



多层次 REITs 市场互补发展及产品评级关注要点

结构融资部 | 陈洁、黄丹妮、高雪婷

2026 年 9 月 28 日

摘要：

我国多层次 REITs 市场经过多年发展，目前已初步形成以类 REITs、Pre-REITs、机构间 REITs 和公募 REITs 协同发展的多层次市场格局，随着交易所相关业务指引修订落地，进一步完善了不动产存量资产盘活的制度基础。本文对比梳理类 REITs、公募 REITs、机构间 REITs 的产品特征，剖析不同产品之间错位互补、协同发展的市场逻辑；同时，结合市场发行及存量数据，总结当前市场呈现出类 REITs 稳定发行、公募 REITs 持续扩容、机构间 REITs 快速崛起的发展格局；在此基础上，本文立足固收产品与权益产品的属性差异，从评级核心逻辑、底层资产分析、交易条款考量三个维度，对比解析类 REITs 与机构间 REITs 两类产品的评级关注要点，指出机构间 REITs 需要重点评估全周期资金回收能力、底层资产长期运营水平以及市场化激励约束机制，为多层次 REITs 市场的产品研究与评级实践提供参考。

关键词：多层次 REITs 市场；固收属性；权益属性；梯队格局；评级关注要点

正文：

一、多层次 REITs 市场的主要构成

自 2014 年首单类 REITs 落地发行，到 2021 年首批基础设施公募 REITs 挂牌上市，再至 2023 年首单机构间 REITs（原持有型不动产 ABS）成功发行，我国多层次 REITs 市场建设已初步成形。2026 年 7 月 24 日，上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 2 号——大类基础资产（2026 年修订）》和《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第 2 号——审核重点关注事项（2026 年修订）》（以下简称“《2 号指引》”），此次修订新增专章明确不动产基础资产通用审核要点、不动产证券化业务的特别规定，并明确了机构间 REITs 产品定位，制度规则的细化完善，打通了存量资产借助 REITs 产品实现盘活的通道，为多层次 REITs 市场扩容发展提供保障。

目前我国多层次 REITs 市场从广义上包括了类 REITs、Pre-REITs、机构间 REITs

和公募 REITs 等多种产品，本文将主要聚焦在交易所/银行间市场发行的标准化产品的分析。表 1 从流通场所、产品结构、分层安排、收益分配/收益来源等方面，对类 REITs、机构间 REITs 和公募 REITs 三类产品进行比较，各类产品差异化的要素设计和定位的相互补充，可满足投资人和发行人的不同需求。

类 REITs 属于固收类产品，交易结构方面，类 REITs 在证券端采用优先级、劣后级的分层设计，同时搭配主体差额补足、外部担保等增信安排；投资者退出方面，产品一般设置每 3 年一次的开放退出机制，从而保障优先级投资者获取稳定票息并实现本金回收；基础资产筛选方面，类 REITs 要求基础资产权属清晰、具有稳定的现金流，资产类别较为宽泛。与之不同，机构间 REITs 与公募 REITs 则定位为权益属性产品，证券端均采用平层设计。公募 REITs 产品期限与底层基础设施资产生命周期相匹配，不设置任何主体增信；机构间 REITs 鼓励设置中长期存续期限，可根据投融资双方需求增设开放期，证券端不配置主体差补、担保等主体增信措施，转而依托资产运营端的业绩对赌和收益倾斜分配等条款平滑经营波动、缓释投资风险。机构间 REITs 与公募 REITs 的投资者可享有底层资产运营净收益以及资产增值收益。机构间 REITs 定位于可与公募 REITs 衔接的产品，其对底层资产的要求相对公募 REITs 更为宽松，发行机构间 REITs 可盘活无法达到公募 REITs 发行条件的资产，同时机构间 REITs 私募发行，产品的设计更具有灵活性，条款设计更易契合投资人与发行人的需求。

表 1 类 REITs、公募 REITs 与机构间 REITs 产品特征对比

产品要素	类 REITs	公募 REITs	机构间 REITs
流通场所	场内非公开上市	境内公开上市	场内非公开上市
产品结构	资产支持专项计划+项目公司	公募基金+资产支持专项计划+项目公司	资产支持专项计划+项目公司
分层安排	优先级+劣后级	平层	平层
收益分配/收益来源	固定票息	有最低分配率要求	无明确要求
产品属性	固定收益属性	权益属性	权益属性
股权转让比例	100%	100%	70%以上 (资产控制前提下)
杠杆比例	无杠杆	基金总资产不得超过基金净资产的140%	允许配备一定的杠杆比例，50%左右
产品期限	一般每3年设置开放退出安排	匹配基础设施期限	鼓励设置中长期限，可设置开放期
增信措施	差补、担保等主体增信	无主体增信	证券端不设置差补、担保等主体增信，资产端其他条款可根据投资人的需求设置

数据来源：大公国际根据公开资料整理

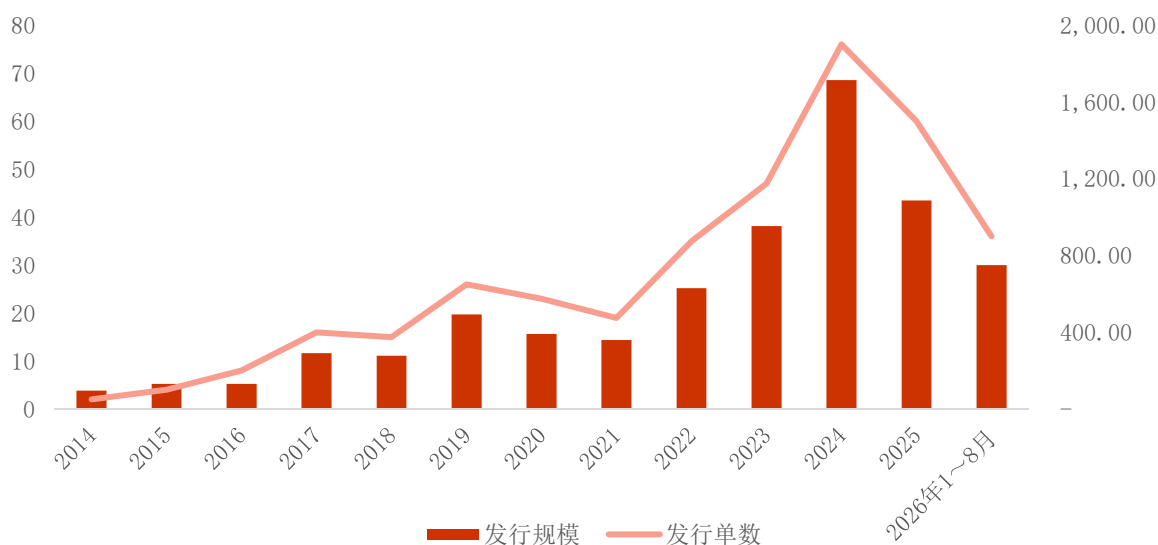
二、多层次 REITs 产品发行概况

整体来看,我国多层次 REITs 市场呈现类 REITs 稳定发行、公募 REITs 持续扩容、机构间 REITs 快速崛起的格局。截至 2026 年 8 月末,三类产品存量规模合计约 8,685.53 亿元,已初步形成阶梯化的多层次不动产融资市场。其中,类 REITs 存量规模 5,027.55 亿元,规模占比约 57.88%,为存量最大的产品;其次是公募 REITs 存量规模约 2,566.12 亿元,规模占比约 29.54%;机构间 REITs 占比最小,处于起步较晚,快速增长阶段。

(一) 类 REITs

类 REITs 发行已较为成熟,自 2014 年首单发行以来整体有所增长,2024 年迎来阶段性繁荣,2025 年随着公募 REITs 常态化发行与机构间 REITs 爆发式增长,中高质量、现金流稳定的资产部分转向权益属性更强的产品,且叠加商业地产空置率上升、租金承压等因素影响,整体发行规模有所回落。

图 1 类 REITs 历史发行情况 (单位:单数、亿元)



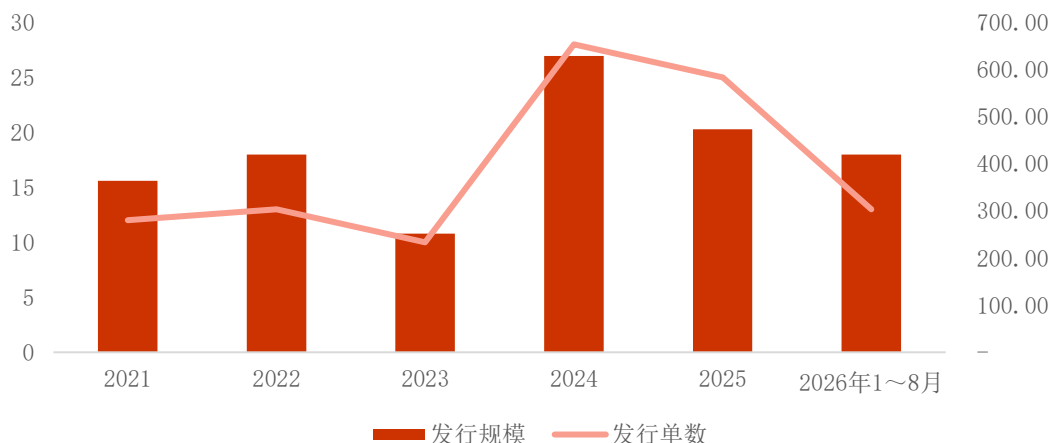
数据来源: wind、大公国际整理

(二) 公募 REITs

2021 年首批基础设施公募 REITs 上市,聚焦产业园、仓储物流等领域;2024 年受取消项目收益率硬性要求、拓宽资产行业范围、简化申报推荐程序等政策影响迎来阶段性高峰,发行单数与规模均显著提升;2026 年以来,随着商业不动产 REITs 试点政策正式落地,底层资产类型不断扩容,截至 2026 年 8 月末,全市场已发行公募 REITs

产品首发达 91 只，扩募 10 只，发行总规模约 2,574.15 亿元。公募 REITs 市场正从“基础设施单轮驱动”向“基础设施+商业不动产”双轮驱动切换。

图 2 公募 REITs¹历史发行情况（单位：单数、亿元）

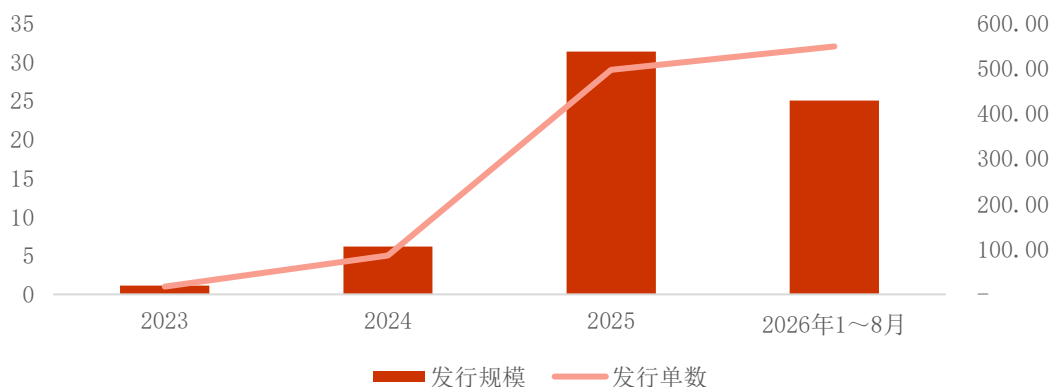


数据来源：wind、大公国际整理

（三）机构间 REITs

机构间 REITs 于 2023 年 12 月落地首单，2024 年进入初步放量阶段，2025 年发行单数与规模均实现跃升，2026 年以来该产品加速扩容，截至 2026 年 8 月末，全市场已发行机构间 REITs 达 67 只，总规模约 1,091.86 亿元。2026 年 7 月，《2 号指引》以专章形式将具备权益属性特征的不动产 ABS 正式命名为“机构间 REITs”，从制度层面明确了其产品定位，进一步夯实了市场发展的制度基础。

图 3 机构间 REITs 历史发行情况（单位：单数、亿元）



数据来源：wind、大公国际整理

¹ 含扩募。

三、机构间 REITs 和类 REITs 评级关注要点对比

由于类 REITs 固定收益属性和机构间 REITs 权益产品属性差异，二者在评级核心逻辑、条款设置上存在本质区别，具体差异主要体现在以下几个方面。

（一）评级核心逻辑：机构间 REITs 评级侧重全周期投资资金回收，而非当期本息兑付

类 REITs 属于固收类产品，评级核心评估底层资产现金流对优先级资产支持证券预期收益和到期本金的按时足额兑付能力，评级结果直接反映产品本息违约风险高低，评级符号对应债务履约的安全边际。与之不同，机构间 REITs 属于权益类产品，不设置预期收益率，无刚性本息兑付义务，不存在传统债务违约的定义，这也导致了两者评级符号的内涵差异。

对于机构间 REITs 的评级不再聚焦当期证券端本息兑付的稳定性，而是立足全投资周期，以投资者投资资金的回收能力为评估对象。以底层资产为商业地产为例，评级过程中通常通过租金波动、空置率上行、空置期增加、续约率降低等压力测试，测算各压力情景下可分配现金流对投资本金和产品费用的覆盖程度，综合反映投资资金的保全能力及成长性。

（二）底层资产分析：机构间 REITs 侧重长期运营管理，区别于增信兜底保障

类 REITs 产品在交易结构中通常会在证券端增加差额补足、担保、优先级/次级分层等增信措施，对优先级证券的本息兑付形成一定保障。因此类 REITs 产品的评级更侧重发行人和增信方偿债能力、资产权属合规性以及增信措施的兜底能力，对物业长期运营增值、资产服务机构主动经营能力的关注度相对有限。

机构间 REITs 通常无增信措施兜底，以持续运营分红为核心收益来源，标的物业的经营稳定性和成长性直接决定可分配现金流水平与投资资金回收，因此标的物业历史运营情况、未来招商方向及改造规划、资产服务机构的运营能力成为评级核心关注因素。

（三）交易条款考量：机构间 REITs 更加关注市场化激励与长效约束机制

类 REITs 交易结构核心围绕债务偿付、资产处置、收益清算设计，条款设置以保障优先级资产支持证券持有人的利益为核心，大多包含现金流归集、加速清偿、信用触发等债权保护条款，基本不设置针对底层资产运营的市场化激励与约束机制，条款



设计侧重偿债风险防控。

机构间 REITs 针对约束资产服务机构行为、稳定长期现金流、保障证券持有人权益，设置了市场化条款。一方面，评级视角重点关注业绩对赌、运营考核约束等条款，核查底层资产运营业绩、现金流分派目标的考核机制，判断交易条款能否有效约束资产服务机构履职、规避运营懈怠导致的收益下滑；另一方面，重点关注市场化运营激励机制，包括超额收益分成、绩效奖励等条款设计的合理性，判断激励机制能否充分调动资产服务机构的主动运营积极性，实现资产增值与投资人收益的正向绑定。

总体来看，类 REITs 依托结构化分层设计，重点是基于对优先级资产支持证券本息兑付的信用判断；而机构间 REITs 无刚性本息兑付义务、以资产长期运营分红为核心收益来源，应跳出传统固定收益分析框架，将重点放在投资资金回收、基础资产运营、投资保障机制等方面，加强对资产内生成长性的评估。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。