



沪深交易所资产支持证券 2 号指引修订解读

——新增专章补位、细化规则护航

结构融资部 | 赵鑫

2026 年 8 月 7 日

摘要：

2026 年 7 月 24 日，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《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（2026 年修订）》和《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第 2 号——审核重点关注事项（2026 年修订）》（以下简称《2 号指引》），本次修订以专章形式明确不动产基础资产定义、审核关注要点、信息披露要求和特别规定，从规则层面明确机构间 REITs 产品定位，有助于中小规模经营性资产持有主体打通资产证券化直接融资渠道，盘活存量资产，优化债务结构，助力构建我国公募 REITs-机构间 REITs-CMBS 多层次不动产证券化体系，同时，《2 号指引》对原指引部分条款进行优化调整，监管规则进一步突出大类基础资产“资产信用”导向并压实管理人等中介机构履职责任，有助于降低市场整体信用风险、改善资产证券化发行市场环境，进而推动资产证券化市场持续规范发展。

关键词：资产支持证券；大类基础资产；机构间 REITs；挂牌审核

正文：

一、修订要点

（一）新增专章明确不动产基础资产审核关注要点

《2 号指引》增设专章对不动产基础资产定义、范围、审核要点等进行明确，其中资产类型与国家发展改革委发布的《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》趋于一致，与公募 REITs 相衔接，类型覆盖收费公路、能源、生态环保等经营权类项目和购物中心、仓储物流、数据中心、养老设施等产权类项目，并允许多种业态混包发行。不动产基础资产的准入标准、资产评估、资产运营

要求和现金流要求在原不动产抵押贷款基础资产基础上进行优化调整，同时，《2号指引》中不动产基础资产章节与不动产抵押贷款基础资产章节对资产合规性、现金流、评估、资产运营等相关要求保持了一定的统一性。

表1 新增不动产基础资产审核要点

维度	主要内容
资产定义	直接或者间接持有不动产项目所有权或者经营权利的项目公司股权、信托受益权等 财产权利 ；
资产类型	经营权项目 ：收费公路、能源项目、公用事业项目、生态环保项目等； 产权类项目 ：购物中心、写字楼、酒店、产业园区、仓储物流、租赁住房、水利设施、数据中心、文旅景区、养老设施等； 其他：其他沪深交易所认可的资产类型； 可混包发行 ；
准入标准	权属清晰，资产范围明确，具有可处置性，并依照规定完成了相应的权属登记（如适用）； 不存在法定或者约定的限制转让的情形，且转让已经获得有效的审批手续（如适用）； 保障不动产项目稳定运营的关键合规手续原则上应当齐备； 不动产项目的土地实际用途应当与其规划用途、权证所载用途相符； 不动产项目涉及经营资质的，相关经营资质应当合法、有效；
运营要求	具备 成熟稳定 的运营模式且已经开始运营，运营不满1年，需说明运营稳定性； 经营合同应当符合相关合同登记备案的管理规定（如有）； 产生的现金流应当 能够覆盖不动产项目运营支出且有盈余，不依赖主体补足 ；
现金流要求	基于真实、合法的经营活动产生 ，形成现金流的法律协议或者文件（如有）合法、有效，具有商业合理性，价格或者收费标准符合相关规定； 符合市场化原则，原则上 不依赖第三方补贴等非经营性收入 ； 具有独立性、持续性和稳定性，最近三年（未满三年的，自开始运营起）存在异常波动的，管理人应当披露波动原因和合理性； 来源合理分散 ；
评估要求	原则上应当以收益法作为主要估价方法，充分考虑市场环境和不动产项目特征， 合理确定估值参数 ，审慎预测评估价值； 管理人应当在计划说明书中披露现金流预测情况， 说明相关参数设置的合理性 ，并充分揭示实际现金流不及预期的风险； 不动产项目评估报告中 收益法预测现金流与现金流预测报告差异比例超过10% 的，管理人应当在计划说明书中说明差异的原因及其合理性。

数据来源：根据公开披露资料整理

（二）新增专章明确不动产证券化特别规定

《2号指引》新增的第七章“不动产证券化业务的特别规定”，适用于机构间REITs，本次修订正式在监管规则层面明确该产品定位。产品结构方面，明确其权益属性，不设置分层、固定还本付息、外部增信、强制性底层资产回购等安排，设定90%以上分红比例并规范运营管理。此外，机构间REITs不设置扩募间隔期要求，为持续盘活存量提供监管规则基础。整体看，沪深交易所对于不动产基础资产及机构间REITs审核



要点要求基本一致。

表 2 新增不动产证券化特别规定主要内容

维度	主要内容
结构设计	分配主要依赖于底层不动产项目资产的运营收益； 不设置固定还本付息安排，不设置主体担保、差额补足承诺等外部主体增信措施； 采用 平层结构 设计，不设置结构化分层； 资产支持证券 不设置 由原始权益人或者其关联方承担的 强制性底层资产回购安排 ； 建立与权益属性相匹配的内部治理机制，由管理人或者其委托的运营管理机构对底层不动产项目资产进行管理、运营与处置；
运营管理机构	具备同类项目运营经验，原则上配备不少于三名具有 5 年以上不动产项目运营或者投资管理经验的 核心负责人员 ； 管理人应当披露运营管理机构以及运营团队人员构成、管理规模、运营稳定性、在管不动产项目情况，以及历史业绩等运营表现情况， 充分说明运营管理机构的管理能力 ；
收益分配	明确约定并披露存续期的收益分配安排，专项计划原则上应当将 90%及以上年度可供分配金额以现金形式分配给投资者 ，分配比例低于 90%的，管理人应当充分说明原因以及合理性；
扩募安排	已挂牌转让的机构间 REITs 可以按照沪深交易所资产支持证券扩募业务有关规定开展扩募，购入新的优质不动产项目；管理人在产品挂牌转让后即可提交扩募申请， 不设置间隔期要求 。

数据来源：根据公开披露资料整理

（三）完善各大类基础资产审核关注要点

《2 号指引》针对债权类、未来经营收入类和不动产抵押贷款等基础资产审核要点进行修订。针对**债权类基础资产**，重点强化底层债权真实性核查，规范保理应收账款准入，严禁债务人垫付保理资金，严控虚假贸易融资类资产入池，要求中介机构强化核查；优化非金融机构不良资产入池与信息披露要求；融资租赁资产增设租赁物负面清单，重点核查租赁物处置变现能力；此外根据最新行业监管政策，调整个人互联网消费贷款金额上限要求。针对**未来经营收入类基础资产**，重点强调基础资产现金流扣除归集现金流后应当能够覆盖维持特定原始权益人持续稳定运营的支出。针对**不动产抵押贷款基础资产**，主要参照新增不动产基础资产章节同步进行优化。

表 3 各大类基础资产主要修订要点

资产类型	审核重点关注事项
债权类	商业保理公司应当以自有资金或者来源于股东借款、金融机构的资金支付基础资产应收账款债权保理价款， 不得由核心企业或者基础资产债务人垫付 ，管理人应当对保理公司保理价款支付资金来源及支付方式发表核查意见并设置相应合格标准；
	基础资产 不得涉及融资性贸易和“空转”、“走单”等虚假贸易业务 ；管理人和律师应当补充披露基础资产所涉贸易业务开展的具体业务模式、货物流转及风险转移情况，对贸易业务是否具有贸易实质和商业合理性发表明确意见；



表 3 各大类基础资产主要修订要点

资产类型	审核重点关注事项
	融资租赁债权租赁物 不包括消费品 （汽车除外）、 低值易耗品 ；租赁物可处置性较弱的，管理人按要求进行进一步核查和披露；
	消费用途的网络小额贷款债权单个债务人入池金额占比不超过 0.1%且不超过行业监管政策；通过信托计划发放小额贷款的，管理人应当结合信托计划规模合理审慎确定资产支持证券申报规模；
未来经营收入类	特定原始权益人 经营现金流入扣除向专项计划归集的基础资产现金流后应当能够覆盖 维持特定原始权益人 持续稳定运营（含基础资产运营）必要的成本、税费等支出 ；
不动产抵押贷款	参照不动产基础资产章节优化，包括删除不动产现金流对来源于中央财政补贴、PPP 项目地方财政补贴非经营性收入的豁免情形；针对 现金流来源较少或较集中的情形，要求管理人增加披露原因、合理性并充分揭示风险、设置风险缓释措施 ；增加计划存续期内 每年至少进行一次不动产资产跟踪评估要求 ；要求管理人说明不动产资产评估相关参数设置合理性及现金流参数设置的合理性；将“不动产评估报告中收益法预测现金流与现金流预测报告存在显著差异”明确为“不动产评估报告中收益法预测现金流与现金流预测报告 差异比例超过 10% ”。

数据来源：根据公开披露资料整理

二、政策解读：

（一）行业层面：完善不动产证券化监管规则，促进行业健康可持续发展

1. 创新产品监管规则补位，助力构建多层次不动产证券化体系

近年来，不动产证券化业务已成为盘活存量资产、拓宽直接融资渠道的重要工具，《2 号指引》基于发行实践增设专章补充完善不动产证券化相关要求，在监管规则层面进一步完善公募 REITs-机构间 REITs-CMBS 多层次不动产证券化体系，国内不动产资产证券化的发展稳步推动。

此外，《2 号指引》明确不动产基础资产可混包发行，有助于中小规模经营性资产持有主体通过多资产入池方式打通资产证券化直接融资渠道，盘活闲置存量资产。此外，监管规则明确机构间 REITs 不设扩募时间间隔限制，简化扩募筹备流程、压缩项目申报周期有助于推动市场规模持续扩容。

2. 细化完善大类基础资产审核要求，促进行业健康可持续发展

本次监管规则修订出清基于虚假贸易业务的资产，强调以资产真实经营现金流为核心的估值与定价逻辑，有助于降低市场整体信用风险、改善资产证券化发行市场环境，有助于企业盘活存量资产、拓宽低成本融资渠道、优化债务结构，促进行业的健康可持续发展。

（二）市场参与主体层面：压实各方责任，保护投资者权益

1. 针对持有经营性不动产的原始权益人/融资主体而言，机构间 REITs 发行可实现无增信权益融资，有助于盘活存量资产、优化资产负债结构且不占用担保额度；对于保理、融资租赁、消费金融类型原始权益人而言，本次监管规则发布对于资产真实性、租赁物处置价值等核查细化，增强客户筛选、底层资产核查等环节的关注度；对于依托收费权开展融资的原始权益人/融资主体，强调基础资产现金流必须足额覆盖维持特定原始权益人持续稳定运营必要的成本、税费等支出，对融资主体资产运营效率、基础资产质量提出更高要求。

2. 对于计划管理人而言，《2 号指引》压实其管理职责，包括基础资产尽调环节需要对基础资产所涉贸易业务实质、商业合理性、不动产合规手续等开展穿透核查，强化对弱处置性租赁物的核查，对估值和现金流测算共同承担核查责任等。同时机构间 REITs 设置不动产主动管理硬性门槛，管理人需配齐专业运营团队，存续期管理从简单信息披露升级为动态现金流监控、年度估值更新等。

3. 对于其他中介机构（律所、估值机构、现金流预测机构等）而言，监管规则全面压实各类中介机构履职责任，律师事务所需扩大穿透尽调范围，完整核验债权贸易实质、不动产权属等；资产评估机构需采用核心评估参数，并配套市场可比案例支撑，每年至少进行一次跟踪评估；现金流预测机构需搭建标准化测算模型，预测数据需与评估、历史表现交叉印证等。

4. 对于机构投资者而言，一方面底层资产准入标准更加细化，能够有效约束资产质量，从源头降低投资风险；另一方面机构间 REITs 拓宽长期资金不动产配置渠道，有助于完善投资人资产分散配置；此外，监管规则规范优化资产支持证券信息披露，有助于提升投后风险识别能力，进而保护投资人权益。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。