



分期募集机制：不动产 ABS 的创新实践与推广

联合资信 结构三部 | 宋旭

持有型不动产 ABS 自 2024 年试点以来持续扩容，其中，分期募集机制作为一项重要创新，通过“份额锁定、资金分期”的结构安排，将认购资金实缴节奏与底层资产运营业绩挂钩，有效解决了爬坡期资产“资金先行、收益滞后”的融资困境。本文以市场成功案例为切入点，深度解构分期募集机制的内涵与运作原理，系统比较其与传统一次性募集模式的差异，探讨该机制在不同不动产类型及固定收益类产品中的推广路径，并分析其面临的现实挑战，以期为市场参与者提供参考。



联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、分期募集机制的内涵界定与案例解析

（一）分期募集机制的内涵界定

分期募集机制，在持有型不动产 ABS 的实践案例中，是指资产支持专项计划在设立时确定目标募集总规模，但认购资金的实缴并非一次性到位，而是根据底层资产的运营状况、业绩达成情况或预设的其他条件，分批次、分阶段逐步到位的一种资金募集与缴付制度安排。这种安排本质上是将私募股权基金中常见的“Capital Call”（资本召集）机制引入资产证券化领域的创新实践。

（二）案例解析

我们以市场上成功采用分期募集机制的数据中心持有型 ABS 为例进行模式分析。假设专项计划在设立时即确定目标募集总规模为 X 亿元，全体资产支持证券持有人据此获得对应的证券份额，但首期实缴认购资金总额仅为目标募集规模的 60%（即 0.6X 亿元），剩余认购资金根据后续实缴条件（即计费率¹或 EBITDA 实现金额）分批到位。资产支持证券持有人缴纳首期实缴认购款后即取得首期实缴认购款对应的资产支持证券份额；缴纳后续认购款虽增加资产支持证券规模，但将不再新增资产支持证券份额。也就是说，投资者持有证券份额的比例在首期实缴后即已锁定，后续实缴仅影响持有成本，而不改变相对份额比例——由此实现了“份额锁定、资金分期”的核心结构。值得注意的是，分期募集机制还设置了逾期实缴的约束机制：若任何资产支持证券持有人未能按期足额履行实缴义务，该持有人被认定为“逾期实缴持有人”，在实缴出资之前禁止对外转让所持任何资产支持证券，且计划管理人有权在其已实缴份额对应收益中优先扣除逾期实缴金额及损失赔偿。这一安排有效保障了专项计划资金的整体到位率。

数据中心资产具有典型的前期投入大、回收周期长的重资产特征。案例中的数据中心项目截至 2024 年 9 月底的计费率不足 60%，尚处于运营爬坡期。如果采用传统的一次性募集模式，专项计划设立初期投资人即需将全部募集资金投入 ABS 项目，但底层资产在爬坡期内产生的现金流有限，将导致初期投资收益被大量摊薄，投资者面临“资金先行、收益滞后”的困境。分期募集机制通过将实缴资金与计费率、EBITDA 等实际经营指标挂钩，使投资资金的分批实缴与资产的现金流产出能力逐步匹配——资产运营表现越好，实缴资金越早到位；反之，则延缓实缴节奏，降低了初期资金空置的机会成本。同时，分期募集机制中的部分资金支付，直接与底层资产的运营业绩挂钩，业绩达标则资金到位，业绩未达标则资金暂缓——由此实现了“以业绩驱动融资”

¹ 计费率：根据有效客户合同已获客户签约并能带来收入的 IT 电力容量与批准的业务计划（或其后续修订）中所述的数据中心 IT 电力总容量的比率

的激励目的。

二、分期募集机制与一次性募集机制的比较

传统的不动产资产支持证券（包括 CMBS/CMBN（以下统称为“CMBS”）和类 REITs 产品）普遍采用一次性募集模式，即专项计划在设立阶段通过簿记建档或协议定价等方式一次性确定发行规模和发行价格，全体投资者在认购时一次性缴付全部认购资金。这一模式的运作逻辑建立在两个核心假设之上：其一，底层不动产在专项计划设立时已处于稳定运营状态，具备可预期的现金流产出能力；其二，投资者一次性缴付的全部资金能够通过底层资产即时产生与之匹配的投资回报，不存在因爬坡期资产初期收益不足而导致的资金回报率被摊薄的问题。。

然而，对于处于运营爬坡期或建设培育期的资产而言，这两个假设往往难以成立。以数据中心资产为例，其计费率在运营初期通常较低，随着客户逐步入驻，计费率在 2~3 年内逐步爬升至稳定水平。若采用传统一次性募集模式，专项计划设立初期投资人即需将全部募集资金投入 ABS 项目，但不动产在爬坡期内产生的现金流有限。这意味着，如果是固定收益类的 ABS 产品（如 CMBS 等），一次性募集模式下期初不动产少量的现金流难以支撑固定的本息支出，投资人风险加大。而对于权益型的 ABS 产品（如持有型不动产 ABS），一次性募集模式下的投资者将承受较长的回报等待期和较大的初期收益率摊薄压力。

表 1 两种模式的比较

比较维度	传统一次性募集模式	分期募集模式
资金缴付节奏	设立时一次性缴付全部认购资金，资金“一步到位”。募集缴款流程高效、资金归集路径清晰，但若底层资产尚处爬坡期、初期现金流无法与一次性大额投入相匹配，投资人将面临初期收益率被摊薄的压力。	首期实缴较高比例资金后即锁定持份比例，剩余资金分批实缴与底层资产运营业绩直接挂钩。通过压缩初期资金空置期，实现“先投入先回收”的时间价值优化。
风险承担机制	投资者在设立日全额缴付，底层资产运营不确定性风险几乎全部由投资者单方承担；资产表现不及预期时，投资者缺乏调整后续资金缴付的控制手段。	投资人与发行人共同分担风险：投资者后续实缴以资产运营达标为前提，有效规避投资风险；发行人只要运营达标仍可实现目标融资规模。同时设置投资人实缴资金不及时的违约偿付安排，保障专项计划资金整体到位率。
激励约束效果	募集资金设立时即全额到位，发行人缺乏因融资驱动而持续提升运营效率的直接动力；激励主要依赖后端服务费或	后续资金实缴与运营业绩直接挂钩，将激励约束从“收益分配端”延伸至“资金缴付端”，实现融资目标与运营目标

	业绩奖励，融资节奏对运营管理不构成前置约束。	的深度绑定。
资产信用嵌入深度	证券偿付来源于底层资产现金流，资产信用仅体现在“收益分配端”	资产信用从“收益分配端”延伸至“资金缴付端”

数据来源：联合资信整理

三、分期募集机制推广路径探讨

前述案例分析表明，分期募集机制以“份额锁定、资金分期”为核心结构，通过将认购资金分批实缴与不动产运营业绩挂钩，有效解决了爬坡期不动产的融资困境。那么不同的不动产类型是否均能运用该机制，以及在传统固定收益类不动产 ABS 领域，分期募集机制是否同样具有应用空间？本部分将围绕上述问题展开探讨。

（一）分期募集机制在不同不动产类型中的适用性分析

2023—2025 年，CMBS 及类 REITs 合计发行产品共计 400 只，合计发行金额 6457.70 亿元，不动产类型涵盖写字楼、酒店、购物中心、产业园等。自 2024 年上海证券交易所推动持有型不动产 ABS 创新试点以来，这一产品类型又为不动产的盘活再添一利器。截至 2025 年 12 月 31 日，机构间 REITs（即持有型不动产 ABS）累计发行规模约 475 亿元，产品数量 22 只，其中 2025 年新增发行 16 单，较 2024 年的 5 单实现超过两倍增长。这一品种已覆盖交通、能源、IDC、租赁住房、写字楼、购物中心、产业园、工业厂房等多元资产类别。产品类型的持续扩容，为分期募集机制的跨领域推广提供了丰富的应用场景。

然而，并非所有不动产类型都天然适配分期募集机制。适用分期募集机制的不动产类型需满足以下共性条件：其一，不动产存在明显的运营爬坡期或价值培育期，初期现金流与稳定期存在显著差距；其二，运营业绩可量化、可验证，且与现金流产出之间存在明确的传导关系；其三，资产运营方具备较强的专业管理能力，能够通过运营优化推动业绩指标的达成。以下围绕数据中心、保障性租赁住房、商业物业、基础设施等典型不动产类型，逐一分析其适用性及定制化应用方案。

表 2 不同不动产类型分期募集机制的适用性

不动产类型	核心特征与分期募集适用性	可挂钩的关键绩效指标（KPI）示例
数据中心	资本开支大，存在明显的计费率“爬坡期”，现金流随客户入驻和实际使用稳步提升。	计费率、预定容量签约率、能源使用效率（PUE）等可持续指标。

保障性租赁住房	项目存在招租爬坡期，现金流稳定性依赖于运营效率。资金支付条件可与招租进度、租金收缴率等挂钩。	出租率、租金水平、EBITDA
商业物业（购物中心、写字楼）	适用于需要升级改造或处于培育期的项目。资金支付时点可与出租率、销售额挂钩	销售额、出租率、租金坪效
基础设施（如高速公路、清洁能源设施）	适用于新建或扩建项目。资金支付时点可与车流量增长、发电小时数、并网容量等特许经营指标挂钩	实际车流量/通行费收入、发电量/利用小时数

数据来源：联合资信整理

（二）分期募集机制在固定收益类不动产 ABS 中的应用探讨

持有型不动产 ABS 属于权益型产品，其分期募集机制的设计逻辑天然服务于“权益属性”——资金实缴节奏与资产运营业绩挂钩，投资者承担资产运营风险并分享超额收益，融资目标与运营目标深度绑定。那么，对于传统的固定收益类不动产 ABS 产品（包括 CMBS 和类 REITs），分期募集机制是否同样适用？若适用，其应用方式需进行哪些根本性的改造？

首先，CMBS 及类 REITs 产品两者虽在交易结构上存在差异，但从核心偿付逻辑来看具有以下共同特征：其一，以“还本付息”为核心偿付逻辑，优先级证券持有人享有的是固定收益请求权，而非剩余收益分配权；其二，依赖于主体信用增信（差额补足、担保等），而非纯粹的资产信用；其三，底层资产的现金流用于偿还优先级证券的本息，超额收益通常归次级持有人（一般为原始权益人）所有。

从存续期表现来看，CMBS 底层资产现金流整体偏弱——2025 年存续期 CMBS 产品中，85.00%的产品底层资产现金流不及预期，73.33%的产品底层资产估值下降，下降幅度大多在 10%以内；类 REITs 中，经营权类产品 72.73%的现金流不达预期，产权类产品则表现相对均衡。这一数据揭示了一个重要的市场现实：固定收益类不动产 ABS 的存续期风险管理面临较大挑战，大量产品在存续期内出现了现金流不及预期的情况。出现这种情况的主要原因是因为现金流预测多参照竞品成熟不动产的运营指标进行假设分析，对于爬坡期或者改造期的项目来说现金流预测偏乐观。分期募集机制通过将资金实缴与资产运营业绩挂钩，实质上为投资者提供了一种前置的风险缓释工具——若资产运营情况不达预期，后续资金暂缓实缴，投资者的损失敞口相应收缩。在存续期风险事件频发的市场环境下，这一机制具有重要的现实意义。

持有型不动产 ABS 的分期募集机制设计逻辑是“以业绩驱动融资”——后续资金实缴以资产运营达标为前提，实现融资目标与运营目标的深度绑定。将这一逻辑移

植到固定收益类不动产 ABS 时，核心改造方向是：将“业绩达标”改造为“偿债能力达标”。

具体而言，在 CMBS 或类 REITs 中，可将优先级证券的认购资金分批实缴安排与底层资产的偿债能力指标挂钩。例如，首期实缴较高比例资金（如 60%~70%），剩余资金的分批实缴安排以优先级证券实缴金额的 DSCR（偿债覆盖率）或租金收入达到预定目标为前提。若资产运营不及预期，后续资金暂缓实缴，优先级证券持有人据此获得了一种动态的风险缓释。从发行人角度，只要资产运营达标，后续实缴资金即可如期到位，目标融资规模仍可实现。这种安排在本质上与传统分期募集机制一致，差异仅在于挂钩指标从“EBITDA/计费率”替换为“EBITDA/DSCR”等偿债能力指标。

下面简单举个例子来看分期募集机制在 CMBS 产品中的应用构想。假设不动产处于招租爬坡期，目前及未来 2 年 EBITDA 值预计为 4000 万元/年，预计招租稳定期后 EBITDA 可达到 7000 万元/年。物业估值（以招租稳定期数据）预测为 15 亿元，发行抵押率为 66.67%。发行利率为 4%，不设次级，优先级证券本金到期一次性还本，产品期限 12 年。

模式一：一次性募集，优先级证券募集规模为 10 亿元，1—3 年利息为 4000 万元/年，1—3 年利息的 DSCR 均为 1 倍，即每年现金流稍不及预期，优先级证券投资人将面临利息无法足额兑付的情况。

模式二：分期募集，优先级证券目标募集规模仍为 10 亿元，但投资人首次实缴金额为 60%，即 6 亿元，剩余资金在 1—3 年分批实缴，实缴条件为 DSCR（以实缴资金规模计算）不低于 1.6 倍。在这种情况下，第 1 年利息的 $DSCR = 4000 / (60000 * 4\%) = 1.67$ 倍。第 2 年若 EBITDA 没有如预期增长，投资人可以推迟实缴计划；如果 EBITDA 增长至 5000 万元/年，那么投资人需实缴资金 18125 万元，实缴后 $DSCR = 5000 / (60000 + 18125) * 4\% = 1.60$ 倍。对比来看，投资人的风险敞口明显得到了控制。

分期募集机制在固收类产品中的适用边界。需要指出的是，上述分期募集机制在 CMBS/类 REITs 中的应用构想，其适用性受到产品增信方式和期限结构的双重约束。首先，CMBS 和类 REITs 普遍依赖增信方提供的差额补足、担保等外部增信措施。在有主体增信的情况下，投资者对底层资产运营业绩的敏感度较低，分期募集“以业绩驱动融资”的激励约束效果将被大幅削弱——业绩不达标时，投资者仍可依赖增信方获得偿付，资金暂缓实缴的实际意义有限。其次，部分 CMBS/类 REITs 产品的发行期限较短（如 3+2 年模式），爬坡期资产通常需要 2~3 年才能达到稳定运营状态，分期实缴的窗口期极为有限，难以充分实现“匹配资产成熟度”的时间价值。综合来看，

分期募集机制在固收类产品中的推广应遵循以下边界：适配“无主体增信+长期限+资产处于爬坡期”的产品，而对于有强主体兜底、短期限的传统 CMBS/类 REITs 产品，分期募集机制的适用性有限，不宜强行移植。

四、分期募集机制的现实挑战

尽管分期募集机制在爬坡期资产的证券化融资中展现出显著优势，但并非所有不动产 ABS 都应采用这一模式。对于已处于稳定运营状态、现金流高度可预期的成熟资产，一次性募集模式的简洁性和确定性更具吸引力。此外，分期募集机制的引入也带来了一些新的挑战，需要审慎评估。

首要挑战在于操作的复杂性。分期募集机制将传统 ABS “一次性发行、一次性缴款”的操作模式转变为“分批次、有条件”的动态管理模式，对计划管理人的资产运营监督提出了极高的要求。计划管理人需要持续跟踪底层资产的运营表现，并对后续实缴触发条件的达成情况进行专业判断。分期募集机制下，计划管理人的监督职责从传统的“事后披露”转变为“事中判断”——不仅需要监督运营数据的真实性，还需要在实缴条件是否达成的认定上承担实质性的判断责任。若计划管理人认定的实缴条件达成情况与后续资产实际表现出现重大偏差，可能面临投资者的追责风险。

其次是法律层面的挑战。分期募集机制涉及的核心问题是投资者分期实缴义务的法律性质及其违约处置机制。首期实缴完成后，投资者锁定持份比例，后续实缴义务在法律上属于附条件的出资承诺。与私募股权基金的 Capital Call 机制不同，资产支持证券持有人的出资承诺通常不以有限合伙协议的形式存在，而是嵌入在专项计划的标准条款和认购协议之中。这一差异决定了分期募集机制下投资者违约的法律后果需在现有资产证券化法律框架下加以解决。已发行的持有型不动产 ABS 项目设置了逾期实缴的约束机制，包括禁止对外转让所持资产支持证券、在已实缴份额对应收益中优先扣除逾期实缴金额及损失赔偿等。这些安排虽在一定程度上缓解了违约风险，但其法律效力仍需司法实践的检验。

在会计处理层面，分期募集机制对原始权益人和投资者的财务报表均产生影响。对于原始权益人而言，分期募集机制下交易价款的分批支付安排，涉及收入确认的时点和金额判断——是采用一次性确认还是分期确认，取决于《资产买卖协议》中关于交易价款支付条件的具体约定以及相关会计准则对收入确认条件的满足程度的判断。对于投资者而言，分期实缴义务的会计处理涉及是否需要在资产负债表内确认一项“未实缴出资承诺”及相关负债，以及后续实缴时点对投资成本计量和收益确认的影响。当前实务中，上述会计处理尚无统一的行业标准，需要在专业会计师的指导下根据具体交易条款进行个案判断。

五、小结

分期募集机制是持有型不动产 ABS 在传统资产证券化框架内的一次重要机制创新。它以“份额锁定、资金分期”为核心结构，通过将认购资金分批实缴与底层资产的运营业绩挂钩，实现了融资节奏与资产成熟度的动态匹配。相较于传统一次性募集模式，分期募集机制在资金缴付节奏、风险承担机制、激励约束效果和资产信用嵌入深度等维度均展现出显著差异，特别适用于处于运营爬坡期或提升改造期的不动产资产的证券化融资。在固定收益类不动产 ABS 领域，分期募集机制同样具有改造应用空间，核心思路是将“业绩达标”改造为“偿债能力达标”——将后续实缴资金的到位条件与 DSCR 等偿债能力指标挂钩，为优先级证券持有人提供动态风险缓释工具。

然而需要注意的是，分期募集机制的推广也面临多维度的现实挑战。操作复杂性方面，该机制对计划管理人的资产运营监督能力提出了远超传统 ABS 的履职要求；法律与会计处理方面，投资者分期实缴义务的法律性质及其违约处置机制尚需司法实践检验，相关会计确认问题亦无统一行业标准。

展望未来，随着不动产 ABS 市场的不断完善，分期募集机制有望在三个维度持续深化：一是在制度层面，推动监管规则对分期实缴的权利义务、会计确认及违约处置予以明确，夯实法律基础；二是在适配的不动产业态层面，当前已发行证券化产品的不动产业态已经涵盖高速公路、清洁能源设施、租赁住房、商业物业、产业园、工业厂房、数据中心等十余个品类，分期募集机制可根据不同业态的运营特征形成“一产一策”的 KPI 挂钩体系，实现机制创新与业态特征的精准匹配；三是在不同的产品类型应用层面，在 CMBS 和类 REITs 中推广“偿债能力驱动实缴”的改造模式，将后续实缴与 DSCR 等偿债指标挂钩，为优先级持有人提供动态风险缓释工具。

参考文献

- [1] 阎玉、于桐宇.类 REITs 发行节奏有所放缓，CMBS 和机构间 REITs 项目持续发力；存续期产品底层资产现金流大多不及预期，并伴随估值下降——不动产类资产证券化产品报告（2025 年度）[R].北京:中诚信国际信用评级有限责任公司,2026.
- [2] 中信证券.中信证券助力万国数据发行市场首单数据中心持有型不动产 ABS[EB/OL](2025-03-20) [2026-04-21]
- [3] 戴德梁行.REITs 市场显繁荣发展态势[EB/OL].(2026-01-06)[2026-04-21].
- [4] 朱琳.2025 年 CMBS/CMBN 和类 REITs 存续期研究：发行活跃，资产类别多样化，多层次 REITs 市场稳步构建[R].北京:联合资信评估股份有限公司,2025.

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。