



持有型不动产 ABS 产品特征、优势及未来关注方向

结构融资部 温鑫、吴维嘉

近年来，随着我国新的经济发展环境变化，经济发展方式逐步从追求规模速度的增长转为注重经济发展质量的提高，经济结构调整逐步从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并举。党的二十大提出：“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，经济发展模式由“量”的提升转向“质”的提高，高质量的发展对企业未来融资方式提出了新的要求，特别是“一利五率”等政策的实施，对央企的盈利能力、资产负债率、成本费用率等多个方面提出了更高的要求，这使得企业在追求效益最大化的同时，也必须更加注重风险控制和资本结构的优化。2021年11月，国务院国有资产监督管理委员会发布《关于加强中央企业融资担保管理工作的通知》（以下简称“75号文”），将资产证券化产品中涉及的差额补足承诺等支持性函件纳入融资担保管理。一系列政策的实施使得央企在利用ABS产品进行融资或调表时面临了更多的限制。

在这种背景下，权益型融资产品成为了国企和央企关注的焦点。相比于传统的债务融资，权益型融资可以有效地降低企业的财务杠杆、减轻偿债压力，提高企业的抗风险能力。

国央企以及整个市场在融资策略调整与优化的路上一直都没有止步过，从以降负债为目的的并表权益型类REITs、基础设施公募REITs的启航，到2022~2023年开始逐步拓展的无主体增信资产证券化产品，再到现在推出的持有型不动产ABS，高质量、多层次的企业融资模式发展路径越发的坚定、清晰。

一、持有型不动产 ABS 的推出过程

与公募REITs历经较长的市场呼声以及政策加持相比，持有型不动产ABS的推出较为低调且迅速。

2023年2月17日，中国证券投资基金业协会资产证券化业务委员会2023年第一次工作会议在上海召开。会议上委员代表建议“在ABS方面，进一步完善基础制度，研究推出ABS公开发行方式，强化真实出售、破产隔离，充分发挥ABS依托资产信用支持民营企业、中小企业融资的重要作用”。此阶段提到的研究推出ABS公开发行，为推出持有型不动产ABS产品传导了信号。

2023年4月，中国基金业协会每月发布的《企业资产证券化业务备案运行情况简报》中原“类REITs”分类，调整名称为“持有型不动产ABS”分类。

2023年11月13日，我国首单持有型不动产ABS项目“华泰-中交路建清西

大桥持有型不动产资产支持专项计划”项目在上海证券交易所受理，2023年12月11日通过审核，2023年12月25日发行落地。名字带有“持有型不动产”字样，在上海证券交易所的分类中与其他企业资产证券化产品均列入ABS分类中。

2024年4月19日，上海证券交易所于上证路演平台就持有型不动产ABS产品最新发展动态及政策进行了介绍和宣讲。至此，持有型不动产ABS有了较为统一、官方的定义。

二、持有型不动产ABS的产品特征

持有型不动产ABS定位于可与公募REITs衔接的场内标准化权益产品，其产品特点是“坚持实质重于形式，突出资产信用”。

根据上证路演的介绍和宣讲，产品设计方面，持有型不动产ABS的产品结构和类REITs具有相似性，但在分层安排、杠杆比例、股权转让比例、产品期限上更贴近公募REITs。持有型不动产ABS不通过结构化设计增厚优先级收益，以平层为主。资产类型在公募REITs的基础上增加了更多的包容性，比如商业物业、无法发行公募REITs的基础设施等。资产控制方面，允许不持有项目公司全部的股权。融资杠杆方面，打破传统类REITs无杠杆的限制，参照公募REITs适当放宽了杠杆倍数，目前市场中发行的产品杠杆比例为50%左右，高于公募REITs的平均水平。产品期限方面，原则上与底层资产存续期限相匹配，具有长久期的特点。估值方面，目前已发行的2单持有型不动产ABS底层资产估值均使用权益法，根据资产的特征选取直接资本化法、全剩余寿命模式报酬资本化法或持有加转售模式报酬资本化法等方式。

表1 持有型不动产ABS的主要产品制度安排

产品载体	以券商专项计划、基金子公司专项计划为主
资产范围	涵盖 所有公募REITs资产范围 ，以及商业物业（商场、写字楼、酒店等）及无法发行公募REITs的基础设施
结构设计	鼓励以 平层结构 为主，不通过结构化设计增厚优先级收益； 在资产控制的前提下，允许 不持有项目公司全部股权（70%以上） ； 允许项目公司 配备一定比例的杠杆（50%左右） ，允许原始权益人为项目公司 借款提供增信 ，以提高产品收益水平；
产品期限	原则上与 底层资产存续期限相匹配 ，鼓励设置中长期限产品
主体增信	不得设置 差额补足、保证担保等主体 刚性增信措施 ，突出资产信用
市场化募集	不强制要求自持及战配比例，鼓励市场化发售、募集权益份额
募集资金用途	用途灵活不受限 ，参照传统ABS要求。如用于项目再投资应事先明确
信息披露	适当提高不动产运营披露频次和重点事项，建立适用于持有型不动产投资、标准化产品的明确信披制度
交易机制	鼓励采用平层结构，鼓励做市商做市，后续考虑纳入竞价交易，固收平台上开立专区交易等

其他要素 根据**投资者需求灵活定制**融资规模、收益分派，根据原始权益人需求灵活设置运营管理及其他控制权特殊条款

数据来源：上证路演平台就持有型不动产 ABS 产品最新发展动态及政策宣讲

持有型不动产 ABS 具有**信息披露、激励约束、二级市场活跃、流动性支持、持续扩募、资产运营管理六大机制**。

第一，信息披露机制，提高信息披露的及时性和有效性，强化日常经营核心指标的披露频次，强化因重大经营变动情况触发的临时报告披露。

第二，激励约束机制，鼓励对存续期间内的经营情况设置考核机制及激励约束机制，从而能够增强运营管理动力，实现资产增值。

第三，二级市场活跃机制，吸引多元化投资者，持续引入二级市场活跃机制，提高产品二级流动性。

第四，流动性支持机制，允许发行主体设置一定比例的流动性机制，满足部分投资者退出需求。

第五，持续扩募机制，持有型不动产 ABS 可灵活设置扩募机制，不断纳入后备资产，促进产品可持续发展。

第六，资产运营管理机制，鼓励参与主体依据日常经营实际情况，灵活设置决策机制，重大事项是交由持有人大会决策，形成差异化的治理机制。

三、持有型不动产 ABS 案例分析

截至目前，上海证券交易所共受理了 4 单持有型不动产 ABS，分别是华泰-中交路建清西大桥持有型不动产资产支持专项计划、建信住房租赁基金不动产持有型资产支持专项计划、安江高速持有型不动产资产支持专项计划和万国数据 2024 年第 1 期数据中心持有型不动产资产支持专项计划。其中，已发行的两单分别为特许经营权类和产权类。

表 2 截至 2024 年 8 月 30 日持有型不动产 ABS 受理及发行情况 (单位: 亿元)

项目名称	受理时间	通过时间	发行时间	(拟) 发行规模
华泰-中交路建清西大桥持有型不动产资产支持专项计划	2023 年 11 月 13 日	2023 年 12 月 11 日	2023 年 12 月 25 日	19.60
建信住房租赁基金不动产持有型资产支持专项计划	2024 年 3 月 30 日	2024 年 5 月 27 日	2024 年 7 月 2 日	11.70
安江高速持有型不动产资产支持专项计划	2024 年 6 月 26 日	2024 年 7 月 22 日	未发行	49.56
万国数据 2024 年第 1 期数据中心持有型不动产资产支持专项计划	2024 年 7 月 18 日	反馈中	未发行	14.70

数据来源：上海证券交易所公开信息

1、案例 1：市场首单持有型不动产 ABS

案例 1 于 2023 年 12 月 25 日发行成功，发行金额为 19.60 亿元，底层资产为清西大桥及接线工程项目，现金流来源于项目通行费收入。清西大桥位于广东省清远市，于 2018 年 10 月 1 日通车，工程南接清连高速公路、北接广清高速公路，接线工程构成广东省南北向一条交通大动脉，底层资产质量较好。

表 3 案例 1 发行要素

项目	内容
底层资产	清西大桥及接线工程项目
发行规模	19.60 亿元
发行场所	上海证券交易所
期间分配	按年分配收益
产品期限	21 年，定期设置开放期退出

数据来源：公开资料，大公国际整理

专项计划发行总期限为 21 年，类似公募 REITs 长久期设置，发行总期限与底层资产的运营年限保持一致，并设置了定期开放退出。项目公司融资引入了一定比例的杠杆。还本付息方面无固定利率，按照标的资产产生现金流分派，类似公募 REITs 通常会优先选择通过底层债务还本付息方式进行。

增信措施方面，通过现金流超额覆盖、业绩对赌等方式增强现金流的保障，突出资产价值，弱化主体依赖。

2、案例 2：市场首单产权类持有型不动产 ABS

案例 2 于 2024 年 7 月 2 日发行成功，发行金额为 11.70 亿元，底层资产是位于上海市闵行区、杭州市上城区和武汉市汉阳区的保障性租赁住房项目，入池项目地理位置优越，运营稳定。

表 4 案例 2 发行要素

项目	内容
底层资产	保障性租赁住宅项目，分别位于上海、杭州和武汉
发行规模	11.70 亿元
发行场所	上海证券交易所
期间分配	每半年分配收益
产品期限	66 年，定期设置开放期退出

数据来源：公开资料，大公国际整理

专项计划发行总期限为 66 年，与底层资产产权期限一致，设置了定期开放退出，每半年分配收益，无固定利率，同样引入了一定比例的杠杆。

增信措施方面，通过现金流超额覆盖、设置运营管理考核机制、一定比例的开放退出支持方式来增强现金流的稳健性。此外，该项目预留了扩募机制，为后续资产扩充创造了条件。

四、持有型不动产 ABS 的优势及未来关注方向

从发行人角度来看，持有型不动产 ABS 具有盘活存量、优化财务结构、灵活准入和高效管理等优势。

第一，持有型不动产 ABS 允许保留一定比例的杠杆，较其他产品在存量资产盘活上有竞争优势。同时，长久期融资且资金用途较灵活，通过发行持有型不动产 ABS 能够加速资源流转和价值提升。第二，通过定制化的设计可实现出表或并表诉求，用以改善企业的资产负债率，优化财务结构。第三，较公募 REITs 发行门槛更宽松，资产选择方面除公募 REITs 的所有范围外涵盖了商业物业等，发行人的选择更多样。第四，决策机制较公募 REITs 灵活性更高，通过特殊约定可以将决策的自主权较好下放，提升管理效率。

从投资者角度来看，持有型不动产 ABS 具有结构简化、激励创新和风险分散等优势。

第一，持有型 ABS 结构简化，由专项计划直接发行权益型产品，不涉及公募基金结构，管理链条更短，决策传导将更迅速。第二，投资人可以参与到项目前期的定制化设计，包括激励机制、对赌条款等方式激发管理活力，产品创新更加灵活。第三，持有型不动产 ABS 较其他债类投资品有一定的差异性，可优化投资组合，为投资人风险分散拓宽选项。

持有型不动产 ABS 作为金融市场的创新产品，定位于公募 REITs 的衔接，预计将在多层次的 REITs 体系中逐步发挥作用，未来可从资产适配性、产品投融资衔接机制、投资思路转变、二级市场交易方面加强关注。

资产适配性方面，虽然持有型不动产 ABS 资产准入要求更加宽松，分派率/收益率指标上没有特殊要求，但考虑到其权益属性以及未来与公募 REITs 的衔接，对底层资产的运营质量和收益水平仍需择优考虑。投融资衔接机制方面，由于持有型不动产 ABS 拥有较为灵活的机制定制方式，因此需要将投资者引入流程前置到产品设计阶段，通过投融资端联动保障产品的顺畅申报与发行。投资思路转变方面，持有型不动产 REITs 介于 Pre-REITs 和公募 REITs 之间，目前案例中均保留了一定程度的主体信用保障机制，但整体仍然突出股性投资逻辑，投资人对于产品风险与价值的判断也需与债类产品有所区别。二级市场交易方面，持有型不动产 ABS 采用净值交易方式，通过引入做市机制，可以增强二级市场交易的流动性、稳定性，同时关注同类资产私募 REITs 与公募 REITs 价格波动联动性。

持有型不动产 ABS 产品目前处于发展初期，产品模式、市场机制建设方面均仍有很大的创新、改进空间，期待持有型不动产 ABS 随着更多产品的落地以及存续时间的推移，实现资产的扩充增值以及与公募 REITs 的衔接。