

强于大市

资产证券化系列报告一

我国资产支持证券存量规模超3万亿元；公募REITs从破冰到常态化发行，未来空间可期

核心观点

- 我国资产证券化产品存量规模超过3万亿元，是资本市场融资工具的重要组成部分之一。资产证券化是将缺乏流动性、但能产生可预见的稳定现金流的资产，通过特定目的载体的方式进行结构性重组增信，转换成市场上可以交易的证券，以此进行融资，打包成的证券通常被称为资产支持证券。24年我国资产证券化产品发行规模达1.98万亿元；截至25年5月末，存量规模为3.09万亿元，占债券市场总规模的6.2%。从到期规模来看，25、26年资产证券化产品到期规模较大，分别为8577、8857亿元，大于24年的7383亿元。从收益率水平来看，截至25年5月，1年、3年、5年AAA级资产支持证券的到期收益率分别为1.78%、1.74%、1.96%，略高于可比信用债。
- 从行业分布来看，房地产行业资产证券化产品存量占比排在所有行业的第三名。21年以来，由于监管加严、房地产调控的影响下，房地产行业ABS发行规模占比呈下降趋势。24年房地产行业资产证券化产品发行规模372亿元，同比-35.4%，占全行业发行规模的1.9%。截至25年5月末，房地产行业存量规模为2634亿元（其中企业ABS 2458亿元，ABN 176亿元），占房地产行业债券市场总存量规模的比重为14.1%，占全行业存量规模的8.5%。
- 标准化资产证券化产品：根据发起机构和监管部门的不同，可将标准化资产证券化产品分为央行和银保监会主管的信贷ABS、证监会主管的企业ABS、交易商协会主管的资产支持票据（ABN）。其中，企业ABS已成为最主要的产品类别（截至25年5月末，存量规模占比67%），信贷ABS存量规模占比13%，ABN占比20%。1）信贷ABS：于05年首次发行，是我国启动最早的资产证券化项目。受美国次贷危机影响，09年后一度处于停滞状态。12年5月试点重启。22年以来信贷ABS发行规模大幅减少，24年发行2704亿元，25年5月末存量规模为3962亿元。信贷ABS基础资产较为集中，余额集中于个人住房抵押贷款，但22年以来个人汽车贷款ABS成为最大发行品种。2）企业ABS：自14年协会备案制和负面清单管理的实施以来，进入了快速发展期，近年来规模已反超信贷ABS。24年企业ABS发行规模1.18万亿元，25年5月末存量余额达2.06万亿元。企业ABS基础资产类型丰富多元，企业应收账款ABS是存量规模最大的品种，融资租赁债权ABS是近年来最大发行规模的品种。3）ABN：起步较晚，由银行间市场交易商协会在12年推出。24年ABN发行规模5243亿元，同比涨幅超过六成；25年5月末存量余额为6299亿元。ABN的基础资产的内容与企业ABS接近，其中银行/互联网消费贷款、企业应收账款ABN是主要存量品种。
- REITs：除了标准化资产证券化产品外，从定义、作用、产品结构等多方面来看，REITs也可以视为是广义资产证券化产品的一种。从最初的探索，到类REITs产品发行，再到如今的公募REITs试点和扩容，我国正逐步形成多层次的REITs体系，未来发展空间较大。1）类REITs：产品形式介于固定收益产品和公募REITs产品之间，由于底层资产是不动产，通常市场会把这一类ABS称为类REITs，包括前文提及的企业ABS产品框架下交易所类REITs和交易商协会ABN下的银行间类REITs，融资期限较短，是一种私募产品，大多项目通过主体回购或产品续发的方式退出，适用于实现物业的短期融资需求。24年，随着央企降负债和盘活存量资产的需求推动，发行规模创新高，达1756亿元，同比+82%；25年5月末余额4363亿元，占总资产证券化产品存量规模的14.1%。2）公募REITs：随着类REITs规模的增加及对标准化REITs产品的探索和创新，我国也开始了公募REITs的发展，但从产品结构、税收政策、底层资产等方面均与海外标准化REITs存在诸多差别。从21年6月首批发行，四年间已实现破冰到常态化发行，截至25年5月末累计发行只数66只，发行规模合计1744亿元（不含扩募）。其中，底层资产为园区基础设施的有17只（发行规模271亿元，发行规模占比16%），交通基础设施类13只（688亿元，39%），能源基础设施类7只（189亿元，11%），仓储物流类9只（198亿元，11%），保租房类8只（121亿元，7%），消费基础设施类8只（213亿元，12%）。共有4只扩募并上市，合计扩募金额约51亿元。

相关研究报告

《房地产行业2023年度策略——弩箭已离弦，能否冰解的破？》（2022/12/18）
《中国真实住房需求还有多少？（2022版）》（2022/8/3）
《凡益之道，与时偕行——关于短期博弈与长期格局的思考》（2022/6/15）
《从历史复盘探讨本轮地产调控放松的最佳路径与当前房企的生存法则》（2022/3/31）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

投资建议：

- 近年来，随着资产支持证券产品发行规模的攀升，市场关注度越来越高，由于不动产既具有可租赁的天然属性，能够形成长期稳定的现金流，本身又是具备增值可能性的资产，是非常适合发行证券化产品的，对于手握大量不动产的房企来说，具备一定优势，目前保障性租赁住房、商业地产均已纳入公募REITs底层资产的范畴。同时，公募REITs为租赁住房、商业地产项目提供了更好的退出渠道，对于采用重资产模式运营租赁住房、商业地产项目的企业来说，也可以抓住公募REITs扩圈的机遇，在合适的时机以合理的价格实现一定的股权退出，从而降低沉淀资金规模，提高资金的使用效率。具体标的，我们建议关注存量资产成熟稳定、布局长租公寓与商业地产领域、发行主体优质可靠的标的：华润置地、招商蛇口、中国海外发展、大悦城、新城控股、龙湖集团、越秀地产、保利发展。

风险提示：

- 政策风险：资产证券化产品相关政策超预期收紧，REITs支持政策推进力度不及预期；REITs相关租赁市场需求变化风险：市场波动下，租赁需求超预期下行，租金水平波动，影响项目收入，同时面临租金定价调整风险；ABS违约风险与流动性风险。

目录

1 经过 20 余年发展，资产证券化已发展成为我国资本市场融资工具的重要组成部分之一	6
1.1 资产证券化的实质是通过结构化安排将低流动性的非标准化资产转变为高流动性的标准化资产	6
1.2 我国标准化资产证券化产品可以分为信贷 ABS、企业 ABS、ABN	9
2 资产证券化产品：存量规模超 3 万亿元，超六成成为企业 ABS	11
2.1 我国资产证券化产品存量规模超 3 万亿元，是资本市场重要组成部分之一	11
2.2 信贷 ABS：发行规模大幅减少，个人汽车贷款 ABS 成为最大发行品种	16
2.3 企业 ABS：近年来快速发展，基础资产品种多元	18
2.4 交易商协会 ABN：24 年、25 年 1-5 月发行规模同比涨幅均超过六成，银行/互联网消费贷款、企业应收账款是 ABN 主要的基础资产	21
3 REITs：从类 REITs 到公募 REITs，随着相关政策的完善，逐步形成多层次的 REITs 体系，未来发展空间较大	24
3.1 REITs 可以视为是广义资产支持证券的一种，我国起步较晚，相关法律与制度仍待完善 ..	24
3.2 类 REITs：类 REITs 发行量创新高，助力盘活存量资产	27
3.3 公募 REITs：四年间从破冰到常态化发行，已累计发行超 1700 亿元	28
4 投资建议	33
5 风险提示	34

图表目录

图表 1. 资产支持证券的典型交易结构.....	6
图表 2. 我国的资产证券化业务发展整体可以分为试点（2005-2008 年）、常态化发展（2012-2014 年）、快速发展（2014-2019 年）、公募 REITs 发展（2020 年至今）四个阶段.....	8
图表 3. 2004-2020 年资产支持证券相关政策梳理.....	9
图表 4. 我国标准化资产证券化产品分为三类：信贷资产支持证券（信贷 ABS）、企业资产支持证券（企业 ABS）、资产支持票据（交易商协会 ABN）	10
图表 5. 截至 2025 年 5 月末，我国存量资产证券化产品规模为 3.09 万亿元，占债券市场总规模的 6.2%.....	11
图表 6. 截至 2025 年 5 月末，我国存量资产证券化产品有 3839 只，占债券市场总存量只数的 9.0%.....	11
图表 7. 截至 2025 年 5 月末，3.09 万亿元的资产证券化产品存量规模中，信贷 ABS 占比 13%，企业 ABS 占比 67%，交易商协会 ABN 占比 20%.....	11
图表 8. 2024 年我国发行了 2085 只资产证券化产品，发行规模为 1.98 万亿元，同比增长 6.7%；2025 年 1-5 月发行资产证券化产品 804 只，发行规模 7561 亿元，同比增长 32.6%.....	12
图表 9. 截至 2025 年 5 月末，资产证券化产品存量规模 3.09 万亿元，存续产品数量 3839 只	12
图表 10. 2025 年全市场资产证券化产品到期规模为 8577 亿元，大于 2024 年的 7383 亿元，2026 年到期规模进一步扩大至 8857 亿元	13
图表 11. 2024 年房地产行业资产证券化产品发行规模为 372 亿元，同比下降 35.4%，占全行业资产证券化产品发行金额的比重为 1.9%.....	13
图表 12. 2024 年房地产行业资产证券化产品发行了 20 只，2025 年 1-5 月发行了 6 只	13
图表 13. 截至 2025 年 5 月末，房地产行业存量资产证券化产品规模为 2634 亿元，占房地产行业债券市场总存量规模的比重为 14.1%.....	14
图表 14. 截至 2025 年 5 月末，房地产行业存量资产证券化产品规模占全行业资产证券化产品存量规模的比重为 8.5%.....	14
图表 15. 2025 年房地产行业资产证券化产品到期规模为 53 亿元.....	14
图表 16. 截至 2025 年 5 月 31 日，1 年、3 年、5 年 AAA 级资产支持证券的到期收益率分别为 1.78%、1.74%、1.96%.....	15
图表 17. 信贷 ABS 中商业银行持仓最多，截至 2025 年 4 月末占比达 69%，其次为其他非法人产品（资管和理财产品），占比 15%.....	15
图表 18. ABN 中非法人产品、存款类金融机构持仓最多，截至 2025 年 4 月，占比分别达 51%和 37%	15
图表 19. 银行自营和信托机构是上交所企业 ABS 的主要投资者，截至 2025 年 5 月，持仓占比分别为 26%和 31%.....	16
图表 20. 一般机构、信托机构是深交所企业 ABS 的主要投资者，截至 2025 年 5 月末，持仓占比分别为 27%和 32%.....	16

图表 21. 信贷 ABS 流程示意图	16
图表 22. 2024 年全年信贷 ABS 发行量为 2704 亿元，同比下降 22.7%	17
图表 23. 截至 2025 年 5 月末，信贷 ABS 总存量规模为 3962 亿元，占资产证券化产品总存量的 13%	17
图表 24. 2025 年 5 月末个人住房抵押贷款 ABS 存量规模达 1443 亿元，占信贷证券化基础资产的 36.4%，其次为个人汽车贷款，存量规模为 1292 亿元，占比 32.6%	18
图表 25. 2023 年-2025 年 5 月无住房抵押贷款 ABS 发行，而个人汽车贷款 ABS 发行规模合计为 3419 亿元，达整体信贷 ABS 发行量的近一半	18
图表 26. 企业 ABS 流程示意图	19
图表 27. 2024 年企业 ABS 发行规模 1.18 万亿元，同比增长 0.2%	19
图表 28. 截至 2025 年 5 月，企业 ABS 存量余额达 2.06 万亿元，占资产证券化产品总存量的 67%	19
图表 29. 截至 2025 年 5 月末，企业应收账款类 ABS 的存量规模为 3639 亿元，占基础资产的 18%；商业地产抵押贷款（CMBS）ABS 存量规模为 3587 亿元，占比 17%	20
图表 30. 融资租赁债权 ABS 是近年来发行规模最大的企业 ABS 品种，2022 年-2025 年 5 月发行规模占整体企业 ABS 发行规模的比重均超过 20%	20
图表 31. 2024 年交易商协会 ABN 发行规模 5243 亿元，同比增长 62.8%	21
图表 32. 截至 2025 年 5 月，交易商协会 ABN 存量余额达 6299 亿元，占资产证券化产品总存量的 20%	21
图表 33. 截至 2025 年 5 月末，27% 的基础资产为银行/互联网消费贷款，存量规模为 1712 亿元，企业应收账款存量规模 678 亿元，占比 11%，一般小额贷款债券余额 582 亿元，占比 9%	21
图表 34. 银行/互联网消费贷款 ABN 是 2024 年以来发行规模最大的 ABN 品种，2024 年-2025 年 5 月发行规模占整体 ABN 发行规模的比重为 30%	22
图表 35. 传统型资产支持票据流程示意图	23
图表 36. ABS 与 REITs 的区别	24
图表 37. 我国 REITs 发展关键节点	26
图表 38. 我国 REITs 相关政策	26
续 图表 38. 我国 REITs 相关政策	27
图表 39. 2024 年我国类 REITs 发行规模创新高，达 1756 亿元，同比增长 82%	28
图表 40. 截至 2025 年 5 月末，类 REITs 产品余额为 4363 亿元，占总资产证券化产品存量规模的比重为 14.1%	28
图表 41. 公募 REITs 典型交易结构	29
图表 42. 公募 REITs 与类 REITs 的区别	29
图表 43. 公募 REITs 从 2021 年 6 月开始发行，截至 2025 年 5 月末，累计发行只数 66 只，发行规模合计 1743.93 亿元（不含扩募）	30
图表 44. 2025 年 5 月末以园区基础设施、以交通基础设施为底层资产的 REITs 发行规模相对较大	30
图表 45. 2025 年 5 月末，REITs 中国区基础设施类 17 只，交通基础设施类 13 只，	

能源基础设施类 7 只，仓储物流类 9 只，保租房类 8 只，消费基础设施类 8 只 ..	30
图表 46. 截至 2025 年 5 月末，国内全部 66 只公募 REITs 列表	31
图表 47. 截至 2025 年 5 月末，共有 4 只公募 REITs 进行了扩募并上市，合计扩募 募集金额约 51 亿元	32

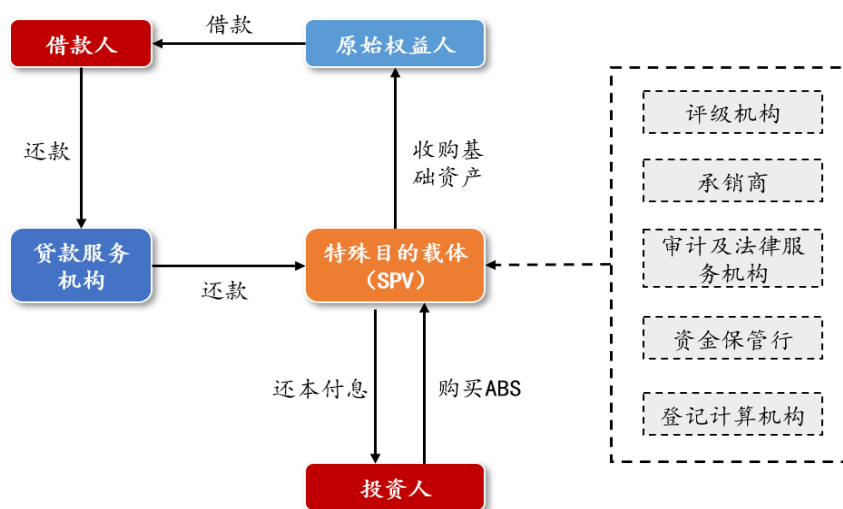
1 经过 20 余年发展，资产证券化已发展成为我国资本市场融资工具的重要组成部分之一

1.1 资产证券化的实质是通过结构化安排将低流动性的非标准化资产转变为高流动性的标准化资产

资产证券化的实质是通过结构化安排将低流动性的非标准化资产转变为高流动性的标准化资产。资产证券化（Asset Securitization）是将缺乏流动性、但能产生可预见的稳定现金流的资产，通过特定目的载体（SPV）的方式进行结构性重组增信，转换成市场上可以交易的证券，以此进行融资。打包成的证券通常被称为“资产支持证券”（Asset-Backed Securities）。资产证券化可以帮助企业进行融资、分散风险，并促进资本市场的流动性。可证券化的基础资产的品种繁多，通常来说，凡是可以预计未来收益和现金流的资产都可以进行证券化，例如各类贷款、应收账款、商业票据、版税收入、租赁费、公用事业收费、不动产物业等。其中，由于不动产既具有可租赁的天然属性，能够形成长期稳定的现金流，本身又是具备增值可能性的资产，是非常适合发行证券化产品的。

资产支持证券是一种债券性质的金融工具，其向投资者支付的本息来自于基础资产池产生的现金流或剩余权益。与股票和一般债券不同，资产支持证券不是对某一经营实体的利益要求权，而是对基础资产池所产生的现金流和剩余权益的要求权，是一种以资产信用为支持的证券。资产证券化的主要目的在于将流动性较差的资产转化为流动性较好的证券，其本质是通过抵押或出售资产进行融资。资产支持证券的典型交易结构如下：

图表 1. 资产支持证券的典型交易结构



资料来源：中银证券

资产支持证券起源于美国，我国自 2005 年开始了资产证券化业务的尝试。资产支持证券起源于 20 世纪 70 年代的美国，Ginnie Mae 首次发行以抵押贷款组合为基础资产的抵押支持证券：房贷转付证券，完成首笔资产支持证券发行，随后在此基础上衍生出如其他证券化产品等。我国自 20 世纪 90 年代起，一些地方陆续开展过地产销售权益证券化、高速公路过路费证券化和应收账款证券化等业务，形成了我国证券化业务的萌芽。我国的资产证券化业务发展整体可以分为四个阶段：

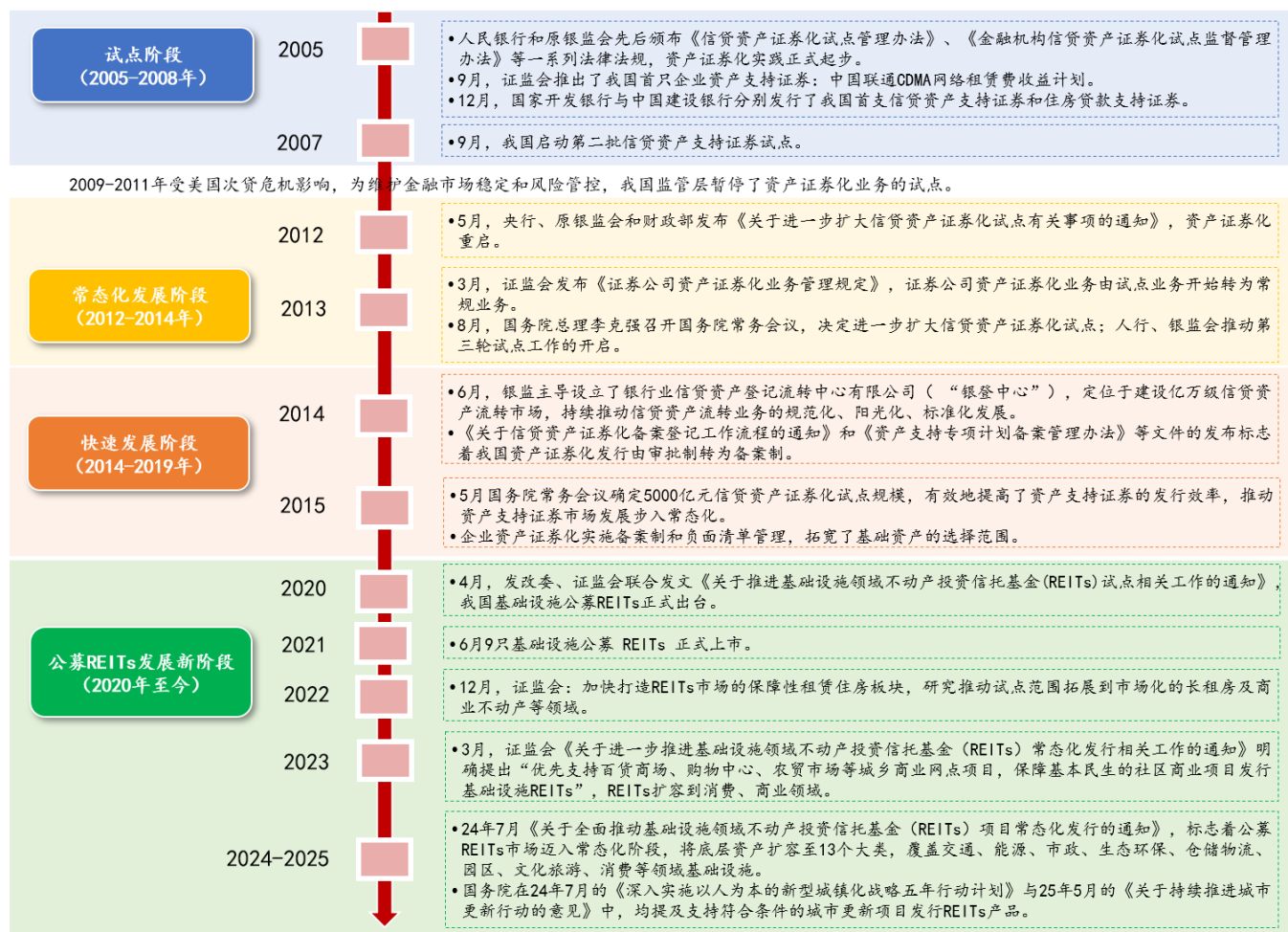
1) 试点阶段（2005-2008 年）：2005 年 3 月，经国务院批准，人民银行会同有关部门成立了信贷资产证券化试点工作协调小组。2005 年 4 月、11 月，人民银行、原银监会先后颁布《信贷资产证券化试点管理办法》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》等一系列法律法规，标志着我国的资产证券化实践正式起步。2005 年 9 月，证监会推出了我国首只企业资产支持证券——中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划；12 月，国家开发银行与中国建设银行分别发行了我国首支信贷资产支持证券和住房贷款支持证券。2007 年 9 月，我国启动第二批信贷资产支持证券试点。但受美国次贷危机爆发影响，在 2009 年至 2011 年期间，为维护金融市场稳定和风险管控，我国监管层暂停了资产证券化业务的试点，资产支持证券发行基本暂停。

2) 常态化发展阶段(2012-2014 年)：直到 2012 年 5 月，央行、原银监会和财政部发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，搁置三年的资产证券化业务才获得重启。2013 年 3 月，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，证券公司资产证券化业务由试点业务开始转为常规业务。2013 年 8 月，国务院总理李克强召开国务院常务会议，决定进一步扩大信贷资产证券化试点，同月人行、银监会推动第三轮试点工作的开启。

3) 快速发展阶段(2014 年-2019 年)：2014 年 6 月，银监主导设立了银行业信贷资产登记流转中心有限公司(“银登中心”)，定位于建设亿万级信贷资产流转市场，持续推动信贷资产流转业务的规范化、阳光化、标准化发展；2014 年底，《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》和《资产支持专项计划备案管理办法》等文件的发布标志着我国资产证券化发行由审批制转为备案制。2015 年 5 月国务院常务会议确定 5000 亿元信贷资产证券化试点规模，有效地提高了资产支持证券的发行效率，推动资产支持证券市场步入常态化；企业资产证券化实施备案制和负面清单管理，拓宽了基础资产的选择范围，促进企业资产证券化业务进入快速发展阶段。2017 年下半年-2019 年，监管部门陆续出台了多项文件，对资产证券化业务做出相应规范，住房租赁 ABS、小微企业贷款 ABS 等产品获政策支持。

4) 公募 REITs 发展新阶段(2020 年至今)：2020 年 4 月，发改委、证监会联合发文《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，标志着我国基础设施公募 REITs 正式出台。2021 年 6 月首批 9 只基础设施公募 REITs 正式上市，我国公募 REITs 正式起航。2021 年 6 月《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》发布，扩大试点区域至全国，**新增能源基础设施、市政停车场、保障性租赁住房、水利、文旅等行业**。2022 年 12 月 8 日，证监会副主席李超表示，加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。2023 年 3 月，证监会《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》明确提出“优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs”，**REITs 扩容到消费、商业领域**。2024 年 7 月，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目常态化发行的通知》，标志着公募 REITs 市场迈入常态化阶段，将底层资产扩容至 13 个大类，覆盖交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、文化旅游、消费等领域基础设施，为推动未来公募 REITs 规模可持续增长奠定制度基础。国务院在 2024 年 7 月的《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》与 2025 年 5 月的《关于持续推进城市更新行动的意见》中，均提及**支持符合条件的城市更新项目发行 REITs 产品**。(详见报告 3.3)

图表 2. 我国的资产证券化业务发展整体可以分为试点（2005-2008 年）、常态化发展（2012-2014 年）、快速发展（2014-2019 年）、公募 REITs 发展（2020 年至今）四个阶段



资料来源：证监会，国务院，发改委，银保监会，央行，中银证券

图表 3. 2004-2020 年资产支持证券相关政策梳理

日期	政策	监管机构	主要内容
2004.10	《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》	证监会	开启企业资产证券化试点
2005.4	《信贷资产证券化试点管理办法》	央行	开启信贷资产证券化试点
2005.6	《资产支持证券信息披露规则》	央行	规范信息披露
2005.11	《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》	银监会	规范信贷资产证券化试点
2006.5	《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》	证监会	允许基金投资资产支持证券
2007.9	《资产支持证券在全国银行间债券市场进行质押式回购交易的有关事项》	央行	明确资产支持证券可用于质押式回购交易
2007.9	《关于信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项的公告》	央行	资产证券化信息披露行为规范化
2012.5	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项通知》	央行、银监会、财政部	资产证券化试点重启
2012.8	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》	交易商协会	开启资产支持票据试点
2013.3	《证券公司资产证券化业务管理规定》	证监会	资产证券化业务常态化
2014.9	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	央行、银监会	鼓励住房抵押贷款支持证券发展
2014.11	《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	证监会	全面梳理企业资产证券化监管和制度规范
2014.11	《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》	银监会	针对信贷资产证券化业务实施备案制
2014.12	《资产支持专项计划备案管理办法》	中基协	针对企业资产证券化业务实施备案制
2015.2	《资产证券化业务基础资产负面清单指引》	中基协	配合备案制，对基础资产进行负面清单管理
2015.3	《中国人民银行公告〔2015〕第 7 号（信贷资产支持证券发行管理有关事宜）》	央行	开放信贷资产证券化注册制
2015.5	李克强主持召开国务院常务会议（2015 年 5 月 13 日）	国务院	信贷资产证券化试点规模扩容
2017.7	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	住建部、发改委、财政部、央行、证监会等九部委	推动发展房地产投资信托基金(REITs)
2018.4	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	证监会、住建部	加速推进住房租赁资产证券化规范运行
2018.6	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	银保监会	资产支持计划获准参与长租市场
2018.9	《商业银行理财业务监督管理办法》	银保监会	明确在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券属于理财产品的投资范围
2018.10	《小微企业贷款资产支持证券信息披露指引（2018 版）》	交易商协会	支持银行业金融机构发行小微企业贷款资产支持证券
2019.6	《2019 年深入实施国家知识产权战略加快建设知识产权强国推进计划》	国家知识产权局	鼓励海南自贸港探索知识产权证券化，鼓励雄安新区开展知识产权证券化融资
2019.6	《资产支持计划注册有关事项的通知》	银保监会	对保险资产管理机构首单资产支持计划之后实行注册制管理

资料来源：证监会，国务院，发改委，银保监会，央行，中银证券

截至 2025 年 5 月末，我国资产证券化产品存量规模超过 3 万亿元，已经发展成为我国资本市场重要组成部分之一。本篇报告将从 ABS 产品视角出发，主要根据监管机构、基础资产的形成方式和属性，对市场上全品种 ABS 进行分类和辨析，以厘清 ABS 错综复杂的产品体系，为 ABS 的分析奠定基础。

1.2 我国标准化资产证券化产品可以分为信贷 ABS、企业 ABS、ABN

根据发起机构和监管部门的不同进行分来，可将我国标准化资产证券化产品分为三类：信贷资产支持证券（信贷 ABS）、企业资产支持证券（企业 ABS）、资产支持票据（交易商协会 ABN）。三类 ABS 在监管部门、发起机构、基础资产、募集方式、发行载体、交易场所、登记结算机构等方面有所不同。从交易场所来看，信贷 ABS 和 ABN 都在银行间市场上进行交易，交易对手为机构投资者，但监管部门和发起机构不同。前者由金融监督管理总局进行监管，发起机构为银行业金融机构；后者由交易商协会监管，发起机构为非金融企业。企业 ABS 的交易场所主要为证券交易所。从发行载体来看，根据《信贷资产证券化试点管理办法》规定，信贷 ABS 发行载体为特殊目的信托（SPT）。SPT 实质是 SPV 的一种组织形态，特指信托型而非公司型或有限合伙型特殊目的载体。在信用评级方面，根据《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、财政部关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知（银发〔2012〕127 号）》规定，发行信贷 ABS 需要采取双评级的机制，需要提交市场化评级和中债评级报告。从最终作用来看，信贷 ABS 主要帮助银行提高资产流动性，企业 ABS 和 ABN 则是给非金融企业提供了一种新的融资便利。

图表 4. 我国标准化资产证券化产品分为三类：信贷资产支持证券（信贷 ABS）、企业资产支持证券（企业 ABS）、资产支持票据（交易商协会 ABN）

区别	信贷 ABS	企业 ABS	资产支持票据（ABN）
监管部门	人民银行、金融监管总局	证监会、交易所	交易商协会
发起机构	金融机构	非金融机构	非金融机构
基础资产类型	信贷资产（债权类）	企业资产（债权类、收益权类、权益类）： 企业应收账款、信贷资产、信托收益权、基础设施收益权、商业票据、债券及其衍生品、股票及其衍生品、商业物业等不动产	企业资产（债权类、收益权类、权益类）： 公用事业未来收益权、政府回购应收款、企业其他的应收款等
募集方式	公募/私募	私募	公募/私募
SPV	特殊目的信托（SPT）	特殊目的载体（SPV）	特殊目的载体（SPV）或无载体
交易场所	银行间市场	交易所	银行间市场
评级要求	优先级需评级，双评级	非双评级	公开发发时需双评级
监管审批方式	备案审核制	备案审核制	注册制

资料来源：原银监会，人民银行，证监会，金融监管总局，中银证券

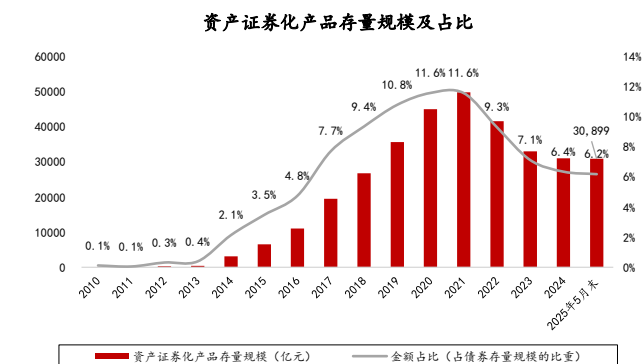
2 资产证券化产品：存量规模超 3 万亿元，超六成为企业 ABS

2.1 我国资产证券化产品存量规模超 3 万亿元，是资本市场重要组成部分之一

截至 2025 年 5 月末，我国资产证券化产品存量规模超过 3 万亿元，是资本市场重要组成部分之一。2012 年《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》的发布，标志着此前因为次贷危机而停滞的资产证券化业务正式重启；2014-2021 年，资产证券化业务快速发展，发行规模高速扩张；2022-2023 年，在监管加严、地方政府性债务管控的影响下，发行规模回落，我国资产证券化业务进入高质量发展的新阶段。2024 年发行规模再度回升，2024 年我国发行了 2085 只资产证券化产品，发行规模为 1.98 万亿元，同比增长 6.7%；2025 年 1-5 月发行资产证券化产品 804 只，发行规模 7561 亿元，同比增长 32.6%。截至 2025 年 5 月末，我国存量资产证券化产品规模为 3.09 万亿元，占债券市场总规模的 6.2%，较 2013 年末提升 5.8 个百分点；存续产品为 3839 只，占债券市场总存量只数的 9.0%，较 2013 年末提升 8.5 个百分点。

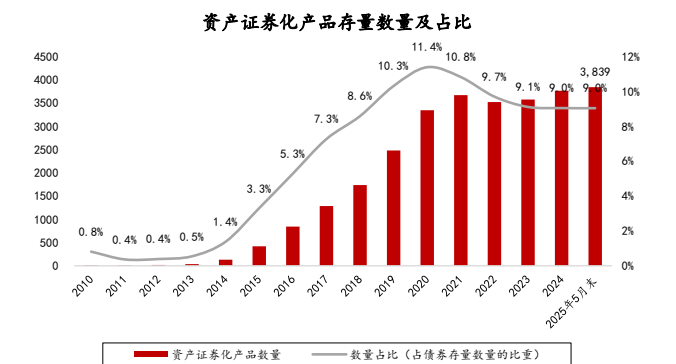
从产品类型来看，我国标准化资产证券化产品可分为信贷 ABS、企业 ABS 和交易商协会 ABN，其中企业 ABS 已成为最主要的产品类别。2024 年资产证券化产品发行规模中 60% 为企业 ABS，2025 年 1-5 月 63% 为企业 ABS，截至 2025 年 5 月末，3.09 万亿元的资产证券化产品存量规模中，信贷 ABS 占比 13%，企业 ABS 占比 67%，交易商协会 ABN 占比 20%。

图表 5. 截至 2025 年 5 月末，我国存量资产证券化产品规模为 3.09 万亿元，占债券市场总规模的 6.2%



资料来源：万得，中银证券

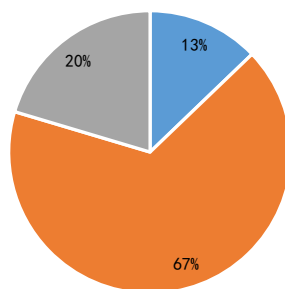
图表 6. 截至 2025 年 5 月末，我国存量资产证券化产品有 3839 只，占债券市场总存量只数的 9.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 截至 2025 年 5 月末，3.09 万亿元的资产证券化产品存量规模中，信贷 ABS 占比 13%，企业 ABS 占比 67%，交易商协会 ABN 占比 20%

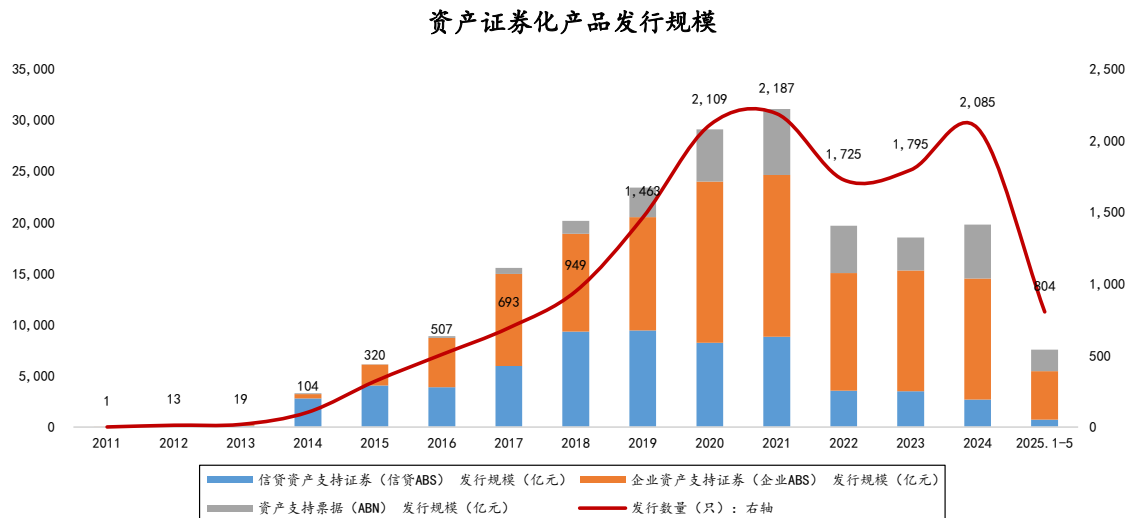
资产证券化产品存量规模占比



■ 信贷资产证券化 (信贷ABS) ■ 企业资产证券化 (企业ABS) ■ 资产支持票据 (ABN)

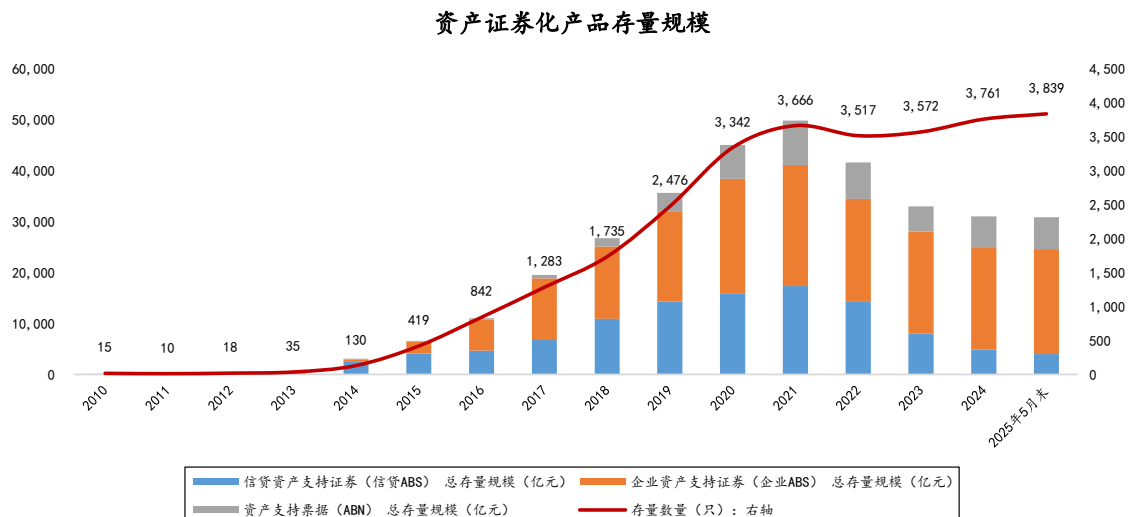
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2024 年我国发行了 2085 只资产证券化产品，发行规模为 1.98 万亿元，同比增长 6.7%；2025 年 1-5 月发行资产证券化产品 804 只，发行规模 7561 亿元，同比增长 32.6%



资料来源：万得，中银证券

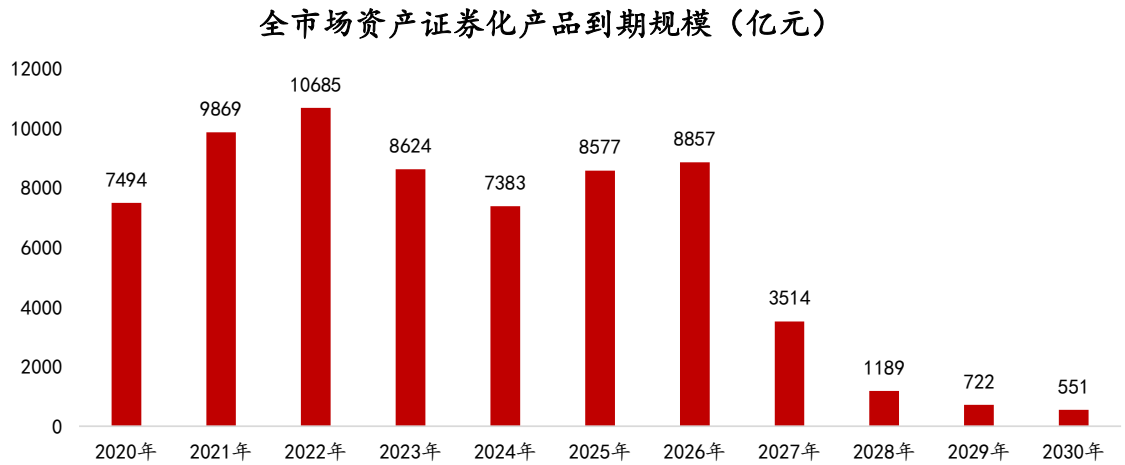
图表 9. 截至 2025 年 5 月末，资产证券化产品存量规模 3.09 万亿元，存续产品数量 3839 只



资料来源：万得，中银证券

从到期规模来看，2025、2026 年全市场资产证券化产品的到期规模仍然较大。2025 年全年全市场资产证券化产品到期规模为 8577 亿元，大于 2024 年的 7383 亿元，其中 6-12 月到期规模为 6109 亿元，2026 年到期规模进一步扩大至 8857 亿元，2027 年及以后到期规模减少。

图表 10. 2025 年全市场资产证券化产品到期规模为 8577 亿元，大于 2024 年的 7383 亿元，2026 年到期规模进一步扩大至 8857 亿元

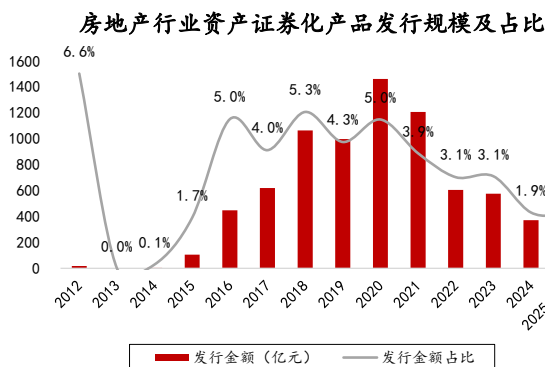


资料来源：万得，中银证券

备注：统计时间为截至 2025 年 5 月 31 日数据。

从行业分布来看，房地产行业资产证券化产品存量占比排在所有行业的第三名。2021 年以来，由于监管加严、房地产调控的影响下，房地产行业资产证券化产品发行规模占比呈下降趋势。2024 年房地产行业（证监会行业分类）资产证券化产品发行了 20 只，发行规模为 372 亿元，同比下降 35.4%，占全行业资产证券化产品发行金额的比重为 1.9%；2025 年 1-5 月发行了 6 只资产证券化产品，发行规模 137 亿元，占全行业资产证券化产品发行金额的比重为 1.8%。截至 2025 年 5 月末，房地产行业存量资产证券化产品数量为 180 只，规模为 2634 亿元（其中企业 ABS 2458 亿元，ABN 176 亿元），占房地产行业债券市场总存量规模的比重为 14.1%，占全行业资产证券化产品存量规模的比重为 8.5%。从到期规模来看，2024 年以来房地产行业资产证券化产品到期规模明显减少，2025 年仅为 53 亿元（其中 6-12 月 24 亿元），2026 年仅为 57 亿元。

图表 11. 2024 年房地产行业资产证券化产品发行规模为 372 亿元，同比下降 35.4%，占全行业资产证券化产品发行金额的比重为 1.9%



资料来源：万得，中银证券

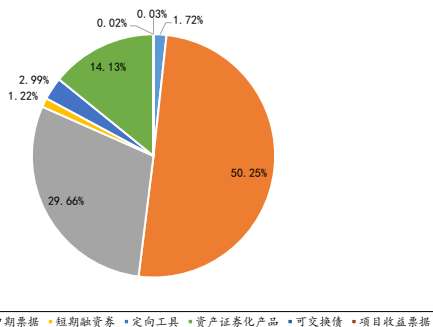
图表 12. 2024 年房地产行业资产证券化产品发行了 20 只，2025 年 1-5 月发行了 6 只



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 截至 2025 年 5 月末，房地产行业存量资产证券化产品规模为 2634 亿元，占房地产行业债券市场总存量规模的比重为 14.1%

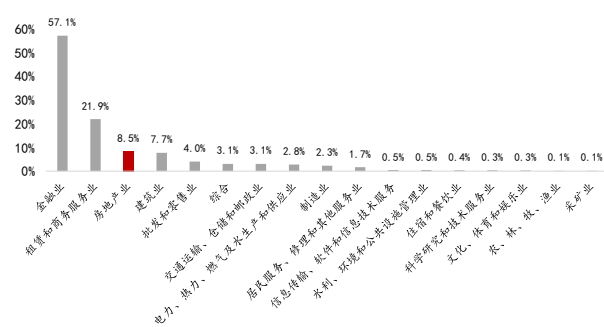
房地产行业存量信用债分类（存量金额占比）



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 截至 2025 年 5 月末，房地产行业存量资产证券化产品规模占全行业资产证券化产品存量规模的比重为 8.5%

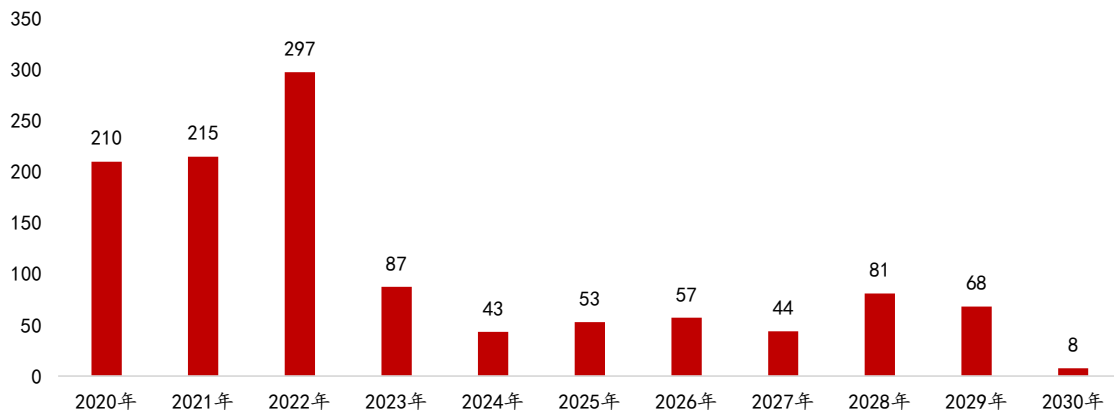
各行业资产证券化产品存量金额占比



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2025 年房地产行业资产证券化产品到期规模为 53 亿元

房地产行业资产证券化产品到期规模（亿元）

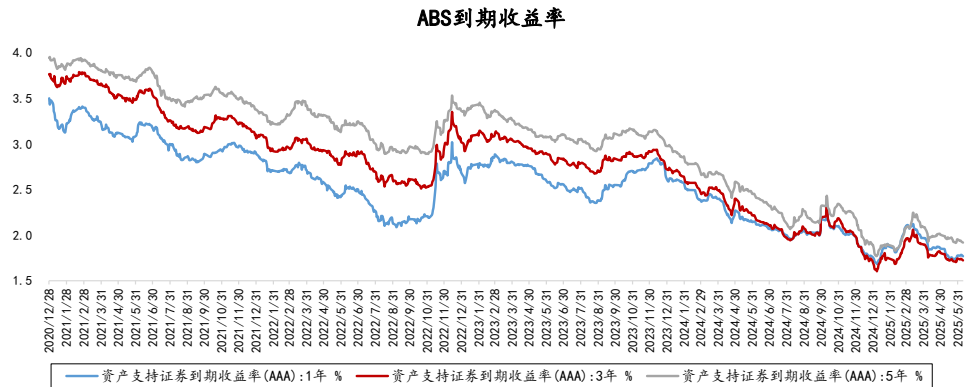


资料来源：万得，中银证券

备注：统计时间为截至 2025 年 5 月 31 日数据。

从收益率水平来看，资产证券化产品到期收益率随无风险利率变动，由于资产证券化产品市场流动性相对较弱，对比同等风险的普通债券，通常会享受流动性溢价，因此资产证券化产品收益率通常略高于可比信用债。2025 年 3 月中旬以后，收益率整体呈现下滑趋势，截至 2025 年 5 月 30 日，1 年、3 年、5 年 AAA 级资产支持证券的到期收益率分别为 1.78%、1.74%、1.96%。同期 1 年、3 年、5 年 AAA 级公司债的到期收益率分别为 1.73%、1.82%、1.88%；1 年、3 年、5 年国债到期收益率分别为 1.46%、1.48%、1.56%。

图表 16. 截至 2025 年 5 月 31 日，1 年、3 年、5 年 AAA 级资产支持证券的到期收益率分别为 1.78%、1.74%、1.96%

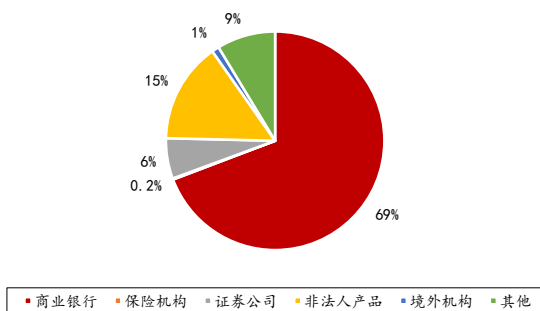


资料来源：中国货币网，中银证券

从投资者结构来看，商业银行、其他非法人产品（资管和理财产品）是银行间市场资产证券化产品的主要投资者（银行间市场交易的 ABS 品种有信贷 ABS 及 ABN）。1) 信贷 ABS 中商业银行持仓最多，截至 2025 年 4 月末占比达 69%。其次，为其他非法人产品占比 15%。2) ABN 中非法人产品、存款类金融机构持仓最多，截至 2025 年 4 月，占比分别达 51%和 37%。3) 企业 ABS 是在交易所市场交易的产品，其投资者更加丰富，银行自营、信托机构、一般机构是企业 ABS 的主要持有者。银行自营和信托机构是上交所企业 ABS 的主要投资者，截至 2025 年 5 月，在上交所企业 ABS 的持仓占比分别为 26%和 31%。一般机构、信托机构是深交所企业 ABS 的主要投资者，在深交所企业 ABS 的持仓占比分别为 27%和 32%。

图表 17. 信贷 ABS 中商业银行持仓最多，截至 2025 年 4 月末占比达 69%，其次为其他非法人产品（资管和理财产品），占比 15%

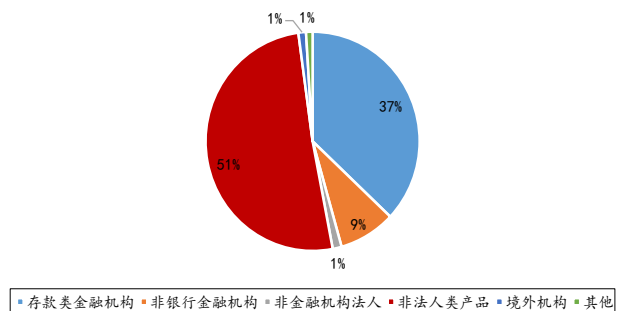
2025年4月末信贷ABS投资者结构



资料来源：中国债券信息网，中银证券

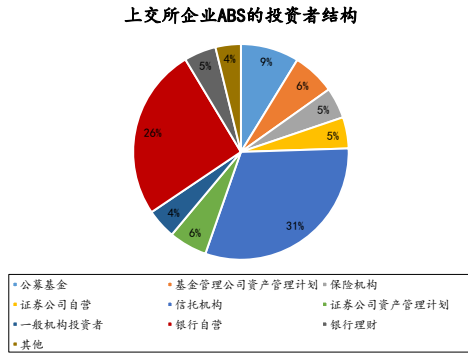
图表 18. ABN 中非法人产品、存款类金融机构持仓最多，截至 2025 年 4 月，占比分别达 51%和 37%

2025年4月末ABN投资者结构



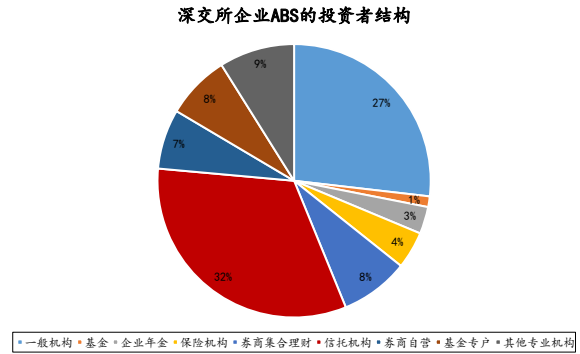
资料来源：交易商协会官网，中银证券

图表 19. 银行自营和信托机构是上交所企业 ABS 的主要投资者，截至 2025 年 5 月，持仓占比分别为 26% 和 31%



资料来源：上交所，中银证券

图表 20. 一般机构、信托机构是深交所企业 ABS 的主要投资者，截至 2025 年 5 月末，持仓占比分别为 27% 和 32%

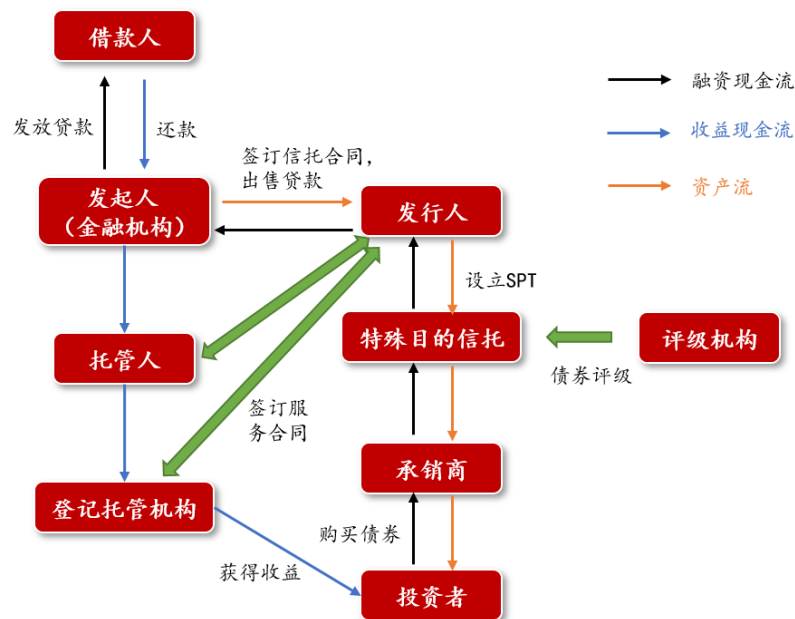


资料来源：深交所，中银证券

2.2 信贷 ABS：发行规模大幅减少，个人汽车贷款 ABS 成为最大发行品种

信贷资产支持证券（信贷 ABS）是指将金融机构发放的贷款作为基础资产而进行的证券化，由央行与银保监会负责审批和监管。目前，发起机构范围已逐步扩展至商业银行、政策性银行、外资法人银行、财务公司、城市信用社、农村信用社、邮储银行、金融资产管理公司、企业集团财务公司、汽车金融公司、金融租赁公司及银保监会监管的其他金融机构。信贷资产证券化包括组建资产池、债券设计、发行和发行后管理四个环节。

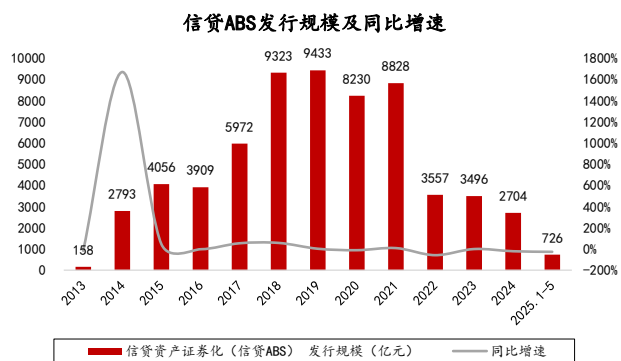
图表 21. 信贷 ABS 流程示意图



资料来源：张明等《资产证券化简史》，中银证券

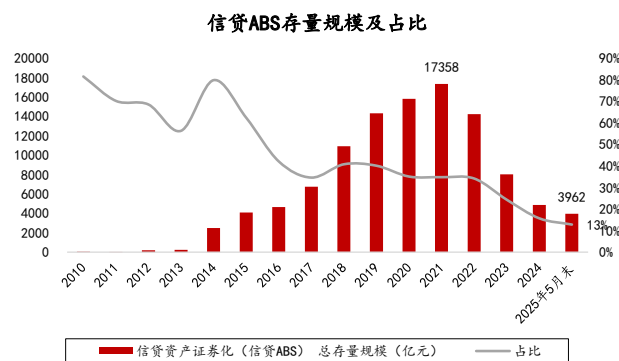
信贷 ABS 最早起步，2022 年以来发行规模大幅减少。我国的信贷资产支持证券于 2005 年首次发行，是我国启动最早的资产证券化项目。2005 年 3 月，经国务院批准，人民银行会同有关部门成立了信贷资产证券化试点工作协调小组，信贷资产证券化试点正式启动。2005 年 12 月，国开行和建行分别发行了我国首支信贷资产支持证券（CLO）和住房贷款支持证券（MBS）产品。首批试点成功后国内又于 2007 年启动了第二批信贷资产支持证券试点。2005-2008 年共 11 家境内金融机构在银行间债券市场成功发行了 17 单、总计 668 亿元的信贷资产证券化产品。受美国次贷危机和国际金融危机影响，2009 年后信贷资产证券化试点一度处于停滞状态。2012 年 5 月，经国务院同意，信贷资产证券化试点得以重启，随后国开行、工行等机构发行了我国第三批信贷资产支持证券。2013 年 8 月，国务院常务会议决定进一步扩大信贷资产证券化试点规模，并引导优质信贷资产证券化产品在银行间和交易所跨市场发行。2015 年 5 月，国务院常务会议决定新增 5000 亿元信贷资产证券化试点规模。在新增 5000 亿元规模后，我国信贷资产证券化试点总规模将接近万亿元。2021 年末信贷 ABS 存量规模达到历史高峰的 1.74 万亿元。目前我国的信贷资产证券化业务已进入成熟阶段，2022 年以来发行量与存量均下滑。2024 年全年发行量为 2704 亿元，同比下降 22.7%，2025 年 1-5 月发行量为 726 亿元，同比下降 28.2%。截至 2025 年 5 月末，信贷 ABS 总存量规模为 3962 亿元，占资产证券化产品总存量的 13%。

图表 22. 2024 年全年信贷 ABS 发行量为 2704 亿元，同比下降 22.7%



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 截至 2025 年 5 月末，信贷 ABS 总存量规模为 3962 亿元，占资产证券化产品总存量的 13%

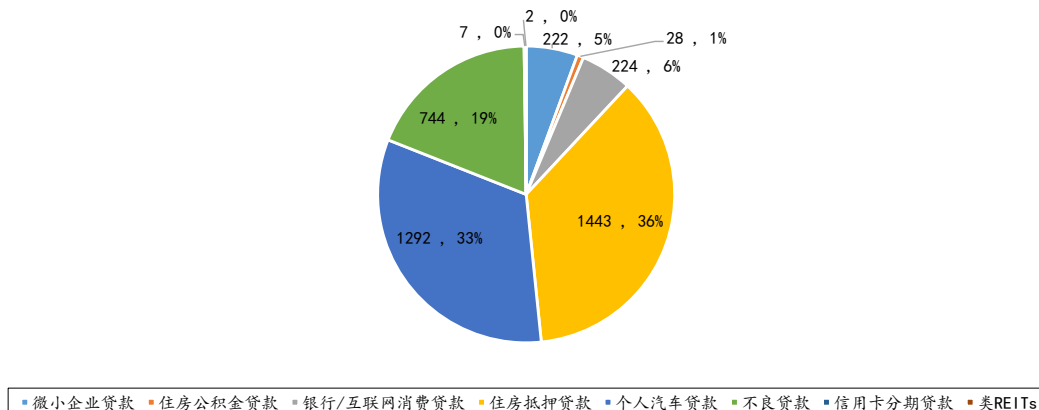


资料来源：万得，中银证券

信贷 ABS 基础资产较为集中，2022 年以来个人汽车贷款 ABS 正逐步替代住房抵押贷款 ABS 成为最大发行品种。按基础资产类型来分，信贷 ABS 可以分为企业贷款 ABS、不良贷款 ABS、银行/互联网消费贷款 ABS、信用卡贷款 ABS、住房公积金贷款 ABS、住房抵押贷款 ABS、个人汽车贷款 ABS。从余额来看，现阶段信贷资产支持证券的基础资产集中于个人住房抵押贷款，2025 年 5 月末的存量规模达 1443 亿元，占信贷证券化基础资产的 36.4%，其次是个人汽车贷款，存量规模为 1292 亿元，占比 32.6%。但从发行量来看，2022 年以来个人汽车贷款 ABS 正在替代住房抵押贷款 ABS 成为最大发行品种。2023 年-2025 年 5 月无住房抵押贷款 ABS 发行，而个人汽车贷款 ABS 发行规模合计为 3419 亿元，达整体信贷 ABS 发行量的近一半。

图表 24. 2025 年 5 月末个人住房抵押贷款 ABS 存量规模达 1443 亿元，占信贷证券化基础资产的 36.4%，其次是个人汽车贷款，存量规模为 1292 亿元，占比 32.6%

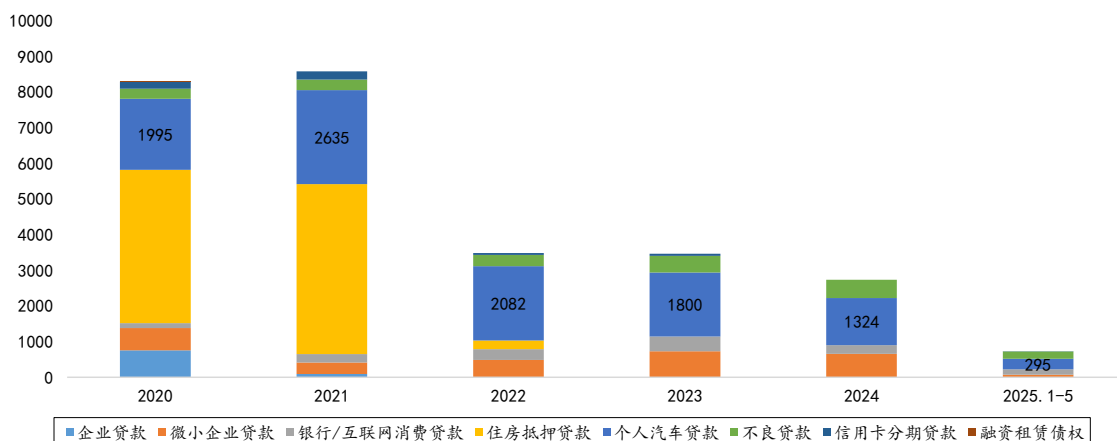
2025年5月末信贷ABS存量规模（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 2023 年-2025 年 5 月无住房抵押贷款 ABS 发行，而个人汽车贷款 ABS 发行规模合计为 3419 亿元，达整体信贷 ABS 发行量的近一半

各类信贷ABS发行规模（亿元）

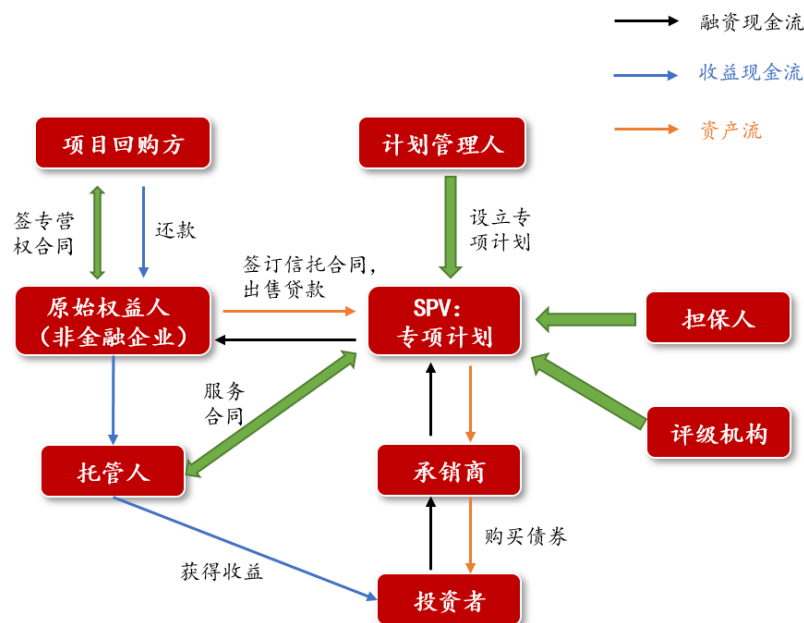


资料来源：万得，中银证券

2.3 企业 ABS：近年来快速发展，基础资产品种多元

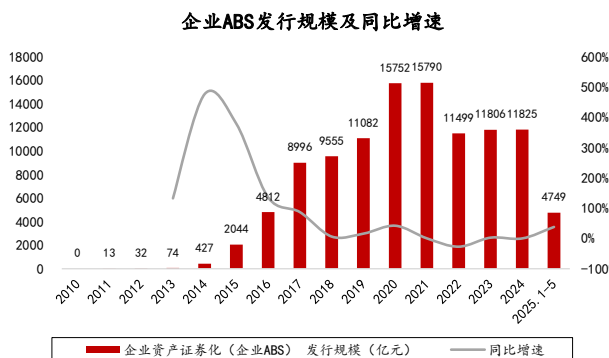
企业 ABS 近年来快速发展。企业资产支持证券（企业 ABS）是指由证券公司设立 SPV，以计划管理人身份向投资者发行资产支持收益凭证，按照约定用受托资金购买能够产生稳定现金流的基础资产，并将该基础资产所产生的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。我国企业 ABS 自 2014 年协会备案制和负面清单管理的实施以来，进入了快速发展期。由于企业 ABS 的创新性及便捷性，企业 ABS 受到发行人和投资者的青睐，近年来企业 ABS 的存量规模已反超信贷 ABS。2024 年企业 ABS 发行规模 1.18 万亿元，同比增长 0.2%，2025 年 1-5 月发行规模 4749 亿元，同比增长 38.0%。截至 2025 年 5 月，企业 ABS 存量余额达 2.06 万亿元，占资产证券化产品总存量的 67%。

图表 26. 企业 ABS 流程示意图



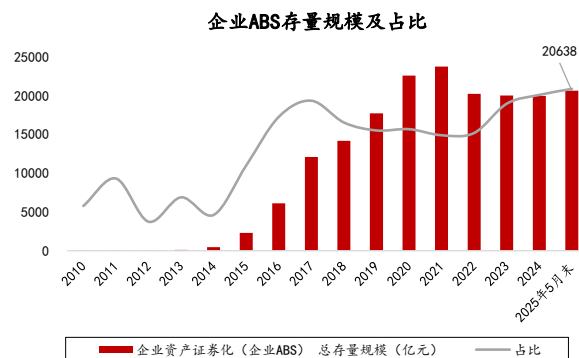
资料来源：张明等《资产证券化简史》，中银证券

图表 27. 2024 年企业 ABS 发行规模 1.18 万亿元，同比增长 0.2%



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 截至 2025 年 5 月，企业 ABS 存量余额达 2.06 万亿元，占资产证券化产品总存量的 67%

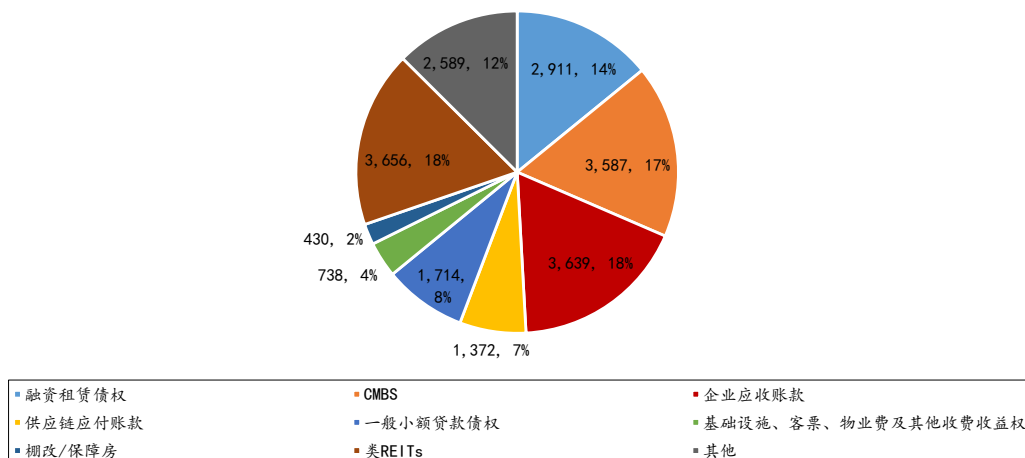


资料来源：万得，中银证券

企业 ABS 基础资产类型丰富多元，企业应收账款 ABS 是存量规模最大的品种，融资租赁债权 ABS 是近年来发行规模最大的企业 ABS 品种。企业资产支持证券是由证监会审批和监管，基础资产涵盖债权、收益权和不动产三种资产类型，是三种证券化业务中基础资产范围最广的。其中，存量规模最大的是应收账款。截至 2025 年 5 月末，企业应收账款类 ABS 的存量规模为 3639 亿元，占基础资产的 18%；商业地产抵押贷款（CMBS）ABS 存量规模为 3587 亿元，占比 17%，融资租赁债权 ABS 存量规模为 2911 亿元，占比 14%；供应链应付账款 ABS 存量规模为 1372 亿元，占比 7%；基础设施、客票、物业费及其他收费收益权类 ABS 存量规模为 738 亿元，占比 4%；棚改/保障房类 ABS 存量规模为 430 亿元，占比 2%。另外，还有相关类 REITs 产品存量规模 3656 亿元，占比 18%。但从发行量来看，融资租赁债权 ABS 是近年来发行规模最大的企业 ABS 品种，2022 年-2025 年 5 月发行规模占整体企业 ABS 发行规模的比重均超过 20%，2025 年 1-5 月发行规模 1119 亿元，占比提升至 24%。

图表 29. 截至 2025 年 5 月末，企业应收账款类 ABS 的存量规模为 3639 亿元，占基础资产的 18%；商业地产抵押贷款（CMBS）ABS 存量规模为 3587 亿元，占比 17%

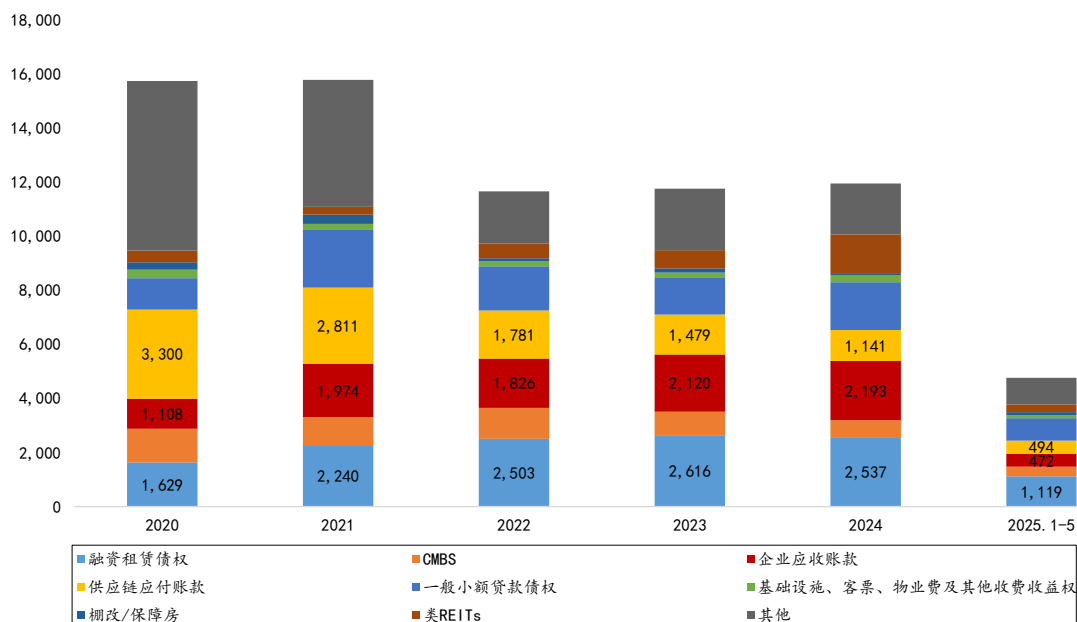
2025年5月末企业ABS存量规模（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 融资租赁债权 ABS 是近年来发行规模最大的企业 ABS 品种，2022 年-2025 年 5 月发行规模占整体企业 ABS 发行规模的比重均超过 20%

各类企业ABS发行规模（亿元）

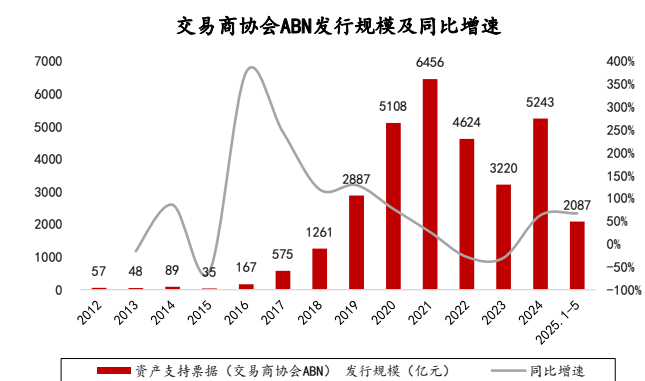


资料来源：万得，中银证券

2.4 交易商协会 ABN：24 年、25 年 1-5 月发行规模同比涨幅均超过六成，银行/互联网消费贷款、企业应收账款是 ABN 主要的基础资产

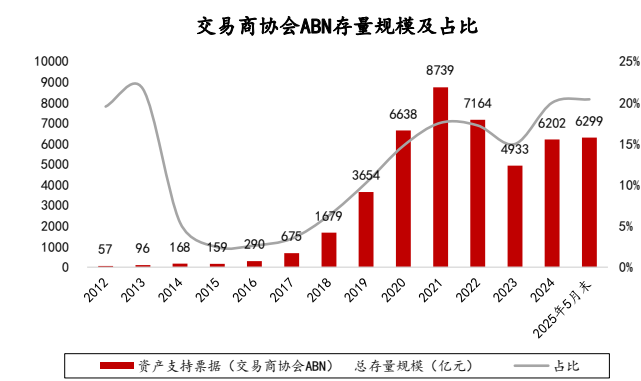
资产支持票据资产支持计划起步较晚，资产支持票据（交易商协会 ABN）由银行间市场交易商协会在 2012 年推出，是指非金融企业以基础资产产生的现金流作为还款支持，在银行间债券市场发行的一种债务融资工具，由银行间市场交易商协会负责审批和监管。2012 年 8 月，银行间交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》，标志着资产支持票据正式诞生，但初始阶段发展较为缓慢，2012-2015 年的发行规模并不大。2016 年 12 月，中国银行间市场交易商协会发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，加大资产支持票据的支持力度，此后资产支持票据的发行量持续显著增长。2024 年 ABN 发行规模 5243 亿元，同比增长 62.8%，2025 年 1-5 月发行规模 2087 亿元，同比增长 67.0%。截至 2025 年 5 月末，ABN 存量余额为 6299 亿元，占资产证券化产品总存量的 20%。

图表 31. 2024 年交易商协会 ABN 发行规模 5243 亿元，同比增长 62.8%



资料来源：万得，中银证券

图表 32. 截至 2025 年 5 月，交易商协会 ABN 存量余额达 6299 亿元，占资产证券化产品总存量的 20%

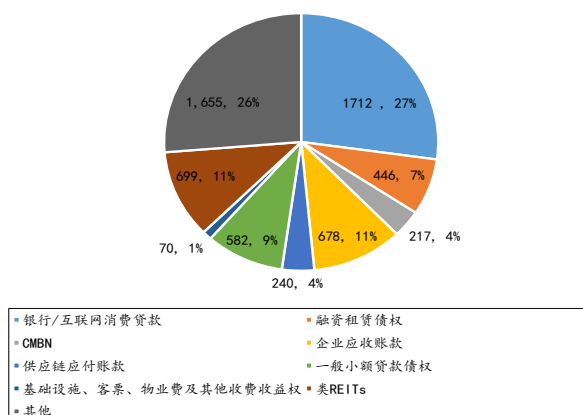


资料来源：万得，中银证券

从市场情况来看，银行/互联网消费贷款、企业应收账款 ABN 是主要存量 ABN 品种。ABN 的基础资产的内容与企业 ABS 接近。其中 27% 的基础资产为银行/互联网消费贷款，2025 年 5 月末的存量规模为 1712 亿元，企业应收账款存量规模 678 亿元，占比 11%，一般小额贷款债券余额 582 亿元，占比 9%。另外，还有相关类 REITs 产品存量规模 699 亿元，占比 11%。银行/互联网消费贷款 ABN 是 2024 年以来发行规模最大的 ABN 品种，2024 年-2025 年 5 月发行规模占整体 ABN 发行规模的比重为 30%。

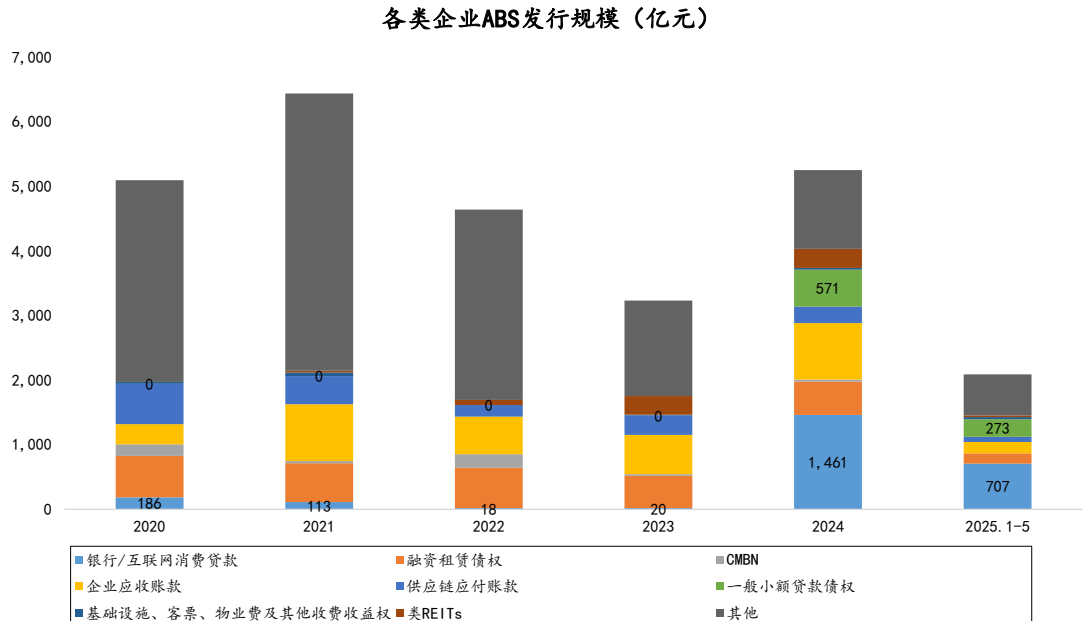
图表 33. 截至 2025 年 5 月末，27% 的基础资产为银行/互联网消费贷款，存量规模为 1712 亿元，企业应收账款存量规模 678 亿元，占比 11%，一般小额贷款债券余额 582 亿元，占比 9%

2025 年 5 月末交易商协会 ABN 存量规模（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 银行/互联网消费贷款 ABN 是 2024 年以来发行规模最大的 ABN 品种，2024 年-2025 年 5 月发行规模占整体 ABN 发行规模的比重为 30%



资料来源：万得，中银证券

ABN 可采用“特殊目的载体（SPV）”或“无 SPV”模式，根据发行载体的不同分为两类：1）发行载体由发起机构担任，即传统型 ABN。发行传统型的 ABN 不用设立 SPV。发行人可以选择公开发行或非公开发行，若进行非公开发行，经发行人和投资者商定，可以不进行信用评级，若要公开发行就必须进行双评级（即聘请两家具具有评级资质的资信评级机构，进行持续信用评级）。2）发行载体由特定目的载体（SPV）担任，即信托型 ABN。信托型 ABN 引入的特定目的载体实现资产的真实出售和风险隔离，其交易结构类似于信贷 ABS。信托型 ABN 有效实现了破产隔离，发起机构对出售资产没有追索权，因此对投资者的保护力度更强。另外 ABN 采用结构化分层设计，公开发行的优先级资产支持票据有次级资产支持票据提供增信，为优先级资产支持票据的投资者权益带来保证。

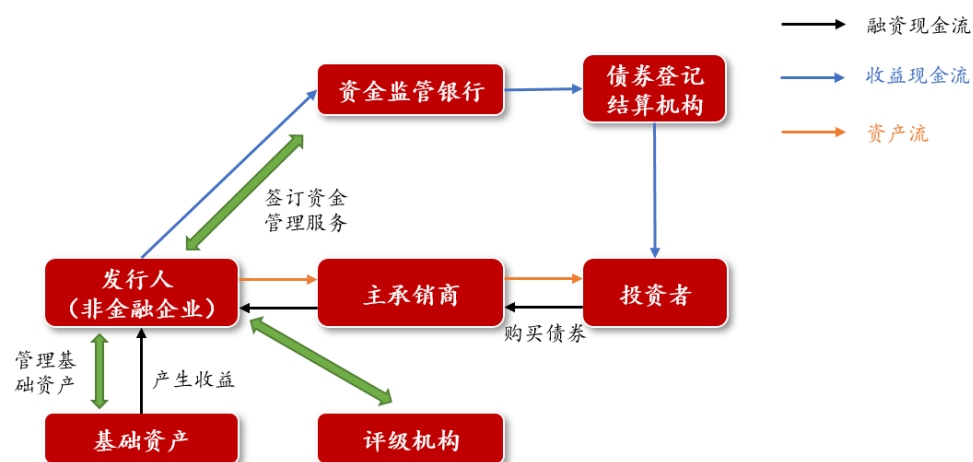
ABN 具备流动性高、融资灵活、风险分散等优势：

1) 流动性高：作为标准化的证券产品，ABN 在银行间市场具有较高的流动性。银行间债券市场，与交易所 ABS 所在的沪深交易所市场有所不同，其参与者主要是机构投资者，如银行、保险公司、基金公司等，市场规模庞大，交易活跃度高，为 ABN 的发行和交易提供了良好的市场环境。

2) 融资灵活：ABN 支持储架发行方式，即一次申报，分期发行。这种发行方式给予了发行企业更大的灵活性，可以根据自身的资金需求情况和市场环境，灵活安排发行时间和发行规模，能够更好地匹配企业的融资计划和项目进度。此外，发行效率更高、发行成本较低。银行间市场发行流程相对标准化，注册制下审批周期较短（通常 3-6 个月），承销费用约 0.3%-0.5%。而 ABS 需证监会/交易所审批（企业 ABS）或银保监会备案（信贷 ABS），周期较长（6-12 个月），综合成本约 0.5%-1.2%。

3) 风险分散：投资者可以根据自己的风险承受能力和投资目标，选择购买不同信用等级的 ABN。例如，风险偏好较低的投资者可以选择优先级 ABN，其偿付顺序在先，收益相对稳定；而风险偏好较高的投资者可以选择次级 ABN，虽然风险相对较大，但预期收益也较高。这种分层结构实现了风险的分散和差异化，满足了不同投资者的需求。

图表 35. 传统型资产支持票据流程示意图



资料来源：张明等《资产证券化简史》，中银证券

3 REITs：从类 REITs 到公募 REITs，随着相关政策的完善，逐步形成多层次的 REITs 体系，未来发展空间较大

3.1 REITs 可以视为是广义资产支持证券的一种，我国起步较晚，相关法律与制度仍待完善

从定义、作用、产品结构等多方面来看，REITs 都可以视为是广义资产支持证券的一种，因此也属于资产支持证券研究所涵盖的范畴。

1) 从定义和本质看，资产证券化（ABS）是指将缺乏流动性，但能产生稳定现金流的资产，通过特定目的载体（SPV）的方式进行结构化重组，转换成市场上可以交易的证券，以此进行融资。REITs（Real Estate Investment Trusts）即不动产投资信托基金，是一种专门投资于房地产领域的基金，通过向投资者发行股票或收益凭证募集资金，投资房地产行业中能产生稳定现金流的物业资产，例如写字楼租金、商业零售、酒店收入等，并向投资者分配投资收益的一种投资基金，是把非证券形态的固定资产转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程，本质上也是将不动产资产或权益进行证券化，符合资产证券化的定义。因此，REITs 本质上是资产支持证券的一种。

2) 从功能和作用看，资产证券化有助于盘活存量资产，提升流动性，提升融资效率，提高资金使用效率，并分散风险。以上作用 REITs 也同样适用。REITs 通过发行证券的方式，将不动产资产的所有权或收益权进行分割和转让，使原本难以流动的不动产资产转化为可以在市场上交易的证券，实现了资产的盘活，提高了资金的使用效率，同时也将不动产投资的风险分散给了众多投资者。

3) 从产品结构看，我国公募 REITs 在产品结构上采用“公募基金+资产支持证券”的结构。我们以基础设施 REITs 为例，通过向投资者公开募集资金设立封闭式基金，将 80% 以上基金资产投资于基础设施资产支持证券，并持有其全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权，进而穿透取得基础设施项目完全所有权或经营权利。这种结构也是资产证券化中常见的“公募基金+ABS”模式，是资产证券化的一种具体实现形式。

不过，标准化资产证券化产品和 REITs 也有一些区别，主要是以下四点：1) 投资对象不同：标准化资产证券化产品涉及的对象更广泛，可以是任何能产生稳定现金流的资产，如房贷、信用卡应收账款等。而 REITs 主要投资于不动产（固定资产相关资产）。2) 收益来源不同：标准化资产证券化产品的收益来源于其证券化资产的现金流。REITs 的收益则主要来自底层资产经营收益和增值收益，且大部分收益需分配给投资者，提供税收优惠，并在证券交易所上市交易，具有较高的流动性，同时具有强制分红的特征。3) 产品形式不同：标准化资产证券化产品通常表现为债务工具，投资者购买的是资产的现金流权利。而 REITs 一般是基金形式，投资者购买的是基金份额，具有较强的权益属性。4) 风险特征不同：标准化资产证券化产品的风险与基础资产的表现直接相关，且通常涉及信用增级和评级，如果选取的底层资产涉及多行业，则风险分散效果会更好。REITs 底层资产涉及行业相对单一，如果底层资产涉及行业没有明显的牛熊特征，能较有效的对冲周期性波动风险；如果底层资产涉及行业市场波动较大，风险分散效果不及标准化资产证券化产品。5) 在监管审批方面，信贷 ABS、企业 ABS 采取备案审批制，周期为 6-12 个月，ABN 为交易商协会注册制，周期最长，通常为 3-6 个月；而 REITs 周期较长，需要发改委、证监会、交易所审核，耗时 18-24 个月，落地也存在不确定性。

图表 36. ABS 与 REITs 的区别

区别	标准化资产证券化产品	REITs
投资对象	更广泛	不动产（固定资产相关资产）
收益来源	资产现金流	底层资产经营收益和增值收益
产品形式	债务工具	基金份额，具有较强的权益属性
风险特征	风险与基础资产的表现直接相关，且通常涉及信用增级和评级，如果选取的底层资产涉及多行业，风险分散效果较好	底层资产涉及行业相对单一。如果底层资产涉及行业没有明显的牛熊特征，能较有效的对冲周期性波动风险；如果底层资产涉及行业市场波动较大，风险分散效果不及标准化资产证券化产品
监管审批	较快 ABN：交易商协会注册制，审批周期较短（通常 3-6 个月）； ABS：需备案审批，周期为 6-12 个月	较慢 发改委、证监会、交易所审核，18-24 个月，落地不确定

资料来源：银保监会，人民银行，证监会，金融监管总局，中银证券

我国 REITs 发展起步较晚，从最初的探索，到类 REITs 产品发行，再到公募 REITs 试点和扩容，随着相关支持政策出台和完善，REITs 在国内不断发展。国内不动产投资信托基金（REITs）的发展历程可以分为以下三个阶段：

1) 探索研究阶段（2004-2013 年）：这一阶段我国的 REITs 市场主要处于探索和研究，无正式 REITs 产品上市。2004 年，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，开启了资产证券化业务的探索。2007 年人民银行、证监会和银监会分别成立 REITs 专题研究小组，这意味着监管部门开始了国内 REITs 市场建设工作。从市场来看，这一阶段的实践主要以在境外发行 REITs 和银行间 REITs 产品为主，例如越秀 REITs（2005 年越秀房托基金是首个海外发行的 REITs）。2008 年 12 月国务院发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，提出“开展房地产投资信托基金试点，拓宽直接融资渠道”。

2) 类 REITs 阶段（2014-2019 年）：这一阶段我国的 REITs 市场正在不断成长完善，产品以类 REITs 产品为主。类 REITs 产品实质仍是债务性融资且是私募发行。2014 年人民银行和银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出积极稳妥开展 REITs 试点。2015 年住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，明确提出要积极推进 REITs 试点，并积极鼓励投资 REITs 产品。2018 年深交所战略规划纲要提出全力开展 REITs 产品创新。从市场来看，这一阶段的实践主要以基于 ABS 架构的类 REITs 产品为主，例如中信启航 REITs（2014 年发行的国内首个私募类 REITs）、鹏华前海万科 REITs（2015 年发行的国内首个公募类 REITs）、保利租赁住房 REITs、菜鸟仓储物流基础设施类 REITs、沪杭甬徽杭高速 REITs 等。

3) 公募 REITs 阶段（2020 年至今）：这一阶段中国 REITs 市场开始由私募的债务融资属性的类 REITs 产品，开始转向公募的权益融资属性的公募 REITs 产品。

a) 公募 REITs 正式出台：2020 年 4 月证监会和发改委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，明确了基础设施 REITs 试点基本原则、试点项目要求和试点工作安排，优先支持基础设施补短板行业（包括仓储物流、交通设施、市政工程、生态环境），标志着我国基础设施公募 REITs 正式出台。同年 7 月，发改委发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，为基础设施公募 REITs 业务明确了相关业务流程、审查标准和发售流程。

b) 基础设施 REITs 首批发行：2021 年 6 月 9 只基础设施公募 REITs 正式上市。

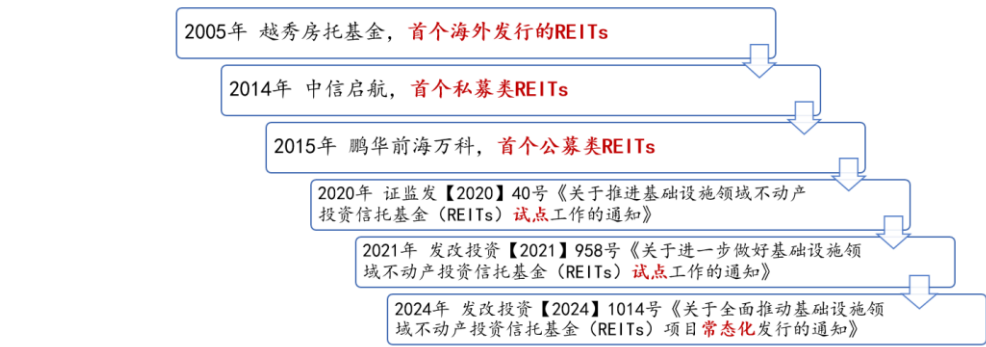
c) 扩大试点范围至保租房：2021 年 6 月，《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》发布，扩大试点区域至全国，新增能源基础设施、市政停车场、保障性租赁住房、水利、文旅等行业。

d) 扩大试点范围至长租房、商业地产：2022 年 12 月 8 日，证监会副主席李超表示，加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。2023 年 3 月，发改委《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》中明确提出，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs，REITs 扩容到消费、商业领域。

e) 2024 年以来，公募 REITs 步入常态化发行阶段。2024 年 7 月，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，标志着公募 REITs 市场迈入常态化阶段，《通知》将底层资产扩容至 13 个大类，覆盖交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、文化旅游、消费等领域基础设施，为推动未来公募 REITs 规模可持续增长奠定制度基础。

f) 扩大试点范围至城市更新领域：国务院在 2024 年 7 月的《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》与 2025 年 5 月的《关于持续推进城市更新行动的意见》中，均提及支持符合条件的城市更新项目发行 REITs 产品。

图表 37. 我国 REITs 发展关键节点



资料来源：观点地产网，中科院，发改委，证监会，中银证券

图表 38. 我国 REITs 相关政策

时间	出台机构	政策文件	主要内容
2004/1/31	国务院	《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	提出资产证券化业务开展意见。
2008/12/23	国务院	《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	开展房地产投资信托基金试点，拓宽直接融资渠道。
2014/9/29	央行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	积极稳妥开展 REITs 试点工作。
2015/1/6	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	明确提出要积极推进 REITs 试点，并积极鼓励投资 REITs 产品。
2016/12/21	发改委、证监会	《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作 (PPP) 项目资产证券化相关工作的通知》	积极研究推出主要投资于资产支持证券的证券投资基金，推动不动产投资信托基金 (REITs)，进一步支持传统基础设施项目建设。
2020/4/24	发改委、证监会	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》	明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排。优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水处理、固废危废处理等污染治理项目。标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。
2020/7/31	发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》	明确基础设施试点的区域和行业范围，以及项目需要满足的基本条件。明确项目申报材料、申报程序和合规性审查内容，此外对 PPP 项目和特需经营项目需要满足的条件。
2020/8/6	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	适当放宽了基础设施基金、项目要求，不要求基金管理人自身必须具有不动产项目研究、管理、运营经验，优化尽职调查流程，同时进一步规定基础设施基金借款相关安排，明确基金初设时基金存续期间的评估要求、基金管理人和外部管理机构对基础设施项目的运营管理职责。
2020/9/8	发改委、科技部、工信部、财政部	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	推动符合条件的战略性新兴产业集群通过市场化方式开展基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点。
2021/1/13	发改委	《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目库的通知》	基础设施 REITs 试点项目库包含意向项目、储备项目和存续项目 3 类项目以及相应入库条件。
2021/3/13	人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	推动基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。
2021/6/29	发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》	扩大试点区域至全国，新增能源基础设施、市政停车场、保障性租赁住房、水利、文旅等，明确首发 REITs 资产规模净值不低于 10 亿元，扩募资产规模原则上不低于首发规模的 2 倍。
2021/12/8	发改委、工信部	《关于振作工业经济运行推动工业高质量发展的实施方案的通知》	稳妥推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点，完善配套支持机制。深化产融合作，完善绿色金融标准体系和评价机制，落实产融合作推动工业绿色发展专项政策，建立工业绿色发展指导目录和项目库，发挥国家产融合作平台作用，引导金融资源向工业绿色低碳领域汇聚。
2021/12/15	发改委	《关于进一步推进投资项目审批制度改革的若干意见》	强调做好基础设施 REITs 项目协调服务。对基础设施 REITs 回收资金拟投入的新项目，加强跟踪服务，协调加快前期工作和开工建设进度，推动尽快形成实物工作量。
2021/12/29	发改委	《关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 有关工作的通知》	加强部门协调、落实申报条件，及时沟通反映、加快申报进度，用好回收资金、形成良性循环，鼓励先进典型、形成示范引领，进一步加快推进基础设施 REITs 相关工作。
2022/1/24	发改委、商务部	《关于深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入若干特别措施的意见》	提出优化基础设施 REITs 市场环境。探索基础设施收费机制改革，针对地下综合管廊等基础设施，探索创新资产有偿使用制度，按照使用者付费、受益者补偿原则，合理提高资产端收费标准，提升资产收益率。研究基础设施 REITs 税收政策，支持开展 REITs 试点。
2022/2/9	国务院办公厅	《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》	提出在不新增地方政府隐性债务的前提下，支持符合条件的企业通过发行企业债券、资产支持证券募集资金用于项目建设，鼓励具备条件的项目稳妥开展基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点。
2022/2/18	发改委	《关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知》	强调推动基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。
2022/3/21	发改委	《关于进一步做好社会资本投融资合作对接有关工作的通知》	提出推动更多符合条件的存量项目发行基础设施 REITs，打通投资退出渠道，提升企业参与基础设施建设的积极性。

资料来源：发改委，证监会，央行，国务院，人民政府，中银证券

续 图表 38. 我国 REITs 相关政策

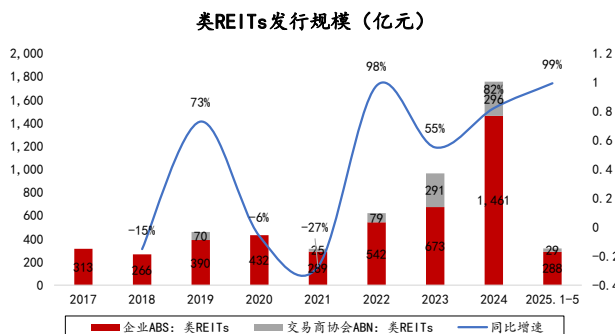
时间	出台机构	政策文件	主要内容
2022/5/16	国资委	《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》	明确国家出资企业及其子企业通过发行基础设施 REITs 盘活存量资产，应当做好可行性分析，合理确定交易价格，对后续运营管理责任和风险防范作出安排，涉及国有产权非公开协议转让按规定报同级国有资产监督管理机构批准。
2022/5/24	财政部、税务总局	《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》	关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策。首次制定 REITs 税收政策，降低原始权益人税务成本。
2022/5/25	国务院办公厅	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，建立扩募机制，研究推进 REITs 相关立法工作。
2022/5/30	国务院办公厅	《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	提出研究探索将新能源项目纳入基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点支持范围。
2022/6/10	国务院办公厅	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）》	提出优先支持符合条件、已完成更新改造任务的城市燃气管道等项目申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目。
2022/6/19	发改委	《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》	提出对具备相关条件的基础设施存量项目，可采取基础设施领域不动产投资信托基金（以下简称基础设施 REITs）、政府和社会资本合作（PPP）等方式盘活。
2022/7/7	发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）新购入项目申报推荐有关工作的通知》	一是强调充分运用新购入项目机制推动基础设施 REITs 健康发展的重要意义。二是合理简化新购入项目申报要求。三是完善新购入项目申报推荐程序。四是切实保障新购入项目质量。五是积极协调落实发行条件。六是引导回收资金用于新项目建设。
2022/12/6	发改委	《国家发展改革委办公厅关于印发盘活存量资产扩大有效投资典型案例的通知》	1.盘活存量资产与改扩建有机结合案例。2.挖掘闲置低效资产价值案例。3.发行基础设施领域不动产信托基金（REITs）案例。4.政府和社会资本合作（PPP）/特许经营案例。5.发行资产支持专项计划案例。6.产权交易案例。7.作价入股案例。8.其他盘活方式案例。
2022/9/22	发改委、住建部、生态环境部	《污泥无害化处理和资源化利用实施方案》	提出建立完善多元化的资金投入保障机制，鼓励发行地方政府专项债券、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等方式支持污泥处理设施项目，中央预算内投资加大支持力度，积极引导社会资金参与污泥处理设施建设和运营。
2022/10/28	发改委	《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》	支持民间投资项目参与基础设施 REITs 试点。在发行基础设施 REITs 时，对各类所有制企业一视同仁，加快推出民间投资具体项目，形成示范效应，增强民营企业参与信心。积极做好政策解读和宣传引导，提升民营企业参与基础设施 REITs 试点的积极性。
2022/11/14	发改委	《关于加强县级地区生活垃圾焚烧处理设施建设的指导意见》	提出支持符合条件的生活垃圾焚烧处理项目发行基础设施 REITs。
2023/3/24	证监会	《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》	明确产业园区、收费公路、租赁住房三大类成熟资产的准入要求，新增消费基础设施等资产准入，后续按照“成熟一类、推出一类”的原则，细化完善审核和信息披露要点。
2023/3/24	发改委	《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》	优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。申报发行基础设施 REITs 的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%。
2024/7/6	发改委	《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》	优化资金回收及申报推荐流程，扩大能源基础设施、养老设施、租赁住房、基础设施等行业资产范围，取消对基础设施 REITs 现金分派率或内部收益率等关键经济指标的统一规定，改为基础设施项目近三年的平均 EBITDA 或经营性净现金流需不低于未来三年预测的平均 EBITDA 或经营性净现金流的 70%，部分行业放宽首发及扩募资产规模要求。
2024/7/28	国务院	《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》	支持符合条件的城市更新项目发行基础设施领域不动产投资信托基金。
2025/5/2	中办、国办	《关于持续推进城市更新行动的意见》	完善市场化投融资模式，吸引社会资本参与城市更新，推动符合条件的项目发行基础设施 REITs、资产证券化产品、公司信用类债券等。

资料来源：发改委，证监会，央行，国务院，人民政府，中银证券

3.2 类 REITs：类 REITs 发行量创新高，助力盘活存量资产

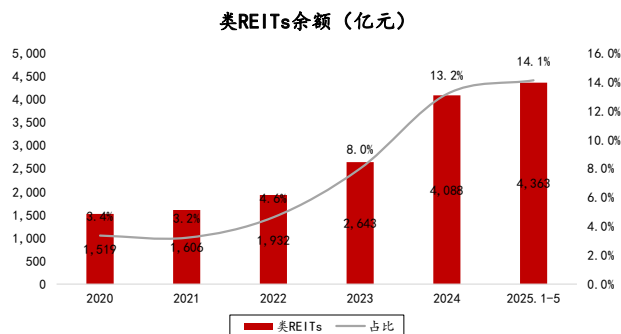
类 REITs 发行量创新高，助力盘活存量资产。在公募 REITs 出台以前，以不动产未来收益作为回款来源的资产证券化产品主要包括不动产抵押贷款资产证券化产品（CMBS、CMBN）与类 REITs 产品。在国内尚未推出关于 REITs 的对应法律法规和政策前，市场上发行的相关产品的形式介于固定收益产品和公募 REITs 产品之间，由于底层资产是不动产，通常市场会把这一类资产证券化产品称为类 REITs。类 REITs 包括第二章节提及的企业 ABS 产品框架下交易所类 REITs 和交易商协会 ABN 下的银行间类 REITs，融资期限较短，是一种私募产品，大多项目通过主体回购或产品续发的方式退出，适用于实现物业的短期融资需求。近三年类 REITs 产品也呈现持续增长态势。2024 年，随着央企降负债和盘活存量资产的需求推动，类 REITs 发行规模创新高，达 1756 亿元，同比增长 82%；2025 年 1-5 月发行规模 317 亿元，同比增长 99%。截至 2025 年 5 月末，类 REITs 产品余额为 4363 亿元，占总资产证券化产品存量规模的比重为 14.1%。

图表 39. 2024 年我国类 REITs 发行规模创新高，达 1756 亿元，同比增长 82%



资料来源：万得，中银证券

图表 40. 截至 2025 年 5 月末，类 REITs 产品余额为 4363 亿元，占总资产证券化产品存量规模的比重为 14.1%



资料来源：万得，中银证券

3.3 公募 REITs：四年间从破冰到常态化发行，已累计发行超 1700 亿元

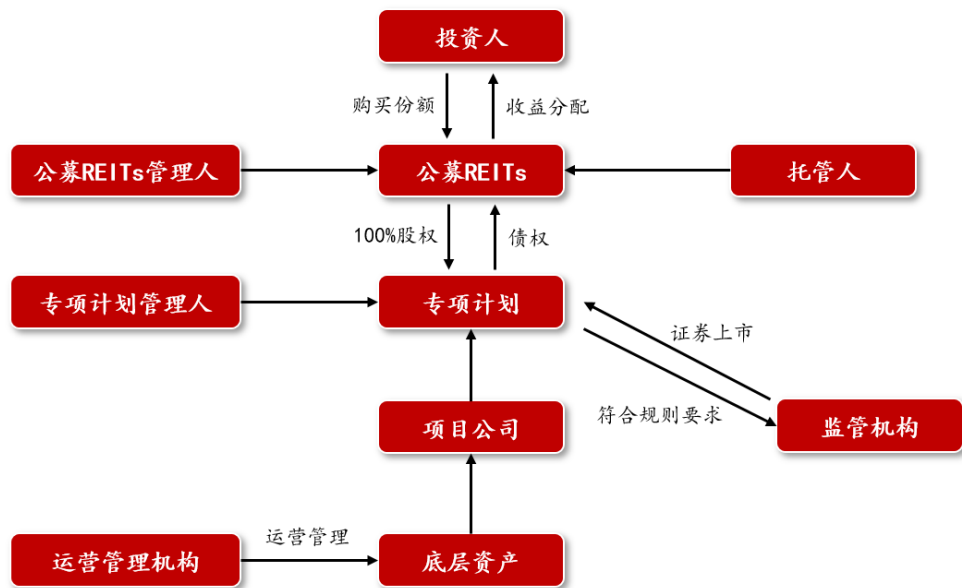
随着类 REITs 规模的增加以及对于标准化 REITs 产品的探索和创新，我国也开始了公募 REITs 的发展，但与海外标准化 REITs 仍存在诸多差别。

1) 从产品结构来看，海外 REITs 多采用公司制形式，投资人通过持有股权来获得物业的收益权，物业带来的收益通过分红的方式返回给投资人（股东），而我国公募 REITs 产品采用专项资产管理计划形式，由于相关法律规定专项计划不能持有股权，因此专项计划集资后只能通过持有私募股权基金份额的方式，间接持有物业公司股权。

2) 从税收政策来看，成熟市场的 REITs 通常有各方面的税收优惠政策，例如美国 REITs 得以蓬勃发展的一个重要原因就是税收优惠政策（美国税法规定，REITs 公司如果满足了组织形式、投资范围等各方面的要求，并将应税收益的 90% 以上分配给了投资者，则可以减免企业在运营期间应缴纳的企业所得税，仅向投资者征收个人所得税）；而我国目前税法暂无针对公募 REITs 收益分配享受税收优惠的相关规定，在设立与处置阶段，转让过程中都可能涉及土地增值税、转让收入所得税、营业税、契税、印花税等类税收，在运营阶段征收企业所得税，在投资者层面再征收个人所得税。

3) 从底层资产来看，例如美国 REITs 的基础资产丰富，涉及零售、医疗保健、电信塔、工业、数据中心、多户住宅、单户住宅、自助式仓储、写字楼、酒店及度假村等，而目前我国公募 REITs 基础资产聚焦于基础设施行业，基础设施行业没有明显的牛熊特征，因此能较有效的对冲周期性波动风险。整体而言，相较于成熟市场，我国的 REITs 发展仍有较长的路要走，我们认为，未来随着 REITs 法律体系和相关制度的完善，REITs 产品将更加丰富，发行规模也将进一步扩大。

图表 41. 公募 REITs 典型交易结构



资料来源：标普信评，中银证券

公募 REITs 和类 REITs 的核心区别在于，前者是权益融资属性的产品，可通过物业的真实出售来达到资本变现，后者的产品实质仍是债务性融资且是私募发行。从类 REITs 到公募 REITs，实现了从私募到公募、从债性到股性两大突破。

公募 REITs 主要特点：

- 1) 产品结构一般采用公募基金+ABS+项目公司的结构，产品设计为平层，没有优先劣后之分。
- 2) 底层资产方面，公募 REITs 底层资产要求较为严格，前期仅基础设施和租赁住房可作为底层资产发行公募 REITs，近期底层资产拓展至百货商场、购物中心和农贸市场，未来或将进一步扩容。
- 3) 产品无固定收益，收益分配为强制分红比例（不少于可供分配收益的 90%）。
- 4) 从发行方式上，公募发行可参与的投资人范围大大拓展，流动性明显增强。

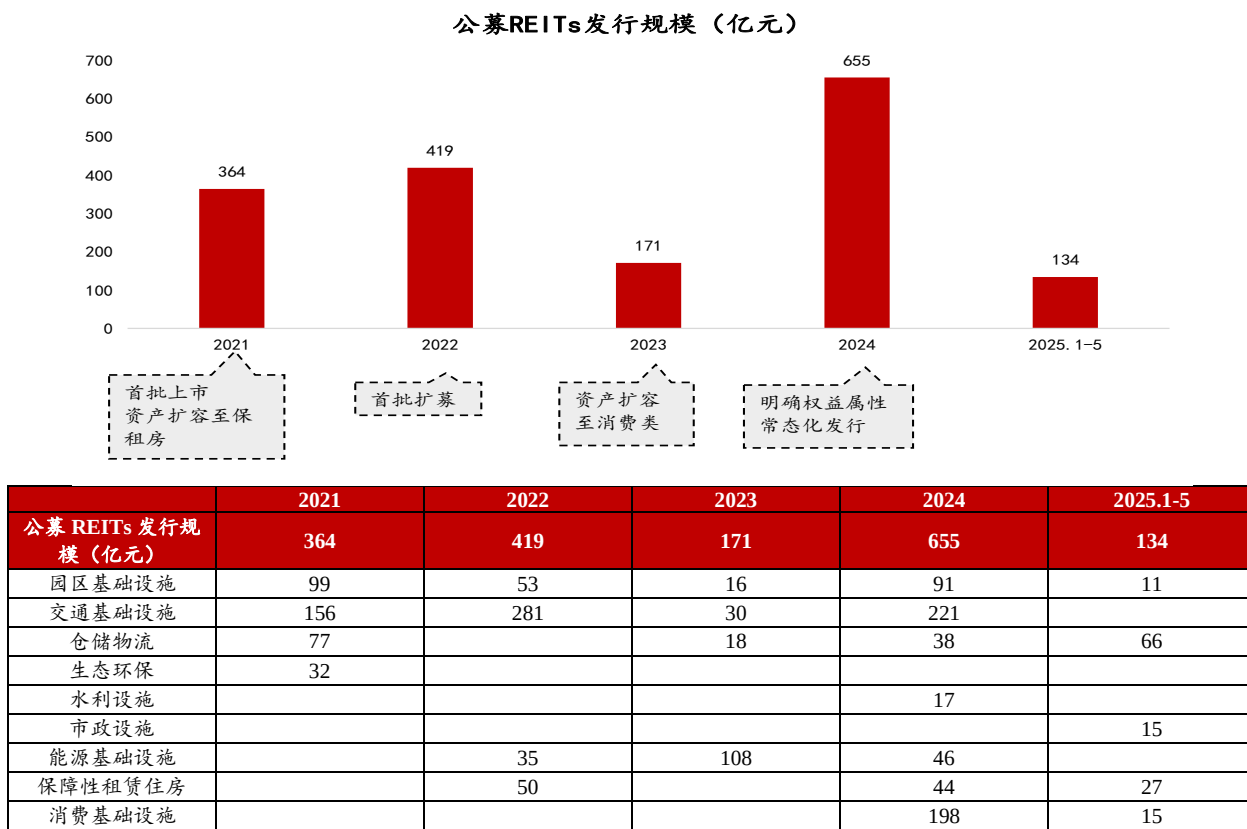
图表 42. 公募 REITs 与类 REITs 的区别

区别	公募 REITs	类 REITs
发行场所	交易所	交易所为主、银行间市场为辅
发行方式	公募	私募为主、公募为辅
投资者构成	机构投资者、公众投资者	机构投资者
投资标的	公募基金份额	资产支持证券
底层资产	不动产产权/运营权	不动产产权/运营权
投资标的的属性	权益属性	固定收益属性
风险来源	项目运营波动、估值变化带来的分红波动、REITs 基金价格波动	不动产运营高波动、估值变化、外部支持方信用质量变化带来的证券本息按时兑付风险
退出方式	1) 基金到期； 2) 特许经营权到期、产权到期未续且无其他项目纳入	1) 原始权益人回购； 2) 市场化处置； 3) 公募 REITs 退出； 4) 续发类 REITs
投资者收益来源	分红收益+资本利得	预期利息
二级市场	活跃	相对不活跃

资料来源：e 好融，中银证券

我国公募 REITs 发展起步较晚，四年间已经从破冰试点进入常态化发行阶段。首批公募 REITs 从 2021 年 6 月开始发行，截至 2025 年 5 月末，累计发行只数 66 只，发行规模合计 1743.93 亿元（不含扩募）。截至 2025 年 5 月末，底层资产中以园区基础设施为主的有 17 只（发行规模 271 亿元，发行规模占比 16%），以交通基础设施为主的有 13 只（发行规模 688 亿元，占比 39%），能源基础设施类 7 只（发行规模 189 亿元，占比 11%），仓储物流类 9 只（发行规模 198 亿元，占比 11%），生态环保类 2 只，市政设施、水利设施分别有 1 只。随着对保障性租赁住房的支持力度进一步扩大，我们预计保障性租赁住房 REITs 将进一步扩容，截至 2025 年 5 月末，保障类租赁住房类有 8 只，发行规模合计 121 亿元，占比 7%。此外，在底层资产扩容至百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目的背景下，我们预计未来该类资产发行 REITs 规模亦会增加，截至 2025 年 5 月末，消费基础设施类有 8 只，合计发行规模 213 亿元，占比 12%。

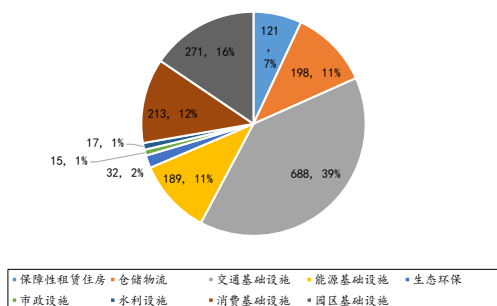
图表 43. 公募 REITs 从 2021 年 6 月开始发行，截至 2025 年 5 月末，累计发行只数 66 只，发行规模合计 1743.93 亿元（不含扩募）



资料来源：万得，中银证券

图表 44. 2025 年 5 月末以园区基础设施、以交通基础设施为底层资产的 REITs 发行规模相对较大

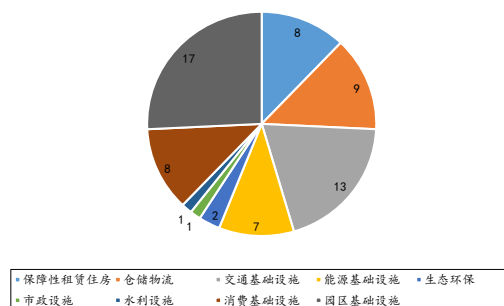
截至 2025 年 5 月末，上市公募 REITs 发行规模（亿元）分布



资料来源：万得，中银证券

图表 45. 2025 年 5 月末，REITs 中园区基础设施类 17 只，交通基础设施类 13 只，能源基础设施类 7 只，仓储物流类 9 只，保租房类 8 只，消费基础设施类 8 只

截至 2025 年 5 月末，上市公募 REITs 数量分布



资料来源：万得，中银证券

图表 46. 截至 2025 年 5 月末，国内全部 66 只公募 REITs 列表

序号	证券简称	资产类型	上市时间	基金上市首日至今涨跌幅 (截至2025年5月31日)	2025年以来涨跌幅 (截至2025年5月31日)	发行规模 (亿元)	募集份额 (万份)	发行价格 (元)	2024年现金分派率 (可供分配金额/可参考公允价值净值)	战略配售认购份额占比	网下发售份额占比	公众配售份额占比	原始权益人
1	博时招商蛇口产业园REIT	园区基础设施	2021-06-21	-7%	6%	20.79	90,000	2.31	4.9%	65%	25%	11%	招商局光明科技有限公司, 招商局蛇口工业区控股股份有限公司
2	平安广州交投广河高速公路REIT	交通基础设施	2021-06-21	-28%	2%	91.14	70,000	13.02	8.2%	79%	15%	6%	广州交通投资集团有限公司
3	红土创新盐田港仓储物流REIT	仓储物流	2021-06-21	-5%	8%	18.40	80,000	2.30	4.9%	60%	28%	12%	深圳港集团有限公司
4	中航首钢生物质REIT	生态环保	2021-06-21	-9%	-3%	13.38	10,000	13.38	6.0%	60%	28%	12%	首钢环境产业有限公司
5	华安张江产业园REIT	园区基础设施	2021-06-21	-4%	13%	14.95	50,000	2.99	4.9%	55%	31%	13%	光控安石(北京)投资管理有限公司, 上海光全投资中心(有限合伙), 上海张江(集团)有限公司, 上海张江集成电路产业园区开发有限公司
6	浙商证券沪杭甬高速REIT	交通基础设施	2021-06-21	-11%	10%	43.60	50,000	8.72	12.2%	74%	22%	4%	杭州市交通投资集团有限公司, 杭州余杭交通投资集团有限公司, 浙江沪杭甬高速公路股份有限公司
7	富国首创水务REIT	生态环保	2021-06-21	3%	-1%	18.50	50,000	3.70	6.7%	76%	17%	7%	北京首创生态环保集团股份有限公司
8	东吴苏州工业园区产业REIT	园区基础设施	2021-06-21	-13%	0%	34.92	90,000	3.88	4.9%	60%	30%	10%	苏州工业园区建设产业开发有限公司, 苏州工业园区科技发展有限公司
9	中金普洛斯仓储物流REIT	仓储物流	2021-06-21	-5%	9%	58.35	150,000	3.89	5.5%	72%	20%	8%	普洛斯中国控股有限公司
10	华夏越秀高速公路封闭式基础设施REIT	交通基础设施	2021-12-14	-9%	2%	21.30	30,000	7.10	6.7%	70%	21%	9%	越秀(中国)交通基建投资有限公司
11	建信中关村产业园REIT	园区基础设施	2021-12-17	-34%	0%	28.80	90,000	3.20	2.2%	70%	21%	9%	北京中关村软件园发展有限责任公司
12	华夏中国交建高速REIT	交通基础设施	2022-04-28	-39%	18%	93.99	100,000	9.40	5.5%	75%	18%	8%	中交第二公路勘察设计研究院有限公司, 中交第二航务工程局有限公司, 中交投资有限公司
13	国金中国铁建高速REIT	交通基础设施	2022-07-08	-8%	-1%	47.93	50,000	9.59	10.8%	75%	18%	8%	中铁建重庆投资集团有限公司, 重庆渝东高速公路有限公司
14	鹏华深圳能源REIT	能源基础设施	2022-07-26	3%	-4%	35.38	60,000	5.90	9.3%	70%	21%	9%	深圳能源集团股份有限公司
15	红土创新深圳人才安居REIT	保障性租赁住房	2022-08-31	50%	13%	12.42	50,000	2.48	3.0%	60%	28%	12%	深圳市安居集团有限公司, 深圳市福田区安居有限公司, 深圳市罗湖安居有限公司
16	中企安厦安居保障性租赁住房REIT	保障性租赁住房	2022-08-31	73%	22%	13.00	50,000	2.60	3.2%	62%	26%	11%	厦门安居集团有限公司
17	华夏北京保障房REIT	保障性租赁住房	2022-08-31	71%	20%	12.55	50,000	2.51	3.0%	60%	28%	12%	北京保障房中心有限公司
18	华夏合肥高新产业园REIT	园区基础设施	2022-10-10	-9%	3%	15.33	70,000	2.19	5.6%	65%	25%	11%	合肥高新城市发展有限公司
19	国泰君安临港创新产业园REIT	园区基础设施	2022-10-13	10%	6%	8.24	20,000	4.12	3.9%	55%	32%	14%	上海临港泰盛经济发展有限公司
20	国泰君安东久新综REIT	园区基础设施	2022-10-14	22%	10%	15.18	50,000	3.04	4.6%	65%	25%	11%	FULL REGALIA LIMITED
21	华夏江苏交控REIT	交通基础设施	2022-11-15	-7%	21%	30.54	40,000	7.64	9.9%	75%	18%	8%	江苏沿江高速公路股份有限公司
22	中金安徽交控REIT	交通基础设施	2022-11-22	-25%	18%	108.80	100,000	10.88	8.7%	80%	14%	6%	安徽省交通控股集团有限公司
23	华夏基金华润有巢REIT	保障性租赁住房	2022-12-09	41%	18%	12.09	50,000	2.42	3.4%	60%	28%	12%	有巢住房租赁(深圳)有限公司
24	华夏杭州和达高科产业园REIT	园区基础设施	2022-12-27	-16%	-2%	14.04	50,000	2.81	4.8%	63%	26%	11%	杭州和达高科发展集团有限公司, 杭州万海投资管理有限公司
25	嘉实京东仓储基础设施REIT	仓储物流	2023-03-08	8%	26%	17.57	50,000	3.51	5.2%	70%	21%	9%	北京京东世纪贸易有限公司
26	中信建投国家电投新能源REIT	能源基础设施	2023-03-29	11%	9%	78.40	80,000	9.80	9.7%	75%	18%	8%	国家电投集团江苏电力有限公司
27	中航京能光伏REIT	能源基础设施	2023-03-29	20%	11%	29.35	30,000	9.78	11.0%	79%	15%	6%	京能国际能源发展(北京)有限公司
28	中金湖北科投光谷产业园REIT	园区基础设施	2023-06-30	-12%	-5%	15.75	60,000	2.63	5.1%	65%	25%	11%	湖北省科技投资集团有限公司
29	中金山东港口高速REIT	交通基础设施	2023-10-27	12%	11%	29.85	40,000	7.46	6.3%	77%	16%	7%	山东港务集团有限公司
30	国泰君安城投保障租赁住房REIT	保障性租赁住房	2024-01-12	41%	19%	30.50	100,000	3.05	3.6%	76%	17%	7%	上海城投房屋租赁有限公司
31	嘉实物美消费REIT	消费基础设施	2024-03-12	71%	38%	9.53	40,000	2.38	5.3%	70%	21%	9%	北京物美商业集团有限公司
32	华夏金茂商业REIT	消费基础设施	2024-03-12	40%	32%	10.68	40,000	2.67	4.4%	75%	17%	7%	上海兴秀商业管理有限公司
33	华夏华润商业REIT	消费基础设施	2024-03-14	40%	15%	69.02	100,000	6.90	3.8%	80%	14%	6%	华润商业资产控股有限公司
34	嘉实中国电建清洁能源REIT	能源基础设施	2024-03-28	67%	12%	10.70	40,000	2.68	4.8%	70%	21%	9%	中电建水电开发有限公司
35	易方达深高速公路REIT	交通基础设施	2024-03-29	2%	9%	20.48	30,000	6.83	14.6%	80%	14%	6%	深圳高速公路集团股份有限公司
36	中金印力消费基础设施REIT	消费基础设施	2024-04-30	33%	30%	32.60	100,000	3.26	3.7%	84%	12%	5%	印力商业置业有限公司
37	工银河北高速集团高速公路REIT	交通基础设施	2024-06-28	-4%	4%	56.98	100,000	5.70	11.3%	80%	14%	6%	河北高速公路集团有限公司
38	华夏特变电工新能源REIT	能源基础设施	2024-07-02	42%	9%	11.64	30,000	3.88	6.2%	70%	21%	9%	特变电工新疆新能源股份有限公司
39	华夏深国际仓储物流REIT	仓储物流	2024-07-09	23%	26%	14.94	60,000	2.49	2.6%	80%	14%	6%	深圳市深国际物流发展有限公司
40	中信建投明阳智能新能源REIT	能源基础设施	2024-07-23	29%	6%	12.82	20,000	6.41	10.4%	80%	14%	6%	北京涪源新能源投资有限公司, 内蒙古明阳新能源开发有限公司
41	华安百联消费REIT	消费基础设施	2024-08-16	52%	49%	23.32	100,000	2.33	2.7%	73%	19%	8%	上海百联集团股份有限公司
42	华夏首创奥特莱斯REIT	消费基础设施	2024-08-28	70%	40%	19.74	80,000	2.47	1.8%	75%	18%	8%	北京首创商业管理有限公司
43	博时津开科工产业园REIT	园区基础设施	2024-09-19	44%	31%	11.99	50,000	2.40	1.8%	70%	21%	9%	天津泰达科技工业园有限公司
44	华夏天悦城商业REIT	消费基础设施	2024-09-20	56%	44%	33.23	100,000	3.32	1.6%	74%	18%	8%	卓远地产(成都)有限公司
45	易方达广州开发区高新产业园REIT	园区基础设施	2024-09-23	-6%	2%	20.58	80,000	2.57	1.9%	83%	12%	5%	广州开发区控股集团有限公司
46	招商基金蛇口租赁住房REIT	保障性租赁住房	2024-10-23	43%	22%	13.64	50,000	2.73	1.1%	73%	19%	8%	深圳市招商局房产发展有限公司
47	华泰紫金宝湾物流仓储REIT	仓储物流	2024-10-29	7%	12%	12.19	30,000	4.06	1.4%	76%	17%	7%	嘉兴宝湾物流有限公司, 南京宝湾国际物流有限公司
48	华夏南京交通高速公路REIT	交通基础设施	2024-11-01	38%	29%	27.26	50,000	5.45	6.1%	75%	18%	8%	南京公路发展(集团)有限公司
49	中金联东科技产业园REIT	园区基础设施	2024-11-05	26%	24%	16.17	50,000	3.23	1.0%	73%	19%	8%	北京联东集团控股有限公司
50	银华绍兴水务水利REIT	水利设施	2024-11-08	57%	13%	16.97	60,000	2.83	2.6%	69%	22%	9%	绍兴柯桥水务集团有限公司, 绍兴市上虞区水务投资建设有限公司, 绍兴市原水集团有限公司
51	招商基金公路高速公路REIT	交通基础设施	2024-11-21	15%	27%	34.96	50,000	6.99	7.4%	84%	11%	5%	招商局公路网络科技控股股份有限公司
52	华泰紫金南京建邺产业园REIT	园区基础设施	2024-12-03	37%	27%	10.22	40,000	2.56	-	82%	13%	5%	南京市建邺区高新科技投资集团有限公司
53	工银蒙能清洁能源REIT	能源基础设施	2024-12-10	58%	24%	10.67	20,000	5.34	-	80%	14%	6%	内蒙古电力勘测设计院有限责任公司, 内蒙古恒润新能源有限公司
54	中金重庆两江产业园REIT	园区基础设施	2024-12-11	43%	35%	10.20	40,000	2.55	-	80%	14%	6%	重庆两江新区产业发展集团有限公司
55	广发成都高投产业园REIT	园区基础设施	2024-12-19	34%	20%	12.50	40,000	3.13	-	72%	20%	9%	成都高投置业有限公司, 成都高新投资集团有限公司
56	华安外高桥保税物流REIT	仓储物流	2024-12-25	37%	22%	11.16	40,000	2.79	-	79%	15%	6%	上海外高桥集团股份有限公司
57	平安宁波交投杭州湾跨海大桥REIT	交通基础设施	2024-12-26	32%	22%	80.88	100,000	8.09	-	80%	14%	6%	宁波交通投资集团有限公司
58	招商科创孵化器REIT	园区基础设施	2024-12-31	1%	0%	9.60	30,000	3.20	-	70%	21%	9%	上海杨浦科技创业中心有限公司
59	易方达华城农贸市场REIT	消费基础设施	2025-01-24	69%	-	15.14	50,000	3.03	-	75%	17%	7%	福建华城农贸市场(集团)有限公司
60	中航易商仓储物流REIT	仓储物流	2025-01-24	29%	-	21.02	80,000	2.63	-	74%	18%	8%	ESR Group Limited, 上海佳初企业管理咨询有限公司
61	国泰君安济南能源供热REIT	市政设施	2025-02-17	60%	-	14.96	20,000	7.48	-	75%	18%	8%	济南热力集团有限公司
62	华夏金隅智造工场REIT	园区基础设施	2025-02-26	68%	-	11.36	40,000	2.84	-	75%	18%	8%	北京金隅集团股份有限公司
63	汇添富九州通医药仓储物流REIT	仓储物流	2025-02-27	43%	-	11.58	40,000	2.90	-	75%	18%	8%	九州通医药集团物流有限公司
64	汇添富上海地产租赁住房REIT	保障性租赁住房	2025-03-31	48%	-	13.62	50,000	2.72	-	70%	21%	9%	上海地产房屋租赁有限公司
65	南方顺丰物流REIT	仓储物流	2025-04-21	16%	-	32.90	100,000	3.29	-	70%	22%	8%	深圳顺丰产业园管理有限公司, 深圳市丰泰电商产业园资产管理有限公司
66	华泰苏州恒泰租赁住房REIT	保障性租赁住房	2025-05-21	50%	-	13.67	50,000	2.73	-	70%	21%	9%	苏州工业园区公租房管理有限公司

资料来源：万得，中银证券

公募 REITs 初步形成“首发+扩募”的市场格局。截至 2025 年 5 月末，共有 4 只公募 REITs 进行了扩募并上市，分别为中金普洛斯 REIT、华安张江产业园 REIT、博时蛇口产业园 REIT 以及红土创新盐田港 REIT，合计扩募募集金额约 51 亿元，约为初始募集规模的 45%。从目前扩募并上市的公募 REITs 来看，涵盖了产业园区和仓储物流两类资产，扩募资产的资产类型均和初始资产相同。

图表 47. 截至 2025 年 5 月末，共有 4 只公募 REITs 进行了扩募并上市，合计扩募募集资金约 51 亿元

产品名称	资产类型	首发上市日期	初始募集金额 (亿元)	扩募上市日期	扩募募集金额 (亿元)	规模变动	初始资产		扩募资产	
							资产名称	所在城市	资产名称	所在城市
博时蛇口产业园 REIT	产业园区	2021 年 6 月 21 日	20.79	2023 年 6 月 16 日	12.44	+60%	万融大厦	深圳	招商局光明科技园科技企业加速器二期	深圳
							万海大厦	深圳		
红土创新盐田港 REIT	仓储物流	2021 年 6 月 21 日	18.4	2023 年 6 月 16 日	4.15	+23%	现代物流中心项目	深圳	世纪物流园项目	深圳
华安张江产业园 REIT	产业园区	2021 年 6 月 21 日	14.95	2023 年 6 月 16 日	15.53	+104%	张江光大园项目	上海	张润大厦	上海
中金普洛斯 REIT	仓储物流	2021 年 6 月 21 日	58.35	2023 年 6 月 16 日	18.53	+32%	普洛斯淀山湖物流园	昆山	普洛斯青岛前滩港国际物流园	青岛
							苏州望亭普洛斯物流园	苏州	普洛斯（重庆）城市配送物流中心	重庆
							普洛斯顺德物流园	佛山	普洛斯江门鹤山物流园	鹤山
							普洛斯增城物流园	广州		
							普洛斯广州保税物流园	广州		
							普洛斯通州光机电物流园	北京		
							普洛斯北京空港物流园	北京		

资料来源：万得，中银证券

4 投资建议

近年来，随着资产支持证券产品发行规模的攀升，市场关注度越来越高，由于不动产既具有可租赁的天然属性，能够形成长期稳定的现金流，本身又是具备增值可能性的资产，是非常适合发行证券化产品的，对于手握大量不动产的房企来说，具备一定优势，目前保障性租赁住房、商业地产均已纳入公募 REITs 底层资产的范畴。同时，公募 REITs 为租赁住房、商业地产项目提供了更好的退出渠道，对于采用重资产模式运营租赁住房、商业地产项目的企业来说，也可以抓住公募 REITs 扩围的机遇，在合适的时机以合理的价格实现一定的股权退出，从而降低沉淀资金规模，提高资金的使用效率。具体标的，我们建议关注存量资产成熟稳定、布局长租公寓与商业地产领域、发行主体优质可靠的标的：华润置地、招商蛇口、中国海外发展、大悦城、新城控股、龙湖集团、越秀地产、保利发展。

5 风险提示

政策风险：资产证券化产品相关政策超预期收紧，REITs 支持政策推进力度不及预期。

REITs 相关租赁市场需求变化风险：市场波动下，租赁需求超预期下行，租金水平波动，影响项目收入，同时面临租金定价调整风险。

ABS 违约风险与流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371