

万亿市场迎活水

不动产私募投资转型发展启航

日前，证监会启动不动产私募投资基金试点。历经多年发展，房地产相关股权投资终于迎来其专属类别——不动产私募投资基金。

“今年便是不动产私募投资转型发展的元年，十万亿级别的市场即将开启。”业内人士认为，试点直接利好盘活不动产领域的存量资产，和公募REITs共同构建了完整的不动产金融闭环，有力促进房地产行业的转型，从过去粗犷式的投资驱动模式，转变为存量盘活，体现出更加细腻的运营模式和产业驱动生态。

在不动产投资按下转型发展“启动键”的同时，多位PE人士对中国证券报记者表示，试点从投资范围、试点对象、差异化管理等方面规则明晰，放管结合，也为其他领域的私募股权投资提供了高质量转型参考。

●本报记者 杨皖玉

“不动产私募投资基金”类别新设

“太高效了！”2月21日，高和资本合伙人周以升在接受中国证券报记者采访时表示，距离支持房企融资“第三支箭”措施发布不到三个月，不动产私募投资基金试点即启动，各项细则也一并出台。

2022年11月28日，证监会宣布在股权融资方面调整优化5项措施支持房地产市场平稳健康发展，被业内解读为射出支持房企融资“第三支箭”。其中包括，积极发挥私募股权投资基金作用。

2月20日晚，证监会消息称，近日启动不动产私募投资基金试点工作。当晚，中国证券投资基金业协会发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（下称《指引》）。

证监会表示，由于不动产私募投资基金的投资范围、投资方式、资产收益特征等与传统股权投资存在较大差异，证监会指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策。

此前，私募基金房地产基金隶属“其他类”。

“2017年以前，国内的地产私募基金以通道型业务为多数，对开发商而言，是一条极为重要的融资通道。但在当时地产热的环境之下，通过通



视觉中国图片 制图/杨红

道业务进行监管套利的现象，在私募基金领域较为泛滥。”珞昱投资合伙人曹龙表示，2017年之后，基金业协会暂停了其他类管理人的备案，地产私募基金进入“冷静期”。

《指引》中提到，不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。

鼎一投资投资部董事总经理郑平对中国证券报记者表示，从《指引》的投资范围可以明显看到，其中提到了特定居住用房，包括存量商品住宅等，这直指当前商品住宅销售困难问题。重点来看，本次试点直接利好不动产领域的存量资产，对于有存量资产的开发商，可以通过将资产出售给不动产私募股权基金的形式，将存量资产变现，以保交楼或偿付现有债务。

“在行业转型健康发展的背景下，不动产私募股权基金一定不能回到过去加杠杆‘买地’的老路，因此，租赁住房、商用物业、基础设施等具有持续经营业态的资产，是不动产私募股权基金盘活的主要方向，能够使得整个房地产和相关行业拥有一个良性的金融循环。”周以升认为。

放管结合精细化管理

“《指引》明确规定不动产私募股权基金的实控人不能是房地产开发企业。”郑平介绍说，过去主流的房地产私募基金主要有两大类：一类是住宅开发类，基金往往通过绑定着一家地产开发企业进行合作，但是这类基金过去成为了很多开发商做表外融资的工具，而且在最近几年行业不景气的时候出现了很多问题；另一类

是商业地产持有运营。

不仅要求房企回避，《指引》还在实缴资本、存量管理、退出经验等多方面对机构管理人提出了详细的要求。

紫荆资本法务总监汪澍表示，《指引》对试点管理人的实缴资本提出了最低2000万元的门槛要求，相较于在《登记备案办法》（征求意见稿）中提出的1000万元门槛而言翻了一倍，体现出对该试点业务范围的谨慎。

此外，存量管理方面，指引要求管理人要具有不动产投资管理经验，在管不动产投资本金不低于50亿元人民币，或自管理人登记以来累计管理不动产投资本金不低于100亿元人民币。

“能够满足相关要求的管理人，足可证明其过往数年已经在这个领域开展了相当规模的业务，并取得了相当投资者的认可。”汪澍认为。

“房地产领域的债务重组、经营改造等工作，模型十分复杂，对机构的专业能力要求非常高，因此本次《指引》中对管理人的各项要求也就比普通的房地产基金要高。”周以升表示。

曹龙认为，本次试点体现出了放管结合，突出不动产私募投资的头部效应，加速这一领域的机构“出清”。既可以避免地产私募基金回到过去通道业务泛滥的局面，也能够有效保护个人投资者的财产。

基金业协会数据显示，截至2022年末，协会存续私募股权房地产基金838只，存续规模4043亿元；存续私募股权基础设施基金1424只，存续规模1.21万亿元。

“从存量规模上来看，不动产私募股权基金目前还在孵化期，未来或有着十万亿级别的市场空间。”周以升表示。

促进不动产金融资本循环

股债配置比例一直是房地产私募投资领域的热点话题。

汪澍表示，《指引》按照投资者群体对试点不动产私募投资基金的“股权债权比”进行了划分。具体来看，对包含有自然人投资者的试点不动产私募投资基金，股债比不能高于1:2；对于投资者全部为机构投资者的基金，股债比则可以由基金合同约定。

郑平认为，在不动产私募投资基金对被投资项目拥有实质控制权的前提下，可以对股债比例进行差异化的安排，从而更好地适应不动产私募投资基金的投资策略。

“本次《指引》对于股债比的设定是非常人性化的，避免对债权比例限制过高而消解债务性投资的节税功能。”周以升表示。

此外，从退出角度看，郑平认为，近几年公募REITs发展步入快车道，本次一级环节试点的打通，对于pre-REITs基金来说也是明显利好。一方面，不动产私募投资基金可以通过公募REITs上市退出，另一方面，当已上市公募REITs扩募时，不动产私募投资基金也可以通过交易入局。

周以升表示，从存量盘活的功能上来讲，不动产私募投资基金和公募REITs的意义是一样的，只是方式方法不一样。两者紧密相连，构建了一个完整的不动产金融闭环，都属于多层次资本市场的有机组成部分。这一闭环能够有力促进房地产行业的转型，从过去粗犷式的投资驱动模式，转变为存量盘活，体现出更加细腻的运营模式及产业驱动生态。对于企业和政府来说，能够改变过去卖房、卖地的销售型模式，转变为经营园区、孵化产业、促进消费等高质量发展模式。



基金经理点名

农银汇理基金张燕：积极布局高景气赛道

●本报记者 王鹤静

干练而凌厉，是农银汇理基金基金经理张燕在接受采访时留给中国证券记者的第一印象。擅长成长股投资的她，将高景气、景气反转、新景气、政策景气作为布局赛道的明确方向。

基于疫后复苏、流动性宽裕、估值区间合理等因素，张燕十分看好今年成长股的投资机会。除了成长这条中长期的投资主线，她也计划在短期内加大对消费产业链的关注。

景气投资三步走

传媒行业研究员出身的张燕，自入行以来一直从事成长主题投资。在她看来，成长投资离不开各阶段自上而下对行业的判断。对于景气行业，她主要划分为三大方向：一是高景气的行业，二是存在景气反转或者潜在高景气的行业，三是政策带来景气的行业。

“首先，通过现有的行业数据来判断当前景气最高、增速最快的板块有哪些，同时关注存在超预期涨幅的个股或个股。”张燕分析，在成长领域，当前行业增速较快且估值相对合理的主要还是集中在光伏、储能等板块。虽然它们今年的基本面情况可能没有前两年那么突出，但由于行业增速足够快，行业中的部分公司具备竞争格局、新技术等方面的优势，所以相应的个股还是存在较大投资机会。

此外，张燕对于景气反转板块、潜在高景气板块也颇为关注。她表示，景气反转板块从行业角度看，往往存在一定的周期性。例如，近十年半导体行业以四年左右为一个周期，最新一轮的周期始于2019年二季度，在2021年下半年见顶，2022年下半年可能会迎来上行。

“再比如过去几年移动互联网带来的科技牛市、新能源革命以及户储崛起等，都需要我们对产业数据进行持续跟踪。此外，近期随着AIGC（人工智能生产内容）等新方向关注度飙升，更多的AI应用正逐步转向C端，那么AR、VR、人工智能等都可能成为下一轮的新景气方向。”

市场化转融资业务试点上线

（上接A01版）

分步推进 稳妥实施

目前，中证金融公司对试点方案进行了细化，会同94家证券公司完成技术系统改造，通过两轮仿真测试验证了系统处理准确完整，配套保障措施均已落地，具备上线运行条件。后续将在试点基础上，分步推进，稳妥实施。

试点期间，“固定期限、固定费率”和市场化竞价双轨并行。证券公司92天至182天的资金需求通过参与市场化竞价方式满足，其余四档的资金需求继续沿用现行“固定期限、固定费率”的交易方式。运行一段时间后，中证金融公司将结合试点开展情况，适时将试点转常规。

中证金融公司此前就市场化转融资业务试点上线进行调研。多数证券公司认为，通过春节前后两轮系统测试，业务及技术各项工作已准备就绪，市场化转融资业务试点可随时上线。此外，沪深交易所、中国结算对市场化转融资业务试点上线均无异议。

机制改革本身不会推高价格

关于市场化转融资是否会推高价格的问题，中国证券报记者从中证金融公司了解到，市场化转融资能够提升交易效率，满足差异化资

向。”张燕表示。对于政策维度带来景气的板块，张燕认为主要包括消费、安全两大方向。在她看来，一方面，2022年11月后消费板块出现一波行情；另一方面，大安全领域涉及的半导体、军工、计算机等板块也可能收获一波政策带来的景气提升。

除了自上而下从景气行业入手，张燕做成长投资的另一条路就是自下而上地挑选具备阿尔法因素的个股。不论其所在行业是处于上行还是下行周期，总有部分龙头企业能够凭借自身的技术优势等竞争壁垒，在行业中提升自己的市场份额。一般来说，成长股的回撤往往较难把控，但张燕认为，应对之道还是要不断加深对个股的研究，从而在估值合理的前提下进行布局。

短期关注消费复苏

站在当前，张燕对成长投资比较看好。“从今年春节后的相关数据可以看到，消费板块数据整体符合预期，有部分细分领域甚至出现了超预期表现，但行业是否出现强复苏，仍需要后期数据来验证。此外，今年市场整体的流动性相对宽松，大部分行业的估值也处于较低水平。相较于去年，市场有望震荡上行。”她表示。

在投资主线上，张燕表示，将坚持自身较为擅长的景气投资风格。TMT是她今年十分看好的板块。张燕认为，TMT行业可能会在今年迎来自身景气周期的反转，同时部分创新标的也有望从主题投资阶段逐步走向业绩数据的验证阶段。

除了中长期坚持看好的成长性行业，张燕在短期内也会加大对内需消费的关注。从疫后复苏这条链来看，张燕表示，很多细分领域的预期都在同步变化，虽然复苏与预期之间可能存在不匹配的情况，但有些公司可能会率先走向复苏。

在张燕看来，今年由于国内外经济环境整体向好，成长股估值回调到位，配置选择上，等到今年二季度，景气较高的赛道确定性会更强，届时会在个股和板块集中度方面有所提升。

大额赎回或引发基金AC份额业绩差异

●本报记者 王宇露

一般而言，同一基金不同份额的业绩差异往往非常小。不过在2月13日，一只纯债基金的A类份额净值增长率为0.39%，C类却为-0.74%，两者差距超过1个百分点，引发投资者关注。事实上，历史上同一基金不同份额业绩差异大的情况并不罕见，对此业内人士分析，出现大额申购或赎回引发某一类份额的异常涨跌，或为此类情况出现的主要原因。

不同份额业绩差异不罕见

天天基金数据显示，2月13日，某纯债债券A单日净值涨幅0.39%，单位净值为0.9237元；而C份额2月13日则是下跌0.74%，单位净值为0.9164元。一涨一跌之间，双方差距超过1个百分点。

资料显示，该纯债债券A成立于2017年1月，截至2022年四季度末，A份额规模约5400万元；纯债债券C成立于2021年6月，截至2022年四季度末，C份额规模仅117.44元。从近一年维度来看，纯债债券A、C份额的业绩差异也并

业内人士分析，同一基金不同份额一般不会出现业绩差异悬殊的情况，只有出现大额申购或赎回时，引发某一类份额“过山车”式的异常涨跌，才有可能出现此类情况。

事实上，历史上同一基金不同份额业绩差异大的情况并不罕见，有的甚至差距悬殊。例如成立于2015年6月24日的鹏华弘锐，截至当年7月7日，A份额的净值涨幅为-0.40%，而C份额的净值涨幅已达71.10%，相差超过70个百分点。

大额赎回或是主因

业内人士分析，同一基金不同份额一般不会出现业绩差异悬殊的情况，只有出现大额申购或赎回时，引发某一类

份额“过山车”式的异常涨跌，才有可能出现此类情况。

一方面，基于基金不同的收费方式、交易方式、交易限额或风险收益特征等，基金产品会分成多种份额，其中投资者比较常见的就是A类和C类份额，两者的差异主要体现在费率上。A份额、C份额对应的管理费和托管费是一致的，主要区别在于A份额收取认/申购费，不收取销售服务费，而C类基金份额不收取认/申购费，但会每日计提销售服务费。两者对于赎回费的收取也会有所不同。

一位公募销售人士介绍，根据基

金合同约定，赎回费归属于基金资产。如果哪一类份额出现了大额赎回，就会产生大额赎回费，这部分资金计入该类份额的基金资产，可能会使得“留守资金”收益暴涨，但并不会影响其他份额，这样就会产生不同份额之间巨大的收益差异。此外，如果前一周的周五出现大比例赎回，而周六周日的费用依旧正常计提，在节假日损益配比错位情况下，下一周的周一也可能出现净值大跌。

另一方面，计算精度也会影响净值的计算。一位债基的基金经理透露，一般情况下，公募基金计算基金份额净值时，会保留小数点后3位数，这样已基本可以准确反映基金份额的权益，保证基金稳定运行。但如果基金发生大额赎回，可能会对基金份额净值精度的小数点后4位以后产生影响，这时候就会对存量份额持有人利益造成影响。因此，一些基金发生大额赎回时，为确保基金持有人利益不因份额净值的小数点保留精度受到不利影响，会提高基金份额净值精度，有的甚至提高至小数点后8位。