

房地产开发融资方式改革，房地产基金或将迎来新的发展机遇

➤ 房地产基金监管政策：不动产私募基金投资范围放宽至存量商品住宅

2016年-2022年，私募基金投向房地产领域受到严格限制。2017年，为加强房地产市场调控，防范过热风险，中基协发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，限制16个热点城市普通住宅地产项目的债权投资，限制所有地产项目的债权融资用于缴纳土地款、补充流动资金或者支付首付贷。自2018年资管新规发布以来，私募资管业务持续规范化整改，通道业务快速缩减。

2023年，不动产私募资金开始试点。2022年11月，证监会支持房企股权融资的“第三支箭”，提出积极发挥私募股权投资基金作用，随后，证监会在2023年2月启动了不动产私募投资基金试点工作，中基协配套发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，私募投资基金通往房地产行业的道路被打通，且首次被正名。此次政策目的为进一步发挥私募基金多元化资产配置、专业投资运作优势，满足不动产领域合理融资需求，以促进房地产回归稳定发展。同期，部分私募股权投资机构取得不动产私募投资基金管理人的试点资格，包括鼎晖投资、深创投不动产基金、高和资本、中联前源不动产基金、鼎信长城投资集团、建信(北京)投资基金管理有限责任公司。

总体来看，监管部门鼓励私募基金大力发展股权投资，对债权和收益权投资监管依据房地产市场环境略有收放，在一定程度上肯定了债权和收益权的积极作用，私募基金可以做两类投资，但必须要有度，而且不能偏离私募基金本质。

表：房地产基金重要监管政策摘要

施行日期	监管政策名称	发布方	核心内容
2016年2月	《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》	中基协	明确要求私募管理人登记需出具法律意见书，私募管理人登记难度加大
2016年12月	《基金管理公司子公司管理规定》、《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》	证监会	确定了基金子公司以净资本为核心的风控体系，对现有业务分类处理，过渡期由12个月最长延长至18个月。基金子公司专户“万能通道”落幕
2017年2月	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》	中基协	证券期货经营机构设立私募资产管理计划，投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，暂不予备案；私募资产管理计划不得通过银行委托贷款、信托计划、受让资产收（受）益权等方式向房地产开发企业[4]提供融资，用于支付土地出让价款或补充流动资金；不得直接或间接为各类机构发放首付贷等违法违规行为提供便利
2017年12月	中基协洪磊会长在第四届私募投资基金峰会讲话	中基协	“一些机构充当信贷资金通道，通过单一资产对接或结构化设计等方式发行“名股实债”、“明基实贷”产品，变相保底保收益”。“基金与信贷是两类不同性质的金融服务活动。从基金的本质出发，任何基金产品都不能对投资者保底保收益，不能搞名股实债或明基实贷”。明股实债等产品备案从监管上再次被限制。
2022年11月	支持房企股权融资的“第三支箭”	证监会	进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极

			发挥私募股权投资基金作用
2023年2月	证监会启动了不动产私募投资基金试点工作	证监会	在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策
2023年2月	《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》	中基协	明确不动产投资范围、管理人试点要求、向合格投资者募集、适度放宽股债比及扩募限制、加强事中事后监测等

数据来源：中指研究院整理

2023年不动产私募投资基金的差异化监管主要体现在以下几点：（1）大幅提升准入门槛。不动产试点指引明确遵循试点先行、稳妥推进原则，对申请参与试点的管理人、投资者等提出了更高的要求，以体现头部管理人示范效应、引入长期资金及防范投资者涉众风险。（2）适度放松投资运作等政策。不动产试点指引对不动产私募投资基金实施差异化政策，适度放宽投资范围、股债比限制、分级杠杆比例限制、扩募限制等，以提升不动产私募投资基金运作灵活性、满足不动产领域合理融资需求。（3）加强各阶段风险防控。除对申请参与试点的管理人、投资者等提出了更高的要求外，不动产试点指引还设置了更高标准的基金首轮实缴资金规模要求，要求进一步规范关联交易且不得投资自融项目，并强调特殊风险揭示、强制托管、按季度信息披露等，以规范不动产私募投资基金投资产品运作，控制不动产私募投资基金各阶段风险。

表：不动产私募投资基金、房地产基金政策对比

具体事项	不动产私募投资基金	房地产基金
管理人	实缴资本不低于2000万元； 主要出资人及实际控制人不得为房地产开发企业及其关联方； 具有不动产投资管理经验，在管不动产投资管理规模不低于50亿元或历史规模不低于100亿元； 具有3个以上的不动产私募投资项目成功推出经验； 最近3年未发生重大违法违规行为的私募股权投资基金管理人	实缴资本不低于1000万元； 最近5年内从事过包括房地产开发在内的冲突业务的，不得担任私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人
投资者	更高的合格投资者要求，应当以机构投资者为主，除管理人及其从业人员以外的投资者首轮实缴出资不低于1000万元，自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%；	合格投资者投资于单只私募基金的金额不低于100万元
基金首轮实缴募集资金规模	首轮实缴募集资金规模不得低于3000万元	初始实缴募集资金规模不低于1000万元，并且对于投向单一标的的，要求不低于2000万元
强制托管	要求由取得基金托管资格的机构托管	可选择是否托管，但通过公司、合伙企业等特殊目的载体间接投资底层资产的，必须由取得基金托管资格的托管人托管
股债比限制	有自然人投资者的，不动产私募投资基金须持有被投资企业75%以上股权，股债比允许达到1:2；全部为机构投资者的，持有被投资企业51%以上股权且被投资企业提供担保，可实现资产控制和隔离，可以由基金合同约定	以股东形式提供的股东借款不能超过20%
投资范围	特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业营业用房、基础设施项目等，存量商品住宅指已取得五证的普通住宅、公寓等	保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务； 以债权投资方式投资于16个房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的私募投资基金，暂不予备案； 私募投资基金不得通过银行委托贷款、信托计划、受让资产收（受）益权等方式向房地产开发企业提供融资，用于支付土地出让价款或补充流动资金
分级杠杆比例限制	管理人可以结合实际业务情况，对不动产私募投资基金设置合理杠杆比例，但不得利用分级安排变相	分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%

	保本保收益。 不动产私募投资基金总资产不得超过净资产的200%	
扩募条件	不动产私募投资基金在投资期内经全体投资者一致同意或履行决策程序的，即可扩募，向满足《备案指引》适格投资者开放	增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的2倍；符合下列要求的在备案完成后可以扩募：基金的组织形式为公司型或合伙型；基金由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管；基金进行组合投资，投资于单一标的的资金不超过基金最终认缴出资总额的50%，经全体投资者认可的决策机制决策通过

数据来源：中指研究院整理

➤ 公募 REITs：保租房、仓储物流、产业园区、消费基础设施、养老设施均已纳入公募 REITs 试点

当前，保租房、仓储物流、产业园区、消费基础设施、养老设施等均已纳入公募 REITs 试点。2020 年，发改委、证监会联合发文，提出积极支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展 REITs 试点，首批试点行业包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房 8 大行业。2023 年 3 月，发改委、证监会先后发文，均提出研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs，商业不动产（消费基础设施）正式纳入基础设施类公募 REITs 的试点范围。10 月，《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》将消费基础设施纳入试点资产类型。2024 年 7 月，《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》增加了养老设施等资产类型

新“国九条”为 REITs 市场提供了政策支持和发展方向，预示着我国 REITs 市场将迎来新的发展机遇。2024 年 4 月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（“国九条”），其中提出，推动债券和不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展；研究制定不动产投资信托基金管理条例；落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策。

表：公募 REITs 重要监管政策摘要

施行日期	监管政策名称	发布方	核心内容
2020 年 4 月	《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》	证监会、发改委	积极支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展 REITs 试点
2020 年 8 月	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	证监会	基础设施基金属上市交易的封闭式公募基金，应具备以下条件：80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券，通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利；基金管理人主动运营管理基础设施项目以获取稳定现金流，并将 90%以上合并后基金年度可供分配金额按要求分配给投资者

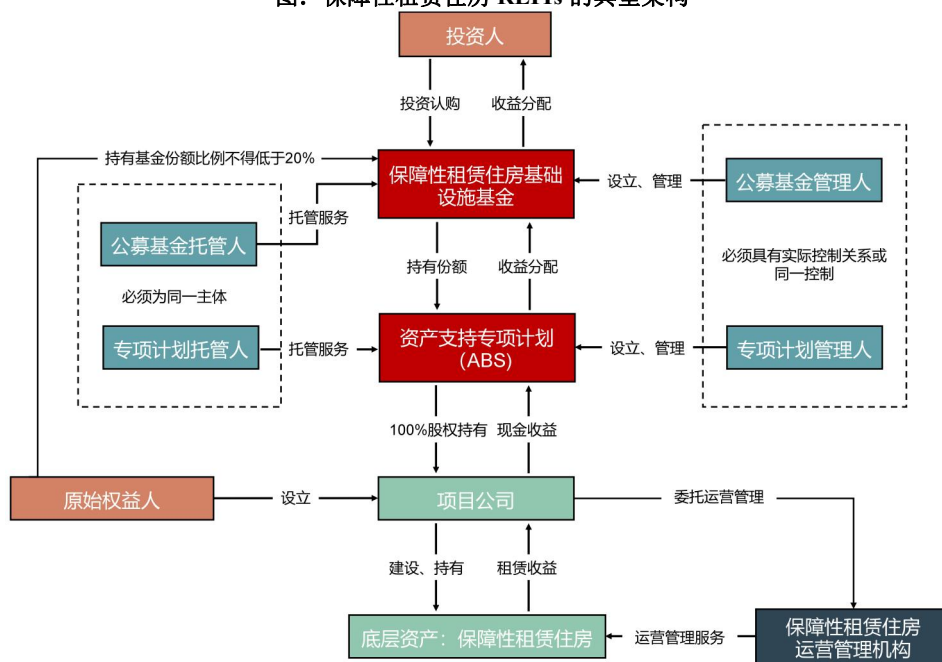
2020年8月	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	发改委	基础设施REITs试点行业范围主要包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房8大行业，以及探索在具有供水、发电等功能的水利设施，自然文化遗产、国家AAAAA级旅游景区等具有较好收益的旅游基础设施开展试点
2022年1月	《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》	财政部、税务总局	REITs的税收优惠含资产重组和发行设立阶段减免和递延企业所得税
2023年3月	关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知	发改委	研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs
2023年10月	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	中基协	将消费基础设施纳入试点资产类型
2024年4月	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	国务院	推动债券和不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展；研究制定不动产投资信托基金管理条例；落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策
2024年7月	《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》	发改委	增加了养老设施等资产类型；不再对申报项目设置统一的收益率下限要求，而是改为对EBITDA(或经营性净现金流)的要求

数据来源：中指研究院整理

2021年5月，普洛斯仓储物流类REITs，苏州工业园区产业园类REITs获批，2022年7月，深圳人才安居、厦门安居保租房REITs获批，2023年11月-12月，金茂、华润、印力、物美、首创钜大、百联等公司消费基础设施REITs获批，发行工作稳步推进，为物流地产、产业园资产、保租房、商办资产提供了宝贵的退出渠道。

根据国家发改委公布的《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报要求》《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》《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》要求，基础设施项目应成熟稳定，满足以下条件：（1）权属清晰、资产范围明确；（2）土地使用依法依规；（3）底层资产完整；（4）运营收益良好；（5）资产规模符合要求，首次发行基础设施REITs的项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于10亿元（租赁住房项目和养老设施项目不低于8亿元）；（6）发起人（原始权益人）等参与方符合要求。其中对于项目运营收益良好的要求有以下几项原则：（1）项目运营时间原则上不低于3年；（2）项目近3年内总体保持盈利或经营性现金流为正；（3）项目收益持续稳定且来源合理分散；（4）最近3个会计年度的平均息税折旧摊销前利润（或经营性净现金流），不低于未来3个会计年度平均预计息税折旧摊销前利润（或经营性净现金流）的70%。

图：保障性租赁住房 REITs 的典型架构



资料来源：中指研究院综合整理

➤ 随着房地产开发融资方式和商品房预售制度改革、行业专业化程度加深，房地产基金或将迎来新的发展机遇

若商品房预售制度改革成功，专业地产金融机构迎来新的发展空间。《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》提出改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。当前我国房地产金融制度包括房地产开发贷款制度、商品住宅预售制度、住房公积金制度、住房抵押贷款按揭制度等方面，房地产金融制度的产生和发展极大地促进了房地产市场的发展，但也要看到，在过去几轮房地产市场周期中，房地产金融政策的调整也带来了一定的负面影响，政策的频繁变化导致市场和预期波动幅度偏大，住房公积金制度的效能未能充分发挥（如未能和商业性贷款形成互补），部分绕开监管的消费贷流入房地产市场等。因此加快构建现代化的住房金融制度，由预售制向现售制改革或将提上日程，房地产开发依赖开发贷和其他间接融资或将向依靠直接融资转变，行业对专业资金供给方依赖程度将上升，专业地产金融机构迎来新的发展空间，行业专业化程度或将进一步加深。

随着行业专业化程度加深，企业细分赛道格局或将呈现以下特点：（1）少数头部企业能够发展成为横跨多个领域的综合开发企业，这种企业锤炼综合运营优势，可以向着产业链横向和纵向延伸。（2）多数企业需专注于个别优势领域，区域中小型房企或将专注开发业务，中型房地产企业则可发挥职业团队优势，延伸轻资产业务。（3）细分领域专业企业增多，当前经纪、策划代理、物业服务等细分领域均先后涌现出一批优秀企业，未来代建服务、商管服务、房地产信托基金、产业地产运营、长租公寓运营也将诞生一批领先企业。