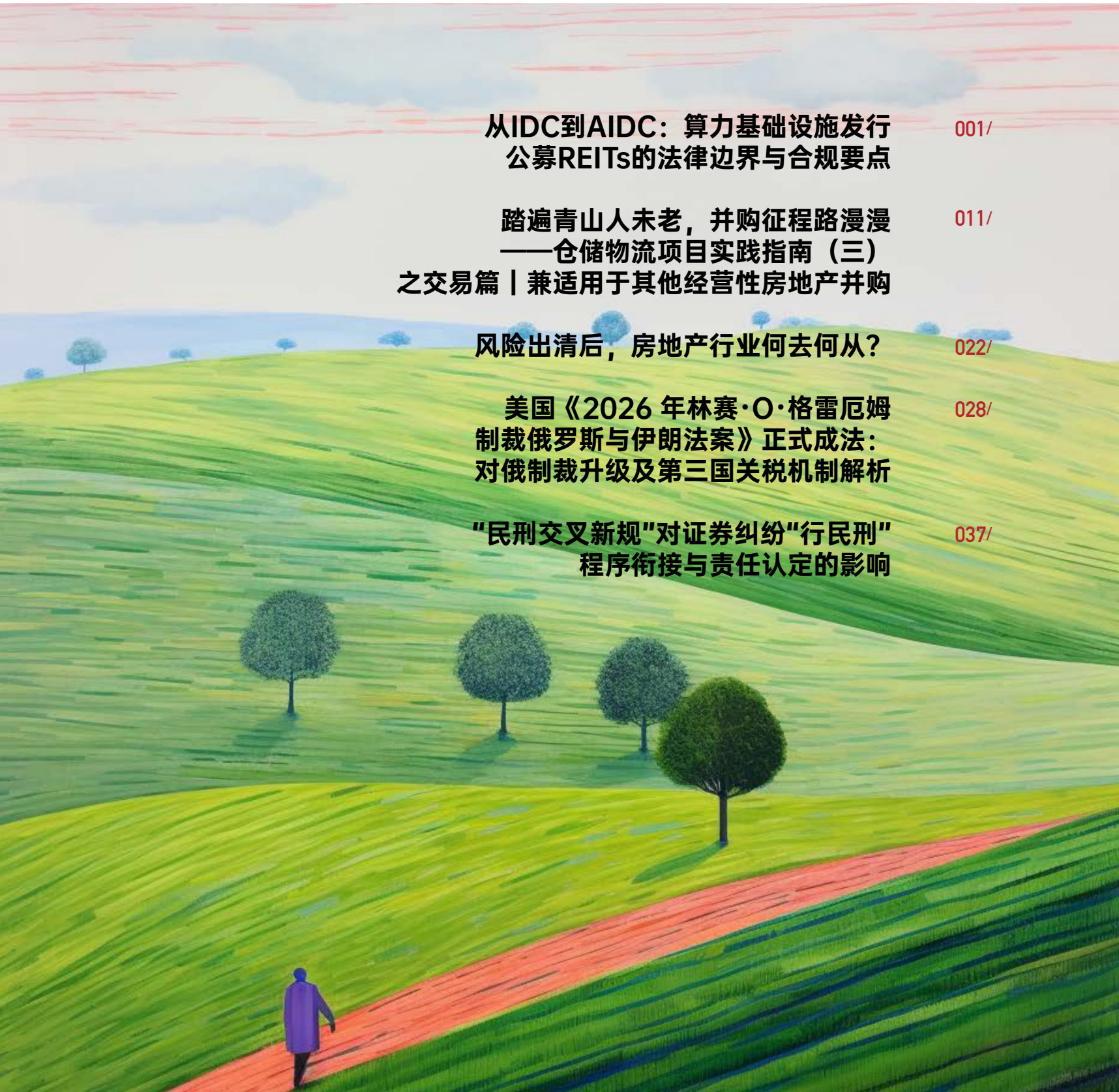
NEWSLETTER

中伦e简报

深度观察

ZHONG LUN
中倫律師事務所



从IDC到AIDC：算力基础设施发行公募REITs的法律边界与合规要点 001/

踏遍青山人未老，并购征程路漫漫——仓储物流项目实践指南（三）之交易篇丨兼适用于其他经营性房地产并购 011/

风险出清后，房地产行业何去何从？ 022/

美国《2026 年林赛·O·格雷厄姆制裁俄罗斯与伊朗法案》正式成法：对俄制裁升级及第三国关税机制解析 028/

“民刑交叉新规”对证券纠纷“行民刑”程序衔接与责任认定的影响 037/

从IDC到AIDC：算力基础设施发行公募REITs的法律边界与合规要点

作者：孟奕 周兰萍



以智算中心（AIDC）为代表的算力基础设施，是AI产业发展的关键支撑，同时也属于典型的重资产领域。单个智算园区的投资规模往往高达数十亿元，大量资金长期沉淀于土建、电力配套及算力设备之中，与当前AI产业快速迭代的扩张节奏已形成结构性矛盾。随着全国首批两单数据中心（IDC）公募REITs相继在沪深交易所上市，公募REITs为缓解这一矛盾提供了可行路径。虽然IDC项目的市场化融资通道已经打通，但AIDC作为新型算力资产，和传统IDC在定位、资产结构、运营模式上存在显著差异，其发行公募REITs的法律与合规边界仍有进一步厘清的必要，这也正是本文将重点讨论的问题。

第一部分\

算力基础设施公募REITs的政策演进与市场现状

（一）从试点探索到清单正式明确

在公募REITs政策维度，算力基础设施纳入公募REITs申报行业范围，经历了从试点探索到清单正式明确的发展过程。2020年试点启动阶段，国家发改委发改办投资〔2020〕586号文就已经将数据中心、人工智能、智能计算中心等新型基础设施项目纳入试点范围，允许符合条件的成熟项目通过申报发行公募REITs盘活存量资产。

此后，随着国家"东数西算"工程持续推进，AI大模型产业对智算中心的需求呈现爆发式增长，市场层面呼吁将AIDC这类新型算力基础设施纳入公募REITs申报范围的声音不断高涨。2024年公募REITs进入常态化发行阶段后，国家发改委《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）附件申报要求中，已明确将"数据中心类、人工智能基础设施项目"列为可申报的行业范围。2025年2月，中国证监会在《关于资本市场做好金融"五篇大文章"的实施意见》中，进一步提出支持人工智能、数据中心领域项目发行REITs。同年12月，国家发改委印发《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025年版）》（发改办投资〔2025〕991号），将公募REITs的申报发行范围拓展至15个大项，在"新型基础设施"大类下，数据中心与人工智能基础设施被并列列出。至此，无论是

传统数据中心还是智算中心，申报公募REITs都已有了明确的政策入口。

（二）市场热度持续升温，公募REITs发行提速

政策热度也很快在市场端得到了响应。截至2025年底，全国在用算力设施机架数超过1373万标准机架，智能算力规模达到159万PFLOPS（FP16）[1]。2025年8月，润泽项目（底层资产为廊坊A-18数据中心）登陆深交所，其网下有效认购倍数达到167.06倍，累计吸引逾2800亿元资金参与认购，并已于2026年2月启动扩募申报。奥飞数据、证通电子也相继启动申报，江天数科项目已经获得国家发改委推荐。据国金资管统计，截至2026年5月，IDC行业已通过公募REITs及机构间REITs合计募资超过150亿元[2]。

梳理当前政策脉络可以看出，公募REITs对算力基础设施的开放遵循了从试点破冰到正式入纲、从行业分类到精准细分的推进逻辑。但梳理首批及正在推进项目的底层资产可以发现，目前已上市的相关项目均为传统数据中心，尚未有智算中心（AIDC）项目通过公募REITs正式上市。

1.引用自国家数据局于2026年6月8日发布的《数字中国发展报告（2025年）》。
2.引用自上海证券报：《多层次REITs+被并购 智算中心资本化"轻装上阵"》，2026年6月8日。
3.摘自交易所对南方万国数据中心REIT、南方润泽科技数据中心REIT的反馈意见及回复要点。

第二部分\

AIDC项目申报公募REITs的难点

（一）公募REITs申报门槛的适配性

1014号文及其附件申报要求确立的核心门槛包括：项目运营时间原则上不低于3年、近3年经营性净现金流均为正、首次发行目标不动产评估净值原则上不低于10亿元、权属清晰且投资管理手续齐备等。进入常态化发行阶段后，发改委层面不再设置统一收益率指标，但交易所对现金流预测审慎性的实质把关并未放松——首批两单项目折现率均从8%下调至7.75%，托管费续约增长假设也被要求按审慎原则调整[3]。

因此，当前符合申报条件的多为运营成熟、上架率高的批发型数据中心。尚处于爬坡期的智算中心若暂不满足运营年限与现金流稳定性要求，可以先通过Pre-REITs或机构间REITs等方式培育成熟，再申报公募REITs。

（二）IDC与AIDC在资产构成上的区别

传统IDC项目在法律和经济实质上更接近"数字商业地产"。底层资产为机房不动产，以及供配电、制冷等附属设施与机柜，现金流来

自长期托管服务合同，批发型项目租约通常为10至15年，这使得能够和REITs的不动产定位高度契合。

但AIDC的价值重心已经发生变化：高功率机柜、冷板液冷系统、GPU服务器集群成为核心价值载体，收入结构也从"机柜出租"转向了"算力服务"。以润泽科技为例，2025年其AIDC业务收入达到25.10亿元，其中超过80%来自智算服务[4]。当AIDC的收入结构不再主要围绕与不动产绑定的机柜租金，而是依托算力设备与服务能力时，REITs底层资产范围的界定问题就成为值得探讨的核心命题。

两单已上市项目的底层资产，均以机房不动产及不可分割的附属设施为核心，设备更新与技术迭代通过资本性支出安排解决。润泽项目在反馈回复中披露，2035年液冷改造期间项目平均上架率将降至60.63%，改造完成后恢复至95%，相关改造支出已计入估值模型[3]。这一处理思路在传统IDC资产中能够适用，但若应用于AIDC项目，则会面临明显的矛盾：其一，REITs底层资产的不动产属性要求，与算力设备的经济寿命（服务器通常为3至5年）之间存在期限错配，基金存续期内设备需要多轮更替，以不动产为核心逻辑的估值与分配框架能否容纳设备导向的重资产投入，现行规则尚未给出明确答案；其二，若将GPU集群排除在入池范围之外，估值基础仅能反映不动产及相关基础设施价值，但项目超过80%的收入都来自智算服务，资产边界与收入结构的错配可能导致估值结果与投资者预期出现偏离。因此，在AIDC项目REITs申报过程中，算力设备的入池口径与设备更新的资金储备机制将是发行人必须回答的首要问题。

（三）IDC与AIDC在收入构成上的区别

两类合同在收益法估值中的处理逻辑同样存在差异。IDC项目的托管服务费具有较强的不动产租赁属性，其风险核心集中在续约假设层面——首批REITs项目反馈中，监管部门已明确要求对合同期外尚未实际形成的托管费增长做审慎预测。

而AIDC项目的算力服务费属于服务合同范畴，定价会随技术迭代与算力供需关系波动，通常合同期限较短，现金流可预测性明显弱于长租约托管合同。因此，未来AIDC项目申报过程中，针对算力服务费稳定性与可持续性的论证，包括客户结构、技术代际风险、续约概率的量化披露等内容，预测将取代上架率成为估值问题的核心。

3.摘自交易所对南方万国数据中心REIT、南方润泽科技数据中心REIT的反馈意见及回复要点。
4.摘自润泽科技于2026年4月9日披露的2025年年度报告数据。

第三部分\

算力基础设施公募REITs申报的法律合规要点与前瞻

（一）现行合规要点：首批项目反馈的核心问题

1.增值电信业务资质。IDC业务属于《电信业务分类目录（2015年版）》规定的B11类互联网数据中心业务，跨省开展业务须取得跨地区经营许可，实际经营IDC业务的项目公司应依法取得相应经营许可。监管关注的核心问题在于：许可证有效期若明显短于REITs基金存续期（增值电信业务经营许可证有效期通常为5年），如何保障续期顺利完成；以及项目公司股权转让至专项计划后，股东变更对许可证续期所产生的影响。

对此，实务中的解决思路可以分解为四个层面：

其一，申报前完成资质合规核查。逐项核对许可证载明的业务范围与项目实际经营内容是否一致、有无超范围经营或年报义务未履行等影响续期的情形，并测算许可证有效期与基金存续期之间的缺口。

其二，落实续期预案。根据《电信业务经营许可管理办法》，许可证有效期届满需继续经营的，应当提前90日向原发证机关申请续期，申报文件中应披露续期的法定条件、办理流程与时间安排，并结合项目公司无重大违法违规记录、持续符合经营条件的事实，论证续期不存在实质性障碍。

其三，完成股东变更的程序衔接。项目公司股权转让至专项计划，如构成经营主体股东变化等需要变更的情形，应当向原发证机关申请办理相应手续，参考首批项目经验，申报时宜提前与属地通信管理局沟通确认。

其四，作出承诺与风险揭示。由运营管理机构出具持续持证承诺，并对资质瑕疵可能引发的现金流影响在招募文件中作充分揭示。

2.资产权属与可转让性。数据中心项目用地大多为工业用地，部分地区对工业用地及地上房屋的转让设置了受让方资质门槛与政府审核程序，项目需要根据具体情况取得相关有权部门或协议签署机构对以股权转让方式发行REITs的无异议函。另一项核心问题是资产边界：数据中心的物理运营高度依赖电力与通信配套设施，但变电站、输电线路、综合管廊、光纤等园区共用设施通常未纳入资产池，万国项目的110kV变电站进线工程、润泽项目的变电站及综合管廊都属于这类情况。

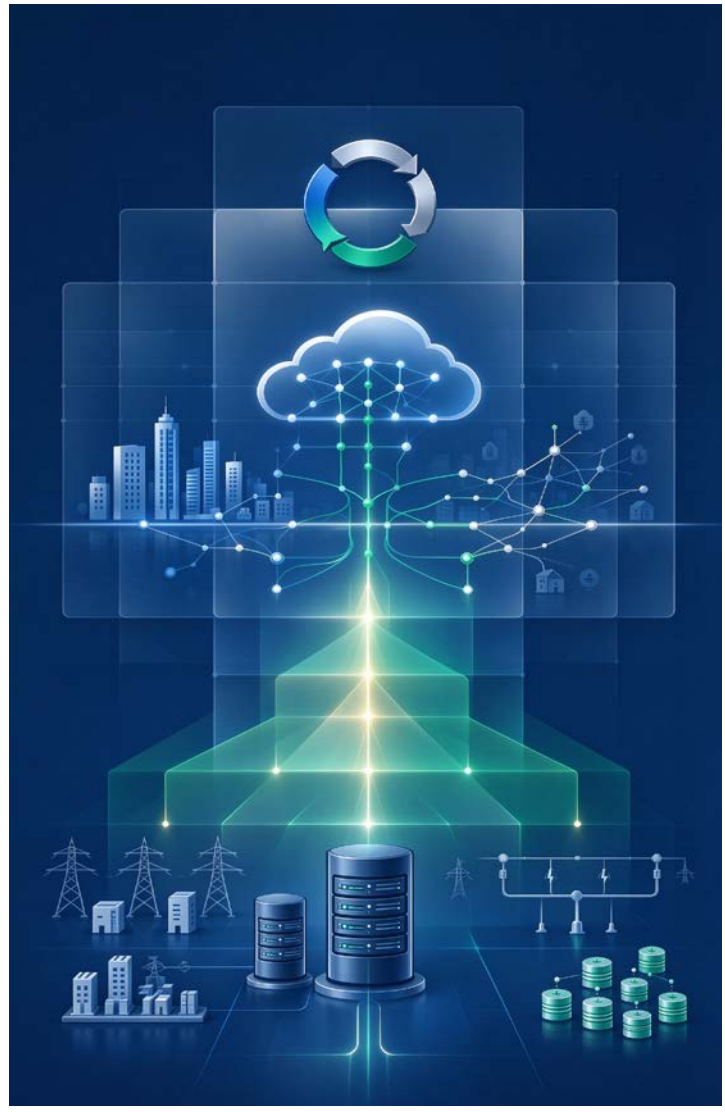
对此，就权属转让限制而言，应逐项核查土地出让合同中的限制性条款、产业用地监管协议以及入园协议、投资协议中对资产转让或

股权变更的特别约定。对存在限制的，应提前与原出让合同签署机构或有权主管部门沟通REITs交易结构的合规性，取得书面的无异议函或同意文件。

就共用设施的资产边界而言，交易所的关切在于未入池设施能否长期、稳定地服务于底层资产，因此应通过长期稳定、具备法律约束力的协议（租赁协议或服务协议）保障其持续供应。且协议安排上需注意期限应能够覆盖基金存续期，或约定到期后的续期安排、定价应公允并设置与成本联动或市场化的调价机制以及明确服务中断情形下的违约责任与替代供应安排，必要时由原始权益人出具支持函以增强保障力度。

3.电能利用效率（PUE）。数据中心属于高耗能行业，PUE是行业核心监管指标，并且监管要求持续收紧，PUE不符合相关要求的项目可能面临差别电价、限期整改等监管措施。已上市的两个项目PUE分别约为1.24（万国）与1.2861（润泽）[3]，如果未来政策提高PUE要求，节能改造所需的资本性支出如何安排将成为核心问题。

对此，首先，在申报环节对照国家枢纽节点及属地节能主管部门的PUE限值要求，论证项目当前运行指标的达标状态与安全余量，说明短期内被动整改的风险较低；同时应在招募



文件中对差别电价、限期整改等政策风险作敏感性披露，避免投资者对政策环境的稳定性形成误判。

其次，就改造资本性支出的分担作出制度化安排。首批项目的实践是由运营管理机构承

3.摘自交易所对南方万国数据中心REIT、南方润泽科技数据中心REIT的反馈意见及回复要点。

诺承担超出估值假设的部分的节能改造资本性支出；而基金层面亦可考虑设置资本性支出专户或最低留存安排，为可预见的改造预留资金。

最后，对可以预见的改造（如液冷改造）应直接纳入估值模型。润泽项目已将2035年液冷改造期间的上架率与改造后恢复计入预测，这种技术迭代显性化的处理方式，预计将成为AIDC项目申报的通行做法。

4.外资准入与VIE结构。IDC业务涉及外商投资准入负面清单中的增值电信业务限制，目前已上市的项目中有一例涉及VIE结构，监管穿透核查的重点包括持证主体是否真实、独立履行经营责任，协议控制安排是否影响许可证合规性，数据与系统控制权是否与合同责任保持一致等。

对此，穿透核查方面，应按照"境外上市主体—境内外商投资企业—协议控制安排—持证项目公司"的路径，逐层厘清外资持股比例及实际控制结构，以判定交易完成后外资是否以任何形式实质性介入持证经营主体，以及该情形是否属于负面清单所列限制范围。

独立性论证方面，应重点说明持证主体在人员、财务、经营决策上的独立性，协议控制仅及于收益分配与控制权安排、不替代持证主体履行许可项下义务，确保持牌经营的监管要求不被架构安排架空。

其他合规论证方面，对于涉及的境外架构，还应评估境外上市备案义务、外资并购安全审查申报义务的触发可能。基金管理人、专项计划管理人等中介应对照负面清单及行业监管口径提前完成合规评估，必要时咨询主管部门意见。

（二）AIDC前瞻问题：规则尚未成文，但申报已在路上

1.算力设备入池标准与更新资金储备机制。延续上文第二部分的分析，AIDC的核心申报难点在于现行以不动产及相关基础设施为核心的入池口径难以充分反映智算中心的价值构成，而将算力设备简单入池又与REITs的不动产属性、基金长期存续与设备快速迭代之间存在结构性冲突。

对此，笔者认为，发行人可采用的口径有三种：

其一，是延续现行以不动产及相关基础设施为核心的入池口径，设备不入池、更新支出通过资本性支出安排解决。该口径与已上市项目一致，监管沟通成本最低，但如第二部分所述，在收入80%以上来自智算服务的AIDC项目中，使得资产价值存在被低估的可能。

其二，是算力设备整体入池。该口径能够完整反映资产价值，但存在三重障碍：设备经

济寿命（3至5年）与基金存续期的期限错配将使基金存续期内出现多轮集中更新，折旧与更新支出直接影响到可供分配金额；技术迭代导致设备评估值高度波动，影响估值的可信度；且拟入池设备必须权属清晰、无融资租赁等权利负担，实践中GPU设备多通过租赁方式取得，清理难度较大。

其三，是采用折中口径，即不动产及不可分割的附属设施入池，可移动的算力设备不入池，但通过租赁安排或资产服务合同将设备运营收益纳入基金现金流。该口径兼顾了价值反映与合规稳妥，但结构复杂度更高，需要就设备租赁与基金现金流的法律关系进行设计，并提前与监管沟通取得认可。

但无论采取上述何种入池口径，设备与机电系统在基金存续期内的更新资金如何储备以及对于可供分配金额的影响，都是监管与投资者共同关切的问题。笔者建议，按经济用途将资本性支出分为维持性更新、周期性替换、技术升级、扩容增长四类进行处理。对维持运营所必需的更新支出，通过资本性支出调整、专户留存等方式形成由基金控制的资金安排。在存续期内，可由独立第三方定期评估储备充足率与设备更换积压情况，并在定期报告中披露，且AIDC项目因算力设备迭代更快，对相关资本性支出的披露和风险揭示要求也应相应提高。

2.智算服务合同的法律定性与可转让性。由于《民法典》项下租赁合同与服务合同在合同性质及相关法律规则适用上存在差异，智算服务合同究竟是租赁合同还是服务合同，将直接影响估值增长假设的取值与合同转让规则的适用，这一问题在AIDC场景下较IDC更为突出。

就定性标准而言，核心在于承租人（客户）是否取得对特定机房区域的排他性占有使用权利：传统批发型IDC合同中，客户整租机房并自主部署设备，租赁属性明显；而AIDC的智算服务以持续供给算力为给付内容，服务特征更加显著，但若合同同时约定客户对特定机柜区域享有独占使用权，则可能构成含租赁特征的混合合同。

在法律适用层面，若构成租赁，"买卖不破租赁"等规则将使基金受让资产后承受既有租约的约束，处置自由受限；若构成服务合同，债权转让原则上无需相对方同意，但债务转移与合同权利义务一并转让仍需相对方同意。发行人应结合合同条款的实际权利义务内容作出定性论证，并在估值假设中保持逻辑一致。

与定性问题相关联的还有对客户合同限制条款的清理。客户合同中普遍存在对资产转让、公司分立、股权变更的限制性条款，应在尽调阶段逐一排查，区分需要取得客户同意与

仅需通知两种情形，在申报前完成沟通并取得关键客户的书面同意或完成合同换签。

3.数据安全与系统控制权配置。机房权属转移至基金后，数据与系统的实际控制权仍在持牌运营主体，形成权属与控制权分离的结构。这就引发了《数据安全法》《网络安全法》项下相关法定义务（如网络安全等级保护、数据安全审查、事件应急处置等）主体应如何界定的问题。

对此，笔者的基本判断是，数据安全与网络安全义务原则上系以"网络运营者、数据处理者"等法定身份及其实际履行的网络、数据处理活动为基础，并不因机房不动产权属的变更而自动转移，仍应由持牌运营主体继续承担。但对于权属与控制权分离的结构仍应在交易文件中予以明确体现，以防权属变动导致相关义务主体的认定产生模糊或歧义。

具体而言，基金合同与运营管理协议中应明确数据与系统控制权仍归属于持牌运营主体，《数据安全法》《网络安全法》项下义务由其继续履行并作出持续合规承诺；基金方对涉及数据安全与网络安全的重大事项享有知情权与审计权，但不直接介入系统运营；应约定数据安全事件的应急处置协调机制与责任划分，确保事件发生时权属方与运营方的响应路径清晰。

4.算电协同下的电价风险管理。2026年"算电协同"首次被写入政府工作报告。电力成本占运营成本50%以上，绿电直供、虚拟电厂参与等新机制将持续改变成本结构，电价已从单纯的成本项目演变为影响现金流稳定性的核心变量。

反映在法律层面，需要围绕电价风险的分配作出前瞻性设计，重点包括四项：

其一，托管合同的电价传导条款——明确基准电价、公式化调价机制、调价触发条件与通知程序，确保电价波动能够按约定机制在合同当事人之间传导，首批IDC项目已出现此类安排，AIDC项目应在此基础上结合高功率密度场景细化传导公式。

其二，绿电采购长期协议——签署主体宜为项目公司或运营主体，协议期限应与项目运营期限及相关交易安排相匹配，并明确绿电溢价的承担方，防止出现成本由基金承担、收益由运营方享有的情形。

其三，参与虚拟电厂、需求响应等电网互动机制所获收益的归属与分配安排，应在交易文件中事先明确。

其四，超出传导区间的极端电价波动风险，应由投资者与运营管理机构按商业谈判结果合理分担，并在招募文件中量化披露。

第四部分\

结语

首批数据中心REITs资产已验证了传统数据中心类算力基础设施纳入公募REITs的可行路径，而AI产业的发展将进一步推动以设备与服务为核心的智算中心本身成为可证券化的资产。但在实操中，对于算力设备入池、智算服务合同估值等关键问题仍有待监管层面作出明确回应。对发行人而言，在首单AIDC公募REITs落地前完成资产界定与合规布局，即是在规则制定过程中掌握主动权。



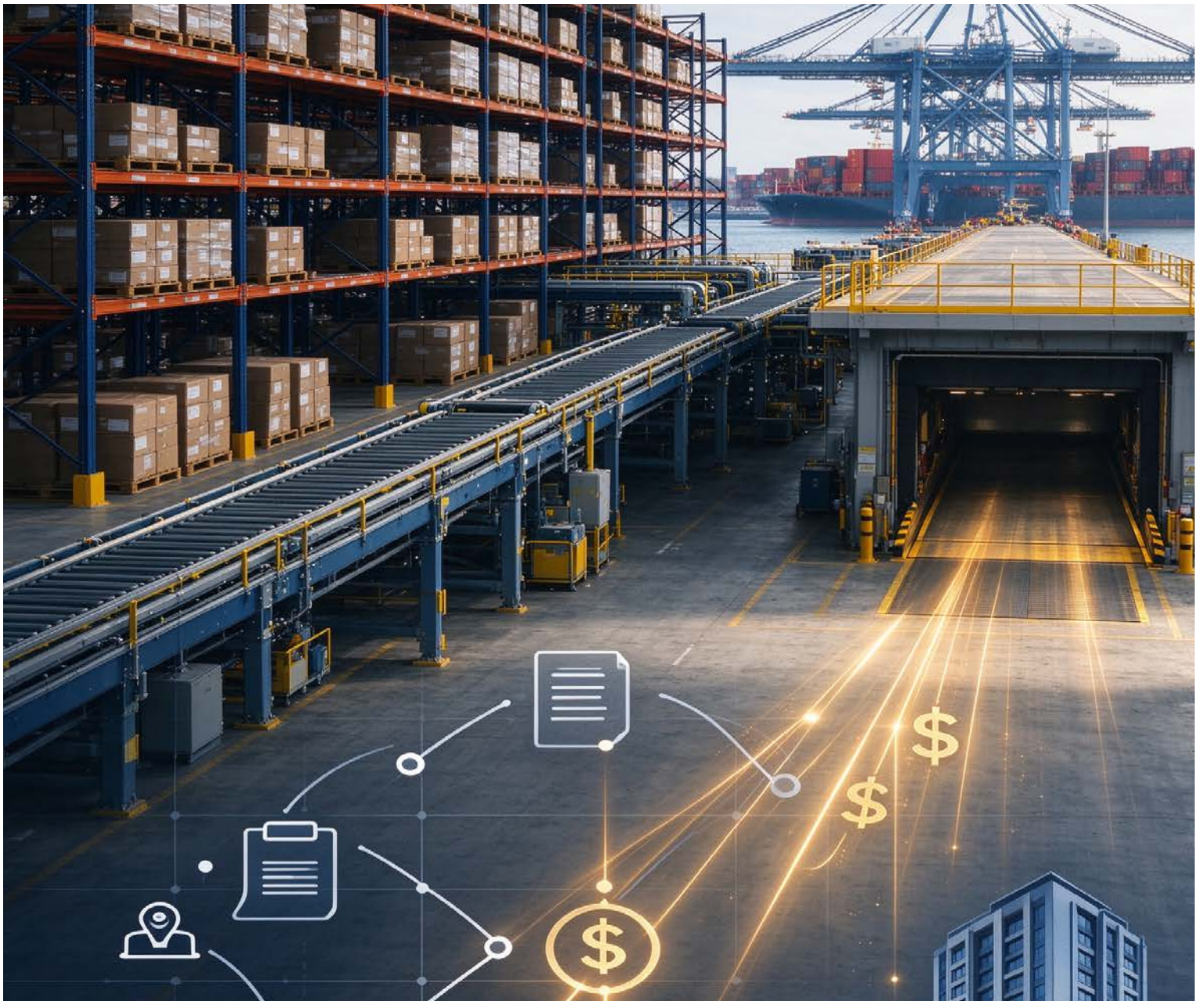
孟奕
非权益合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3532
mengyi@zhonglun.com



周兰萍
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3666
laurazhou@zhonglun.com

踏遍青山人未老，并购征程路漫漫——仓储物流项目实践指南(三)之交易篇丨兼适用于其他经营性房地产并购

作者：贺云帆 肖涛涛



第一部分\

序言：从风险识别到项目落地



在本系列前两篇文章中，笔者已系统梳理了仓储物流并购项目中常见的法律风险图谱，分为目标公司、标的项目两个维度，共18类问题。然而，识别风险仅是并购工作的起点，真正决定并购成败的，是通过周密的交易设计，将这些风险在交易双方之间进行合理分配、缓释或隔离，并最终以公允对价或双方都可接受的价格锁定资产价值，实现项目落地。

当前，物流地产行业已逐步告别以拿地新建为主的粗放式增量扩张，逐渐步入存量整合阶段，收并购成为企业规模扩张的主要路径，交易设计的复杂度与专业门槛持续抬升。**在此背景下，律师需要兼具多重身份：既是交易架构的设计者，也是各方利益与风险的平衡者，更是合约落地执行的守护者，需要将静态的尽职调查结论落地为动态的商业安排。**

第二部分\

交易模式选择

交易模式的选择，本质是在效率、交易安全与成本三者之间寻求三角平衡。

（一）股权并购

通过收购持有标的物业的项目公司（SPV）股权来实现资产间接收购，是目前仓储物流并购领域最主流的交易模式。其核心优势在于：

1.绕过项目转让的建设门槛：无需满足《城市房地产管理法》第三十九条规定的出让土地转让条件：（1）已付清全部土地出让金，并取得土地使用权证书；（2）已按出让合同约定开展投资开发：房屋建设工程，完成开发投资总额25%以上；成片开发土地，形成工业用地或者其他建设用地条件；

2.程序相对简便高效：主要涉及公司股权变更登记，避免了土地使用权、房屋所有权、项目批文等繁杂的过户更名手续，交易周期缩短；

3.潜在的税负优化空间：通常不直接触发土地增值税和契税，主要税种为所得税和印花税，在合规筹划下整体交易成本一般更具优势。

然而，“天下没有免费的午餐”。股权并购的本质是概括承继，买方将接手目标公司的全部“家底”与“包袱”，包括已披露及未披露的债务、潜在的诉讼纠纷、历史合规瑕疵以及所有的合同关系。这使得前期尽职调查的深度与准确性成为交易安全的生命线。对于仓储物流目标公司常见的股东借款、工程款债务、投资协议违约风险等，必须在交易对价与支付机制中予以充分反映和安排。

（二）资产并购

直接收购土地使用权、在建工程或现房物业，其最大吸引力在于“资产洁净”。**买方可以剥离不愿承担的公司历史债务、劳资纠纷等或有风险，仅获取核心资产。**一般适用于特定情境下的清洁式收购，如目标公司股权结构复杂、潜在负债风险较大、名下资产混杂等。但此模式适用条件较为严苛：

1.达到项目转让的法定条件：根据《城市房地产管理法》第三十九条的规定，出让土地转让需满足如下条件：（1）已付清全部土地出让金，并取得土地使用权证书；（2）已按出让合同约定开展投资开发：房屋建设工程，完成开发投资总额25%以上；成片开发土地，形成工业用地或者其他建设用地条件；

2.税负高且显性化：将直接面临土地增值税（税率30%-60%）、增值税、契税、所得税

等，交易成本在前期即清晰显现；

3.手续繁杂周期长：涉及多个政府部门的过户、更名、备案等程序，不确定性增加。

在仓储物流项目中，资产并购多见于：（1）资产优质但目标公司"历史包袱"过重，且卖方无法提供有效担保与补偿；（2）买方仅意图收购资产包中的特定高标仓，而非整个公司平台。近期市场案例中，华资实业（600191.SH）于2025年12月以1,740万元向关联方出售内蒙古办公大楼及仓库等资产，ST际华（601718.SH）于2026年8月以7,732万元通过公开挂牌转让天津市西青区闲置地块使用权，均采用直接转让资产所有权而非项目公司股权的路径。企业在处置闲置资产实现资金回笼的同时，有效隔离了标的资产附带的历史债务与或有负债，即体现了对资产洁净和战略聚焦的双重考量。

（三）混合/创新模式

为应对不同商业背景下的复杂需求，例如基于风险隔离、融资安排或分阶段退出的需要，实践中还衍生出多种创新结构：

1.分步收购/预收购：在项目尚未达到转让条件或存在重大不确定性（如调规、拆迁）时，买方通过提供股东借款、设立共管账户、派驻管理团队等方式先行介入，并约定未来满足特定条件（如取得产权证、完成整改）后，再以约定价格完成股权或资产的正式收购。此模式在新能源电站收购中已成熟应用，正逐渐渗透至物流地产领域；

2.合资合作开发：一方出地，一方出资，共同设立项目公司。此模式关键在于合资协议中需更加明确公司治理规则（如董事会席位、一票否决权等）、资金投入节奏、利润分配机制以及僵局处理与退出路径；

3.反向分立后收购：当标的物业隶属于一个业务复杂、债务众多的集团公司时，可考虑通过企业分立方式，将标的物业及相关负债剥离至一个全新的、干净的子公司，再收购该子公司股权。但此操作涉及复杂的税务筹划与债权人通知程序。

第三部分\

交易文件核心条款

（一）交易先决条件

此条款是买方在支付大额对价前，确保关键风险已消除或处于可控状态的首要防线。针对仓储物流项目的业务特性，应设置具体、可验证的交易先决条件，典型包括：

1.内外部审批与备案：完成交易所需的一切内部（目标公司股东会、董事会决议）及外

部批准（如上海地区，根据《关于加强上海市产业用地出让管理的若干规定》（沪规划资源规[2021]6号）的规定，对仓储、工业等产业用地建设用地使用权人出资比例结构、项目公司股权结构、实际控制人改变的，应当事先经出让人同意）。特别需要关注地方性规定，如上海等地对涉产业用地企业股权变更的联合监管要求，需取得出让人（政府）的同意。若涉及国有资产转让，还需完成评估备案及产权交易程序；

2.其他股东或承租人放弃优先购买权：若非收购目标公司全部股权或租赁合同中约定了承租人享有优先购买权，需取得其他股东或承租人放弃优先购买权的书面说明；

3.项目用地合规性认可：取得国土部门、规划部门关于项目用地现状，尤其是实务中常见的工业用地改作仓储物流用途的书面认可、豁免或"无异议函"。这是应对"土地用途不一致"核心风险的关键。确实无法取得的，也应通过访谈、窗口咨询等方式取得主管机关对项目业态是否符合当地相关产业政策的确认，合理判断主管机关追责的风险大小；

4.工程竣工及款项结清：目标公司取得所有已建及在建工程的全套竣工验收与结算文件，包括但不限于：五方责任主体（建设单位、勘察单位、设计单位、施工单位、监理单位）签署的《工程竣工验收报告》、建设主管部门出具的《工程竣工验收备案表》，以及《竣工结算报告》和相关结算报表，并已结清所有应付费用（必要保留的应付费用除外，如质保金等）；

5.贷款银行的交易同意确认函：仓储物流项目属于重资产项目，目标公司通常负有存量银行贷款，项目资产大多已设置银行抵押。贷款及抵押合同一般也会约定，目标公司发生重大股权变更时，应当取得银行书面前置同意；若未取得该同意，银行有权宣布贷款提前到期，并追究相关违约责任；

6.权利负担清洁：标的物业因贷款或担保设定的抵押、质押等担保物权需解除，并于不动产登记中心办结注销登记，暂时无法消除的，也应有明确的后续安排；

7.重大瑕疵整改：对于尽调发现的违章建筑、工程质量瑕疵、环保/消防验收瑕疵、开竣工延期等，要求卖方在交割前完成整改并取得主管机关的验收证明或不予处罚的确认。短期内无法完成的，应作出明确的后续安排，预提相关整改费用并在交易对价中扣除；

8.重大合同稳定性：核心租约（如与大型电商或第三方物流公司的长期合同）无重大违约，且未收到可能影响租约效力的通知。对于在建项目，要求主要工程合同已结算完毕或已

就后续履行达成明确安排，避免交割后产生争议；

9.卖方陈述与保证的真实性：卖方的所有陈述与保证仍保持真实、准确，目标公司未发生重大不利变化；

（二）交易对价、支付节奏与价格调整

交易对价并非一个静态数字，而是由对价构成、支付节奏和价格动态调整机制共同构成的有机整体，直接体现交易双方的风险分配逻辑。

1.对价构成：仓储物流地产并购多采用承债式收购/按现状交付模式，交易对价并非单纯的股权转让价款，还包含买方需要承接的目标公司既有债务。实务中需要对承接债务的边界作出严格界定，一般仅限目标公司对金融机构或原股东形成的借款。交易协议应当明确划定债务范围，列明各项款项的计算口径、支付主体以及相应税务承担安排；

2.支付节奏：付款节点须与交割里程碑及风险释放严格挂钩，典型设计如下：

定金/诚意金：签署意向书后支付，存入共管账户，并设定严格的退款或转为价款的条件（如尽调结果满意，双方均同意进入实质交易阶段）。

首期款：在全部先决条件满足、股权变更登记申请完成后，支付大部分款项。此阶段继续采用共管账户机制，确保资金在最终交割完成前处于安全状态。

尾款与保证金：在完成全部资产、证照、印章、合同、其他资料等现场交割后支付。通常应设置一笔质量保证金/滞留金（如交易对价的10%-20%），用于担保交割后一定期限内（如12-24个月）发现的未披露负债、违反陈述保证等事项，待担保期届满后支付。

3.价格调整机制：针对尽调基准日到交割日之间的净资产波动，可以设置价款调整安排。即约定以经审计、评估的基准日净资产值为定价基础，若交割日净资产发生变化，则对股权对价进行"多退少补"的调整。对于尽调中已发现但无法在交割前彻底化解的风险事项，例如未决诉讼、工程质量待整改等情形，可采取对价折让或设立专项赔付资金的方式处理。实务中常见操作是，先依据尽调基准日的审计、评估结果测算股权预估对价并支付首期款项；待交割环节，再以交割日的审计、评估数据确定最终股权对价，并据此调整对价。

（三）陈述、保证与赔偿条款

这是交易文件的兜底保证，构成了卖方对目标公司及资产状态的法律承诺，也是买方事后索赔的依据。

1.陈述与保证：除一般性的公司存续、授权、正常经营、资本结构等保证外，须加入具有仓储物流特色的专项保证：

资产权属与负担：保证土地使用权证、房屋所有权证合法有效，资产上除已披露外无任何权利负担；目标公司股权与资产权属清晰。

项目合规：保证项目的立项、规划、建设、验收、环保、消防、安全生产等全程合法合规，不存在违规施工、违规改扩建，违规侵占他人土地等情形；土地实际用途已取得政府主管机关的认可或不会受到处罚；不存在违反投资协议/出让合同中关于投资强度、税收贡献、产业准入等约定的情形；如项目存在违规或违约情形的，卖方承诺兜底赔偿。

工程质量：标的物业工程质量符合相关法律法规、行业标准、工程建设标准、设计文件及工程建设合同约定。

合同与债务：保证已提供全部重大合同（租赁、工程、运维、借款）清单，且履行正常；已披露全部债务及或有负债（包括对外担保）；不存在任何形式的"隐形债务"（如股东或关联方通过未签署书面协议方式形成的往来款）。

租赁情况：保证已提供全部租赁合同，计租面积与权证面积不一致的情况已向承租人披露且无争议；承租人未主张优先购买权或已出具放弃声明。

税务合规：保证已依法足额缴纳各项税款，无重大偷漏税行为。

不利政策预期：没有收到政府部门关于如下事项的通知：启动任何对标的物业的使用造成负面影响的政府规划、开发或道路、高架、运输、公用事业或其他计划；任何针对标的物业进行拆迁、搬迁、或者改变目标地块用途的决定；针对标的物业的有关强制性收购、征用或收回的计划、提议或命令、或任何查封、拆除或清除命令。

未决诉讼、仲裁、处罚：目标公司不存在任何正在进行的诉讼、仲裁、调解、执行、行政处罚及其他法律或行政程序；不存在尚未履行完毕的政府行政指令，亦无政府部门针对目标公司或标的物业正在开展的调查、问询或惩戒程序。

2.赔偿机制：明确违反陈述与保证的后果，并具备可操作性：

赔偿范围：包括买方因此遭受的直接损失、为处理该事项支出的成本、费用、以及第三方索赔、罚款等。

起赔额与赔偿上限：为平衡交易效率，实务中通常按照风险等级区分赔偿标准。（1）设置一个较低的"起赔额"，如交易对价的0.5%或固定金额，低于此标准的单项索赔不予赔付；

（2）就一般违约事项，设定总赔偿金额的上限，如交易对价的20%-30%；（3）针对重大根本违约，包括资产权属瑕疵、投资强度、税收贡献不达标以及重大合规问题等，买方应争取不设赔偿上限。

索赔期限：普通商业类保证的索赔期限一般设置为1-2年；而对于税务、环保、土地权属等根本性保证，以及存在长期暴露风险的或有负债，应当争取将索赔期限延长至3-5年。

赔偿资金来源与担保：为确保卖方赔偿能力，可要求卖方购买并购保险、提供银行保函、或将其持有的部分股权/尾款作为履约担保。

（四）项目交割

1.过渡期安排：约定自签约日至交割日期间，卖方应促使目标公司在"正常经营过程中"运营，并禁止其从事可能损害公司价值的行为，如：分配利润、新增重大债务或担保、处置核心资产、签订非正常重大合同、提高核心人员薪酬、擅自进行重大资本性支出等。过渡期内，目标公司大额费用支出须取得买方同意，或事先向买方说明；

2.交割条件与清单：交割是双向义务。买方支付尾款的前提是卖方完成各项交割动作。须制定详细的交割清单，并安排双方团队进行现场实物清点与文件交接，签署交割确认书。清单通常应包括：股权变更登记完成的工商资料与营业执照、资产权属证书、公司全部印章、财务账册凭证、银行账户资料、银行Ukey、业务合同、员工花名册与劳动合同、保险单等；

3.交割后承诺事项：对于无法在交割前完成，但卖方承诺在交割后继续负责的事项（如某项行政许可的变更申请、个别诉讼的解决），应作为卖方的交割后义务在协议中明确约定完成时限、完成标准及违约责任。

第四部分\

税务筹划

在动辄数亿的仓储物流项目交易中，税务成本是影响投资回报率的关键变量。筹划必须前置，并贯穿交易架构设计、文件起草乃至交割后整合的全过程。

1.股权转让下的土地增值税：虽然理论上股权转让不直接导致不动产权属转移，但根据国家税务总局于2000年9月5日出具的《国家税务总局关于以转让股权名义转让房地产行为征收土地增值税问题的批复》（国税函[2000]687号）精神，若卖方一次性转让目标公司100%股权，且公司主要资产为土地使用权、地上建筑物及附着物的，存在被税务机关

穿透稽查，按实质重于形式原则征收土地增值税的显著风险。**上述规定属于个案批复，不属于具备普遍约束力的法律、行政法规、部门规章等规范性文件。但在实践中，税务机关的执法口径不一，风险取决于股权转让比例、不动产占公司资产比例及当地征管惯例。根据笔者的实务经验，上述规定并未被广泛适用。**为最大程度缓释此风险，可考虑：（1）交易前与项目所在地主管税务机关进行预沟通，了解其执行口径；（2）分批次、分阶段转让股权，避免"一次性"转让100%股权被税务机关关注；（3）在目标公司中保留部分非不动产资产，降低不动产占比；

2.企业所得税：充分利用特殊性税务处理政策，例如，在集团内部整合物流资产时，可依据《财政部、国家税务总局关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知》（财税[2014]109号）及《关于资产（股权）划转企业所得税征管问题的公告》（国家税务总局公告2015年第40号）的规定，在满足**主体门槛**（限于100%直接控制的居民企业之间，或受相同多家居民企业100%共同控制的居民企业之间，且划转完成后连续12个月内仍应满足该条件）、**商业目的**（具备合理商业目的，不以避税为主要目的）、**经营锁定期**（划转完成后连续12个月内，不改变标的股权/资产原实质性经营活动）、**会计处理**（划出方、划入方会计上均不确认损益）的条件下，划出方与划入方均可不确认所得，划入方按被划转资产原账面净值确定计税基础并继续计提折旧，从而实现集团内部资产/股权整合的递延纳税效果。同时，关注不同持股主体（自然人、公司、合伙企业）的税负差异，以及目标公司历史亏损的结转利用；

3.资产并购的税负测算与分担：资产并购模式下，各项税负会是交易的主要成本，因此须进行精确的税负测算，明确各项税种（如土地增值税、增值税、契税、印花税等）的金额。交易文件需清晰约定税负的承担方。虽相关税法规定已明确各税项的具体纳税义务人，但实际经济负担可通过交易对价的调整在双方



之间进行分配；

4.关注税收政策动态：例如，2026年1月1日，国家税务总局发布《关于土地增值税若干征管口径的公告》（国家税务总局公告2026年第3号），对土地增值税的预征、清算，因转让房地产缴纳的印花税和地方教育附加的扣除标准等征管口径进行了调整，交易中需及时适用最新规定。

第五部分\

交割后业务整合与风险闭环

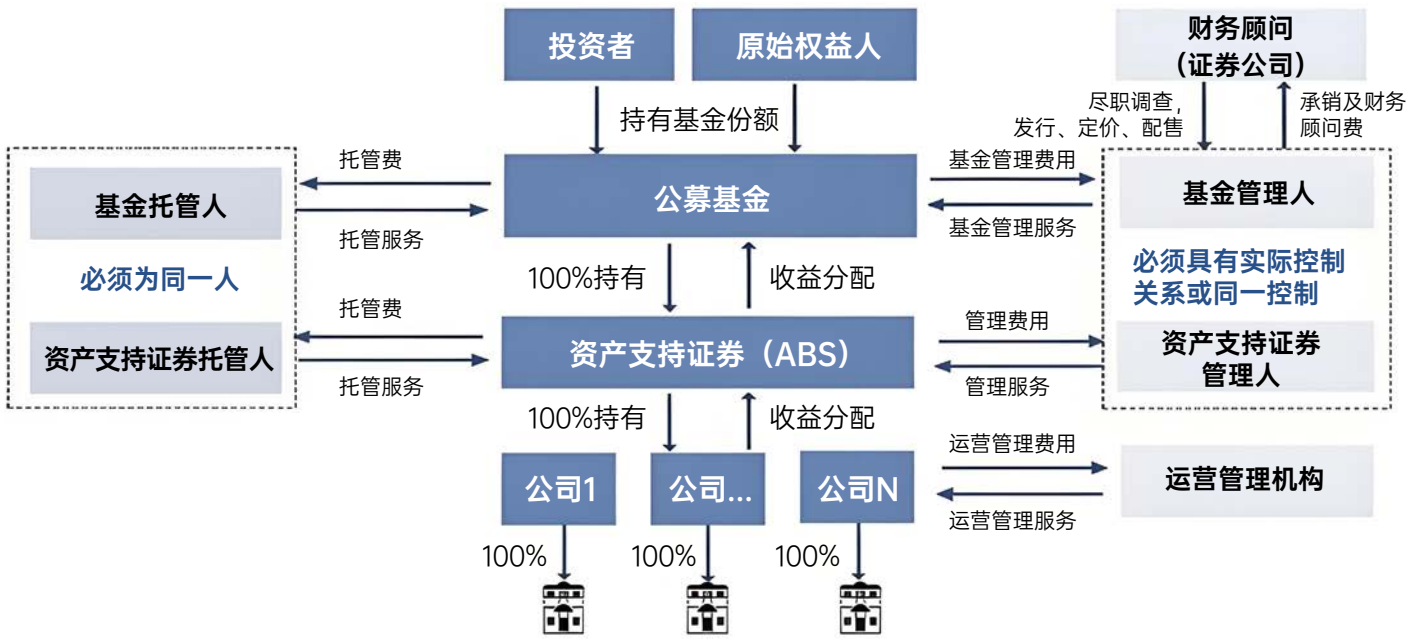
交割只是交易的短暂句号，却是投后管理、价值创造的全新起点。

1.业务整合：收购完成后，收购方有具体运营能力的，需尽快稳定核心团队或组建新的运营团队，对接管理体系和信息系统，维护与重要租户的关系；收购方无具体运营能力的，需尽快委托专业管理机构进行项目运营；

2.风险持续监控与索赔：充分利用交易文件中设置的保证金、赔偿条款等工具，对交割后出现的或有负债、历史瑕疵爆发等问题，及时向卖方主张权利；

3.规划长效退出路径：仓储物流项目并购并非以资产交割为终点，无论是长期持有运营获取稳定租金收益，还是后续转让变现，亦或是借助近年兴起的基础设施公募REITs通过资本市场实现高效退出，都需要在收购之初提前统筹布局。

公募REITs示例图



所谓基础设施公募REITs，就是把现金流稳定的成熟仓储物流资产实现证券化，在公开市场完成资产变现、回笼投资本金，是目前机构投资者实现"投融管退"闭环的主流工具。2020年4月，基础设施REITs试点工作正式启动。2021年6月21日，首批9个基础设施REITs试点项目挂牌上市。截至2025年底，已有80余个项目发行上市，涵盖了收费公路、清洁能源、城镇供热、生态环保、仓储物流、产业园区、数据中心、租赁住房、水利、消费基础设施等10个行业18种资产类型，发售基金总额约2070亿元，预计可带动新项目总投资超1万亿元。

近期市场案例中，南山控股（002314.SZ）旗下宝湾物流通过设立公募REITs，拟收购成都、西安、宁波、青岛等多地国际物流中心项目，以扩募储备资产，即是典型例证。相关收购从资产遴选到交易架构搭建，均对标公募REITs的申报条件，在权属完整性、运营规范性、现金流稳定性等方面提前做好铺垫，为后续公募REITs上市退出预留操作空间。**由此可见，交易架构设计不能只服务于当下收购，还需要为后续不同退出方式预留制度空间。**

公募REITs信息可通过上交所公募REITs专栏（https://www.sse.com.cn/reits/home/，代码508开头）、深交所公募REITs信息平台（https://reits.szse.cn/index/index.html，代码180开头）进行查询。

第六部分\

结语

本文延续前两篇脉络，聚焦于"交易"维度，结合最新市场案例与监管动态，系统梳理仓储物流并购项目的交易模式选择、文件起草要点与风险闭环机制，旨在为项目落地提供可复用的操作指引。

并购项目，是一场融合法律洞见、财务筹算与商业谈判的综合实践。从尽调的风险"勘探"，到交易架构的"蓝图设计"，再到交易条款的"寸土必争"，最终至交割执行的"精准落地"，各阶段环环相扣。一笔成功的并购，不仅在于以合理的价格获取优质资产，更要依托严谨且具备前瞻性的商业设计与法律安排，对已知及潜在风险完成界定、分配与管控，为资产长期运营与价值增长筑牢根基。

在行业步入存量整合与高质量发展的新阶段，唯有秉持专业、审慎与创新的精神，方能于"青山"之中寻得坦途，在漫漫"征程"之上行稳致远。



贺云帆
合伙人
资本市场部
成都办公室
+86 28 6208 8066
heyunfan@zhonglun.com

风险出清后，房地产行业何去何从？

作者：郝瀚



2026年的8月，对所有关注中国房地产行业发展的人来说，都注定是难忘的。首先是中国某著名房企控制人所涉刑事案件的一纸判决书，在房地产行业乃至全社会激起了一片不小的浪花，更是给流量至上娱乐至死的自媒体带来了一波新的狂欢，紧随其后的，是央行、金融监管总局、住建部、自然资源部、证监会等多部委三箭齐发，出台三份中国住房金融发展新模式的纲领性文件，宣告了过去持续20多年的传统开发模式的终结。对于房地产行业的从业者来说，这一纸判决和这三份文件，正式宣告一个旧的时代已经结束，而一个全新的未来已经到来。

自1998年《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》启动"房改"以来，中国房地产行业经历了二十多年狂飙突进的高速发展，成为拉动国民经济发展的支柱产业，更是全社会最重要的资金蓄水池，期间诞生了诸多开发和销售规模巨大的著名房企，更有无数的普通人因买房/炒房而获利，但同时也因为以"高负债、高杠杆、高周转"为主的"三高"开发模式，为整个行业乃至全社会累积了巨大的系统性风险。

在过去的20多年期间，中国房地产行业从无到有、从小到大，在摸索中前行，在争议中发展，其发展壮大从来不是一帆风顺的，发展—过热—调控始终贯穿其中。通过引进商品房预售和按揭的概念、实行土地公开出让制度，中国房地产行业带来了最初阶段的繁荣发展，2008年的金融危机带来短暂的停滞后，又很快因为4万亿投资拉动在2009年迎来了V型反转，2010年为限制境外热钱流入而出台"限外"令，2015年因棚户区改造带来全行业最后的疯狂扩张，最终因"高房价"及"三高"带来的风险而难以为继。国家一方面为了抑制房价过快增长及化解风险，另一方面更是为了引导社会资金投入实体经济，从"房住不炒"到"三道红线"，从限购、限价、限售、限转、限贷到附产业条件拿地，一系列的调控政策随之而来，过热的房地产行业投资和不断飙升的房价终于进入了下降通道。

2019年以来，不断有巨型房企出现流动性危机，至2021年，已成为全行业普遍性的现象。随后，"保交楼、保民生、保稳定"成为社会共识和各地政府工作的重心和出险房企首当其冲要解决的问题，期间不断出现大型房企债务重组、资产出售、破产重整乃至清算的情况，以前"地王"层出的土地市场变成了挂牌出让的土地无人问津，全行业的开发规模最高峰的近19亿平方米下降到7亿平方米左右，房价则回到了2015年之前的水平，地方政府也被迫告别了土地财政时代。房地产行业何去何从，

成为全社会十分关注的话题。有的观点以日本上世纪90年代房地产市场崩盘的经验为例，认为中国房地产行业也将进入长期的下行通道，也有观点认为中国与日本国情不同，风险出清速度超出预期，不会出现日本"失去的三十年"的情况。

笔者认为，随着"保交楼"任务的基本完成，房地产行业的风险出清工作在未来两至三年内即将完成，但在当前"百年未有之大变局"的时代背景下，为服务于大国博弈和国民经济产业结构升级的需求，在国家"脱虚向实"的金融产业政策引导下，风险出清后的房地产行业，势必无法再现往日辉煌，而将进入一个长期稳定的高质量发展阶段，并将呈现出以下几个鲜明的特征。

第一，行业发展以"存量化、产业化、金融化"为显著特征

过去20多年，庞大的人口基数和城镇化一直是中国房地产行业前行的推手。截至2015年末，中国的城镇化率已达56.10%，进一步快速上升的空间有限。而中国的人口增速自2022年起也已进入下降通道，且下降速度不断加快。此外，有研究表明，中国居民家庭拥有自有住房[1]的比例高达90%以上，已超过世界绝大多数国家，人均住房面积也已经达到43-44平方米的水平。三者叠加，意味着中国城镇建设的房子已基本够住，大规模的房地产开发建设已不是刚需，以后将是一个"存量化"的市场。2020年中央正式提出实施城市更新行动，说明在国家层面，对行业发展的判断已经从增量建房转为存量提质。在这个市场中，大量低价的保障性住房、通过城市更新改造的旧房、存量住房将满足绝大多数居民对基本居住条件的"刚需"，而以高品质和高价格为特征的小规模新建商品住房将满足少数高收入人群的"改善"型需求，整体开发量则预计将长期维持在8亿平方米左右。

其实在2015年之后的上一轮拿地热潮中，越来越多的地方政府已经意识到土地财政从长远看已难以为继，因此在土地"招拍挂"时的出让条件中，有意识附加了诸多的"产业"捆绑条件。如果说那时候的"产业"捆绑是开发商为了拿地而不得已接受的"搭售"，在未来的市场环境下，特色"产业"的植入，则可能会成为决定一个项目成败的关键因子。无论是文旅、科技还是医养，一个社区长期的生命力，更多取决于其鲜明的"产业"规划和运营。以秦皇岛的"阿那亚"社区为例，之所以能从一片空旷的海滩成

1.包含自建房、房改房、安置房、农村住房等

长为一个现象级社区，文旅产业的成功植入和持续运营是其最重要的内核，传统的房地产反而退居其次，成为“产业化”成功后的一个附带和必然的结果。

在多年的行业发展过程中，房地产开发对重资产投入的需求，和金融的链接越来越紧密。从早期的个人按揭和开发贷款，逐步拓展到公司债、信托贷款、私募基金投资、上市融资、经营性物业贷、资产证券化等形式多元的融资渠道，贯穿了整个开发和运营链条。可以说，没有金融的支持，项目的开发建设将无从谈起。因此，拥有强大的融资能力，持续不断为项目的开发建设和运营输血，是项目能否顺利落地的关键。当然，排除涉众的非法集资、民间借贷等不合规渠道，一个项目能否获得融资支持，又取决于其先天的规划、品质及市场前景。



第二，“城市更新”成为驱动行业发展的发动机

2007年起开始的棚户区改造，在2015年因货币化安置的政策达到了高潮，10万亿级别的资金，直接刺激了此后数年中国房地产行业的高速扩张，也埋下了如今行业因过热而被迫降速并出清风险的种子。至2020年，三年棚改攻坚计划结束。2023年，棚户区改造的任务已基本完成，国家不再下达全国棚改的新开工计划，棚户区改造进入收尾阶段，各项支持政策开始退出。在此期间随之而来的，是新建商品房的投资额也逐年下降，城市更新则提上日程。

2019年之前，城市更新具有鲜明的地方特色，更多是作为地方政府根据各地实际情况而推动的一种辅助开发模式，深圳因可开发用地面积匮乏，在城市更新方面走在了全国前列。2019年起，中央经济工作会议首次提出“加强城市更新和存量住房改造提升”，2020年第十九届五中全会正式提出“实施城市更新行动”，将城市更新写入“十四五”规划纲要，标志着城市更新已经成为国家发展战略。2021年，住建部发布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，严禁大拆大建，将大规模拆迁式棚改切换为老旧小区改造、危旧房修缮、原拆原建的城市更新模式。同年，住建部公布了21个试点城市，开始在国家层面探索城市更

新的开发机制和投融资模式。

2025年，中办、国办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，这是城市更新迄今为止最高规格的顶层文件，明确了城市更新行动的长期制度框架以及老旧小区、城中村、老厂区、历史街区等不同的更新路径。随后中央城市工作会议将城市更新定位为城市高质量发展综合性战略抓手。2026年，国务院常务会议审议通过《城市更新"十五五"规划》，明确了城市更新未来五年的任务和目标，并由中央财政持续进行支持。

由上可见，随着传统房地产开发时代的落幕，城市更新已经正式走上前台，上升为国家战略，成为下一阶段中国城镇提质发展的战略抓手，各项配套的土地、规划、融资、运营等政策也在不断完善，房地产行业的继续发展，已经离不开城市更新这个发动机。

第三，"小而美"的房企最具生命力

随着大规模开发时代的结束，之前动辄年销几千亿的规模化房企也将逐步退出历史舞台，行业的资产负债表也将逐步回归正常。在高质量发展的时代大背景下，城市更新项目因开发规模有限、开发周期漫长、盈利模式不确定、融资难、风险巨大等因素，对开发主体的整体开发运营能力提出了极高的要求，只有那些具备极强综合能力的房企才有可能存活下来。

对于城市更新项目来说，以往的大规模同质化的复制开发模式根本无法匹配需求，每个老旧街区、老旧厂房、城中村项目都有其独特的历史文化脉络和现状，如何能切合实际，在保留和传承历史文化同时，在有限的空间中植入新概念新产业，注入新的活力，是项目成败的关键。一个城市更新项目，更离不开当地政府在政策、规划、资金和基础设施方面的支持，以及原居民群体的协同，也少不了社会资本和产业资源的赋能，如何将多个利益主体的诉求在一个项目中进行平衡，对运营主体的投资架构和公司治理层面的要求会很高。

可以说，每个城市更新项目都是"定制"的，没有任何可供借鉴和复制的现成经验、图纸与路径，风险巨大，不但需要从顶层进行规划和设计，更需要从长远运营角度认真思考项目的持久生命力。除了传统的开发建设能力外，更考验的是开发商的综合能力，包括项目整体规划和设计的原创能力、产业导入能力、公司治理能力、融资能力、开发建设能力、持续运营能力等，极高的门槛和无法复制的特性，决定了每个开发企业和项目的规模都不可能太大，呈现"小"的特征，但其具备的综合能力和最终产品的品质却很"美"，是独一无二的。因此，"小而美"的房企，尤其是具备创新

基因和抗风险能力的民营企业，将是最具有生命力的。

潮起潮落，旧时代的落幕，往往伴随着新时代的开启。历史大势，浩浩荡荡，在历史的大潮中，中国的房地产行业即将进入一段长期而平稳的发展期，高质量发展的思路，一定会将行业标准推高到一个全新的高度，希望所有从业者都能从中找到自己的位置，不断前行。



郝瀚
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2288
haohan@zhonglun.com

美国《2026 年林赛·O·格雷厄姆制裁俄罗斯与伊朗法案》正式成法：对俄制裁升级及第三国关税机制解析

作者：张国勋 王大坤 段嘉玮



当地时间2026年9月18日，美国总统特朗普签署 H.R. 5334《2026年林赛•O•格雷厄姆制裁俄罗斯与伊朗法案》（Lindsey O. Graham Sanctioning Russia and Iran Act of 2026，以下简称"《H.R. 5334法案》"），该法案正式成为美国联邦法律。[1]美国白宫于同日发布总统签署公告，确认该法案扩大了美国针对俄罗斯的法定制裁、关税和禁止措施，并延长了现有对伊朗的制裁授权期限。[2]

《H.R. 5334法案》经美国参议院于2026年8月7日通过修订文本，众议院于9月16日表决同意参议院修正案，并于9月18日由总统签署成法。此次签署后，法案中关于俄罗斯制裁、俄罗斯能源交易管控、第三国关税以及伊朗制裁授权延长等主要条款正式进入法律实施阶段。

本次立法核心包含两大规制体系：一是全面升级美国针对俄罗斯政府主体、金融体系、能源产业、国防工业、航运海事及核能领域的法定制裁框架；二是通过第112条、第113条创设双层关税机制，分别规制俄罗斯输美商品及特定第三国输美商品。其中，第113条首次以成文法形式，将第三国对俄能源采购、制裁规避行为与该国全部对美出口商品关税直接挂钩，对中俄跨境贸易、能源合作及涉美出口企业带来潜在合规风险。

本文基于法案最终签署文本，系统梳理本次立法核心规制内容，聚焦中国企业涉俄经营、对美出口业务的合规风险与后续应对要点。

第一部分\

对俄罗斯的制裁措施进一步扩大

（一）对俄罗斯政府官员及相关外国主体实施制裁

《H.R. 5334法案》第102条要求美国总统在法案生效后30日内，对规定范围内的俄罗斯政府官员及相关外国主体进行审查，并对符合条件的主体实施制裁。

1.H.R.5334 - 119th Congress (2025-2026): Lindsey O. Graham Sanctioning Russia and Iran Act of 2026 | Congress.gov | Library of Congress
2.https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/2026/09/congressional-bill-h-r-5334-signed-into-law/

制裁对象包括俄罗斯总统、总理、国防部长、外交部长、军事指挥官、高级政府官员，以及符合条件的俄罗斯寡头等个人。同时，向俄罗斯国防工业基础提供特定产品或者服务的外国主体，以及与俄罗斯武装力量进行重大交易的外国主体，也可能被纳入制裁范围。对于上述主体，法案规定的制裁措施包括财产冻结及签证限制等。

（二）俄罗斯金融机构及相关外国金融机构

法案第103条进一步针对俄罗斯金融体系设置制裁措施。根据该条，美国总统须对俄罗斯中央银行执行至少两项法定制裁，并对俄罗斯联邦储蓄银行（Sberbank）、VTB Bank、俄罗斯天然气工业银行（Gazprombank）及其他俄罗斯政府全部或部分持有的其他俄罗斯金融机构及其子公司、继承实体全面适用法案制裁措施，具体包括资产冻结、限制美国境内代理行账户及通汇账户开立与运维等。

同时，与上述俄罗斯金融机构进行重大交易的外国金融机构也可能受到制裁。对于此类外国金融机构，如美国财政部长认定实施制裁不符合美国经济或外交政策利益，也可以不实施相关制裁措施。

第105条进一步限制美国境内存款机构、美国SEC注册证券经纪交易商，禁止其处理流向俄罗斯政府及国有实体的资金划转，以及为俄政府官员利益间接提供资金支持的交易，仅法定授权许可项下交易可适用例外条款。前述规则显著收紧了俄国有金融体系与全球金融市场的交易合规边界。

（三）俄罗斯政府持有、控制或其他关联实体

第104条进一步将制裁范围延伸至俄罗斯政府持有、控制或与其存在其他关联关系的实体。法案要求总统在生效后30日内，并此后每180日，对俄罗斯政府可能拥有控制性或多数权益，或者可能以其他方式与俄罗斯政府存在关联的实体进行审查；经认定符合条件的，应对其实施财产冻结。

值得注意的是，第104条除"控制性或多数权益"外，还使用了"otherwise affiliated with the Government of the Russian Federation"这一相对宽泛的表述，法案本身未进一步界定其具体判断标准。因此，该条后续的实际覆盖范围仍有赖于美国行政部门的实施口径。

（四）俄罗斯能源行业及投资活动

第107条规定，自法案生效30日后，美国主体不得在俄罗斯境内开展新增投资活动，不得向俄境内主体提供由美国财政部与国务院联合界定的限制性服务。

第108条进一步禁止美国主体对俄罗斯能源行业实施新增投资，限制美国原产能源产品对俄出口、再出口及俄境内流转。同时，第108条还建立了针对外国主体的制裁授权。对于被总统认定为明知提供商品、服务、技术或其他支持，并由此促进石油、铀、天然气、LNG、石油产品、石化产品、煤炭等生产能力的维持或扩张，且相关生产供第102条或第103条项下受制裁主体使用的外国主体，总统可依法对其实施制裁。

（五）俄罗斯能源运输、"影子船队"及相关港口服务

第102条针对俄罗斯海上运输设置了较为广泛的制裁机制，其覆盖范围并不限于通常意义上的俄罗斯"影子船队"。

一方面，对于被认定用于规避美国或其他国家制裁的船舶，法案将不安全或非标准海事行为、缺乏法案所定义的"充分海事保险"、规避俄罗斯石油价格上限等因素纳入认定范围。英国、欧盟、G7或者"五眼联盟"成员针对相关船舶采取的制裁措施，可以作为美国作出相关认定的初步证据。

另一方面，第102条还进一步覆盖明知运输特定俄罗斯来源能源及大宗商品的外国船舶、与美国制裁船舶开展船对船转运或向其提供服务的船舶，以及相关船东、运营人、管理人、保险机构、船长和高级船员。外国港口所有人或运营人如允许因支持俄罗斯而受到美国制裁的船舶靠港或接受服务，也可能成为制裁对象。

因此，对于从事俄罗斯能源运输的企业，后续风险识别不宜仅限于传统的船舶制裁名单筛查，还需要结合货物来源、船舶历史航行及转运记录、保险安排、船东和管理人以及港口服务等因素进行综合判断。

（六）俄罗斯国防工业基础及相关物项

第102条对俄罗斯国防工业基础相关交易设置了专门规定。法案列举的相关物项包括CNC机床、润滑油添加剂、硝化纤维素、化学涂层、军用光纤电缆、先进传感器以及美国商务部工业与安全局（BIS）《共同高优先级物项清单》（Common High Priority Items List）中的相关产品。向俄罗斯国防工业基础提供上述物项的外国主体，在符合规定条件的情况下可能被实施制裁。

对于中国企业而言，该规定涉及的产品范围并不限于传统军用产品。工业设备、电子元器件、传感器、光纤及部分化工产品等民用产品，如果进入相关俄罗斯国防工业供应链，也可能涉及第102条的制裁风险。

（七）俄罗斯核能行业及Rosatom制裁措施

第111条进一步强化针对俄罗斯铀产品及Rosatom（俄罗斯国家原子能集团公司）相关主体的限制。

首先，在进口限制层面，法案要求总统落实《USEC私有化法》第3112A(d)条关于俄罗斯铀进口的现行限制，并明确涵盖来自Rosatom及其子公司、继承实体的铀产品。

其次，在制裁层面，自《USEC私有化法》第3112A(d)(2)(C)条所述日期起，此后每180天，法案要求总统对Rosatom国家原子能公司或其任何子公司或继承实体的领导人、官员、高级管理人员、董事会成员，或拥有控制性或多数权益的主要股东实施第102(e)条规定的制裁，包括冻结财产、签证限制及交易禁止等。

第111条因此具有较强的持续性和延伸性，其制裁对象不仅包括Rosatom本身，还延伸至其子公司和继承实体。同时，制裁直接指向个人层面，即领导人、高管、董事及主要股东，而非仅机构层面。此外，制裁实施后每180天需重新评估，属于持续性制裁机制。

对中国企业而言，如果涉及从Rosatom或其子公司采购铀产品、核燃料或相关核技术服务，或与Rosatom存在合资、技术合作安排，相关交易需结合具体交易结构、交易对象及美国连接点进一步评估。

除上述制裁措施外，法案第106条限制俄罗斯政府及国有关联实体在美国证券市场挂牌交易；第109条禁止美国主体认购俄罗斯主权债务；第110条规制规避制裁的跨境金融信息服务，同时设置行政豁免例外，具体适用尺度由美国行政部门裁量确定。

第二部分\

两套输美关税机制：俄罗斯商品最高500%，第三国商品最高100%

除制裁措施外，《H.R. 5334法案》还建立了两套关税机制，分别规制俄罗斯本土商品与第三国涉俄交易关联商品。

第112条针对俄罗斯本身，要求总统在法案生效后30日内，将所有俄罗斯输美商品的从价关税税率提高至最高500%。法案列举的商品包括原油、天然气、液化天然气、石油产品、石化产品、煤炭及煤炭产品，但第112条的适用范围并不限于上述能源产品。相关关税可以与美国其他已经适用的关税、费用和税费叠加，包括《贸易法》第301条及《贸易扩展法》第232条等项下措施。

第113条则作为本次立法核心规制条款，建立了针对特定第三国的关税机制。对于符合条

件的国家，美国总统可以对该国输美商品征收最高100%的从价关税。与第112条不同，第113条针对的是相关国家向美国出口的商品，因此潜在影响范围并不限于俄罗斯能源相关产品，而可以覆盖机械设备、电子产品、汽车、化工品、纺织品等全品类出口货物。

第113(c)条规定了两类主要适用情形：

第一类为俄罗斯原油或天然气主要进口国。根据第113(c)(1)条，一个国家需要同时满足两个条件：第一，在法案生效前最近12个月期间，该国属于俄罗斯原油或者天然气进口量排名前五的国家之一；第二，在法案生效满30日之日或者此后，该国明知而仍然进行新的俄罗斯原油或者天然气采购。

第二类为协助规避俄罗斯石油制裁的国家。根据第113(c)(2)条，如果某国在法案生效前最近12个月期间属于协助俄罗斯规避石油制裁程度排名前五的国家，也可能适用第113条。法案规定的相关行为包括为受制裁俄罗斯石油的购买、装载或者运输提供重大金融或者其他支持，以及参与与俄罗斯"影子船队"有关的交易、活动或者服务。

需要注意的是，上述两类标准相互独立。第113(c)(2)条项下的认定并不以相关国家属于俄罗斯原油或天然气进口量前五名为前提。

对于天然气进口，第113(d)条设置了特定例外。如果某国在规定期间进口的俄罗斯天然气不足俄罗斯同期天然气出口总量的15%，且该国已经采取重大措施减少俄罗斯天然气进口，则该国不会因该项天然气进口触发第113条关税。该例外仅适用于天然气，不适用于俄罗斯原油。

此外，第113条建立了关税动态调整机制。美国贸易代表可以根据相关国家增加、减少或者停止购买俄罗斯原油和天然气的情况，将关税税率调整至高于0%且不超过100%的水平。首次征收关税后180日内以及此后每180日，美国贸易代表还应与国务卿、能源部长协商，根据最近12个月的数据，分别重新确定俄罗斯原油和俄罗斯天然气的前五大进口国，并按照第113条采取相应关税措施。

第三部分\

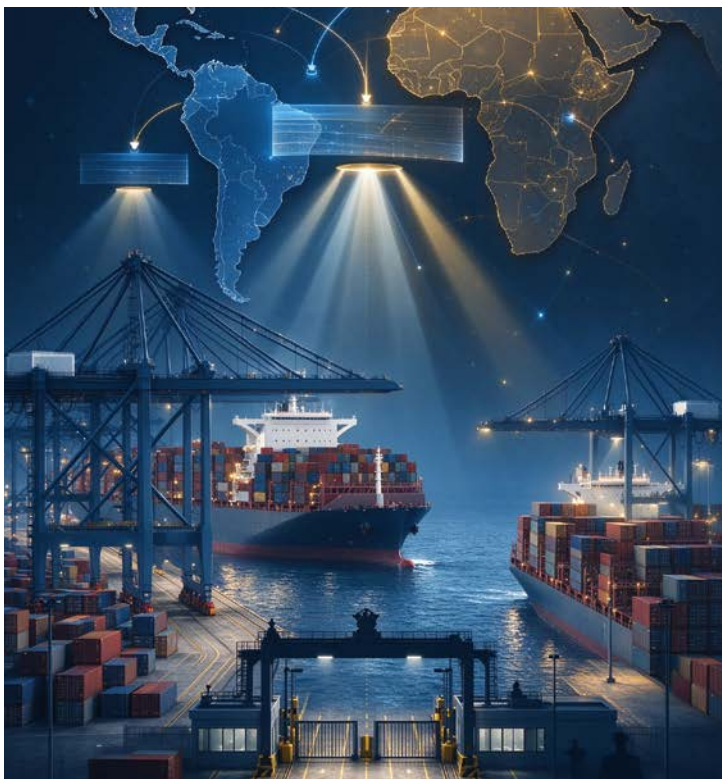
第113条对中国企业构成潜在的对美出口关税风险

中国是俄罗斯原油的重要进口国。按照第113(c)(1)条的规定，中国是否进入该条所规定的主要进口国范围，需要根据法案生效前最近12个月的俄罗斯原油和天然气进口数据确定；同时，该项路径还要求相关国家在法案生效满30日之日或者此后继续明知而进行新的俄罗斯

原油或者天然气采购。2026年9月18日为法案生效日，因此，2026年10月18日是第113(c)(1)条项下的重要时间节点。

需要区分的是，《H.R. 5334法案》正式签署成为法律，并不等同于美国政府已经依据第113条对中国输美商品征收100%关税。第113条仍要求美国政府按照法定标准确定相关国家，并具体确定实施的关税税率。

截至2026年9月19日，美国政府尚未公布依据第113条针对中国作出的具体国别认定及具体关税税率。公开报道亦显示，法案本身并未直接列明适用的具体国家，而是将相关认定及后续税率确定交由行政部门实施。



如果中国后续被纳入第113条适用范围，受影响的也并非仅为俄罗斯能源相关产品。由于第113条针对的是相关国家输往美国的商品，中国企业向美国出口的机械设备、电子产品、汽车、化工产品、纺织品及其他商品均可能涉及该项关税。同时，第113(c)(2)条构成独立的适用路径。对于参与俄罗斯原油采购、运输、装载、融资、保险以及相关服务的中国企业而言，后续美国政府如何适用"协助规避俄罗斯石油制裁"的标准，同样需要持续关注。

第四部分\

法定例外、总统豁免权及制裁终止机制

第114条针对上述制裁和限制设置了一系列法定例外，包括人道主义交易、特定核能合作、非俄罗斯来源原油经俄罗斯境内过境、既有美国财政部通用许可项下交易、特定低浓缩铀及医疗同位素进口以及船舶和船员安全等。此外，法案为部分撤出俄罗斯业务设置了270日的wind-down过渡安排。

第115条赋予美国总统较为广泛的豁免权。总统可以基于"美国国家利益"，豁免法案规定的关税、针对外国人的制裁以及针对特定主体的限制措施。实施豁免前，总统需要向美国国

会提交书面证明并说明相关依据。

第115条的豁免机制与第117条规定的终止机制有所区别。第117条规定，对于第三国相关措施，总统需要确认有关国家已经停止导致措施适用的相关活动，并取得其未来不会继续从事相关活动的可靠保证；终止决定提交国会后，还需要经过法定审查程序。对于俄罗斯本身，终止相关制裁则需要满足包括俄罗斯签署和平协议、停止针对乌克兰的军事敌对行动等条件。

此外，第203条设置了日落条款。除第201条关于《1996年伊朗制裁法》延期的规定外，Division A原则上将在法案成法五年后终止。因此，本次新增的涉俄制裁和关税框架并非没有期限的永久性立法安排。

第五部分\

伊朗制裁授权延长至2031年

除涉俄措施外，第201条将《1996年伊朗制裁法》（Iran Sanctions Act of 1996）的失效年份由2026年修改为2031年，即将该法的有效期延长五年。值得注意的是，第203条的五年日落安排明确排除了第201条，因此该项延期不会因本法其他涉俄措施五年后终止而失效。

第六部分\

对中国企业的影响及后续关注事项

从中国企业角度看，本次立法的影响主要体现为两类不同性质的风险。

第一类是交易层面的制裁风险。法案显著扩大了俄罗斯国防工业、国有及政府关联实体、金融机构、能源供应链、海上运输及核能领域的制裁覆盖范围。企业开展涉俄业务时，交易筛查不宜仅停留在现有SDN名单层面，还需要进一步关注交易对手与俄罗斯政府的股权及关联关系、最终用户和最终用途、共同高优先级物项、俄罗斯能源生产用途，以及船舶、船东、港口、保险和船对船转运等因素。

第二类是国别层面的贸易风险。第113条并非针对某一家参与俄罗斯能源交易的中国企业直接加征关税，而是将特定国家持续采购俄罗斯原油、天然气以及境内主体参与俄罗斯石油制裁规避活动，与该国整体输美商品的关税待遇进行综合考量。对于同时布局俄罗斯市场和美国市场的中国企业，这意味着其美国业务可能受到所在国家层面贸易措施的间接影响。

现阶段，第113条已经确立了相关法律机制，但针对中国的潜在具体措施尚未落地。近期更值得关注的是美国政府在成法后30日内对第102至第113条的实施行动，特别是相关主体

认定、制裁名单变化、第113条国别认定方法以及具体关税税率。

第七部分\

结语

《H.R. 5334法案》的正式生效，其影响不仅在于增加若干新的涉俄制裁措施，更在于将俄罗斯政府关联实体、金融机构、国防工业供应链、能源运输及第三国俄罗斯能源采购纳入一套更为系统的成文法框架。特别是第113条首次在本法中建立了俄罗斯能源采购与特定第三国全部输美商品关税之间的直接法律联系。对于中国企业而言，相关影响并不限于直接涉俄交易，还可能通过金融机构、航运服务、能源供应链以及对美出口等环节产生间接影响。

但从法律实施层面看，法案签署只是起点。多项核心措施仍需美国行政部门在未来30日及后续180日周期内进行主体审查、国别认定和具体实施。对于中国企业而言，现阶段更重要的是识别自身业务是否落入新增制裁风险链条，并持续关注美国财政部、国务院及美国贸易代表办公室后续公布的实施规则和具体措施，进而结合自身交易结构和业务模式及时调整合规筛查和风险管控措施。



张国勋
高级顾问
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2288
zhangguoxun@zhonglun.com



王大坤
非权益合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2304
wangdakun@zhonglun.com

"民刑交叉新规"对证券纠纷"行民刑"程序衔接与责任认定的影响

作者：张保生 李瑞轩



2026年9月22日，《最高人民法院关于审理涉及刑事犯罪的民事纠纷案件若干问题的规定》（法释〔2026〕19号，以下简称"《民刑交叉新规》"）正式施行。该规定为法院审理涉及刑事犯罪的一般民事纠纷案件（以下简称"民刑交叉案件"）提供了审判规则，也将对涉及证券犯罪的证券民事纠纷案件（以下简称"证券民刑交叉案件"）的审理产生重要影响。

本文将梳理证券纠纷"行民刑"程序司法实践的新趋势，分析民刑交叉新规对证券纠纷"行民刑"立体化追责的五方面影响，在此基础上为资本市场参与主体提供相应的法律风险防范建议。

第一部分\

《民刑交叉新规》的立法目的与主要内容

长期以来，民刑交叉案件在"先刑后民"还是"民刑并行"、民刑程序如何衔接以及刑事认定对民事审判的影响等方面存在较大争议，实践中存在机械适用"先刑后民"、因案件涉刑而长期中止民事诉讼，甚至以刑事手段干预民事纠纷等问题。《民刑交叉新规》旨在保障刑事追诉的同时畅通民事救济渠道，纠正简单、机械地适用"先刑后民"的做法，实现民刑程序的有机衔接和整体协调。

《民刑交叉新规》共24条，按照一般规定、程序规定、实体规定和附则性规定展开，系统构建了民刑交叉案件从受理、审理到执行的全流程衔接规则。程序方面，新规对案件受理、中止诉讼、案件信息通报、刑事线索移送、刑事裁判事实效力、刑事证据在民事诉讼中的采信、追缴退赔与民事赔偿衔接，以及刑事程序不予追究、犯罪人逃匿等特殊情形作出规定；实体方面，则进一步完善了涉刑合同效力、代理行为法律后果、担保责任及中止诉讼期间利息计算等规则，并对非法集资等涉众型犯罪的处理作出衔接安排。整体上，新规旨在形成较为完整、统一的民刑交叉裁判规范体系。



第二部分\

我国证券纠纷"行民刑"责任规则体系与实践的新发展

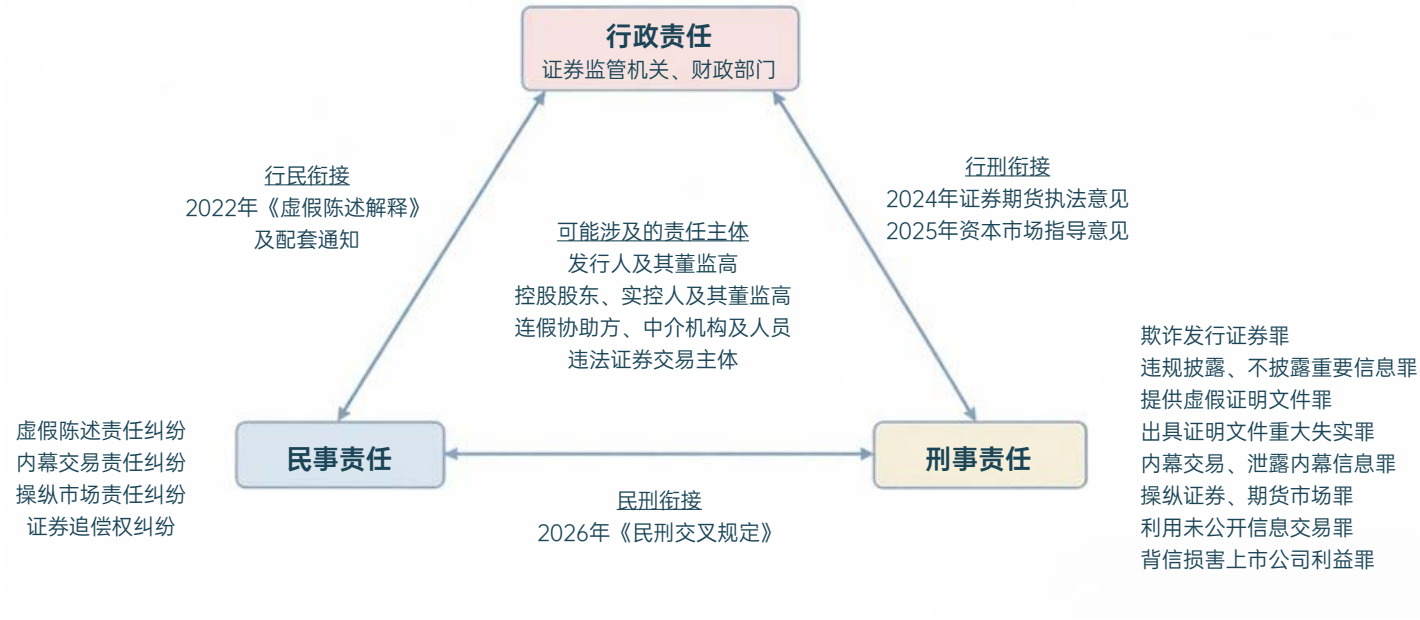
近年来，我国的证券监管与司法政策强调对证券违法行为"行民刑"的立体化追责，坚持对涉嫌犯罪的证券违法行为"应移尽移"。规则层面，在《民刑交叉新规》颁行之前，证券纠纷领域已有多项"行民""行刑"衔接规则，新规将补强证券民刑交叉案件的程序衔接机制与责任认定规则，完善证券违法的"行民刑"责任规则体系；实践层面，笔者基于办案实务，观察到证券民刑交叉案件的司法实践呈现出诸多新趋势、新发展，值得关注。

（一）证券民刑交叉案件的基本要素

证券民刑交叉案件的实质，是有关责任主体在民事案件进行中同时涉及证券犯罪被刑事追诉。证券民刑交叉案件，涉及的刑事和民事案件类型多样，责任主体多元，比较复杂。

- **证券民事案件。**常见类型有二，一类是证券欺诈责任纠纷，包括证券虚假陈述责任纠纷、内幕交易责任纠纷与操纵市场责任纠纷；另一类则是近年来逐渐增多的证券责任追偿权纠纷。前者解决证券欺诈责任主体对投资者的赔偿责任问题，后者解决责任主体之间的终局责任分担问题。
- **责任主体。**可能同时涉及民事与刑事责任的主体类型较为丰富，主要包括：发行人、上市公司（以下统称"发行人"）及其董事、监事、高级管理人员；发行人的控股股东、实际控制人及其董事、监事、高级管理人员；帮助发行人财务造假的第三方；证券中介机构及其责任人员；以及涉嫌内幕交易、操纵市场等违法交易行为的有关人员等。
- **证券刑事案件。**证券犯罪的类型亦较为多元，主要包括：欺诈发行证券罪；违规披露、不披露重要信息罪；提供虚假证明文件罪；出具证明文件重大失实罪；内幕交易、泄露内幕信息罪；操纵证券、期货市场罪；利用未公开信息交易罪；背信损害上市公司利益罪等。





（二）证券纠纷"行民刑"监管执法与司法实践的新发展、新趋势

既往实践中，我国对证券违法行为"行民刑"责任立体化追责的启动，主要以证券监管机关的行政调查为"引擎"。案件经过证券监管机关的调查、处罚之后，可能进一步引发民事索赔与刑事追责。也有个别的内幕交易和操纵市场案件，未经行政处罚程序而直接由司法机关追究刑事责任，而后再引发民事索赔。但根据笔者近期的办案观察，我国证券纠纷的立体追责实践有新的发展与趋势。

1.财政部对会计师事务所和上市企业的监管执法力度显著提升，受处罚企业数量与金额成倍增长。财政部调查成为对证券违法行为启动"行民刑"立体化追责的新引擎

公开数据显示，2025年财政部对40家备案从事证券服务业务的会计师事务所开展执业质量检查，延伸检查119家企业会计信息质量，并对42家企业、26名企业负责人作出行政处罚。[1]延伸检查、处罚的企业数量相较2023年分别增长约33.7%和110%。财政部"由所到企"的检查方式——基于检查会计师事务所，延伸检查企业，使其更容易识别企业财务报表问题。

根据《会计法》《企业财务会计报告条例》等规则，财政部有权从不当会计处理等角

1.财政部：《中华人民共和国财政部财会监督检查公告（第五十一号）》，2026年5月25日，载财政部网站：https://jdjc.mof.gov.cn/jianchagonggao/202606/t20260602_3991042.htm。

度处罚上市企业，并进一步移送证监机关从信息披露角度处罚上市企业，二者不当然违反"一事不二罚"原则。实践中，财政部、证监机关的"双重处罚"案例数量显著增多，导致涉案企业与责任人员在后续民事索赔与刑事追诉中的抗辩难度明显加大。有关上市企业应对其聘用会计师事务所被财政部检查、企业被初查等信息高度关注，做好应对预案，防范证券违法风险。

2.国家审计机关对在审计过程中发现的上市公司的证券违法线索，移送证券监管机构，从而引发证券监管机构立案调查和行政处罚，并进一步引发后续可能的民事索赔和刑事追诉程序。

近年来，有不少上市公司被证券监管机构立案调查和行政处罚，源于国家审计机关的移送线索。而且，根据笔者的观察，证券监管机构对于审计机构移送的证券违法线索，立案的速度更快，查办的力度更大。这足以引起上市公司及资本市场相关主体的重视。

3."先行后民"或"先行后刑"的传统路径已被打破，公安机关刑事核查前移，证券行政调查与刑事侦查协同趋于常态化

2024年《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》颁布，打破了证券案件必须由行政调查先行的传统路径。证券监管机构与公安机关对涉嫌犯罪线索，可以通过"联合情报导侦"协同行政调查和刑事核查。公安机关也可以自行侦办证券犯罪案件，且刑事办案并不以取得证监机关专业认定意见为前提。

公开数据显示，2025年全国公安经侦部门办理重大证券犯罪案件200余起，其中公安经侦部门会同证监稽查部门对重大、疑难、典型的30余起证券交易犯罪线索开展联合情报研判，公安部经侦局部署侦办上市公司涉嫌犯罪案件70余起。[2]实务中，在未经证监机关调查、处罚的情况下，公安机关主动调查内幕交易、操纵市场、背信损害上市公司利益等证券犯罪案件数量明显增加。"反向移送"的衔接机制得到进一步明确，公安机关撤案、检察机关不起诉或者法院判决无罪、免予刑罚，但仍存在证券行政违法的，应依法移送证监机关处理。

4.证券民刑交叉案件显著增多，民刑程序的"互动"程度升级：刑事裁判对民事案件的事实与责任认定产生重要影响，而民事裁判认定的投资者损失金额亦直接影响刑事案件的定罪量刑

一方面，越来越多的证券虚假陈述案件、操纵市场民事赔偿案件中，有关被告同时涉及刑事追诉程序。由于证券民事案件往往涉及大

2.《公安经侦部门依法严打证券期货犯罪　切实净化市场生态》，2026年2月2日，载厦门证监局网站：https://www.csrc.gov.cn/xiamen/c105636/c7612914/content.shtml。

量被告，审判周期相对较长，在审理过程中，法院可能调取关联刑事案件的生效裁判文书或者刑事卷宗中的讯问笔录、证人证言等证据，在经依法审查并质证后，作为民事案件认定事实与责任的重要基础。

另一方面，根据《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》的规定，欺诈发行证券罪、违规披露、不披露重要信息罪、提供虚假证明文件罪等财务造假类犯罪的立案追诉标准，均包括"造成投资者直接经济损失"一定金额的情形。实务中，公安机关、检察机关与刑事案件审理法院均会关注关联民事案件中,最终认定的投资者损失金额。后者可能会直接影响证券刑事案件中的定罪与量刑结果。

第三部分\

《民刑交叉新规》对证券民刑交叉案件的五方面影响

《民刑交叉新规》规定了一般民刑交叉案件的审理规则。具体到证券民刑交叉案件实践中，新规将在民刑程序协调、责任认定、事实认定、证据采信、赔偿扣减等五方面产生实质影响。

（一）程序推进：证券犯罪刑事附带民事诉讼在以往的司法实践中较为鲜见，证券民刑交叉案件以"民刑并行"为主，但如果民事案件基本事实的认定必须以刑事案件的审理结果为依据，则应"先刑后民"

《民刑交叉新规》及其理解与适用（以下简称**《理解与适用》**）[3]以民事案件与刑事案件是否涉及"同一事实"为标准，将民刑交叉案件二分为"竞合型"与"关联型"。所谓同一事实，是指民事案件与刑事案件的当事人、基本事实相同；当事人相同，则是指民事案件的被告是刑事案件的犯罪嫌疑人、被告人或罪犯，民事原告是刑事被害人等情形。

原则上，竞合型民刑交叉案件应"先刑后民"，关联型民刑交叉案件则应"民刑并行"。《民刑交叉新规》特别强调，关联型民刑交叉案件应分别受理与审理，避免机械使用"先刑后民"。《理解与适用》指出，所谓"先刑后民"是指通过刑事附带民事诉讼和违法所得追缴、责令退赔制度，一并解决被告人的定罪量刑和民事责任承担问题。也即"先刑后民"着眼于优先通过刑事程序实现民事救济。

但证券民刑交叉案件具有特殊性，证券刑事附带民事诉讼在司法实践中较为鲜见，故即

3.最高人民法院周加海、司艳丽、蒋家棣、贾玉慧、陆昱：《〈最高人民法院关于审理涉及刑事犯罪的民事纠纷案件若干问题的规定〉的理解与适用》，载《中国应用法学》2026年第5期。

便是竞合型证券民刑交叉案件，实践中也以“民刑并行”为主。如果证券民事纠纷基本事实的认定必须以刑事案件的审理结果为依据的，则应“先刑后民”。

一方面，《刑事诉讼法解释》第175条规定的附带民事诉讼，适用于被害人因人身权利受到犯罪侵犯，或者财物被犯罪分子毁坏而遭受物质损失的情形。证券欺诈造成的通常是投资差额损失，属于纯粹经济利益损失，与前述人身侵害、财物损害等绝对权的损害与救济范围存在本质差异。另一方面，《刑事诉讼法解释》第176条规定的依法追缴与责令退赔制度，亦不能普遍适用于证券欺诈民事责任纠纷。后者所涉投资者范围大且不易查明，投资者的损失与行为人的获利/避损之间并无“此消彼长”的对等性，故刑事程序即便实现了违法所得的追缴或大额退赃，也难与全部投资者的损失相对应，亦较难直接按比例向全部投资者分发。

从近年来公开的重大证券财务造假案件看，投资者损失通常通过独立的证券民事赔偿诉讼、代表人诉讼等机制解决，鲜见通过刑事附带民事诉讼集中解决投资者损失的情况。而且，部分证券犯罪的情节严重程度的认定，可以参照证券民事生效判决认定的投资者直接经济损失金额，[4]亦表明证券民刑交叉案件并无“先刑后民”之强制要求。

但对于某些需要以证券刑事案件的审理结果为依据的民事案件，原则上应遵循“先刑后民”。例如，某些内幕交易、操纵市场违法案件，未经行政处罚直接进入刑事追诉程序，投资者又对证券犯罪嫌疑人提起民事责任诉讼的，民事审判可能需要等待刑事案件的审理结果。当然，考虑到证券民事纠纷审理周期通常较长，部分法院在个案审理时，为提高审判效率，可能选择先行推进民事案件中不需要以刑事案件审结为前提的程序及实体问题，在同步推进中等待刑事案件的审理结果，而非一概裁定“中止审理”。

（二）责任认定：不负证券犯罪刑事责任，不当然免除证券侵权民事责任

《民刑交叉新规》第15条明确，有关机关决定不立案、撤销案件，检察院决定不起诉，或者人民法院生效裁判宣告无罪、不负刑事责任等，当事人基于同一事实提起民事诉讼的，法院应当依法受理。有关主体是否承担民事责任，应当依照民法典等法律规定认定。即在程序上，刑事程序作出上述处理的，不当然妨碍

4.最高人民检察院《关于办理财务造假犯罪案件有关问题的解答》“如何认定‘直接经济损失’”规定：立案追诉标准对欺诈发行证券罪与违规披露、不披露重要信息罪均规定“造成投资者（股东、债权人或者其他人）直接经济损失数额累计在100万元以上的，应予立案追诉”。对此，相关虚假陈述侵权民事赔偿案件已有生效判决的，可以参照民事判决对直接经济损失作出认定；直接经济损失数额难以准确计算的，应当依法委托专门机构出具测算报告后予以审查认定。

当事人基于同一事实提起民事诉讼；在实体上，不负刑事责任的结论，不能直接作为免除民事责任的依据。

在证券民刑交叉案件中，相关主体即使未被认定构成证券犯罪，并不当然免除其证券侵权民事责任。证券刑事责任的过错要件、证明标准，较民事责任有重大差异：

过错要件方面，欺诈发行证券罪、违规披露/不披露重要信息罪、内幕交易罪，以及操纵市场罪等罪名，均以故意为主观要件；出具证明文件重大失实罪等属于例外，以严重不负责任造成法定后果为构罪条件，属于过失犯罪。证券民事责任则根据责任主体与责任类型之不同，适用不同的归责原则与过错要件。以证券虚假陈述责任为例，发行人原则上承担无过错责任；其他法定责任主体则多适用过错推定原则，过错类型并不限于故意，也包括重大过失。

证明标准方面，刑事定罪要求证据确实、充分，足以排除合理怀疑；民事诉讼则一般适用"高度盖然性"标准。同一组证据在刑事程序中不足以支持定罪，在民事程序中仍可能达到民事责任的证明标准。在"康美药业"有关证券刑事与民事案件中，承担民事责任的主体范围即显著大于承担刑事责任的主体范围。

（三）事实认定：生效刑事裁判已认定的事实具有预决效力，但刑事裁判未认定的事实仍可在民事案件中独立认定

证券民刑交叉案件中，刑事案件可能先于民事案件形成生效裁判。刑事裁判已经认定或者未予认定的事实，对证券民事案件分别产生何种影响，应当有所区分。

一方面，生效证券刑事裁判已认定的事实，原则上无须重新证明。《民刑交叉新规》第6条明确，生效刑事裁判已经认定的事实，当事人在相关民事诉讼中无须举证证明，但有相反证据足以推翻的除外。例如，在证券虚假陈述纠纷中，生效刑事裁判已认定有关客户、供应商通过虚构交易、配合资金循环等方式帮助发行人财务造假，受损投资者或者追偿权人就同一帮助造假事实主张民事责任时，原则上无须重新证明前述帮助行为。行为人有异议的，应当提供足以推翻该项事实的相反证据。

另一方面，刑事裁判未认定的事实，民事案件审理法院仍可独立审查。《民刑交叉新规》第8条则规定，因未达到刑事证明标准而未被生效刑事裁判认定的事实，在民事案件中达到相应证明标准的，法院仍可依法认定。即刑事案件因未达到刑事证明标准而未认定的事实，仍可由民事法院依法独立认定。例如，刑事案件因证据不足，未认定发行人的客户、供

应商等第三方帮助造假者明知交易虚假并参与帮助造假；但在民事程序中，投资者或者追偿权人仍可提交虚假贸易合同、资金流水、往来邮件等证据，由法院结合民事诉讼证据证明标准独立审查。

（四）证据采信：刑事卷宗中的证据材料不能当然作为民事定案依据，应区分已采纳、未采纳与作为非法证据排除的三种情形，具体判断能否在民事案件中予以采信

部分证券民刑交叉案件中，民事案件审理法院会调取关联刑事案件的刑事卷宗材料。其中，犯罪嫌疑人、被告人供述和辩解、证人证言等材料（以下简称"刑事案件证据"）通常载有大量与证券违法行为相关的具体"信息"。是否采信这些刑事案件证据，对民事责任的认定至关重要。《民刑交叉新规》第6条、第7条规定应根据生效刑事裁判认定的情况，区分以下情形认定：

· 生效刑事裁判已经根据有关证据认定的事实，适用《民刑交叉新规》第6条规定的免证事实规则，但有相反证据足以推翻的除外；

· 生效刑事判决没有据以作为定案根据，但保存在刑事卷宗中的证据材料，应由法院根据民事诉讼法的规定组织质证，并根据质证情况决定是否采信；

· 已被刑事程序作为非法证据排除的材料，不得作为民事案件认定事实的根据。

如何理解"生效刑事判决据以作为定案根据的证据材料"尤为关键。对此，应作细致甄别，不应概括地对一份讯问笔录或证人证言采取"全有或全无"的证据采信立场。某份讯问笔录被刑事裁判采纳，并不意味着其中的全部陈述均是定案的根据。例如，上市公司的财务人员在讯问中既承认自己组织虚假贸易，又称"审计人员对此知情"；但如果刑事裁判仅认定其组织造假的事实，未认定审计人员知情，就不能因该份讯问笔录被列为定案证据之一，便认定审计人员或者审计机构明知造假。关于审计人员是否知情，仍须在民事案件中独立审查。

（五）赔偿扣减：以投资者是否通过刑事程序得到补偿为前提

《民刑交叉新规》第9条规定，在民刑交叉案件中认定民事赔偿责任金额时，以及在后续执行程序中，允许相应扣减已经通过刑事追缴、责令退赔等方式返还或者获得赔偿的部分。该规定旨在避免受害人在"民刑并行"的两个程序中获得"双重受偿"。换言之，可以扣减民事责任金额的前提，是受害人已在刑事程序中获得一定程度的受偿，方具备"双重受偿"的可能性。

但如前述，鲜有受害人在证券刑事程序中通过刑事追缴、责令退赔等方式获得赔偿的案例。故本条情形在证券民刑交叉案件中的适用空间较小。以内幕交易、操纵市场刑事案件为例，被告人在刑事程序中被追缴违法所得，或者主动退赃的，如相关款项未实际发还投资者，就不能仅以已经追缴或退赃为由，主张相应扣减民事赔偿金额。

第四部分\

证券违法"行民刑"法律责任风险的防范应对建议

随着《民刑交叉新规》的颁布，以及证券违法"行民刑"程序衔接与责任认定的高度联动，证券市场责任主体分阶段、单独考虑行政处罚、民事索赔与刑事辩护程序的"各自为战"式的应对方式，已经难以适应新形势的发展和新政策的变化，而应当与时俱进，及时调整应对策略，以有效防范和化解证券法律风险。

当事人在发现证券违法风险或者收到证券监管机关、财政部门的初查通知、立案调查通知、行政处罚事先告知书、行政处罚决定时，即应统筹评估、分析涉及事项可能的证券行政、民事与刑事责任风险，一并考虑整体应对策略与方案。特别是在向有关机关提交材料、接受问询、口头或书面作出陈述或自认、提出申辩或者协商赔偿时，应充分研判有关材料、陈述与意见可能对其他关联法律程序的影响，避免因证据遗漏、事实陈述失准或应对失当，加重或衍生其他程序的法律风险。根据处理类似案件的经验，我们提出如下具体风险防范建议，供相关资本市场主体参考。

1.在被相关机关问询和初查时即尽早委托富有证券合规、证券犯罪和证券诉讼经验的专业律师，在专业律师的协助下，尽早查明相关事实并同步评估"行民刑"风险。围绕涉案行为、参与人员、决策过程、主观认知及损害后果，梳理相关事实基础，并全面统筹评估行政、民事和刑事责任风险，特别是民事赔偿责任敞口与证券犯罪移送风险。如果未能在问询、初查或立案阶段委托专业律师，建议在被下发行政处罚事先告知书的第一时间委托专业律师介入，全面评估行民刑法律风险。

2.及时搜集、保存并统一管理证据。重点是财务资料、业务合同、审批记录、邮件、即时通讯、交易数据及资金流水等关键材料，避免因资料灭失、遗漏或不同程序中提供证据口径不一致而增加或衍生法律责任风险。

3.做好重大事实陈述的统筹，同时考虑不同法律程序的举证责任和证明标准。对监管问询、行政申辩、信息披露、民事诉讼和刑事程

序中的重大事实陈述做好统筹管理，避免对同一事实作出相互矛盾的表述；同时，应根据不同程序的责任要件和证明标准制定具有针对性的风险应对方案。

4.审慎和妥善处理整改与和解等事项。应结合相关事项的行政处罚、民事责任及刑事移送风险综合评估，妥善处理整改与和解赔偿等事项。通常而言，证券监管机构会将主动发现问题、报告、合作、及时整改和补偿投资者作为从轻甚至减轻处罚的考量因素，但同时，主动整改行为可能成为判断相关主体是否存在证券违法违规行为的参考因素。

5.审慎识别和评估不同责任主体之间的利益冲突，并做出妥善安排。发行人、控股股东、董监高、员工以及中介机构之间的责任基础可能不同，甚至相互冲突。案件进入调查或诉讼阶段后，应及时评估是否需要分别聘请法律顾问，并避免共同应对安排损害个别主体的独立抗辩权利。

总体而言，涉嫌证券违法违规的相关市场主体越早形成贯穿"行民刑"程序的统一事实核查和责任评估意见，越有利于准确判断可能涉及的各项证券法律风险，也越有利于合理制定有效的应对策略。在具体应对上，应基于案件基本事实，依据"行民刑"的责任构成要件和证明标准，制定具有针对性的应对方案。



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2288
zhangbaosheng@zhonglun.com



李瑞轩
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2773
liruixuan@zhonglun.com



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。