

不动产融资破局之道：“首发+扩募”双轮驱动下的多层次REITs市场



01 持有型不动产ABS扩募新规解读

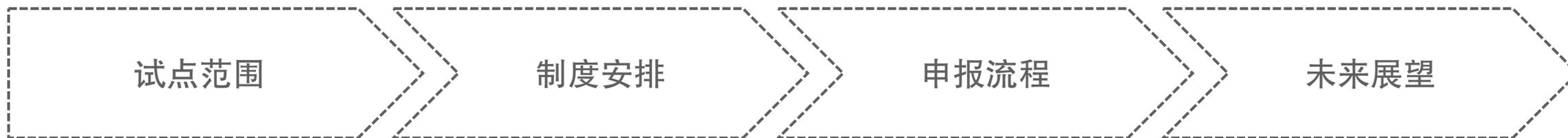
扩募试点机制落地，促进产品可持续发展



政策概要：

2025年5月21日，上交所发布《关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知》。

“本通知所称资产支持证券扩募，是指计划管理人对在本所挂牌的存量持有型不动产资产支持证券进行扩募发行并且合并挂牌。扩募发行不涉及设立新的资产支持专项计划。”



- 仅适用于在上交所挂牌的存量持有型不动产ABS
- 不包括类REITs、CMBS等其他ABS产品

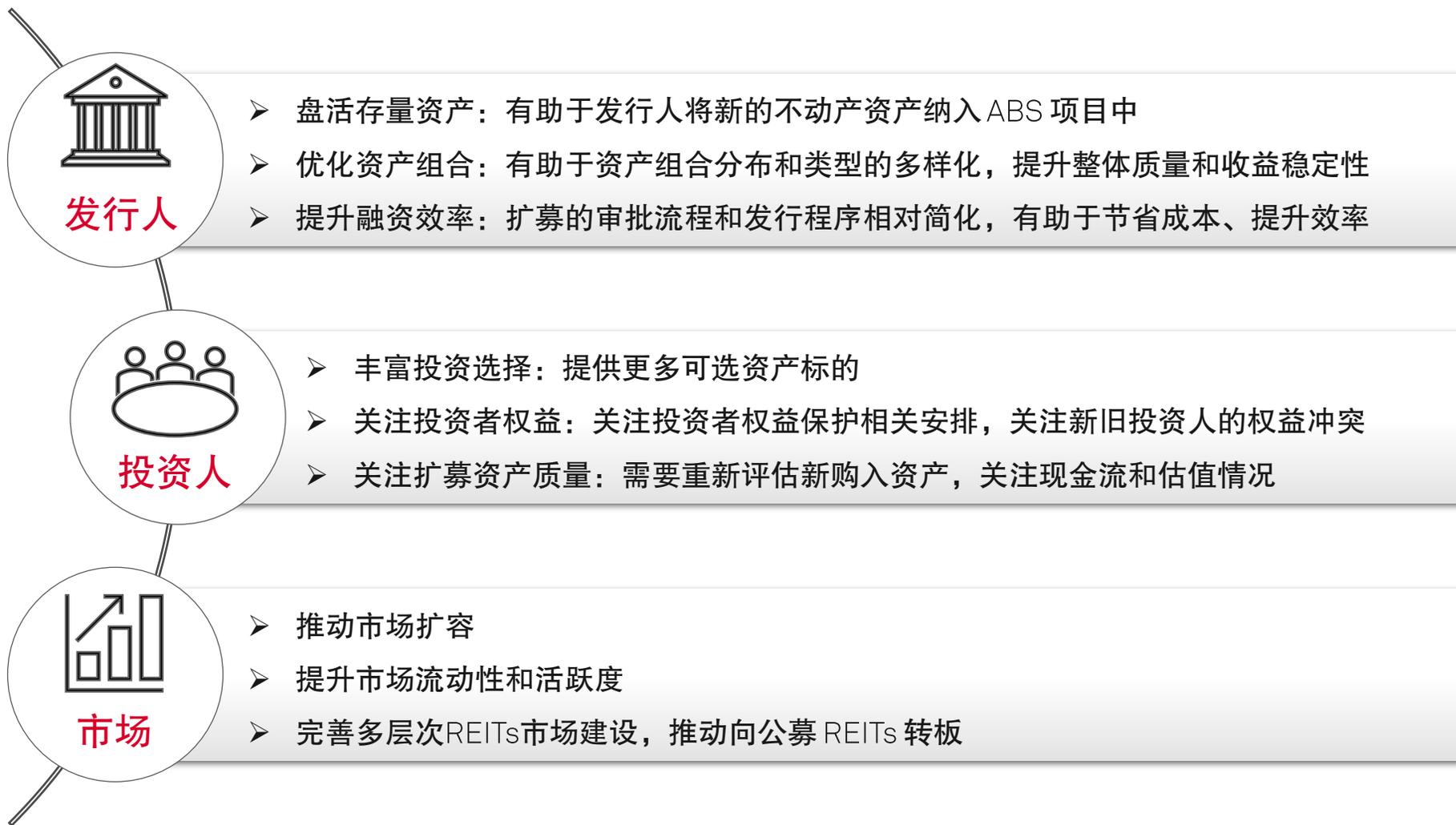
- 合并挂牌，不涉及设立新的资产支持专项计划
- 扩募后ABS的证券代码、证券简称、证券全称、起息日、付息日、到期日、面值、票面利率和特殊条款等基本信息，与存量ABS保持一致

- 经持有人大会审议
- 通过后向上交所申报
- 获取无异议函
- 合并上市挂牌后，ABS的还本付息、收益分配等发行条款和持有人会议、受托管理、违约责任与争议解决等投资者权益保护相关安排原则上保持不变

- 本次扩募新规是上交所持有型不动产ABS的六大机制中的“持续扩募”的政策落地；未来，扩募试点机制的配套细则或进一步完善，并有望扩容至类REITs、CMBS等资产类别

01 持有型不动产ABS扩募新规解读

扩募新规影响各方参与者，完善市场生态建设



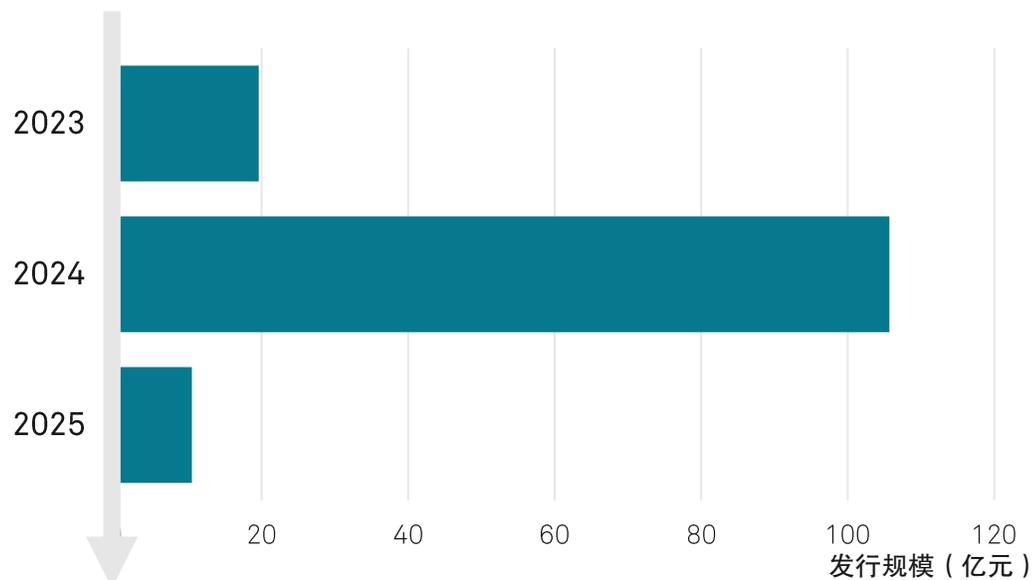
02 市场概览 —— 持有型不动产ABS

私募REITs初露锋芒，市场扩容提速，扩募未来可期

发行单数 **7** | 发行规模 **136亿元** | 资产类型 **4**

- 2023年12月，首单持有型不动产ABS——“华泰-中交路建清西大桥持有型不动产资产支持专项计划”成功发行，标志着国内私募REITs正式起航。
- 截至2025年5月末，已发行7单持有型不动产ABS，合计规模约136亿元，涵盖多种基础资产类型。
- 其中，“建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划”于2024年末向上交所申报第一次扩募并新购入租赁住房项目，并已获反馈，拟发行金额6亿元。

持有型不动产ABS历年发行情况及底层资产类型



- 中交清远2023-1 高速公路
- 建信长租2024-1 保租房
- 中交安江2024-1 高速公路
- 越秀商业2024-1 办公物业
- 九永高速2024-1 高速公路
- 铁建2024-1 办公物业
- 万数2025-1 数据中心

标普信评

S&P Global
China Ratings

注：数据截至2025年5月末。
资料来源：公开信息。

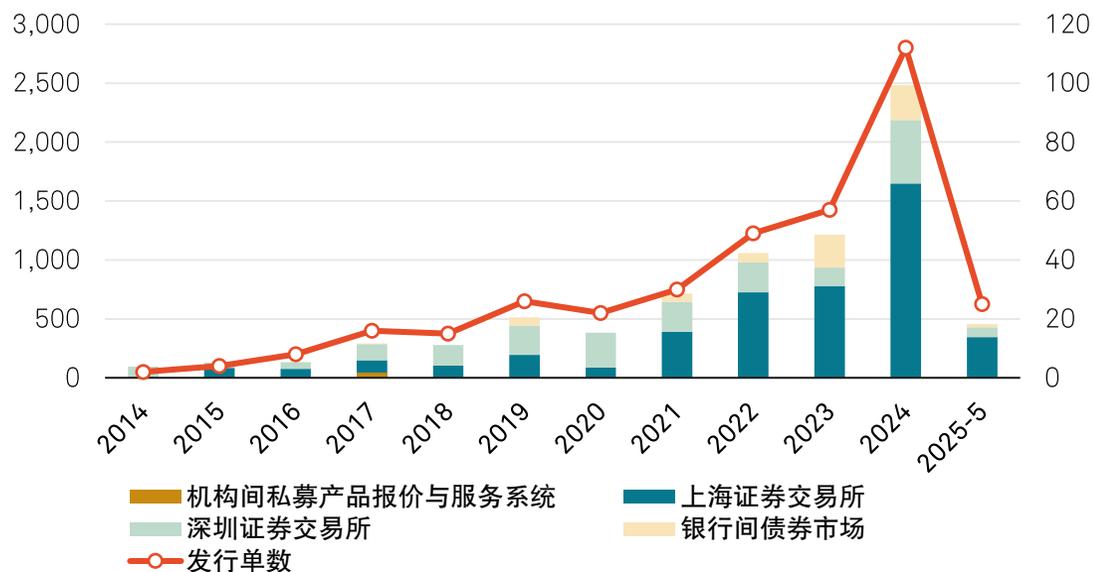
02 市场概览 —— 类REITs

类REITs发行创新高，市场供需两旺，助力盘活存量资产

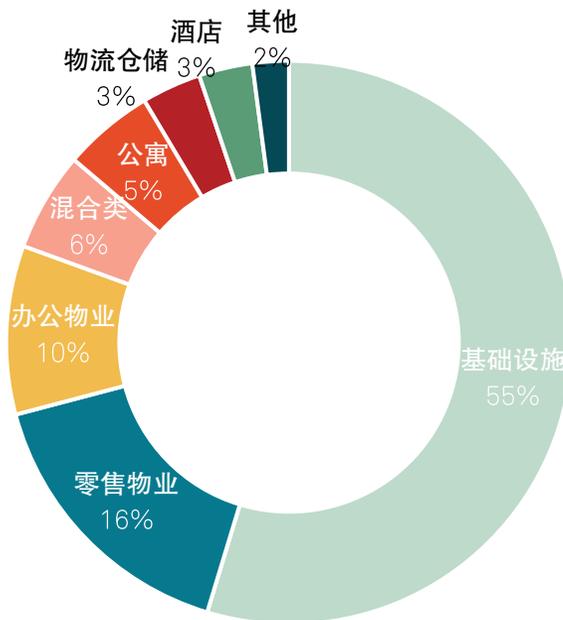
发行单数 **366** | 发行规模 **7751亿元** | 资产类型 **7+**

- 自2014年“中信启航专项资产管理计划”发行以来，类REITs产品得到了快速发展，近三年来也持续了增长态势。截至2025年5月末，类REITs产品已累计发行366单，累计发行金额约7,751亿元。2024年，随着央企降负债和盘活存量资产的需求推动，类REITs发行单数和规模均创新高，发行规模同比增长约104%。
- 随着市场发展，底层资产类型也逐步丰富，涵盖了基础设施、办公、零售、酒店、租赁住房、物流仓储等各个类别；截至2025年5月末，在已发行的类REITs交易中，按照发行规模来看，基础设施类物业（发电厂/桥梁道路/产业园区）占比最高，其次为零售物业和办公物业。预计未来也会出现更多以数据中心、新能源风电光伏设施等为代表的新型物业类型。

类REITs历年发行情况



类REITs底层资产类型（按发行金额）



标普信评

S&P Global
China Ratings

注：数据截至2025年5月末。
资料来源：公开信息。

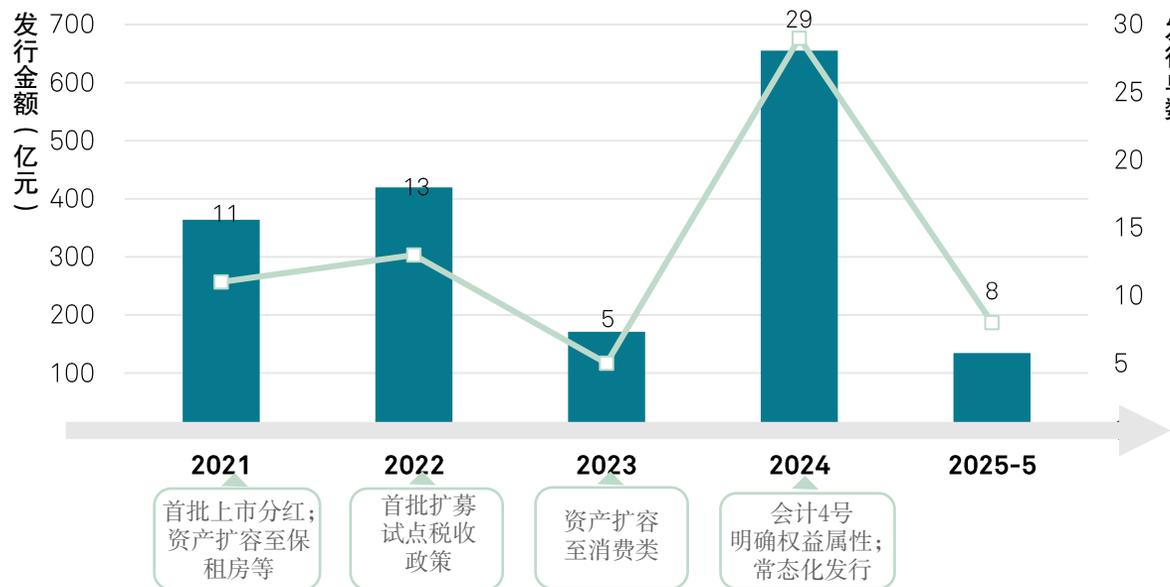
02 市场概览 —— 公募REITs

公募REITs四年从破冰试点到常态化发行

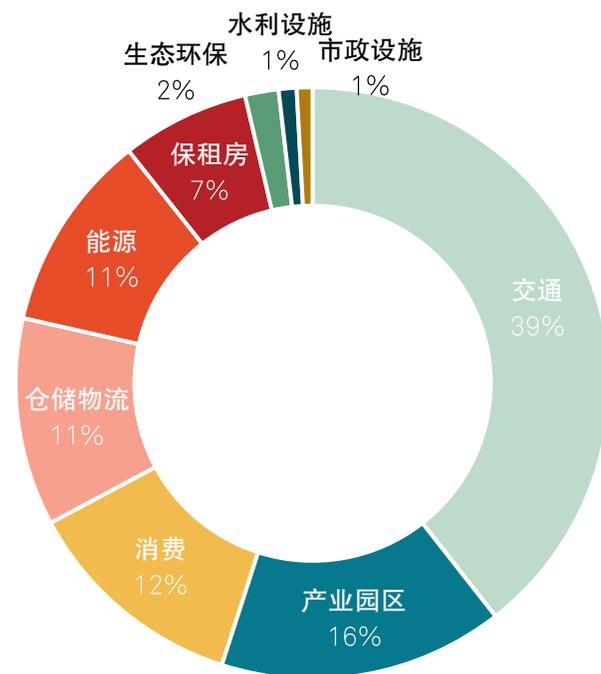
发行单数 **66** | 发行规模 **1744**亿元 | 资产类型 **9**
扩募项目 **4** | 扩募规模 **51**亿元

- 2020年4月，证监会与发改委联合发布“40号文”，开启了我国基础设施不动产投资信托基金（简称“公募REITs”）试点，首批9只公募REITs产品于2021年6月上市，我国公募REITs市场正式起航。2024年7月，发改委印发通知“1014号文”，标志着中国基础设施REITs正式迈入常态化发行的新阶段。
- 首发进入常态化，一级市场持续扩容：截至2025年5月末，已发行上市的公募REITs合计66只，首发募集规模约1,744亿元（不包含扩募）。
- 资产类型逐步丰富，交通和产业园区比重最大：经过多次资产扩容，目前上市的公募REITs产品已涵盖了9大类的资产；其中，按发行金额来看，交通（高速公路）和产业园区是占比规模最大的两类REITs产品。

公募REITs历年发行情况（首发上市，不包括扩募）



公募REITs底层资产类型（按发行金额）



标普信评

S&P Global
China Ratings

注：数据截至2025年5月末。
资料来源：Choice。

02 市场概览 —— 公募REITs

公募REITs初步形成“首发+扩募”市场格局

发行单数 **66** | 发行规模 **1744**亿元 | 资产类型 **9**
 扩募项目 **4** | 扩募规模 **51**亿元

- 截至2025年5月末，共有4只公募REITs进行了扩募并上市，分别为中金普洛斯REIT、华安张江产业园REIT、博时蛇口产业园REIT以及红土创新盐田港REIT，合计扩募募集金额约51亿元，约为初始募集规模的45%。
- 从目前扩募并上市的首募REITs来看，均为产权类项目，涵盖了产业园区和仓储物流两类资产。扩募资产的资产类型均和初始资产相同；地区分布上，中金普洛斯REIT通过扩募实现了区域分布更加多元广泛的资产组合，其他三只REITs扩募资产的地区分布和初始资产相同。
- 此外，有多只公募REITs的扩募项目处于待上市阶段，向更多的资产类型扩展，并开始探索扩募装入不同类型资产。

扩募已上市公募REITs情况

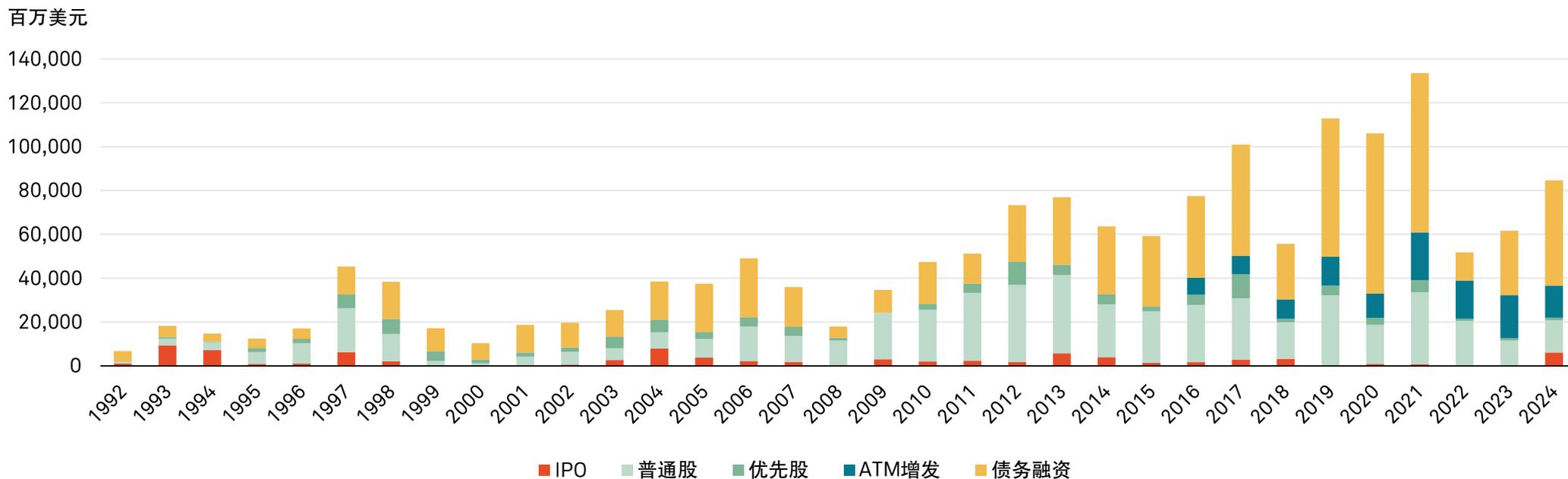
产品名称	项目属性	资产类型	首发上市日期	初始募集金额 (亿元)	扩募上市日期	扩募募集金额 (亿元)	规模变动	初始资产		扩募资产	
								资产名称	所在城市	资产名称	所在城市
1 博时蛇口产业园REIT	产权类	产业园区	2021/6/21	20.79	2023/6/16	12.44	↑60%	万融大厦 万海大厦	深圳市 深圳市	招商局光明科技园科技企业加速器二期	深圳市
2 红土创新盐田港REIT	产权类	仓储物流	2021/6/21	18.4	2023/6/16	4.15	↑23%	现代物流中心项目	深圳市	世纪物流园项目	深圳市
3 华安张江产业园REIT	产权类	产业园区	2021/6/21	14.95	2023/6/16	15.53	↑104%	张江光大园项目	上海市	张润大厦	上海市
4 中金普洛斯REIT	产权类	仓储物流	2021/6/21	58.35	2023/6/16	18.53	↑32%	普洛斯淀山湖物流园 苏州望亭普洛斯物流园 普洛斯顺德物流园 普洛斯增城物流园 普洛斯广州保税物流园 普洛斯通州光机电物流园 普洛斯北京空港物流园	昆山市 苏州市 佛山市 广州市 广州市 北京市 北京市	普洛斯青岛前湾港国际物流园 普洛斯(重庆)城市配送物流中心 普洛斯江门鹤山物流园	青岛市 重庆市 鹤山市

03 他山之石

美国REITs市场融资方式多元，IPO融资占比不断压缩

- 相较于境内市场，美国REITs市场的融资方式较为多元，主要包括IPO、二级市场普通股、二级市场优先股、ATM增发和债务融资（包括抵押和无抵押）。经历了多年的发展，美国REITs市场的融资结构也发生了变化，股权融资从一开始以IPO为主，发展到了目前以增发为主，IPO融资规模占比不断压缩，2022年和2023年均没有REITs产品的IPO；而债务融资则是从一开始的以抵押贷款为主，发展到了目前以无抵押的债务融资为主。
- 2024年，美国REITs市场的IPO有所恢复，有3只产品共募集资金约61亿美元，股权和债权融资各占整体融资规模的比例约4：6。

美国REITs历年融资规模和融资方式占比



04 不动产相关结构融资产品

主要不动产结构融资产品对比

- Pre-REITs作为公募REITs的前端融资业务，直接投资于项目公司股权，提前介入标的物业的筛选、培育和运营，直至成熟时通过公募REITs实现退出；适用于尚未达到公募REITs要求的物业进行中长期融资。
- 类REITs包括交易所ABS产品框架下的交易所类REITs和交易商协会ABN下的银行间类REITs；相较其他产品，其优先级具备评级和明确的还本付息计划，融资期限较短（通常设置3年开放期），大多项目通过主体回购或产品续发的方式退出；适用于实现物业的短期融资需求。
- 持有型不动产ABS（私募REITs）是2023年12月交易所推出的创新产品，定位于与公募REITs衔接的场内标准化权益产品；相较类REITs产品，其权益属性更强并且更加聚焦资产。
- 人行版REITs是北金所于2020年推出的创新产品，采用公司制，项目公司作为REITs主体，公司股权作为REITs份额挂牌交易，目前仅限于住房租赁资产。

	Pre-REITs	类REITs	持有型不动产ABS (私募REITs)	人行版REITs (北金所住房租赁企业股权交易)	公募REITs
发行方式	私募	私募	私募	私募	公募
扩募机制	无	无	可扩募	无	可扩募
产品分层	平层、分级（优先/次级）	优先/次级	平层	平层	平层
收益分配	无固定收益；分级产品优先级可设置固定收益	优先级固定/次级浮动收益	无固定收益	无固定收益；强制分红（全部收益的90%以上）	无固定收益；强制分红（不低于可供分配金额90%）
交易结构	私募基金→项目公司→标的物业	专项计划/票据信托→私募基金/信托/有限合伙→项目公司→标的物业	专项计划→项目公司→标的物业	项目公司（作为发行主体）→标的物业	公募基金→专项计划→项目公司→标的物业
物业类型	特定居住用房、经营用房、基础设施项目	零售、办公等	商业物业、无法发行公募REITs的基础设施等	租赁类房地产	基础设施、租赁住房、消费商业等
资金用途	未限制	未限制	未限制	未限制	不超过30%净回收资金可用于盘活存量资产项目，不超过10%可用于补充发起人流动资金等
资产负债率	不超过50%	不适用	未限制	不超过80%	不超过28.57%
增信措施	无	差额补足、流动性支持、优先回购等	业绩对赌、支持函等	无	无
退出方式	大宗物业交易、公募REITs、类REITs等	主体回购、产品续发、大宗物业交易、公募REITs等	公募REITs、大宗物业交易等	股权转让	市场交易

04 不动产相关结构融资产品

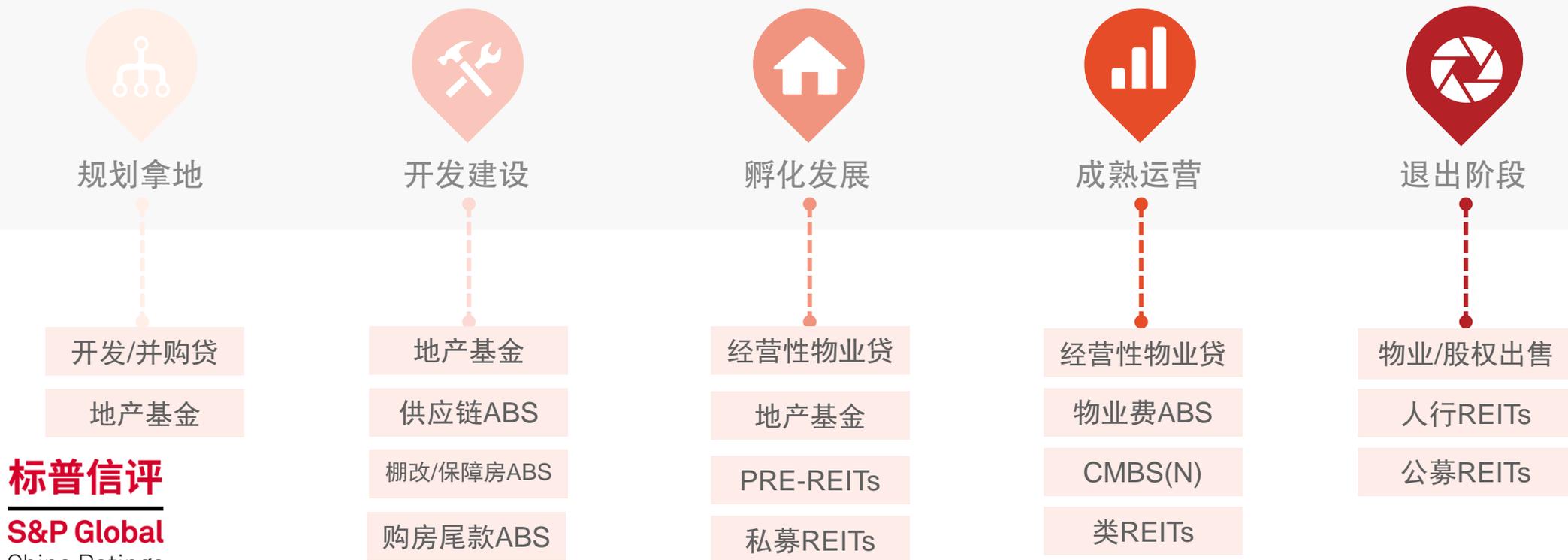
典型交易结构对比

- Pre-REITs可以直接投资或者通过资管计划投资项目公司股权，主要以通过不动产私募基金投资项目公司股权的方式。
- 目前市场上的类REITs产品已有单层SPV模式发行，但大部分产品仍以“资产支持专项计划+私募基金”的双SPV交易结构为主；同时，近年来并表权益型类REITs（通常采用“资产支持专项计划/票据信托+有限合伙企业”双SPV结构）的发行也越加活跃。不同交易结构/模式的选择主要在于成本费用、构建股债结构以及出表并表等需求不同。
- 我国公募REITs产品采用“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构，基础设施基金将通过持有基础设施资产支持证券份额间接取得基础设施项目的完全所有权。



下一站，“首发+扩募”双轮驱动下的多层次REITs市场新生态

- 随着公募REITs的启航，为私募REITs和类REITs产品增加了退出渠道，同时，近年来Pre-REITs和私募REITs也迎来发展；而这些产品的发展又反过来助力物业的培育以及公募REITs的发行，构成了不动产在整个生命周期中融资的有效循环。
- 目前市场上也已经出现了针对物业的不同阶段分别采用多元化融资方式的案例，为探索建立多层次不动产融资市场打下了基础，如张江光大产业园（首个从Pre-REITs到通过公募REITs实现退出）以及长沙金茂览秀城（首个从Pre-REITs融资，到发行类REITs产品，最后到发行公募REITs上市）等。
- 在“首发+扩募”的双轮驱动下，国内的不动产融资将围绕REITs形成一个全新的市场生态。



©版权所有2025标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上www.spgchinaratings.cn并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。