



从主体信用到项目信用：资产证券化助力构建房地产发展新模式

结构融资部 | 吕伟

2026 年 9 月 2 日

摘要：

2026 年 8 月 28 日，中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》（以下简称《意见》），指出要改革房地产开发融资方式，充分发挥资本市场功能，推动实现房地产开发企业融资从依赖主体信用向基于项目情况转变，其中资产证券化被置于关键位置。本文梳理了房地产开发企业依赖主体信用的融资模式背景，侧重分析了《意见》在 CMBS、不动产 ABS 及 REITs 等领域的相关安排，关注项目资产、现金流和合规性，并从监测、处置、协同三方面阐述风险防范体系。文章进一步指出构建房地产发展新模式下，资产证券化在落地过程中面临项目独立核算缺失、估值标准待统一等现实挑战，长远来看，《意见》标志着资本市场支持房地产发展进入新阶段，资产证券化将成为连接资本市场与房地产高质量发展的核心纽带，推动形成以项目信用为基础的市场化融资体系。

关键词：房地产发展；融资模式转型；资产证券化；项目信用；现金流

正文：

一、房地产开发企业融资模式转型的背景

（一）融资资源分配与项目质量的错位

长期以来，房地产行业的融资体系以主体信用为核心评估依据。银行授信多依据“白名单”制度进行分配，债券市场定价主要参考主体评级，资本市场再融资则侧重于企业市值与品牌信用水平。在行业上行周期中，以主体信用为导向的融资逻辑运转相对顺畅—规模越大、扩张速度越快的企业，往往能够获得更低的融资成本和更广泛的融资渠道。然而，随着行业步入深度调整期，依赖主体逻辑的弊端逐渐显现：即便是主体信用评级较高的房企，一旦项目回款节奏放缓，整体授信额度仍趋于收紧；而

拥有优质底层资产但主体信用受损的民营房企，却难以获得相应融资支持。融资资源分配与项目实际质量之间的错位，进一步加剧了风险的累积与扩散。

国家统计局数据显示，2026 年 1~7 月，全国房地产开发企业实际到位资金为 45,748 亿元，同比下降 20.3%；其中，国内贷款为 6,300 亿元，同比下降 32.1%。到位资金已连续多月维持约两成的同比降幅，而作为外部融资主渠道的国内贷款降幅则超过三成，两项关键资金来源同步承压，反映出行业资金面持续收紧的现实。

（二）新模式下房地产开发融资方式的改革

房地产行业正从“高周转、强预售”的传统发展模式，加速向“好房子、精细化运营、存量资产盘活”的新模式转型。这一转变内在要求融资机制的锚点从企业主体信用转向项目质量本身，即在新发展模式下，价值创造的核心单元不再是企业规模，而是具体项目的现金流生成能力、资产质量与运营管理水平。

《意见》的出台，以规范性文件的形式明确了房地产融资新模式改革完善方向，为构建与新发展模式相适应的融资体系提供了路径指引。

二、资产证券化是支持房地产开发企业合理融资的重要路径组成部分

《意见》第二部分“支持房地产开发企业合理融资”提出五项具体举措，涵盖上市房企再融资、并购重组、债券与资产支持证券（ABS）、不动产投资信托基金（REITs）以及不动产私募投资基金。这五项工具覆盖了从股权到债权、从私募到公募、从增量开发到存量盘活等不同维度的融资需求，形成了一套完整的融资工具组合。其中，资产证券化是支持房地产开发企业合理融资的重要路径组成部分，具体包括 CMBS、不动产 ABS 和 REITs 等。

（一）CMBS 与不动产 ABS 以项目现金流为融资锚点

《意见》明确提出，支持房地产开发企业“依托经营稳健、现金收益良好的不动产项目发行商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）、不动产 ABS”。这一表述的实质在于，企业融资的关注点系特定项目的现金流质量，还款来源重点在于底层不动产的租金、运营收入等经营性现金流的稳健性。从依赖主体信用向基于项目情况的融资转变，突出了持有优质商业、办公、租赁住房等资产的房企在融资上的优势。

《意见》在优化证券发行准入监管部分进一步指出了“基于项目”相关要求，“发行 ABS 的，重点关注基础资产权属状况、现金流持续稳定性”。发行准入逻辑从“发行人是谁”转向“资产怎么样”，基础资产是否权属清晰、现金流是否可持续、运营模式

是否成熟，成为决定能否发行的关键。

（二）REITs 推动开发商向资产管理者的转型

不同于 CMBS、类 REITs 的债权类融资属性，机构间 REITs、REITs 更侧重于权益属性，且公募 REITs 为项目提供了公开市场的权益融资和退出通道。《意见》在 REITs 方面的部署包括三个层次：一是“支持依托符合条件的租赁住房、城市更新等项目发行 REITs，或者作为扩募资产装入已上市 REITs”；二是“研究优化租赁住房原始权益人监管和项目净现金流分派率要求”；三是“审慎推进商业不动产 REITs 发展”。

以上组合拳意在打通从开发、运营到退出的资产循环闭环。在传统模式下，房企通过销售住宅实现资金回笼，而商业、租赁等持有型资产则长期沉淀在表内，占用大量资本。REITs 为这类资产提供了公开市场的退出通道。资产被装入 REITs 后，原始权益人收回投资，同时可保留运营管理权，从而实现从重资产持有者向轻资产运营者的转型。

值得注意的是，《意见》特别指出对 REITs 的准入审核，重点关注不动产项目权属状况、手续完备性、运营模式成熟度、经营能力持续稳定性等。差异化的准入监管要求与 REITs 的权益属性相匹配，对项目合规性和运营能力的审查标准要求更高。

2026 年 6 月，首批 4 只商业不动产 REITs 在上海证券交易所上市；截至 2026 年 8 月 31 日，已有 9 只产品注册生效，15 只产品在审。这一实践基础为《意见》中“审慎推进”的定调提供了参照，REITs 扩容不是无序放开，而是在试点经验基础上的有序推进。

此外，针对上市房企再融资要求“募集资金应当投向符合政策要求的市场化房地产项目”；并购重组要求标的资产合规、估值合理；公司债要求募集资金与项目所需资金相匹配。可以看出，支持房地产开发企业合理融资的各个路径，均导向融资资源流向优质项目，一视同仁满足不同所有制房地产开发企业合理融资需求。其中，资产证券化因其直接以项目资产和现金流为基础，成为实现这一目标最直接、最有效的工具。

三、资产证券化进程中的风险防范与协同处置

房地产融资制度改革完善进程需控制存量风险暴露与增量风险引入。《意见》第四部分以“早识别、早预警、早暴露、早处置”为原则，从监测、处置、协同三个维度构建风险防线。

监测端，《意见》要求“建立健全房地产领域涉资本市场风险预研预判工作机制”，

强化股票、债券、资管产品等领域交叉性风险跟踪研判。房地产企业通常同时涉及多个融资市场，单一市场的风险信号往往滞后于跨市场的传染速度，预研预判机制旨在将风险管理的关口从“事后处置”前移至“事前识别”。

处置端，退市风险和债券违约风险分别施策：退市方面，严格执行退市制度，畅通多元化退市渠道，同步做好投资者保护；债券违约方面，配合属地政府督促企业筹措资金，遵循市场化、法治化原则推动违约债券处置出清。“多元化风险处置机制”的政策指向在于，存量债券违约的化解将转向回购、展期、债转股、资产置换等市场化手段的组合运用，在规则框架内有序释放风险。

协同端，《意见》明确与地方政府建立风险联防联控机制。房地产风险的属地化特征显著，预售资金监管、项目交付、土地出让等关键环节均由地方政府主导，其协调能力在项目层面债务重组中不可替代。“联防联控”为中央与地方在风险识别、信息共享、处置协同等维度提供了制度接口，有助于避免因信息不对称导致的处置滞后。

四、挑战与展望

推动实现房地产开发企业融资从依赖主体信用向基于项目情况转变，资产证券化被赋予核心使命。《意见》指出了要求框架，但落地执行仍面临多重挑战。

一是项目独立核算体系尚未普及，制约资产证券化的底层资产识别。多数房地产开发企业采取资金统收统支的集团管理模式，项目层面缺乏独立的资产负债表和现金流量表，在发行 CMBS 或 REITs 时，需要从主体财务中“剥离”出特定项目的现金流数据，但许多企业历史上并未按项目单独核算，导致可追溯的财务数据缺失，要过渡到基于项目的信用评价，可能涉及大规模的历史财务数据重构和信息系统升级。二是项目估值和现金流预测的专业标准有待统一。不同评估机构对同一项目的估值差异可能较大，租金增长率、空置率、资本化率等关键假设或缺乏行业共识，这将影响项目信用的可比性和可交易性。三是信息披露的及时性、准确性、完整性有待加强。资产证券化产品的投资者高度依赖基础资产的运营数据，不同于发行主体财务信息，项目信息披露的频率、维度、准确性均缺乏统一标准，如何使优质项目能够被市场识别和定价，需要进一步降低项目信用的认证成本和信息不对称。

从长远来看，《意见》所开启的从主体信用到项目信用融资模式的转变与房地产发展新模式高度契合。资产证券化作为这一转型的核心载体，将在其中发挥不可替代的作用。随着“好房子”建设、保障性住房供给、城市更新、租赁住房发展等新业态的兴起，房地产项目将呈现更多元化的业态组合和更复杂的现金流结构，传统的主体信



用评价体系难以有效覆盖这些新领域。基于项目信用的资产证券化，能够为不同类型、不同阶段、不同业态的项目提供精准适配的资本支持。展望未来，随着项目独立核算、估值标准及信息披露等基础制度的逐步完善，资产证券化有望从融资工具升级为行业基础设施，为优质项目提供资本支持，推动市场化优胜劣汰。



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。