

财金视角

持有型不动产ABS是多层次REITs市场的重要一环

■ 谢若琳

构建并完善绿色金融体系、推进能源转型，是“双碳”行动及促进经济社会绿色低碳转型的重要支撑和必由之路。

我国正持续优化绿色金融体系。今年2月份，证监会出台《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》提出“丰富资本市场绿色金融产品供给，支持绿色产业企业发行上市、融资并购及发行绿色债券、绿色资产支持证券等”。

支持绿色产业企业直接融资，不仅有利于推动以能源转型为核心的绿色低碳转型，更是建设多层次、多元化REITs市场乃至资本市场的重要一环。事实上，直接融资更能精准匹配特定投融资需求，尤其直接融资项下资产证券化产品更为适配清洁能源生产性不动产“重资产投入、长运营周期、现金流稳定”的特性。

正因此，在各类绿色金融工具中，公募基金基础设施证券投资基金（公募REITs）凭借“资产盘活+长期融资”的优势，受到了清洁能源类原始权益人的特别青睐。

不过，自2020年4月份证监会、国家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》以来，我国已成功上市的新能源类公募REITs仅有8只，总募资额约200亿元，这相较于全市场公募REITs数量及规模，占比偏低。

在这一背景下，持有型不动产资产支持证券（持有型不动产ABS）逐步受到市场关注。市场期待，同属直接融资项下资产证券化产品——持有型不动产ABS能够成为公募REITs的有力补充，进一步满足能源转型等特定投融资需求。

今年8月份，由远景能源有限公司、泰康资产、财通资管联合发起的“泰康资产—财通—远景新能源持有型不动产资产支持专项计划（碳中和）”（以下简称“远景能源ABS”）于上海证券交易所成功挂牌。这是全国首单清洁能源持有型不动产资产支持专项计划（即“持有型不动产ABS”），远景能源ABS的设立，被视为创新融资形式推动清洁能源基础设施高质量发展的一次重要实践。

在多层次REITs市场中，持有型不动产ABS被定义为公募REITs前置投资（Pre-REITs）与公募REITs之间的过渡阶段。结合远景能源ABS的案例，持有型不动产ABS不仅具有公募REITs的诸多优势，还更为契合清洁能源生产性不动产投融资的实际情况。

一方面，持有型不动产ABS没有发行规模限制。但根据相关政策，首次发行公募REITs当期目标不动产评估净值原则上不低于10亿元。考虑到以风光电站为底层资产发行公募REITs，若需以基金置换项目公司原有借款，则基金总资产不得超过基金净资产140%的要求，以及对募资用途和原始权益人

持续开发能力、资产运营能力的要求，一般来说，首发公募REITs的清洁能源底层资产规模往往不低于200MW至300MW（且持续开发规模还要有一定的保障）。这就导致众多持有风光电站装机规模或持续开发能力不足的主体难以通过公募REITs盘活资产。

另一方面，持有型不动产ABS对底层资产的运营时间要求通常低于公募REITs。相对于公募REITs底层资产运营时间原则上不低于3年，持有型不动产ABS并未明确对底层资产运营时间的硬性要求。根据《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第2号——大类基础资产》，持有型不动产ABS底层资产须“具备成熟稳定的运营模式且已经开始运营”。运营时间不满1年的，管理人应当结合不动产项目经营合同签署情况、周边不动产经营情况、现金流回款情况等说明不动产项目运营稳定性。

这十分有利于风光电站等清洁能源经营性不动产投资主体快速回笼资金，以更好适应清洁能源技术的快速迭代，抢抓市场机遇。同时，由于远景能源ABS以平价风电场为底层资产（即风电上网电价与火电持平，不含补贴），不存在绿色权益“双重计算”问题，而能够满足更多企业ESG合规、SBTi审计、CDP披露等诉求。例如，丰田通商（中国）有限公司投资远景能源ABS，旨在推动自身绿色转型。

总体来看，持有型不动产ABS除了具有

与公募REITs类似的产品期限长、可扩容等优势外，还有颇多对原始权益人更为友好的“设置”。例如，持有型不动产ABS发行规模可基本接近资产估值；资金用途无限制；监管审批时间短；可引入资产估值50%的外部银行贷款；在资产控制前提下，允许专项计划不持有项目公司全部股权；原始权益人可以灵活设置运营管理及其他控制权特殊条款；无收益分配机制要求；对发行人自持比例无特别要求（一般建议不低于5%）；可通过定期开放退出满足部分投资者的流动性需求等。

在政策大力推动、市场积极响应的背景下，可以期待，持有型不动产ABS将成为多层次、多元化REITs市场的重要一环，为包括绿色低碳转型在内的高质量发展持续提供动能。



央行调整14天期逆回购操作方式释放三重信号

■ 刘琪

公开市场14天期逆回购操作方式迎来重大调整。9月19日，中国人民银行（以下简称“央行”）公告称，为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，即日起，14天期逆回购操作调整为固定数量、利率招标、多重价位中标，操作时间和规模将根据流动性管理需要确定。

逆回购是央行向一级交易商购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给一级交易商的交易行为。简单来说，逆回购是央行向市场上投放流动性的操作，逆回购到期则是央行从市场收回流动性的操作。从今年的操作节奏来看，截至9月21日，央行仅在1月21日至1月27日即春节假期前开展过14天期逆回购操作，其余时间则处于“休眠”状态。

在笔者看来，央行此次调整14天期逆回购操作方式释放出三重关键信号：

其一，进一步强化7天期逆回购操作利率的政策地位。过去很长一段时间，14天期逆回购操作利率始终与7天期逆回购操作利

率亦步亦趋，固定按7天期逆回购操作利率加15个基点定价，即便是在7天期逆回购操作利率被明示为政策利率后亦然。因此，市场把14天期逆回购操作具有政策属性的工具，这种定位会在一定程度上模糊政策利率的定位。

此次调整为多重价位中标后，14天期逆回购不再具有统一中标利率，而是由参与机构根据自身资金需求、风险偏好自主报价，通过市场化原则确定最终中标结果。这一变化不仅明确了14天期逆回购流动性投放工具的定位，更让7天期逆回购操作利率的政策地位更加清晰，有助于减少利率信号传导中的“杂音”。

其二，货币政策框架向价格型调控的转型正在持续推进。去年7月份，央行将7天期逆回购操作方式调整为固定利率、数量招标，操作利率不再是中标结果，而是由央行根据货币政策调控需要确定，以此推动货币政策框架向价格型调控转型。同时，央行还增加临时正、逆回购操作，利率分别在7天期

逆回购操作利率的基础上加加点确定，进一步突出其政策利率地位，框住货币市场利率波动范围。在此基础上，通过延后操作时间、调整中标机制等方式，实现了中期借贷便利（MLF）利率政策属性的完全淡出。

本次14天期逆回购操作方式的调整，也可以看作这一系列改革措施的进一步延续。这意味着我国货币政策框架转型正在持续推进，更加注重发挥价格型调控的作用。通过不断深化利率市场化改革，提升金融机构自主定价能力，理顺由短及长的利率传导关系，充分发挥利率调节金融资源配置机制的作用，能够更好地提升金融支持实体经济的效果。

其三，央行流动性调控的灵活性与精准度再上一个台阶。从央行以往的操作来看，14天期逆回购操作通常在春节以及“十一”这类7天或更长的假期前开展，以满足假期前后市场的流动性需求。眼下“十一”假期临近，央行或将在假期前开展14天期逆回购操作，因此提前公告操作方式的调整也有一

定必要性。

更重要的是，根据央行公告，14天逆回购的“操作时间和规模将根据流动性管理需要确定”，这一方面表明，未来其开展将不再局限于上述的固定时点，央行可根据资金面变化随时启用，让流动性调节更加“随需应变”；另一方面，操作规模按需确定体现出央行对流动性投放的精细化把控，这也正是落实落细适度宽松的货币政策的题中之义。

当前，央行流动性工具箱储备充足，期限分布更趋合理：长期有降准、国债买卖，中期有MLF、买断式逆回购操作以及各类结构性工具，短期有公开市场7天期和14天逆回购，以及临时正、逆回购。展望后期，在适度宽松的货币政策基调下，央行大概率会继续根据经济和市场实际运行情况，适时投放不同期限的流动性来满足市场阶段性的需求，保持流动性充裕，同时不断优化和创新结构性货币政策工具，以更好服务实体经济高质量发展。

多家公司同日披露收到监管『罚单』说明了什么

9月19日晚间，上海复旦复华科技股份有限公司等7家公司披露收到监管部门有关调查处罚的情况，其中1家被立案调查，5家收到行政处罚事先告知书，1家收到行政处罚决定书。

9月份以来，已有20家公司收到监管“罚单”（包含行政处罚事先告知书和决定书），这些“罚单”指向财务造假、资金占用、信披违法等违法违规行为，且不仅涉及上市公司，还包括退市公司。这再次给上市公司敲响了规范发展的“警钟”。

在笔者看来，监管“长牙带刺”、有棱有角，将对财务造假、资金占用、信披违法等违法违规行为保持高压态势。财务造假、资金占用等是资本市场“毒瘤”，严重侵蚀市场根基，一直以来都是监管部门严打重点。9月份以来密集披露的“罚单”中，超过一半涉及财务造假，其中2张“罚单”金额超过1亿元，进一步凸显监管部门“零容忍”和“严监管”的态度，监管部门将坚定不移、毫不懈怠地铲除财务造假等“毒瘤”，维护市场秩序，营造风清气正的市场环境。

值得一提的是，监管秉承“退市不免责”原则，市场各方必须摒弃侥幸心理。

9月份以来，已有3家退市公司收到“罚单”：上海龙宇数据股份有限公司、亿利洁能股份有限公司（以下简称“亿利洁能”）涉及财务造假被罚，恒立实业发展集团股份有限公司则因未按期披露2024年年度报告被罚。这对退市公司形成有效震慑，重申监管部门对违法违规行为将“一查到底”，绝不会因退市而“翻篇”。而在公司被处罚的同时，相关责任人也被重罚，亿利洁能财务造假案中涉及董监高等“关键少数”多达29人，警示市场各个环节参与者都不能抱有侥幸心理，强化合规意识。

毫无疑问，监管正着力推动形成“优胜劣汰”市场生态，保护投资者合法权益。

监管部门以雷霆手段惩处、清除“劣币”，目的是呵护和培育“良币”，塑造“优胜劣汰”的市场生态。当财务造假、欺诈发行的公司被重罚甚至清理出市场后，其所占据的资本等资源将会释放出来，重新流向那些治理规范、专注创新的优质上市公司。同时，这也必将引导投资者关注点从“讲故事”“炒概念”转向基于基本面的价值投资，重塑市场估值体系，使资本市场真正成为国民经济高质量发展的“晴雨表”。

目前来看，行政处罚依旧是投资者民事追责、刑事追责以及投资者索赔的重要依据，而立体化追责体系将进一步抬高违法成本，切实维护资本市场公平正义。

也要看到，立案调查、行政处罚仍侧重于事中、事后监管，如何进一步加强事前监管，防患于未然，仍是资本市场面临的重要难题。后续仍需监管部门完善制度设计，引导上市公司强化内生约束机制，压实中介机构责任，发挥市场监督力量，完善事前、事中、事后监管的综合惩戒体系。

总而言之，密集出现的罚单向市场各方传递出一个清晰的信号，监管部门正以坚定的决心和强有力的手段，塑造一个更加规范、透明、健康、有活力的资本市场，增强投资者对资本市场的信心，更好发挥资本市场服务实体经济的功能。

国际资本深度参与与中国公司再融资凸显信心

■ 张敏

9月15日，光伏龙头企业协鑫科技宣布，获得有中东主权基金背景的国际知名投资机构无股权投资约7亿美元战略投资。仅三天后，微盟集团也宣布获得无股权投资2亿美元认购。更早之前，药明康德、比亚迪等公司H股配售也吸引了多家海外机构参与。国际资本频频出手锁定中国多领域龙头企业，显示出对中国经济转型核心赛道的高度认可。

与普通二级市场投资不同，再融资通常以定向增发、配股等方式进行，往往资金规模较大，并没有严格的锁定期，对投资者的尽调能力、资金实力和产业理解均提出更高要求。国际资本积极参与这类投资，说明其并非着眼于追求短期套利，而是真正看好中国企业的长期价值和成长潜力，愿与中国优质企业共同成长。

从宏观角度看，不断优化的外商投资政策环境为国际资本参与中国企业再融资提供了有力支撑。

去年，商务部、证监会、国务院国资委等联合发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，鼓励外资开展长期投资、价值投资。今年2月份，《2025年稳外资行动方案》发布，明确提出鼓励外资在华开展股权投资。

5月份，证监会主席吴清表示，证监会将坚定不移推进资本市场高水平对外开放，进一步完善对外开放格局，稳步推进一系列对外开放的务实举措。

7月份，国家发展改革委等部门发布《关于实施鼓励外商投资企业境内再投资若干措施的通知》，涉及便利外汇资金使用等内容。9月份，国家外汇管理局发布《国家外汇管理局关于深化跨境投融资便利化改革有关事宜的通知》，进一步明确“允许外商直接投资项下外汇利润境内再投资”，大幅提升跨境投融资便利度。

覆盖准入、投资、退出全流程的政策体

系不断完善，为国际资本深耕中国市场奠定了坚实基础。

从企业角度看，中国科技企业创新实力的跨越式发展，正在不断重塑国际资本对中国经济的认知。

中国科技实力的突破性进展成为吸引外资回流的内在动力。国际资本不再简单地将中国视为“世界工厂”，而是真正意义上的全球科技创新策源地。

一方面，我国科技研发投入持续增加。2024年我国全社会研发投入超3.6万亿元，较2020年增长48%；研发投入强度达到2.68%，超过欧盟国家平均水平；研发人员总量世界第一。2024年，524家中国大陆企业进入全球工业研发投入2000强，占上榜企业比重达26.2%；高新技术企业超50万家，较2020年增加83%。



另一方面，科技创新成果不断涌现。在量子科技、生命科学、物质科学、空间科学等领域，我国取得一批重大原创成果，高水平国际期刊论文数量和专利申请量连续5年位居世界第一。数据显示，我国综合创新能力排名由2020年的第十四位提升至2024年的第十位。

更重要的是，科技创新正加速转化为企业业绩增长动力，成为外资积极参与再融资的核心考量。今年以来，在低空经济、创新药、人形机器人、商业航天等领域，企业逐渐迈入创新投入的业绩兑现期。

例如，在医药创新领域，2025年上半年创新药对外授权总金额已接近660亿美元，其中多笔交易金额超过10亿美元，部分药企通过创新药海外授权（license-out）实现了业绩大增。

在人形机器人赛道，据新战略产业研究所数据，2025年上半年，国内公开披露的人形机器人中标项目数量已超过83个，合同金额合计近3.3亿元；进入下半年，优必选、智元机器人等公司相继斩获人形机器人订单。随着订单的交付，人形机器人相关企业的业绩也进一步夯实。

通过参与再融资，国际资本的角色正在从财务投资者转向战略合作伙伴，更深度融入中国经济的创新发展过程中。除了注入资金，它们还在公司治理、技术合作和海外市场拓展等方面为企业赋能，形成互利共赢的合作模式。随着中国资本市场制度开放向纵深推进，科技创新与产业升级持续释放红利，国际资本也将更加积极地布局中国创新科技企业，与其共同成长、共享发展红利。