

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT PLAN

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

联合资信 结构评级三部 | 朱琳

在盘活存量资产、降负债等需求以及构建多层次 REITs 市场政策等因素驱动下，2025 年 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行市场保持良好势头，发行利率保持低位，底层资产类别进一步扩充，融资主体以地方国企和城投企业为主，区域差异化明显。本文就 2025 年交易所及银行间市场 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行情况、存续期表现等进行分析。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、相关政策梳理

2025年，多部门先后出台了相关政策文件进一步规范 CMBS/CMBN 和类 REITs 产品发行上市流程、尽职调查工作等业务规则，积极推进多层次 REITs 市场稳步建设。

中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）发布《不动产抵押贷款债权资产证券化业务尽职调查工作细则》明确要求管理人应当对业务参与人、基础资产、现金流及交易结构等方面逐项进行充分的尽职调查，对各种证据材料进行综合分析的基础上进行独立判断，并发表明确意见；明确区分对于不同业务参与人尽调要点及细分核查方式，并对现金流合理性及关联交易核查提出要求，进一步细化现金流归集机制。（政策解读详见[《不动产抵押贷款债权尽调新规解读》](#)）。

上海证券交易所（以下简称“上交所”）于5月修订了《上海证券交易所公司债券和资产支持证券发行上市挂牌业务指南》，整合了 ABS 登记与上市挂牌流程，对 ABS 发行、上市申请材料编制及业务办理进一步规范。

此外，在推进多层次 REITs 市场建设方面，上交所试点开展持有型不动产 ABS 扩募发行，并明确发行定价披露要求等。

图表 1 2025 年 CMBS/CMBN 和类 REITs 相关政策

时间	发布主体	文件名称	要点
2025/3/28	基金业协会	不动产抵押贷款债权资产证券化业务尽职调查工作细则	进一步规范不动产抵押贷款债权资产证券化业务的尽职调查工作，就资产证券化业务中核心参与方资质、底层资产质量及交易结构等关键环节的尽职调查标准进行系统性优化
2025/5/21	上交所	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	允许计划管理人对存量持有型不动产 ABS 扩募合并挂牌，明确发行定价披露要求与使用规范
2025/5/25	上交所	《上海证券交易所公司债券和资产支持证券发行上市挂牌业务指南（2025 年 5 月修订）》	整合 ABS 发行上市全流程，进一步规范业务流程

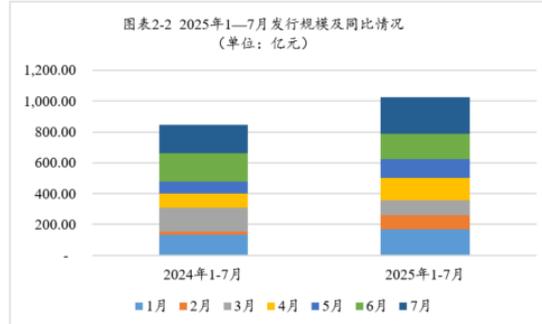
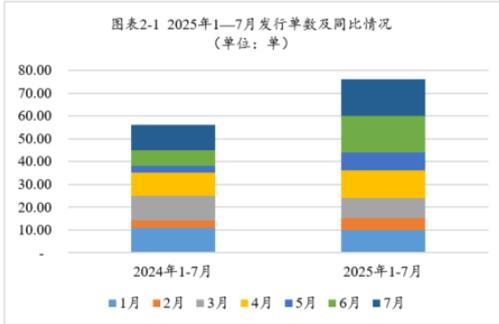
资料来源：联合资信根据公开数据整理

二、市场发行情况

2025 年 1—7 月，受融资需求增强和政策驱动，CMBS/CMBN 和类 REITs 发行单数和规模均明显增长，进一步延续了 2024 年以来的增长态势；发行利率先扬后抑，利差同比较微走阔，但二季度以来呈收窄趋势；底层资产进一步多样化，地方国企整体活跃度高，央企以类 REITs 产品为主，城投企业则更多选择 CMBS/CMBN 产品。

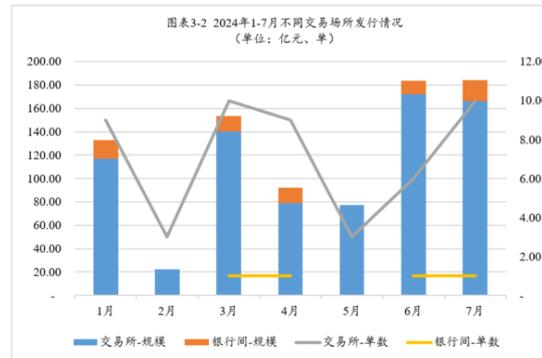
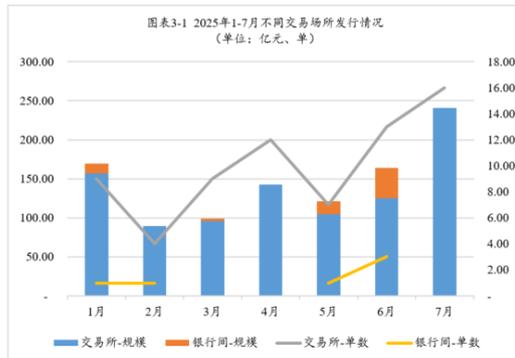
（一）发行概况

2025 年 1—7 月，交易所市场和银行间债券市场共发行 CMBS/CMBN 和类 REITs（含持有型不动产 ABS）76 单，同比增长 35.71%，活跃度提升；发行规模合计 1026.75 亿元，同比增长 21.36%，融资需求增强。2025 年 1—7 月，CMBS/CMBN 和类 REITs 占 ABS 市场总发行规模的比重为 8.95%，同比略有下降。分月数据来看，一季度通常为发行淡季，发行单数同比微降；进入二季度以来，发行单数逐月增长，至二季度末达到最大增量；7 月份延续增长，但增量有所收缩。2025 年 1—7 月 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行单数、规模及同比情况如下所示。



资料来源: 联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

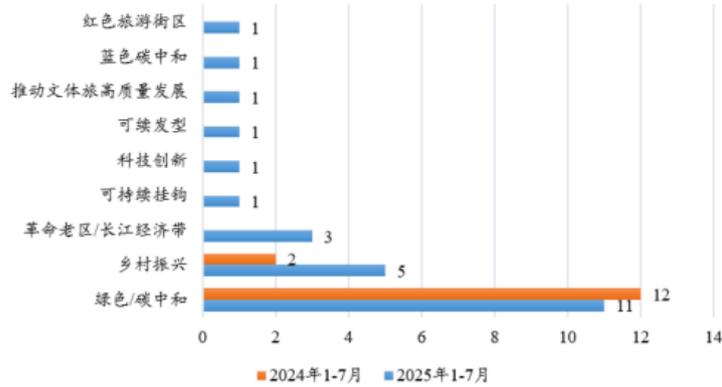
从发行场所来看, 交易所市场依然是 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行的主力市场。2025 年 1—7 月, 交易所市场共发行 70 单 CMBS/CMBN 和类 REITs, 占 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行总单数的 92.11%; 发行规模合计 955.43 亿元, 占 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行总规模的 93.05%。交易所市场发行单数与发行规模占比较上年同期进一步提高 2.82 个百分点和 1.52 个百分点, 活跃度进一步提升。



资料来源: 联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

特定标识方面, 由于助力特定区域、特定产业, 特定领域 ABS 在挂牌审批方面具有明显政策优势。2025 年 1—7 月, 设有特定标识的 CMBS/CMBN 和类 REITs 项目数量显著增长, 标识种类更加多样化。共有 22 单项目设有特定标识, 其中有 1 单设有可续发型标识, 21 单设有特定领域标识。特定领域标识涉及绿色/蓝色/碳中和 (11 单)、乡村振兴 (5 单)、革命老区/长江经济带 (3 单)、推动文体旅高质量发展 (1 单)、科技创新 (1 单)、红色旅游街 (1 单)、可持续挂钩 (1 单), 个别项目设有 2 个特定领域标识。

图表4 特定标识项目单数统计

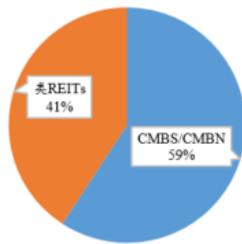


资料来源：联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

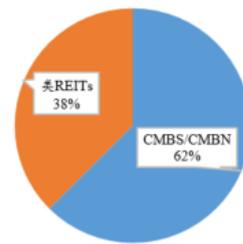
（二）基础资产类型细分

从基础资产类型来看，2025年1-7月，CMBS/CMBN 共发行 45 单，类 REITs 共发行 31 单（含持有型不动产 ABS 4 单），与 2024 年同期相比，CMBS/CMBN 单数占比有所下降。CMBS/CMBN 和类 REITs 发行单数占比见下图表。

图表5-1 2025年1-7月不同基础资产类型单数占比



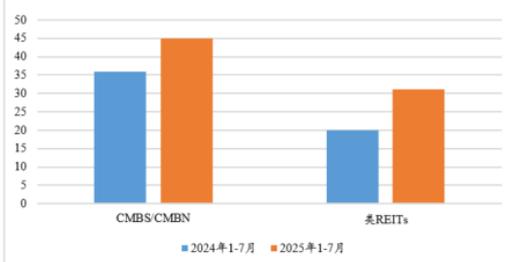
图表5-2 2024年1-7月不同基础资产类型单数占比



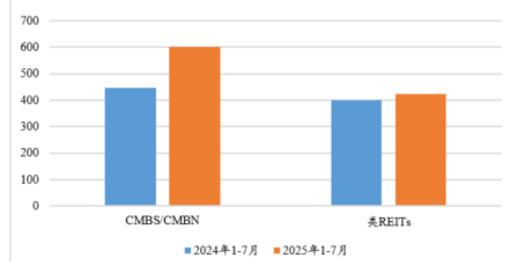
资料来源：联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

CMBS/CMBN 和类 REITs 从单数和规模上来看均同比有所增长。CMBS/CMBN 单数增长 28.57%，发行规模增长 36.53%；类 REITs 单数增长 47.62%，发行规模增长 5.22%。其中持有型不动产 ABS 活跃度明显提升，共发行 4 单，较上年同期增长 3 单。CMBS/CMBN 和类 REITs 发行规模和单数同比情况如下图表。

图表6-1 2025年1-7月不同基础资产类型发行单数及同比情况
(单位：单)

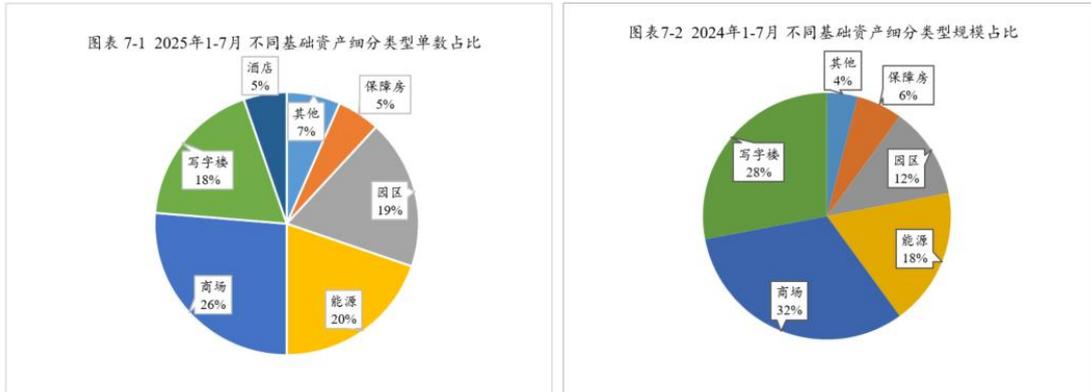


图表6-2 2025年1-7月不同基础资产类型发行规模及同比情况
(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

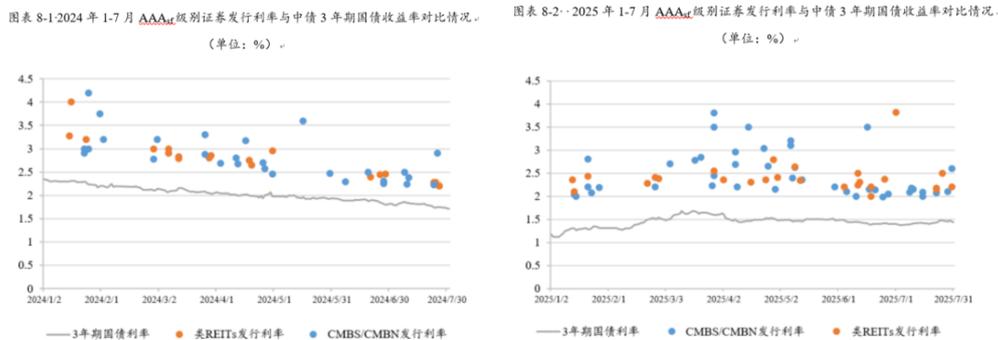
从底层资产来看，2025年1—7月，商场、园区、写字楼和能源资产发行单数和规模均在15%以上。其中，园区和能源资产占比同比有所上升，商场和写字楼占比有所下降。值得注意的是，2025年新增以数据中心资产为底层资产的ABS产品—中信证券-万国数据2025年第1期数据中心持有型不动产资产支持专项计划(可持续挂钩)，此外交通隧道资产有所增长，底层资产进一步多样化。



资料来源：联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

(三) 发行利率及利差

2025年1—7月，国债收益率先扬后抑：一季度受资金面持续偏紧，货币政策宽松预期重估的因素影响小幅上扬；后转为震荡下行趋势。但整体仍维持“适度宽松”，3年期国债平均收益率较上年同期下降58bps。受前述因素影响，CMBS/CMBN和类REITs产品发行利率一季度略微走高，后震荡下行。2025年1—7月，AAA_{sf}和AA⁺_{sf}级别证券平均发行利率分别为2.44%、2.66%，分别较上年同期下降36bps、95bps。AAA_{sf}级别证券发行利率分布与3年期国债收益率对比情况如下图表所示。

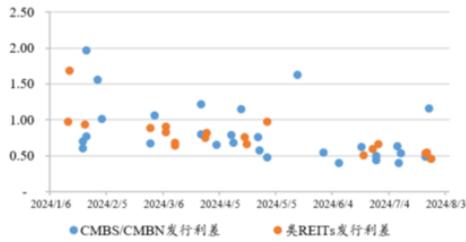


资料来源：联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

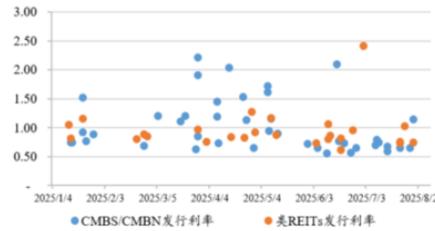
分基础资产类型来看，2025年1—7月，AAA_{sf}级别类REITs发行利率分布在[2.00%，3.81%]，平均发行利率2.40%，同级别CMBS/CMBN发行利率分布在[1.98%，3.80%]，平均发行利率2.48%。受破产隔离程度不同及市场认可度等因素影响，类REITs平均发行利率较同级别CMBS/CMBN平均发行利率略低8bps，与上年同期利差（6bps）基本持平。

发行利差方面，以国债3年期利率为基准，2025年1—7月，AAA_{sf}级别证券平均利差为0.99bps，与上年同期相比有所走阔。其中，CMBS/CMBN和类REITs平均利差分别为1.03bps和0.95bps，较上年同期分别走阔0.21bps和0.19bps。二季度以来利差收窄趋势明显。AAA_{sf}级别证券利差分布及同比情况如下图表所示。

图表 9-1·2024 年 1-7 月 AAA₊ 级别证券利差分布
(单位: bps)



图表 9-2·2025 年 1-7 月 AAA₊ 级别证券利差分布
(单位: bps)



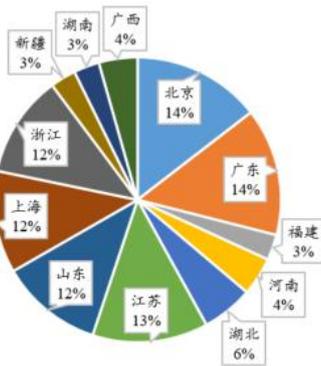
资料来源: 联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

(四) 实际融资人

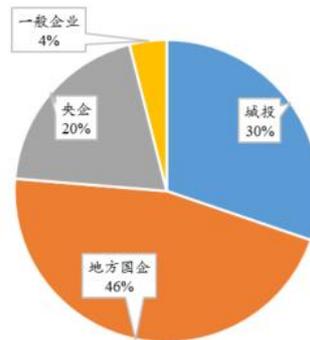
从区域来看, 2025 年 1—7 月, CMBS/CMBN 和类 REITs 的实际融资人区域分布呈现分化特征, 其中北京、广东、江苏位列前三, 山东、上海、浙江并列第四, 融资需求强盛。

从企业性质来看, 2025 年 1—7 月, CMBS/CMBN 和类 REITs 的实际融资人中地方国企占比接近一半, 成为 CMBS/CMBN 和类 REITs 融资的主力, 其次是城投企业。

图表 10 实际融资人区域分布

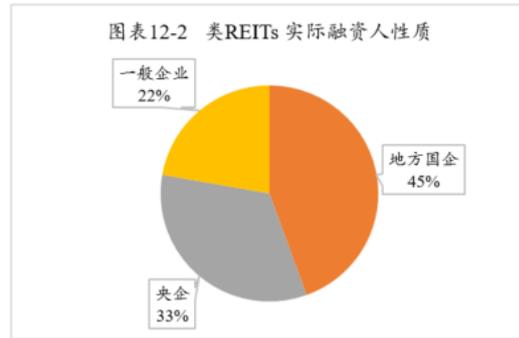
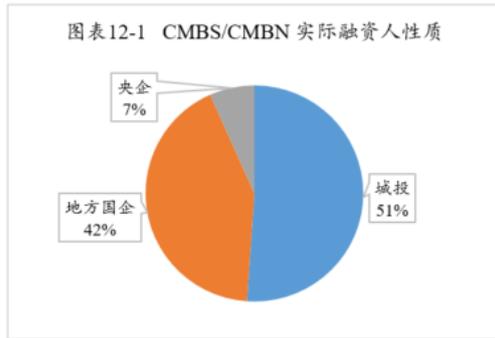


图表 11 实际融资人企业性质



资料来源: 联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

从细分类型上来看, CMBS/CMBN 融资人过半数为城投企业。一方面随着政府化债工作推进, 对于持有大量产业园、商业物业等不动产的城投类企业, 盘活存量资产成为其核心驱动力, 另一方面, 在鼓励盘活存量资产的大政策背景下, 监管对 CMBS 的发行条件如出租率、估值等要求有所放开。双重因素叠加使得发行 CMBN/CMBN 成为其重要融资途径, 个别城投主体亦通过引入第三方担保机构的方式实现新增。类 REITs 融资人主力为地方国企, 其次是央企 (以发行并表类 REITs 项目为主)。其中, 持有型不动产项目已发行主体亦主要为央国企。



资料来源：联合资信根据 Wind 及内部数据库整理

（五）首次评级情况

从首次评级级别来看，CMBS/CMBN 和类 REITs 证券仍以高级别为主。2025 年 1—7 月，发行的 76 单 CMBS/CMBN 和类 REITs 中有 79 只证券进行了评级。其中，77 只引入信用评级的证券中 AAA_{sf} 级别 67 只，AA⁺_{sf} 级别 12 只；2 只证券为投资评级，证券级别均为 AAA_{ir}。

三、 存续期证券表现

底层资产运营表现差异化较大；跟踪期间级别变动比例很小，违约展期金额进一步下降。

（一）底层资产运营表现

在消费复苏带动下，一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象，但租金水平仍缓步下滑。以北京为例：2024 年，北京优质零售物业年末空置率同比下降 0.7 个百分点至 7.3%，平均首层租金环比下跌 0.9%，年度累计跌幅 1.2%；2025 年上半年，北京优质零售物业空置率同比下降 0.1 个百分点至 7.5%，平均首层租金环比下跌 1.6%。

办公物业持续低迷，租金水平继续探底，出租率无明显提升。2024 年，北京市优质写字楼空置率年末同比下降 0.7 个百分点至 21.0%；平均租金环比下降 3.4%，年度累计跌幅 10.7%。2025 年上半年，北京优质写字楼租金跌破 250 元/平方米/月的历史低位，且二季度环比进一步下跌 3.01% 至 241.70 元/平方米/月；出租情况略有改善，空置率由年初的 21.0% 下降至 20.2%，但依然保持高位。

酒店运营受总量持续增长、品牌竞争等影响，平均房价及入住率均有一定程度下滑。2024 年前三季度，全国星级饭店平均房价同比下降 2.75%；平均入住率同比下降 5.39 个百分点。

产业园方面，国家对于创新驱动和产业升级的支持力度持续加大，为产业园区的发展提供了政策保障，但受市场需求下行、园区同质化严重等因素影响，产业园区竞争日益激烈，出租率下滑明显。以上海为例，根据世邦魏理仕统计，2025 年上半年，产业园区空置率为 22.9%，环比上升 1.2 个百分点；平均租金报价 133.8 元/平方米/月，环比下降 2.2%。

能源基础设施方面，2024 年，煤炭价格下降，煤电企业运营情况有一定好转；清洁能源受风资源、光资源及来水的不确定性影响较大，运营效率有所波动，且受区域分布影响明显。

（二）证券评级变动情况

根据 Wind 数据显示，2025 年 1—7 月 CMBS/CMBN 和类 REITs 共有 6 只证券进行级别调整，涉及 4 单项目。其中，2 只证券上调的原因均为增信主体级别调整；4 只证券下调的原因均为底层资产对证券端预期支出的保障程度有所下降。

图表【13】 2025 年 1—7 月 CMBS/CMBN 和类 REITs 证券评级变动表

债券代码	债券简称	评级变动方向	评级变动原因
121539.SZ	步步高 1	调低	资产对证券的保障程度下降
121541.SZ	步步高 3	调低	资产对证券的保障程度下降
121540.SZ	步步高 2	调低	资产对证券的保障程度下降
199335.SH	浙旅投 B	调高	增信主体级别调整
121506.SZ	20 云享 B	调低	资产对证券的保障程度下降
165018.SH	海发优 B	调高	增信主体级别调整

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（三）违约展期情况

根据 Wind 数据显示，2025 年 1—7 月 CMBS/CMBN 和类 REITs 共有 11 只证券处于实质违约/展期状态，均为以前年度出险项目，违约日债券余额共计 35.92 亿元，同比下降 17.29%。近年来，由于房地产行业整体风险暴露，房企发债受限，发债主体主要为央企、地方国企、城投等信用资质相对较高的主体，违约金额进一步下降。

四、 总结与展望

（一）低利率环境有望持续，利差震荡收窄

中国人民银行近日发布 2025 年第二季度中国货币政策执行报告，明确提出落实落细适度宽松的货币政策。预期下半年将依然延续适度宽松的基调，债市利率有望小幅下行，但受基本面、中美贸易谈判影响，短期可能维持区间震荡行情。CMBS/CMBN 和类 REITs 发行利率预期将保持相同趋势。

（二）持有型不动产 ABS 持续扩容，有望“首发+扩募”并进

持有型不动产 ABS 在政策推动下有望“首发+扩募”并进，目前在交易所审核阶段的持有型不动产 ABS 项目近 20 单，预计下半年陆续落地发行。此外，已发行产品中建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划已申报扩募发行。相较首次发行而言，扩募审批周期更短，发行效率更高。扩募机制的完善有助于推动持有型不动产 ABS 市场扩容。

（三）写字楼和产业园进入供应消化期，竞争加剧，运营承压

一线城市入市写字楼和产业园体量持续增长，以上海为例，2025 年上半年全市产业园区新增供应达 41.96 万平方米，空置率达 22.9%；优质写字楼新增供应 30.3 万平方米，空置率达 22.3%；下半年预计新增仍有 50 余万平方米。但受宏观经济增速放缓和产业结构调整等因素影响，新租和扩租需求有限，竞争态势将加剧。

往期链接

[2025 年收费收益权资产证券化存续期研究](#)

[2025 年 Auto-ABS 存续期表现](#)

[2025 年小微贷款 ABS 存续期研究](#)

[2025 年 NPL 产品存续期表现](#)

[2025 年消费金融 ABS 存续期研究](#)

[2025 年应收账款 ABS 存续期研究](#)

[2025 年融资租赁 ABS 存续期表现](#)