



引入长钱、盘活存量

不动产私募投资基金常态化可期

■本报记者 昌校宇 方凌晨

自2023年2月启动以来,不动产私募投资基金试点已走过三年多探索期。作为资本市场支持房地产转型的一项创新工具,试点在保障性住房、商业经营用房等领域取得阶段性成效。

随着房地产发展新模式逐步明晰,不动产私募投资基金的职能和定位进一步明确。近日,中国证监会发布的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》(以下简称《意见》)提出,“持续推进不动产私募投资基金试点工作”。未来,这一试点将在引入长期资本、盘活存量资产、适配行业融资格局变化等方面产生积极作用。

行业专家、中介机构人士、试点参与机构负责人等对《证券日报》记者表示,不动产私募投资基金试点的路径已基本跑通,但其发展仍存在瓶颈和短板。随着相关制度逐步完善、试点经验不断积累,不动产私募投资基金常态化可期。

试点成效初步显现

加快构建房地产发展新模式,离不开相匹配的资本市场服务体系。

2023年2月20日,中国证监会启动不动产私募投资基金试点工作,中国证券投资基金业协会同步发布《不动产私募投资基金试点备案指引(试行)》(以下简称《试点指引》),新设“不动产私募投资基金”类别,并采取差异化的监管政策。《试点指引》对申请设立不动产私募投资基金的管理人设置门槛,包括须同时满足“实缴资本不低于2000万元人民币”等十项要求。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等6家头部机构欣得“头啖汤”,此后国寿资本等也参与其中。

本次发布的《意见》明确提出,支持符合规定的私募基金管理人设立不动产私募投资基金,引入机构资金,投向符合政策要求的不动产项目。

“不动产私募投资基金不再只是‘盘活存量资产’的一项工具性安排,而是被放进了‘构建房地产发展新模式’的整体制度设计里。”国浩律师(上海)事务所合伙人、律师刘军对《证券日报》记者表示。

在刘军看来,房地产发展新模式的背后,有一个绕不开的金融命题:过去支撑行业的资金,绝大部分是以银行开发贷、信托、债券为代表的债权资金,回收逻辑依赖房屋销售回款;而持有运营型的不动产,收益来自租金和运营现金流,周期长、回报率相对稳定。两者期限和风险不匹配,必须有承接不动产的权益型长钱介入才能真正实现金融服务闭环,而合规、透明的



图片素材来源:视觉中国

不动产私募投资基金正是权益型资金进入不动产的最佳载体之一。

2023年启动不动产私募投资基金试点解决了“能不能做”的问题,从三年多来的实践来看,试点取得了阶段性成效。

作为首批不动产私募投资基金试点管理人之一,高和资本执行合伙人周以升介绍:“高和资本聚焦不动产市场向存量经营转型的趋势,发挥主动管理型股权投资优势,将资产收购、运营提升、资本结构安排和退出统筹起来,探索连接市场资金与优质不动产资产的长期投资模式。”

试点在保障性住房、商业经营用房等领域已有落地案例。例如,高和资本已在购物中心、物流仓储等领域有所实践,设立荟聚购物中心资产包核心型基金、万达商业资产包基金、九州通医药物流Pre-REITs基金等。刘军对试点成效的总体判断是:制度通道已经打通,示范意义大于总量意义,市场仍处在“小步慢走”的阶段。“目前,不动产私募投资基金规则体系基本成型,实践中落地的项目底层资产,与公募REITs(不动产投资信托基金)的资产类别高度呼应,这说明市场已经自发地按‘可退出’的标准去筛选资产,Pre-REITs的路径意识普遍建立起来了。”

北京利物投资管理有限公司创始人、合伙人常春林对《证券日报》记者表示:“不动产私募投资基金在盘活存量资产、引导机构资金方面已见成效,尤其在资金端,保险资金等长线资金对于不动产另类资产认可度较高。”

规模化发展仍有瓶颈

不过,从试点实践看,制度跑

通并不等于规模放量,目前试点在规模层面的进展仍然有限。“从备案规模看,试点基金在整个不动产投资体量中的占比仍然很小。”刘军坦言,三年多的时间,更多是把制度跑通了,把路径试出来了,规模的释放还有待若干关键约束的解除。

记者在采访中了解到,税负水平、长期资金供给和专业管理人储备等方面的瓶颈,制约了不动产私募投资基金规模化发展。

“税负和交易成本是最直接的影响因素。”刘军从法律角度分析,从不动产交易模式来看,采取资产转让路径,土地增值税、增值税、契税、企业所得税叠加,税收负担较大;采取股权收购路径,虽然可以规避部分流转税,但要承接项目公司的历史债务和合规瑕疵,且未来退出时的土地增值税并未消除。企业重组的特殊性税务处理、资产划转的免税待遇,对涉房主体的适用一直存在较大不确定性。此外,基金层面与投资人层面的税务处理、合伙企业穿透征税在各地执行口径不一,都增加了交易的不确定性。

募资端的挑战同样突出。清华大学全球私募股权研究院研究部总监李诗林对《证券日报》记者表示,不动产私募投资基金试点门槛较高,将不少机构挡在门外。保险资金等长期资金配置不动产私募投资基金,仍需监管部门进一步优化相关制度。

刘军也提到,保险资金投资私募股权基金有管理人资质、偿付能力资本占用等要求,银行理财、养老金进入不动产权益投资的通道尚未完全打通;同时,近几年不动产资产价格处在调整期,机构对底层估值

和未来退出价格缺乏信心,普遍是“愿意看、不敢投”,尽调做了很多,落地很少。“募资难不是产品设计的问题,而是资产价格预期和资金准入规则共同作用的结果。”

谈及推动相关工作的难点,北京新鼎荣盛资本管理有限公司董事总经理汪志伟认为,主要在于优质合规标的稀缺,符合政策要求、现金流稳定的资产集中于少数平台。而且,不动产私募投资基金周期较长、回报偏慢,与部分机构短期考核机制存在冲突。

基于试点工作实践,周以升提出三方面建议:一是加快完善工商业用地使用权续期制度,进一步明确适用条件、申请时点、续期期限、费用计收方式和办理流程,提高不同地区政策执行的稳定性和可预期性;二是完善不动产私募投资基金与机构间REITs、公募REITs的衔接,为资产在不同产品载体之间的流转提供政策支持;三是提高城市更新、存量资产重组和盘活效率,完善历史手续、权属问题以及用途调整、税收和登记等环节的政策衔接。

有望释放更大资本效能

尽管瓶颈尚存,但受访人士普遍看好不动产私募投资基金的发展潜力。他们认为,一旦试点完成验证、转为常态化机制,不动产私募投资基金将释放更大资本效能。

李诗林结合国际经验分析称,不动产私募投资基金在盘活房地产存量资产、处理不良资产方面具有特定优势。管理人可以通过设立不动产私募投资基金募集资金,收购部分存量地产,将其改造为保

障性住房、廉租房、青年公寓等多种新型住房,从而盘活存量资产,为社会增加有效供给,同时为房地产企业“减负”。

“随着试点逐步推广开来,在新模式下,不动产私募投资基金将成为‘存量资产—机构资金—公募退出’循环的重要枢纽,以及助力房地产市场稳定的关键基础设施。”常春林如是说。

在刘军看来,随着试点逐步推开,其影响主要体现在两个方面:一方面是改变行业融资结构。权益型资金的进入,能够降低不动产持有环节的杠杆水平,让资产回归“运营现金流决定价值”的定价逻辑,也让风险由有能力承担的机构投资者分散承担,而不是层层压在银行体系和购房人身上。另一方面是形成“投融管退”的完整闭环。私募基金收购培育、公募REITs上市退出、回收资金再投入新的项目,不动产领域就有了和股权投资支持科技创新类似的资本循环机制。这个循环一旦建立起来,行业就无需依赖预售回款和债务滚动来维持运转。

刘军还提到,当持有型资产可以通过基金实现资本化,房企就有机会从“开发商”转型为“资产管理者和运营服务商”,收入从销售差价转向管理费、运营收益和超额收益分成。

“大量资产并不是没有价值,而是需要重新发现价值。”正如周以升所言,房地产行业从增量开发转向存量运营,并不意味着行业价值消失,而是价值创造方式发生转变。过去,一个项目的价值主要在开发阶段兑现;未来,越来越多价值将在收购、重组、运营、证券化和长期持有的过程中实现。

9月商业银行金融债发行提速

■本报记者 彭 妍

9月以来,商业银行金融债发行节奏明显提速,多家银行在银行间市场集中披露金融债发行相关公告。

受访专家表示,银行密集发行金融债的核心目的是补充中长期稳定负债,优化负债结构,缓解存款增长压力。展望后市,金融债整体发行规模有望维持高位。

从本轮集中发行情况来看,银行金融债发行呈现出国有大行、股份制银行领衔,城商行、农商行等中小银行积极参与的格局。发行品种丰富,涵盖绿色金融债、城市更新专项金融债、小微企业贷款专项金融债以及普通金融债等。

具体来看,9月10日,工商银行披露2026年第一期绿色金融债券(债券通)发行公告,债券基本发行规模200亿元,分为180亿元、20亿元两个品种。若全场申购倍数达到1.4倍及以上,该行可行使超额增发权,两品种合计最大增发规模不超过200亿元。

同日,浦发银行披露2026年第一期金融债券发行公告,基本发行规模200亿元,若全场申购倍数达到1.4倍及以上,该行可超额增发规模不超过100亿元。

城商行发行梯队分化明显,9月以来,上海银行以200亿元的基本发行规模领跑,其余城商行基本发行规模相对偏小。其中,青岛银行、四川银行、贵州银行、宁波通商银行基本发行规模分别为45亿元、40亿元、30亿元、25亿元。除此之外,杭州银行、苏州银行、重庆银行、沪农商行等多家银行也已陆续披露或落地金融债发行工作。

拉长时间维度看,今年7月以来,银行金融债发行呈现持续升温态势。博通咨询首席分析师王逢博对《证券日报》记者表示,一方面,专项金融债资金用途具有明确指向性,绿色金融债、小微专项债募集资金需定向投向绿色产业、小微企业贷款,助力落实政策导向,加大对应领域信贷投放;另一方面,当前市场资金面整体平稳,发行成本处于相对低位,是银行低成本获取长期资金的有利窗口。

中信证券首席经济学家明明对《证券日报》记者分析称,7月以来银行密集发行各类金融债,是多重因素共振的结果:银行需要借助金融债补充中长期稳定资金,优化资产负债结构、满足监管指标;当前市场利率处于低位,发行成本可控;同时,三季度属于传统发债窗口期,机构配置需求较大。

展望未来,明明认为,金融债整体发行规模有望维持高位,结构性分化特征将愈发明显。国有大行、股份制银行仍为发行主力,绿色、小微等专项金融债规模将提升;中小银行发行难度相对更高。在资金面维持宽松、机构配置需求较强的背景下,银行发债利率大概率维持低位震荡。

王逢博则表示,政策层面持续鼓励银行借助专项金融债支持小微、绿色、城市更新等重点领域,绿色、小微专项金融债供给有望保持稳定。普通金融债发行更多取决于银行自身中长期负债缺口,部分中小银行若资产扩张放缓,发行节奏或将趋缓。

消费金融公司“贷”动智能家居消费

■本报记者 李 冰

近日,商务部等8部门印发《促进智能家居消费行动方案》(以下简称《行动方案》),其中提出,引导金融机构加大对智能家居消费等贷款支持力度,积极支持消费者购买智能家居相关产品。

记者获悉,2026年以来,持牌消费金融公司已运用场景分期、线上消费贷、贴息等方式,依托多元场景承接居民消费需求。

依托产业场景优势的海尔消费金融推出“智家分期”,在全国数千家线下门店落地,覆盖智能门锁、智能厨电、全屋成套智能设备,围绕家电分期、教育分期等民生场景,采用贴息模式,为消费者提供低息乃至免息的分期方案。

海尔消费金融相关负责人表示在接受《证券日报》记者采访时表示,目前智家分期已落地全国2000家海尔专卖店。截至2026年6月末,智家分期累计贴息放款金额1.73亿元,惠及用户1.1万人次。

头部持牌消费金融公司依托线上场景,让财政贴息红利直达消费者。蚂蚁消费金融相关负责人对《证券日报》记者表示,该公司从两方面发力支持智能家居消费:一方面精准匹配金融供给,目前已可识别含装修在内230余个消费场景需求;另一方面,消费者线上、线下选购家居家装商品时,可通过花呗分期享受国家贴息,同时平台联合商家针对部分商品推出分期优惠。

还有多家持牌消费金融公司推出专项消费贷,瞄准旧房改造、全屋智能定制等需求。例如,中原消费金融在家电、家居装修、文旅、餐饮住宿等消费领域持续加大金融支持力度。中原消费金融相关负责人对《证券日报》记者表示,该公司围绕提额降息推出系列主题活动,通过消费补贴、分期免息等方式让利消费者。2026年上半年相关举措累计惠及用户61.5万人次,为用户让利超363万元。

《行动方案》的相关部署,为消费金融公司支持智能家居消费进一步指明了方向。

“《行动方案》统筹支持全屋智能家居购新,对消费金融公司而言意味着场景边界拓宽。”苏商银行研究院高级研究员杜娟对《证券日报》记者表示,相关政策能够激发需求端与供给端全链条产业活力,有助于消费金融公司市场拓展、跨界合作、服务生态构建。

展望后市,随着《行动方案》持续落地,各地智能家居购新补贴加快出台,叠加个人消费贷款财政贴息政策效能持续释放,智能家居消费信贷赛道红利不断显现,持牌消费金融公司服务边界持续拓宽。

中国邮政储蓄银行研究员姜飞鹏对《证券日报》记者表示,未来持牌消费金融公司将聚焦四大方向发力:一是深耕消费场景,由产品导向转向场景导向,深度融入智能家居、家电以旧换新、文旅教育等民生消费生态;二是夯实自营能力,持续强化自主获客能力,提升风险管控水平;三是加快数字化转型,依托AI大模型、智能风控体系提升服务效率,实现客户精细化定价;四是深化普惠服务下沉,重点覆盖县城乡村及新市民群体,挖掘下沉市场消费潜力。

平安医药精选基金经理周思聪:

创新药板块估值中期拐点已现

■本报记者 昌校宇

经历上半年“产业热度较高、股价表现偏冷”的阶段后,创新药板块近期关注度有所回升。围绕产业趋势、政策环境与投资框架,《证券日报》记者近日专访了平安医药精选基金经理周思聪。她认为,创新药板块估值中长期趋势偏积极,后续更可能是“阿尔法”主导的结构性修复,建议重点关注具备全球竞争力的标的。

产业趋势稳中向好

谈及政策环境,周思聪表示,《国民健康“十五五”规划》提出“全链条支持创新药和医疗器械发展应用”,这一表述值得关注。在她看来,政策支持不仅涉及研发端,也延伸至审评审批、临床使用、前沿技术、医工协同和AI(人工智能)赋能等环节,创新药械在健康中国建设中的定位更加明确。

“同时,续约、竞价规则优化,临床价值和患者获益更受重视,高质量创新商业化路径可预期

性有所提升。”周思聪认为,对投资者而言,这有助于形成“研发—上市—放量—再投入”的闭环。

上半年,创新药板块曾出现产业热度与股价表现的背离。周思聪认为,产业端并不冷:出海BD(商务拓展)、后期临床、海外成药、部分商业化兑现等方面都在向好;冷的是定价权和资金注意力。

周思聪将近期创新药板块修复的核心逻辑概括为三重共振:基本面的价值回归、政策端持续释放积极信号、资金回流。基本面方面,2026年上半年创新药对外授权交易总额约1000亿美元至1100亿美元,达到2025年全年的八成左右;模式从“卖管线换现金流”逐步升级为更高首付款、更深绑定的“全球研发合伙人”。5月以来,海外成药好消息不断,最快明年年初,新产品就有望开始贡献海外收入。资金方面,科技板块交易拥挤度上升后,部分获利或止盈资金寻找“业绩较好、逻辑较硬、估值相对低位”的成长资产,创新药承接了这批再平衡资金。

创新药是否到了“产业景气与

股价重新共振”的节点?周思聪判断,中期拐点已经出现,但尚未进入全面普涨阶段。长期来看,这一轮修复未必只是短期脉冲,有可能逐步成为新一轮行情的起点;但不同于2025年的集体重仓,未来更可能是“阿尔法”主导的分化。创新药企业研发周期,产品周期差异较大,较难呈现统一的“贝塔”。优质资产的股价开始走强,但全板块仍以结构性修复为主。

展望下半年,周思聪认为创新药有望成为重要成长主线。一方面,行业基本面相对扎实。同时,定价逻辑正从单纯的主题或BD预期,逐步转向“估值+盈利+事件”共同驱动。另一方面,第二季度公募付款,更深度绑定的“全球研发合伙人”。5月以来,海外成药好消息不断,最快明年年初,新产品就有望开始贡献海外收入。资金方面,科技板块交易拥挤度上升后,部分获利或止盈资金寻找“业绩较好、逻辑较硬、估值相对低位”的成长资产,创新药承接了这批再平衡资金。

选股看重兑现

在结构性行情中,选股和风控

的重要性随之上升。周思聪的投资框架可以概括为:先找子行业“贝塔”,再找产品周期“阿尔法”;相对集中持股,侧重有把握的方向,减少频繁交易。

第一层是子行业景气与政策周期,把仓位重点放在政策红利与产业趋势向上的赛道。第二层是产品周期节点,不仅挑选“好公司”,更要关注产品周期位置——关注临床二期、三期读出积极结果、接近商业化、经营逐步改善,或全球权益重仓兑现现阶段。对早期资产,原则是“要么最快,要么最好”;空间要大、格局要清、数据要硬。第三层是组合形态,个股通常不追求过度分散,更倾向于研究透彻后适度集中、长期持有;创新药内部差异较大,过度分散未必能有效分散风险,适度集中反而有助于把风险看清。

选股层面,周思聪关注临床数

“基金经理·行进中的思考”系列报道