

盘活存量资产从“堰塞”到“活水”的制度跃迁与中国方案

许璐微 刘雯

摘要 本文比较了美国与日本在盘活存量资产方面的差异化路径。美国依托相对成熟资本市场，通过 REITs、资产证券化及私募基金等多层次工具，形成市场主导、效率优先的盘活模式，展现出较强的内生韧性；日本则在政策驱动下，依托 J-REITs 制度与央行直接购买机制，构建以安全稳定为导向的资产退出通道，但也面临外资依赖与政策脆弱性挑战。基于两国在市场监管、工具设计和资本结构等方面的对比，提出中国应构建“政策-市场”协同的动态机制，推动 REITs 立法与税收激励、发展适配不同资产类型的证券化工具、实施穿透式监管与危机干预并重、培育本土长期资本等建议，以实现存量资产转化与金融稳定之间的平衡。

关键词 盘活存量资产 资产证券化 REITs 金融创新

一、引言与文献述评

随着我国城镇化进程的深入推进和基础设施建设的持续完善，大量存量资产因运营效率低下或机制不健全而处于闲置或低效状态，亟须通过金融创新与制度优化激活其潜在价值。

近年来，国内外学者围绕盘活存量资产开展了多维度研究，主要集中在政策工具、金融创新、风险管控和国际经验等方面，REITs 作为盘活存量资产的重要工具受到广泛关注。Song & Hao (2022) 针对中国高速公路 REITs 融资风险开展混合方法研究，识别出 19 个关键风险因素，构建了多层次风险结构模型，为基础设施 REITs 风险防控提供了方法论支持。Aalbers et al. (2023) 通过分析美国和德国住宅 REITs 的所有权结构，发现指数交易

所交易基金 (ETF) 和养老金资本是主要投资者，揭示了“国家去风险化”如何通过六种维度为 REITs 投资提供隐性担保。

私募基金在盘活存量资产中的作用也得到深入研究。Arnold et al. (2019) 基于 467 只基金数据发现，基金规模、GDP 增长和利率变化等因素显著影响私募房地产基金回报，国际基金表现明显逊于本土基金。Devine et al. (2024) 进一步探讨了 ESG 披露与基金绩效的关系，发现全球房地产可持续性基准 (GRESB) 参与度和评分是基金回报的显著预测指标，且主要影响价格增值部分而非收入组成部分。Riddiough (2022) 表明养老金在私募房地产基金中占据了超 50% 的投资份额，是这类基金重要的投资者类别。

在中国语境下，学者重点关注盘活存

量资产的实施路径与挑战。王洋（2023）强调问题资产和问题机构是盘活重点，需加强不良资产行业建设，健全监管体系并拓展资产公司的业务范围。邵敏和刘芳（2024）分析了商业银行房地产金融业务转型路径，提出从“购”端向“租”端、从“增量”向“存量”拓展的多维度转型策略。李泽正和柳阳（2025）则聚焦 REITs 在商业不动产领域的应用，指出消费基础设施纳入 REITs 底层资产范围的意义，并提出通过 Pre-REITs 收购、价值提升和扩募注入构建资本运作平台的路径。

既有研究为理解盘活存量资产提供了重要基础，但仍存三方面局限：一是多聚焦单一国家或工具分析，缺乏系统性的跨国比较；二是对市场发展阶段与政策工具适配性的动态研究不足；三是本土化应用研究滞后，难以指导差异化的实践。本文通过构建包含发展阶段、金融工具创新、政策演进和投资者结构特征的四维分析框架，对美、日两国盘活存量资产的实践路径与制度环境进行系统比较，旨在为中国构建市场化、可持续的盘活存量资产机制提供实践参考。

二、发展阶段：内生演进与政策驱动的路径差异

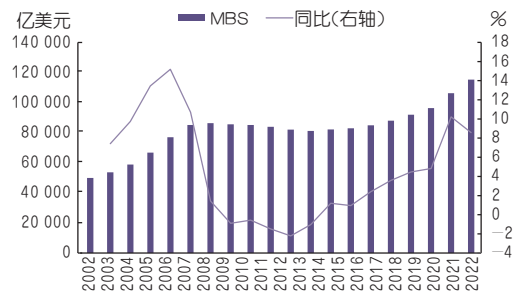
存量资产的盘活路径深刻植根于一国金融体系的结构特征与发展轨迹，由此形成了截然不同的演进。美国和日本作为全球存量资产证券化实践的两个代表性经济体，其发展历程呈现出“市场主导的内生演进”与“政策驱动的震荡转型”两种范式。这种差异不仅体现在各阶段的驱动力上，更塑造了市场应对冲击的韧性与创新方向的选择。

（一）美国：市场主导的内生演进与自我修正

美国的盘活存量资产路径具有市场主导特征，其演进可划分为四个由市场主体创新与市场机制自我修正所驱动的阶段。

①初期探索阶段（20世纪70年代），市场自发性创新成为核心动力。美国联邦抵押贷款协会（GNMA）于1970年发行首批抵押贷款转手证券后，私营机构在缺乏顶层设计的情况下，基于提升流动性和分散风险的需求，自主推动证券化工具向非住房领域拓展，为市场奠定了多元化资产基础。

②进入快速扩张期（20世纪90年代），在政府支持企业（GSEs）的推动下，住房抵押贷款支持证券（MBS）市场规模呈指数级增长。与此同时，权益型工具实现突破性发展：房地产投资信托（REITs）作为一种重要的投资载体，市场份额显著跃升；私募股权基金也开始深度介入商业地



资料来源：SIFMA 官网，<https://www.sifma.org/resources/archive/research/statistics/>，SIFMA Research 追踪美国抵押贷款支持证券的当前形势，包括发行、交易和未偿数据。官网还将 MBS 行业的发行和未偿付分为几个子类别，包括机构和非机构证券。交易量以代理和非代理 MBS 的交易数量和美元金额报告。数据可按每日（仅交易量）、月度、季度和年度统计数据下载，包括趋势分析。

图1 2002年以来美国MBS市场规模

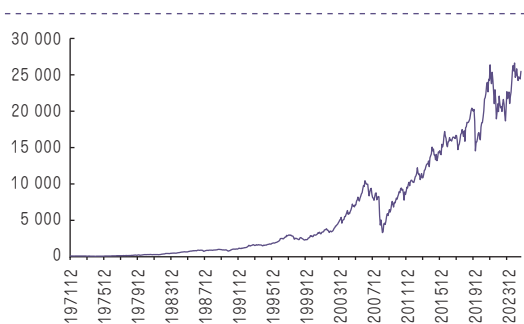
产领域，通过多样化的投资策略参与市场。这一阶段验证了市场深度与金融创新的正反馈效应。

③然而，市场自主演进的系统性缺陷在调整阶段（2008年国际金融危机后）彻底暴露。过度证券化导致风险层层隐匿，最终引发金融体系崩溃。危机后美国通过《多德-弗兰克法案》实施穿透式监管重构，建立风险自留机制、强化信息披露义务、改革信用评级体系。尽管严格监管短期内抑制了市场扩张，但显著提高了透明度。

④2010年后，美国市场进入恢复创新阶段，展现出自我修正能力。REITs市场在暴跌后快速反弹，并实现连续十年正收益。其韧性源于三重内生修复机制：底层资产结构向抗周期性强的新兴业态转型、经营模式优化与主动降低财务杠杆，以及利用UPREIT等税收激励制度持续吸引优质资产注入。同时，私募基础设施基金依托新经济领域的旺盛需求崛起，成为盘活存量资产的新增长极。

（二）日本：政策驱动的震荡转型与日本央行的托底

与美国路径形成鲜明对照的是日本政



资料来源：Nareit官网，该网站提供富时Nareit美国房地产指数系列指数的指数值和回报的月度 and 年度电子表格。

图2 美国REITs市场指数在应对危机冲击时表现出较好的韧性

策驱动型的震荡转型模式。在泡沫经济破裂后，日本政府通过立法奠基、危机干预与持续政策托底的三阶段组合拳，引导市场发展。

①立法奠基期（1998—2001），为化解金融机构不良债权，日本政府主动填补制度空白，颁布《特定目的公司法》（SPC法），扫清不动产证券化的法律障碍。在立法保障下，2001年首批两只J-REITs上市，标志着政策催生的REITs市场正式诞生。

②危机干预期（2008—2012），为应对全球金融危机对J-REITs市场造成的剧烈冲击与流动性危机，日本央行于2010年首次直接入市购买，扮演“最后买家”，其应急干预有效遏制了市场崩溃。

③自2013年起的结构性转型阶段，日本央行持续加码资产购买规模，购买标的要求严格限定于高评级、高流动性产品，形成显著的“央行信用背书”效应。在政策持续护航下，J-REITs市场实现了三重转型：底层资产加速向物流、医疗等新领域多元化；境外资本参与度显著深化；大型房企加速轻资产化转型。央行干预从危机应急手段转向长期制度安排，深度驱动市场结构演变。

三、金融工具创新：效率灵活与稳定安全的权衡

金融工具作为盘活存量资产的核心载体，其设计反映了市场与政策的博弈。美国和日本通过差异化的工具创新，形成了分别侧重“效率优先”与“安全至上”的两种范式，体现在REITs的业务边界、私募基金策略谱系及证券化产品结构复杂度等方面。

（一）REITs：灵活增值与稳定退出的

制度设计对比

美国 REITs 以灵活性和成长性为制度内核。在组织形式上，允许采用信托、公司或协会等多元架构，并赋予管理人参与房地产开发与并购的自主权。1992 年推出的伞形合伙房地产投资信托（UPREIT）结构（图 3）进一步支持资产持有人通过有限合伙企业置换物业实现资本利得税递延，持续激励私人资本将优质资产注入 REITs 平台。管理人可主动调整资产组合，通过业态重构挖掘增值潜力，如将老旧写字楼改造为联合办公空间。底层资产结构高度多元且契合产业升级趋势，2020 年新冠疫情之后，电子商务行业加速发展，为电子商务提供不动产服务的数据中心、仓储物流、手机信号塔等的 REITs 得到市场关注，将美国 REITs 市场推向新高。绩效表现上，权益型 REITs 在温和通胀周期年均回报达 14.5%，显著跑赢标普 500 指数，但高成长性伴随较高波动性，2008 年金融危机中指数暴跌 37.7% 即为明证（图 4）。

日本 J-REITs 则以稳定性和退出功能为定位，严格限制管理权限。其强制采用委托模式，禁止 REITs 直接参与房地产开发，资产运营权交由外部管理人执行，底层资产限定为办公、物流设施等成熟物业。收益分配要求 90% 以上可支配收入以股息形式支付，形成 3%~6% 的稳定分红收益率，较同期限国债利差长期维持在 300bps 左右，成为吸引风险厌恶型资本的关键。典型案例普洛斯（GLP J-REIT）依托专业化管理，十年内完成 10 次扩募累计融资 3 427 亿日元，将物流资产开发周期从传统模式的 15 年压缩至 5 年，成为存量资产证

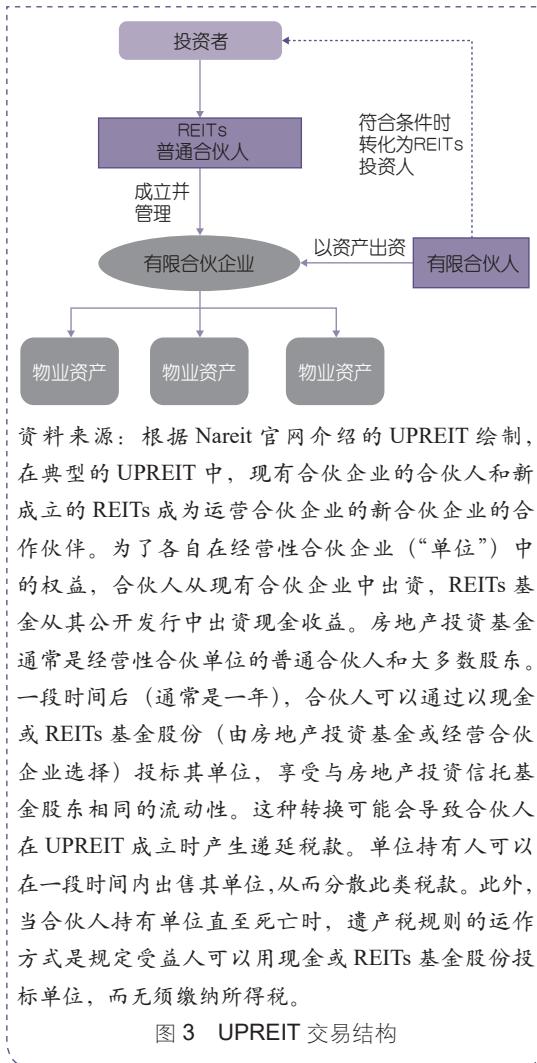


图 3 UPREIT 交易结构

券化退出的高效通道。然而其成长性明显受限，年均回报约 4%，显著低于美国水平^①。两国 REITs 的分野在于业务边界、风险属性与市场角色：美国鼓励全周期开发运营以驱动资产增值，日本仅聚焦存量运营并为房企提供退出渠道。

（二）私募基金：策略多元与功能窄化的谱系分化

美国私募基金形成了覆盖不同风险-收益特征的多元策略体系，深度参与资产价

① 数据来源：普洛斯公司官网<https://www.glpjreit.com/en/ir/highlight.html>。

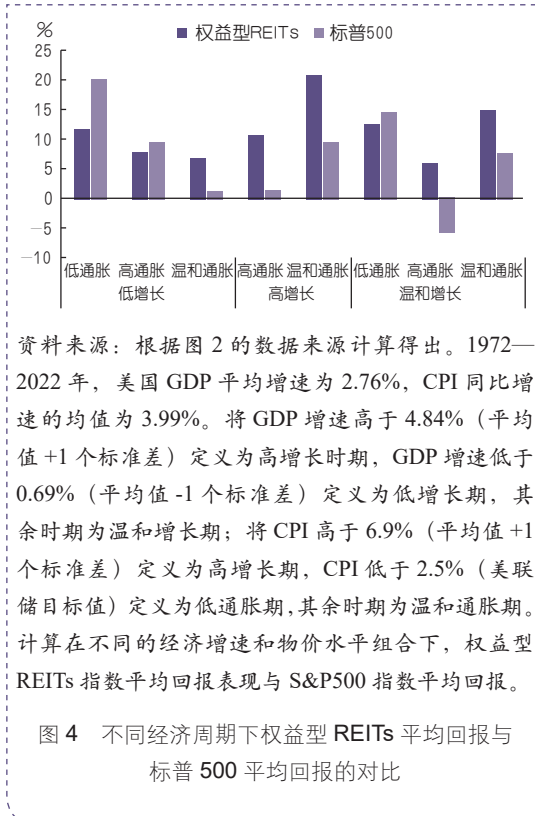


图4 不同经济周期下权益型 REITs 平均回报与标普 500 平均回报的对比

值重塑。其策略谱系包括：核心策略(Core)投资于成熟优质的稳定收益型资产；核心增益策略(Core+)在核心资产基础上寻求适度改善以提升收益；增值策略(Value-Add)通过收购、翻新或主动管理被低估资产实现增值；机会主义策略(Opportunistic)参与开发或不良资产项目，追求高回报。以主动管理的黑石集团为例，其通过增值策略收购老旧商业地产，经业态重构后注入REITs形成“收购-培育-退出”闭环。私募基础设施基金成为新增长点，2023年管理规模突破万亿美元，核心策略基金在高通胀期回报显著优于股票。

日本私募基金则受限于法律框架与保守风险偏好，功能聚焦基础收购与证券化载体。其依托《特定目的公司法案》，通过合同公司(GK)和特定目的公司(TMK)

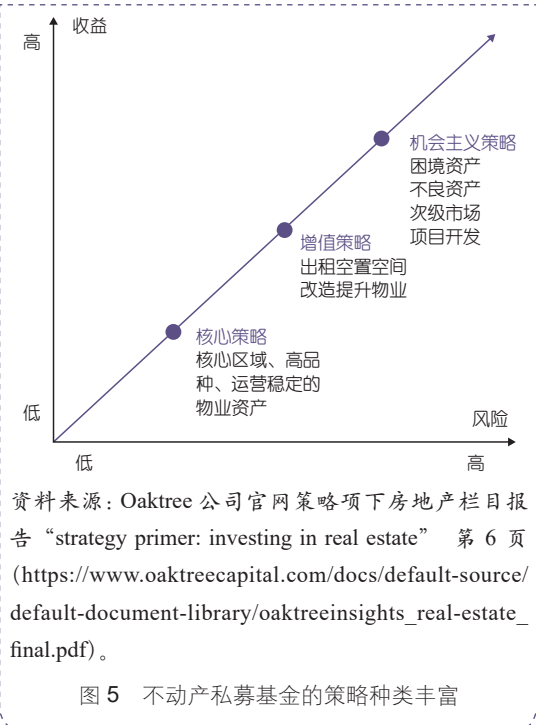


图5 不动产私募基金的策略种类丰富

架构实现资产证券化：TMK发行“特定社债”以底层资产租金为偿付来源，形成固定收益产品；法律要求资产池在发行前锁定且不可更换，管理人职责限于维持稳定运营而非增值。截至2023年，日本私募不动产基金净资产仅3万亿日元，不足J-REITs市场规模的四分之一，策略集中于低风险收购，缺乏跨周期操作能力，沦为存量资产“安全退出”的工具。美日差异的核心在于策略复杂度与功能延伸：美国四级风险谱系匹配全周期盘活资产需求，日本单一基础收购策略难以激活低效资产。

（三）证券化产品：复杂衍生与简约安全的结构博弈

美国证券化产品以规模扩张与结构异化为特征，通过多层衍生提升流动性。20世纪70年代，美国联邦抵押贷款协会发行转手证券后，底层资产从住房贷款拓展至信用卡应收账款、学生贷款等非住房领

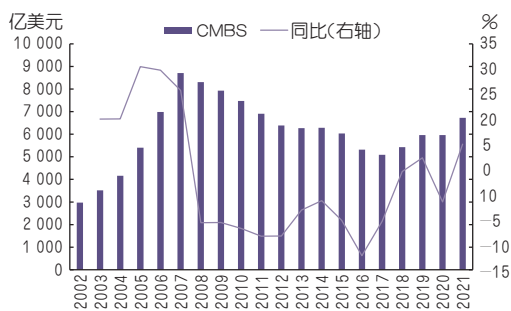
域；21 世纪初进一步衍生出担保债务凭证（CDO），次级贷款经多达 12 层包装伪装为投资级产品。然而过度复杂化埋下系统性风险隐患，2008 年次贷危机中 CMBS 违约率超 30%。危机后监管响应强调穿透披露与风险自留，强制发起机构持有 5% 以上次级份额，至 2023 年次级贷款占比已降至 10% 以下，CDO 规模萎缩 80%（图 6）。

日本证券化产品则坚守简约结构与风险隔离原则，受《资产流动化法》严格约束：产品以单层证券为主，禁止动态调整资产池；底层资产需在发行前锁定并公开披露，商业地产抵押证券（CMBS）占比不足 5%。这种设计虽显著限制市场活力——MBS 存量规模仅为美国的二十分之一，但有效地阻断了风险传导：2008 年全球金融危机期间违约率低于 1%。功能定位上，美国工具服务于收益深度挖掘，日本更侧重融资流动性补充。

金融工具创新的本质是风险偏好与制度目标的差异：美国以市场效率为先，通过灵活工具组合激发资产增值潜能；日本以金融稳定为纲，依托简约设计保障安全退出。两者在 REITs 权限设定、私募策略谱系、证券化产品复杂度等维度形成鲜明对照，为全球盘活存量资产提供了“效率-安全”的二元范式参考。

四、监管政策：规则制衡与直接干预的差异化路径

监管框架的设计与执行方式，直接决定了盘活存量资产市场的运行效率与系统稳定性。美国和日本在监管逻辑上形成鲜明分野：前者以规则为本，致力于构建市场化约束机制；后者则依赖前瞻性干预，以实现政策托底为目标。两者在监管哲学、



资料来源：SIFMA Research 追踪美国抵押贷款支持证券的当前形势，包括发行、交易和未偿数据。SIFMA 还将 MBS 行业的发行和未偿付分为几个子类别，包括机构和非机构证券。交易量以代理和非代理 MBS 的交易数量和美元金额报告。数据可按每日（仅交易量）、月度、季度和年度统计数据下载，包括趋势分析。

图 6 2002 年以来美国 CMBS 市场规模

风险分担机制、透明度要求及危机响应模式上均呈现出差异。

（一）监管哲学与核心工具：规则约束与直接干预

美国在次贷危机后确立了以《多德-弗兰克法案》为基石的监管体系，其核心是通过立法约束市场主体行为，体现了“规则制衡”的监管哲学。该法案创设了三大关键机制：**其一**，风险自留规则强制要求证券化产品发起机构持有不低于 5% 的信用风险自留份额，迫使金融机构与投资者实现风险共担，遏制“发起-分销”模式下的道德风险；**其二**，穿透式信息披露制度，要求全面公开底层资产质量数据（如借款人信用评级、贷款价值比等），使投资者能够独立评估风险，削弱对评级机构的过度依赖；**其三**，严格限制复杂衍生工具的滥用，明确禁止为规避监管而设计的多层证券化产品。这种规则导向的监管虽显著提升了市场透明度（危机后 MBS 市场次级贷款占比从 40% 降至 10% 以下），但代价

是合规成本激增——中小金融机构因合规投入过度而压缩盈利空间，市场创新活力在短期内受到抑制。

日本则构建了以央行主导的直接干预模式，其核心工具是 J-REITs 购买计划，体现了“政策兜底”的监管哲学。该机制设置了三重严格的准入标准：仅限 AA 级以上高评级产品、标的年交易额需超 200 亿日元、底层资产限定为成熟型物业（排除开发类高风险资产）。购买规模随市场压力动态调整：2010 年初初始额度为 500 亿日元，2014 年扩展至 900 亿日元，2021 年疫情期间紧急翻倍至 1 800 亿日元。这种定向流动性注入在危机中效果显著——2008 年全球金融危机时，日本央行购买使 TSE REIT 指数在暴跌 65% 后快速企稳；2020 年在新冠疫情冲击下，限额翻倍操作推动市场在 6 个月内恢复至疫前水平。

（二）风险分担机制：市场自律与公共承接

美国强调市场主体的自我担责：风险自留规则将发起机构与投资者利益捆绑，辅以严格的信息披露要求，培育了机构自主风险管理能力，形成“违规成本 > 风险收益”的约束。日本则依赖公共部门的风险承接：日本央行通过购买计划直接成为市场“最后买家”，政府与金融机构形成隐性担保联盟，导致尾部风险社会化。这种差异也体现在危机响应时效上：日本央行在 2008 年危机爆发后 2 年内即启动购买，而美国通过《多德-弗兰克法案》的立法程序则耗时 3 年。

（三）透明度要求：资产穿透与流程规范的侧重

美国监管聚焦于底层资产的穿透管理，强制要求披露证券化产品的基础资产

特征，使风险可追溯、可定价，投资者能够基于充分信息做出决策。日本监管更注重交易流程的规范化，J-REITs 被强制要求采用外部管理人、禁止参与开发业务，并通过公司型投资法人结构锁定运营模式。这种安排虽增强了操作规范性，却抑制了信息披露的深度——投资者难以获取资产主动管理策略细节，市场对底层风险变化的反应相对滞后。

（四）监管成本分摊：市场主体承担与公共财政买单

美国模式将成本转移至市场主体：金融机构承担合规支出（如数据系统改造、法律咨询费用等），但以此换取更高的市场自由度与创新空间。日本模式则由公共财政隐性买单，日本央行购买计划虽在短期内稳定了市场，但扭曲了资产定价机制，且在政策退出时易引发流动性断崖（如 2024 年日本央行停止购买后，未达标 J-REITs 融资成本骤增）。典型案例对比显示了这种制度成本差异：美国黑石集团通过增值策略改造老旧物业时，需额外投入资金满足风险自留要求；日本三菱不动产将丸之内资产注入 J-REITs 时，则依赖央行购买计划维持估值稳定。

（五）危机响应模式：立法重构与实时干预的时效权衡

在危机响应机制上，两国呈现出“事后立法”与“实时干预”的鲜明对比。美国倾向于通过事后的立法程序重构监管规则，虽进程缓慢但力求系统性和制度长效性；日本则依托官僚体系和中央银行的快速决策能力，在危机爆发后迅速实施直接购买等市场干预措施，虽响应及时但可能缺乏充分的公共讨论和制度制衡。

综上所述，美日监管范式映射出金融



稳定与市场效率之间的博弈。美国以规则制衡培育市场内生稳定性，代价是短期创新抑制；日本以前瞻干预换取快速风险控制，却导致长期政策依赖与市场扭曲。两者在风险隔离机制、危机响应效率及制度成本分摊上的实践，为全球存量资产监管提供了互补性范本与启示。

五、投资者结构：本土根基与海外依赖的资本生态

投资者结构是决定盘活存量资产市场稳定性与长期发展能力的核心要素。美国和日本在资本来源、风险偏好及投资行为上的根本差异，根源在于其制度环境对资本属性的塑造，进而形成了截然不同的市场生态与抗风险能力。

（一）资本来源与构成：本土长期主导与外资短期依赖

美国存量资产的证券化由本土长期机构投资者主导，其市场份额具有压倒性优势。数据显示，养老基金、保险公司及大学捐赠基金等长期资本占据 REITs 市场约 75% 的份额。其投资视野普遍跨越十年以上，形成了“持有-运营-增值”的良性循环。这些机构内部存在清晰的风险偏好分层：保守型养老基金偏好“核心策略”，投资于成熟稳定资产；追求适度收益的捐赠基金倾向“增值策略”，参与老旧物业改造；风险承受能力更强的私募基金则主导“机会主义策略”，挖掘不良资产重组机会。这种基于本土资本的精细化分层，确保了市场对各类资产的全面覆盖和深度定价。

日本市场则呈现高度依赖海外短期资本的特征。以普洛斯为例，其外资持股比例高达 76%，且以追求短期套利的对冲基金和跨境资管机构为主。相比之下，本土

大型养老金对 J-REITs 的配置比例不足 5%，远低于美国约 31% 的水平；个人投资者因风险厌恶，对 REITs 参与度低迷。巨大的本土资本缺口迫使日本市场依赖外资维持流动性，形成了独特的外部输血模式。

（二）资本属性与投资行为：长期持有与短期交易的制度成因

美国本土长期资本展现出显著的“抗周期韧性”，其行为模式由制度激励所塑造。例如，UPREIT 结构允许资产持有人递延缴纳资本利得税，显著降低了本土机构资产重组和长期持有的税务成本。2008 年金融危机期间，REITs 指数暴跌 37.7%，但养老基金等长期资本未恐慌性抛售，反而低位增持，推动市场三年内恢复至危机前水平。这种基于长期现金流折现的投资决策，使市场波动在一定程度上与经济周期脱钩。

日本外资主导的“交易型”资本则放大了市场波动，其行为高度敏感于政策套利空间和汇率波动。制度设计上，日本为非居民投资者提供股息免税政策，叠加 J-REITs 稳定分红收益率（3%~4%）与国债的显著利差（约 300bps），创造了稳定的套利环境。这导致外资行为高度短期化：2020 年疫情初期，仅对日本央行收紧量化宽松的预期就引发外资恐慌性撤离，导致 J-REITs 指数短期暴跌 27%。在日元贬值周期中（如 2013—2014 年贬值 15% 期间），外资通过汇率变动获取额外套利收益，增持幅度达 40%，进一步强化了短期交易行为，加剧了市场价格与汇率的联动风险。

（三）制度环境与资本结构的互动激励与稳定性影响

两国的制度环境锁定了其资本结构，并直接决定了市场的稳定性。美国通过风

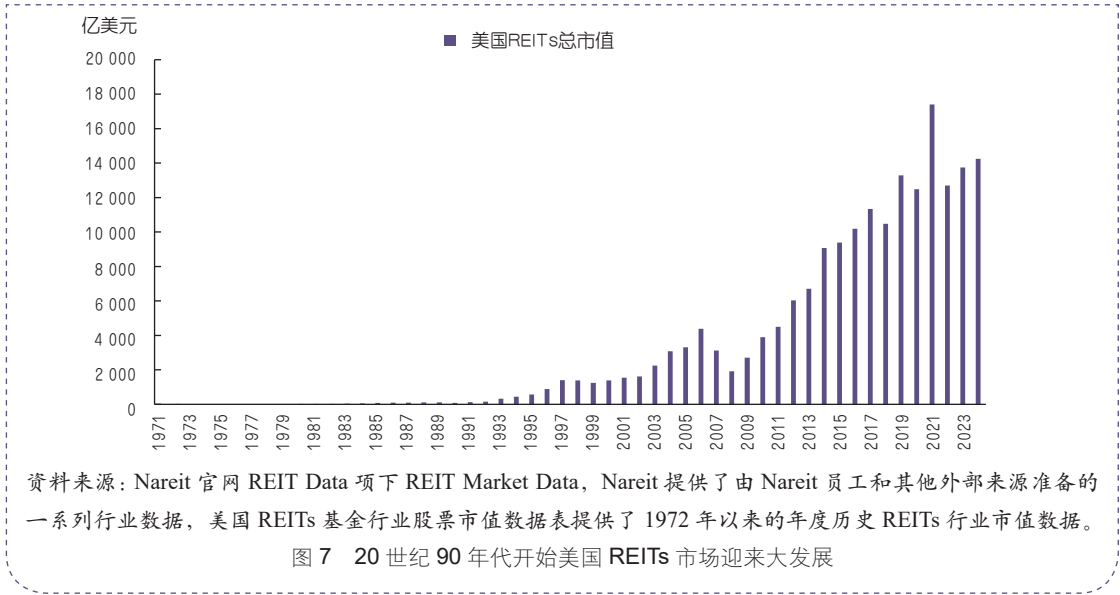


图 7 20 世纪 90 年代开始美国 REITs 市场迎来大发展

险自留规则等机制, 强制发起机构持有风险份额, 系统性地培育了本土机构的风险管理能力, 形成了“风险共担-能力提升-市场稳定”的正向循环。这种由本土长期资本主导的“持有型”模式赋予市场相应韧性。2009—2019 年 REITs 实现连续十年正收益; 2020 年疫情中, 物流、数据中心类 REITs 逆势增长, 本土资本的持续持有有效对冲了其他领域的下跌, 防止了市场崩盘。

日本则通过央行直接购买计划提供“政策安全垫”, 但这一定价干预扭曲了风险溢价, 弱化了市场自身的风险定价功能, 未能有效激励本土养老金等长期资本深度参与。其外资驱动的“交易型”模式导致了“政策脆弱性”, 市场深度绑定全球流动性和央行政策。2024 年日本央行退出购买计划后, 未达 AA 级标准的 J-REITs 流动性估计萎缩 30%, 外资撤离后缺乏本土资本承接, 暴露了过度依赖外部资本的致命短板。

六、盘活存量资产国际经验对中国的启示

美日两国的差异化路径为中国提供了两种模式的镜鉴。其启示在于, 盘活存量资产的成功绝非单一工具或政策的孤立应用, 而是制度环境、金融工具、监管框架与投资者结构协同适配的结果, 且需要与市场发展阶段动态匹配。因此, 中国方案的构建需避免对美日模式的简单嫁接, 而应立足国情, 设计一个分阶段演进、政策与市场力量动态平衡的系统性工程。

中国盘活存量资产的路径选择需遵循阶梯式推进原则。在市场发展初期, 可以强化政策引导, 借鉴日本“立法先行”的经验, 加快《不动产投资信托法》专项立法, 彻底破除资产证券化的法律障碍。同时, 设立政策性流动性支持工具, 为市场提供启动初期的信心支撑, 但必须严格限定干预边界, 如规定单只 REITs 购买份额上限 (如 5%), 并预设明确的退出机制, 以避免日本央行长期入市导致的定价扭曲。此阶段的税收激励应精准有力, 可借鉴美国



UPREIT 机制的核心理念，允许原始权益人以资产置换方式注入 REITs 平台时延迟缴纳资本利得税和土地增值税，并大幅降低保险、养老金等长期资本投资 REITs 的税负，从根本上降低存量资产重组的制度成本。

随着市场培育成熟，政策重心需从中期的“直接支持”转向“培育市场内生动力”。核心任务是扩展底层资产类型，将数据中心、物流仓储、5G 基站等具有稳定现金流和成长性的新基建纳入 REITs 资产池，以增强整体资产组合的抗周期性。同步强制引入做市商制度，显著提升二级市场流动性，防范日本市场因流动性不足而被迫依赖外资、放大波动的风险。此阶段的关键是实现风险分担机制的平稳转换，即逐步退出政策性流动性工具，转而强制要求发起机构自留一定比例的风险份额（如 5%~10%），完成从“政策兜底”向“市场共担”的过渡。

金融工具的创新设计必须与资产属性及盘活目标实现差异化匹配。对于产权清晰、现金流稳定的优质成熟资产，可推广“私募基金+REITs”的协同模式，鼓励私募基金通过增值策略对老旧物业进行业态重构与运营优化，培育成熟后通过 REITs 平台上市实现完整闭环退出。对于困境资产与老旧城区改造项目，则可借鉴日本 TMK 模式，采用“政府引导基金+SPV 证券化”架构，通过设立特定目的公司打包资产并发行分级证券，优先端吸引低风险偏好资金，次级端由专业机构持有，实现风险的有效分层与化解。对于规模庞大的基础设施与绿色资产，则应坚守简约透明的证券化原则，严控衍生层级，优先发展基础设施收益权 ABS 等标准化产品，并可

嵌入 GRESB 等国际绿色评级标准，通过“绿色通道”审批或利率优惠等激励措施，引导资本流向符合国家战略的领域。

监管体系的现代化重构是保障市场稳健运行的关键。需构建“穿透式监测与精准化干预”协同的监管框架。首要任务是建立技术驱动的监管基础设施，相关部门可设置资产证券化统一登记系统，实现底层资产全生命周期的可追溯与穿透式管理。监管规则需法定化与差异化，在《资产证券化条例》中明确风险自留要求，并根据资产类型与市场状况动态调整自留比例与锁定期，遏制“发起-分销”模式下的道德风险。在危机应对机制上，可创设“盘活资产流动性便利”，并设定量化的触发标准（如指数大幅下跌、信用利差急剧走阔时），仅向高信用等级产品提供惩罚性利率的短期流动性支持，确保干预的临时性与精准性，避免长期市场扭曲和道德风险。

最终，市场的长期稳定发展取决于投资者结构的优化。一方面，要通过资产配置与监管激励相结合的方式，夯实本土“压舱石”，可将基础设施 REITs 纳入全国社保基金、企业年金的法定配置范围，并优化保险资金“偿二代”规则，对投资高等级基础设施 REITs 给予风险资本折扣，从而释放庞大的本土配置需求。另一方面，在吸引外资上需实施精准开放，推行“负面清单+鼓励清单”管理模式，在明确禁止外资进入国家安全领域的同时，鼓励其通过“沪港通”等渠道优先参与物流、数据中心等短板领域，并对投资绿色 REITs 的合规外资提供税收优惠，系统性提升中国市场对境外长期资本的吸引力。^[N]

学术编辑：卢超群

参考文献

- [1] 李泽正,柳阳.REITs构建商业不动产发展新模式研究[J].清华金融评论,2025(2):30-32.
- [2] 邵敏,刘芳.商业银行房地产金融业务转型[J].中国金融,2024(9):22-24.
- [3] 王洋.盘活存量资产需加强行业建设[J].中国金融,2023(14): 59-60.
- [4] Aalbers M B, Taylor Z J, Klinge T J, et al. In real estate investment we trust: State de-risking and the ownership of listed US and German residential real estate investment trusts[J]. *Economic Geography*,2023,99(3):312-335.
- [5] Arnold T R, Ling D C, Naranjo A.Private equity real estate funds: returns, risk exposures, and persistence [J]. *The Journal of Portfolio Management*,2019,45(7):24-42.
- [6] Cukierman A.A retrospective on the subprime crisis and its aftermath ten years after Lehman's collapse[J]. *Economic Systems*, 2019, 43(3-4): 100713.
- [7] Devine A, Sanderford A, Wang C.Sustainability and private equity real estate returns[J]. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2024, 68(2): 161-187.
- [8] Kleymenova A, Zhang L.The impact of banking regulation on voluntary disclosures: evidence from the Dodd-Frank act[J]. *Chicago Booth Research Paper*, 2019 (19-08).
- [9] McLaughlin P A, Sherouse O, Febrizio M, et al. Is dodd-frank the biggest law ever?[J]. *Journal of Financial Regulation*, 2021, 7(1): 149-174.
- [10] Song Y, Hao S. Research on financing risk factors of expressway REITs in China with a hybrid approach [J]. *Systems*, 2022, 10(2): 38.
- [11] Riddiough T J. Pension funds and private equity real estate: history, performance, pathologies, risks[M]. *Handbook of real estate and macroeconomics*. Edward Elgar Publishing, 2022: 371-412.

China's Approach to Revitalizing Existing Assets: Another Great Leap?

XU Luwei LIU Wen

(Market Research Team, China Construction Bank Research Institute)

Abstract This paper compares the divergent approaches of the United States and Japan in revitalizing existing assets. The United States leverages its relatively mature capital markets, employing multi-tiered tools such as REITs, asset securitization, and private equity funds to establish a market-driven, efficiency-first revitalization model that demonstrates strong endogenous resilience. Japan, driven by robust policy measures, relies on its J-REITs system and central bank direct purchase mechanisms to construct an asset exit channel prioritizing safety and stability. Nonetheless, it faces challenges of foreign capital dependency and policy fragility. Based on in-depth comparisons between the two countries in market regulation, tool design, capital structure, and institutional culture, this paper proposes that China should establish a dynamic "policy-market" coordination mechanism. Specific recommendations include advancing REITs legislation and tax incentives, cultivating long-term domestic capital, developing securitization tools tailored to different asset classes, and implementing both look-through regulation and crisis intervention. These measures aim to achieve a balance between the efficient conversion of existing assets and financial stability.

Keywords Revitalization of Existing Assets, Asset Securitization, REITs, Financial Innovation

JEL Classification G18 G23 R52