**持有型不动产ABS：赢石的战略地位及发展潜力**

本汇报旨在全面阐述持有型不动产ABS（资产支持证券）的市场演进，深入分析其对赢石作为专业资产管理方的战略影响，并展望在不动产ABS股权化浪潮下，赢石所面临的独特机遇与未来发展路径。当前，持有型不动产ABS正从传统的纯债型产品向更具股权性质的产品转型，这为赢石提供了实现管理规模扩张、服务模式升级和价值创造的历史性契机。

**一、持有型不动产ABS发展历程及产品特性**

2023年9月28日发布《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》，明确允许私募股权基金投资“不动产持有型资产支持证券”，为公开规则首次提及持有型不动产ABS。上深交易所数据显示截至5月22日，持有型不动产ABS已备案9单，备案规模合计超过178亿元【[[1]](#footnote-0)】，另有8单目前已获反馈。资产类型从最初的交通基础设施，已拓展到住房租赁、商业物业、数据中心、新能源等多个领域，未来有望进一步扩大到物流仓储、园区等。持持有型不动产ABS脱胎于类REITs，以**资产支持专项计划**为载体，旨在成为介于不动产私募投资基金和基础设施REITs之间的“中间态”创新金融产品。其核心特点在于：

**（一）产品先行，灵活创新：** 在现有ABS法律框架下，鼓励发行人和参与机构灵活创设产品结构，在杠杆层面允许项目公司保留杠杆比例不超过50%的外部负债。

**（二）突出资产信用，增信模式革新：**核心聚焦于底层不动产资产的质量和稳定现金流，而非过度依赖发行主体的信用，让优质资产获得高效融资。其摒弃了刚性主体增信，但允许原始权益人与项目公司进行合理对赌增信，进一步强化了资产信用的市场导向。

**（三）鼓励平层结构，直通REITs：平层结构**有利于后续直接发行或扩募至基础设施REITs，为与公募REITs衔接奠定基础。但尽管持有型不动产ABS本身鼓励平层结构，按照赢石与上海证券交易所ABS负责人【[[2]](#footnote-1)】最新交流，为充分发挥资产管理人专业性，我们注意到监管呈现允许两层结构，以便资产管理人更深入融入ABS整体交易架构的倾向。我们提议的架构旨在相应该监管趋势，具体详见本文第三部分。

****二、持有型不动产ABS管理结构及收费结构****

（一）ABS和底层项目分层治理

  持有型不动产ABS通常在ABS层面和项目公司层面实行分层治理，确保决策的透明性和运营的专业性。

表1-持有型不动产ABS治理框架

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **决策机构** | **决策人员** | **决策事项** |
| ABS层 | | |
| 资产支持证券持有人大会 | 投资人 | ABS层面事项及底层项目层面重大事项，如ABS收益分配、底层项目现金流归集、资产支持证券持有人会议规则修改等 |
| 管理决策委员会 | 资产运营管理人 | 底层项目运营管理层面重大事项，如底层项目资产处置、借款、关联交易、重大协议签署和变更等 |
| 项目公司层 | | |
| 股东会、董事会 | 通常为资产运营管理人 | 依照上层ABS授权遵照其本身公司章程进行治理 |

（二）收费结构

持有型不动产ABS的费用收取主要包括固定管理费和业绩激励，旨在激活运营动力。

1.强增信模式

|  |  |
| --- | --- |
| **类别** | **收取标准** |
| 需分配收益 | 投资人一般要求预期收益率达到【】 |
| 业绩对赌金 | 项目经营收益未达标时支付业绩对赌金；达标时返还业绩对赌金 |
| 权利维持费 | 【以底层项目运营情况与预测数值的差额为基础计算】 |
| ABS管理费 | 通常为资产规模的【0.2%-0.5%】，部分产品根据业绩表现附加浮动管理费 |
| 资产运营管理费 | 通常按项目NOI的固定比例收取固定管理费；同时根据项目经营收益是否达标，扣除资产运营管理费或额外支付超额收益 |

2.弱增信模式

|  |  |
| --- | --- |
| **类别** | **收取标准** |
| 需分配收益 | 投资人一般要求预期收益率达到【】 |
| ABS管理费 | 通常为资产规模的【0.2%-0.5%】，部分产品根据业绩表现附加浮动管理费 |
| 资产运营业绩费 | 【】 |

****三、赢石的参与路径：扩大AUM的“双层架构”探索****

作为私募基金管理人，赢石致力于扩大资产管理规模（AUM）并提升管理费收益。因此，将不动产持有型ABS作为SPV夹层的有限合伙人（LP），以此撬动更大的资产管理规模，是赢石的理想路径。

投资人

持有型不动产ABS 管理人：建信资本

SPV层（有限合伙或依照监管要求的备案基金

案基金）

普通合伙人：赢石头石

银行贷款

项目公司

项目公司

项目公司

资产

资产

资产

图1 可行架构图

因该架构因涉及同一底层资产存在两个管理人（ABS计划管理人与SPV层管理人），监管普遍要求**证明两者间的控制关系**，这为项目审批带来了显著的**不确定性**。但如上文所述，监管呈现允许两层结构，以便资产管理人更深入融入ABS整体交易架构的倾向。赢石团队将保持与监管的沟通，灵活创设产品结构。

1. **物流不动产ABS：市场参与方与生态洞察**

**物流不动产因其稳定的租金收入和强抗周期性，成为持有型不动产ABS的优质底层资产。了解不同市场参与方的偏好，对于赢石的战略布局至关重要。**

1. **投资人：赢石潜在资方**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **参与投资人类型及资金体量** | **投资人偏好** | **成功或已申报案例** |
| **保险系资金，资金体量【】** | 2023年10月首批5家保险资管公司（中国人寿、太空资产、太保资产、中国人保、平安资产）获批交易所ABS业务试点，险资可同时以管理人及投资人的身份参与ABS业务  持有型ABS稳定现金流分配受到保险资金的青睐。国寿、人保、泰康等保险资金大规模参与ABS份额申购。但在赢石募资团队与险资沟通交流过程中发现依旧存在以下痛点：  **保险资金投资痛点：**  ⚫ 持有型不动产ABS为创新型产品，目前没有明确的监管规则；  ⚫ 信用评级体系和评级风险因子尚不明确；  ⚫ 会计记账：不确定计入FVPL还是FVOCI账户中 | 按照国寿资产披露，交易所落地的前5单持有型不动产ABS中，国寿资产作为总协调人和最大投资人牵头参与其中3单，合计投资规模71.83亿元，占全行业规模的61.34%。 |
| **银行系资金，资金体量【】** | **银行理财系资金为持有型不动产ABS主要申购方** | 建信住租持有型不动产ABS路演对象以理财券商为主，其中理财包括平安理财、北银理财、光大理财、建信理财。  九永高速持有型不动产ABS也有银行理财【[[3]](#footnote-2)】申购。 |
| **券商自营，资金体量【】** | 主要为证券公司自营部门 | 建信住租持有型不动产ABS路演对象以理财券商为主，其中券商包括西部证券、财信证券、国泰君安、中金  。 |
| **基金公司，资金体量【】** | 专注固收或另类投资的基金可能会通过其产品参与 |  |
| **信托资金，资金体量【】** |  |  |
| **其他机构投资人，资金体量【】** | 财务公司、企业年金等都可能成为潜在投资者【[[4]](#footnote-3)】。 |  |

1. **原始权益人为产权方：赢石潜在合作方与竞争者**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **原始权益人类型及资产体量** | **已成功或已申报案例** | **已申报案例进展** |
| **大型外资不动产开发商（如凯德），已申报体量30亿，预计储备体量【】** | 中金凯德商业持有型不动产资产支持专项计划 ，拟发行规模30亿 | **2025年3月31日递交，2025年5月22日已反馈** |
| **大型内资不动产开发商（如东百、ESR）**【[[5]](#footnote-4)】**，已申报体量15.2亿，预计储备体量【】** | 东百集团仓储物流持有型不动产资产支持专项计划，拟发行规模15.02亿 | **2025年3月31日递交，2025年4月15日已反馈** |
| **国有企业，已申报/获批体量124.72亿，多数为公交铁建基础设施项目，其已申报/获批体量110.42亿。预计储备体量【】** | 中交路建：华泰—中交路建清西大桥持有型不动产ABS，发行规模19.6亿 | **2023年12月25日挂牌，为市场首单持有型不动产ABS** |
|  | 中国铁建：平安证券-中国铁建第一期持有型不动产资产支持专项计划，发行规模8.58亿 | **2025年4月18日挂牌上市** |
|  | 中交集团：中交集团安江高速持有型不动产ABS，发行规模19.34亿 | **2025年4月29日挂牌上市** |
|  | 中交一公局集团：华泰资管-九永高速持有型不动产资产支持专项计划，发行规模22亿 | **2024年12月24日挂牌上市** |
|  | 广明高速持有型不动产资产支持专项计划，发行规模25.3亿 | **2025年3月12日获批，暂未挂牌** |
|  | 人保资产-中铁诺德持有型不动产资产支持专项计划，拟发行金额25.6亿 | **2025年3月31日申报，2025年4月8日反馈** |
|  | 越秀集团：中信证券-越秀商业持有型不动产资产支持专项计划，市场首单商业物业持有型不动产ABS，发行规模14.3亿 | **2024年12月24日挂牌上市** |
| **民营自持物业业主，已申报/获批体量82.54亿，预计储备体量【】** | **万国数据（有国有资本参与）：中信证券-万国数据2025年第1期数据中心持有型不动产资产支持专项计划，募集规模16.092亿。项目吸引了中国人寿、中华人寿、永安财险、中信证券、弘毅投资等多家机构投资者参与，其主要投资者中国人寿及中华人寿均有国有背景。** | **2025年4月24日挂牌上市** |
|  | **世纪互联（有国有资本参与）：**世纪互联IDC持有型不动产ABS，募集规模8.6亿 | **2025年5月获批** |
|  | **远景新能源财通-远景新能源持有型不动产资产支持专项计划，拟发行金额2.85亿** | **2025年3月31日受理，2025年5月19日获批** |
|  | 国金资管-新疆国信持有型不动产资产支持专项计划资产支持证券（火电），拟发行金额55亿元 | **2025年4月30日申报，2025年5月14日已反馈** |

1. **原始权益人为私募基金管理人：赢石同行对标与竞争者**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **私募基金管理人类型及管理规模体量** | **发行成功概率** | **已成功或已申报案例** | **已申报案例进展** |
| **外资基金参与方**【[[6]](#footnote-5)】**，已申报/获批体量13.66亿，预计储备规模【】** | 具备丰富的全球不动产投资和证券化经验，对资产筛选、运营管理、风险控制有专业优势。 | 基汇资本：国金资管-基汇资本持有型不动产资产支持专项计划，拟发行总额人民币8.67亿元，底层资产为物流资产 | **2025年2月19日受理、4月22日状态更新已反馈，目前处于交易所沟通阶段**【[[7]](#footnote-6)】 |
|  |  | 凯雷投资集团旗下啟城投资（WS Ascent）：国金资管-观博啟城持有型不动产资产支持专项计划，拟发行金额4.99亿元，底层资产为生物医药产业园和保障性租赁住房 | **2025年3月31日受理，4月13日显示已反馈，目前处于交易所沟通阶段** |
| **内资基金参与方，已申报/获批体量16.59亿，预计储备规模【】** | 拥有本土资源优势，对国内市场和监管政策理解更深。 | **建信住房租赁**基金：建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划，底层资产为保障性住房，发行规模11.7亿 | 受理日期：2024年4月30日；上市日期：2024年7月30日；2024年12月31日递交第一次扩募申请6亿元 |
|  |  | 华润旗下天津润石申威股权投资合伙企业（有限合伙）：国金资管-欢乐颂持有型不动产资产支持专项计划，募集规模6.95亿元 | 受理日期：2024年12月06日；最新反馈日期2025年3月19日 |

1. **按照投资领域（如轨道交通、清洁能源等不同投资领域划分）**
2. **发行成功与阻碍因素概览**
3. 持有型不动产ABS发行成功关键点及卡点梳理

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **类目** | **成功关键点** | **卡点** |
| 底层资产合规性 | 权属清晰、不存在权利限制、转让限制 | 权属存在争议、存在抵押或限制转让条款 |
| 底层资产估值 | 底层资产具备稳定、稳定、可预测现金流，且现金流具备一定分散度 | 底层资产估值受租金波动、空置率等影响，收益法预测与实际市场价值可能偏离，影响发行意愿 |
| 发行主体信用 | 尽管产品核心在于资产信用，强主体信用可增强发行意愿 | 民企或弱资质国企因缺乏主体增信融资难度较大，需依赖资产信用突破 |
| 流动性支持 | 引入做市商机制和流动性支持条款（如发行人提供限额回购承诺） | 无流动性支持条款。因持有型不动产ABS二级市场交易活跃度低，投资者担忧退出渠道 |
| 信息披露 | 强化季度运营数据披露，按公募REITs标准优化信披规则 | 相对公募REITs运营数据披露频次低， |
| 投资人培育 | 作为创新产品，仍需对投资者进行充分教育，强调资产信用而非主体信用，提升其认知度和接受度 | 与投资人密切沟通，提升其对持有型不动产ABS产品接受度 |

1. **持有型不动产ABS对赢石平台的影响**

|  |  |
| --- | --- |
| **正向影响** | **负面影响及应对** |
| **资产管理规模高速扩张：**通过管理ABS所持资产，快速放大资产管理规模，直观提升管理费收益 | **来自同类私募基金投资人竞争影响：**成功发行持有型不动产ABS的私募基金管理人将对赢石构成挤压  **应对：**快速抢占私募基金管理人在物流仓储领域发行首单，形成先发优势 |
| **政策红利先行，REITs全周期赋能：**抓住政策窗口期，提前布局这一新兴市场，抢占先发优势。同时平层结构设计为未来与公募REITs的衔接提供了便利，赢石可提供从私募到公募的全周期资产管理服务 | **来自原始权益人竞争影响：**部分具备资质的原始权益人可能选择直接发行ABS，减少对赢石的中间环节需求。  **应对：**与具备资质的原始权益人（如强信用主体）共同合作，提供资产管理服务。对暂不具备资质的原始权益人密切跟进，提供ABS发行全流程服务。 |
| **品牌与口碑**：持有型不动产ABS为交易所挂牌交易产品，对提升赢石市场知名度具有正向影响 | **来自投资人影响：**投资者在面对多元化产品选择时，将有更高的筛选标准。  **应对：**依托建行平台（已成功发行首单建信住租持有型不动产ABS），与投资人建立、维护良好关系，强调赢石作为资产管理人的高标准及专业性 |

1. **赢石通过ABS募资优势、痛点及应对**

持有型不动产ABS为赢石带来了前所未有的战略机遇，同时伴随着相应挑战挑战。我们整理汇总详见下表：

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **已有优势** | **可进一步采取的行动** |
| 主体信用 | 背靠建行平台，具备较强的主体信用，且建信资本作为计划管理人，有助于增信 | 与股东方持续沟通，进一步提供主体增信 |
| 资产信用 | 作为专业资产管理人，具备识别和运营优质资产的能力，能够有效突出资产信用 | 持续强化赢石专业资管能力 |
| 流动性支持 | **股东跟投机制，便于资金募集** | 与股东方持续沟通流动性支持 |
|  | **相应挑战** | **应对措施** |
| 市场竞争 | 备资质的原始权益人可能绕过私募基金直接发行，形成竞争。同时随着市场发展，更多金融机构和基金管理人涌入，竞争将日益激烈。 | 与有经验的中介合作，如国金资管，快速抢占私募基金管理人发行首单，形成先发优势 |
| 市场教育 | 作为创新产品，需对投资者进行充分教育，提升其认知度和接受度 | 与投资人密切沟通，提升其对持有型不动产ABS产品接受度 |
| 资产增信及流动性支持 | 目前投资人普遍口径为需要发行人相关方或基石投资人提供资产增信及流动性支持 | 与股东方持续沟通资产增信及流动性支持 |

1. **在谈项目赢石及交易对手发行ABS分析**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **ABS对项目的影响** | **赢石发行优可行性分析** | **交易对手方发行可行性分析** |
| 潜在项目：Earth | Earth项目卖方（ESR、Invesco）拟通过ABS发行退出 | / | 发行有利因素：底层资产现金流稳定（具备资产信用）  发行不利因素：ESR、Invesco并不具备强国企资质，按照险资等主流投资人筛选框架主体资质较弱 |
| 潜在项目：百丽 | 百丽项目卖方可能寻求通过ABS发行 | / | 发行有利因素：底层资产现金流稳定（具备资产信用）  发行不利因素：百丽并不具备强国企资质，按照险资等主流投资人筛选框架主体资质较弱 |

1. **ABS未来发展趋势及赢石机会**

持有型不动产ABS正从纯债型产品向带有股权属性的产品转变，这一趋势将进一步强调资产本身的信用，为专业的资产管理机构提供了历史性机遇。同时，未来制度层面有望明确持有不动产ABS与公募REITs的衔接机制，允许公募REITs在特定条件下收购持有型不动产ABS的优质资产，或允许持有型不动产ABS在满足一定要求后申请转为公募REITs。

在此过程中，赢石将持续深耕资产管理，把握机遇，通过ABS打通退出渠道，打造全周期资产管理服务。首先，赢石将凭借其精细化运营和管理能力，深入挖掘并创造不动产价值，成为不动产投资领域的价值创造者。其次，赢石团队将利用股权化ABS工具，培育具备REITs潜力的优质不动产，为未来公募REITs发行储备资产。最后，赢石将深化生态构建：更深入地参与不动产项目的各个环节，拓展多元化募资渠道，与投资人、原始权益人形成紧密合作，构建强大的不动产生态圈。

附件一、已发行持有型不动产ABS汇总（截止2025年5月23日）

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **序号** | **ABS** | **承销商/管理人** | **拟发行金额(亿元)** | **项目状态** | **申报日期** | **获批日期** |
| 1 | 泰康资产-财通-远景新能源持有型不动产资产支持专项计划(碳中和) | 泰康资产 | 2.85 | 通过 | 2025-03-31 | 2025-5-19 |
| 2 | 太平洋-世纪互联数据中心持有型不动产资产支持专项计划 | 太平洋资产 | 8.6 | 通过 | 2025-02-21 | 2025-05-09 |
| 3 | 广明高速持有型不动产资产支持专项计划 | 人保资产 | 25.3 | 通过 | 2024-11-21 | 2025-03-12 |
| 4 | 中信证券-万国数据2025年第1期数据中心持有型不动产资产支持专项计划 | 中信证券 | 16.09 | 通过 | 2024-7-18 | 2025-1-23 |
| 5 | 建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划 (2024年12月31第一次扩募并新购入租赁住房项目) | 中金公司 | 11.7 | 通过 | 2024-3-30 | 2024-7-30；2024年12月31日递交第一次扩募申请6亿元 |
| 6 | 平安证券-中国铁建一期持有型不动产资产支持专项计划 | 平安证券 | 8.58 | 通过 | 2024-11-26 | 2024-12-25 |
| 7 | 九永高速持有型不动产资产支持专项计划 | 华泰资管 | 22 | 通过 | 2024-9-23 | 2024-11-22 |
| 8 | 安江高速持有型不动产资产支持专项计划 | 中金公司 | 49.56 | 通过 | 2024-6-27 | 2024-7-22 |
| 9 | 华泰-中交路建清西大桥持有型不动产资产支持专项计划 | 华泰资管 | 19.6 | 通过 | 2023-11-13 | 2023-12-11 |
| 1 | 中信证券-越秀商业持有型不动产资产支持专项计划 | 中信证券 | 14.3 | 通过 | 2024-9-20 | 2024-10-28 |

附件二、已申报持有型不动产ABS汇总（截止2025年5月23日）

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **序号** | **ABS** | **承销商/管理人** | **拟发行金额(亿元)** | **项目状态** | **申报日期** | **最新反馈日期** |
| 1 | 国金资管-新疆国信持有型不动产资产支持专项计划资产支持证券（火电） | 国金资管 | 55 | 已受理 | 2025-04-30 | 2025-5-14 |
| 2 | 东百集团仓储物流持有型不动产资产支持专项计划 | 中金公司 | 15.02 | 已反馈 | 2025-03-31 | 2025-04-15 |
| 3 | 国金资管-观博啟城持有型不动产资产支持专项计划（生物医药产业园） | 国金资管 | 4.99 | 已反馈 | 2025-03-31 | 2025-04-13 |
| 4 | 中金凯德商业持有型不动产资产支持专项计划 | 中金公司 | 30 | 已反馈 | 2025-03-31 | 2025-5-22 |
| 5 | 人保资产-中铁诺德持有型不动产资产支持专项计划 | 人保资产 | 25.6 | 已反馈 | 2025-03-31 | 2025-04-08 |
| 6 | 国金资管-基汇资本持有型不动产资产支持专项计划 | 国金资管 | 8.67 | 已反馈 | 2025-02-19 | 2025-04-22 |
| 7 | 国金资管-欢乐颂持有型不动产资产支持专项计划 | 国金资管 | 6.95 | 已反馈 | 2024-12-06 | 2025-03-19 |

1. 上海交易所数据显示，截至5月17日，已有8单持有型不动产ABS在上交所备案通过，合计规模超过163亿元，另有8单目前已获反馈，深交所数据显示深交所网站显示，[中信证券](https://xueqiu.com/S/SH600030?from=status_stock_match)-[越秀商业](https://xueqiu.com/S/SZ144834?from=status_stock_match)持有型不动产ABS也已于2024年挂牌，发行规模达14.13亿元 [↑](#footnote-ref-0)
2. 赢石团队CEO黄炜先生于2025年4月25日前往上海证券交易所与负责资产证券化项目的钱处长会面洽谈 [↑](#footnote-ref-1)
3. 按照目前监管口径，企业年金暂不具备持有型不动产ABS投资条件。我们将密切关注监管最新动向。 [↑](#footnote-ref-2)
4. 按照目前监管口径，企业年金暂不具备持有型不动产ABS投资条件。我们将密切关注监管最新动向。 [↑](#footnote-ref-3)
5. 华泰联合证券 2024年11月29日 公众号文 [↑](#footnote-ref-4)
6. 黑石、Invesco（景顺）均已你内部提出提出其所持有资产通过持有型不动产ABS退出的计划 [↑](#footnote-ref-5)
7. 按照赢石团队市场匿名收集信息，交易所反馈为投资人要求提供进一步资产增信措施。 [↑](#footnote-ref-6)