

轻资产转型背景下 酒店类REITs的交易结构设计与风险隔离

引言

近年来,国内酒店行业面临租金上涨、人力成本增加、市场竞争加剧等压力,传统重资产运营模式(即酒店企业持有物业产权并自主运营)导致企业资金占用多、负债压力大、抗风险能力弱,轻资产转型成为行业发展的必然选择。轻资产转型的核心是剥离物业资产所有权,聚焦品牌管理、运营服务等核心能力,而酒店类REITs作为一种标准化的资产证券化产品,通过将酒店物业资产转化为可在资本市场流通的证券,为酒店企业实现“资产出表”与现金流优化提供了有效路径。

一、轻资产转型与酒店类REITs的证券化逻辑

(一)酒店类REITs的证券化核心价值

在酒店轻资产转型中,酒店类REITs的证券化价值体现在三方面:一是资产盘活,酒店企业将高价值酒店物业注入REITs,通过证券发行变现,回收资金用于拓展品牌、升级运营,降低自有资金依赖;二是风险分散,REITs将单一酒店资产拆分为标准化证券,吸引众多投资者参与,把运营与资产价格波动风险分散至资本市场;三是收益稳定,其收益源于酒店租金与运营分红,能为投资者提供长期稳定股息,酒店企业也可通过持有部分份额分享资产增值。从属性看,它本质是资产支持证券,以酒店未来现金流为偿付基础,实现“资产信用”替代“主体信用”,契合轻资产转型逻辑。

(二)酒店类REITs的证券化适配性特征

酒店资产的特性决定其REITs证券化需关注两个核心适配点:一是基础资产收益稳定性,酒店租金收入与入住率、房价相关,需选地理位置优越、运营成熟、现金流稳定的酒店,如核心城市商圈五星级酒店、交通枢纽中端连锁酒店,这

类资产现金流波动小,能保障证券产品偿付能力;二是资产证券化合规性,依据《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》,基础资产需满足权属清晰、无权利瑕疵、已产生持续稳定现金流等要求,还需通过资产划转、权属登记等程序证券化,确保与酒店企业自有资产有效隔离,为后续风险隔离打基础。

二、轻资产转型背景下酒店类REITs的交易结构设计

(一)基础资产的证券化操作流程

酒店类REITs基础资产证券化分四步:第一步是基础资产筛选与划转。酒店企业筛选运营满3年、年均入住率超60%等符合要求的酒店资产,设立SPV并将资产所有权或收益权划转至SPV,完成产权过户、估值与尽调,实现资产初步隔离;第二步是现金流归集与测算。SPV与酒店运营方签订协议,约定租金、运营分成归集至监管账户,同时按历史数据测算未来3-5年现金流,作为证券发行与收益分配依据;第三步是证券化产品设立。SPV委托证券公司或基金公司设计产品,明确发行份额、面值等;第四步是证券发行与上市。管理人通过交易所向合格投资者发行,上市后酒店企业出售大部分份额实现资产出表,仅保留不超过20%的份额关联资产。

(二)交易参与方的权责划分

酒店类REITs证券化交易涉及多方主体,权责划分影响结构稳定性:管理人负责证券产品设立、发行与存续期管理,监督资产运营、审核现金流、披露信息,对投资者负受托责任;酒店运营方负责日常运营,确保实现预期收益,定期提交报告并接受现金流监管,运营能力决定证券收益;托管人保管资产与现金流,按指令划拨资金、分配收益,保障资金安全;投资者购买证券分享收益、承担风险,享有信息知情权与表决权;原始权益人确保基础资产权属清晰,配合完成投资

划转与发行,对资产重大变动提出意见,保障证券产品稳定。

(三)证券的分层发行设计

酒店类REITs常采用分层发行设计,分优先级与次级证券:优先级证券占比70%-80%,面向保险公司等风险偏好低的投资者,收益优先级最高,预期收益率3%-5%,设超额覆盖机制,风险低;次级证券占比20%-30%,多由酒店企业或战略投资者持有,收益优先级低,预期收益率6%-8%,需承担现金流不足风险,也享有资产增值超额收益。这种设计依“风险与收益匹配”逻辑,吸引稳健型投资者、保障发行成功,且通过酒店企业持有次级证券实现风险共担,增强投资者对证券产品的信心。

三、酒店类REITs的风险隔离机制构建

(一)基础资产的风险隔离

基础资产隔离是风险隔离的核心,关键通过“真实出售”与“SPV破产隔离”实现与酒店企业的彻底分离。“真实出售”要求酒店企业按市场公允价格将酒店物业所有权或收益权转让给SPV,且转让后原则上无追索权,酒店企业不对基础资产未来收益优先索取,也不承担SPV债务连带责任,确保基础资产脱离企业资产负债表。“SPV破产隔离”则限定SPV仅负责基础资产持有与管理,股权和治理结构独立于酒店企业,还需设立破产隔离条款,防止酒店企业破产时其债权人主张基础资产权利。如某酒店类REITs中,酒店集团将3家核心城市酒店转让给SPV,转让价以第三方估值为准,且SPV由独立第三方担任GP,有效实现风险隔离。

(二)现金流的隔离

现金流隔离是保障证券投资者收益的关键,通过“专户管理+封闭运作”确保现金流仅用于证券收益分配。首先设立现金流监管账户,SPV与商业银行签订

协议,约定酒店运营方将租金、运营分成等足额归集至该账户,由银行独立管理,禁止酒店企业与SPV擅自挪用。其次明确现金流分配顺序,优先支付固定费用,再依次分配优先级、次级证券投资者收益,剩余资金留存为风险准备金。还设置差额补足机制,若现金流不足支付优先级证券股息,由持有次级证券的酒店企业或第三方担保机构补足,增强现金流稳定性。

(三)信用增级的风险隔离补充

信用增级是风险隔离的补充手段,通过提升证券信用等级降低投资者风险,分内部与外部增级。内部增级除证券分层外,还包括超额现金流覆盖,要求基础资产未来现金流对证券本息覆盖倍数不低于1.2倍,同时从现金流中提取5%-10%作为风险准备金应对突发风险;外部增级引入独立第三方担保机构,为优先级证券本息偿付提供连带责任担保,若现金流与风险准备金不足,担保机构需代偿。完善的信用增级可使优先级证券获AA+或AAA级评级,提升产品认可度与流动性,吸引更多稳健型投资者。

结论

在酒店行业轻资产转型背景下,酒店类REITs通过证券化操作实现了酒店资产的盘活与风险分散,其交易结构设计需围绕基础资产证券化、参与方权责划分、证券分层发行展开,确保产品的合规性与收益稳定性;风险隔离机制则需通过基础资产隔离、现金流隔离、信用增级构建,保障证券投资者的权益。未来,随着国内REITs市场的不断完善,酒店类REITs需进一步优化证券化交易结构,同时加强风险隔离的法律保障,明确SPV的破产隔离效力,现金流监管的操作规范,推动酒店类REITs成为酒店行业轻资产转型的核心工具,助力资本市场与酒店行业的深度融合。

(田雅楠 内蒙古财经大学)

数字金融发展对地方性商业银行风险承担的影响研究

一、引言

地方性商业银行作为中国金融体系的“毛细血管”,其数字化转型与风险管控面临前所未有的机遇与挑战。一方面,移动支付、智能风控等数字技术的应用为银行提升服务效率、拓展客群边界提供了可能;另一方面,金融科技公司的跨界竞争、利率市场化改革的深化,持续压缩传统银行的盈利空间,迫使其在战略转型中重新权衡风险与收益。基于此,本文旨在探讨不同资源禀赋的银行及差异化监管政策如何调节这一影响。

二、数字金融发展与银行风险承担影响机制分析

在数字金融发展的新阶段,两种机制的实现路径与相对强度可能发生变化:

盈利挤压效应:数字金融通过“业务分流”与“价格竞争”双重渠道加剧银行盈利压力。一方面,理财、消费信贷等核心中间业务被金融科技平台分流;另一方面,平台凭借数

据优势实施差异化定价,迫使银行降低贷款利率以留住优质客户,进一步收窄净息差。

技术赋能效应:随着监管鼓励银行与科技公司“合作共赢”,技术获取方式从独立研发更多转向联合研发或专利购买。这意味着技术赋能的效果可能更多取决于银行的合作资源与转化能力,而非单纯的数字金融发展水平。

三、实证研究

1. 样本选择与数据来源

本文选取2013-2023年中国地方性商业银行(城市商业银行、农村商业银行及部分农村信用社改制机构)作为研究对象。经过数据清洗(剔除关键财务数据连续缺失及被并购重组的样本),最终获得135家银行的非平衡面板数据,共计1485个观测值。

2. 描述性统计

表1报告了主要变量的描述性统计。数字金融指数(DFI)均值从2013年的214.5上升至2023年的398.7,标准

差增大,表明地区间差距仍然显著。银行风险方面,Z值均值从2013年的21.3下降至2023年的16.8,整体风险呈上升趋势。

表1 变量统计信息表

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Z值	1,485	18.12	7.85	4.87	37.61
不良贷款率(%)	1,485	1.73	0.91	0.18	7.25
数字金融指数	1,485	332.45	112.36	105.12	512.47
净息差(%)	1,485	2.31	0.45	1.12	4.03
资本充足率(%)	1,485	13.88	2.89	8.05	25.41
资产规模(对数)	1,485	10.05	1.45	6.78	13.56

3. 基准回归结果

表2报告了全样本基准回归结果。列(1)-(3)显示,数字金融指数一次项系数在三个风险指标下均显著为负,二次项系数显著为正,强烈支持“U型”关系。以Z值为例(列1),计算拐点为DFI≈335,即当数字金融发展水平超过335分后,其影响从风险抑制转为风险加剧。

表2 基准回归:数字金融对银行风险承担的非线性影响(2013-2023)

变量	(1) Z值	(2)不良贷款率	(3)风险加权资产比
DFI(t-1)	-0.048*** (0.012)	-0.006** (0.003)	0.042*** (0.013)
DFI ² (t-1)	0.000072*** (0.000018)	0.000009** (0.000004)	0.000064*** (0.000019)
控制变量	是	是	是
时间固定效应	是	是	是
个体固定效应	是	是	是
观测值	1,485	1,485	1,485
调整R ²	0.428	0.401	0.378

注:***、**、*分别表示1%、5%、10%显著性水平,括号内为银行层面聚类稳健标准误。

四、结论与政策建议

1. 研究结论

本文基于2013-2023年数据的更新研究,得出以下核心结论:

第一,数字金融发展对地方性商业银行风险承担的影响呈现清晰的“U型”非线性轨迹,拐点约为数字普惠金融指数335分。当前,全国多数地区已越过拐点,进入数字金融发展加剧银行风险阶段。

(下转H04版)