

汉坤法律评述

2026 年 7 月 29 日

北京 | 上海 | 深圳 | 杭州 | 武汉 | 海口 | 香港 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷 | 伦敦

从债权 ABS 到机构间 REITs：一文读懂 2026 年《大类基础资产指引》的核心修改

作者：王洁 | 郑佳欣 | 张怡雯 | 许冰清

2026 年 7 月 24 日，上海证券交易所发布了 2026 年修订的《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》¹（以下简称“《2026 版指引》”），对原指引第 2 号进行修订。《2026 版指引》在原有债权类、未来经营收入类和不动产抵押贷款基础资产规则之外，新增“不动产基础资产”和“不动产证券化业务的特别规定”两章，全文由六章扩展至八章。规则体系的覆盖范围由传统债权 ABS 进一步拓展至直接或间接持有不动产项目权益的证券化产品，并对机构间 REITs 作出专门规定。

除新增机构间 REITs 产品的审核要点外，本次修订对此前一段时间内债权类 ABS 的实操审核口径进行了归纳总结，并据此优化调整了对应的审核规则，增强规则适应性。据此，我们归纳了《2026 版指引》的核心修改要点：

一、新增不动产基础资产通用审核要点

（一）适用范围

原指引涉及不动产的专门规定主要集中于“不动产抵押贷款基础资产”，基础资产仍为贷款债权，不动产项目及相关股权通常仅承担抵押、质押增信的功能。《2026 版指引》第六章新增“不动产基础资产”，将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纳入基础资产范围，并在第 6.2 条列明了可以作为底层资产单独或混合申报的项目类型。其中，经营权类项目包括收费公路、能源、公用事业、生态环保等；产权类项目包括购物中心、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、文旅景区和养老设施等。特殊类型动产开展证券化业务，也可参照不动产基础资产的相关规定执行。

这意味着，在后续业务实践中，可以根据不动产类基础资产的特点以及原始权益人、实际融资人的融资和资产盘活需求设计不同的发行方案；在产品类型上，既可选择以融资属性为主的 CMBS、类 REITs 产品，也可进一步拓展至机构间 REITs 等权益型产品，从而更好地匹配多样化的融资和资产盘活需求。

¹ 同日，深圳证券交易所发布了《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》，考虑到沪深交易所指引的核心修改内容不存在实质差异，因此本文以上交所新版指引进行分析。

（二）核心关注点

1. 规范不动产项目合规准入条件，要求：

- (1) **权属清晰、资产范围明确**：对于无法办理权属登记的资产，需要明确相关法律法规和政策依据。在实操中，对于未取得产证的不动产，可结合《民法典》关于因合法建造等事实行为取得物权的规定，以及土地、规划、建设和竣工验收等材料，论证相关主体对该等不动产享有合法权利，并充分披露未办理权属登记的原因及影响。
- (2) **转让有效**：明确要求作为基础资产的项目公司股权、信托受益权等财产权利不存在法定或者约定的限制转让情形；存在限制转让情形的，应取得相关主体的豁免或者同意，且相关转让应履行必要的审批程序。
- (3) **关键合规手续完备**：《2026 版指引》修改了原指引列举式的投资建设手续合规性要求，以“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”作为结果性合规判断标准。在业务实践中，针对不同类型的不动产资产，需要结合其投资建设所适用的法律法规和监管要求识别关键合规手续，并进行相应核查和披露。
- (4) **用途一致**：要求不动产项目的实际用途、规划用途和证载用途保持一致。
- (5) **经营资质合法有效**：需要结合不同资产的合规要求，进一步核查其经营资质是否合法有效，如相关经营资质将在产品存续期内到期，应当结合实际情况披露资质补办或者续期安排。

2. 强化项目运营与现金流要求：

- (1) **不动产项目具备成熟稳定的运营模式且已经开始运营**。《2026 版指引》虽然未一刀切要求不动产项目运营满 1 年，但对于运营未满 1 年的项目，需要另行说明运营稳定性。
- (2) **经营合同应当符合相关合同登记备案的管理规定**。如应当备案而未进行备案的，需要披露原因，并进行风险揭示。
- (3) **现金流应当独立、稳定，能够覆盖运营支出且不依赖主体补足**。《2026 版指引》重申了原指引关于现金流独立性、持续性和稳定性的多项要求，强调现金流应当覆盖运营支出且不依赖主体补足。

3. 规范资产评估与现金流预测要求：

- (1) **资产评估方面**：新增要求存续期内每年至少进行一次跟踪评估，同时重申了原指引关于评估方法选取、评估机构资质、评估参数确定原则等要求。
- (2) **现金流预测方面**：基本重申原指引对于现金流预测的参数设置合理性等要求，并进一步提出“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”。

4. 细化产品设计相关要求：

- (1) **对不动产的控制**：要求专项计划应当通过交易安排实现对不动产项目的直接或者间接控制；除项目公司印章、证照管理、重大事项决策和账户收支情况监管要求外，还进一步要求以不动产项目设置抵押、以其运营收入设置质押，使专项计划直接或者间接成为相应的唯一抵押权人和质押权人。
- (2) **资产重组**：《2026 版指引》明确，不动产项目涉及资产重组的，应当明确资产重组与专项计划发行

设立的衔接安排，原则上资产重组应当在专项计划设立前完成。

- (3) **国资转让：**要求明确国有资产转让程序与专项计划发行设立的衔接安排，并对国资转让的合法合规性进行核查。
- (4) **不动产毁损、灭失风险：**《2026 版指引》提出对于不动产的毁损、灭失风险需要有对应的缓释措施，如以购买保险作为风险缓释措施的，保险受益人应当为专项计划或者由专项计划直接或者间接控制的实体。对于保险受益人现为外部贷款银行的不动产项目，后续可能需要调整保险受益人安排。

二、新增机构间 REITs 的审核要求

（一）基本特征

《2026 版指引》第 7.1 条将“以不动产为基础资产，且结构上同时具备权益属性特征的资产支持证券”界定为机构间 REITs。第 7.2 条进一步提出四项结构要求：

1. 分配主要依赖底层不动产项目的运营收益。
2. 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。
3. 原则上采用平层结构，不设置结构化分层。
4. 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；同时建立与权益属性相匹配的内部治理机制。

上述规则对机构间 REITs 与传统类 REITs、不动产抵押贷款 ABS 的边界作出较清晰的划分。机构间 REITs 投资者的收益主要来自项目运营和资产价值实现，投资者需要承担经营业绩、估值和市场价格波动风险。原始权益人或其他主体通过无条件差额补足、固定价格回购、固定收益补偿等方式承担项目经营风险，可能与产品的权益属性发生冲突。

（二）核心关注点

《2026 版指引》对此前审核实践、业务问答及相关实操口径进行了总结，除需要满足《2026 版指引》对于“不动产基础资产”的要求外，还对机构间 REITs 提出了以下特别要求，覆盖估值、运营管理、杠杆率、收益分配、扩募等五大方面：

1. **估值方面：**压实管理人对估值参数选取合理性的核查责任，要求结合市场可比交易参数进行核查并作出说明，确保估值公允合理。
2. **运营管理方面：**压实管理人主动管理职责，要求管理人具备相适配的专业能力，建立有效的内部治理机制，实现对底层资产的主动管理和定期监测，推动管理人由被动管理向全周期、专业化管理转型；强化运营管理要求，细化运营管理机构资质标准（参照公募 REITs 相关规则提出核心负责人经验要求），强调运营管理机构的专业管理能力，并建立激励约束相容的运营管理机制，以稳定并提升资产收益水平。
3. **杠杆率方面：**允许产品保留或新增对外借款，杠杆率原则上不超过 50%，并明确原指引“基础资产、底层资产及现金流不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制”的要求不适用机构间 REITs，允许保留存量贷款的抵质押安排，匹配业务实际操作，但需要充分披露并揭示相关风险。

4. **收益分配方面：参照公募 REITs 相关要求**，《2026 版指引》提出“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”；且“专项计划存续期间每年至少应当进行一次收益分配”。
5. **扩募方面**：明确扩募申请不设置间隔期要求，可按照交易所资产支持证券扩募业务有关规定开展扩募，增强产品活力。

特别值得注意的是，对于上述第 2 点所述机构间 REITs 管理人的主动管理责任如何落实，《2026 版指引》在机构间 REITs 章节并未进一步展开，但在“不动产基础资产”通用章节提出了专项计划应当设置对不动产项目的直接或者间接控制措施的要求，包括：1) 对项目公司的证照、印鉴以及不动产项目权证进行保管，并明确相应的证照、印鉴以及权证使用流程；2) 对项目公司的董事会、监事会等重要决策机构进行改组或者委派人员，确保专项计划享有对项目公司及不动产项目各项重大事项的决策权；3) 对项目公司各项账户收支情况设置查询与监控机制。鉴于《2026 版指引》第 7.1 条明确机构间 REITs 应当符合“不动产基础资产”章节的规定，我们理解，如无特殊安排，机构间 REITs 原则上也应参照适用前述要求。

三、完善应收账款类基础资产关注要点

（一）贸易应收账款新增反虚假贸易专项核查

《2026 版指引》第 3.2.2 条明确，以贸易业务产生的应收账款作为基础资产的，不得涉及融资性贸易以及“空转”“走单”等虚假贸易业务。该条是对此前一段时间内贸易类应收账款核查要求的进一步规则化。对于以贸易类应收账款为基础资产的项目，要求披露具体业务模式、货物流转及风险转移情况，并对贸易业务是否具有贸易实质和商业合理性进行核查。

在具体尽职调查中，除需要核查基础合同、订单、发票、验收或结算文件和付款确认文件外，还需要进一步核验货物是否真实流转、货权和风险是否按约转移、交易价格是否具有合理依据、各方是否承担与其角色相匹配的商业风险。对于上下游主体高度重合、货物流转闭环、贸易链条异常延长、价差与服务内容不匹配、资金快速回流等情形，均可能引发对贸易真实性的质疑，并导致相关资产无法入池。

（二）商业保理公司的资金来源和实质履职要求进一步明确

《2026 版指引》要求，保理公司应以自有资金、股东借款或者金融机构融资资金支付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。管理人应对保理价款资金来源和支付方式发表核查意见，并设置相应的基础资产合格标准。该条要求是为了防范核心企业或债务人通过保理通道提供资金、形成闭环，保理公司仅完成名义受让、并未对基础资产进行实质审核，也未履行相应的风险识别和控制职责的情形。

除规范保理公司的资金来源外，《2026 版指引》进一步要求保理公司应对基础资产真实性、合规性履行核查职责，管理人需评价其是否有效履职。保理公司的尽调制度、核查清单、异常资产识别、内部审批、付款前置条件和不合格资产处置记录，将成为管理人形成核查意见的重要依据。保理公司在项目中的角色由单纯的债权受让主体进一步转变为承担实质尽调责任的业务参与者。

四、更新 PPP 项目资产证券化产品的审核要求

原指引原则上要求 PPP 项目纳入财政部 PPP 示范项目名单、项目库或者国家发展改革委推介项目库，

并分别规定 PPP 项目收益权、PPP 项目资产和项目公司股权的准入条件。《2026 版指引》不再保留特定项目库的原则性前置要求，基础资产范围调整为 PPP 项目收益权、合同债权和项目公司股权，并进一步删除了原指引针对以项目公司部分股权为基础资产时设置的发行规模比例限制。

《2026 版指引》整合了此前指引中对于 PPP 项目的准入要求：

1. 合规手续齐全。
2. 项目已经建成，社会资本方或项目公司有权按照规定或约定取得收益。
3. 基础资产转让不存在未解除的限制。
4. 项目收益涉及政府付费或政府补贴的，相关支出或补贴仍需纳入年度财政预算和中期财政规划。

除上述外，《2026 版指引》继续重申了原指引对于现金流截留风险的核查要求（见《2026 版指引》4.2.3 条）以及基础资产转让后项目维护和运营责任的持续落实要求（见《2026 版指引》4.2.6 条）。

五、按照资产类型优化风险自留和分散度豁免要求

《2026 版指引》在原有规则基础上对风险自留安排进行了优化。机构间 REITs 不适用传统债权 ABS 的强制风险自留要求，但原始权益人及其关联方可以根据交易需自持一定比例的资产支持证券。以下是各类产品关于“风险自留”的规则要求总结：

基础资产类型	是否需要进行风险自留及比例	免于风险自留要求
应收账款	是，至少 5%	满足如下条件之一： ■ 基础资产为核心企业供应链应收款的，基础资产池包含的债权人分散且债务人信用状况良好； ■ 专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施
不动产抵押贷款	是，至少 5%	专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施
融资租赁债权		
小额贷款债权		
企业融资债权		
未来经营收入	是，至少 5%	不适用
机构间 REITs/类 REITs	不适用	不适用

对于基础资产的分散度要求，《2026 版指引》在原有规定基础上进行了少量调整和优化：

基础资产类型	分散度要求	豁免要求
一般应收账款	至少包括 10 个相互之间不存在关联关系的债务人且单个债务人入池资	专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施
融资租赁债权		
小额贷款债权		

基础资产类型	分散度要求	豁免要求
企业融资债权	产金额占比不超过 50%	债务人或底层资产的增信机构信用状况良好，或债务具有全额抵押担保的
核心企业供应链应收款		资产池包括至少 10 个相互之间不存在关联关系的债权人，债务人信用状况良好
未来经营收入	不适用	不适用
不动产抵押贷款		
机构间 REITs/类 REITs		

六、其他值得关注的调整

（一）模拟池基础资产的适用范围扩大

《2026 版指引》将模拟池基础资产的范围从小额贷款进一步拓展至应收账款、融资租赁等债权类项目，与目前的审核实践保持一致。

（二）细化防范现金流混同风险要求

《2026 版指引》明确专项监管账户资金应当与原始权益人自有资金有效隔离，原则上仅可划出至专项计划账户，确需用于原始权益人日常运营支出的，应当在交易文件中披露相应资金划出方案，实施前应当经管理人同意。

（三）优化债权类基础资产的债务人不良征信记录核查要求

《2026 版指引》删除了原指引中债务人在中国人民银行征信系统、第三方征信数据库（如有）或者原始权益人自身积累的客户征信数据中“历史上不存在不良记录”的要求，重点关注是否存在“尚未结清的不良贷款记录及其他违约情形”。

（四）新增融资租赁业务中对租赁物的核查要求

融资租赁方面，《2026 版指引》明确租赁物不得属于消费品（汽车除外）或低值易耗品，并强化对流通性较弱租赁物在使用限制、转让操作、市场流通、权属变更及处置价值等方面的核查。

（五）优化小额贷款债权核查要点

小额贷款方面，网络小额贷款单户金额上限由固定数额调整为适用行业监管政策关于个人互联网消费贷款金额上限的要求；通过信托计划发放网络小额贷款的，还需结合信托计划规模审慎确定 ABS 申报规模。

（六）细化未来经营收入类项目相关要求

对于未来经营收入类项目，《2026 版指引》进一步细化了特定原始权益人开展未来经营收入类项目时的运营成本覆盖要求，要求原始权益人经营现金流入扣除按照约定归集的基础资产现金流后应当能够覆盖维持其持续稳定运营（含基础资产运营）的各项成本、税费等支出。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

王洁

电话： +86 21 6080 0330

Email: jie.wang@hankunlaw.com