标普信评

S&P Global
China Ratings

标普信评不动产及 REITs 观察系列

资产独立定价时代：从万科看 REITs 新政下的行业机遇

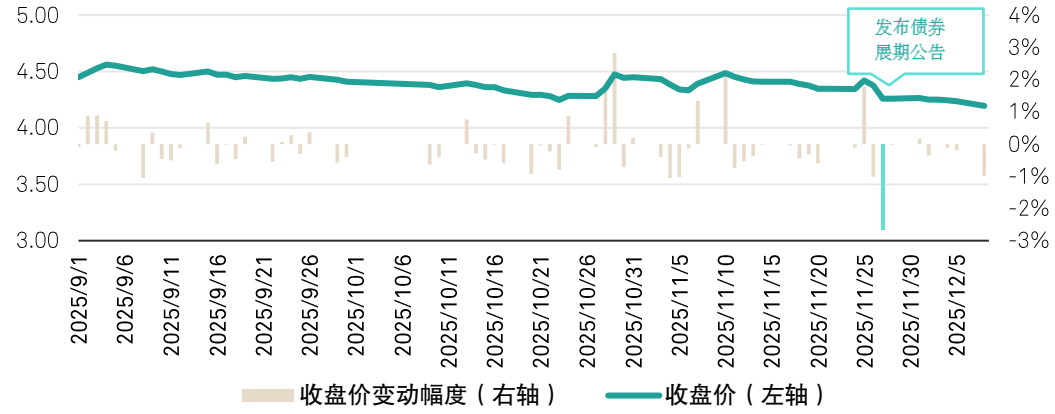
2025 年 12 月 11 日

分析师

施蓓蓓
北京
Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

近期，在万科企业股份有限公司的债券展期风波之下，由其旗下的商业地产平台印力集团所发起的中金印力消费 REIT（180602.SZ）的整体表现则相对稳健。在万科发布债券（22 万科 MTN004）展期公告后的 2025 年 11 月 27 日，中金印力消费 REIT 的单日价格跌幅约 2.7%，虽然为其上市以来最大单日跌幅，但波动幅度显著低于万科的股债。这主要是得益于 REITs 交易架构的风险隔离以及优质的底层资产，中金印力消费 REIT 项下的底层资产为杭州西溪印象城，自上市以来出租率接近满租，运营表现优异，产品现金流分派相对稳定，经受住了市场检验。上述案例体现了 REITs 的价值驱动因素基本能够与主体信用状况脱钩；随着我国不动产投资信托基金（简称“REITs”）市场的发展，以资产自身的运营质量和现金流为核心的资产独立定价时代或将加速开启。

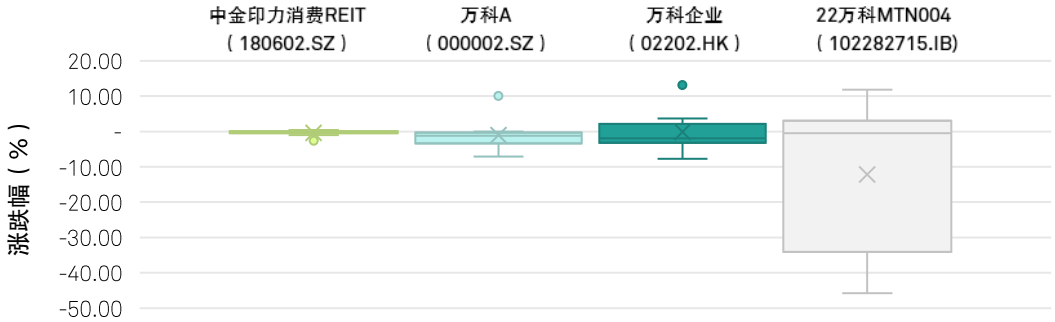
图表 1 中金印力消费 REIT 近期收盘价及变动幅度



资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图表 2 万科相关股债及 REIT 产品的价格涨跌幅（2025/11/27 – 2025/12/10 期间）对比

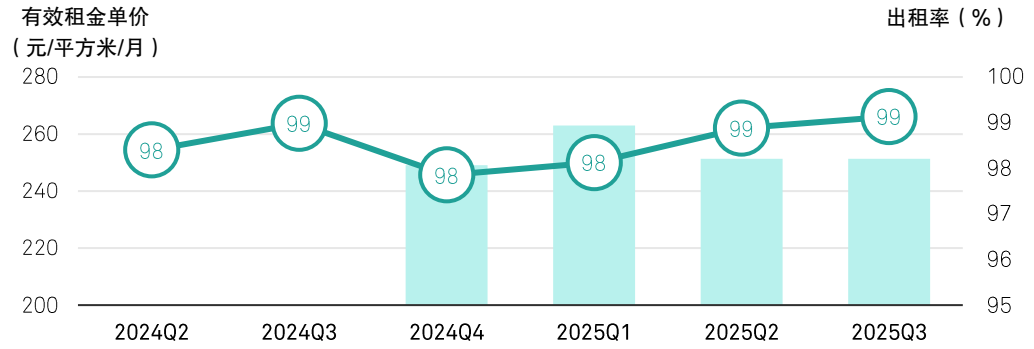


注：中金印力消费 REIT、万科 A 股和港股的涨跌幅基于当日收盘价，22 万科 MTN004 的涨跌幅基于中债估值的估价净价。

资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图表 3 中金印力消费 REIT 底层资产（杭州西溪印象城）运营情况



资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

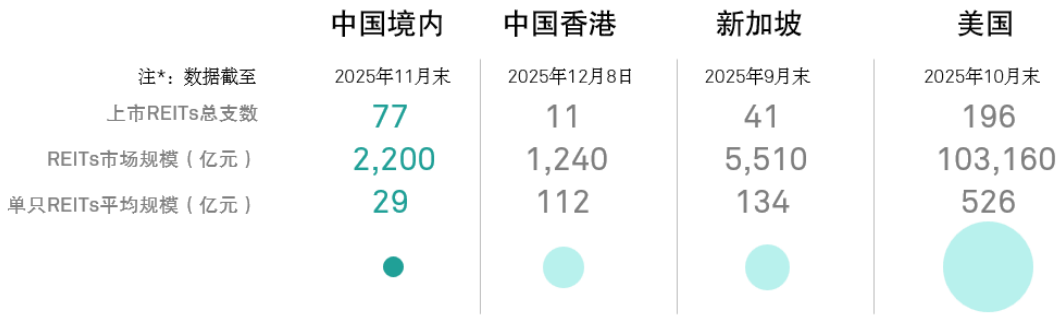
与此同时，近期国内 REITs 市场迎来多项里程碑式的新政策。2025 年 11 月 28 日，中国证监会发布《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》（简称“商业不动产 REITs 试点”），首次提出了“商业不动产 REITs” 的产品框架与监管规则； 2025 年 12 月 1 日，国家发展改革委办公厅印发《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》（简称“基础设施 REITs 行业扩围 2025 版”），将基础设施 REITs 项目的行业范围拓展至 15 大类，新增商业办公设施和城市更新设施两大类，并对原有的消费基础设施的范围进行再次扩容。

此次双重新政的协同发布，标志着我国 REITs 市场从原先的基础设施单一赛道，正式迈入 “基础设施 REITs + 商业不动产 REITs” 双轨并行的发展新阶段。下文将简要探讨新政对市场以及各参与方的影响并展望挑战与机遇。

▶ 对 REITs 市场：由“小而散”迈向“小而精”、“大而优”

中国境内 REITs 市场现状：单数多规模小，聚焦基础设施。我国基础设施 REITs 自 2020 年开启试点以来，经历了从破冰起航、市场震荡到常态化发行，基础制度和产品框架历经了 5 年的逐步优化与完善，且已经上市的消费基础设施 REITs 表现稳健，为此次商业不动产 REITs 的全面开闸奠定了良好的基础。截至 2025 年 11 月末，已上市的基础设施 REITs 合计 77 只，总市值约 2,200 亿元。虽然我国基础设施 REITs 在项目单数上已经跃居全球第二（仅次于美国），但在产品规模和业态类型上，相较于境外市场，尚有较大的发展空间。

图表 4 境内外 REITs 市场概况对比



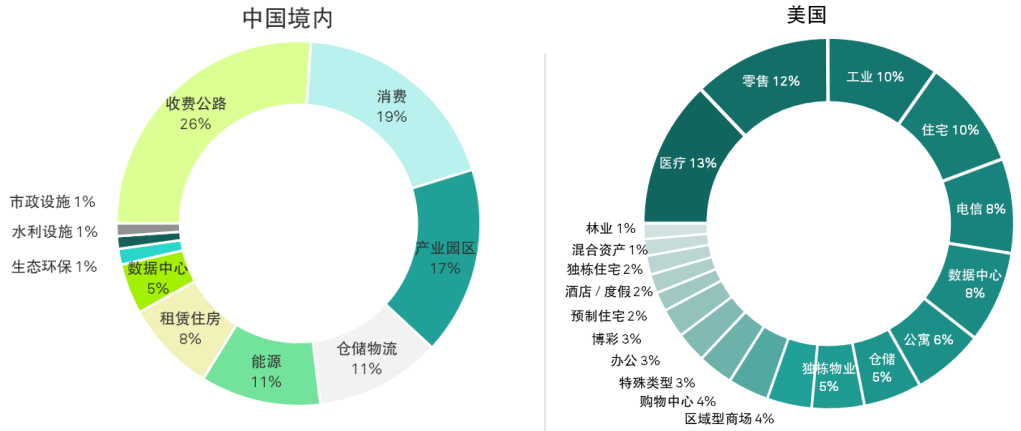
注：气泡大小代表单只 REITs 平均规模的相对大小。

资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同时，经过多次资产扩容，目前上市的基础设施 REITs 产品已涵盖了 10 大行业类型的资产；其中，按市值规模和项目单数来看，收费公路、消费和产业园区是主要的行业类型。从境外市场来看，REITs 产品通常持有的底层不动产数量较多，在地理分布和业态类型上都具备较好的分散度，不同业态类型混合发行也较为常见，且商业不动产一直以来都是市场的重要组成部分。

图表 5 中美 REITs 市场底层资产类型对比（按照市值规模占比）



注：中国境内市场数据截至 2025 年 11 月末；美国市场数据截至 2025 年 10 月末。

资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

市场规模扩容，资产边界拓展。随着此次新政的推出，我国 REITs 底层资产向全门类迈出重要一步，市场规模将进一步扩容，并与境外成熟的 REITs 市场进一步接轨。从我国 REITs 市场行业类型的发展历程来看， 基础设施 REITs 经历了多次行业扩围，从首批的 7 个行业大类拓展至 15 大类；本次“基础设施 REITs 行业扩围 2025 版”新增了商业办公和城市更新设施两大类，并对原有的消费基础设施的范围进行了扩容，涵盖了体育场馆项目、商旅文体健、四星级及以上酒店项目等。同时，“商业不动产 REITs 试点”推出了“商业不动产 REITs” 这一全新的 REITs 品类，虽然并未明确行业类型，但通过起草背景中的描述，主要是指“商业综合体、商业零售、写字楼、酒店等商业不动产”。此外，商业不动产 REITs 的具体申报流程、项目审核要求，以及两类产品在行业范围上的重叠部分的划分等，尚有待后续的相关规则进一步明确。

图表 6 基础设施 REITs 市场行业类型的发展历程

	2020年	2021年	2023年	2024年	2025年	已发行项目单数	代表性资产
1	交通					13	收费公路
2	能源			能源（扩容）		8	风电、天然气发电、光伏
3	市政					1	供热
4	生态环保					2	污水处理、垃圾处理及生物质发电
5	仓储物流					10	仓储物流、港口仓储物流
6	园区					20	产业园区
7	新型					2	数据中心
8		保障性租赁住房		租赁住房（保障性/公共/市场化）		8	保障性租赁住房
9		水利设施				1	供水
10		文化旅游		文化旅游（扩容）		0	
11			消费	消费（扩容）	消费（扩容）	12	购物中心、奥特莱斯、社区商业、农贸市场
12				养老设施		0	
13				其他		0	
14					商业办公	0	
15					城市更新	0	

资料来源：公开信息，标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

▶ 对资产持有方：从主体信用到资产信用，从项目开发到平台运营管理

对于房企、城投等资产持有方，新政的推出有助于盘活更多存量的优质商业不动产，同时，推动现有的融资模式从原有的依赖主体信用到资产信用、商业不动产发展逻辑从项目开发到平台运营管理的转型，进一步为“弱主体+强资产”的融资打开了探索空间。

▶ 对投资方：丰富投资标的选择，形成资产定价锚点

随着市场规模和业态的双重扩容，一方面，将为市场上的投资方提供更多优质资产的选择，满足差异化的风险收益需求；另一方面，更多资金的入市又将反过来提升市场的稳定性和流动性，并通过公开发行形成有效的资产定价锚点。

▶ 下一站：多层次 REITs 市场新生态，挑战与机遇并存

从境外 REITs 市场的发展脉络来看，市场快速发展所面临的潜在风险和挑战亦不容忽视，比如现金流来源单一、位于非核心区位的资产通常抗周期能力弱，亦发生过财务造假或欺诈发行的风险案例。REITs 上市并不是终点，上市后的动态资产运营和风险管理才是产品生命力以及不动产核心价值的体现。优质的资产质量、多元的投资组合、高效的经营策略和战略调整、稳健的财务杠杆和风险管控，以及管理团队的历史经验、资源和外部支持等，这些都是助力产品抵御市场环境变化、保持长期竞争力、穿越周期的不可或缺的“锚”。

未来，我国 REITs 市场在制度机制上将更具包容性和适应性，在资产端有望适当放开对于混合资产业态的限制，在产品端有望适当放宽杠杆率和资金用途的限制，进一步实现内涵式和外延式发展的协同，打造可持续发展的 REITs 平台。我们预计，随着我国 REITs 市场发展与成熟，国内不动产的运营模式和定价机制都将发生转变，将形成一个全新的多层次 REITs 市场新生态。

相关评论与研究：

- 复盘持有境内不动产的海外 REITs：穿越周期的 “锚” 是什么？
- 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
- 中国多层次 REITs 融资市场浅析

本报告不构成评级行动。

©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。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。