畅链挖潜：私募 REITs 赋能不动产投融资新格局

贾顺泽　阙莎莎　刘笑天　张利群　崔亦康

摘　要　本文探讨了中国多层次 REITs 市场格局下私募 REITs 的发展意义、基本思路与实践建议。私募 REITs 作为连接类 REITs 与公募 REITs 的关键链条产品，对盘活存量资产、拓宽权益融资渠道、满足差异化投资需求具有重要作用。本文认为私募 REITs 应定位于具备权益属性、管理标准化的“不动产私募股权投资”工具，重点考虑资产匹配度、估值情况、杠杆运用、治理机制、退出机制等核心问题。为激发产品生命力，推动市场有序发展，本文建议围绕基础资产质量及运营建立具有穿透力、较高频的信息披露机制，确保底层资产估值与产品净值的透明度，设计灵活高效资产运营治理架构和合理有效的激励约束机制，提供多元化的投资者退出保障通道，并构建高效的持续扩募机制。

关键词　私募 REITs　不动产投资　权益工具

不动产信托投资基金（Real Estate Investment Trusts，REITs），是以发行股份或收益凭证的方式募集资金，交由专业管理机构进行不动产运营管理，并将租金及不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金（林华，2018）。近年来，我国资产证券化市场发展方兴未艾，在盘活存量资产、扩大有效投资的背景下，企业对资产上市、权益融资的需求旺盛，REITs 市场逐渐兴起并发展。发展私募 REITs 是对现有不动产投资产品的边际优化，是多层次 REITs 市场的重要组成部分，有助于建立覆盖资产全生命周期的融资渠道，满足高流动性到长久期投资的市场需求，对于提高直融比重、落实国家战略具有重要意义。

一、国内多层次的 REITs 产品格局

经过近年来的探索与发展，国内已逐渐形成由公募 REITs、类 REITs 和私募 REITs 构成的多层次 REITs 市场格局，三个市场各有侧重、相辅相成。

（一）公募 REITs 常态化

2020 年 4 月，证监会、发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》；2021 年 6 月，首批 9 只 REITs 产品发行上市，标志着我国公募 REITs 试点的正式落地。在试点期间，公募 REITs 制度规则持续完善、资产类型不断丰富、市场定位逐渐清晰、发行规模稳步增长。

2024 年 7 月，发展改革委发布《关于

贾顺泽，中国建设银行投资银行部资产证券化业务处业务副经理；阙莎莎，中国建设银行投资银行部资产证券化业务处处长；刘笑天，中国建设银行投资银行部资本市场业务处高级副经理；张利群，中国建设银行投资银行部资产证券化业务处业务经理；崔亦康，中国建设银行总行投资银行部资产证券化业务处业务副经理。

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），我国公募 REITs 正式迈向常态化发行的新发展阶段。截至 2025 年 4 月 18 日，国内公募 REITs 市场共有 66 只产品上市，发行规模 1 729.20 亿元[①]，涵盖保障性租赁住房、生态环保、水利设施、消费基础设施等八大类行业范围。

（二）类 REITs 的探索

随着公募 REITs 的试点落地，适应投融两端市场需求、匹配底层资产不同发展阶段的 REITs 链条产品也逐步创新和涌现。2021 年 11 月，在人民银行指导下，中国银行间市场交易商协会在 ABN 产品框架下创新推出不动产信托资产支持票据（简称“类 REITs”），随后交易所和银行间两大市场充分发力类 REITs 产品，据不完全统计，截至 2025 年 4 月 18 日，两大市场共发行类 REITs 产品 3 283.92 亿元，其中权益型类 REITs 发行 2 324.09 亿元，占比约为 70.77%。[②]

类 REITs 产品参考了公募 REITs 的产品逻辑，锚定底层能够产生经营性现金流的资产而非主体开展融资，以资产现金流作为投资本金和收益分配的第一来源，通过产品设计满足企业轻资产运营、权益融资及降低资产负债率等多元化需求。类 REITs 与公募 REITs 本质上均是以基础设施不动产作为底层基础资产的投融资产品，类 REITs 产品形式为资产支持证券，公募 REITs 产品形式为证券投资基金。

类 REITs 是企业发行公募 REITs 的前置尝试，能够将尚未达到公募 REITs 发行标准的资产进行阶段性盘活并降负债，精准满足企业融资及报表优化的需求。类 REITs 和公募 REITs 适配不同发展阶段的资产类型、面向不同风险偏好的投资群体，是多层次 REITs 市场的有机组成部分。

（三）私募 REITs 的试点

随着类 REITs 向公募 REITs 的过渡发展，私募 REITs 概念应运而生。相比于传统资产支持证券关注优先 / 次级的分层安排、引入刚性的主体信用进行信用增进的产品设计，目前交易所市场落地多单私募 REITs 产品（又称持有型不动产 ABS[③]），在为企业提供丰富金融工具的同时，也为投资机构参与不动产权益投资交易提供了新的选择。

持有型不动产 ABS 主要定位为可与公募 REITs 衔接的场内标准化权益产品，依据“真实出售、有效盘活、风险共担、价值共享”的基本原则，强调权益属性和资产信用，弱化主体依赖，因此在产品制度安排上，基于现有资产支持证券的监管框架，整体借鉴公募 REITs 底层逻辑和目前成熟的机制做法，同时考虑投融两端的需求设置更加灵活的差异化机制，力求实现产品权益性和投资安全性之间的微妙平衡，从而进一步激发市场活力，将持有型不动产 ABS 打造成多层次 REITs 产品体系中的关键一环。[④]

据统计[⑤]，目前交易所市场已成功发行

---

① 数据来源：Wind，数据范围为2021年6月21日至2025年4月18日。
② 数据来源：Wind，数据范围为2021年10月28日至2025年4月18日。
③ 目前已发行产品常命名为“持有型不动产资产支持专项计划”，与本文论述的“私募REITs”为同一产品的不同表述。
④ 资料来源：上交所公开业务培训内容。
⑤ 数据来源：上海证券交易所债券项目信息平台、深圳证券交易所固定收益信息平台。

7笔持有型不动产ABS，1笔项目审核已通过，同时有9笔项目正在审核中，拟发行金额269.71亿元，基础资产涉及高速公路、租赁住房、商业物业、数据中心、仓储物流等类型（表1）。[①] 这些项目的共同特点是不设置票面利率、券端无主体增信、投资收益主要来源于资产端现金流，并根据资产类别、资产历史运营表现、现金流预测情况及投资者个性化需求，叠加一定程度的期间收益或退出保障措施。

综合而言，作为REITs序列中的链条产品，类REITs、私募REITs、公募REITs既存在着统一的底层逻辑，又因监管政策和产品定位的不同存在着一定差异[②]，既能根据合理的结构设计满足原始权益人的资产盘活需求，又能够阶梯式、递进式地为市场投资机构提供匹配产品特性的收益水平。通过对照梳理三类产品的异同点（表2），从类REITs、私募REITs到公募REITs，整体上是一个资产所处阶段逐渐成熟、收益水平不断提高、REITs标准化程度逐步提升的过程。

二、对私募REITs发展意义、产品定位与核心要点的基础思考

（一）发展意义

1.盘活存量资产，缓解债务负担，实现权益融资

在依赖债务融资和产业快速发展的背景下，实体企业背负了较大的债务负担和融资压力，对于不动产投资企业而言，更是面临大量的资金沉淀和较高的财务杠杆。因此，企业除了补充日常经营需求资金外，降低资产负债率、增加权益融资、补充项目资本金等功能性融资需求日益凸显。尤其对于央国企而言，“一利五率”政策[③] 的实施对企业的盈利能力、资产负债率等方面提出了更高的要求，一方面央国企需要主动寻求融资方式和资本结构的优化；另一方面央国企面临新增投资和压降负债率的双重约束，需要权益融资来对冲投资对资本的消耗。

私募REITs为发行人提供了成本较低的权益融资渠道和更大的资产盘活范围，发行私募REITs可以实现Pre-REITs的效果，达到“即期资产盘活培育+远期资产公开上市”的目标。发行并表权益型私募REITs可以优化报表、降低负债率，发行出表型私募REITs可以确认当期收入及利润，改善财务指标。通过资产的私募REITs，改善“重资产、高负债、长周期”的运营模式，提升管理效率和信息透明度，有利于促进不动产企业建立精细化、市场化的管理机制。

2.丰富权益投资品种，形成良性投资循环，推动资本市场改革

国内股权投资形式单一且门槛较高，股票市场长期在中低位徘徊与大幅波动增加了权益投资的难度。私募REITs产品的出台丰富了权益性投资品种，能够为投资者提供配置不动产、优化投资组合的渠道。以银行理财为例，公募理财无法投资私募股权资产，私募REITs的存在是理财公司除公募REITs外真实分享不动产资产收益

① 表1~2，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。
② 国内私募REITs的风险缓释机制与产品模式总结，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。
③ 国务院国资委对中央企业经营指标体系的要求，其中，“一利”指利润总额，“五率”指资产负债率、净资产收益率、营业现金比率、研发经费投入强度和全员劳动生产率。

的唯一通路。

私募 REITs 可以比照公募 REITs 设置有效的扩募机制，通过持续装入标准化程度较高的优质资产，最终为机构投资者提供一个具有一定二级流动性的资产组合；同时，市场投资者也可以在充分了解资产特征后，对资产包进行相对连续的持续定价，从而形成收益稳定、市场风险较低、可持续投资的良性循环。

3. 弥补不动产投资链条的空白，边际优化现有产品

发展私募 REITs 是打造“类 REITs- 私募 REITs- 公募 REITs”的多层次 REITs 产品体系的重要一环，有助于建立覆盖资产全生命周期的融资渠道，为早期资产投资退出、中期资产持续培育、成熟资产上市衔接搭建广阔的平台，能够弥补从纯债性财务投资到纯股性价值投资之间的不动产投资链条的空白。

私募 REITs 能够实现对现有产品的边际优化作用。从资产方视角而言，以协议控制为核心逻辑但存在刚性票面利率的类 REITs 始终面临着政策不确定性，权益属性更强的私募 REITs 毫无疑问是一种更安心的融资替代，而且与类 REITs 相比，还能够引入外部贷款、实现长期限融资，经济性强。相比公募 REITs，私募 REITs 则能够大幅缩短审批周期、降低资产门槛，效率更高。

从资金方视角而言，私募 REITs 的理论要求回报率略高于公募 REITs、远高于普通债券或类 REITs 的收益水平，投资私募 REITs 能够得到收益水平的提升。由于不涉及场内高频公开交易，私募 REITs 的估值更多体现为具有稳定现金流的底层资产评估净值，估值波动风险大幅降低，为资管产品的净值表现提供更高的稳定性，为市场化资金长期持有配置带来了契机。

（二）产品定位

私募 REITs 是在资产证券化产品框架下推出的创新产品，为最大程度保障其流动性和发展空间，其发行载体和法律定位，应当与现行 ABS/ABN 的发行载体保持一致，即资产支持专项计划或信托计划；产品类别应当为资产支持证券或资产支持票据；产品的发售流转，应当面向交易所市场或银行间市场的机构投资者或符合标准的合格投资者进行私募发行并在特定范围内流转。在此基础上，本文从产品属性、收益形式和产品方向三个维度更具体地阐述产品定位。

1. 产品属性

如前所述，在目前的经济环境中，大量的央国企面临控制负债率和新增投资的考核压力和经营压力，对权益融资和项目投资资本金的需求非常旺盛和迫切。企业常用的权益金融工具，可分为非标产品、标准化产品、股票。非标序列包括债转股、保债计划、股权投资信托（基金）等产品，突出特点是价格成本高、具有类固定收益性质。标准化产品序列主要包括永续债、类 REITs、公募 REITs 等，随着国资委对永续债的监管要求趋严，永续债使用受限；公募 REITs 权益认定可靠，但是对底层资产的要求极高，产品推进周期很长，应用也相对局限；对于央国企等特定群体，类 REITs 成为广泛运用的金融工具。从资产供给方的视角，私募 REITs 需要比公募 REITs 有更高的效率和更灵活的机制，需要比类 REITs 有更可靠的权益属性，产品才有内生供给的动力。因此本文认为，私募 REITs 的产品导向应当是一种较为标准

的权益金融工具。

2. 收益形式

金融产品的权益列报主要适用《企业会计准则第37号—金融工具列报》，区分金融负债和权益工具，重点在于判断企业是否存在无条件地避免交付现金或其他金融资产的合同义务。如今被广泛运用的类REITs产品，在权益属性认定的过程中一个较大的障碍是，由于证券端具有固定的票面利率，因此较难论证产品是否可以完全避免现金分配义务。以股票、公募REITs为代表的真权益具有一个共性特征，即产品收益与公司经营情况或底层资产收益挂钩，体现为浮动收益，多得多分、少得少分、不得不分。因此本文认为，私募REITs的收益形式也应当为浮动收益，不设置固定利率，比照公募REITs现金流分派要求，体现“应分尽分”的权益导向即可。

3. 产品方向

私募REITs，顾名思义，既有“私募”的属性，又有“REITs”的实质，本质上是私募股权投资与公募REITs之间的中间态品种。参考美国私募非上市不动产投资信托基金（Private Non-Listed REITs，PNLRs）的经验，国内对私募REITs的探索方向，更应当朝着“私募股权投资标准化”的方向努力，而不应简单地套用公募REITs的要求，形成“公募REITs私募化”的倾向。具体而言，在设定了核心监管原则、保证产品合法合规的前提下，应允许资产买卖双方结合自身资本运作和投资诉求更加灵活地安排交易机制，从而激发创新品种的生命力。当然，这样意味着对资产估值的合理性、商业交易的公平性、资产收益的稳定性、治理机制的有效性、退出渠道的畅通性等有着较高的要求，同时也给买卖双方在核心关注事项上的理解和谈判能力带来了较大程度的挑战。

（三）核心要点

1. 底层资产的匹配度

按照取得基础设施项目的资产性质的不同，我国公募REITs可划分为产权类REITs和经营权类REITs两大类别，两类REITs在资产性质、收益来源、项目存续期限等方面具有显著区别。产权类REITs穿透持有的是基础设施项目的所有权和经营权，包括基础设施对应的土地使用权及建筑物所有权；而经营权类REITs穿透持有的是基础设施项目一定期限内的经营权，不包括经营权对应的固定资产的所有权和资产所处位置的土地使用权。

产权类基础设施项目的收益来源既包括租金收入，还包括基础设施项目及土地使用权价值变动带来的增值收益，受市场供需环境变化影响，租金收入可能会在不同时期出现波动。经营权类基础设施项目的收益来源主要是基于特许经营而享有的收费权利，由于我国在基础设施和公用事业特许经营领域主要采用政府定价法，收费水平相对平稳和确定，因此经营权类基础设施项目具有预期收入的稳定性。

私募REITs是一个依托“资产信用”的权益投资产品，产品的收益表现与基础资产质量高度相关，因此私募REITs对底层资产的质量要求较高，现金流来源需要持续稳定。由于投资者寻求资产出售价格的合理划算和收益要求的稳定预期，同时需要防范市场及政策大幅波动、底层资产迭代跌价的风险，因此在一定程度上私募REITs与经营权类基础设施项目以及在可见的投资期限内具有稳定或增值预期的产权类基础设施项目更加契合。

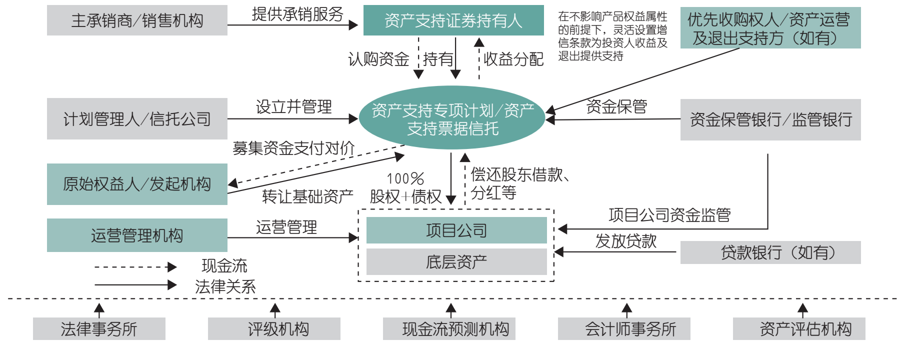

图 1　私募 REITs 产品交易结构

2. 交易结构

私募 REITs 常见的交易结构见图 1，相较类 REITs 简化了结构层次却并未降低设计难度。与此相反，私募 REITs 的产品设计将更加精细化、更需要在收益性和流动性（安全性）之间寻找恰到好处的平衡。原始权益人与投资者要在交易机制、控制权条款、增信条款、流动性安排等重大方面进行深入且反复的沟通、谈判和论证，这个复杂且耗时的过程将对投资者参与积极性造成直接的冲击。

高度定制化的投融资对接过程，虽然增加了发行的复杂度，却也为满足特定投资者的风险偏好与收益预期创造了可能，实现了投资策略的精准匹配。但是从有利于项目试点的角度出发，尽量简单的交易结构更容易吸引投资者的参与、降低投资机构内部中后台的审批和论证难度，提高项目推进的效率。私募 REITs 产品在探索初期不可避免地面临这种两难又矛盾的窘境。

3. 资产估值与公平交易

私募 REITs 的出现，为追求超越常规固定收益产品的收益率和寻求稳定回报与资本增值的长期投资者提供了新的选择。从投资的出发点上，只要资产价格合理、交易条件公平、具备相比当前主流投资品更好的性价比，投资者就有动力去尝试参与；从投资的持续性上，只有当资产历史表现、资产未来预期和交易条款设置能够熨平亏损风险甚至形成对要求收益的保障时，投资者的参与程度才会持续加深。

就资产估值而言，在估值逻辑合理的前提下允许适当放宽估值方法限制，允许收益法加市场法等不同估值方法相结合开展资产估值，考虑到投资者很难接受在偏股性的交易背景下进行价格偏高的买入交易，因此就同一项目或同一系列项目而言，应当对估值方法保留足够的约束，维持前后一致的估值模式，或者在同一发行方的不同产品之间让渡资产利润空间达到打包公平交易的效果。整体来看，私募 REITs 的估值定价体系应当与公募 REITs 保持合理可比和相对稳定，以真正体现私募 REITs 的产品价值。

就产品估值而言，私募 REITs 应致力于显著降低估值波动以吸引更多不同期限的市场化资金参与。在过去一年内，公募 REITs 经历了剧烈的市场波动风险①，由于

① 据统计，2022年REITs市场年化收益率为1.48%，最大回撤为-16.6%，年化波动率介于股债之间；2023年REITs市场年化收益率为-32.87%，最大回撤为-27.59%，表现不及股债，年化波动率介于股债之间，与股票更为接近，具体参见华泰证券固收研究《公募REITs的价格运行特征》。

公募REITs场内连续竞价交易的特征，使得其二级市场价格波动程度与REITs底层资产具有的稳定现金流表现形成了极大背离，进而广泛影响诸如银行理财、资管产品等对价格变动高度敏感的资金，甚至形成负向反馈进一步冲击REITs市场。私募REITs以资产支持证券为载体，可以基于资产评估机构的独立评估结果，采用可靠的第三方估值结果或自行建模形成证券层面的估值，努力保持在低于短债、与中长债持平的波动水平。与此同时，建议私募REITs估值变化趋势充分考虑公募REITs同类型资产的价格变化情况，避免产生趋势性背离；建议对私募REITs分红前后估值的大幅变动通过技术手段予以平滑处理，减少对投资产品的净值的影响。

4. 杠杆运用与限制

根据目前的监管要求，公募REITs的杠杆率不得超过28.57%，类REITs原则上不得设置杠杆，而私募REITs是可以考虑杠杆运用的。监管对REITs杠杆的限制主要基于其权益属性，但是金融工具在资本结构中“使用债”和金融工具“本身是债”是不同的两件事，尤其对于REITs产品而言，穿透来看是一种不动产投融资工具，理论上应该符合不动产市场经济活动的一般规律，保持适宜的杠杆率水平。从另一个方面，通常股权投资的要求回报率明显高于债权投资的要求回报率，因此在保障财务风险可控的前提下，私募REITs引入更具经济性的债务资本将会是一个改善综合加权平均资本成本（WACC）的合理选择。因此，考虑到私募REITs的权益特性，允许其合理使用外部杠杆，将有利于提升投资者的整体收益水平。

允许使用杠杆并不代表允许杠杆无序放大，在确定适合私募REITs的杠杆率上限时可考虑以下几个原则。一是保障引入杠杆后整体财务风险可控；二是引入杠杆后能够对潜在收益起到撬动作用；三是符合不动产信贷融资的市场普遍规律；四是参照股权类投资的杠杆比例限制。私募REITs的杠杆使用限制，可能并不适合一概而论，经过充分验证的市场定价惯例及相关政策规定，或可作为参考：一是国内商业银行经过长期信用风险评估判断后对经营性物业形成的五到六折的抵押率要求；二是按照资管新规要求的“分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例，权益类产品的分级比例不得超过1:1”。①

5. 治理机制与控制权制衡

目前，私募REITs管理人原则上可根据原始权益人和投资者的实际需求灵活设置运营管理及其他控制权特殊条款。从落地案例来看，私募REITs的治理结构通常采取架设资产支持证券持有人大会（类似股东大会）和管理委员会（类似董事会）的机制来行使决策职能。对于项目公司资产买卖、利润分配、对外借款、对外担保、发行债券等日常经营管理事项，私募REITs通过管理委员会审议进行决策，管

① 资管新规规定“私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见”，可见资管新规中杠杆比例的限制性规定对私募股权投资基金仅是参考适用，但在基金备案的实操中，基金业协会将资管新规的杠杆比例限制作为私募股权基金备案的结构化要求。综上，目前私募股权投资基金的杠杆比例限制原则上不超过1:1。

理委员会一般设置 5 票席位，其中原始权益人享有 2 票表决权、计划管理人享有 1 票表决权、投资者代表享有 2 票表决权。

所谓控制权的安全和有效，需要对不同决策事项设置差别化的决策机制，对于不会显著构成投资者利益损害的、产业经营常规决议事项，应适当给予原始权益人更大的裁量空间和执行效率；对于可能影响投资者风险水平或对资产现金流潜在构成重大影响的决议事项，应当对决策机制进行足够的约束，从而更好地平衡原始权益人、私募 REITs 管理人和投资者的权责利。以资产买卖为例，如何更加简洁高效，并赋予管理方更大权力开展合理定价下的资产购入与资产处置？如何评判“合理定价”“公平交易”的公允性？投资者如何切实约束不合理的交易？这是在实操中需要反复打磨、精雕细琢、充分博弈的。

6. 退出机制

如前所述，一项金融工具是否满足权益认定主要取决于原始权益人是否存在不可避免的支付义务，因此私募 REITs 退出机制的设计也是最有难度、最核心、定制化程度最高的。如果退出机制十分刚性，甚至需要原始权益人对投资人的本金产生明显的兜底效果，则极大可能无法通过权益认定；如果退出机制过于空虚，投资者本金亏损的风险就会过度暴露，不利于取得投资者认可。因此，建立一条形式上畅通的、明确的、具备实操可行性的退出路径成为两难中破局的关键点，建立二级市场活跃机制和流动性支持机制在畅通退出路径方面尤为必要。

尽管私募 REITs 的流动性不如公募 REITs 活跃，但是原有投资者通过二级市场交易退出，始终是退出路径的首要选择，这就需要吸引更多元的投资者群体、鼓励做市商积极做市、发布可供参考的交易估值等来提高二级市场的流动性。

此外，参考美国 PNLRs 的常见设置，允许产品设置有限额的开放退出机制，原始权益人等相关主体作为开放退出支持机构提供一定程度的流动性支持，进而满足投资者退出的需求。在具体形式上，可以是原始权益人优先收购①，可以是委托处置机制，可以是公募 REITs 接续退出等，至少要在形式上保证投资者拥有退出的能力。对于未来的条款设计者而言，对私募 REITs 最好的诠释可能是“允许存在亏损的可能，但务必要有确定性的退出能力”。

7. 私募 REITs 投资群体

私募 REITs 市场发展初期，保险资金一般被认为是最大的边际买家，主要原因在于保险资金是长期限资金的代表，能够进行 5~10 年甚至更长时间的投资，并且投资比例不受单笔上限约束，可以实现一次性投资控股股份。

诚然，保险资金是私募 REITs 的重要参与者、主要定价方，但可能未必是唯一参与者。相比于保险资金，银行理财资金的力量也不容小觑。截至 2024 年末，银行理财市场存续规模达到 29.95 万亿元②，拥有着深厚的资金体量。银行理财投资私募 REITs 实质上是穿透免税的，且私募 REITs 具有相对较高的收益率，私募 REITs 是银行理财可选择拓展的投资品种。

---

① 此处的优先收购是原始权益人的一项权利而非义务。

② 资料来源：中国银行业理财市场年度报告（2024年）。

而且，银行理财在把握好投资总量和产品线适配的前提下，是有能力参与长期限的私募 REITs 投资却不致引发严重的流动性风险问题。

在如今广谱利率下行的大背景下，固定收益属性占据主导地位的投资资金对高股息类资产的配置诉求也显著提升。以公募 REITs 市场投资者结构变迁为例，我国公募 REITs 定期报告披露的前十名持有人中，实际投资主体从最开始的 54 家增长到如今的 165 家，保险资金持仓总市值占比提升至 10% 左右，是上涨幅度最大的单一市场化投资群体。[①] 随着公募 REITs 市场的不断发展，资本市场投资者对另类资产的风险管理和定价识别能力会逐步深化，私募 REITs 可能会迎来更为有利的市场环境。

三、推动私募 REITs 发展的具体建议

基于产品定位和核心要点的思考，本文提出如下推动私募 REITs 发展的具体建议。

（一）建立健全的信息披露机制

鉴于私募 REITs 的“私募”属性，常规资产支持证券的信息披露要求或难以满足投资者的客观需求。为充分保障投资者的信息获得权，防范不动产经营利益冲突风险，建立适用于私募 REITs 投资的明确信披制度显得尤为重要。私募 REITs 的产品价值很大程度依赖于底层资产运营产生的现金流，这种特性要求必须建立以资产为核心、适当频率、高透明度的信息披露体系，并在保护投资者利益与兼顾原始权益人商业秘密和管理灵活性之间，找到适宜的平衡点。

1. 注册发行阶段基础资产信息的穿透式披露

在注册发行文件中，应当详细披露底层资产的完整法律权属证明、历史运营数据、周边市场环境分析报告等。聚焦不同行业资产特点和核心指标，设置细化的差异化披露口径，形成行业画像、基础资产在行业中的定位、基础资产面临的竞争风险，如租赁住房类关注出租率、租金单价水平、续租率、租户集中度等，能源发电类关注发电量、电价结构、纳入国补情况、国补回款进度等，仓储物流类关注坪效、租户行业分布、合同剩余期限等。此外，需要详细披露资产估值和现金流测算内容，要求资产持有方对资产定价合理性进行科学论证，管理人结合交易结构对资产定价的合理性进行确认，进而缓释投资市场风险识别及资产定价能力不足的问题。

2. 产品存续阶段运营动态的较高频披露

一是建议按照一定频率（如按季度或按半年度）披露固定格式的资产管理报告，提供对应基础资产类型的关键运营指标变动分析，特别是来自运营管理机构的专业解读，如经营效率下降须明确未来改善措施及效果预测，同时对波动性较强的指标实施按月披露，进一步提升底层资产运营情况的透明度与信息披露的使用价值。二是仿照公募 REITs 建立重大事件及时披露机制，例如发生租户集体退租、单一最大租户退租、政策重大不利变化、影响项目

① 参见公众号“财见REITs”的《谁在投REITs：上半年，基础设施公募REITs持有人结构有哪些新变化？》《谁在投REITs：保险类投资人如何配置基础设施公募REITs？》。

运营的自然灾害等重大事件时，面向市场及投资者开展信息披露与舆情回应，说明潜在影响及应对方案，提高信息披露的及时性和有效性。

3. 底层资产估值与产品净值的透明披露

在产品存续阶段聘请第三方评估机构对底层资产进行定期估值，建议聘请两家机构进行独立估值，原始权益人与管理人进行交叉对比，在定期报告中披露估值方法、关键假设、较前次估值变动原因、不同机构估值结果差异分析等；管理人定期披露资产支持证券份额的公允价值参考净值，并说明净值计算逻辑及主要调整因素；建立项目运营与估值变动的联动分析，当关键业绩指标下降较大或连续多个报告期间低于预期时，专项分析发生原因及对资产估值的影响程度，不定期出具估值报告（如需）。

（二）建立灵活的资产运营治理机制和有效的激励约束机制

私募 REITs 的长期表现高度依赖资产运营管理质量，从国外 REITs 管理模式的实践来看[①]，无论是内部管理还是外部管理模式，实质上的资产管理方往往还是原始权益人或其相关方。从逻辑上讲，原始权益人是对自身资产管理最为专业的主体，在治理机制中充分考虑和发挥原始权益人的运营管理能力，给予适当的管理地位和决策权力有助于提升 REITs 整体资产表现，同时围绕“风险共担、收益共享”原则设置激励约束机制，将运营管理机构的收益与投资者回报深度绑定。

1. 建立多层次资产运营治理架构和重大事项分类分级管理机制

在资产运营治理方面，建立重大事项分类分级管理机制，以管理人为中枢将产品上下游形成协作链条，自上而下设置“资产支持证券持有人大会 - 管理委员会 - 运营管理机构 - 项目公司”的多层次管理框架，保留投资者救济机制。**一是**对于需要全体持有人审议的特别重大事项（例如产品期限调整、修改资产管理合同重要内容、发生违约事件决定应对措施、处置资产及产品清算等），决策权保留在持有人大会。**二是**对于次重要事项或资产运营过程中的常规事项（例如一定金额以内的资产购入或出售、决定年度经营预算方案、聘请及更换评估机构及审计机构等），可授权管理委员会进行决策，投资者可通过委派代表等方式参加管理委员会，对其管理工作进行监督并参与决策，保障投资者基本治理权。**三是**对于项目资产运营层面的一般事项，交由运营管理机构及项目公司董事会进行处理，保证运营灵活度，充分发挥各方优势，实现私募 REITs 的主动高效治理。

2. 建立对运营管理机构合理有效的激励约束机制

在对运营管理机构合理授权的基础上，建立具体有效的激励约束机制，充分引导底层资产的运营管理机构提升运营管理的意愿和能力，不断优化运营管理服务，增加项目经营性收入，增厚投资者收益。**一是**设置浮动管理费机制，将基础管理费与超额奖励相结合，增加以提升投资者单位可供分配金额为目标的超额奖励比重，探索在合法合规的前提下将运营管理激励到个人的相关机制，以激发运营管理主体的能动性。**二是**明确风险防控与约束机制，设置管理费扣减条款，当关键经营指标发

① 国外私募REITs的发展情况与典型案例，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

生重大不利变化、项目发生重大运营事故、信息披露出现重大差错等事件发生时，扣减当期管理费并追回历史年度奖励。**三是**增加基础资产质量下降或运营管理机构主体资质下降后的惩罚措施，当特定情形发生时，管理人有权召开持有人大会更换运营管理机构、业绩对赌承诺人、进行附有拖售权的特别处分等。

（三）促进流动性建设为投资者退出提供保障

私募 REITs 产品突出资产信用，不设置主体刚性增信措施，促进流动性建设为投资者提供退出保障尤为重要，这一方面有赖于投资者生态的丰富，另一方面需要推动合理、有效、便捷的流动性支持机制建设，具体又可分为二级市场的转让机制和开放退出支持机制的建立健全。

1. 加强投资者队伍建设

推动保险、银行理财、证券公司、基金等不同类型的投资者更广泛地参与私募 REITs，加强投资者对于私募 REITs 产品的理解，优化投资者结构，引导投资风险在资本市场合理分散。值得关注的是，保险资金作为长期耐心资本的代表，在私募 REITs 的发展初期有望成为市场的主要参与者和定价方，但根据原银保监会的相关规定①，保险资金可投资的金融产品包括信贷资产支持证券、资产支持专项计划等，但未涵盖银行间资产支持票据，建议进一步丰富保险资金可投资的 REITs 产品范围。

2. 引入一家或多家机构担任资产支持证券的做市商，推动形成一二级市场互相促进的良性循环

做市商在产品存续期间提供合理的双边报价，降低交易成本，促进二级市场交易活跃程度；通过连续做市报价与交易，促进价格发现，帮助私募 REITs 产品形成相对准确的资产定价，为多元化投资者参与投资交易提供参考；并在市场大幅波动时引导做市商承接买卖盘，从而平滑市场波动对二级市场估值的影响。

3. 完善开放退出的支持机制

一是在开放退出期内设置再销售与过户安排，管理人应尽合理努力就已办理退出登记确认手续的资产支持证券份额寻找新的投资者，通过市场化交易撮合新投资者与拟退出投资者达成交易，实现原资产支持证券持有人的开放退出，在撮合交易中，拟出售证券的交易价格由申请退出的投资者与新投资者协商确定，管理人提供居间协调和询报价服务。**二是**允许产品设置有限额的开放退出机制，原始权益人等相关主体进行一定程度的流动性支持，帮助市场化退出失败的投资者按照届时公允的资产净值向开放退出支持机构进行出售，进而满足投资者退出的需求；在基础资产质量恶化、业绩对赌承诺人 / 运营管理机构主体资质未达标的情况下，适当设置有限回购、附有拖售权的特别处分等风险缓释措施。另外，还可设置优先收购安排、委托处置机制、公募 REITs 退出等多元化的退出路径。

（四）建立高效的持续扩募机制

根据国内外公募 REITs 的发展经验，扩募可使单个证券产品通过外延式扩张形成规模化优势；同时可使得已上市优质运营主体通过增发份额所募资金收购资产，

① 《中国银保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知》（银保监规〔2022〕7号）。

促进投资组合多元化，降低单一资产经营情况对产品收益的扰动，促进投融资良性循环；还有利于发挥管理人主动管理能力，优化资产配置收益，提升 REITs 市场整体规模。因此，建立标准化、高效的 REITs 扩募机制是 REITs 市场逐步健全和完善的标志之一，上述逻辑对私募 REITs 同样适用。

私募 REITs 应当灵活设置扩募机制，原始权益人、管理人等相关主体均有权在存续期内随时提出扩募要求，扩募方案经持有人大会审议通过后，报监管机构履行相应的审批 / 备案手续，随后完成扩募发行及合并上市。

在私募 REITs 扩募方案中，应当关注以下要点。一是扩募资产质量，应与首发资产相当，避免资产质量边际下沉引发的扩募发行不及预期、估值波动以及影响原持有人利益。二是持有人权益保护机制，应明确新旧持有人权利差异的处理方式，如收益分配顺序、优先认购权等，实现有效的利益平衡，通过持有人大会机制确保扩募事宜得到充分审议和披露，一般而言，存量资产支持证券的收益分配等发行条款和持有人大会等投资者保护条款原则上保持不变，管理人应当在扩募完成后确保新旧持有人按照募集说明书及交易文件的约定平等享有权利、履行义务。三是估值准确性与合理性，应建立科学的估值体系，重点关注扩募资产的估值，避免扩募资产与首发资产在估值上出现较大差异，影响产品整体表现。① N

学术编辑：韦燕春

Thoughts on Promoting the Development of the Private REITs Market

JIA Shunze　QUE Shasha　LIU Xiaotian　ZHANG Liqun　CUI Yikang

(Investment Banking Department, China Construction Bank)

Abstract This paper explores the developmental significance of private REITs within China's multi-tiered REITs market framework. As a key link connecting quasi-REITs with public REITs, private REITs play a vital role in revitalizing existing assets, broadening equity financing channels, and meeting differentiated investment demand. The study contends that private REITs should be positioned as relatively standardized equity instruments, and progressing towards the standardization of private equity investments. Key design considerations highlighted include asset suitability, valuation methodology, leverage application, governance mechanisms, and exit arrangements. To enhance the product's vitality and foster orderly market development, the paper makes several recommendations: establishing a penetrative and higher-frequency disclosure mechanism centered on underlying asset quality and operations; ensuring transparency in underlying asset valuations and product net values; designing a flexible and efficient asset operation governance structure paired with reasonable and effective incentive-constraint mechanisms; providing diversified exit guarantee channels for investors; and constructing an efficient mechanism for continuous expansion.

Keywords Private REITs, Real Estate Investment, Equity Instruments

JEL Classification G28　G12　G32

① 参考文献[1]~[8]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。