

国资国企研究之资产盘活篇——

新征程：把握国有存量资产加快盘活新机遇

- 本报告重点梳理当前国有资产盘活的整体进展，并进一步聚焦国企（非金融）存量资产盘活，分析国家和地方层面政策导向、盘活主要路径，从而提出相关策略建议。
- **政策支持和需求牵引下，国有存量资产盘活进入系统推进新阶段：**进入 2022 年，政策体系逐步深化完善：一是顶层设计出台，配套支持政策强化；二是进一步厘清和扩大了国资盘活的覆盖范围，国有企业存量资产盘活的重点门类扩充，除国企类资产外，将行政事业性国有资产也纳入其中；三是实践实操性和对地方政府的指导性明显增强。与此同时，财政收支压力下，**资产盘活意义和各级政府的重视程度更为凸显。**
- **国企存量资产盘活相关政策，在国家层面呈现四大突出特点：**（1）促盘活和防风险同步发力；（2）扩大有效投资是核心目的；（3）重点领域、区域、企业先行先试，再逐渐铺开；（4）分类盘活，提升国有资产运营水平。**地方层面，与国家政策高度一致的同时，呈现如下六个特色：**（1）通过盘活资产来化债、缓解财政压力的意愿强烈；（2）突出层级差异，多地根据省市县级特点分层确定重点盘活领域；（3）突出强调 PPP 和资产证券化工具；（4）重点领域更为细化，关注城市更新、保租房建设、“一老一小”领域、资产盘活与招商引资和产业转型的结合等；（5）强调地方国企尤其是两类公司发挥功能作用；（6）强化数字创新赋能。**同时，区域间方向侧重和推动进程存在差异，安徽、陕西、绍兴等地亮点突出，**如设立 Pre-REITs/盘活存量资产基金、部分放开 PPP 限制和市政公用基础设施市场准入、以 PPP 模式举办非营利托育机构、引导工业低效土地进入土地二级市场等。
- **国企存量资产盘活路径：**（1）**参与主体：**有效的资产盘活需要地方政府、国有企业、金融机构、社会资本、服务机构、盘活平台六大参与方专业运作、利益共享；（2）**路径选择：**需结合资产属性（现金类、资源类、金融类、经营类）和经营情况（强收益能力、低效待提升、无效待处置）采用不同途径；（3）**重点模式分析：**REITs 模式当前主要分布在一二线城市基础设施领域，但纵深发展可期；**资产证券化**模式标准化程度较高，创新力度将提升；**PPP（TOT/OM）**模式地方积极性较高，政策监管或边际放松；**产权交易**模式所适资产范围最广，三四线城市和市县应用尤为广泛；**私募基金产品**创新加速，各类盘活基金方兴未艾。
- **业务建议和风险提示：**（本部分有删减，招商银行各部如需报告原文，请以文末方式联系研究院）

戴筱岷

研究院 区域研究员

☎：0755-83077429

✉：daixiaodi@cmbchina.com

温浩鹏

公司金融总部 客群经营岗

☎：0755-88252302

✉：wenhaopeng@cmbchina.com

林路遥

机构客户部 机构客户经理

☎：0755-83160258

✉：linluyao@cmbchina.com

刘明沛

机构客户部 机构客户经理

☎：0755-83196180

✉：liumingpei@cmbchina.com

熊鹰

机构客户部 机构客户经理

☎：0755-83077276

✉：xiongying950505@cmbchina.com



目录

1. 存量资产盘活政策渐成体系，进入系统推进新阶段	1
1.1 政策支持：政策体系逐步深化完善	1
1.2 需求牵引：各级政府盘活积极性提升	4
2. 国有企业存量资产盘活政策导向	7
2.1 国家层面的四个突出特点	7
2.2 地方层面的整体情况及区域差异	10
2.2.1 整体情况：在国家政策基础上具体细化，同时体现地方特色	10
2.2.2 区域差异：各地方向侧重和进程存在差异，安徽、陕西、绍兴等省市亮点突出	12
3. 国有企业存量资产盘活路径分析	14
3.1 六大主体：有效盘活需各参与方专业运作、利益共享	14
3.2 路径选择：结合资产属性和经营情况采用不同途径	15
3.3 重点盘活模式分析	17
3.3.1 REITs：主要分布在一二线城市基础设施领域，但纵深发展可期	17
3.3.2 资产证券化：标准化程度较高，创新力度将提升	19
3.3.3 PPP：地方积极性较高，政策监管或边际放松	19
3.3.4 产权交易：所适资产范围最广，三四线城市和市县级应用广泛	21
3.3.5 私募基金：产品创新加速，各类盘活基金方兴未艾	21
4. 我行在国有资产盘活发展中的业务机会和风险提示	22



图目录

图 1: 国有企业资产和行政事业性国有资产盘活两条线	4
图 2: 地方政府投融资模式路径转变	5
图 3: 资产盘活有望成为后续基建投资增量资金的重要拓展源	5
图 4: 国企（非金融）和行政事业单位盘活资金如何填补财政收入缺口	6
图 5: 国有企业（不含金融企业）资产高速增长	7
图 6: 国有资产盘活六大参与主体	15
图 7: 中山公用设立 4 亿元 Pre-REITs 基金，孵化培育 REITs 储备项目	18
图 8: 四川华西集团与央企子公司合作，探索“基金+存量土地盘活”模式	22

表目录

表 1: 国有资产盘活政策支持体系进入深化完善阶段	2
表 2: 2022 年 5 月以来国家各部委密集出台政策推动资产盘活	3
表 3: 资产盘活的重点领域、区域、方式、资金用途、配套政策	9
表 4: 部分省市通过资产盘活有序推动城市更新的相关要求	11
表 5: 部分省市资产盘活亮点突出	13
表 6: 19 号文出台后各省相继跟进制定相关存量资产盘活政策	14
表 7: 国有资产盘活主要路径（客户视角-根据资产类型）	16
表 8: 现阶段较适合采用 PPP 模式盘活的存量资产项目	20



2021年，国家“十四五”规划纲要提出要“有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环”。2022年，资产盘活相关政策密集出台，国有存量资产盘活、统筹存量和增量资产已成为各级政府国资优化的重要诉求和重点任务，并隐含着高质量发展阶段地方投融资模式转变的深层次逻辑。本篇报告重点梳理当前国有资产¹盘活的政策思路，并进一步聚焦国有企业（非金融）存量资产盘活，分析国家和地方层面政策导向、盘活主要路径，从而提出相关经营策略建议。

1. 存量资产盘活政策渐成体系，进入系统推进新阶段

近年来，在国资国企改革和财政收支压力推动下，盘活存量国有资产已成为国企提质增效和地方政府财政开源节流的重要手段。进入2022年，政策体系完善深化，各级政府盘活国有资产的积极性进一步提升。政策支持和需求牵引双重作用下，国有存量资产盘活进入系统推进新阶段：

1.1 政策支持：政策体系逐步深化完善

一是顶层设计出台，配套政策支持强化。过往政策较为碎片化，未专门针对国资盘活出台专项文件，推动多散落于发改、国资等部委层级，缺乏整体统筹。2022年以来政策层级提升、力度加大，从国务院到相关部委，多项重要政策出台：5月，国务院办公厅发布了《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（以下简称19号文），首次出台了存量资产盘活的专项文件，强调要在“重点领域”、“重点区域”加快存量资产盘活，其中国央企要发挥带头表率作用，同时也支持民间资本和市场主体参与盘活工作。以此为纲领性文件，国家发改委、财政部、国资委、上交所等相关机构相应出台系列配套文件（表1、表2），其中财政部2022年10月发布《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》（以下简称124号文），对行政事业单位资产盘活进行了细化部署。

二是进一步厘清和扩大了国资盘活的覆盖范围。什么叫“国有存量资产”，官方文件并无确切定义。过往相关政策中，存量资产盘活往往聚焦于国有企业资产，重点是国资委牵头的国企低效资产盘活和发改委牵头的基础设施领域盘活。本轮推动扩充了国有企业存量资产盘活的重点门类，19号文框定的资产盘活范围，除基础设施领域的存量资产外，还将目光转向了综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等盘改结合的项目，国有企业开办的酒店、餐饮和疗养院等

¹ 国有资产主要包括资源类资产、行政事业单位资产、国有企业资产三大类。



非主业资产，以及老旧厂房、文化体育馆、闲置土地等；此外，除国企类资产外，将行政事业性国有资产也纳入其中。财政部 124 号文中，要求行政事业单位要系统梳理资产使用情况，形成待盘活资产清单，逐项研究并有针对性地制定盘活方案。

三是实践实操性和对地方政府的指导性明显增强。19 号文明确了国有资产盘活的“重点领域”、“重点区域”、“重点企业”、“盘活方式”等，提供了盘活存量资产可使用的各类政策工具，为下一步国有资产，尤其是国有企业资产盘活开展具体工作给予了顶层指导；124 号文由财政牵头，针对此前提及较少的行政事业单位国有资产大类，明确了“全面覆盖”和“因地制宜”的基本原则，并提出了六大盘活方式和对各级财政部门、各部门及其所属单位的推动要求及激励约束机制。整体来看，两大文件的工作流程、具体要求和机制保障都较明确，措施实、操作性强，便于各地政府结合实际对国家政策进行本地化和细化。

表 1：国有资产盘活政策支持体系进入深化完善阶段

阶段	系统性	覆盖范围	实操性
初步探索 2022 年之前	较为碎片化，未专门针对国资盘活出台专项文件，推动多散落于发改、国资等部委层级，缺乏整体统筹。	聚焦于国有企业资产，重点是国资委牵头的国企低效资产盘活和发改委牵头的基础设施领域盘活。	基础设施类资产盘活细则较明确，如 REITs、PPP 模式细则。
系统深化 进入 2022 年	政策层级提升、力度加大，从国务院到相关部委，多项重要政策出台。	国有企业资产盘活重点门类扩充：基础设施领域的存量资产（包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等）+综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等盘改结合的项目+老旧厂房、文化体育馆、闲置土地以及国有企业开办的酒店、餐饮和疗养院等非主业资产； 纳入行政事业单位国有资产：包括行政事业单位货币形式资产，以及低效运转、闲置的房屋、土地、车辆、办公设备家具、大型仪器、软件等资产。	实践实操性和对地方政府的指导性明显增强：19 号文和 124 号文分别为中央各部委及各地方政府盘活国企存量资产和行政事业单位资产的纲领性文件。

资料来源：公开资料，招商银行研究院



表 2：2022 年 5 月以来国家各部委密集出台政策推动资产盘活

政策文件	时间	部门	主要内容
《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办〔2022〕19号）	2022.05.19	国务院办公厅	明确盘活存量资产的重点方向及方式；引导回收资金有效使用；强化政策支持、风险防控及组织保障。
《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》（发改办投资〔2022〕561号）	2022.06.19	国家发展改革委办公厅	提出 8 方面具体要求：建立协调机制、建立盘活存量资产台账、灵活采取多种方式盘活不同类型存量资产、推动落实盘活条件、加快回收资金使用、加大配套政策支持力度、开展试点示范、加强宣传引导和督促激励。
《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金新购入项目申报推荐有关工作的通知》（发改办投资〔2022〕617号）	2022.07.07		提出 6 方面具体要求：强调充分运用新购入项目机制推动基础设施 REITs 健康发展的重要意义；合理简化新购入项目申报要求；完善新购入项目申报推荐程序；切实保障新购入项目质量；积极协调落实发行条件；引导回收资金用于新项目建设。
《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》（上证函〔2022〕1011号）	2022.06.30	上海证券交易所	大力支持符合条件的重点领域、重点区域、重点企业开展资产证券化业务，支持相关企业通过向资产支持专项计划转让其合法持有的存量基础资产发行资产支持证券，拓宽融资渠道、合理扩大有效投资、降低企业负债水平，形成存量资产和新增投资的良性循环。
关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告	2022 年初	财政部	健全财政支出约束机制，盘活财政存量资金和闲置资产，推进行政事业单位资产共享共用，不断完善过紧日子制度体系，加强落实情况评估。
《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》（财资〔2022〕124号）	2022.10.25		要求加快推进行政事业单位各类国有资产盘活利用，建立健全资产盘活工作机制，通过自用、共享、调剂、出租、处置等多种方式，提升资产盘活利用效率。
《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》	2022.11.18		规范存量资产转让项目运作。 拟采用转让-运营-移交（TOT）等方式盘活存量资产的项目，应具有长期稳定经营性收益，严格履行国有资产评估、转让程序，合理确定转让价格。TOT 项目不得由本级政府实际控制的国有企业作为社会资本方搞“自我循环”，不得通过将无经营性收益的公益性资产有偿转让或者分年安排财政资金支付资产转让成本等方式虚增财政收入。
《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》（国资发产权规〔2022〕39号）	2022.05.16	国务院国资委	共 9 条内容，其中涉及企业国有资产非公开交易流转的有 5 条，涉及公开交易流转的有 4 条，对非公开协议转让及无偿划转的适用情形、审批权限及定价依据提出了新的要求。
《提高央企控股上市公司质量工作方案》	2022.05.27		要求调整盘活一批央企控股上市平台 ，因企制宜制定调整计划，2024 年底前基本完成调整。支持通过吸收合并、资产重组、跨市场运作等方式盘活，或通过无偿划转、股权转让等方式退出，进一步聚焦主责主业和优势领域。
《关于推进国有企业盘活利用存量土地有关问题的通知》	2022.11.24	自然资源部、国资委	规范相关工作流程及手续支持国有企业盘活利用存量土地； 鼓励国有企业以多种方式盘活利用存量土地。
启动不动产私募投资基金试点、发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》	2023.02.20	证监会、中国证券投资基金业协会	围绕盘活存量、防范风险主题，规范私募投资基金从事不动产投资业务 ，包括特定居住用房（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。

资料来源：公开资料，招商银行研究院

图 1：国有企业资产和行政事业性国有资产盘活两条线

资产类别	国有（非金融）企业资产	行政事业性国有资产
盘活纲领性指导文件	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》 (国办发 202205) (19号文)	《关于盘活行政事业单位国有资产的指导意见》 (财政部 202210) (124号文)
资产规模	308.3万亿元，其中央企 102.1万亿元，地方国有企业资产总额206.2万亿元	54.4万亿元
盘活方式	REITs、PPP、产权交易所、国有资本投资运营、社会资本盘活改扩建、闲置低效资产盘活、兼并重组等	优化在用资产管理，推进资产共享共用，加强资产调剂，实施公物仓管理，开展资产出租或者处置，探索资产集中运营管理
盘活要点	聚焦重点方向：重点领域、重点区域、重点企业 积极开展试点探索，因地制宜，防止“一哄而上”	统筹资源、全面覆盖（货币形式资产；行政事业单位低效运转、闲置的房屋、土地、车辆、办公设备家具、大型仪器、软件等）、因地制宜、激励约束

资料来源：公开资料，招商银行研究院

1.2 需求牵引：各级政府盘活积极性提升

随着内外部环境发生重大变化，2022 年土地财政²和房地产市场下行，减税降费力度较大，奥密克戎疫情扰乱经济秩序，**资产盘活意义凸显，各级政府的重视程度提升**：一是契合高质量发展阶段地方政府投融资模式转变（图 2）的新形势；二是可缓解部分国企和地方政府的债务风险和财政收支压力；三是满足国资国企改革尤其是提质增效的需求，包括优化资产布局、激发资产活力和运行效益、提升投资有效性等；四是解决稳增长、稳投资和发展难题，希望借回收资金用于新增投资建设项目³，同时吸引民营企业的参与，以推动重点项目建设和重点区域发展；五是存量资金在经历数年盘活后，

² 2022 年土地出让收入较上年下降 23.3%，政府性基金收入 7.79 万亿元，较上年下降 20.6%。

³ 如在财政预算资金投入和全社会固定资产资金投入放缓、地方政府大幅举债投资的可持续性减弱的背景下，资产盘活可通过产权交易、REITs、资产证券化、基金等方式增加收入进项，有望成为后续基建投资增量资金的重要拓展源（图 3）。



挖潜空间已较小，多地着手规范行政事业单位和国资国企的资产盘活及收益上缴，存量资产资源的盘活进入深水区⁴。

图 2：地方政府投融资模式路径转变



资料来源：公开资料，招商银行研究院（本图有删减，招商银行各行部如需原图，请参照文末联系方式联系研究院）

图 3：资产盘活有望成为后续基建投资增量资金的重要拓展源

基础设施投资的资金来源包括国家预算资金、国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金五类，**资产盘活可通过产权交易、REITs、资产证券化、基金等方式增加多渠道的收入进项。**



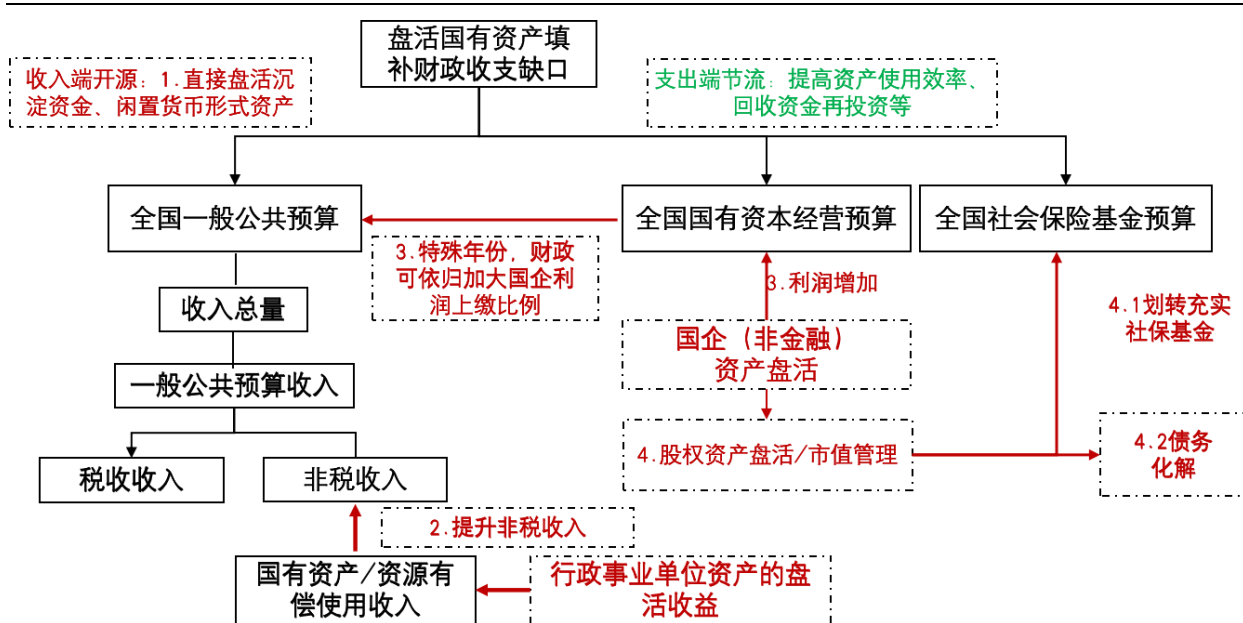
资料来源：公开资料，招商银行研究院（本图有删减，招商银行各行部如需原图，请参照文末联系方式联系研究院）

⁴ 据财新报道，四川在 2022 年完善省属国有企业特别利润上缴长效机制，2023 年要加强财政收入征管协同，落实国企特别利润上缴机制。湖北也在 2022 年调整了省属国有企业有资本收益收取管理办法，推进省级党政机关和事业单位经营性和非经营性国有资产“双集中”管理改革。



以缓解财政收支压力为例，盘活国有资产在收支两端均可弥补缺口（图4）：收入端开源，一是直接盘活沉淀资金、闲置资金，如 124 号文要求按照预算管理规定盘活行政事业单位货币形式的资产；二是可提升非税收入（行政事业单位资产的盘活收益一般计入非税收入项下国有资产/资源有偿使用收入科目⁵）；三是特殊年份，财政可依归加大国企利润上缴比例（计入国有资本经营预算），再调入全国一般公共预算支撑收入；四是可通过盘活股权类资产/市值管理“输血”地方财政，如充实社保基金、化解债务⁶等。支出端节流，通过提高资产使用效率、回收资金再投资等方式压减财政支出。如行政事业系统内探索通过搭建资产管理共享平台来盘活用好存量公物、国有企业可利用回收资金进行重点领域建设，来节约财政新增投入。

图 4：国企（非金融）和行政事业单位盘活资金如何填补财政收入缺口



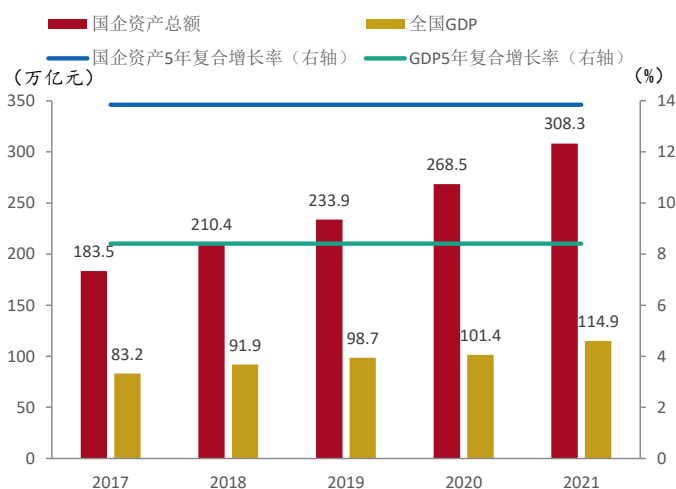
资料来源：公开资料，招商银行研究院

⁵ 根据财政部《关于加强政府非税收入管理的通知》（财综〔2004〕53号），国家机关、实行公务员管理的事业单位、代行政府职能的社会团体以及其他组织的固定资产和无形资产出租、出售、出让、转让等取得的收入，计入国有资产有偿使用收入。在现行财政收入核算制度下，国有资源（资产）有偿使用收入作为非税收入的组成，计入公共财政收入中。2022 年非税收入高速增长（同比 24.4%），对财政收入形成有力补充，其中重要原因就是多渠道盘活闲置资产的收入增加。

⁶ 2019、2020 两年茅台集团合计向贵州国有资本运营公司（实控人是贵州省财政厅）无偿划转持有的贵州茅台 8% 的股份，此后一年时间里，贵州国资运营公司陆续减持这部分股份，套现已超 700 亿元，业内认为主要是用来化解债务或充实社保基金。

那么盘活增收的空间有多大？从资产规模来看，国有企业和行政性事业单位资产盘活两条线都具有较大挖潜空间。近年来，国有资产高速增长（图 5），汇总中央和地方情况，截至 2021 年底，全国国有企业（不含金融企业，下同）资产总额 308.3 万亿元，其中中央企业 102.1 万亿元，地方国有企业资产总额 206.2 万亿元，另外还有全国行政事业性国有资产总额 54.4 万亿元，总规模可观。但其中部分资产面临运营效率不高及市场化程度较低等问题，如有一定比例可以盘活运营或提质增效，将有效减轻财政压力、化解地方债务风险，助力后续项目建设。据新华网报道，仅北京市初步梳理纳入固定资产管理、具备盘活条件的存量资产就有约为 4 万亿元，延展至全国层面，盘活挖潜空间充足。

图 5：国有企业（不含金融企业）资产高速增长



资料来源：国家统计局，国务院国有资产管理情况综合报告，招商银行研究院

考虑到行政事业单位国有资产盘活方式偏向内部流通⁷，而且国有资产中国企资产占比较高，本报告后续以国有企业资产盘活为研究对象。

2. 国有企业存量资产盘活政策导向

2.1 国家层面的四个突出特点

综合来看，国家政策层面呈现四个突出特点：

一是促盘活和防风险同步发力。从系列文件来看，相关部委进一步明确了盘活资产的领域、区域、资金用途、方式、配套支持政策，存量资产盘活进度

⁷根据 124 号文，行政事业国有资产盘活重点方式包括自用、共享、调剂、出租、处置等，与国有企业类资产盘活相比，提高内部流转和循环效率的重要性更高。



有望加快；但另一方面，并未放松绩效导向和风险管控要求，突出强调在盘活存量资产中要“严禁新增地方政府隐性债务”和“严防国有资产流失”。

二是扩大有效投资是核心目的。从盘活资金用途上看，主要包括化债、稳投资、支持重大区域战略落实等，其中新增投资是核心目的。在**存量资产与新建项目建设资金需求矛盾愈发突出**的背景下，政策强调要把回收资金用于重点领域建设，形成新的有效投资，实现良性循环。而化债则主要针对部分政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区（可适当用于“三保”支出及债务还本付息）和债务负担重的企业（可“适当用于”化债相关用途）。

三是**重点领域、区域、企业先行先试，再逐渐铺开**。政策要求聚焦重点领域、重点区域、重点企业，资产盘活绝非“一哄而上”，而将是个逐步开展的过程，将会通过部分“试验田”按照新要求新标准，在先行先试、示范引领上有所突破，再逐步全面铺开。当前，**盘活主体**仍将以国企为主，**盘活对象**中基础设施项目资产仍为重点，包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等，此外，具有改扩建潜力的项目资产以及闲置资产、非主业资产也将会有序开展盘活工作；**重点区域包括三大类**，一是建设任务重、投资需求强、存量规模大、资产质量好的地区，目的是筹措资金支持新项目建设；二是**地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区**（财政收支缺口/债务率），目的是稳妥化解地方政府债务风险，提升财政可持续能力，合理支持新项目建设；三是**国家战略区域**，包括京津冀、长三角、粤港澳等。

四是**分类盘活，提升国有资产运营水平**。国有存量资产类型多、涉及面广、需盘活成因不同，需有分类盘点推进的思维。19号文明确提出，要灵活采取多种方式来有效盘活不同类型的存量资产。需要说明的是，资产盘活并非简单的资产交易变现，也可以通过提升管理效能、混改引战、功能改造等市场化手段来提升资产利用效率和运营效益，这也符合国企改革的发力方向。



表 3：资产盘活的重点领域、区域、方式、资金用途、配套政策

要点		具体内容
重点资产类型	存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产	重点盘活： 交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等。
	存量和改扩建有机结合的项目资产	统筹盘活： 综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等。
	长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产	有序盘活： 老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等，以及国有企业开办的酒店、餐饮、疗养院等非主业资产。
重点区域	建设任务重、投资需求强、存量规模大、资产质量好的地区	积极盘活： 筹集建设资金，支持新项目建设，牢牢守住风险底线。
	地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区	加快盘活： 稳妥化解地方政府债务风险，提升财政可持续能力，合理支持新项目建设。
	京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展等区域重大战略以及推动海南自由贸易港建设	鼓励盘活： 充分发挥示范带动作用。
盘活方式	多种存量资产盘活方式	七大方式： REITs、PPP、产权交易所、国有资本投资运营、社会资本盘活改扩建、闲置低效资产盘活、兼并重组等。
资金用途	引导做好回收资金利用	项目的职工安置及相关税费缴纳、债务偿还； 主要用于项目建设、新增项目投资；适当用于“三保”支出及债务还本付息 （债务率较高地区）。
配套支持	政策支持	积极落实项目盘活条件；有效提高项目收益水平；完善规划和用地用海政策；落实财政金融支持。
	资金支持	对回收资金投入的新项目，中央预算内投资、地方政府专项债券可按规定予以支持；鼓励社会资本参与；鼓励银行等金融机构按照市场化原则提供配套融资支持。
监管要求	严格落实各类风险防控举措	依法依规稳妥有序推进、提升专业机构合规履职能力、保障基础设施稳健运营。

资料来源：公开信息，招商银行研究院

2.2 地方层面的整体情况及区域差异

2.2.1 整体情况:在国家政策基础上具体细化,同时体现地方特色

国家相关文件为各级政府进一步盘活国有资产提供了统一指导,2022年7月份以来,多省市积极跟进出台相关政策,如陕西、湖南、河南、辽宁、山西、安徽、天津、南京、绍兴等。地方指导文件整体部署与国家政策高度一致的同时,呈现如下六个特色:

(1) **通过盘活资产来化债、缓解财政压力的意愿强烈。**19号文中更强调通过盘活资产来扩大有效投资,而在地方层面,除遵循19号文的基本要求外,很多地方将盘活存量资产视为缓解财政和债务压力的手段之一。如天津提出要“充分考虑本市财政运行现状,对盘活资产属于政府债务和隐性债务对应资产的,确保回收资金优先足额偿还对应债务本息,增加政府财力”、督促债务率较高的区域通过盘活存量资产降低债务率,提高再投资能力;内蒙古连续出台文件对沉淀资金、闲置土地、基础设施等专项资产进行清查“摸家底”,强调盘活资金可用于化解各级政府债务和保障民生支出;广西柳州市将资产盘活作为弥补收支缺口的重要手段,2022年按减收20亿元制定的弥补收支缺口预案中,一半金额计划通过统筹调入资金、处置资产、清理盘活资金来弥补。

(2) **突出层级差异,多地根据省级、市级、县级的特点分层确定重点盘活领域。**如陕西省指导文件中,要求省级主要聚焦基础设施领域和保障房领域,提出3年完成3个基础设施REITs项目发行上市的目标;有条件的市区(如西安市)聚焦保障性租赁住房、片区城市更新和综合开发领域;其他市区和县级结合本地实际,盘活重点为现金流较为充沛的项目类资产,如污废处理、停车场、供水供热供气等市政设施等。总体来看,该类方案鼓励各级政府结合本地实际,综合考量规模大小、目前收益情况及未来增长潜力,值得其它地区参考。

(3) **突出强调PPP和资产证券化工具。**客观来看,当前REITs发行条件相对较高,已发行资产主要为一二线城市的优质项目。对于大部分地区尤其是区县级层面,PPP、资产证券化、产权交易的适用范围更大。从已出台的政策内容来看,多地进一步细化PPP模式,将资产证券化单独成节。如河南部分放开了PPP模式的限制⁸;山西放宽市政公用基础设施市场准入,鼓励引入社会资本、推行OM(委托运营)模式;陕西要求依托专业咨询机构梳理底层资产,积极探索通过资产证券化等市场化方式盘活存量资产;天津在盘活方式中

⁸对拟采取PPP模式的存量项目,可以将项目的资产所有权、经营权、收费权等转让给社会资本;对已采取PPP模式的存量项目,可以将政府持有的股权部分转让给项目的社会资本方或其他投资人。



提到加大盘活存量资产模式创新力度，有针对性地采取 PPP、TOD⁹以及通过资产证券化（ABS）、资产支持票据（ABN）、商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）等不同方式，盘活不同特点的存量资产。

（4）重点领域更为细化，关注城市更新、保租房建设、“一老一小”领域¹⁰、综合交通枢纽改造、资产盘活与招商引资和产业转型的结合。除国家文件中较为详尽的基础设施领域外，多地还细化了其他领域的要求，如城市更新、片区开发、有现金流的市政基础设施（如城镇供水、供气、污水、垃圾处理、停车场）、综合交通枢纽改造、闲置或低效资产再开发用于保租房建设、“一老一小”领域等。比如城市更新，国家文件中未予明确，但地方文件多有强调，如天津、北京、陕西等省市支持国企参与城市更新、引入民营资本、盘活存量资产方面的意愿强烈，并通过金融手段（如西安市城市更新引导基金）、政策支持手段（如土地政策、规划政策、财税政策等）予以支持。此外，进一步突出资产盘活对区域发展的带动作用，将存量资产盘活与支撑区域及地方经济发展，如藉此进行城市基础设施和经济活力提升，包括招商引资、形象升级、形象升级、产业引进与转型升级等。

表 4：部分省市通过资产盘活有序推动城市更新的相关要求

省市	内容
天津	支持国有企业通过参与城市更新盘活存量资产，并明确重点项目和参与主体（“积极引导国企参与城市更新、老旧小区改造、引进产业项目落地、培育康养项目等领域”、“城投集团、泰达控股要主动对接城市更新责任主体谋划实施项目，吸引社会资本参与开发，重点推动金钟河大街南侧片区、金耀广场等项目盘活已整理土地、老旧厂房、商业综合体等闲置资源”）；政策支持：对盘活存量资产及城市更新发展采取了放宽规划指标、支持业主方自主更新、出台金融财税、保障性租赁住房政策等支持措施。
北京	政策支持：《关于存量国有建设用地盘活利用的指导意见（试行）》的通知（京政办发〔2022〕26号），重点提出建筑规模指标、用地功能兼容、建筑功能转换、土地利用方式及年限、异地置换、过渡期政策、土地出让价款缴纳、用地功能保障等八项支持政策。
陕西	重点聚焦：要求“有条件的市区（如西安市）重点聚焦保障性租赁住房、片区城市更新和综合开发领域金融特色小镇、标准厂房、孵化器、水库等”；金融支持：要求“发挥好西安市城市更新引导基金作用，有效盘活保障性租赁住房、片区型城市更新和综合开发项目资产”。

资料来源：公开资料，招商银行研究院

（5）科学的顶层设计和整体推动，强调地方国企尤其是两类公司发挥功能作用。依托国有资本投资、运营公司（以下简称两类公司）整合盘活国企的长期闲置资产和非主业资产，提高资产运营管理效率；依托地方资产管理公司（以下简称地方 AMC）通过不良资产收购处置、实质性重组、市场化债转股

⁹ 以公共交通为导向的城市空间开发模式。

¹⁰ “十四五”规划和 2035 年远景目标纲要明确提出，实施积极应对人口老龄化国家战略，以“一老一小”为重点完善人口服务体系，发展普惠托育和基本养老服务体系。



等方式盘活闲置低效资产；依托**龙头国企**进行行业整合和资产重组；依托**城投转型**进行保租房建设、片区开发、城市更新、低效土地园区再开发等。如**安徽**提出推进市县平台公司整合提升，打造国有资本运营集团和公司；**陕西**强调发挥两类公司和地方 AMC 的整体统筹作用；**河南**聚焦政府投融资公司、两类公司、龙头国企三类，要求发挥功能性作用等；**山西和天津**聚焦两类公司。

（6）强化数字创新赋能。依托数字化和信息化，一方面强化资产管理，国企数字化转型背景下，不管是国企还是行政事业单位，推进资产数智化管理渐成趋势，以落实国资盘活对资产进行精益化摸排和管理的需求。如山东财政利用大数据、物联网等技术，积极搭建公物仓信息化、数字化管理平台；绍兴目标开发上线“资产盘活一件事”数字化改革应用并争取纳入省数字化改革重大应用，提升数字化治理能力和管理水平；另一方面促进资产交易。如山西省要求提高全省国资交易数字化、规范化、智能化、市场化水平；浙江省绍兴市搭建首家地市级统一的国资交易平台，构建“线上浙交汇+线下办事处”的网格型数字化服务模式，并支持产权交易公司通过“浙交汇”等数字化交易平台和增值服务，推动存量资产合理流动和优化配置。

2.2.2 区域差异:各地方向侧重和进程存在差异，安徽、陕西、绍兴等省市亮点突出

我们关注到因经济发展水平、存量资产特征等实际情况差异，**区域间方向侧重和推动进程也有所差别**。如，**推动动机方面**，发达省市相对更注重对社会资本的撬动与资产增值后的超额收益，债务率较高的省份相对更注重债务的化解和弥补新增投资缺口，盘活积极性也更高，如内蒙古、天津、辽宁等省市。**推动方式方面**，发达省市的选择空间更广，模式创新（如 Pre-REITs、政府基金模式、两类公司模式等）也更活跃。以 REITs 为例，在浙江、广东、上海、绍兴等地，REITs 的应用空间更大，政策着墨也相对更多，并且，**多地提出要组建 Pre-REITs 基金**，通过国有资产平台及设立政府产业基金等方式进行资产的并购及培育，孵化成熟后发行 REITs。**推进进程方面**，发达省市相对推进更深入、涉及资产类型更全面，而在内蒙古、广西等欠发达省市，目前仍重点聚焦在存量规模较大的土地、房产、闲置或低效无效资产这类领域。

部分省市亮点突出，特色鲜明（表 5）。整体来看，安徽、陕西、绍兴等地的方案较为细致且目标明确，对其他地方的参考借鉴意义较大。**具体举措上多有创新**，包括以委托或购买服务方式举办**非营利性托育机构**（安徽）、**引导工业低效土地进入土地二级市场**（安徽）等**模式创新**，市场化设立**盘活存量资产基金**（陕西、河南）、**部分放开 PPP 限制**（河南）、**机制化项目梳理和推进**金融机构投融资对接（安徽）等**金融手段创新**，**放开市政公用基础设施市场准**

入（山西）、将盘活工作纳入国资考核（天津、安徽）、建立健全容错纠错机制和正向激励机制（天津、绍兴）等**制度创新**，各具特色的区域政策为资产盘活累积经验。

表 5：部分省市资产盘活亮点突出

省市	亮点
绍兴	Pre-REITs ：对产业园、轨道交通上盖物业等有收益潜力、处于项目前期阶段的资产，通过 Pre-REITs 盘活； 差异化评价体系 ：建立健全盘活存量资产扩大有效投资工作绩效考核体系，考评结果作为奖优罚劣的重要依据；重点督导各区、县（市）通过盘活存量资产降低债务率和新增有效投资额度；重点督导市级国有资产所属单位通过盘活存量资产实现国有资产保值增值； 明确时间表和具体任务 ：2022 年底前实现绍兴饭店私募 REITs 和绿色建材 ABS 等项目落地，2026 年底前盘活市级存量资产突破 600 亿元。
安徽	方案细致且特色鲜明。 分类推进 ：对存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，着力用好金融工具重点盘活。对综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等，通过吸引社会资本统筹实施项目改扩建。对长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产，注重引入专业力量有序推进市场化运营； 非营利性托育机构 ：统筹推进闲置低效国有住宅改造用于保障性租赁住房，鼓励利用公共服务设施、闲置校舍、闲置办公场所等资源，以委托或购买服务方式举办非营利性托育机构； 明确量化的市县级平台整合和两类公司建设目标 ：“以大带小、以强带弱、以小促大”加快推进市县平台公司整合，原则上每个市打造一个总资产 500 亿元以上综合性国有资本运营集团，每个县（市、区）打造一个总资产 50 亿元以上综合性国有资本运营公司。对纳入工业低效土地处置清单，且符合规划要求、产权关系清晰、无债务纠纷等具备转让条件的土地， 实施项目嫁接，引导进入土地二级市场，转让全部或部分建设用地使用权 。
陕西	基金模式 ：鼓励探索以市场化方式设立盘活存量资产基金，支持带动引领作用显著的重点项目，引导更多市场化资金流入存量资产盘活类项目。发挥好西安市城市更新引导基金作用，有效盘活保障性租赁住房、片区型城市更新和综合开发项目资产。
河南	基金模式 ：探索以市场化方式设立盘活存量资产基金，引导更多市场化资金流入盘活存量资产项目； 大幅放开 PPP 模式的限制 ：对拟采取 PPP 模式的存量项目，可以将项目的资产所有权、经营权、收费权等转让给社会资本；对已采取 PPP 模式的存量项目，可以将政府持有的股权部分转让给项目的社会资本方或其他投资人。
天津	制度创新多 ：将国有企业盘活工作纳入国资系统综合管理考核，盘活成效与年终绩效直接挂钩，建立健全容错纠错机制和正向激励机制。
山西	国企改革特色鲜明 ： 大幅放宽市政公用基础设施市场准入，以改革促盘活 （推动省内城镇供水、供气、污水和垃圾处理等市政公用企业通过引入社会资本优化资本结构，实行投资主体多元化，通过资产兼并、企业重组等方式，提高产业集中度和专业化经营能力。在 PPP 模式中，强调鼓励运行维护项目采用委托运营（OM）方式，提升运营效率和服务水平。以市场化手段盘活卫生健康、养老托育、体育健身、文化旅游、社区服务等领域闲置或低效运行资产）； 发挥两类公司建设优势 ，由省国资运营公司牵头省属国资整合盘活。
辽宁	明确时间表 （2022 年启动一批试点项目，初步建立标准体系。2023 年至 2024 年实质化解一批存量债务、盘活存量资产，并形成经验。到 2025 年，要形成有效稳定的运行机制，并且交通运输、农林水利设施等重点领域的存量资产盘活工作要取得重大进展），对关键工作的推进具有一定的约束机制。
内蒙古	闲置资源要素大起底行动 ，发挥自治区盘活存量资产重要平台的功能作用进行分类处置和盘活。

资料来源：公开资料，招商银行研究院

表 6：19 号文出台后各省相继跟进制定相关存量资产盘活政策

省市	时间	文件名
陕西	2022-07-20	《陕西省人民政府办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的实施意见》
江苏南京	2022-08-08	《关于进一步盘活存量资产、扩大有效投资的政策措施》
湖南	2022-08-10	《关于建立盘活存量资产台账的通知》
辽宁	2022-08-15	《辽宁省推进重点领域盘活存量资产扩大有效投资实施方案》
青海	2022-09-08	《关于印发进一步盘活存量资产扩大有效投资工作方案的通知》
江西	2022-09-27	《江西省人民政府办公厅印发关于加快盘活存量资产扩大有效投资工作方案的通知》
北京	2022-09-30	《关于存量国有建设用地盘活利用的指导意见（试行）》的通知
河南	2022-10-13	《河南省人民政府办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的实施意见》
浙江绍兴	2022-10-09	《绍兴市人民政府办公室关于印发绍兴市盘活存量资产扩大有效投资实施方案的通知》
天津	2022-10-28	《天津市进一步盘活存量资产扩大有效投资若干措施的通知》
山西	2022-12-27	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的实施意见》
宁夏	2022-12-24	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资行动方案》
安徽	2023-01-28	《安徽省人民政府办公厅关于印发进一步盘活存量资产扩大有效投资实施方案的通知》

资料来源：公开信息，招商银行研究院

3. 国有企业存量资产盘活路径分析

3.1 六大主体：有效盘活需各参与方专业运作、利益共享

国企存量资产的盘活是一项系统性工程，既需要单体企业的发力，也需要各参与主体专业运作、利益共享，主要涉及地方政府、国有企业、金融机构、社会资本、服务机构、盘活平台这六类参与方。

其中，**地方政府和国有企业**是主要的资产盘出方或整体推动方，包括政府及财政、发改、国资等相关部门、国有资本投资、运营公司、地方投融资平台、金融资产管理公司、地方城投、经营性国企等；**社会资本**是主要的资产盘入方、资金融出方或资产运营管理方。随着公共服务等盘活领域的逐渐放开，以及盘活方式的创新，社会资本的参与度有望提高；**金融机构**是盘活存量资产的资金融出方或金融服务提供方，可在盘活项目投融资、REITs 发行、资产证券化、PPP、不良资产收购、兼并重组等中提供金融服务，还可充当融资渠道、产品

结构设计人、财务顾问中介人、投资人等角色；**服务机构**包括专业咨询机构、会计事务所、律师事务所、评估机构、税务咨询、审计等中介机构，对产权关系、经营管理、交易结构、资产价值等进行梳理。如陕西省强调要充分发挥专业咨询机构在资产梳理、项目包装、方案编制等方面的咨询服务；**盘活平台**包括各类产权交易所、公共资源交易中心、股权交易中心、证券交易市场、交易商协会等，为资产的盘活和流通提供优质平台，创新交易产品和交易方式，发挥资产价值和投资者发现功能。

图 6：国有资产盘活六大参与主体



资料来源：公开资料，招商银行研究院

以国有企业中的两类公司为例，19号文和124号文中都强调了要发挥其功能作用。从政策导向和各地实践来看，地方政府通常会依托国有资本投资运营平台的独特优势来进行整体推动，通过资产处置、股权运作、基金投资、有序进退等方式，更好地对辖内及跨区域的国有资产进行通盘优化，以及促进国有资本优化配置与合理流动。

3.2 路径选择：结合资产属性和经营情况采用不同途径

结合各地的实践经验，国企存量资产盘活需根据资产属性和经营情况进行盘点整合及排序分类，并在此基础上匹配相应的盘活路径。

（1）从资产属性出发，我们将待盘活资产划分为现金类、资源类、金融类、经营项目类四大类。现金类资产主要指沉淀资金或者闲置低效资金，可通过资金归集、提高利用效率（如两类公司/基金方式）盘活。资源类资产主要针对闲置或低效存量用地、厂房等，可政企联动进行城市更新、功能提升，或改造用于保障性住房建设、康养托育等政策鼓励用途。金融类资产包括债权类（应收账款、债权等）、股权类（股权、基金份额等）。针对债权类资产，主要加大清收力度，对现金流较好的应收账款还可通过资产证券化等方式盘活变



现。针对**股权类**资产中的上市类，可通过有效资产注入、并购重组、引战、股权激励、市值管理等方式，提高上市公司经营效率效益及资本市场估值，实现股权变现；对于非上市类（含基金份额），可通过产权交易、培育上市、政府类基金整合、S 基金等方式进行沉淀资产的盘活和价值提升。**经营类资产**重点盘活领域为基础设施和公共设施类，及市场化竞争类资产，前者可通过提升运营能力、资产证券化、PPP 等方式提升资产流动性和变现能力，后者可通过兼并联联合优化、引战、上市等方式提升经营效益。

表 7：国有资产盘活主要路径（客户视角-根据资产类型）

待盘活资产类型 ^①	盘活路径 ^②
现金类 ^③	通过资产证券化、REITs、PPP 等方式盘活
资源类 ^④	通过资产证券化、REITs、PPP 等方式盘活
金融类 ^⑤	通过资产证券化、REITs、PPP 等方式盘活
经营类 ^⑥	通过资产证券化、REITs、PPP 等方式盘活

资料来源：招商银行研究院（本表有删减，招商银行各行部如需原表，请参照文末联系方式联系研究院）

（2）从经营情况和开发潜力出发，主要分为强收益能力、低效待提升、无效待处置三大类。

针对**收益能力高的资产**，该类资产往往现金流较好或存在较大获益空间，如收费公路、污水处理、园区资产、地铁资产、保租房、新型基础设施等，重点通过 REITs、资产证券化、PPP、打包注入上市公司等金融工具及市场化手段进行自我造血，并将回收资金用于新的项目建设，促进“资产-资金-资产”的投融资良性循环。

针对**低效待提升资产**，可依托两类公司、行业龙头国企、第三方机构等，通过改扩建、功能再开发、城市更新、整合资产、混改、引入战略投资方和专业运营管理机构等方式，提升存量资产的运营管理能力 and 价值品质。以**老旧居民楼和厂房盘活**为例，各地改造用于康乐园、人才公寓、保租房已成热点趋势，如五矿集团与龙湖合作的旧厂房改造项目（北京龙湖冠寓亚运村关庄店），出租率稳定在 95%以上；天津城投集团将临街空置居民楼微更新变身服务市民的租赁公寓，实现了国有固定资产每年 6%的创效；天津泰达控股“十四五”期间计划将 7 宗土地房产新改建为一万套保障性租赁住房。



针对待处置资产，如僵尸资产、无效冗余资产或非主业资产，可依托地方 AMC（不良资产管理公司）平台、两类公司和产权交易所等，通过整合、承包、租赁、拍卖、转让等方式，让账面成本较低的资产，按照合理的市场价格盘活，从而提高国有资产的资本化率和流动性。随着盘活的推进，后续我们有望在市场上看到更多的国有资产的转让，民企参与空间有望提升。

3.3 重点盘活模式分析

19 号文针对性地提出了包括公募 REITs、PPP、产权交易、两类公司、兼并重组、盘活存量和改扩建有机结合、挖掘闲置低效资产价值等七种盘活方式，实践中还有资产证券化、资产管理¹¹、私募股权基金¹²等金融手段。结合各种方式的特点和各地盘活资产现状来看，目前公募 REITs、资产证券化、PPP、产权交易、基金方式关注度较高，我们主要对以上五种模式进行分析。

3.3.1 REITs: 主要分布在一二线城市基础设施领域，但纵深发展可期

2020 年开始，我国 REITs 起步加速。随着我国经济发展进入存量阶段，国家从 2020 年开始出台系列政策鼓励国企通过发行基础设施 REITs 盘活存量资产¹³，推动企业轻资产化运作，打通资产退出路径。截至 2022 年末，共有 24 支产品成功发行，募集总规模达到 783.61 亿元，市值 854.34 亿元，溢价率为 9.03%。其中，2022 年就上市了 13 只 REITs，基金募集总规模为 419.48 亿元，市值 434.89 亿元，溢价率为 3.67%，起到良好的融资和盘活效果，目前已成功发行的 REITs 资产类型包括产业园区、仓储物流、高速公路、生态环保基础设施、保障性住房五大类。

当前 REITs 仍主要集中在一二线城市、省级层面的基础设施领域。虽证监会在积极推进 REITs 常态化发行，各地也都积极出台“REITs 十条”等措施，但由于 REITs 发行条件较高¹⁴，更适合针对特定领域的特定项目，且存在国资转让程序复杂等问题，现阶段对地方政府尤其是市县大部分存量资产盘活来说较为遥远。

但随着政策力度持续加码，国央企通过 REITs 盘活资产的空间或将扩大。一是税务、权属问题有望进一步解决。19 号文第一次从国家层面对基础设施

¹¹ 一般依托地方 AMC 等通过收购和处置不良或低效资产盘活存量。

¹² 以市场手段和战略资源协同长期资金改造存量资产，实现盘活和转型提升，如 REITs 基金、城市更新基金、资产盘活基金等。

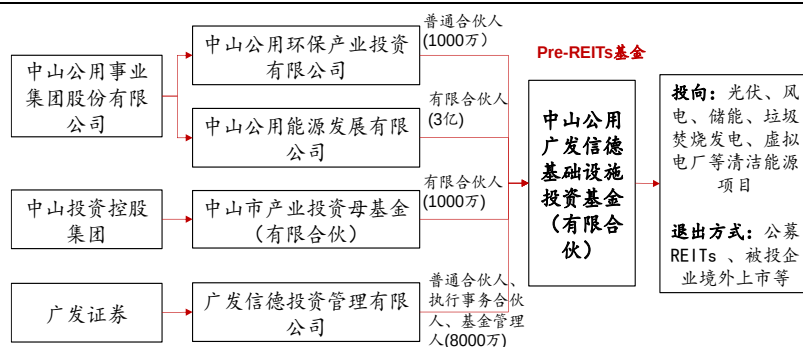
¹³ 2020 年 4 月 30 日，《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》正式发布。

¹⁴ 地方政府手上若有优质资产，项目权属清晰、运营时间原则上不低于 3 年、近 3 年内总体保持盈利或经营性净现金为正、预计未来 3 年净现金分派率不低于 4%，则可考虑发行 REITs。

REITs 工作中遇到的税筹、土地权属问题做出了相对明确的解决表态，对公募 REITs 的推进意义重大。二是发行范围多元化扩容。2021 年，公募 REITs 资产种类仅限于生物质发电、污水处理、高速公路、高科技产业园区，以及仓储物流；2022 年，资产范围扩展到清洁能源、医药产业园、保障性租赁住房；2023 年，市场即将迎来光伏发电、海上风力发电等清洁能源种类，试点范围将加速覆盖到新能源、水利、新基建等领域，以及对市场化长租房及商业不动产领域展开研究，预计后续会有更多数量和种类的公募 REITs 获批。三是发行条件有望边际放松。政策指出要进一步提高推荐、审核效率，针对部分重要项目，可进一步灵活合理确定运营年限、收益集中度等要求。四是扩募机制将进一步建立健全。2022 年 5 月，沪深交易所发布 REITs 扩募指引，9 月份，包括华安张江光大、中金普洛斯、富国首创水务、博时蛇口产业园、红土盐田港在内 5 只公募 REITs 即公告开展首批扩募试点。扩募的落地，将有助于原始权益人盘活更多优质基础设施资产，扩大不同区域、不同领域的覆盖，进一步增加资产股性，形成资本良性循环。五是 Pre-REITs 基金、类 REITs 等金融工具创新加速，多省市进行政策鼓励和创新实践。2022 年 2 月，国家发改委组织央企、国企以及金融机构相关负责投资人士对 Pre-REITs 基金相关事宜进行研讨；广东、南京、苏州等地均出台了促进 Pre-REITs 基金发展的相关政策，其中广东明确提出要组建 Pre-REITs 基金；12 月，武汉高科集团落地首单华中地区医疗器械产业园区 Pre-REITs 基金；2023 年 2 月，中山公用设立 4 亿元 Pre-REITs 基金，孵化培育 REITs 储备项目（图 7）。Pre-REITs 等创新工具的发展，将有利于 REITs 储备项目的梳理培育和孵化整合，为盘活资产引入“活水”。

可以预判的是，利用 REITs 进行资产盘活的区域范围将逐渐扩大。虽目前仍相对集中在北上广深区域，但将有越来越多的省市实现新突破，如 2022 年的安徽、重庆、湖北等省市。伴随各地积极参加清洁能源试点，西部地区也将会迎来更多发行机会。

图 7：中山公用设立 4 亿元 Pre-REITs 基金，孵化培育 REITs 储备项目



资料来源：公开资料，招商银行研究院

3.3.2 资产证券化:标准化程度较高, 创新力度将提升

资产证券化模式以底层资产的未来收益为偿付发行债券, 偏向债性融资。虽对基础资产的成熟度(如信用评价、现金流和权属债务情况)存在要求, 但**相对 REITs 模式门槛要低、应用范围更广、模式相对成熟, 受到地方政府的高度关注**。总体来看, 资产证券化模式偏向债性融资, 较为标准化, 可通过 ABS、ABN、CMBS、ABCP 等形式盘活现金流相对稳定的资产, 在清洁能源、交通水利、保障性住房、商业物业等传统基建领域以及国有企业供应链、融资租赁等领域都已得到较为广泛的应用。

政策鼓励探索通过资产证券化模式盘活存量资产, 后续将进一步围绕盘活存量资产的重点方向, 创新拓展资产证券化盘活存量具体方式。2018年9月, 在中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中, 即鼓励国企依法合规开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务; 2022年6月30日, 上交所发布《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》(上证函〔2022〕1011号), 提出以下几方面内容: 一是创新拓展资产证券化盘活存量方式, **知识产权资产证券化等模式创新或将加速**; 二是突出资产信用, 加强完善资产证券化投资者保护机制; 三是加大融资服务, 优化强化资产证券化市场支持举措; 多地也在盘活政策文件中细化了资产证券化的推动计划。

3.3.3 PPP:地方积极性较高, 政策监管或边际放松

国务院鼓励具备长期稳定经营性收益的存量项目采用政府和社会资本合作(PPP)模式¹⁵盘活存量资产, 提升运营效率和服务水平。PPP是发展较早的基础设施建设的投资运营模式, 早在2017年, 国家发改委发布的《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》就强调通过PPP模式规范有序盘活存量资产, 实现投资良性循环等等。

在财政收入下滑、建设任务仍较重、资产盘活系统推动的背景下, **地方政府推进 PPP 模式尤其是 TOT(经营权转让)、OM(委托运营)模式的积极性较高**。PPP模式主要适用于政府负有提供责任又适宜市场化运作的公共服务、基础设施类项目, 可以实现存量资产项目的经营权转换、项目改扩建及提高运营水平, 从运作模式看, 常用的有使用者付费的TOT、TOT—BOT模式, 此外还

¹⁵PPP 操作模式为政府采取竞争性方式择优选择具有投资、运营管理能力的社会资本, 双方按照平等协商原则订立合同, 由社会资本提供公共服务, 政府依据公共服务绩效评价结果向社会资本付费。通过创新运营模式、引入先进技术、提升运营效率等方式有效盘活存量资产。



有 ROT（改建-运营-移交）、TOO（转让-拥有-运营）、OM 等多种方式。由于隐性债务等问题，其中最常用的 TOT 入库已暂停一年多。但当前政策监管出现了边际放松，19号文中提及“鼓励具备长期稳定经营性收益的存量项目采用 PPP 模式盘活存量资产”；其后，财政部于 2022 年 11 月公开了《关于进一步推动政府和社会资本合作（PPP）规范发展、阳光运行的通知》，一大亮点是对存量资产转让项目的运作进行了规范，明确了合规 TOT 项目做法，释放了积极的信号。此外，多地在文件中提出要积极围绕资产盘活创新探索 PPP 盘活模式。如四川鼓励在轨道交通、高速公路、供水、污水处理、垃圾处理、停车场、水库、体育馆等重点领域采用 TOT 方式盘活存量资产；山西强调鼓励采用委托运营(OM)方式盘活市政公用基础设施，提升运营效率和服务水平。如果后续政策有序规范放开，PPP(TOT/OM)模式或将升温，尤其是在“具有长期稳定经营性收益”的特许经营权领域。

当然，限制 PPP 模式大规模应用于国有资产盘活的约束条件，还包括目前各地政府存量 PPP 项目的支出责任普遍临近触发 10%的一般公共预算支出红线。财金〔2019〕10 号文要求“每一年度本级全部 PPP 项目从一般公共预算列支的财政支出责任，不超过当年本级一般公共预算支出的 10%”，否则将禁止新项目入库。由于存量 PPP 项目普遍运营期限较长（政策要求政府与社会资本合作期限原则在 10 年以上），难以在短时间内退出，并且受赤字率约束，一般公共预算支出空间同样难以在短期内快速增长，后续仍需关注 PPP 模式在国有资产盘活场景中的实际应用效果。

表 7：现阶段较适合采用 PPP 模式盘活的存量资产项目

类型	
基础设施	燃气、供电、供水供气供热、管道燃气、污水处理、垃圾处理、产业园区、停车场等市政设施，公路、铁路、机场、城市轨道交通等交通设施
公共服务类	医疗、体育场馆、旅游、教育培训、健康养老等
其他	水利水库、资源环境和生态保护等项目、特色小镇、标准厂房、孵化器

资料来源：公开资料，招商银行研究院

3.3.4 产权交易:所适资产范围最广，三四线城市和市县应用广泛

产权交易盘活所适资产范围最广，对资产类型¹⁶、收益情况的要求较低，在地方，尤其在三四线城市和市县层级应用广泛。

政策方面积极推进产权规范交易。2016 年国务院国资委、财政部联合发布的《企业国有资产交易监督管理办法》，2018 年国务院国资委、财政部、证监会联合发布的《上市公司国有股权监督管理办法》，共同构成了覆盖上市和非上市公司国有产权、较为完整的企业国有资产交易监管制度体系。2020 年 10 月，财政部印发《规范产权交易机构开展金融企业国有产权交易管理暂行规定》，2022 年 6 月，国务院国资委印发《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》，进一步细化了国有资产交易流转中的有关事项。以产权交易所为例，按相关规定，产权转让及增资扩股原则上都应该在产权交易所进行，当前，在国务院国资委和地方省级国资委的监督领导下，全国已形成了国家级（可以交易央企国有产权）—区域性（主要服务于成员内部）—地方级（主要交易地方国有企业产权）的三级产权转让市场框架，服务于国企改革和国有产权市场交易。

实践方面各地积极推进产权市场建设，提升区域产权交易机构对盘活资产的全链条服务能力。如陕西、安徽¹⁷等地要求借助当地的产权交易中心、公共资源交易中心、股权交易中心等机构创新资产盘活的交易产品和方式，加强产品设计、方案策划、顾问咨询、组织交易等全链条服务能力。此外，加快建设统一大市场背景下，跨区域产权交易机制加速形成。2023 年 1 月上海市国资委、江苏省国资委、浙江省国资委、安徽省国资委联合出台《长三角产权交易共同市场建设方案》，将在央国企权益类（产权转让、企业增资）业务、央国企、知识产权等领域进行长三角跨区域合作，广东也正在研究粤港澳产权交易合作。

3.3.5 私募基金:产品创新加速，各类盘活基金方兴未艾

私募股权基金模式凭借可撬动社会资本、或有战略协同资源、资金期限相对较长与资产久期较为匹配等优势，成为当前各地改造存量资产、实现转型提升的一个新的关注点。

政策方面积极鼓励创新，各地盘活文件中提出较多的包括组建盘活存量资产基金（河南、陕西）、城市更新基金（陕西）、Pre-REITs 基金（浙江、广

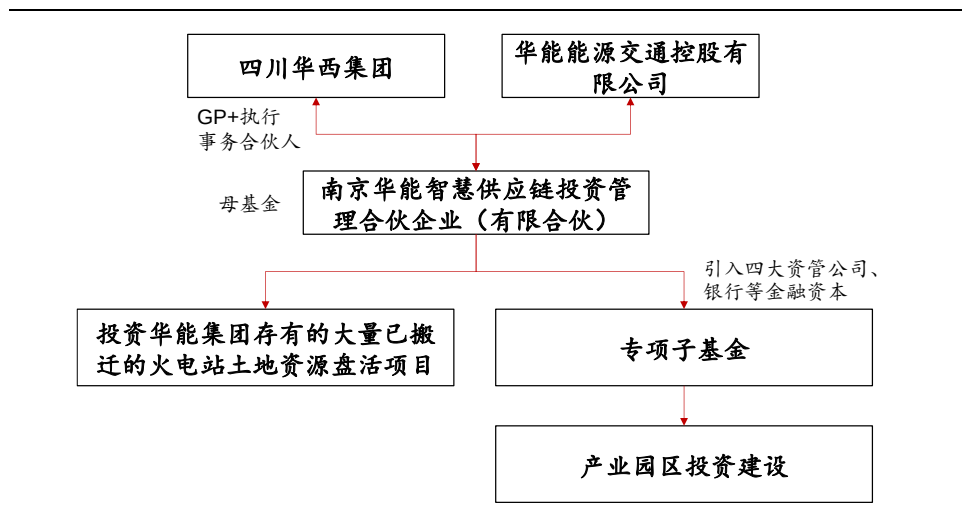
¹⁶ 包括资产股权类、金融资产类、自然资源类、环境权交易、招标采购类业务交易等。

¹⁷ 陕西：陕西省公共资源交易中心、西部产权交易所、陕西股权交易中心等；安徽：安徽省产权交易中心、安徽长江产权交易所、合肥市产权交易中心、蚌埠市产权交易中心等。

东、上海、绍兴等）等；此外，2023年2月，证监会启动不动产私募投资基金试点，国有企业具有大量不动产存量资产¹⁸或建设需求，预计其中的优质国企也将积极争取试点，拓宽私募基金盘活保障性住房、基础设施项目新渠道。

实践方面，出现了基建、城市更新、国有存量土地盘活的基金投资新模式。如首都建投引导基金公司探索“基金+基建+产业”模式，在多地设立专业化基金运营盘活市政重大基础设施；北京通过“基金+城市更新”轻资产受托经营合作模式探索低效楼宇（原北京动物园服装批发市场）改造提升，实现产业升级；四川华西集团与央企子公司（华能能源交通控股有限公司）合作，探索“基金+存量土地盘活”模式，于2022年12月共同出资12亿元，组建母基金，由华西集团旗下基金公司担任管理人及执行事务合伙人，投资华能集团存有的大量已搬迁火电站土地资源盘活项目，同时还将通过设立专项子基金进一步引入四大资管公司、银行等金融资本，预计带动超过百亿的产业园区投资建设。

图 8：四川华西集团与央企子公司合作，探索“基金+存量土地盘活”模式



资料来源：公开资料，招商银行研究院

4. 我行在国有资产盘活发展中的业务机会和风险提示

（本部分有删减，招商银行各部如需报告原文，请以文末方式联系研究院）

¹⁸ 当前适用范围主要包括特定居住用房（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。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇