

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

Runwaysys

2023年02月27日 星期一

政策观察

Policy to observe

主办：兰瑞智库经济战略研究中心

网址：<http://www.runwaysys.com>

全国客服热线：4001182162

E-mail：runwaysys@163.com

欢迎关注

兰瑞智库

官方微信平台

(RUNWAYSYS888)



目 录

【资管新规：商业银行资管的系统性重构】	2
一、前言	
二、响应巴塞尔Ⅲ最终版	
三、《征求意见稿》要点解读	
【不动产私募基金落地，盘活房地产市场存量】	13
一、前言	
二、政策目的和背景	
三、政策要点解读	
【住房租赁金融“17条”：改善房地产行业现金流】	24
一、房地产重磅“17条”发布	
二、住房租赁金融配套陆续跟进	
三、政策解读	
四、对于地产行业和企业影响	

【资管新规：商业银行资管的系统性重构】

摘要：

1、2月18日，银保监会、人民银行发布《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），向社会公开征求意见。《征求意见稿》由正文和25个附件组成，共计40万字，体系庞大，新资本办法算是对商业银行资本管理的一次系统性重构。

2、响应巴塞尔III最终版：我国在2009年加入了巴塞尔委员会成为成员国，在2010年11月《巴塞尔协议III》定稿发布，并建议各成员国从2013年开始正式实行后，我国银保监会参照《巴塞尔协议II》和《巴塞尔协议III》，根据中国国情进行适当调整，于2011年2月开始起草，8月发布了征求意见稿，在2012年6月定稿发布了《商业银行资本管理办法（试行）》，2013年1月起正式实施。在巴三最终版修订后，2022年7月，银保监会官网公布了2022年规章立法工作计划，其中第四条为修订《商业银行资本管理办法（试行）》，并于2023年2月18日发布了《征求意见稿》。

3、《征求意见稿》要点解读：新增主体档位划分，构建差异化监管体系；重构第一支柱下风险加权资产计量规则，提升计量敏感性。《征求意见稿》对银行风险资本管理更加细化，新增房地产等重点领域风险分类。下调地方债、对公、信用卡风险权重，上调银行同业债权风险权重。总体上体现了支持服务实体经济、规范同业的监管导向；第二支柱监管规则变化对商业银行全面风险管理能力提出

更高要求；全面提升第三支柱信息披露标准和内容。

关键词： 巴塞尔协议Ⅲ，商业银行，资本管理，差异化监管，风险加权资产，计量规则，风险管理，信息披露

目录

- 一、前言
- 二、响应巴塞尔Ⅲ最终版
- 三、《征求意见稿》要点解读

正文

一、前言

2月18日，银保监会、人民银行发布《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），向社会公开征求意见。《征求意见稿》由正文和25个附件组成，共计40万字，体系庞大，新资本办法算是对商业银行资本管理的一次系统性重构。修订后的《商业银行资本管理办法（试行）》拟定于2024年1月1日起正式实施。

2012年，原银监会发布《商业银行资本管理办法（试行）》（以下简称《资本办法》），实施十年来，在商业银行提升风险管理水平、优化服务实体经济质效

等方面发挥了重要作用，也为我国金融进一步对外开放创造了有利条件。

“近年来，随着经济金融形势和商业银行业务模式的变化，《资本办法》实施过程中遇到一些新问题，有必要依据新情况进行调整。”银保监会、人民银行有关部门负责人表示，与此同时，巴塞尔委员会（BCBS）深入推进后危机时期监管改革，先后发布了一系列审慎监管要求，作为全球资本监管最低标准，并将在未来逐一开展“监管一致性”（RCAP）评估，确保各成员实施的及时性、全面性、一致性。

银保监会立足于我国银行业实际情况，结合国际监管改革最新成果，对《资本办法》进行修订，有利于促进银行持续提升风险计量精细化程度，引导银行更好服务实体经济。

本次修订的主要内容是围绕构建差异化资本监管体系，修订重构第一支柱下风险加权资产计量规则、完善调整第二支柱监督检查规定、全面提升第三支柱信息披露标准和内容。

二、响应巴塞尔Ⅲ最终版

《巴塞尔协议》是一个针对全球范围的银行系统制定的银行资本和风险监管标准，并在长久的时间中不断完善和更新，已经历了三个版本的更迭。《巴塞尔协议》由巴塞尔银行监理委员会成员制定，已经成为国际公认的一套银行资本和风险监管标准，主要目的是为了维持资本市场稳定、减少国际银行间的不公平竞争、降低银行系统信用风险和市场风险。1988年7月，为了应对在金融创新和金

融国际化程度不断加深下而逐步累积的银行系统风险，国际清算银行首次提出《关于统一国际银行资本衡量和资本标准的协议》（《巴塞尔协议 I》），对银行的资本充足率等提出要求，并被来自十国集团等中央银行的委员会成员采纳。

2004 年 6 月，《新巴塞尔协议》（《巴塞尔协议 II》）颁布，于 2006 年 12 月开始实施，引入了三大支柱体系——最低资本要求、监督审查和市场约束，推进全面风险管理理念，风险管理框架基本成型。

2008 年金融危机爆发后，在 2010 年 9 月，巴塞尔委员会通过了《更具稳健性的银行和银行体系的全球监管框架》和《流动性风险计量、标准与监测的国际框架》，《巴塞尔协议 III》初始版正式出台，在资本充足率、杠杆率、信息披露等方面进行了补充和完善，建立了微观与宏观审慎监管并行的多层次监管体系。至此，《巴塞尔协议》已经经历了三个版本的更迭。

由于《巴塞尔协议 III》是金融危机后出台的紧急应对文件，因此在风险资产计量、监管范围等方面存在一定的不足，也产生了一些争议，因此巴塞尔委员会对《巴塞尔协议 III》进行了进一步的修正的完善。2017 年 12 月，巴塞尔委员会发布修订后的《巴塞尔协议 III：后危机时代监管改革最终版》（后文简称“巴 III 最终版”），重点对第一支柱中三大风险加权资产的计量规则进行了完善和更新，并计划 2022 年 1 月 1 日开始在全球主要金融机构实行。但后由于 2020 年全球突发新冠疫情，考虑到疫情对于全球银行业的重大打击，2020 年 3 月巴塞尔委员会宣布将巴 III 最终版的实施日期推迟至 2023 年 1 月 1 日。

需要注意的是，巴 III 最终版并无法律效力，我国银行业此前是遵循《商业银行资本管理（试行）》来进行展业的，预计 2024 年后将根据《征求意见稿》修订

后的正式稿来展业。我国在 2009 年加入了巴塞尔委员会成为成员国，在 2010 年 11 月《巴塞尔协议 III》定稿发布，并建议各成员国从 2013 年开始正式实行后，我国银保监会参照《巴塞尔协议 II》和《巴塞尔协议 III》，根据中国国情进行适当调整，于 2011 年 2 月开始起草，8 月发布了征求意见稿，在 2012 年 6 月定稿发布了《商业银行资本管理办法（试行）》，2013 年 1 月起正式实施。在巴三最终版修订后，2022 年 7 月，银保监会官网公布了 2022 年规章立法工作计划，其中第四条为修订《商业银行资本管理办法（试行）》，并于 2023 年 2 月 18 日发布了《征求意见稿》。

三、《征求意见稿》要点解读

1、新增主体档位划分，构建差异化监管体系

新规采用差异化监管方法，根据调整后表内外资产余额和境外债权债务，将银行划分为三个档次，匹配不同的监管方案（见表 1）。

其中，规模较大或跨境业务较多的银行（包括惠誉授评的所有中资商业银行）划为第一档，除了极少部分资产的风险权重略为保守以外，全面对标《巴塞尔协议 III》最终版的资本监管国际标准。这将加强这些银行资本管理的风险敏感性，并提高其资本比率在全球框架下的可比性以及信息披露水平。

对第二档银行实施相对简化的监管规则，与现行要求相比的差异小于第一档银行。规模更小的银行纳入第三档，进一步简化资本计量和披露标准，但资本要

求并未显著降低。差异化的资本监管方式表明，监管机构力图在保持银行业整体稳健的前提下，尽可能减轻小型银行的合规成本。

表 1 银行监管分类

档位划分	划分标准	资本监管方案
第一档	1、上年末并表口径调整后表内外资产余额 5000 亿元人民币（含）以上； 2、上年末境外债权债务余额 300 亿元人民币（含）以上且占上年末并表口径调整后表内外资产余额的 10%（含）以上。	对标国际监管规则
第二档	1、上年末并表口径调整后表内外资产余额 100 亿元人民币（含）以上，且不符合第一档商业银行条件； 2、上年末并表口径调整后表内外资产余额小于 100 亿元人民币但境外债权债务余额大于 0。	相对简化的监管规则
第三档	上年末并表口径调整后表内外资产余额小于 100 亿元人民币且境外债权债务余额为 0 的商业银行。	进一步进化，并引导聚焦服务县域和小微

据估算，表内外资产余额超过 5000 亿元的银行大致有 50 家（总资产合计 285 万亿左右、占商业银行法人口径总资产的比例超过 92%），包括 3 家政策性银行与 18 家全国性银行（总资产合计 250 万亿左右）、城商行约 25 家（表内总资产约 28 万亿）、农商行约 10 家（表内总资产接近 7 万亿）。所以，关注体量已经足够大的第一档银行即可。

2、重构第一支柱下风险加权资产计量规则，提升计量敏感性

《征求意见稿》围绕构建差异化资本监管体系，修订重构了第一支柱下风险加权资产计量规则，增强标准法与高级方法的逻辑一致性，提高计量的敏感性。

风险加权资产计量规则变化：细化资产类别，风险权重有升有降。《征求意见稿》对银行风险资本管理更加细化，新增房地产等重点领域风险分类；下调地方债、对公、信用卡风险权重，上调银行同业债权风险权重。总体上体现了支持服务实体经济、规范同业的监管导向。

(1) 新增资产类别

《征求意见稿》增加、细化了资产类别，包括房地产风险暴露、项目融资风险暴露、股权投资等。其中，房地产风险暴露较重要，主要有三项。

房地产开发风险暴露：区分符合审慎要求和其他的房地产开发风险暴露，权重分别为 100%、150%，总体趋严（原规则下均为 100%）。居住用房地产风险暴露：根据贷款价值比进行分层计量，同时区分还款是否依赖房地产所产生的现金流、是否符合审慎要求。由于我国按揭贷款首付比例较高、贷款价值比较低，因此整体权重预计小幅降低。商用房地产风险暴露：计量规则与住房按揭贷款类似。

除此之外，还有一些其他的新增类别，比如新增对不合格多边开发银行风险暴露、合格资产担保债券风险暴露，以及对第一档银行新增专业贷款风险暴露、已违约风险暴露等。但结合权重设计调整幅度及商业银行实际投资规模情况，我们认为对其他的新增类别没有必要特别关注。

(2) 地方政府、对公、信用卡风险权重总体放松

地方债：将商业银行持有地方政府一般债的风险权重降至 10%，专项债风险权重维持 20% 不变。具体来看，在公共部门实体债权风险权重方面，《征求意见稿》将公共部门分为两类，一类为视同我国主权的公共部门，另一类为一般公共部门。在视为我国主权的公共部门方面，对省级（直辖市、自治区）及计划单列市人民政府风险暴露的风险权重根据债券类型确定。一般债券风险权重为 10%，专项债券风险权重为 20%。在一般公共部门方面，对经银保监会认定的我国一般公共部门实体风险暴露的风险权重为 50%。

对公整体风险权重有所下调：投资级公司风险权重由 100% 下调至 75%，对中小企业风险权重由 100% 下调至 85%。对公业务风险暴露分为一般企业债权和专业贷款，一般企业债权新增投资级企业的概念，即在不利的经济周期和商业环境下，借款人也有充足的能力及时兑付及财务承诺，《征求意见稿》将其风险权重由 100% 大幅降低至 75%（巴三最终版为 65%，我国做了相应调整），中小企业贷款风险权重由 100% 变为 85%，小微企业仍保持 75% 不变。此外，《征求意见稿》在公司风险暴露项下新增了专业贷款风险暴露，并进一步细分为项目融资、实物融资和商品融资三类，其中项目融资在运营前的风险权重提高至 130%，运营中为 100%，实物融资和商品融资风险权重一般为 100%。

合格交易者信用卡的风险权重由 75% 调整为 45%，其他零售贷款风险权重不变，利好信用卡业务占比高、客户基础优异的银行。

(3) 同业债权、银行次级债风险权重上调

同业债权风险权重整体上调：现行资本管理办法下，对原始期限3个月以内的商业银行债权权重为20%，原始期限3个月以上为25%。《征求意见稿》根据标准信用风险评估法（主要根据最低资本，缓冲资本，核心一级资本充足率，杠杆率等要求），将商业银行划分为A+级、A级、B级、C级四档。对A+级、A级商业银行原始期限3个月以上的债权的风险权重从25%提高至30%、40%，3个月以内的债权仍为20%；B级商业银行3个月以内债权的风险权重为50%，3个月以上债权为75%；C级商业银行债权均为150%。因资本新规规定，表内外资产总额中上规模以上的为第一档银行，而第一档银行中大部分为A级银行，故影响较大的则为原始期限3个月以上的同业投资业务（存放同业、拆放同业）和商业银行存单、普通金融债，从25%的权重上升为40%，进一步压实抑制资金在银行体系内空转，降低对同业资金依赖。

商业银行次级债风险权重由100%上调为150%。此次次级债风险权重的调整确实将一定程度上削弱银行自营投资二级资本债的积极性，使得这部分需求降低，但对银行资本充足率影响较小。中央结算公司于2021年2月前，按月度披露主要券种持有人结构，其中二级资本债的主要持有者为银行自营约为30%，广义基金约60%，其中银行理财约为25%，此后银行二级资本债持有人结构未有披露。银行自营持有比例并不高，由于2021年以来的“资产荒”情形，市场化机构对具有品种溢价的二级资本债的参与度上升，因此广义基金与理财持有比例应该继续上升，银行自营持有比例下降。

即使按照 30%的比例测算，由于二永存量一共 5.3 万亿，自营持有绝对金额约为 1.59 万亿，风险权重提高 50%，风险资产对应增加 0.8 万亿，对于银行加权风险资产 195 万亿，提高不足 0.5%，因此影响较小。

对于资产体量大的大行，补充资本手段丰富，因此风险权重调整对大行的影响更加有限。而对于中小行，二级资本债由于市场化机构参与程度相对较低，更加依赖机构相互支持，再加上中小行相对较大的资本压力，较大行而言，本次调整预计对中小行的影响可能更大。

3、第二支柱监管规则变化对商业银行全面风险管理能力提出更高要求

完善监督检查方面，一方面，《征求意见稿》参照国际标准，完善监督检查内容。设置 72.5%的风险加权资产永久底线，替换原并行期资本底线安排；依据银行储备资本的达标程度，限制分红比例；完善信用、市场和操作风险的风险评估要求，将国别、信息科技、气候等风险纳入其他风险的评估范围。

另一方面，《征求意见稿》衔接国内现行监管制度，促进政策落实。完善银行账簿利率、流动性、声誉等风险的评估标准；强调全面风险管理，将大额风险暴露纳入集中度风险评估范围，明确要求运用压力测试工具，开展风险管理和计提附加资本。

4、全面提升第三支柱信息披露标准和内容

《巴塞尔协议III》在强调强化银行抵御风险能力的同时，致力于通过明确信息披露来尽可能避免银行与市场参与者之间的信息不对称，通过强化市场约束、体现市场纪律，以增强公众对银行体系的信心。本次《征求意见稿》在巴塞尔委员会对第三支柱最新信息披露要求的基础上，结合国内银行实际并遵照匹配性原则，首次建立了覆盖各类风险信息的差异化信息披露体系，其中第一档银行要求披露全套报表，包括70张披露报表模板，详细规定了披露格式、内容、频率、方式和质量控制等要求，提高信息披露的数据颗粒度要求，提升风险信息透明度和市场约束力；第二档银行适用简化的披露要求，披露风险加权资产、资本构成、资本充足率、杠杆率等8张报表；第三档银行仅需披露资本充足率、资本构成等2张报表。新的信息披露要求虽然考虑了我国各类银行之间的差异，力图减轻银行合规成本，但部分数据和指标仍为首次披露内容，对银行信息披露的精细化程度提出更高要求。未来中小银行应在新的资本管理办法要求下持续提升自身数据治理能力，以不断应对业务和监管要求的变化。

【不动产私募基金落地，盘活房地产市场存量】

摘要：

1、2月20日，证监会宣布，启动不动产私募投资基金试点，同日，基金业协会发布了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（下称《不动产基金试点指引》）。

2、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，证监会启动了不动产私募投资基金试点工作。此次试点工作是证监会落实党中央和国务院有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署，健全资本市场功能，促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能的重要举措。

3、政策背景：近年来，一方面由于各大房地产企业纷纷发生债务违约，房地产企业信用风险所引发的相关问题持续发酵。另一方面，为发展光伏、风电等为代表的新基建，需要社会资本介入以推动项目融资及打通融资渠道及退出通道。

4、政策要点：（1）基金管理人准入要求很高：鉴于要求相对苛刻，符合本次试点要求的管理人数量有限。（2）投资范围类别拓展及与公募REITs衔接：不动产私募基金在投资范围方面涵盖了更为宽泛的类别选择，包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等，投资范围的调整，使得不动产基金与公募REITs相衔接成为可能，为私募基金投资者参与不动产投融资搭建了进入和退出的路径，也为公募REITs

底层资产储备和扩充提供了更多可能。(3) 募集及投资者要求高：由于不动产基金所蕴含的资金需求量大、风险等级高等特点，不动产基金新规从基金初始实缴投资门槛及合格投资者角度都加大了风险防范的力度。(4) 投资策略：取消了借款期限 1 年的限制，同时，就股债比由原来的 80%：20%在符合一定持股条件可以达到或可能突破至约 30%：70%；明确不动产私募投资基金的负债杠杆比例上限为 200%，即总资产与净资产的比例不得超过 200%（创投基金不得使用杠杆资金以及其他类型基金未明确上限）；可在特定条件下突破股债比的限制。

关键词：不动产私募投资基金，房地产业，融资，管理人，投资范围，风险防范，投资者，投资策略

目录

- 一、前言
- 二、政策目的和背景
- 三、政策要点解读

正文

- 一、前言

2018 年 1 月 12 日，中国证券投资基金业协会出台了《私募投资基金备案须

知》，其中明确“通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动”不属于私募投资基金范围的产品，对私募地产基金借贷业务模式带来极大冲击，随后，2018年4月27日正式颁布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）一方面去杠杆，一方面加强监管，客观上限制了私募地产基金的发展，自此之后，私募地产基金的备案数量逐渐下降。

2月20日，证监会宣布，启动不动产私募投资基金试点，同日，基金业协会发布了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（下称《不动产基金试点指引》）。

由于不动产私募投资基金的投资范围、投资方式、资产收益特征等与传统股权投资存在较大差异，证监会指导基金业协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。

证监会表示，此次试点工作是证监会落实党中央和国务院有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署，健全资本市场功能，促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能的重要举措。

二、政策目的和背景

1、政策目的

此次政策明确，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，证监会启动了不动产私募投资基金试点工作。此

次试点工作是证监会落实党中央和国务院有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署，健全资本市场功能，促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能的重要举措。

从这里可以看出试点的两大直接目的。1) 私募基金的发展角度。政策明确需要不断发挥私募基金多元化资产配置和专业运作的优势，这体现了当前金融部门重视不同金融机构的优势，进而汇集各种金融资源力量，为房地产的健康发展和步入新发展模式创造新动力。在 2020-2022 年房地产市场面临重大调整的过程中，“收益-风险”关系出现了重大变化，金融机构对于房地产“收益-风险”的评估和认识出现了较多分歧和不同理解。此次积极引入私募基金，恰是在“收益-风险”关系变化下的一项重要金融创新。2) 房地产发展的角度。房地产业存在融资方面的需求和亟待盘活的需求。融资方面看，在金融 16 条政策的大框架下，各类金融机构积极支持房地产业和房企的复苏提振工作。但是单纯从量的角度做支持还不够，不同的房地产领域和房地产企业，对于房地产金融的需求有很大的差异化，涉及利率、期限、风险偏好、资金进出等。私募基金的投资比较灵活、对风险的定价能力更强，具有定制化属性，其将有助于更好促进融资的多元化和金融产品的丰富。而从存量盘活的角度看，无论是从房地产新发展模式的发展要求，还是从 2022 年房地产盘活存量的实际需要，都需要导入一些重要的金融机构进行产品创新。除传统银行、资管公司以外，对于私募机构的政策放松和金融产品创新就显得很关键。

2、政策背景

近年来，一方面由于各大房地产企业纷纷发生债务违约，房地产企业信用风险所引发的相关问题持续发酵。由于房地产企业的各类信用风险引发了楼盘交付出现困难、房屋购买人的权益无法得到有效保障、金融机构坏账、楼盘融资结构上层的理财、信托、资管等投资人投资亏损等一系列风险。另一方面，为发展光伏、风电等为代表的新基建，需要社会资本介入以推动项目融资及打通融资渠道及退出通道。在一系列因素交织的背景下，2022年11月28日，证监会新闻发言人在答记者问中明确了证监会决定在房地产的股权融资方面调整优化五项措施（“房地产优化措施”），其中最后一项是明确积极发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点，允许满足条件的基金管理人，投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。为了细化落实证监会试点不动产私募基金的工作开展，中基协出台了《不动产基金试点指引》。

三、政策要点解读

1、基金管理人准入要求很高

相较于一般的管理人，《不动产基金试点指引》对不动产私募投资基金的管理人提出了更高的要求，主要有以下几个方面：

1、主要出资人及实控人不得为地产开发企业及其关联方（因投资需向地产

开发项目派驻管理人员的除外)。

2、实缴资本不低于 2000 万元（一般为 1000 万元以及 QFLP 通常为 100-200 万美元）。（QFLP：合格境外有限合伙人）

3、具有 3 个以上的不动产私募投资成功退出经验、投资部门拥有不少于 8 名具有 3 年以上不动产投资经验的专业人员（5 年以上经验的不少于 3 名）。

4、最近三年未发生重大违法违规行为。

5、在管不动产投资本金不低于 50 亿元或自管理登记以来累计管理不动产投资本金不低于 100 亿元。其中，如果投资者均为机构投资者，则在管不动产投资本金不低于 30 亿元人民币，或自管理人登记以来累计管理不动产投资本金不低于 60 亿元人民币。

鉴于要求相对苛刻，符合本次试点要求的管理人数量有限。第一，试点办法明确“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”，也就是本次试点将所有房企包括其管理企业排除在外。第二，“具有不动产资产管理经验，在管不动产投资本金不低于 50 亿元人民币，或自管理人登记以来累计管理不动产投资本金不低于 100 亿人民币”这样的高要求将大部分剩余不多的房地产基金也刨除在外，因为自 2021 年以来，投资住宅类的不动产私募基金基本无法备案，截至 2022 年末，中国证券投资基金业协会存续私募股权房地产基金 838 只，存续规模 4043 亿元，平均每只基金不到 5 亿的规模较试点办法的门槛差距较大。

2、投资范围类别拓展及与公募 REITs 衔接

相较于以往地产类私募股权投资基金，不动产私募基金在投资范围方面涵盖了更为宽泛的类别选择，包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等，其中不动产私募基金可以投资“存量商品住宅、市场化租赁住房”，一方面赋予了不动产私募基金支持“盘活存量资产”“保交楼、稳民生”的政策使命，另一方面也改变了投资住宅类的私募股权投资基金无法备案的局面，为住宅类项目规范化回归私募市场提供了舞台。

值得关注的是，《不动产基金试点指引》对投资范围的调整，使得不动产基金与公募 REITs 相衔接成为可能，为私募基金投资者参与不动产投融资搭建了进入和退出的路径，也为公募 REITs 底层资产储备和扩充提供了更多可能。

首先，不动产私募投资基金的投资范围与《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资[2021]958号，简称“958号文”）规定的公募 REITs 主要试点行业均包含保障性租赁住房和基础设施项目，为不动产私募投资基金参与培育公募 REITs 底层资产，打造 Pre-REITs 基金提供了政策支持。其次，值得注意的是，北京、上海、广州、苏州等多地已发文支持设立 Pre-REITs 基金，《不动产基金试点指引》恰逢此时出台，为 Pre-REITs 不动产私募投资基金的设立和管理提供了重要指引。此外，不动产私募投资基金的投资范围相较目前公募 REITs 试点范围还包含商业经营用房等，也让投资者对商业地产纳入公募 REITs 试点范围增加了一份期待。

3、募集及投资者要求高

由于不动产基金所蕴含的资金需求量大、风险等级高等特点，不动产基金新规从基金初始实缴投资门槛及合格投资者角度都加大了风险防范的力度。

对于不动产基金的投资门槛，不动产基金新规第六条规定“不动产私募投资基金首轮实缴募集资金规模不得低于3,000万元人民币”。同样地，相较于2022年发布的《私募投资基金登记备案办法》（征求意见稿）中私募股权基金初始实缴募集资金不低于2,000万元的规定，《不动产基金试点指引》亦进一步提高了初始实缴投资门槛。

从投资者角度，《不动产基金试点指引》第七条对不动产基金合格投资者设定了更高的准入标准，即投资者的首轮实缴出资不低于1,000万元，其中自然人投资者的合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%；但管理人及其从业人员投资其所管理的不动产基金的，不受前述规定的约束。此外，不动产基金新规第七条还延续了基金业协会于2019年12月23日发布施行的《私募投资基金备案须知》（简称“2019《备案须知》”）等规定的穿透核查要求，明确以合伙企业、契约等非法人形式投资的，应当穿透核查。对此，本文认为若穿透后的不动产基金间接投资者为自然人，则仍受前述20%的自然人合计出资金额比例限制。但《不动产基金试点指引》明确不对QFLP、保险资金、金融机构发行的资产管理产品等进行穿透核查，该项规定落实了证监会公告中“鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产私募投资基金”的政策导向。

4、投资策略

(1) 借款与担保：根据 2021 年 1 月 8 日证监会发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第八条规定，私募基金管理人不得直接或者间接将私募基金财产用于借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动，但是私募基金以股权投资为目的，按照合同约定为被投资企业提供 1 年期限以内借款、担保除外，但借款或者担保到期日不得晚于股权投资退出日，且借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的 20%……，本次《不动产基金试点指引》取消了借款期限 1 年的限制，同时，就股债比由原来的 80%：20%在符合一定持股条件可以达到或可能突破至约 30%：70%，同时，我们理解，本次《不动产基金备案试点指引》所述的借款或担保，应是地产基金可以按照底层交易文件对被投企业进行相关的股东配套投入。

(2) 杠杆率：明确不动产私募投资基金的负债杠杆比例上限为 200%，即总资产与净资产的比例不得超过 200%（创投基金不得使用杠杆资金以及其他类型基金未明确上限）。

此前，相关现行规定中对私募股权投资基金融资并未有明确规定，《私募投资基金登记备案办法》（征求意见稿）第四十五条仅对创业投资基金特别规定了“不使用杠杆融资”。在实践中，私募股权投资基金往往通过下设 SPV 公司、再以 SPV 公司作为融资主体获取并购贷款的方式来满足投资项目的资金需求。

对此，《不动产基金试点指引》第八条第三款明确规定，根据基金合同约定或者履行基金合同约定的决策程序后，不动产基金可以将基金财产对外提供抵质

押以申请经营性物业贷款、并购贷款等，从而扩充投资资金来源。根据该款表述，不动产基金可以基金财产为自身融资提供担保并以获得的融资资金进行投资活动，也可以基金财产为基金下设的 SPV 公司等提供担保以获得贷款，我们理解该等情形均属于不动产基金新规第八条第三款所述的“扩充投资资金来源”的范畴。

此外，不动产基金的整体融资规模应受限于不动产基金新规第十三条第二款所规定的负债杠杆比例限制，即“不动产私募投资基金总资产不得超过净资产的 200%”。此前基金业协会对私募股权投资基金的负债杠杆比例并无明文限制，本款对不动产基金的融资规模进行了明确规范。

分级安排在私募地产基金中较为常见，部分基金管理人也会要求被投资企业或其关联主体认购基金的劣后份额，作为一种增信安排。根据《资管新规》项下的分级要求，权益类产品的分级比例不超过 1: 1，固定收益类产品的分级比例不超过 3: 1，本次《不动产基金备案试点指引》要求设置合理的杠杆比例，但未进一步明确具体分级比例，我们理解，试点地产基金有突破 1: 1 杠杆比例的可能性，管理人可以后续进一步关注。

(3) 可在特定条件下突破股债比的限制：不动产私募投资基金的一个行业痛点是持有型物业的股债比受到严格限制。自 2021 年的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》起，私募基金即使以股权投资为目的，向被投资企业提供的借款或者担保余额也不得超过基金实缴金额的 20%，也即受到股债比受 8: 2 之限制，为此以收购经营性不动产的基金交易结构无法进行税筹优化。《不动产基

金试点指引》在股债比的设置上作出了较大程度的松绑，其中：（1）对于有自然人投资者的不动产私募投资基金，如其持有被投资企业 75%以上股权，则股债比最低可以达到 1：2；（2）对于全部为机构投资者的不动产私募投资基金，如其持有被投资企业 75%以上股权，或者持有被投资企业 51%以上股权且被投资企业提供担保，可实现资产控制，则股债比可由基金合同约定，也即可进一步加大债权投资比例。与此同时，基金对被投资企业提供借款或者担保的期限也不再受到 1 年的期限限制，而是不得晚于基金清算完成日。该项新政对于不动产私募投资基金对经营性不动产的收购以及向基础设施 REITs 的资产转移提供了便利条件。

【住房租赁金融“17条”：改善房地产行业现金流】

摘要：

1、2月24日，人民银行、银保监会起草了《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），《征求意见稿》从发放开发建设贷款、稳步推进房地产投资信托基金试点等多方面出台一系列金融措施，也被称为房地产重磅“17条”。

2、住房租赁金融配套陆续跟进：近年来，相关部门出台了多项支持住房租赁市场发展的政策措施，地方政府、市场主体积极参与，探索加大租赁住房供给。《征求意见稿》的发布，将有利于加强和改善针对住房租赁市场的金融支持与服务，促进住房租赁市场快速发展。

3、政策解读：（1）住房租赁信贷产品和服务模式创新：本次《征求意见稿》是对住房租赁相关金融产品的引导和规范。对于不同市场主体，其可享受的相关金融产品各具特点。（2）拓宽多元化投融资渠道：《征求意见稿》进一步拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道，支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券，拓宽住房租赁企业债券融资渠道，创新住房租赁担保债券（CoverBond），稳步发展房地产投资信托基金（REITs），引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。（3）完善住房租赁金融管理：在加强和完善住房租赁金融管理上，《征求意见稿》提出，要严格住房租赁金融业务边界。

4、对于地产行业和企业影响：毫无疑问17条仍然是属于对房地产行业的融

资端支持，其最终目的仍然是要为房地产市场输血，时间换空间。虽然目前房地产企业在融资端的支持政策已经足够，但是在房地产企业的销售、回款、现金流仍然没有明显实质性改善的背景下，通过支持租赁住房开发运营的形式，改善房地产行业的现金流，也是有其积极意义的。

关键词：住房租赁，金融支持，金融产品创新，多元化投融资渠道，金融管理

目录

- 一、房地产重磅“17条”发布
- 二、住房租赁金融配套陆续跟进
- 三、政策解读
- 四、对于地产行业和企业影响

正文

一、房地产重磅“17条”发布

2月24日，人民银行、银保监会起草了《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），《征求意见稿》从发放开发建设贷款、稳步推进房地产投资信托基金试点等多方面出台一系列金融措施，也

被称为房地产重磅“17条”。

《征求意见稿》从基本原则和要求、加强住房租赁信贷产品和服务模式创新、拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道、加强和完善住房租赁金融管理四大方面进行了规范。

政策的出台将有效支持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场，促进房地产市场平稳健康发展。

值得注意的是，根据我们不完全统计发现，今年1月至今，已有70个以上的省市或省市下属区县出台房地产政策90余次，其中春节假期之后各地出台政策近60次，内容涉及调整限购或限售、降低首付比例、降低房贷利率、提高贷款额度、发放购房补贴或进行税费减免优惠、支持人才和多孩家庭等群体购房、推进“保交楼”、支持房企合理融资等。

那么这次央行发布的文件对房地产会有什么影响呢？

二、住房租赁金融配套陆续跟进

住房问题关系民生福祉。2021年、2022年，全国建设筹集330万套（间）保障性租赁住房，大约可解决近1000万新市民、青年人的住房困难。“十四五”期间，40个重点城市将建设筹集650万套（间）保障性租赁住房，可解决近2000万新市民、青年人的住房困难问题。

毫无疑问，保障性租赁住房已经成为保障居民住房需求的重要抓手，相应的住房金融配套服务也在陆续跟进。

近年来,相关部门出台了多项支持住房租赁市场发展的政策措施,地方政府、市场主体积极参与,探索加大租赁住房供给。

2015年末的中央经济工作会议首次提出发展住房租赁市场;2016年《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》提出,培育和发展住房租赁市场,建立购租并举的住房制度。

2021年《关于加快发展保障性租赁住房的意见》明确,扩大保障性租赁住房供给,缓解住房租赁市场结构性供给不足,推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,称保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题。

2022年初,央行发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》,明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理,鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则,加大对保障性租赁住房发展的支持力度。

2022年11月,央行、银保监会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》(也称“金融16条”)加大了住房租赁金融支持力度,提出优化住房租赁信贷服务,拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。

2022年12月,国务院印发《扩大内需战略规划纲要(2022~2035年)》,提出完善住房保障基础性制度和支持政策,以人口净流入的大城市为重点,扩大保障性租赁住房供给。

“租购并举”是我国住房制度建设的重要目标之一,也是房地产业新发展模式的重要组成部分。《征求意见稿》的发布,将有利于加强和改善针对住房租赁

市场的金融支持与服务，促进住房租赁市场快速发展。

三、政策解读

1、住房租赁信贷产品和服务模式创新

在本次《征求意见稿》发布之前，已有部分金融机构创新推出了相关金融产品和服务，取得了积极成效，形成了有益经验。本次《征求意见稿》是对住房租赁相关金融产品的引导和规范。对于不同市场主体，其可享受的相关金融产品各具特点。

例如，根据《征求意见稿》，商业银行向各类主体新建、改建长期租赁住房发放开发建设贷款，期限一般3年，最长不超过5年。向符合条件的主体发放租赁住房团体购房贷款，期限最长不超过30年。向自有产权的住房租赁企业发放住房租赁经营性贷款，允许经营性贷款置换开发贷款，期限最长不超过20年；对向非自有产权的住房租赁企业发放的经营性贷款，期限最长不超过5年。

《征求意见稿》是对自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展的重要利好，有助于实现住房租赁市场的长期、健康可持续发展。由于租赁住房的投资回收周期一般较长，在经营过程中，资金投入需求较大，资金的成本对于运营企业而言至关重要。对住房租赁企业而言，新政可谓“及时雨”，住房租赁经营性贷款有望缓解其流动性压力。

另一款值得关注的金融创新产品是团体批量购买租赁住房信贷产品。其主要

面向两类主体，一种是企业和符合条件的事业单位，可依法依规批量购买存量闲置房屋用作宿舍型保障性租赁住房；另一种是专业化规模化住房租赁企业，可依法依规批量购买存量闲置房屋用作保障性租赁住房或商业性租赁住房长期持有经营。对于部分地区而言，这些政策鼓励符合条件的机构市场化批量收购存量闲置住房，在扩大租赁住房供给的同时也能缓解房地产市场库存压力，达成“双赢”。

2、拓宽多元化投融资渠道

住房租赁，其环节和特点与商品房开发不同，房源筹集渠道很多，包括新开发、统租、统购和持有，既有重资产，也有轻资产，还有中资产。用地来源有住宅、工业、商办、教育科研用地、集体建设用地等。另外，不同于商品房项目，租赁投资主体对租赁物业往往不具有所有权，只有使用权；租赁物业有可持续的现金流，但前期投入比较大。而且，权益住房租赁的公益属性非常突出，特别是针对新市民、年轻人的。因此，迫切需要针对租赁全流程的特征，建立全方位的、体系化的、商业金融和政策性金融结合的融资扶持体系。

《征求意见稿》进一步拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道，支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券，拓宽住房租赁企业债券融资渠道，创新住房租赁担保债券（CoverBond），稳步发展房地产投资信托基金（REITs），引导各类社会资金有序投资住房租赁领域。

其中，《征求意见稿》显示，创新住房租赁担保债券（CoveredBond）。住房租赁企业持有运营的租赁住房具有持续、稳定现金流的，可将物业抵押作为信用

增进，发行住房租赁担保债券。住房租赁担保债券纳入债券管理框架。

《征求意见稿》提出的住房租赁担保债券（CoveredBond），用于住房租赁行业亦属首次。担保债券对于投资人具有优先权属性，同时对于入池的租赁住房资产在资质、品质、运营的规范性和稳定性方面有着严格的要求，既保护了投资者，也对行业的高品质发展起到了激励与约束并重的作用。

其中最令人瞩目的就是扶持发展房地产投资信托基金（REITs）。这个创新房地产产品已经有过多年试点，现在终于开始要大发展了。此次讲的非常细致，不但要推进，而且将后续交易流通也说明了，支持房地产投资信托基金（REITs）份额交易流通。

优先支持雄安新区、海南自由贸易港、深圳先行示范区等国家政策重点支持区域以及人口净流入的大城市开展房地产投资信托基金（REITs）试点。过去我们解决住房问题，是以新房建设和销售为主，未来以新房建设以及住房租赁两条腿走路，彻底解决民众的住房问题。

同时，支持金融机构、资产管理产品等各类市场主体规范投资住房租赁相关金融产品。鼓励住房租赁企业、专业资产管理机构通过房地产投资信托基金（REITs）长期持有、运营租赁住房。支持保险资金等长期资金投资住房租赁市场。

截至目前，已有4只保租房公募REITs产品成功发行，分别为红土深圳安居REITs、中金厦门安居REITs、华夏北京保障房REITs、华夏基金华润有巢租赁住房REITs，募资总额约50亿元。

3、完善住房租赁金融管理

在加强和完善住房租赁金融管理上，《征求意见稿》提出，要严格住房租赁金融业务边界。

具体来说，住房租赁金融业务要严格定位于支持住房租赁市场发展，不得为短期投机炒作行为提供融资。住房租赁金融产品及服务应与非租赁住房的住房金融产品及服务明确区别，严禁以支持住房租赁的名义为非租赁住房融资，严禁将住房租赁金融产品违规用于商业性房地产开发。金融机构应建立完善相关业务制度，加强合规性审查和评估，确保审慎合规开展相关业务。

在信贷资金管理上，《征求意见稿》要求商业银行等机构要严格住房租赁信贷审查和贷后管理，加强对借款人、项目属性、贷款用途真实性的调查和跟踪，确保贷款资金按照约定用途用于住房租赁建设和运营，切实防范资金挪用、套现等风险。对于贷款期间项目租赁属性或房屋租赁用途发生改变的，应及时收回贷款。

在住房租赁金融管理上，《征求意见稿》要求严格住房租赁金融业务边界，严禁以支持住房租赁的名义为非租赁住房融资。加强信贷资金管理，规范直接融资产品创新，建立住房租赁金融监测评估体系，防范住房租赁金融风险。

四、对于地产行业和企业影响

1、从整体政策脉络上看：与地产金融 16 条的对比

首先从出台时机来看，16条出台时机在去年的11月初，几乎是在房地产行业最黑暗、最绝望的时机出台，大超市场预期，可以认为是房地产债券从崩溃向平稳过渡的转折点；而本次17条的出台背景，是目前房地产市场整体已经初步趋稳。

其次从政策目的来看，16条与17条都旨在改善房地产行业的融资情况，不同的是16条范围更广，而17条则更多局限于租赁住房项目。

最后从出台节奏来看，16条的出台是直接出台最终版措施，而并没有先出台征求意见稿，可见其具有极大的应急考量。而本次17条，则是先发布了征求意见稿，也是因为目前房地产市场已经初步平稳，有充足的时间、可以相对从容的进行推进。

2、从政策重点来看：仍然是重点针对银行端信贷支持

这也是一种当下的无奈，毕竟对于房地产行业来说，最重要的仍然是银行贷款。随着过去一年多房地产企业的债务危机，民营房企从信托、债券和ABS获取融资在短期内看非常困难，所以从银行贷款方向支持房地产企业也是目前最合理的方式。

但同样的问题依然存在，就是如何撬动银行的积极性，毕竟考虑到收益（贷款价格往往不高）与风险的不匹配，并且期限往往太长，长期带来的风险不确定等等，银行是否有意愿进行贷款的投放呢？因此短期内来看，受益更大的仍然

将是拥有优质经营性项目的优质房企。

另外还有一个问题值得大家思考,政策对于贷款额度的限制是按照物业评估价值的一定比例来设置的,如果物业评估价值逐年提升,开发企业是否可以从银行获取到甚至超出最初开发投资的贷款呢?仍然是利好有好项目的企业。

3、住房租赁市场债券融资

虽说房地产市场目前看已经初步趋稳,但对于民营房企来说冬天显然仍未过去,对于大部分民营房企来说,如果脱离中债增的担保,能够市场化发行债券的仍然寥寥无几。

在这种背景下,资产担保债券发行的放开,对于部分有优质现金流项目的房企来说,显然是有一定利好的,甚至以 CB 的形式发行债券可能是未来民企发债的主流形式。

4、REITs

目前仍处在小步快走,逐步推进扩大试点范围的阶段,期待未来能够进一步扩容到其他商业地产。

总结来看,毫无疑问 17 条仍然是属于对房地产行业的融资端支持,其最终目的仍然是要为房地产市场输血,时间换空间。

虽然目前房地产企业在融资端的支持政策已经足够,但是在房地产企业的销

售、回款、现金流仍然没有明显实质性改善的背景下，通过支持租赁住房开发运营的形式，改善房地产行业的现金流，也是有其积极意义的。

重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心
网址：<http://www.runwaysys.com/>
e-mail: runwaysys@163.com
全国客服热线：4001182162