

我国 REITs 产品现状盘点及关于不动产私募 REITs 评级思路的探讨

一、前言

不动产私募 REITs，或称持有型不动产 ABS，即以非公开方式向特定投资人发行的不动产 REITs（Real Estate Investment Trusts）产品，是 REITs 产品的一种形式。此处不动产的范围包括写字楼、商场等商业地产，也包括高速公路、发电设施等基础设施不动产。

在境外成熟的 REITs 市场上，公募 REITs 是不动产 ABS 产品的主流形式。境外数据显示，私募 REITs 在 REITs 市场总规模中占比在 50% 以内，具有波动性小、收益率长期稳定的特点，条款设置灵活，可为不同机构投资者搭建定制化的收益分配机制和投资组合方式。基于其更灵活的交易设置，私募 REITs 产品的股/债双重属性一直以来都是市场投融资两端关注的要点。权益型产品通常获取的是资产产生的分红收益及或有增值收益，相关收益的不确定性无相关主体提供信用承诺；而债权型产品则表现为固定回报预期，除资产形成的收益外通常设置相关主体提供收益保障承诺。不动产私募 REITs 的产品特点通常表现为两种性质不同程度的结合。站在评级机构视角，本文旨在讨论不动产私募 REITs 在权益型（股性）与债权型（债性）两个方面的产品特征，并进一步探讨两种性质相结合的评级思路。

二、REITs 产品种类及发行情况

（一）REITs 产品主要分类

REITs 按照资金投向、组织结构、资产性质及发行方式等不同分类标准主要可分为四大类。

按资金投向划分，REITs 可以分为权益型、抵押型和混合型 REITs。截至 2024 年 9 月 20 日，我国已发行的 REITs 均为权益型 REITs。权益型 REITs 直接拥有和管理各种类型的房地产，如商业地产、住宅地产、工业地产等，收入来源于租金收益和房产的增值。抵押型 REITs 通过购买抵押贷款支持证券（MBS）或发放商业和住宅抵押贷款，然后从贷款利息中获取收入。混合型 REITs 则兼顾前述两种特点，旨在平衡风险和收益。

按组织结构划分，REITs 可以分为契约型、公司型和合伙型 REITs。截至 2024 年 9 月 20 日，我国已发行的 REITs 均为契约型，美国、英国等国家主要采用公司型。契约型 REITs 通常以信托形式存在，其投资组合由信托基金管理。公司型 REITs 以普通股公司的形式存在，其资产和业务由公司的董事会和管理层负责管理和运营。合伙型 REITs 是以合伙企业或有限责任公司的形式存在，其组织结构类似于传统的合伙企业，由合伙人或成员共同持有和经营。

按资产性质和收入来源划分，REITs 可以分为项目所有权 REITs 和经营收益权 REITs（含特许经营权，下同）。截至 2024 年 9 月 20 日，我国已发行产品中项目所有权 REITs 涉及 28 只（公募 REITs 27 只）、经营收益权 REITs 涉及 20 只（公募 REITs 18 只）。项目所有权 REITs 底层资产为项目所有权（土地使用权及建筑物所有权），产品存续期限通常取决于

项目剩余土地使用期限；投资组合包括园区、仓储物流、保障性租赁住房等，其收入主要来自于运营收入以及资产增值带来的增值收益（或有）。经营收益权 REITs 底层资产为项目一定期限内的经营权和收费权，土地使用权一般通过政府划拨的方式获得，存续期限通常取决于项目剩余经营期限；投资组合包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施以及生态环保基础设施等，其收入主要来自于运营收入。

按发行方式划分，REITs 可以分为公募 REITs 和私募 REITs。截至 2024 年 9 月 20 日，我国已发行 45 单公募 REITs（均为封闭式）和 3 单私募 REITs。相比开放式 REITs，封闭式 REITs 具有有限数量的份额，且投资者购买份额后无法随时申购赎回，这些份额通常在证券交易所上市交易；公募 REITs 指以公开发行的方式向社会公众投资者募集的信托资金，私募 REITs 募集对象特定，流动性一般较弱。

（二）我国公募 REITs 现状盘点

1、主要规则体系

不动产私募 REITs 在制度安排上整体借鉴公募 REITs 政策导向和要求。我国公募 REITs 主要由中华人民共和国国家发展和改革委员会（以下简称“国家发展改革委”）与中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）牵头推进，前者对项目是否符合国家政策和固定资产投资管理条例等方面提出专项意见，后者主要负责资产支持证券的设立、发行、存续期管理工作（规则体系详见下图表 1）。在申报流程方面，主要分为项目入库（国家发展改革委基础设施 REITs 试点项目库）¹、项目入围（国家发展改革委的无异议专项意见和交易所关于挂牌转让的无异议函等）和发行上市三个阶段。

图表 1 公募 REITs 主要规则体系

发布日期	法规名称	文号	核心要点
一、法律			
2015/04/24	《中华人民共和国证券投资基金法》（2015 年修正）	中华人民共和国主席令第 23 号	对基金管理人、基金的运作方式等内容进行规范
2019/12/28	《中华人民共和国证券法》（2019 年修订）	中华人民共和国主席令第 37 号	对证券发行、证券交易信息披露等内容进行规范
二、部门规章和规范性文件			
（一）中国证监会、国家发展改革委			
2020/04/24	《中国证监会、国家发展改革委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》	证监发〔2020〕40 号	基础设施 REITs 试点项目要求等
（二）国家发展改革委			
2020/07/31	《国家发展改革委办公厅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》	发改办投资〔2020〕586 号	项目申报
2021/01/13	《国家发展改革委办公厅关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目库的通知》	发改办投资〔2021〕35 号	项目储备
2021/06/29	《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	试点与申报
2021/12/29	《国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》	发改办投资〔2021〕1048 号	项目申报

¹ 根据国家发展改革委于 2024 年 7 月 26 日公开发布的《国家发展改革委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》（发改投资〔2024〕1014 号），自 2024 年 8 月 1 日起，项目申报推荐程序已调整为由发起人（原始权益人）直接向项目所在地的省级发展改革委报送项目申报材料。

2022/07/07	《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)新购入项目申报推荐有关工作的通知》	发改办投资(2022)617号	扩募规则
2022/03/07	《中国证监会关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》	/	新增消费基础设施
2024/07/26	《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》	发改投资[2024]1014号	常态化发行
(三)中国证监会			
2014/07/07	《公开募集证券投资基金运作管理办法》	中国证券监督管理委员会令第104号	上市与交易
2020/03/20	《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》(2020年修正)	中国证券监督管理委员会令第166号	信息披露
2020/08/06	《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》	中国证券监督管理委员会公告(2020)54号	设计与发行
2022/05/27	《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》	证监办发(2022)53号	保障性租赁住房资产申报
(四)原中国银保监会			
2021/11/10	《中国银保监会办公厅关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	银保监办发(2021)120号	保险资金投资
(五)财政部、国家税务总局			
2022/01/26	《财政部、税务总局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、税务总局公告2022年第3号	税务处理

三、业务规则和业务指南

(一)上海证券交易所

2021/01/29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》	上证发(2021)9号-附件1	上市与交易
2021/04/30	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第1号——审核关注事项(试行)》	上证发[2021]10号	上市与交易
2021/04/30	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第2号——发售业务(试行)》	上证发(2021)11号	上市与交易
2021/04/30	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务指南第1号——发售上市业务办理》	一上证函(2021)895号	发行
2021/06/17	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务指南第2号——存续业务》	上证函(2021)1033号	交易
2022/05/31	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第3号——新购入基础设施项目(试行)》	/	扩募规则
2022/07/15	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第4号——保障性租赁住房(试行)》	上证发(2022)109号	保障性租赁住房资产申报
2023/05/12	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第1号——审核关注事项(试行)》(2023年修订)	/	上市与交易
2023/10/27	上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第5号——临时报告(试行)	上证发(2023)182号	信息披露

(二)深圳证券交易所

2021/01/29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》	深证上(2021)144号-附件1	上市与交易
2021/01/29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第1号——审核关注事项(试行)》	深证上(2021)144号-附件2	发行
2021/01/29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第2号——发售业务(试行)》	深证上(2021)144号-附件3	交易
2021/04/30	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第1号——发售上市业务办理》	深证上(2021)455号	发行
2021/04/30	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第2号——网下发行电子平台用户手册》	深证上(2021)457号	发行
2021/06/18	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第3号——交易业务》	深证上(2021)600号	交易
2021/07/15	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第4号——存续期业务办理》	深证上(2021)692号	日常运作
2022/05/31	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第3号——新购入基础设施项目(试行)》	/	扩募规则
2022/07/15	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第4号——保障性租赁住房(试行)》	深证上(2022)675号	保障性租赁住房资产申报
2023/05/12	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第1号——审核关注事项(试行)》(2023年修订)	/	上市与交易

(三)证券业协会

2021/02/05	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》	中证协发(2021)15号	网下询价和认购
------------	---------------------------	---------------	---------

(四) 基金业协会			
2021/02/08	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引(试行)》及起草说明	/	尽职调查
2021/02/08	《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)》及起草说明	/	业务操作
(五) 中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中证登”)			
2021/02/05	《中国证券登记结算有限责任公司公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务实施细则(试行)》	中国结算发字(2021)15号	登记结算
2021/02/05	《中国证券登记结算有限责任公司上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引(试行)》	中国结算发字(2021)20号	登记结算
2021/02/05	《中国证券登记结算有限责任公司深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引(试行)》	中国结算发字(2021)21号	登记结算

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2、我国公募 REITs 发行情况

自 2021 年 6 月首批 9 只公募 REITs 产品上市以来，截至 2024 年 9 月 20 日，我国共有 45 只不动产公募 REITs 产品上市交易，总发行规模（含扩募）为 1393.93 亿元。

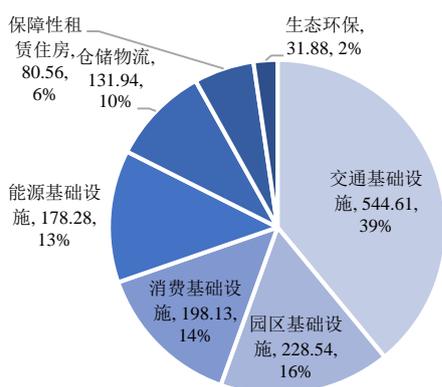
图表 2 公募 REITs 发行概况（单位：只、亿元）

项目	数量
发行数量总计	45
发行规模总计	1393.93
平均发行规模	30.89
单笔发行规模最小值	8.24
单笔发行规模最大值	108.80

资料来源：联合资信根据 Wind 及公开资料整理

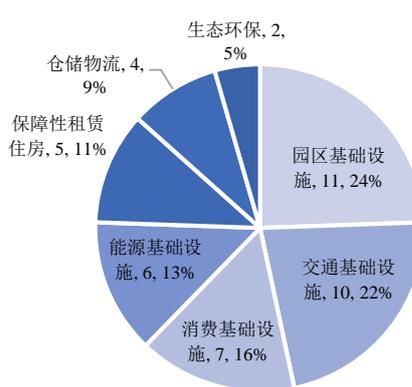
资产类型分布方面，从发行规模来看（含扩募），公募 REITs 底层资产类型主要为交通基础设施（占比为 39.07%）、园区基础设施（占比为 16.40%）和消费基础设施（占比为 14.21%）；从发行数量来看，公募 REITs 底层资产类型主要为园区基础设施（占比为 24.44%）、交通基础设施（占比为 22.22%）和消费基础设施（占比为 15.56%）。

图表 3 资产类型规模分布情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 及公开资料整理

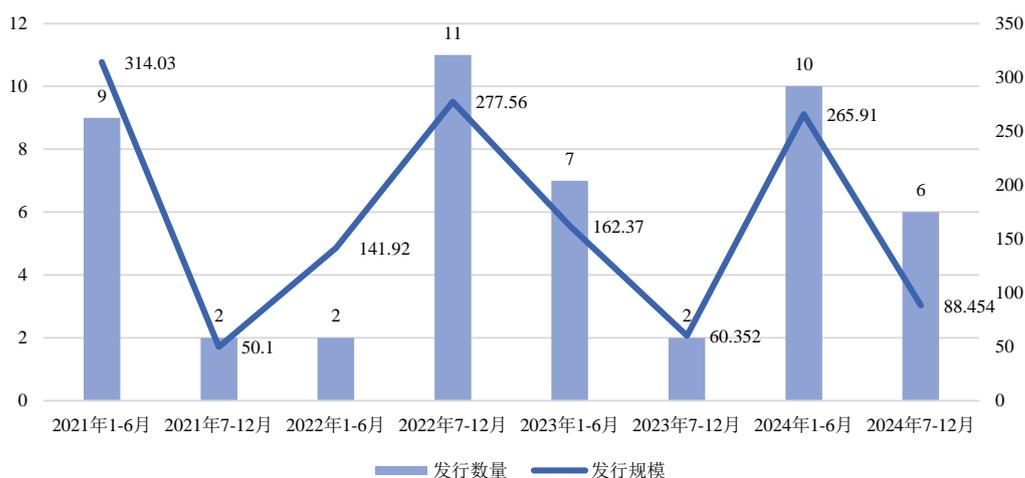
图表 4 资产类型数量分布情况（单位：只）



资料来源：联合资信根据 Wind 及公开资料整理

产品发行时点方面，相对集中发行的时间段在 2021 年和 2022 年下半年，普遍被认为是市场认可度比较高的时期。在宏观经济承压和市场环境收紧的影响下，2023 年发行速度有所放缓，但 2024 年初以来，受行情带动，我国公募 REITs 发行数量再次呈增长态势。

图表 5 2021—2024 年 9 月国内公募 REITs 发行金额及数量统计（单位：只、规模）



注：1、2023 年 1-6 月发行数量及发行规模统计中计入 4 只扩募产品，扩募规模合计 50.65 亿元；2024 年 7-12 月发行情况仅统计至 2024 年 9 月 20 日
资料来源：联合资信根据 Wind 及公开资料整理

（三）私募 REITs 的相对优势

审核与发行门槛相对低。目前来看，公募 REITs 仍属国内市场中审批要求高、审核流程相对严格的金融产品，已发行的项目相比入库或在筹备申报阶段的项目实属优中选优。持有基础设施不动产的企业在主观上考虑是否计划发行公募 REITs 时，亦需考虑项目储备和申报过程中的时间成本、与监管机构沟通协商的顺畅程度、公司内部经营管理方面的配合程度等等。此外，公募 REITs 发行后的信息披露要求相对严格，发起人（原始权益人）、基金管理人可能会出于信息披露意愿等客观原因，更倾向于选择私募 REITs 发行。

可应用底层资产和发行人的范围更广。受限于入库和储备方面的政策要求，现阶段发行公募 REITs 的底层资产仍以基础设施类不动产为主。而私募 REITs 基于更加灵活的交易设置，可囊括更多样的资产业态且发行条件相对宽松。

适配多元化的运营管理模式需求。一般来说，存在偏股性特点的交易存在于市场定价能力强的产品，通过分红或二级市场价格形成产品收益的来源。另一方面，由于监管要求基金管理人履行主动管理责任，底层资产运营管理越简单，产生可分配现金流越稳定，在市场上越能适应权益型 REITs 的定价要求。因此，相比目前以基础设施类底层资产为主的公募 REITs，私募 REITs 以其灵活的交易设置，相对低的审批要求，更能适配运营管理复杂度相对高、业绩表现波动相对大的底层资产。

总的来看，私募 REITs 产品对发行人来讲，在以上方面具有一定程度的优势和吸引力。

（四）不动产私募 REITs 现状盘点

1、参与意愿及政策环境

据多家市场机构调研显示，我国持有各类不动产的企业存量相对较大、资产合规性佳，投融资两方对不动产私募 REITs 产品应均具有较强的参与意愿。从产品定位的角度来看，私募 REITs 作为公募 REITs 的有效补充，需在借鉴国外成熟市场的产品经验基础上发展更灵活的制度安排，以激发市场活力，盘活存量资产。

2023年起，国内不动产私募 REITs 的发展思路主要定位于对公募 REITs 形成有效补充的场内标准化权益产品，遵循资产证券化业务一贯坚持的“真实出售，破产隔离”基本原则，倡导突出资产信用，弱化主体依赖。中国证券投资基金业协会资产证券化业务委员会的工作会议建议，在 REITs 市场方面明确大类资产准入和信息披露标准，探索建立多层次 REITs 市场，推动 REITs 专项立法研究，为不动产私募 REITs 发行提供了良好的政策环境。

2、首单持有型不动产 ABS（偏债性）

2023年12月，国内首单持有型不动产 ABS 成功发行，被普遍认为是国内首单不动产私募 REITs，为优质基础设施发行持有型不动产 ABS 提供了范例。从目前公开资料来看，该项目相比于类 REITs 产品有更接近于公募 REITs 的特征，例如产品期限与底层资产运营年限相匹配（长久期）、不设票面利率和本金偿还安排。在不设产品本息偿还的情况下，专项计划当以底层资产产生的每期可供实际分配的资金金额按比例向投资者进行分配，这一点与公募 REITs 相同。另一方面，该项目中还设有原始权益人即项目公司对底层资产经营业绩的对赌机制，以及强信用水平的增信机构在一定条件、一定时点下对底层资产现金流实现情况的补足义务。业绩对赌机制和增信主体的加入为产品注入了债权型私募 REITs 的部分特点。该产品以平层设计获得了 AAA 评级，未进行结构化的优先/劣后级分档安排。通过以上公开信息总结得出的几点特征，推测该项目的评级机构在级别评定的过程中基于产品具体特点主要结合了债权型（偏债性交易）的评级思路。

3、首单住房租赁持有型不动产 ABS（偏股性）

2024年7月，国内首单住房租赁持有型不动产私募 REITs 成功发行，是资本市场在盘活存量资产、形成投融资良性循环方面的又一实践。从公开资料来看，该项目定位于权益型 ABS，突出资产信用，产品期限与底层资产运营年限相匹配、未设置差额补足、保证担保等刚性增信措施，以底层资产运营产生的现金流实现投资人分红，不设票面利率，设置有扩募安排。此外，该项目中还设有开放退出支持机构在产品设立后的前8年为资产支持证券的开放退出提供支持的机制。开放退出支持机制为产品注入了债权型私募 REITs 的部分特点，但从具体安排上不足以认定开放退出支持机构对投资人投资收益的保障。该产品同样以平层设计获得了 AAA 评级，未进行结构化的优先/劣后级分档安排。基于产品具体特点，该项目在级别评定的过程中更侧重于应用权益型（偏股性交易）的评级思路。

三、持有型不动产 ABS（私募 REITs）评级思路探讨

（一）整体思路

从现有发行产品案例可以发现，持有型不动产 ABS 的评级过程中首先需要根据交易设置判断其产品风险特征。一般而言，权益型产品获取的是资产产生的可分配收益，相关收益根据资产的运营情况或有波动，且收益的不确定性无相关主体提供信用承诺予以保障，基于此，对投资人而言，投资该产品不存在信用风险，重点是分析资产投资价值；而债权型产品则表现为固定回报预期，除资产形成的收益外通常设置相关主体提供不同形式的收益保障承

诺，基于此，投资人对该产品的投资决策除资产价值外，很大程度上取决于对相关主体履约能力及意愿的判断，仍属信用风险范畴。

不动产私募 REITs 的产品特点通常表现为两种性质不同程度的结合。站在评级机构视角，需要根据具体产品设置确定评级思路，偏权益类的产品无法分析信用风险，因此实操中采取的评级思路为判断投资等级，重点分析资产投资回报情况，需要说明的是投资评级讨论的不是投资收益的高低，而是实现长期稳定回报的可能性；偏债权类的产品仍可判断信用风险，分析重点为资产投资回报和相关主体履约能力及意愿。

（二）偏股型 OR 偏债型

持有型不动产 ABS 偏股型、偏债型两种性质的特点通常要根据交易方案的具体安排来判断和提炼。常见的偏债型特征一般体现在产品的增信安排中，主要分为底层现金流增信和专项计划端现金流增信两大类。

底层现金流增信

底层现金流增信可以提高底层资产现金流的稳定性，主要的方式主要有业绩补偿、业绩对赌和或有对价这几种形式，通常指在发生某些事件，如业绩不如预期或出现一些风险事项时，交易对手方向指定的主体支付业绩补偿金、违约金或固定金额的价款。通过对交易对手方履约能力的分析，上述价款可以一定程度上为底层现金流的实现提供信用支持，保障投资人的收益率水平。

专项计划端现金流增信

由于持有型不动产 ABS 没有固定利率，在专项计划端现金流的增信主要体现在对投资本金的保护上。常见的专项计划端的增信措施主要有开放退出和业绩对赌的回购。开放退出的资金作为专项计划现金流的一部分，回购或开放退出价格的约定和回购方的履约能力是分析增信效力很重要的考量，另外，开放退出的权利义务性、开放退出的时间等会影响投资人收益的实现。

判断产品属性为偏股型还是偏债型除了分析产品交易设置中是否存在对应增信安排外，还应根据其投资人收益的具体保障程度判断增信效力。评级机构需要根据产品交易设置细节及相关主体的信用水平判断产品风险特征，进而确定评级思路。

（三）资产投资回报价值分析

无论是偏股型还是偏债型产品，持有型不动产 ABS 评级过程中，均需对资产投资回报价值即资产预期可产生的经营现金流进行分析。资产现金流是持有型不动产 ABS 的核心，特别是对偏股性产品而言更是如此。现金流主要有两个类别，标的资产可分配现金流和专项计划可分配现金流。

1、标的资产可分配现金流

标的资产可分配现金流，基于对现金流的形成进行分析，即对标的资产的分析。

标的资产业态、区位环境和整体情况

目前持有型不动产 ABS 的标的资产类型如上文所述主要有高速公路、租赁住房、数据

中心和电站等，未来不排除有商业物业和酒店等业态类型。这些物业的运行情况会受区域经济、相关业态对应的市场情况和产业行业政策的影响。如若出现区域经济发展情况持续不及预期、市场竞争加剧、产业行业政策转向等情况，标的资产现金流的实现将会受到挑战。

此外，相关不动产的设计水平、施工水平、物理结构和使用年限，涉及土地的使用情况、权属情况，持有型不动产 ABS 产品通常期限较长，持有期过程中出现的问题也会对标的资产现金流的实现产生影响。

标的资产历史经营情况

标的资产的历史经营情况一直是持有型不动产 ABS 评级过程中非常重要的参考因素，在部分业态可比数据有限的情况下，其历史的真实运营数据就成为其未来现金流能否稳定实现的关键考量。在多个时间节点，不同运营周期，不同经济环境背景下，标的资产如商业地产的出租率、租金单价、收缴率等，高速公路的通行量、收费标准、车辆结构、季节波动等，过往的收入、成本数据可以很好的体现标的资产的运营稳定情况和遇到潜在风险情况时现金流会受到的影响量。同时，历史长期经营数据也能很好体现标的资产经营趋势，对标的资产未来的经营情况的判断有更高的参考价值。

标的资产现有经营情况

标的资产当前节点的经营情况作为专项计划的起点，如现有合约金额缴纳频率、收费频率，合约费用的增长机制，合约期限，分散程度等因素将决定未来一段时间内标的资产的现金流情况，具有较强的确定性，考虑到投资资金的时间价值，通常短期内标的资产带来的收益将很大程度影响 ABS 产品的整体收益率情况。

另外需要注意的是，持有型不动产 ABS 通常都会聘请运营管理机构来辅助管理人对标的资产进行运营管理，运营管理机构运营能力会对标的资产现金流产生直接的影响，因此运营管理机构选聘标准、激励及约束机制需要被着重关注。

2、专项计划可分配现金流

专项计划可分配现金流是最终分配给投资人的资金，标的资产可分配现金流在转化为专项计划可分配现金流的过程中，持有型不动产 ABS 作为结构化发行的产品，最终投资人可以获得的现金流会受交易架构的影响。因此对持有型不动产 ABS 评级过程中，需要对交易架构的搭建进行关注，主要有以下几个方面。

主要决策机制

持有型不动产 ABS 在分配过程中，通常有持有人大会、管理委员会和项目公司三个层面的决策。各个决策层面分管不同的事项，通过对不同层面决策机制的分析，可以清晰的判断投资人在收益分配过程中的话语权和影响力。有效的会议召开机制、有效的决议可以更好的保障投资人收益的获得。此外，针对部分事项设置的回避机制，可以防止因利益关系在相关决策中产生的利益冲突，保证决策过程的公正，进一步保障投资人的权益。

现金流划付安排

持有型不动产 ABS 的划付安排主要关注现金流从产生到分配给投资者的路径流程，主

要分为三个部分，账户设置、现金流归集流程和现金流分配流程。在评级过程中需要考察现金流在路径流程中产生风险的可能。独立且受到监管的账户设置，清晰的现金流归集和分配流程可以减少现金流与其他主体间的资金混同风险，减少冗杂繁复的流程，避免潜在的权属纠纷，保障现金流的可实现性。

其他重要交易安排

在专项计划可分配现金流实现的过程中，例如股债比例、外部贷款、开放退出安排，扩募机制也会对专项计划可分配现金流的实现产生影响。其中，需要注意股债比例对底层项目公司相关税费的影响，外部贷款对项目公司现金流的扣减情况。

此外，持有型不动产 ABS 的扩募机制也需要关注。持有型不动产 ABS 通常持有期限较长，扩募机制作为重要的交易安排，扩募资产的选取标准，扩募资产的收益分配流程，扩募环节的具体安排，也会对未来专项计划可分配现金流的实现产生影响。

（四）量化分析

在综合了宏观环境、区域环境、资产表现、决策机制、现金流划付安排和其他交易安排定性判断对现金流的影响之后，需要对影响后的现金流的情况进行量化分析，并以此来对持有型不动产 ABS 进行评级。

对于偏股型的产品，由于没有相关主体信用的充分参与，因此，对持有型不动产 ABS 的评级更多的是从投资收益的角度出发，通过多情景的模拟，来判断投资资金本金的安全性和投资资金获得超额收益（高于市场无风险利率以上收益）的可能性。

基础情景

基础情景即一般情景，根据现金流预测的结果，来对专项计划可分配现金流进行量化分析。

压力情景

压力情景则是在基础情景的基础上，经过压力参数的调整，来展示当宏观环境、资产情况发生变化时，现金流的潜在负面变化，并对压力的现金流进行量化分析，不同资产类型需根据资产运营特征选取适当的压力参数。如商业地产，常见的压力参数包括出租率、收缴率、增长率、成本率等。压力参数的选取则有两个思路，①可以通过标的资产自身纵向的判断和通过外部同业竞争者的情况进行横向比较来确定压力参数区间。这种压力参数的选取，通常是定性的，例如标的资产和周围同业竞争者历史最差表现，区域经济下滑的比例，极端情况出现的可能性等；②如果该类标的资产具有一致性共识的风险因子和对风险出现的概率能有比较清晰的概率推演，则可以通过蒙特卡洛模型选取不同的风险概率因子，来对专项计划可分配现金流进行量化的分析。这一类压力参数的选取，则容易面临一定的模型风险，若风险因子出现概率与实际情况不符，则压力情景的参考性就会受到影响。

通常评级机构通过模拟不同的压力组合来充分反应现金流有可能的波动风险，对不同的评级等级设置相应的压力约束标准以反映级别差异。

量化指标

对投资本金的回收及投资超额收益的量化的指标可以参照的主要有，①投资资金的静态回收期。②可分配现金流合计对投资资金的覆盖倍数。③资产支持证券的内含报酬率与同周期市场上的无风险收益率进行比较。在一定的压力情景下，来判断资产支持证券的内含报酬率是否高于市场同期限无风险利率，以及判断资产支持证券投资资金能否安全回收。

对于偏债型的产品，量化分析过程可根据相关主体增信安排的带入方式及程度调整压力标准，以反映主体信用在其中可产生的作用，相关分析可参考类 REITs 项目的评级思路，本篇文章不再赘述。

四、结语

由上文可见，联合资信对偏股性私募 REITs 投资等级的评定是以基础资产的运营表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，判断其投资回收安全性及能否获得超过市场无风险利率以上收益的可能性。需要根据持有标的资产的项目公司的现金流表现和交易文件条款的相关约定，构建投资回收及收益测试模型，通过不同情景的压力测试，来确定资产支持证券投资等级。偏债性私募 REITs 则主要靠完善的增信机制安排来引入增信主体的信用水平。但实操过程中，两者之间可能存在较大的过渡空间。在实际应用中，伴随着灵活的产品交易安排，评级机构往往需要结合两种性质的评级思路。例如现行部分不动产私募 REITs 产品中，在增信主体给予一定程度的信用支持基础上，另外设有考核底层资产现金流实现情况的相关机制，两种交易安排互为补充，既对产品存续期间项目公司的经营情况实现管理，也通过增信文件约定了相关增信主体的合同义务。或在不设预期收益率的前提下，设置增信主体对底层资产现金流表现的补足义务，补足至内部收益率（Internal Rate of Return, IRR）或其他投融资双方认可的一定标准。

在这些“既有股性，又有债性”的产品设计当中，评级机构需对相关交易安排进行一案一议，在最终评级结果中综合考虑产品风险特征。我们将结合具体案例经验，持续完善相关评级方法，助力更多、更灵活的产品顺利发行。