商品住宅和消费配套设施，因此，消费基础设施类项目往往与商品住宅类项目紧密联系，法律形式可表现为消费基础设施类项目与商品住宅类项目持有主体具有关联关系，甚至两类项目建于同一宗土地，共享同一张产证等情形。

因此，如何确保消费基础设施类项目与商品住宅类项目做到“有效隔离”，进而满足公募 REITs 发行的合规要求就变得尤为重要。236 号文虽然确立了消费类公募 REITs 与商品住宅的隔离原则，但具体的隔离措施尚未做出规定，即深沪两市均未就消费类基础设施公募 REITs 涉商品住宅隔离出台具体的操作指引。而《规则适用 4 号》对于保障性租赁住房项目中若原始权益人的控股股东或者关联方业务范围涉及商品住宅及商业地产开发的，如何做到原始权益人与其“有效隔离”，以及防范回收资金流入商品住宅和商业地产开发领域均作出了具体规定。笔者以为在此情况下，为了贯彻涉商品住宅隔离这一原则，消费类公募 REITs 应以《规则适用 4 号》关于保障性租赁住房公募 REITs 的规定参照实施。本文拟参考已经发行的五个消费基础设施公募 REITs 项目，深入探讨消费基础设施与商品住宅项目的有效隔离措施相关问题。

二、针对原始权益人持有商品住宅类项目不同情形的排查与隔离

根据 236 号文的规定，原始权益人应为独立持有消费基础设施的主体，不得从事商品住宅开发业务。就目前已经发行的消费基础设施项目而言，按照原始权益人在申报发行前的不同情形，结合《规则适用 4 号》关于保障性租赁住房公募 REITs 的相关规定应采取不同的隔离措施进行申报。



（一）原始权益人自始未持有房地产开发资质，未从事商品住宅开发业务。

在已发行的五个消费基础设施公募 REITs 中，两个公募 REITs 项目，即中金印力消费基础设施封闭式基础设施证券投资基金（下称“中金印力消费 REIT”）与嘉实物美消费封闭式基础设施证券投资基金（下称“嘉实物美消费 REIT”）的原始权益人均为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人，自始未从事商品住宅开发业务，不存在为商品住宅开发项目直接或变相提供融资，或者变相规避房地产调控要求的行为，因此，完全符合 236 号文关于原始权益人涉商品住宅类项目的隔离要求。

（二）原始权益人曾具有房地产开发资质，或者曾有商品住宅开发业务

对于曾具有房地产开发资质，根据原始权益人是否曾开展商品住宅开发业务且仍持有该等资产或业务的不同情形区分对待，具体如下：

1. 原始权益人虽然具有房地产开发资质，但其持有的《房地产开发企业暂定资质证书》已经超过有效期，且原始权益人未曾开展商品住宅开发业务，且其在报告期内的各项业务收入均不存在商品住宅开发经营收入。

此种情形下，即使原始权益人的营业范围中包括“房地产开发经营”，但并不具备商品住宅开发、经营的资质及能力，亦未实际从事商品住宅开发经营业务，因此符合 236 号文关于原始权益人涉商品住宅类项目的隔离要求。在已发行的消费基础设施类项目中，华安百联消费封闭式基础设施证券投资基金（下称“华安百联消费 REIT”）属于该种情形。

2. 原始权益人曾具有房地产开发资质，但其商品住宅开发业务已经全部发售完毕或向关联方转移。

以华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金（下称“华夏华润商业 REIT”）为例。该项目发行前，其持有的房地产开发资质证书已经过期，但其确实曾经从事商品住宅开发业务，且该项目的土地用途为商住综合用地，项目发行前原始权益人与消费基础设施无关的其他资产与业务（如综合体内住宅、公寓式酒店、写字楼、可售临街商铺、幼儿园、非商业部分地下空间）等均已销售或转让完毕，与之相关的全部权利、义务与责任已由关联方概括受让及承接。项目公司目前所持有的《营业执照》的经营范围已不再含有“房地产开发”。至此，该项目符合了 236 号



文关于原始权益人涉商品住宅类项目的隔离要求并已于 2024 年 3 月 14 日成功发行。

（三）原项目持有人具有房地产开发资质，从事商品住宅开发业务，且目前持有的商品住宅及商业开发类项目占比较大

如果消费类基础设施项目原项目持有人持有复杂的涉及其他业态的商业地产形式（如物业开发、住宅销售、酒店经营等业务），在原项目持有人的业务和资产形态中，无论从占地面积还是项目价值上消费类基础设施项目均占比较小的情形下，则建议采用新设项目公司，并将消费基础设施项目重组至该新设项目公司的方式发行。在实务中经常采用以下几种模式进行资产重组：

1. 资产转让/资产划拨

即由原项目持有人将拟发行的资产通过转让或者划拨的形式全部转给新设项目公司，具体程序如下：

（1）原物业持有人与项目公司签署资产转让协议，其中包括资产的转移、存在于资产上的债权债务的转移、与该资产相关的必要文件和资料的转移、以及可能存在的劳动力或其他附属权益的转移。

（2）办理物业资产转让的不动产权属变更登记手续，并将物业资产确权登记至项目公司名下。

如涉及国有资产转让，受限于《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第 32 号，下称“32 号令”）的规定，原则上国有资产转让需通过产权交易市场公开进行，但如果严格遵守前述进场公开交易的方式进行转让，可能会存在转让时间过长错过项目申报期、受让方不确定等与公募 REITs 发行目的相违背的情形。因此，实践中在公募 REITs 发行时涉及国有资产转让的，通常以上级主管国资部门出具文件豁免公开交易，采用非公开协议转让的形式进行国有资产转让。

值得一提的是，随着近年来国家大力推进公募 REITs 的政策导向，国资监管机构也关注到了国有资产交易所存在的政策盲点。因此，根据《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》（国资发产权规〔2022〕39 号），其中明确国家出资企业及其子企业通过发行基础设施 REITs 盘活存量资产，涉及国有产权非公开协议转让



按规定报同级国有资产监督管理机构批准^[4]。亦为前述在公募 REITs 发行中涉及到国有资产转让如何采用非公开协议转让的适用条件和批准程序确立了法定依据。

其中，特别的针对国有资产可安排直接资产无偿划转。根据《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》（国资发产权〔2005〕239号）的要求^[5]，针对国有资产无偿划转的程序应当在无偿划转可行性研究的基础上，企业内部形成书面决议的前提下，在通知债权人、针对被划转企业进行审计或清产核资后，企业双方签订国有产权无偿划转协议，并按规定落实产权登记等手续。

2. 实物出资

实物出资是由原物业持有人以物业资产实物出资注册设立新项目公司。根据《中华人民共和国公司法》（下称“《公司法》”）关于非货币财产出资的相关规定^[6]，实践中一般具体程序如下：

（1）原物业持有人与项目公司签署出资协议，包括提供评估作价证明文件，承诺出资的实物资产权属清晰，承诺按期足额缴纳出资等内容。

（2）由原物业持有人以物业资产实物出资注册设立项目公司办理项目公司的设立登记。

（3）办理物业资产的不动产权变更登记手续，将物业资产确权登记至项目公司名下。

3. 新设分立

新设分立是由原物业持有人通过决议，以其持有的物业资产和其他资产进行公司分立。根据《公司法》及《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》等的相关规定，具体程序如下：

（1）召开股东大会并以三分之二通过决议。

（2）编制资产负债表及财产清单。

（3）通知债权人，发布分立公告。

（4）召开债权人持有人会议。

（5）编制分立方案，与债权人协商债务处理。



(6) 办理变更登记与项目公司新设登记。

(7) 办理不动产权属变更登记手续，将物业资产确权登记至项目公司名下。

在目前发行的消费基础设施公募 REITs 中，华夏金茂购物中心封闭式基础设施证券投资基金（下称“华夏金茂商业 REIT”）由于原物业持有人之一长沙深茂商业运营管理中心（下称“长沙深茂”）为有限合伙企业，并不符合目前以有限责任公司作为原始权益人发行公募 REITs 项目的惯例，另一原物业持有人长沙金茂梅溪湖国际广场置业有限公司（下称“国广置业”）主业涵盖物业开发、住宅销售、酒店经营等业务，如以其作为原始权益人发行公募 REITs 项目需剥离的业务和资产庞杂且将涉及高额的税负。

最终，为了成功发行公募 REITs，华夏金茂商业 REIT 选择在上海兴秀茂商业管理有限公司（下称“上海兴秀茂”）下新设有限责任公司形式的项目公司——长沙秀茂商业管理有限公司（下称“长沙秀茂”），由长沙深茂将其持有的基础资产通过非公开协议转让方式转让给长沙秀茂，长沙秀茂通过现金收购的方式向国广置业收购了其持有的基础资产，最终以长沙秀茂作为原始权益人发行了公募 REITs 项目，符合了 236 号文中消费基础设施 REITs 项目的原始权益人不得从事商品住宅开发的要求。

三、针对原始权益人的控股股东和关联方涉房独立性的排查与隔离

参照《规则适用 4 号》的规定，若原始权益人的控股股东和关联方主体涉及商品住宅和商业开发的，原始权益人在资产、业务、财务、人员、机构（下称“五方面”）均需与商品住宅开发板块“有效隔离”与“相对独立”，且应有效防范回收资金流入商品住宅和商业地产开发领域。对于前述要求，我们建议原始权益人从五方面的制度和运营管理方面做到隔离和独立。

（一）资产独立

原始权益人持有的消费基础设施不动产应与控股股东和关联方的其他业务和资产尤其是涉及商业开发业务和商品住宅资产隔离。为了使得产权属清晰，原始权益人应当保证：

1. 合法拥有资金、资产；



2. 具备独立经营能力；

3. 资金、资产独立，不与控股股东和关联方共享资金、资产，不存在资金、资产被控股股东和关联方占用的情形。

嘉实物美消费 REIT 在进行资产独立性披露时，通过出具《经营情况说明》，以其日常业务所需设施、设备、办公用房等资产取得的方式论证原始权益人产权归属的独立性。

（二）业务独立

原始权益人需要具有独立的业务开展能力，其中包括：

1. 日常经营事务独立；

2. 决策独立。

以中金印力消费 REIT 为例，通过原始权益人对消费基础设施的投资、建设、运营和主要客户均不依赖万科，且内部有完善的制度保障独立决策的情况进行披露，从而论证原始权益人与万科的商品住宅开发业务保持有效隔离。

（三）财务独立

原始权益人具有独立的财务制度为保障财务独立的基础，独立的财务制度至少包括：

1. 有清晰的财务管理制度、流程；

2. 有独立的财务管理部门；

3. 配备独立的财务相关负责人、会计、出纳等人员；

4. 有独立的银行账户。

以华安百联消费 REIT 披露的信息为例，原始权益人制定了《上海百联集团股份有限公司财务制度》及相关管理办法，设置了独立的财务管理部门和财务总监，独立开设银行账户并依法独立纳税，从而保障了原始权益人不存在与控股股东共用银行账户、资金混同的情况。

（四）人员独立



针对原始权益人人员独立的披露，往往需要针对总经理、法定代表人、财务负责人等高级管理人员进行核查，具体需要做到包括但不限于以上人员与原始权益人独立签署劳动合同、未在控股股东和关联方的涉房业务主体中担任职务等要求。

（五）机构独立

原始权益人应当设置独立的、职责权限清晰的职能部门以防止消费基础设施和其他业务部门产生机构混同的现象。原始权益人至少应具备如下条件：

1. 设置清晰的公司治理结构与股权架构；
2. 设置独立且职能完善的部门和内控制度。

以中金印力消费 REIT 为例，其原始权益人由单一股东持有其 100% 股权，公司章程规定了股东、董事会、监事和经理各自的职责权限。根据不同职能设置了内部经营管理架构，并制定了完善的公司内部管理制度，保障原始权益人与万科之间不存在机构混同的情形。

除了前述五方面隔离和独立外，236 号文和《规则适用 4 号》都明确规定了应防范回收资金流入商品住宅和商业地产开发领域。因此，原始权益人应针对回收资金建立明确的管理制度，并设立回收资金专项管理账户，披露回收资金的使用情况，以确保回收资金 100% 用于投资公募 REITs 项目或符合监管要求的其他项目，未流入商品住宅和商业地产开发领域。

消费基础设施公募 REITs 在近期的涌现与成功发行不仅标志着中国 REITs 市场的进一步成熟，也为促进国内消费经济提供了新的动力。要确保消费基础设施 REITs 的健康发展，必须严格遵守公募 REITs 相关政策和规定，建立和完善相应的涉住宅排查与隔离措施。这不仅能够保护投资者的利益，也能保证 REITs 项目的规范运作。未来，随着政策的进一步细化和执行力度的加强，消费基础设施 REITs 有望在推动中国经济内循环、提升城市商业活力和促进居民消费升级方面发挥更大的作用。

注释：

1. 《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958 号）附件《基础设施领域不动产投资



信托基金（REITs）试点项目申报要求》中规定：“酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围。项目土地用途原则上应为非商业、非住宅用地。……”

2. 《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第4号——保障性租赁住房（试行）》中规定：

“第六条 原始权益人控股股东或者其关联方业务范围涉及商品住宅和商业地产开发的，原始权益人应当在资产、业务、财务、人员和机构等方面与商品住宅和商业地产开发业务有效隔离，保持相对独立。”

第十五条 其他领域基础设施基金的原始权益人控股股东或者其关联方涉及商品住宅和商业地产开发业务的，回收资金管理等相关要求参照本指引执行。”

3. 《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第4号——保障性租赁住房（试行）》中规定：

“第六条 原始权益人控股股东或者其关联方业务范围涉及商品住宅和商业地产开发的，原始权益人应当在资产、业务、财务、人员和机构等方面与商品住宅和商业地产开发业务有效隔离，保持相对独立。”

第十七条 除保障性租赁住房外的其他试点行业基础设施基金原始权益人控股股东或者其关联方涉及商品住宅和商业地产开发业务的，回收资金管理等相关要求参照本指引执行。”

4. 《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》（国资发产权规〔2022〕39号）中第三条规定：“国家出资企业及其子企业通过发行基础设施 REITs 盘活存量资产，应当做好可行性分析，合理确定交易价格，对后续运营管理责任和风险防范作出安排，涉及国有产权非公开协议转让按规定报同级国有资产监督管理机构批准。”

5. 《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》（国资发产权〔2005〕239号）中规定：

“第六条 企业国有产权无偿划转应当做好可行性研究。无偿划转可行性论证报告一般应当载明下列内容：

（一）被划转企业所处行业情况及国家有关法律法规、产业政策规定；



(二) 被划转企业主业情况及与划入、划出方企业主业和发展规划的关系；

(三) 被划转企业的财务状况及或有负债情况；

(四) 被划转企业的人员情况；

(五) 划入方对被划转企业的重组方案，包括投入计划、资金来源、效益预测及风险对策等；

(六) 其他需说明的情况。

第七条 划转双方应当在可行性研究的基础上，按照内部决策程序进行审议，并形成书面决议。

划入方（划出方）为国有独资企业的，应当由总经理办公会议审议；已设立董事会的，由董事会审议。划入方（划出方）为国有独资公司的，应当由董事会审议；尚未设立董事会的，由总经理办公会议审议。所涉及的职工分流安置事项，应当经被划转企业职工代表大会审议通过。

第八条 划出方应当就无偿划转事项通知本企业（单位）债权人，并制订相应的债务处置方案。

第九条 划转双方应当组织被划转企业按照有关规定开展审计或清产核资，以中介机构出具的审计报告或经划出方国资监管机构批准的清产核资结果作为企业国有产权无偿划转的依据。

第十条 划转双方协商一致后，应当签订企业国有产权无偿划转协议。划转协议应当包括下列主要内容：

(一) 划入划出双方的名称与住所；

(二) 被划转企业的基本情况；

(三) 被划转企业国有产权数额及划转基准日；

(四) 被划转企业涉及的职工分流安置方案；

(五) 被划转企业涉及的债权、债务（包括拖欠职工债务）以及或有负债的处理方案；

(六) 划转双方的违约责任；



（七）纠纷的解决方式；

（八）协议生效条件；

（九）划转双方认为必要的其他条款。

无偿划转事项按照本办法规定程序批准后，划转协议生效。划转协议生效以前，划转双方不得履行或者部分履行。

第十一条 划转双方应当依据相关批复文件及划转协议，进行账务调整，按规定办理产权登记等手续。”

6. 《中华人民共和国公司法》（2023 年修订，于 2024. 7. 1 生效）规定：

“第四十八条 股东可以用货币出资，也可以用实物、知识产权、土地使用权、股权、债权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资；但是，法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。

对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的，从其规定。

第四十九条 股东应当按期足额缴纳公司章程规定的各自所认缴的出资额。

股东以货币出资的，应当将货币出资足额存入有限责任公司在银行开设的账户；以非货币财产出资的，应当依法办理其财产权的转移手续。

股东未按期足额缴纳出资的，除应当向公司足额缴纳外，还应当对给公司造成的损失承担赔偿责任。”



退出视野下的私募基金管理人信义义务

作者：赖博玮（上海申浩律师事务所）

一、引言

伴随着私募基金行业在中国市场的蓬勃发展以及近十年来私募基金行业监管规范的不断完善，私募基金在深度参与经济活动的同时也更多地介入到法律纠纷当中。就上海地区而言，根据上海金融法院 2022 年 2 月 17 日发布的《私募基金纠纷法律风险防范报告》（下称“《报告》”），2016 年至 2021 年上海法院审结的涉私募基金案件的数量呈上升趋势，有 67.53% 的纠纷来自于私募基金内部，其中投资人诉管理人、基金合伙企业、销售机构等主体的案件占比为 97.54%。根据《报告》统计，投资人作为原告和管理人作为被告的案件占比分别为 68.08% 和 49.40%。这些统计数据在一定程度上反映出私募基金内部矛盾的普遍存在，并且投资人并不排斥以司法手段维护自身权利或督促私募基金管理人（下称“管理人”）履职。这无疑对管理人在资产管理和处置等各方面的能力提出了更高的要求。

受市场环境影响，私募基金能否顺利退出投资项目愈发成为现如今私募投资机构的关注焦点和工作重心。相较于对管理人在募、投、管、退各个阶段的义务进行全景式的剖析，我们在本文中尝试立足于“买得好更要卖得好”这一基点，将镜头聚焦于管理人在退出阶段的责任边界，并从法律规范层面和司法实践角度进行分析。

二、管理人在私募基金退出阶段的法定义务

无论是私募基金行业所适用的法律及行政法规[1]，还是部门规章和文件[2]，均未具体规定管理人在处理投资端退出事宜时的职责和义务，而是围绕着诚实信用、谨慎勤勉、忠实义务等对管理人在各阶段所持续负有的义务做了原则性的规定和要求。我们整理了部分法规文件的相关内容如下。



名称	内容摘要
《信托法》	第二十五条：“受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。 受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。”
《证券投资基金法》	第九条：“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产，基金服务机构从事基金服务活动，应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。 基金管理人运用基金财产进行证券投资，应当遵守审慎经营规则，制定科学合理的投资策略和风险管理制度，有效防范和控制风险。……”
《条例》	1. 第三条：“……私募基金管理人管理、运用私募基金财产，……，应当遵守法律、行政法规规定，恪尽职守，履行诚实守信、谨慎勤勉的义务。……” 2. 第十一条：“私募基金管理人应当履行下列职责：……（三）按照基金合同约定管理私募基金并进行投资，建立有效的风险控制制度；……以非公开方式募集资金设立投资基金的，私募基金管理人还应当以自己的名义，为私募基金财产利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为。”
《私募监管暂行办法》	1. 第四条：“私募基金管理人……管理、运用私募基金财产，……，应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。……” 2. 第二十二条：“同一私募基金管理人管理不同类别私募基金的，应当坚持专业化管理原则；管理可能导致利益输送或者利益冲突的不同私募基金的，应当建立防范利益输送和利益冲突的机制。” 3. 第二十三条：“私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务，不得有以下行为：……（二）不公平地对待其管理的不同基金财产；……（七）玩忽职守，不按照规定履行职责；”
《加强私募监管若干规定》	第九条：“私募基金管理人及其从业人员从事私募基金业务，不得有下列行为：（五）不公平对待同一私募基金的不同投资者，损害投资者合法权益；……（十二）玩忽职守，不按照监管规定或者合同约定履行职责；……”
《全国法院金融审判工作会议纪要（征求意见稿）》	1. 第63条规定了管理人在违反忠实义务时应当对由此造成的基金财产损失承担赔偿责任，并列举了十项违反忠实义务的行为。 2. 第64条规定了管理人在违反勤勉义务时应当承担的赔偿责任，并列举了七项违反勤勉义务的行为。

基于上述内容可知，目前法律规范对于管理人在受托管理基金财产时应负义务的规定是相对抽象和宽泛的，并且描述管理人义务的措辞也不完全统一。其中既有肯定性的评价，比如：“最大利益”、“恪尽职守”、“诚实、信用、谨慎、有效管理”、“忠实义务”、“勤勉义务”、“谨慎勤勉”、“审慎经营”和“专业化管理”；也有否定性的评价，比如：“不公平对待”和“玩忽职守”。

实践中判断管理人在退出阶段是否存在违反自身义务的行为时，通常需要将法定和约定义务与案件事实、管理人的具体行为相结合。但现状是不仅规范层面缺乏对管理人在退出阶段所负义务的制度供给，而且如勤勉尽责等管理人义务的相关条款也未全面推广到基金合同中[3]。长此以往将不利于统一此类案件的裁判标准、不利于提高私募基金行业参与主体在合规风控方面的法律意识和能力。

三、以信义义务统合管理人在退出阶段的义务

（一）信义义务在私募基金行业的融合演进

虽然目前法律规范尚未对管理人义务的详细内容进行统一界定，但根据近年来的立法动向和司法实践在处理涉管理人责任案件时的观点，我们注意到将信托法上的信义义务作为管理人的核心义务似有逐渐成为主流的趋势。

从法律规范层面出发，无论是《证券投资基金法》还是最新出台的《条例》，均明确了私募基金的业务活动、投资者和相关当事人的权益保护受《信托法》规制。并且从私募基金行业自律的角度，中国证券投资基金业协会也强调私募基金“受人之托，代人理财”的设立目的[4]以及私募基金管理人应当坚守信义义务底线[5]。



可见,《信托法》下受托人的信义义务可以作为判断管理人义务的标准[6]。

上海金融法院在《报告》中建议,应当明确和细化管理人义务标准并对忠实义务、勤勉义务设定具体标准和行为要求[7]。无独有偶,最高院在其稍晚发布的《全国法院金融审判会议纪要(征求意见稿)》第63条和第64条中也分别将“忠实义务”和“勤勉义务”作为确定管理人等受托人义务的内容和责任边界,并对履行这两项核心义务所禁止从事的行为做了细化列举。裁判者在司法实践中也已经对管理人信义义务的内涵进行了阐述,比如深圳前海合作区人民法院(下称“前海法院”)曾在案件中指出管理人“信义义务的内容包括忠实义务和注意义务,忠实义务要求管理人忠于受托目的和受益人的利益,管理人应抵御自我利益的诱惑,不以受益人利益为手段促进自身或他人利益;注意义务,则强调管理人为实现受托目的和提升受益人利益的能力与努力。在投资管理行业中,注意义务主要指管理人行使自由裁量权管理和处分财产时须恪尽审慎投资义务。”[8]。

结合规范和司法观点的相关内容,信义义务均被视为管理人在“募、投、管、退”各个阶段的核心义务,其主要内容包括了忠实义务和勤勉义务,忠实义务主要指的是管理人应当避免利益冲突、不利用职权为自身谋取利益;勤勉义务主要指的是管理人应当为受益人的最大利益行事。

(二) 司法审查下的管理人信义义务的具象化

由于私募基金所面临的退出情形不同,法院通常需要结合案件涉及的退出方式来判断管理人是否履职尽责。私募基金常见的退出方式包括转让退出(本文中主要指对外转让)、回购退出、清算退



出等。其中，转让退出通常需要考虑的因素包括转让途径（如并购退出、资本市场退出、股权或私募份额转让等）、转让时点、内部决策机制、交易对价和交易对手。相较于转让退出，回购退出和清算退出通常需要按照约定或是法定的路径实现从被投企业的退出，管理人往往更关注采取法律行动的时点和对法律程序的参与程度。

下文将围绕司法实践中关于管理人义务的裁判观点，对管理人在退出阶段的主要义务和职责进行梳理。为了便于读者直观了解法院对于不同侧面的管理人义务的裁判观点，我们将按照“转让退出”和“回购/清算退出”这两类退出路径来讨论管理人在退出阶段的信义义务，并在这两类情形下对各个案件中的不同争议焦点进一步拆分整理，以问答形式呈现如下。

1. 转让退出下的管理人信义义务

在私募基金对外转让投资标的时，裁判者往往会综合考量管理人与交易对手方所达成的转让价格、转让时点等交易条件是否正当，是否履行了必要的决策程序、是否存在关联交易、利益冲突等可能导致管理人谋取不正当利益的情形。

（1）投资人口中的“卖早了”能成为管理人失职的理由吗？

简要结论：何时退出应当综合考虑各项因素后判断，不宜以未来收益预期作为管理人是否履职尽责的判断标准。

在上海市浦东新区人民法院（下称“浦东法院”）审理的“王某与平安财富理财管理有限公司等私募基金合同纠纷一审案件”[9]中，被告将被投企业股权在其上市前对外转让，王某主张这一提前退出的行为对其投资收益造成损失，被告未履行“诚实信用、勤勉尽责”的法定职责。浦东法院认为，首先，市场环境与管理政策等



不可控因素均会给股权投资带来不确定性和风险，如果被告拒绝境外基金收购邀约，可能错过本次稳健退出机会，无法获得利益最大化的退出方案。其次，被告作为管理人，享有《合伙协议》所约定的决策权利。最后，王某因被告的退出决策获得了可观的理财收益。王某所主张的是假设未提前退出所取得的更多收益，这实质上属于期待性利益而非投资损失。浦东法院并不认可“以未来可能的预计收益评判投资的可能性收益”的观点，认为这“并不具有与投资风险相匹配的合理性。”前海法院在其审理的“郭某与深圳前海春阳资产管理有限公司合伙协议纠纷一案”[10]中也持类似的裁判观点。

（2）管理人管理的两只基金对于同一投资标的采取不同退出策略，必然构成对忠实义务的违反吗？

简要结论：仅以管理人管理的其他基金采取不同退出策略主张管理人未履行忠实义务较为片面，需要对两只基金进行全面比较分析。

在浦东法院审理的前述案件中，王某还主张被告作为管理人管理的另一投资产品没有选择在同一时点退出被投资企业，而是在企业上市后获得了高额收益，以此佐证管理人的退出决策损害了其收益权利。浦东法院并未支持王某的这一主张，而是对两只产品在投资底层项目的时间、投资成本、预计收益、存续时间以及收购价格等关键因素进行比较，并且从反面假设若企业上市后发生亏损，则王某便不会以此主张管理人差别对待投资人。

前海法院在上述案件中对于这一问题也持类似观点。前海法院比较了两只基金的决策机制，认为虽然两只基金的退出决策均由各自的投资决策委员会（下称“投委会”）负责，但两只基金投委会



的组成人员不同导致了各自的决策权限存在差异，即使是同一管理人管理的两只基金，管理人在具体事项上的话语权受限于各基金内部的不同安排。前海法院还考虑到两只基金投资被投企业的时点不同，关联基金也没有因为案涉基金的退出而获益等因素。

（3）谁来决定退出？

简要结论：根据投资文件的约定，管理人自身或是基金内部负责退出决策的部门（比如投委会/退出决策委员会）均可以作为退出决策的主体。

在浦东法院审理的前述案件中，管理人基于《合伙协议》的约定直接由其自身行使了退出决策的权利。而在前海法院审理的前述案件中，退出决策权则是由根据《委托管理协议》约定的投委会行使。不过我们注意到，即便投委会根据投资文件享有退出决策权，如果在投资文件中约定投资会的权利来自于管理人的授权，法院可能会据此认为管理人可越过投委会直接决定退出问题。

比如，在长沙市中级人民法院（下称“长沙中院”）审理的“胡某、湖南高新创投财富管理有限公司合伙协议纠纷二审案件”[11]中，《合伙协议》约定投委会享有案涉基金相关投资和退出的最终决策权，但同时约定投委会的权利来自于管理人的授权。此后管理人并未组建投委会，而是直接依据管理人董事会所作决议决定出售被投企业的股票。一审法院认为，《合伙协议》明确约定投委会的权利来源于管理人，也就是说管理人也可直接行使投资和退出的决策权，不存在胡某主张的越权决策。长沙中院在二审判决中没有否定一审法院的这一观点。

（4）有了退出制度就能高枕无忧吗？

简要结论：注重制度建设的同时还应当确保制度的执行，切忌重制度轻执行。若关于退出决策的约定存在多种解释时，建议管理人按照保障投资人有权参与决策的口径理解并执行相关约定。

在北京市第一中级人民法院审理的“北京市中小企业服务中心与北京星云清科投资中心（有限合伙）等股权转让纠纷二审案件”[12]中，管理人在决定退出被投资企业前，已经过投委会的审议通过并取得被投企业的股东会同意。但是投资人中小企业中心认为，《委托投资及管理协议》第十二条“投资退出及决策程序”所约定的“对被投资企业的投资经股东会同意，可以通过……等方式退出”中的“股东会”是指私募基金的股东会而非被投企业的股东会。对此法院认为：“中小企业中心等投资人不实际参与星云创业公司具体的投资管理，其在《委托投资及管理协议》规定严格的投资退出程序，目的是保护包括中小企业中心在内的投资者的利益，确保其决策权、监督权能够有效实施，要求退出被投资企业需经星云创业公司（即私募基金）股东会同意，符合缔约目的，亦具有现实必要性。……退出项目需经中小企业中心知晓并以股东会决议形式确认，符合日常生活经验和逻辑法则。”

（5）签署转让协议前通常还应该注意些什么？

简要结论：私募基金在转让投资标的前，应当要履行必要程序并取得相应授权。除此之外，若涉及到国有资产，还应特别注意是否需要满足国有资产交易的监管要求。

在福州市鼓楼区人民法院审理的“福建华兴新兴创业投资有限公司、林某等股权转让纠纷民事一审案件”[13]中，华兴公司（私募基金）与受让人林某签订《股份转让协议》，由私募基金向林某转让目标公司股份以实现退出。此后，林某试图以案涉股份系国有



资产，私募基金的转让行为未经批准、未履行国有资产转让流程为由主张《股份转让协议》无效。由于私募基金和其管理人均是国有控股企业，因此法院对于其转让股份的行为是否取得国资监管机构的授权进行了审查。经确认，福建省国资委已对私募基金的控股股东开展创业投资业务进行了充分授权。并且，转让案涉股份的决定是由管理人所组建的投委会依规依约所作，符合管理人和私募基金之间的《委托管理协议》的约定。最终，法院认定私募基金的退出行为有效，判决林某继续履行《股份转让协议》。

（6）小结

正如前海法院强调的管理人信义义务侧重于过程性义务而非结果性义务，退出结果并不是考察管理人是否履行了信义义务的唯一判断标准。但根据上述司法裁判观点，管理人在退出过程中应当至少做到以下五点。第一，管理人应当综合考虑各项商业因素，选择当下对于私募基金及投资人而言的最佳退出路径。第二，管理人应当公平对待各只在管基金，不应该从自身利益或个别在管基金的利益出发决定其他在管基金的退出事宜。第三，由于管理人义务的首要来源还包括当事人之间的约定，因此管理人应当慎重考虑退出制度的建设并明确约定在投资文件或相关制度文件中。第四，管理人应当严格按照投资文件中的要求履行退出前的决策程序，并注意保存决策相关材料，以免将来承担举证不利的后果[14]。第五，在退出机会出现时，管理人应当避免因自身未履行相关程序或未取得必要授权而导致无法退出。

2. 回购/清算退出下的管理人信义义务

通过回购或是被投资企业破产清算/解散清算的路径完成退出，更多考验的是当回购事件触发后或被投资企业处于解散、破产状态时，私募基金是否能够及时、积极地采取行动保护基金权益。

（1）管理人应该何时行使回购权？

简要结论：法律不保护躺在权利上睡觉的管理人，管理人应当在回购事件触发后尽快采取法律行动。

在浦东法院审理的“顾某与上海长典资产管理有限公司等私募基金纠纷一审案件”[15]中，案涉基金的投资范围是受让融资人拥有的天马大厦的物业收益权，并享有物业收益。根据《物业收益权转让协议》的约定，未经管理人同意，融资人不得将物业收益权转让给第三方，否则管理人有权要求融资人回购收益权。同时，为确保融资人履行回购义务，管理人还与案外人签订了担保合同。然而，在融资人擅自将物业收益权转让给第三方后长达三年多（2018年至2021年）的时间里，管理人既没有行使合同权利要求融资人回购收益权，也没有向担保方主张权利。虽然管理人于2022年提起诉讼向融资方和担保方主张权利，但浦东法院还是认为管理人在退出阶段“未积极要求融资人履行回购义务，亦未行使担保权，以谋求基金的退出，未尽到基金管理人勤勉尽责的管理义务。”

（2）私募基金投资标的出现流动性风险，管理人应当如何采取行动？

简要结论：管理人在按照投资文件的约定履行必要的决策程序后，有权结合实际情况并从全体投资者最大利益角度出发，选择最适合在管基金的风险处置方式。

在北京金融法院审理的“董某与北京中融鼎新投资管理有限公司委托理财合同纠纷二审案件”[16]中，案涉被投资企业因多种原因从新三板摘牌，导致管理人购买的该企业股票出现流动性风险。这一情形出现后，管理人按照《基金合同》的约定将基金存续期变更为自延长期后展期，直至基金份额所对应的基金资产全部变现之时。董某作为投资人，主张管理人对基金展期的做法将使投资标的变现存在不确定性并使基金财产无限期脱离投资者占有。北京金融法院则认为，管理人按照程序对案涉基金进行展期并不违反法律规定。具体而言，管理人在决定延长基金存续期前，已经严格按照《基金合同》所要求的方式和程序，提前就基金的变更终止问题向托管人、基金份额持有人征询意见，并在取得符合约定比例的赞成票后完成了合法展期。

（3）投资人希望对私募基金退出决策拥有更多话语权或知情权，应该怎么做？

简要结论：在签署投资文件前，谨慎考虑是否接受投资文件所安排的决策机制，或是根据自身需求与管理人等主体协商修改决策机制。

我们注意到实务中普遍存在的一个现象是，个别投资人在签署《基金合同》时同意了“少数服从多数”的决策机制，而后又以管理人损害投资人利益为由试图推翻管理人基于该决策机制所做出的合法决定。对于此类诉讼主张，北京金融法院也在上述案件的裁判观点中表明了立场：“……对于基金管理人而言，选择合适的时间节点对股权进行处置的过程，既要考虑效率，也要尽量考虑收益最大化。因此，基金管理人有权根据市场态势、行业状况以及政策因



素等决策基金财产的退出方案，不应因某个或者某些投资者的利益选择而影响基金产品的运作。”

可见，投资人应当提前考虑是否有必要争取对私募基金重大事项的一票否决权或是要求加入投委会、取得观察员席位等重要权益。只有在提前约定退出的决策机制、投资人和管理人权限分工等关键内容后，管理人所承担的法定义务才能够具象化，也才能更加有效地解决因退出引发的私募基金内部争议。

四、结语

私募基金管理人“受人之托，代人理财”的角色决定了其在募、投、管、退各个阶段均需承担信义义务。本文希望为私募基金的投资人评估和量化管理人的退出工作提供一些法律视角，同时为管理人在退出阶段进行风险评估、厘清自身责任和工作内容提供一些可供落地的标准。

但由于各个私募基金的投资标的、投资人风险偏好和诉求以及投资期限等方面通常存在差异化，加之当下经济环境深刻变迁，管理人在退出阶段所需要面对的情形之复杂多变，绝非是本文寥寥数笔能够总结到位的。同时囿于篇幅，本文未讨论私募基金组织形式可能对认定管理人退出责任带来的影响，而是通过提取最大公因式的方式归纳总结具有普适性的管理人法定信义义务。客观上，不同的私募基金组织形式会受相应组织法的规制。因此，管理人在处理退出问题时，除了需要遵守信义义务外，还需要根据自身管理的私募基金类型进一步判断是否需要履行其他法定义务。

[1] 比如，《中华人民共和国信托法》（下称“《信托法》”）、《中华人民共和国证券投资基金法》（下称“《证券投资基金法》”）、《中华人民共和国公司法》（下称“《公司法》”）、



《中华人民共和国合伙企业法》（下称“《合伙企业法》”）、《私募投资基金监督管理条例》（下称“《条例》”）。

[2]比如，《私募投资基金监督管理暂行办法》（下称“《私募监管暂行办法》”）、《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（下称“《加强私募监管若干规定》”）、《全国法院金融审判工作会议纪要（征求意见稿）》。

[3]《报告》第13页：“仅81.52%的私募证券投资基金管理人和72.32%的私募股权基金管理人表示，其向投资者提供的私募基金合同中有管理人勤勉尽责义务相关条款。”

[4]相关定性参见中国证券投资基金业协会2021年8月27日发布的《私募基金备案案例公示》（【2021】第1期 总第1期）。

[5]如中国证券投资基金业协会在2024年5月15日发布的《近期私募基金违法违规警示案例》中的表述。

[6]最高人民法院的刘贵祥专委2023年1月10日在全国法院金融审判工作会议上的讲话中也特别提到了信托法确立的信义义务是“保护金融消费者和中小投资者合法权益的重要制度工具”。

[7]《报告》第27页。

[8]（2020）粤0391民初2174号。

[9]（2022）沪0115民初50460号。

[10]（2020）粤0391民初2174号。

[11]（2019）湘01民终1002号。

[12]（2021）京01民终6257号。



[13] (2020) 闽 0102 民初 7989 号。

[14] 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 94 条明确规定资管产品的委托人主张受托人损害其合法权益的，由受托人举证证明已经履行了相关义务，否则受托人承担举证不利的后果。可见，以书面形式保留决策过程和结果对于受托人而言至关重要。

[15] (2021) 沪 0115 民初 97875 号。

[16] (2021) 京 74 民终 482 号。

◎ 市场动态简讯

2024 年 2 月份金融市场运行情况

一、债券市场发行情况

2 月份，债券市场共发行各类债券 47061.2 亿元。国债发行 7500.0 亿元，地方政府债券发行 5599.6 亿元，金融债券发行 5445.4 亿元，公司信用类债券¹发行 6834.6 亿元，同业存单发行 21476.6 亿元。

截至 2 月末，债券市场托管余额 160.0 万亿元。其中，银行间市场托管余额 139.1 万亿元，交易所市场托管余额 20.9 万亿元。分券种来看，国债托管余额 29.7 万亿元，地方政府债券托管余额 41.1 万亿元，金融债券托管余额 37.9 万亿元，公司信用类债券托管余额 32.4 万亿元，信贷资产支持证券托管余额 1.7 万亿元，同业存单托管余额 16.0 万亿元。商业银行柜台债券托管余额 635.1 亿元。

二、债券市场运行情况

2 月份，银行间债券市场现券成交 24.3 万亿元，日均成交 15196.2 亿元，同比增加 40.2%，环比减少 0.1%。单笔成交量在 500-5000 万元的交易占总成交金额的 48.4%，单笔成交量在 9000 万元以上的交易占总成交金额的 45.3%，单笔平均成交量 4646.5 万元。交易所债券市场现券成交 2.5 万亿元，日均成交 1691.2 亿元。商业银行柜台市场债券成交 5.9 万笔，成交金额 164.7 亿元。

。

三、债券市场对外开放情况



截至 2024 年 2 月末，境外机构在中国债券市场的托管余额 4.00 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 2.5%。其中，境外机构在银行间债券市场的托管余额 3.95 万亿元；分券种看，境外机构持有国债 2.33 万亿元、占比 59.0%，政策性金融债 0.83 万亿元、占比 21.0%。

四、货币市场运行情况

2 月份，银行间货币市场成交共计 112.2 万亿元，同比减少 7.0%，环比减少 37.0%。其中，质押式回购成交 105.4 万亿元，同比减少 4.6%，环比减少 36.7%；买断式回购成交 4104.2 亿元，同比增加 1.7%，环比减少 34.0%；同业拆借成交 6.3 万亿元，同比减少 33.9%，环比减少 41.5%。交易所标准券回购成交 30.9 万亿元，同比减少 19.3%，环比减少 31.8%。

2 月份，银行间质押式回购月加权平均利率 1.89%，环比减少 1 个基点；同业拆借月加权平均利率 1.85%，环比增加 2 个基点。

五、票据市场运行情况

2 月份，商业汇票承兑发生额 2.2 万亿元，贴现发生额 1.7 万亿元。截至 2 月末，商业汇票承兑余额 17.5 万亿元，贴现余额 12.0 万亿元。

2 月份，签发票据的中小微企业 8.8 万家，占全部签票企业的 92.8%，中小微企业签票发生额 1.5 万亿元，占全部签票发生额的 67.4%。贴现的中小微企业 8.8 万家，占全部贴现企业 96.7%，贴现发生额 1.3 万亿元，占全部贴现发生额 75.5%。

六、股票市场运行情况



2月末，上证指数收于3015.2点，环比增加226.6点，涨幅8.1%；深证成指收于9330.4点，环比增加1117.6点，涨幅13.6%。2月份，沪市日均交易量4317.5亿元，环比增加30.8%；深市日均交易量5175.1亿元，环比增加30.0%。

七、银行间债券市场持有人结构情况

截至2月末，银行间债券市场的法人机构成员共4024家，全部为金融机构。按法人机构统计，非金融企业债务融资工具持有人²共计2147家。从持债规模看，前50名投资者持债占比50.7%，主要集中在公募基金（资管）、国有大型商业银行（自营）、股份制商业银行（自营）等；前200名投资者持债占比82.5%。单只非金融企业债务融资工具持有人数量最大值、最小值、平均值和中位值分别为55、1、13、12家，持有人20家以内的非金融企业债务融资工具只数占比为87%。

2月份，从交易规模看，按法人机构统计，非金融企业债务融资工具前50名投资者交易占比62.7%，主要集中在证券公司（自营）、股份制商业银行（自营）和基金公司（资管），前200名投资者交易占比91.2%。

（资料来源：中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、全国银行间同业拆借中心、银行间市场清算所股份有限公司、上海票据交易所股份有限公司、上海证券交易所、深圳证券交易所、北京金融资产交易所）

注：1. 包括非金融企业债务融资工具、资产支持票据、企业债券、公司债券、交易所资产支持证券等。

2. 自营投资者与代客投资者分开统计，下同。



来源：中国政府网(https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202403/content_6942596.htm)

支付平台新型套现隐秘江湖： 中介虚假开店已形成产业链

安徽警方微信公众号近日发布，在公安部经侦局、安徽省公安厅经侦总队的指挥下，马鞍山市公安经侦部门近期成功破获了一起以网购套现手段、涉案价值高达 70 亿元的非法经营案。嫌疑人指导受害当事人利用自己的消费信贷，在网络购物平台上找到指定“商家” 购买虚拟服务，“商家” 按一定比例扣除所谓的“手续费” 后，再通过网络支付返还当事人本金。

第一财经记者也在近期实测，市场监管态势趋严下，目前仍活跃不少新型套现中介，利用互联网平台消费分期产品进行套现，而中间手段更是五花八门，线上店铺、充值渠道都成为掩饰这类套现行为的“烟幕弹”。穿透诸多隐蔽掩饰手段后，这类中介手续费大多在 20 个点以上。其中，部分中介开店时间长达七年之久，已形成一套完整的产业链条。

借网购平台套现

“咱们尽量不用套现这类敏感字眼哈，用字母替代。”一名中介对记者表示。在他发来的图片中，各类购物平台消费金融产品的代称、常见额度都已列好，等待“套现者” 选择。在记者随机选择一类平台产品后，商家随后发来验证额度、套现方式的系列指引。

记者以同样的方式接触了多个购物平台套现中介。虽然上述中介在套现细节、流程等方面五花八门，但模式高度相似。套现者选定平台后需按照中介指引，使用消费金融额度购买指定店铺的虚拟



商品或充值产品。成交并确认收货后，中介会扣除约定好的手续费，将剩余部分给付套现者。

而具体可套现金额则取决于平台额度，平台给予消费者的购买额度越高，可套现的金额就越多。

一般而言，套现中介熟练掌握各类平台的额度上限、平台规则，并“因人制宜”链接各种虚拟商品以便快速套出额度。其中，部分平台流程相对简单，中介将商家码发给套现者，套现者选择消费金融方式支付后，即可迅速收到返现。而另一部分平台审核更严格，需要虚拟商品作为套现“依托”。记者发现，在这类中介发来的商品店铺中，上百元一斤的大米、上万的课程、高价游戏装备比比皆是。

这种严重脱离市场价的产品，在定向套现中却拥有不低的销量。“选择这类商品主要是因为定价相对模糊，不太容易受到平台识别，有些也不需要实体发货。”一名中介对记者表示，仅有少部分商品可能会实体发货。到时物流会发空包，需要客户进行签收。

相较于特意设计的商品“马甲”，更加隐蔽的套现“障眼法”则集中在发券和充值平台。

在记者以套现者身份咨询时，一名中介大鸣（化名）要求记者购买某商家消费券、代金券。而据市场信息核实，这类消费券、代金券本身确实存在，也有大量真实消费者。

“背后怎么‘套’的你不用考虑，我们有内部渠道。”大鸣表示。

一名福建的套现者林里（化名）告诉第一财经记者，实际上这类中介可能分饰两角，赚取中间的利差。针对套现者，以低成本让



其通过分期方式购买充值类商品。同时，将这部分充值类商品以低于市场价的方式向市场兜售。“当时我购买某商城的购物卡套现的时候，中介要求把卡号、密码都发送过去，给其他客户发货。”林里觉得，这在买卖双方间就形成了闭环，中介如果铺设的面够广，则很大几率可以稳赚收益。

中介不断进化

事实上，这类利用网购平台进行消费贷产品套现的发展时间较长，并形成五花八门的衍生业态。

“我们做了有7年，从电商平台推出消费信贷产品开始就已经帮人套钱出来了。”大鸣宣称，这种套现模式适用于几乎所有支持消费信贷的电商平台，相较于信用卡、POS机套现速度更快、风险更低。

除主流电商平台外，大鸣告诉记者如果大平台套现额度不足，还可借道一些小微电商渠道，并发来多个小商城的储值卡套餐。其中部分渠道是中介“自建”，用于定制化提供虚拟商品套现。

第一财经此前调查发现，这类商城出售的商品多为储值卡套餐，通过定向链接才可购买，多次购买后额度还会不断升级，实际是专为套现者定制的中间渠道。

有业内人士认为，这也意味着这类新型套现中介正不断进化——从利用平台规则漏洞助套现，到自己“化身”资方平台。

业态进一步扩张的同时，这类套现中介的产业链也在逐渐完善，出现规模化运营特点。

大鸣介绍，其所在工作室拥有App研发、项目推广、支付渠道维护等部门，可以承接全国范围内的业务。而另一部分中介甚至采用

“类传销模式”拓展渠道，公开以返佣形式招聘中介，快速跑马圈地。

规模化的运作模式背后，这类套现中介手续费也居高不下。大鸣告诉记者，如果选择的网购平台可通过“商家码”套现，则手续费在10%~20%不等。借道商品套现手续费则更高。

平台监控存难点

中介转战线上背后，是国内购物、支付生态的转变。

一名福建的资深套现者告诉记者，此前的信用卡、POS机监管逐渐严格，模式变得较难走通。中介开始“钻空子”，选择绕道网购平台的金融消费业务。这类线上新兴业态相对于线下拥有更多玩法和操作空间。

一名互联网头部平台人士告诉记者，目前平台对这类借道消费金融业务套现的行为是全面禁止的。如果中介上线此类用于套现的虚拟充值商品，很难通过审核，同时还会有定期巡检，一旦发现这类产品将会随时下架。不过，由于这类产品经常采用特殊方式“擦边”投放，存在一定“漏放”可能。

另一家头部购物平台审核端人士告诉记者，一般而言是可以通过很多技术手段检测出异常商品的。但有部分黑灰产商品擅于“包装”，利用游戏装备、课程名义出售，监控相对困难，有时需要依靠用户举报“顺藤摸瓜”。

不过，购物平台消费金融产品本身的业务模式下，也缺乏对这类灰黑产全面“清剿”的动机。记者注意到，中介主推的部分购物平台消费金融产品中，虽有一定自营业务比例，但仍有大量助贷业务。

有业内人士分析称，在助贷业务模式下，平台核心逻辑是引流以获取费用，客户资质及后续坏账率对其本身营收影响并不大。如对客户资质限制太高，则一定程度上将导致“限流”。

多重法律风险

虽然施加重重掩饰、具有较高隐蔽性，但不少法律人士认为利用购物平台消费信贷产品进行套现，仍将承担诸多责任。

“消费信贷产品虽然不属于信用卡产品，但就其资金流向和运行方式来看，通过其所实施的套现行为可评价为非法从事资金支付结算业务。”南京大学法学院教授孙国祥指出，套现的本质特征是不真实的商品服务交易，但发生资金实质上的转移，造成了商品服务的买卖与资金的转移支付出现脱节，资金流向不明领域。

孙国祥进一步表示，利用消费信贷产品套现应构成非法经营罪。对于实践中利用POS机等方法从事套现活动，情节严重，需要追究刑事责任的，可以适用刑法第二百二十五条规定处理。

除针对套现团队外，套现者本身也存在诸多风险。北京一名资深律师指出，如套现人是为了在一定的期限内暂时使用套现的资金，而不是占有套现的资金，可能被定义为非法经营。实务中，一些套现者的目的是占有相关的套现资金，这应属于虚构事实、隐瞒真相的诈骗行为，实践中如证据充分一般以诈骗罪定罪量刑。

来源：第一财经日报（https://www.yicai.com/epaper/pc/202402/05/node_A01.html）

人民币中间价重回 7.1 以下 短期波动无碍长期信心



[目前机构普遍认为 6 月降息后美元会走弱,但预测也显示美元对大多数货币只会出现适度的贬值。此外,美元走弱的道路可能会不平坦,尤其是 2024 年。]

经历了上周五久违的人民币波动,周一很快人民币再度走稳,即使是在美元指数涨破 104 大关的背景下。对海外交易员而言,中间价的信号至关重要。

3 月 25 日,人民币中间价报 7.0996,上调 8 个基点(BP),再度回到了 7.1 以下,相较于模型偏离了超 1200 点(更强)。而之所以上周五人民币久违大跌,除了美元强势回归,也是因为中间价被罕见地设定在了 7.1 以上(3 月 8 日以来始终在 7.1 以下)。

据记者了解,中间价被海外交易员视为中国央行的一种重要信号,上周五的中间价被部分交易员理解为央行开始容忍贬值,但亦有人认为这只是意外或压力测试。事实证明,测试只持续了一日。

“如果每个市场参与者都认为中国央行最终会让人民币交易在大致的合意位置,那么每个人都应该更及时地行动。”德国商业银行商品、外汇研究主管乌尔里希·罗伊特曼(Ulrich Leuchtman)对记者表示。

事后,市场的假设被证明是正确的,本周一的中间价也证明汇率稳定仍然关键。各大机构预计,尽管美元上半年仍难以实质性走弱,但中国并不会容忍一次性贬值,而更多是循序渐进。当下,主流机构对美元/人民币的年内波动区间仍定在 7~7.3 左右。

人民币贬值“一日游”



3月25日，随着中间价被报出（7.0996），人民币即期汇率开盘就迅速走升。截至同日18:50，美元/人民币报7.2132，美元/离岸人民币报7.2537，相较于上周五反弹近150点。

罗伊特曼称，在美元普遍走强之际，人民币在上周五也受到了相当大的压力。“然而，人民币的快速贬值并非中国央行乐见的，这可能加剧资本外流压力，周一早晨的人民币定价信号足以结束惊慌。上周五的人民币疲软转瞬消失。”

回顾22日（上周五），突发跳水的人民币引发市场关注，因为3月以来人民币对美元的波动一度近乎消失，3月初有段时间一周的波动仅100~200点。22日当日，受到外围消息扰动，离岸人民币对美元一度跌至7.2656，日内波幅高达近500点，为近阶段罕见。美国国会早些时候宣布了新一轮“敌对投资法案”，其中包含4项针对“敌国公司”的投资限制。市场对于地缘政治风险的担忧再度升温。此外，美元走势强于预期，日元在加息背景下仍大幅下挫，这也导致美元指数更为强劲。截至22日收盘，美元/离岸人民币报7.2761，比在岸人民币的7.2296弱了近500点，在岸和离岸的价差近阶段出现如此大的差距实属罕见。

美元在过去的上周五也不断走强，美元指数突破了104大关。从美国经济基本面来看，当天公布的一系列数据都强于预期。例如，3月费城联储制造业指数下降幅度小于预期。报告构成良好，新订单、发货量和就业指数均有所增加；此外，初次失业救济申请人数下降，与共识预期相反，截至3月16日一周的初次申领21万人，市场中位预测为21.3万人；同时，现有房屋销量按季节调整后的年化增长了9.5%，达到438万套，远超预期。所有现有房屋的中位销售价



格按月增长了 0.5%，房屋供需不平衡略有加剧。高盛还因此将第一季度的 GDP 增速跟踪估计提高了 0.2 个百分点至+1.9%。

尽管如此，本周一开盘，人民币也没有继续对美元下跌，中间价的指引作用不言而喻。华创证券的估算显示，当日官方中间价 7.0996，逆周期因子影子变量为-1262 个点。

“此前有交易员可能认为这种平衡非常脆弱。对于中国央行来说，这将是一个错误的推论。央行最终也仅仅是通过发送小信号来实现这一目标（即中间价的微调）。我们在周一就看到了这一例子。”罗伊特曼表示。

外部压力仍待观察

在机构看来，当前还有待观察的是，这种策略是否足以永久性地减轻对人民币的贬值压力。从基本面的角度来看，当前美联储的高利率和美元的强势仍是一种外部压力。

渣打全球首席策略师罗伯逊（Eric Robertsen）对记者表示，随着几十年来美国联邦基金利率达到最高水平，市场年初普遍认为，一旦美联储开启第一次降息，许多新兴市场和发达市场的其他央行也会效仿。然而，市场在两个方面受挫。首先，全球降息预期已大幅下调，市场现在预计 2024 年美联储降息 83BP，而 1 月时的预期为 167BP 左右；其次，全球利率飙升并没有对高风险资产的表现造成太大影响，考虑到降息预期的下调，各种跨资产波动率指标的水平出奇地低。

渣打目前预计，美联储和欧洲央行将于 6 月开始降息，亚洲大多数央行将在第三季度开始降息。但是，如果美联储进一步推迟降息时间表，其他降息行动也可能被推迟。



当前，美国通胀的顽固和经济、就业市场的超强韧性导致了降息难以马上落地。尽管如此，市场的共识仍在于，美国通胀将逐步下行，而降息只是时间问题，“因此波动率和风险溢价保持得如此平稳的原因——市场根本没有放弃降息的想法。但是，如果通胀和增长重新加速，‘更长时间更高的利率’预期可能会变成‘长期高利率’的预期，这可能会打破市场对风险的良性展望。”罗伯逊表示。

因此，在没有更激进的美联储降息的情况下，交易员当前很难想象出现显著的美元疲软。目前机构普遍认为6月降息后美元会走弱，但预测也显示美元对大多数货币只会出现适度的贬值。此外，美元走弱的道路可能会不平坦，尤其是2024年。

例如，除了人民币，日元近期承受了更大的压力。8年以来久违加息的日本竟然迎来了日元贬值，而非对美元反弹，美元/日元几乎要触及152的历史低点，由于美国和日本的巨大利差仍然让市场倾向于做多美元。

交易员对记者表示，美联储降息可能会有助于缩小利率差，但不足以阻止日元作为融资货币的使用，即使市场预计日本央行会再次加息（野村预计2024年底或再加息25BP）。而这就是挑战所在。只要美联储的宽松周期与市场预期的利率曲线一样温和，像日元、瑞郎甚至欧元这样的货币将继续是有吸引力的融资货币，因此可能难以大幅反弹。人民币的融资货币属性亦在过去一段时间攀升。

聚焦经济基本面变化

对于人民币汇率而言，未来经济基本面的变化仍是最为关键的一点。

从中国国家统计局此前公布的 1~2 月经济数据来看，今年前两个月中国经济活动温和反弹。工业增加值和投资增速都好于市场预期，政府的刺激举措带来了一定帮助。然而，作为衡量消费的一个主要指标，社会消费品零售总额在 2024 年前两个月同比增长 5.5%，低于去年 12 月 7.4% 的增速，表明消费者信心持续低迷。同时，地产销售、新开工和竣工面积均出现超过 20% 的降幅。工业部门的产品价格、库存和盈利等经营指标均在周期底部。

不过，政策的支持力度明显提升。南银理财研究部主管王强松对记者提及，年初公共财政支出加快，PSL 投放、基建投资高增速印证财政加力，发改委宣布分三批下达 1 万亿增发国债项目清单；货币政策方面，央行表态降准仍有空间。国常会听取优化楼市政策的汇报，稳需求的政策声音仍较多。

“本周经济指标需要关注 1~2 月工业企业利润数据，该指标总体与上市公司利润增速同向变化，其次是关注 3 月 PMI 是否回升到荣枯线附近。”他称。

巴克莱宏观、外汇策略师张蒙告诉记者，由于美元/人民币这一货币对长期以来一直是地区货币的有效锚头，未来一段时间相关货币也会受到影响，例如马来西亚林吉特、韩元等。在她看来，尽管人民币存在一定压力，但一次性调整的概率很小，中国央行仍有能力和意愿维持汇率的基本稳定。

来源：第一财经日报（https://www.yicai.com/epaper/pc/202403/26/node_A01.html）