



# 2025 年不动产 ABS 市场分析—— 发行持续活跃，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 | 段彤

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 年中国不动产 ABS 市场呈现“债权类产品稳中有进、权益类产品爆发增长”的格局。CMBS/CMBN 与类 REITs 持续占据市场主导地位，发行利率维持低位运行，底层资产矩阵不断扩容；持有型不动产 ABS 量价齐升成为市场核心增长点；公募 REITs 发行情况回归理性节奏。本文基于交易所及银行间市场发行数据、存续期表现，结合政策导向与行业生态变化，系统分析 2025 年不动产 ABS 市场特征，并展望未来发展趋势。



## 一、政策体系：协同构建多层次市场发展框架

2025年，监管政策围绕“盘活存量资产、构建多层次REITs市场体系”的核心目标，呈现出体系化、精细化、常态化的特征，从资产端、产品端到市场端构建了全方位的支撑框架。

1. 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》（2025年3月）：首次针对不动产抵押贷款债权类ABS设立专门的尽职调查规范，系统细化了对原始权益人、基础资产、现金流预测、交易结构及增信措施等关键环节的核查要求。该《细则》与沪深交易所相关指引协同，填补了此前监管空白，显著提升了尽职调查的标准化和可操作性，有助于防范底层资产风险、增强信息披露透明度、保护投资者权益，并推动不动产金融与资产证券化市场健康有序发展。

2. 上交所在2025年先后发布了两个版本（2025年5月修订版和2025年12月修订版）的《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》，12月版在5月版基础上进一步优化和完善，完成从5月版的试点探索到12月版的制度定型。其中，5月版本首次明确允许符合条件的ABS产品进行扩募，12月版正式确立ABS扩募操作细则，明确扩募的适用条件、程序、信息披露模板及投资者保护机制，使其具备可操作性。统一ABS挂牌与发行流程，将原分散在多个指引中的ABS挂牌、转让、停复牌等规则整合进本指南，提升业务一致性。引入分类监管机制，对不同基础资产类型实施差异化披露与审核要求。此指南扩募机制使优质ABS可滚动扩容，增强二级市场吸引力，提升市场流动性。简化流程和分类监管减少合规负担，降低融资时间成本，提高融资效率。

3. 国家发改委《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目行业范围清单(2025年版)》（12月发布）：2025版清单首次将商业办公、城市更新作为独立大类纳入，并细化消费、文旅、水利、养老等领域，显著拓宽底层资产池。可申报资产类型翻倍，潜在底层资产规模从数万亿迈向十万亿级，尤其释放消费、文旅、城市更新等领域存量价值。从纯公用事业（高速公路、发电设施）扩展到商业地产、长租公寓、数据中心、景区酒店等，资产类型结构更加多元化。该清单是在前期试点基础上，对我国基础设施REITs适用行业范围的一次系统性扩容与结构性优化，标志着中国REITs市场从“试点探索”迈向“常态化、广覆盖、高质量”发展阶段。

4. 证监会《关于推动不动产投资信托基金(REITs)市场高质量发展有关工作的通知》（2025年12月发布），首次正式将商业不动产纳入REITs试点范围，并系统提出扩容资

产类型、优化审核注册、完善扩募机制、强化全链条监管、引导长期资金入市等举措。该文件标志着我国 REITs 市场从“基础设施单轮驱动”迈向“基础设施与商业不动产双轮驱动”的新阶段，不仅为房地产行业转型提供关键金融工具，也为资本市场注入高分红、低波动的优质大类资产，对盘活存量资产、提升直接融资比重、增强市场韧性及服务实体经济具有深远意义。

## 二、 市场发行情况

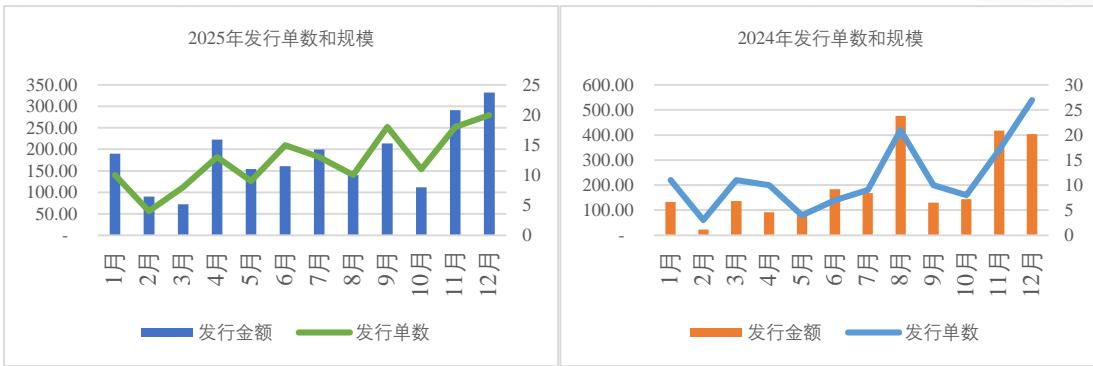
2025 年不动产 ABS 市场呈现“债权类稳规模、权益类提增速”的特征，CMBS/CMBN 与类 REITs 仍是市场主力，持有型不动产 ABS 实现爆发式增长，公募 REITs 发行情况回归理性节奏，底层资产、区域分布、融资主体等维度的结构分化进一步凸显。

### （一）CMBS/CMBN 和类 REITs

#### 1. 发行概况

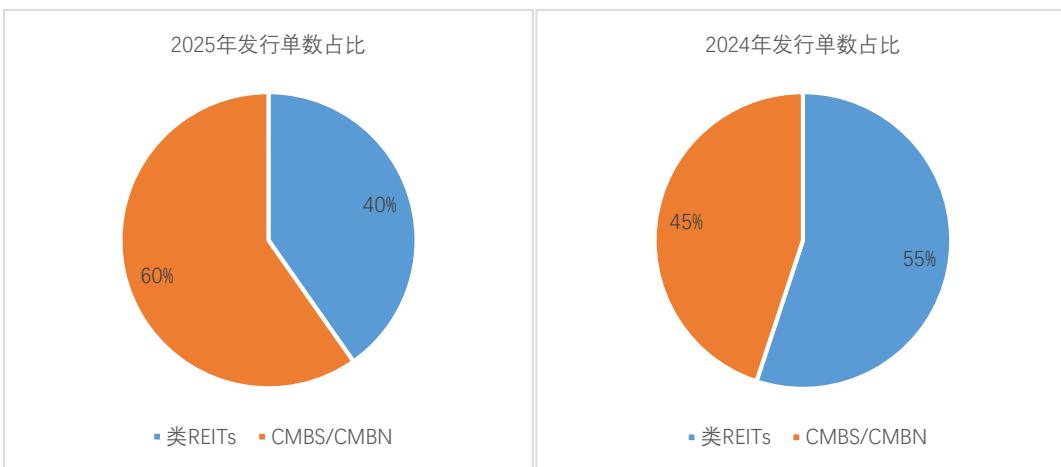
2025 年，CMBS/CMBN 和类 REITs 占 ABS 市场总发行规模的合计比重为 9.57%，同比略有下降。2025 年，交易所市场和银行间债券市场共发行 CMBS/CMBN 和类 REITs 149 单，较 2024 年增长 11 单；发行规模合计 2178.78 亿元，同比下降 9.06%。这一“**单数增长与规模下滑形成反差**”的现象表明，在宏观经济与不动产市场承压的背景下，发行人虽融资需求旺盛，但单个项目平均融资规模有所下降。

此现象反映出如下几个现实情况：①**底层资产估值下行**：受商业地产（如写字楼、购物中心）空置率上升、租金收入承压影响，物业评估价值普遍下调，导致以物业抵押或收益为基础的 CMBS/CMBN 和类 REITs 可融资额度缩水。②**投资者风险偏好下降**：在房地产行业信用风险尚未完全出清的背景下，市场对不动产相关 ABS 的认购趋于谨慎，尤其对弱区域、弱主体项目要求更高风险溢价，迫使发行人缩小发行规模以匹配市场需求。③**监管审核趋严**：2025 年监管部门强化对底层资产真实性和现金流稳定性的审查（如基金业协会《尽职调查工作细则》），部分高杠杆、结构复杂的大型项目难以通过审核。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

两个产品分别来看，2025 年，CMBS/CMBN 发行 89 单，类 REITs 发行 60 单，与 2024 年相比，CMBS/CMBN 发行单数占比由 45% 提升至 60%。CMBS/CMBN 和类 REITs 发行单数占比见下图表。

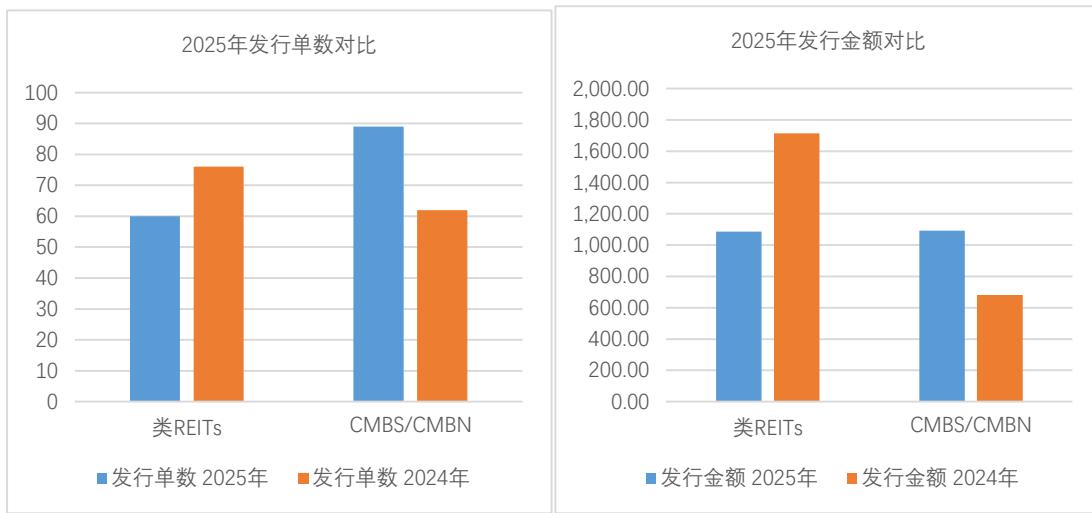


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

CMBS/CMBN 从发行单数和发行规模来看均同比大幅增长，类 REITs 同比大幅减少。2025 年 CMBS/CMBN 共发行 89 单，较 2024 年增长 27 单，增幅达 43.55%；2025 年类 REITs 共发行 60 单，较 2024 年减少 16 单，减幅 21.05%。2025 年 CMBS/CMBN 发行金额为 1091.86 亿元，较 2024 年增长 60.24%；2025 年类 REITs 发行金额为 1086.92 亿元，较 2024 年减少 36.60%。

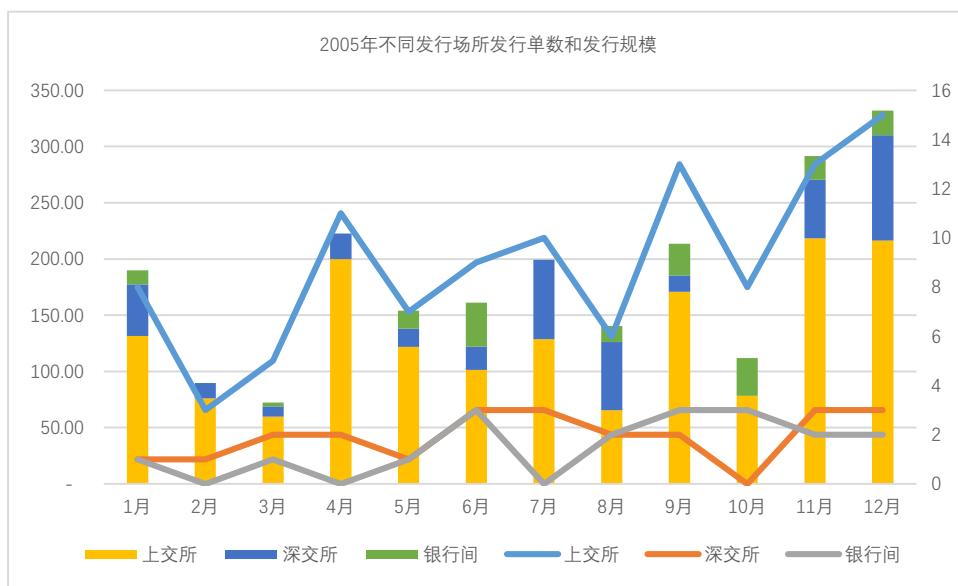
作者认为这一结构性变化主要基于以下原因①**CMBS/CMBN 更契合发行人盘活存量资产、提升融资效率的核心诉求**。国务院及发改委多次强调通过资产证券化化解地方政府债务压力、提升国有资产运营效率。相比类 REITs 而言，CMBS/CMBN 交易结构简单、审批更快、税务成本更低，更易落地，更契合当前地方政府平台和国企盘活存量资产、提升融资效率的核心诉求。②**类 REITs 受持有型不动产 ABS 和公募 REITs 扩容挤压，部分需求被分流**。2025 年，持有型不动产 ABS 和公募 REITs 试点加速扩容，结果导致中高质

量资产向持有型不动产 ABS 和公募 REITs 集中，剩余可发类 REITs 的资产质量或合规性相对较弱，叠加在当前商业地产空置率上升、租金承压背景下，符合条件的资产减少。



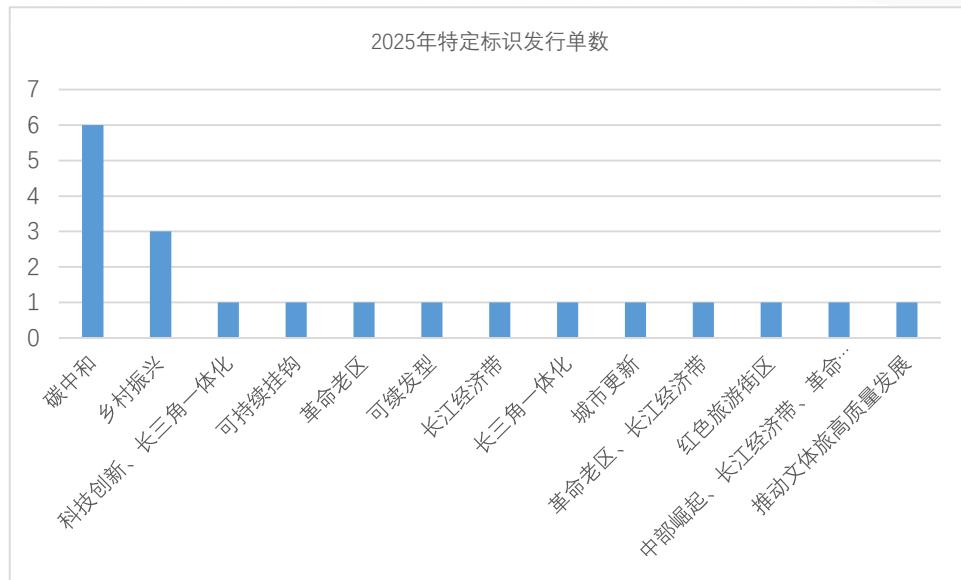
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

发行场所来看，交易所市场凭借审核效率优势与投资者基础优势，依然是 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行的主力市场。2025 年，交易所市场共发行 131 单 CMBS/CMBN 和类 REITs，占 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行总单数的 87.92%；发行规模合计 1988.39 亿元，占 CMBS/CMBN 和类 REITs 发行总规模的 91.26%。这一格局与交易所市场生态成熟、审核高效、投资者丰富等因素密切相关。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

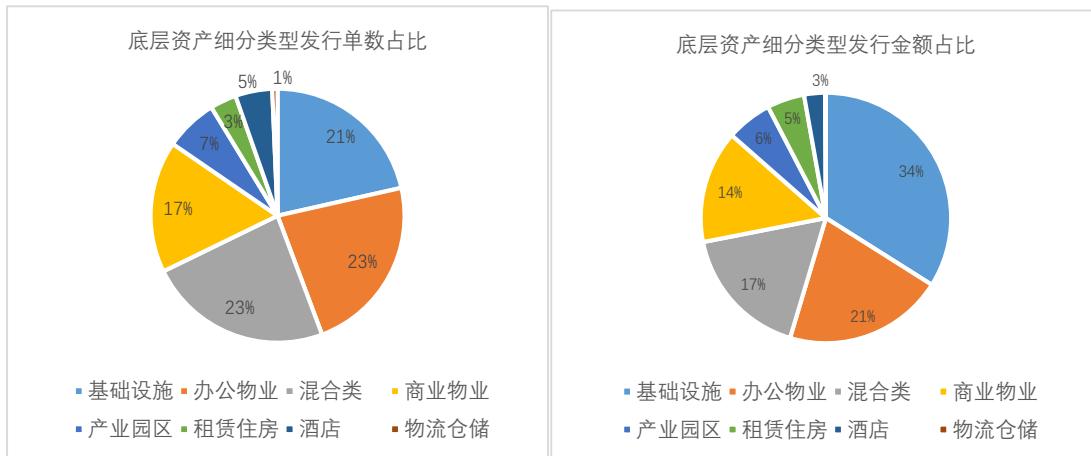
特定标识方面，由于助力特定区域、特定产业，**特定领域 ABS 在挂牌审批方面具有明显政策优势**。2025 年，设有特定标识的 CMBS/CMBN 和类 REITs 项目数量显著增长，标识种类更加多样化。共有 20 单项目设有特定标识，涉及发行金额 204.41 亿元。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## 2. 基础资产类型细分

从底层资产来看，2025 年基础设施、办公物业、混合类资产和商业物业为主要类型，发行单数和发行规模合计占比分别为 84.56% 和 86.47%。其中，基础设施类因资产体量大、现金流稳定，继续成为撑起发行规模的压舱石；而基础设施类因其底层资产体量大价值高的特点，故发行规模占比显著大于其发行单数占比，其余类型的底层资产发行单数与发行规模占比均保持相对正相关性。



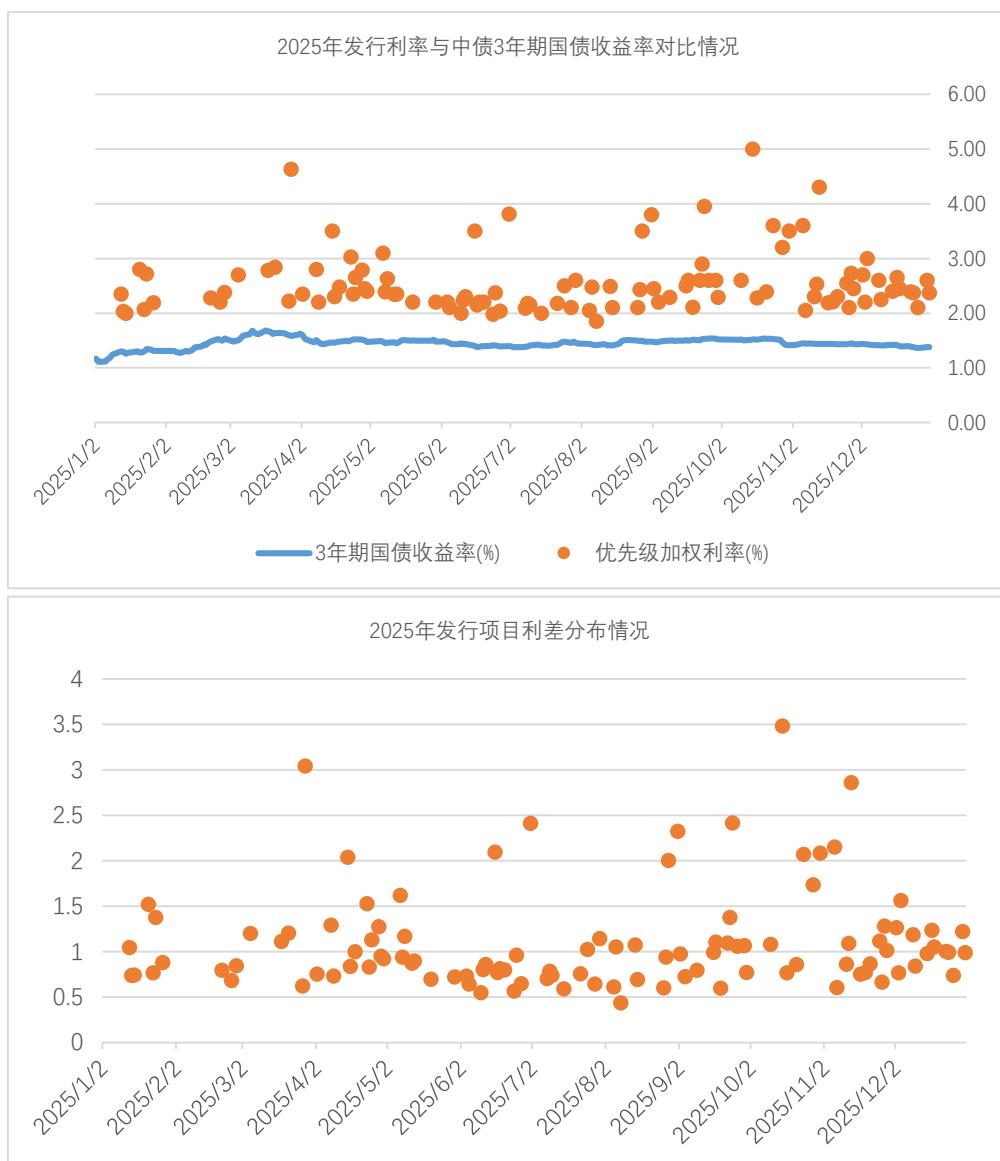
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## 3. 发行利率及利差

2025 年中债 3 年期国债收益率曲线整体呈现震荡波动特征，受资金面松紧、政策预期调整、外部冲击及通胀与增长预期博弈等多重因素影响，收益率在年内呈现阶段性起伏，其中 3 月曾随债市调整出现 2.91bp 的上行波动，年末则随市场利率整体下行趋势呈现稳中略降态势。

发行利率方面，2025年CMBS/CMBN发行利率分布在[1.85%，4.63%]，平均发行利率2.55%。类REITs发行利率分布在[2.00%，5.00%]，平均发行利率2.46%。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CMBS/CMBN平均发行利率略低9bp。

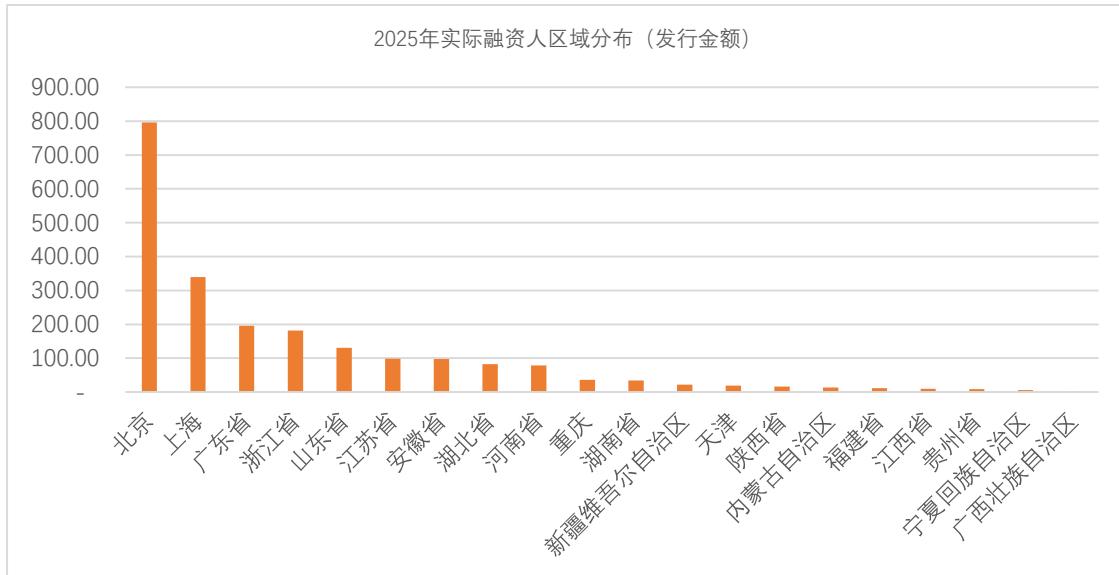
发行利差方面，以国债3年期利率为基准，2025年CMBS/CMBN发行利差分布在[0.38%，3.04%]，平均发行利差1.10%。类REITs发行利差分布在[0.57%，2.48%]，平均发行利差1.01%。上述利差显示在市场资产荒背景下，**优质不动产ABS仍被视为信用溢价合理的配置资产**，投资者对其风险溢价要求保持稳定。



资料来源：联合资信根据Wind整理

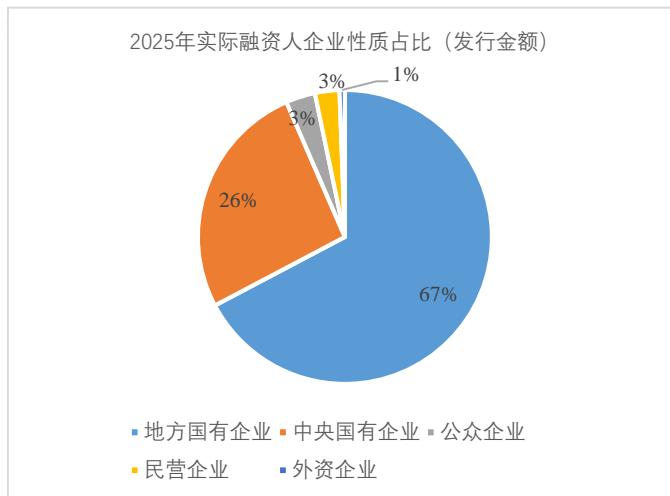
#### 4. 实际融资人

从实际融资人区域分布来看，发行金额的区域分布呈现出明显的头部集中特征。北京的发行金额遥遥领先，大幅高于其他地区；上海、广东省、浙江省、山东省等东部沿海省市紧随其后，也形成了较高的融资规模；而其余省份的发行金额则相对较低，尤其是中西部及部分偏远地区的发行规模明显更小，整体看不同区域间的活跃度存在较大差距。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

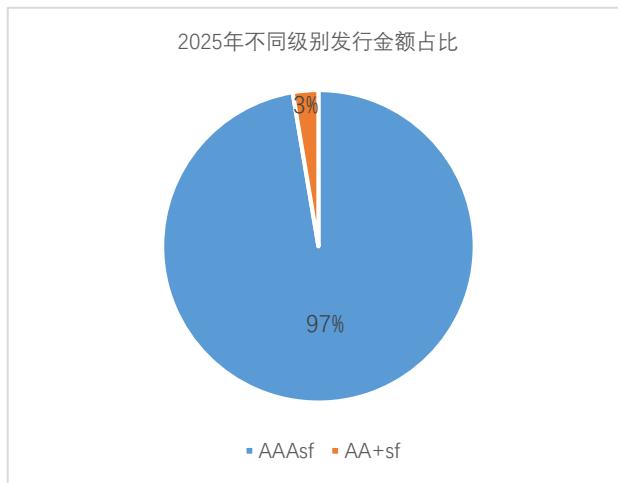
从实际融资人企业性质来看，地方国有企业是最主要的融资主体，其发行金额占比最大；中央国有企业的融资规模位居其次，占比明显小于地方国企；公众企业、民营企业及外资企业的融资占比相对更小，整体呈现出向地方国有企业高度集中的特征。地方国有企业发行金额占比 67%，这一现象背后有双重驱动因素：一方面，随着地方政府化债工作的推进，手握大量基础设施、商业物业、办公物业以及产业园等不动产的城投企业，亟需通过盘活存量资产来优化资金状况；另一方面，在国家鼓励盘活存量资产的政策导向下，监管层对发行条件有所放宽。在这两方面因素的共同作用下，CMBS/CMBN 已成为城投企业的重要融资渠道，部分城投主体还通过引入第三方担保机构的方式，成功实现了新增发行。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## 5. 信用表现

从首次评级级别分布来看，新发产品信用等级仍高度集中在 AAA<sub>sf</sub>（占比 97%），显示市场准入门槛较高。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

评级调整方面，截至 2025 年末，存续 CMBS/CMBN 和类 REITs 共有 5 只证券发生评级变动，涉及 3 单项目。其中 1 只证券因增信主体级别上调而提升，4 只证券因底层资产对证券端预期支出的保障程度下降而下调，主要涉及商业物业出租率下滑、租金收入不及预期等问题。在宏观经济承压、商业地产供需失衡的背景下，部分非核心区域或非优质业态的物业已出现实质性经营压力，发行人需提升强化招商运营、物业管理、租户服务等资产运营能力，市场正从“主体信用驱动”向“资产信用+运营能力双驱动”转型。

表 1 截止 2025 年末存续 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
121540.SZ	步步高 2	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
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

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

违约与展期方面，2025 年共有 14 只证券处于实质违约/展期状态，其中“H19 宝龙 A”“H19 宝龙 B”为当年首次违约，违约日债券余额合计 7.21 亿元，其余均为历史出险项目。新增违约主体为民营房企，反映出在房企发债通道受限后，**存量民营房企资产证券化产品的风险仍在出清**。随着发债主体向央企、地方国企、城投等信用资质较高的主体集中，房地产企业违约风险进一步释放，2025 年不动产 ABS 违约金额较 2024 年下降 18.3%，市场整体信用风险呈边际改善态势。

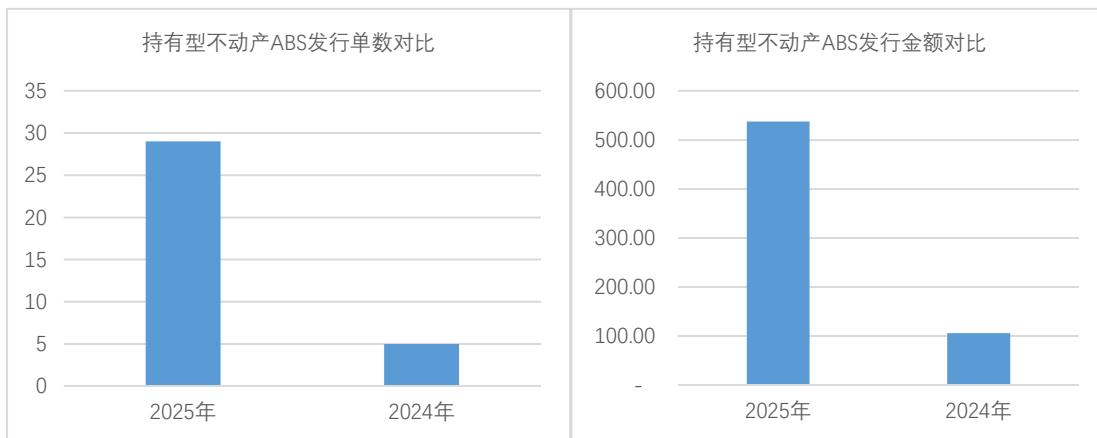
表 1 截止 2025 年 CMBS/CMBN 和类 REITs 证券首次违约信息表

债券代码	债券简称	首次违约日期	违约日债券余额(亿)	最新状态
159650.SH	H19 宝龙 A	2025-11-06	5.46	实质违约
159651.SH	H19 宝龙 B	2025-11-06	1.75	实质违约

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## （二）持有型不动产 ABS

2025 年持有型不动产 ABS 实现爆发式增长。全年发行 29 单，规模 537.50 亿元，同比激增 480% 和 407%，占 ABS 市场总规模比重提升 1.82 个百分点至 2.36%。持有型不动产 ABS 产品已摆脱试点状态，正式成为不动产证券化市场的重要一极。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

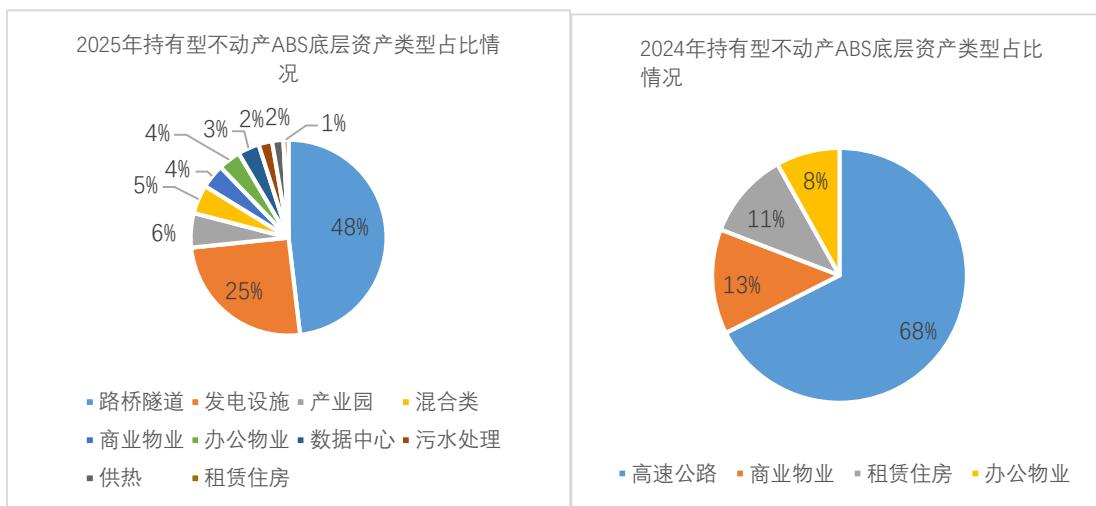
特定标识来看，持有型不动产 ABS 设有特定标识的项目 2025 年实现从无到有，标识种类更加多样化。共有 5 单项目设有特定标识，涉及发行金额 50.93 亿元。其中值得注意的是，2025 年有 1 单项目实现了扩募发行。

表 3 2025 年持有型不动产 ABS 特定标识情况

特定标识	发行单数	发行金额
支持西部大开发	1	30.12
可持续挂钩	1	10.46
碳中和	2	5.82
2025 年第一次扩募并新购入租赁住房项目	1	4.53
<b>合计</b>	<b>5</b>	<b>50.93</b>

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

基础资产类型细分来看，2025 年持有型不动产 ABS 底层资产类型较 2024 年更为多元，底层资产从依赖单一交通基建向多元化布局转变。2024 年底层资产共计 4 个种类，以高速公路（68%）为主，辅以商业物业、租赁住房、办公物业等少数类型。2025 年，资产类型扩展至路桥隧道、发电设施、产业园等十余类，其中路桥隧道占比最高（48%），租赁住房占比 25%，其他类型如商业物业、办公物业等占比相对分散。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

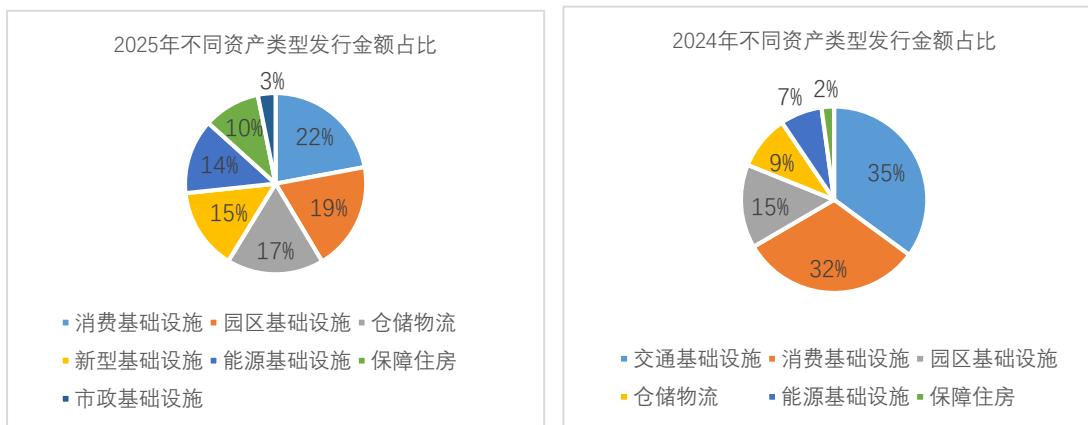
### (三) 公募 REITs

2025 年公募 REITs 全年发行 25 单，规模 473.28 亿元，同比减少 10.71% 和 24.72%。在 2024 年爆发增长后 2025 年明显回落，发行情况回归理性节奏。



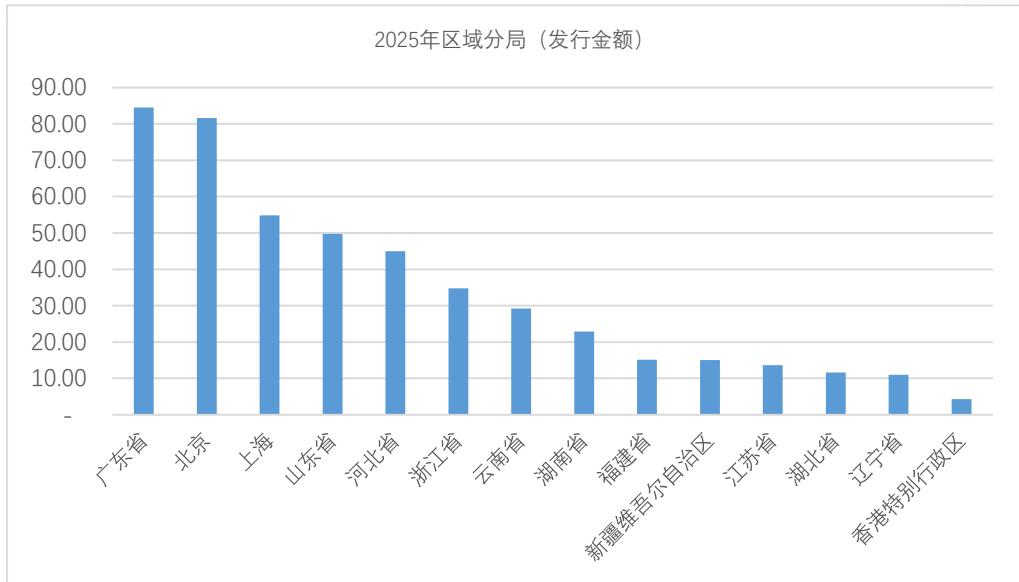
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从资产类型来看，2025 年新增了新型基础设施、市政基础设施两类资产，整体资产类型更加丰富，各类型的占比分布也更为均衡。2025 年公募 REITs 市场发行正向多元化、高质量发展转型，重点转向园区、物流、新能源及数字基建等符合国家战略方向的优质资产。



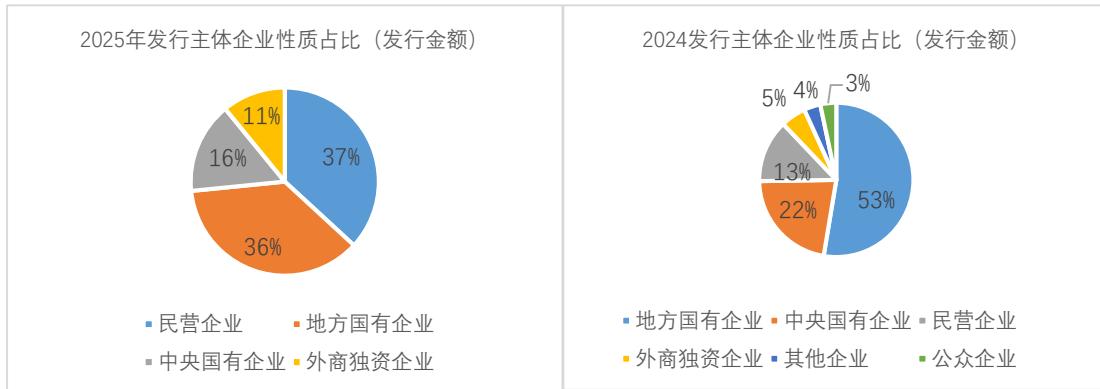
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从发行主体区域分布来看，整体呈现出明显的头部集中、阶梯式递减的特征。广东、北京的发行金额位居前两位，均超过 80 亿元，上海紧随其后，形成了第一梯队；而山东、河北、浙江等省份构成第二梯队，发行金额处于 20-50 亿元区间；其余地区的发行金额则相对较低，在 20 亿元以下。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从发行主体企业性质来看，2024 年发行金额以地方国有企业为主，占比达 53%，处于绝对主导地位。2025 年，民营企业（37%）与地方国有企业（36%）的占比已十分接近，共同成为市场主力。整体来看，2025 年的发行主体结构更趋多元与均衡，民营企业和外商独资企业的参与度显著提升。



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

### 三、 不动产 ABS 未来展望

中国不动产资产证券化市场正加速迈向“以优质运营资产为核心、多层次产品协同、全周期生态闭环”的高质量发展阶段，政策完善、机制创新与主体转型共同驱动市场从规模扩张转向质量提升，持有型不动产 ABS 将成为连接私募培育与公募 REITs 的关键枢纽，引领未来增长。

### （一）相关政策将持续完善多层次市场体系。

未来政策预计仍将围绕扩范围、优机制、强监管三大方向推进：一是进一步拓宽资产边界，将数据中心、智慧停车场、旅游基础设施等“新基建+不动产”纳入试点，支持新能源相关设施（如光储充一体化项目）证券化，助力“碳中和”和“碳达峰”目标与新型城镇化建设；二是细化机制规则，完善持有型不动产 ABS 扩募、交易、信息披露全流程制度，例如推广核心要素表至全品类产品，推动估值标准统一，同时探索 Pre-REITs 基金、持有型不动产 ABS 与公募 REITs 的衔接路径，形成“培育、发行、扩募”的全周期生态；三是强化分类监管，对运营规范、信息披露充分的项目给予审核便利，对资产质量差、合规性不足的项目从严把关，构建良好的市场环境，上交所已明确表示将通过全链条服务支持标杆项目，推动市场生态优化。

### （二）持有型不动产 ABS 将持续领跑，成为核心增长点

基于持有型不动产 ABS 资金沉淀周期长、现金流稳定但流动性弱的特性，扩募机制通过构建“存量资产+新购入资产”的动态资产池，实现现金流跨期调配与风险分散，为存量资产盘活提供了制度支撑。作为多层次 REITs 市场的重要组成部分，持有型不动产 ABS 可作为公募 REITs 的资产培育池，待资产组合收益性、稳定性达标后择机对接公募 REITs，形成资产证券化全链条生态。在此背景下，持有型不动产 ABS 市场活力将持续释放，未来继续呈现量价齐升、品类多元的发行趋势。

### （三）市场结构将持续优化，多元化参与格局形成

从“信用依赖”到“运营能力”的核心转型。对于占据发行主导地位的地方国企与城投平台，不动产证券化不仅是融资工具，更是推动市场化转型的战略抓手。其必须完成从依赖政府信用背书，到依靠资产现金流产生能力与专业运营管理能力赢得市场认可的根本转变。这要求企业提升资产筛选、精细化运营、风险管理及信息披露水平，真正实现资产价值的发现与提升。

主体结构方面，随着民营企业信用修复与优质资产培育，民营企业发展占比有望逐步提升，形成“国企主导、民企补充”的多元化融资主体格局；资金结构方面，险资、社保等长期资金入市规模将持续扩大，搭配公募基金、私募基金等专业投资者，形成多元化资金供给体系；产品结构方面，权益型产品占比将逐步提升，CMBS/CMBN 与类 REITs、持有型不动产 ABS、公募 REITs 将形成梯度互补的产品体系，满足不同投资者风险偏好与资产端融资需求。

## 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。