

2024 年不动产 ABS 市场运行回顾与 2025 年展望

金融结构评级部 赵超 徐宇扬 董仪

摘要：

回顾 2024 年，不动产 ABS 市场始终受到“央企降负债”和“地产行业调整”正负两个因素的双重影响，最终在类 REITs 的带动下，不动产 ABS 的发行规模依然保持增长势头。2024 年，CMBS/CMBN 净流出额扩大，年末存量持续下降，与此同时，类 REITs 净融资额翻倍，存量规模大幅度上升。从供给主体来看，CMBS/CMBN 融资人/物业持有方呈多元化，类 REITs 融资人/物业持有方进一步向央企集中。就发行利率而言，类 REITs 产品利率整体维持在较低水平，CMBS/CMBN 产品由于发行主体构成多元，利差从低到高分化为央企、城投和地产企业三个层次。就底层物业而言，办公物业和零售物业依然是 CMBS/CMBN 底层资产的重要构成，以清洁能源发电设施为主的基础设施类物业成为 2024 年类 REITs 市场的发行主力。

二级市场方面，CMBS/CMBN 的二级市场活跃度有所下降，类 REITs 二级市场成交额显著提升；公募基金持仓不动产 ABS 的热度有所衰减，但在 ABS 持仓中仍维持一定比例。

展望 2025 年，不动产 ABS 市场发行总量或将稳中有升。一方面，随着利好政策频出，房地产市场止跌回稳有望，届时 CMBS/CMBN 产品可能回归供需两旺；另一方面，未来央企需进一步改善净资产负债率，类 REITs 作为有效的降负债、盘活存量资产和合理避税的工具广受青睐，类 REITs 的发行规模有望持续攀升。CMBS/CMBN 和类 REITs 作为不动产市场诞生最早的成熟产品，已经受市场的检验，不断完善的多层次 REITs 市场也将有助于其发行规模继续稳步增长。

一、2024 年不动产 ABS 市场总体发行情况

1. 受益于类 REITs 发行规模大幅增加，不动产 ABS 发行规模创新高

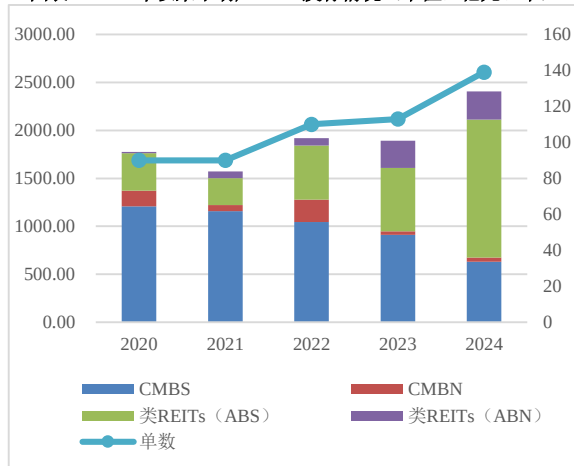
2024 年，不动产 ABS 产品共发行 139 单，发行总额合计 2406.14 亿元，同比增加 27.25%。具体来看，证券交易所市场的商业物业抵押贷款资产证券化产品（简称“CMBS”）共发行 57 单，发行总额合计 631.97 亿元，发行总额同比下降 30.63%；证券交易所市场的类 REITs 产品（简称“类 REITs（ABS）”）共发行 62 单，发行总额合计 1436.64 亿元，发行总额同比增长 116.91%；交易商

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

协会市场的商业物业抵押贷款资产证券化产品（简称“CMBN”）共发行 4 单，发行总额合计 42.03 亿元，发行总额同比增长 16.04%；交易商协会市场的类 REITs 产品（简称“类 REITs（ABN）”）共发行 16 单，发行总额合计 295.50 亿元，发行总额同比增长 5.03%。

图表 1. 2020 年以来不动产 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 2. 2023 年和 2024 年不动产 ABS 发行情况（单位：亿元）

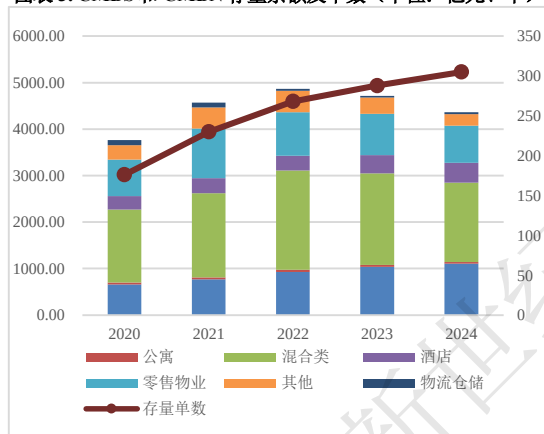


数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

2. CMBS/CMBN 净流出额扩大，类 REITs 净融资额翻倍

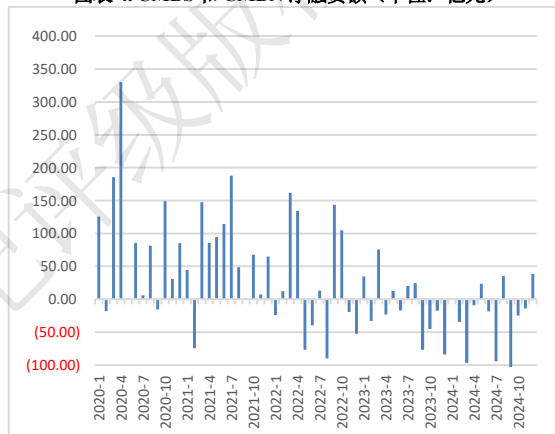
受地产行业调整影响，房地产企业融资需求有所下降，2024 年，CMBS/CMBN 净融资额持续为负，年末存量持续下降。2022-2024 年，净融资额分别约为 267.16 亿元、-129.75 亿元和 -348.01 亿元，2022-2024 年末存量分别为 4865.41 亿元、4714.23 亿元和 4365.83 亿元，净融资额已连续两年呈净流出状态，且流出额进一步扩大。

图表 3. CMBS 和 CMBN 存量余额及单数（单位：亿元、单）



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 4. CMBS 和 CMBN 净融资额（单位：亿元）

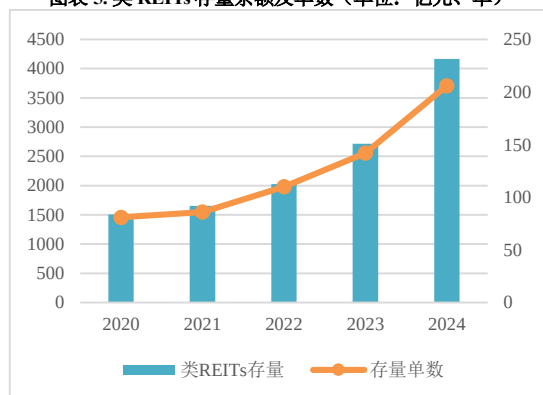


数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

在央企降负债率的诉求下，作为降负债、合理避税工具的并表型类 REITs 受到青睐，发行规模持续增加。2024 年，类 REITs 净融资额翻倍，存量持续上

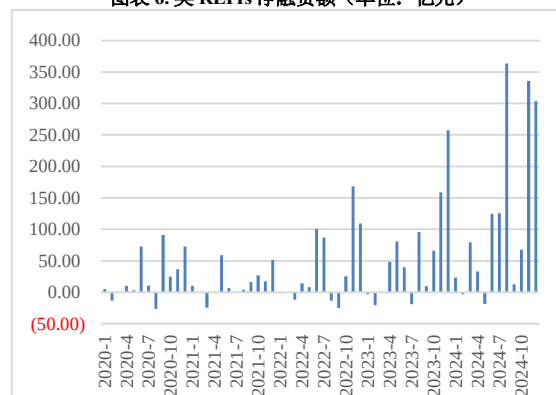
升。2022-2024 年，净融资额分别约为 461.53 亿元、714.96 亿元和 1448.08 亿元，2022-2024 年末，存量分别为 2027.32 亿元、2714.97 亿元和 4162.81 亿元。

图表 5. 类 REITs 存量余额及单数（单位：亿元、单）



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 6. 类 REITs 净融资额（单位：亿元）



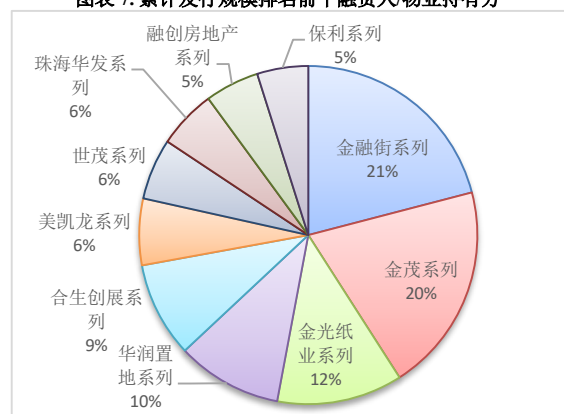
数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

二、2024 年不动产 ABS 融资人/物业持有方情况

1. CMBS/CMBN 融资人/物业持有方呈多元化

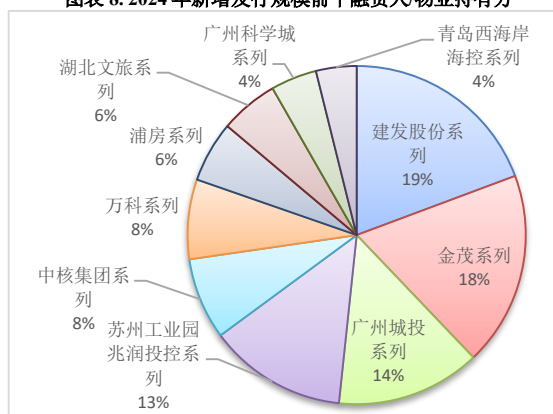
CMBS/CMBN 融资人/物业持有方集中度相对较低，呈现多元化。2024 年，发行规模占比排名前十大的融资人/物业持有方，合计发行规模占全年总发行规模的 27.97%。其中，建发股份系列发行规模占比为 5.40%、金茂系列发行规模占比为 5.19%、广州城投系列发行规模占比为 3.86%。自 CMBS/CMBN 发行以来，累计发行规模占比排名前十大的融资人/物业持有方，合计发行规模占总发行规模的 21.96%。其中，金融街系列共发行 9 单产品，发行规模占比为 4.60%；金茂系列共发行 9 单产品，发行规模占比为 4.39%；金光纸业系列共发行 2 单产品，发行规模占比为 2.64%。

图表 7. 累计发行规模排名前十融资人/物业持有方



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 8. 2024 年新增发行规模前十融资人/物业持有方

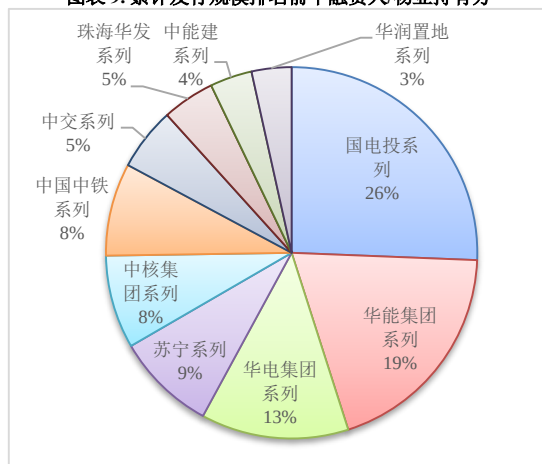


数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

2. 类 REITs 融资人/物业持有方集中度较高，央企成为发行主力

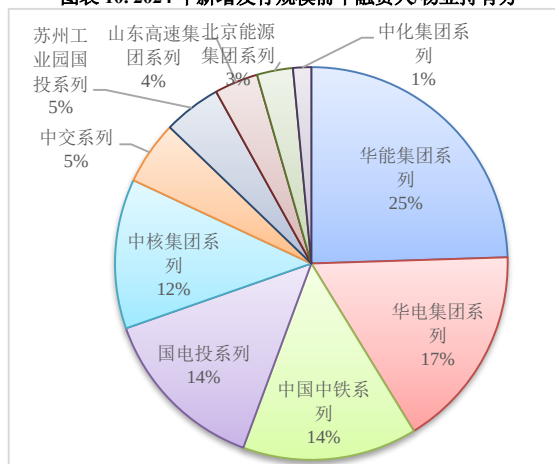
类 REITs 融资人/物业持有方较为集中，头部效应明显。2024 年，发行规模占比排名前十大的融资人/物业持有方合计发行规模占全年总发行规模的 58.84%。其中，华能集团系列发行规模占比为 14.34%、华电集团系列发行规模占比为 9.81%、中国中铁系列发行规模占比为 8.42%。自类 REITs 发行以来，累计发行规模占比排名前十大的融资人/物业持有方，合计发行规模占总发行规模的 37.93%。其中，国电投系列共发行 30 单，发行规模占比为 9.72%；华能集团系列共发行 10 单，发行规模占比为 7.37%；华电集团系列共发行 10 单，发行规模占比为 4.88%。2024 年，类 REITs 的发行机构进一步向央企集中，反应了并表型类 REITs 依然受到央企青睐。

图表 9. 累计发行规模排名前十融资人/物业持有方



数据来源： 、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 10. 2024 年新增发行规模前十融资人/物业持有方



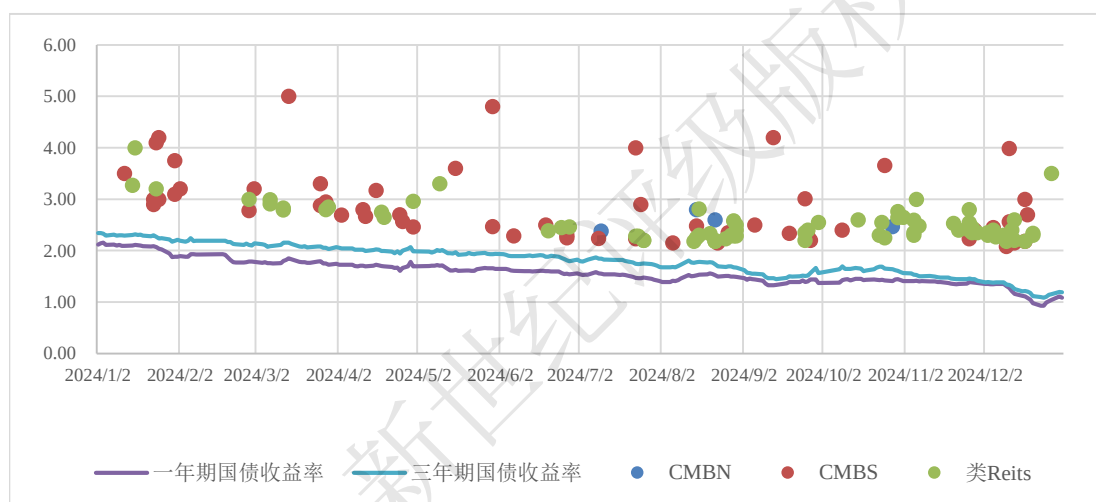
数据来源： 、CNABS、DM，新世纪评级整理。

三、2024 年不动产 ABS 发行利率情况

1. 类 REITs 发行利率保持稳健，CMBS/CMBN 发行利率略有分化

2024 年发行的类 REITs 产品利率整体区间相对较窄，其利率多数集中在 2.0%-3.0%之间，成本持续压降。相较于类 REITs 产品，CMBS/CMBN 产品的发行利率更加离散，但整体走势呈下行趋势。其中，山东省商业集团有限公司、西安高科集团有限公司和仁恒(中国)投资集团有限公司发行产品的优先级证券利率分别为 5.00%、4.80%和 4.20%，在 CMBS 产品中发行利率偏高。我们认为，底层资产质量和增信方资质差异是造成利差分化的主要因素。

图表 11. 2024 年不动产 ABS 发行利率情况 (%)

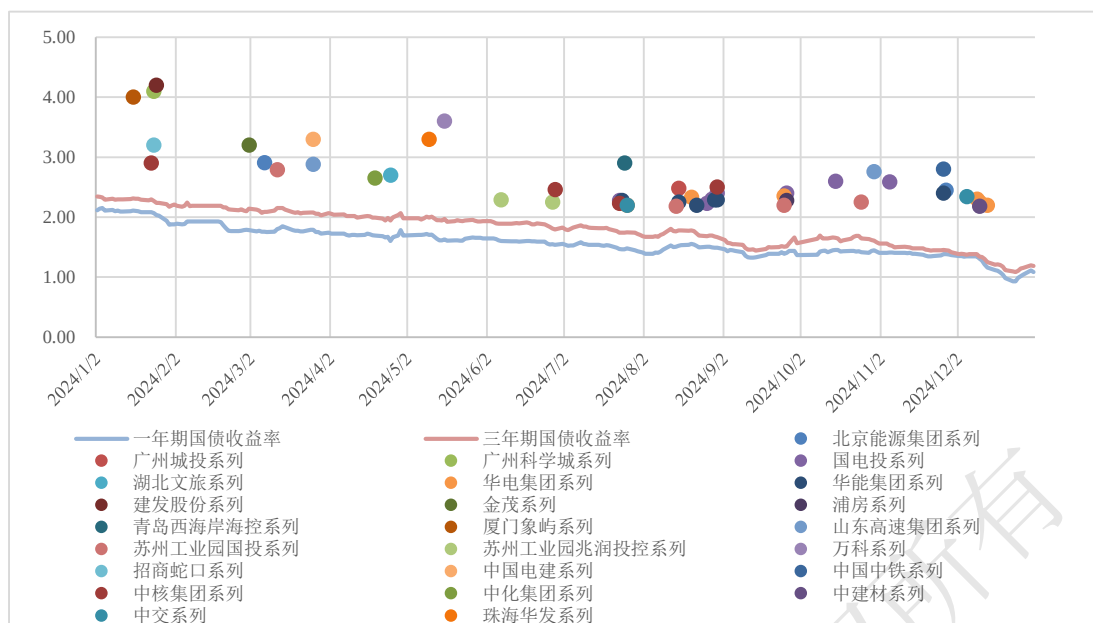


注：数据来源于 、CNABS、DM，新世纪评级整理。

2. 融资人/物业持有方发行利率有所分化

从各大系列来看，2024 年发行的不动产 ABS 中，不同系列主体间发行利率有所分化，央企发行的不动产 ABS 产品利差最低，其代表系列发行的证券利率集中在 2.00%-3.00% 之间；地方城投公司发行的不动产 ABS 产品利率适中，代表系列发行的证券利率在 3% 左右；房企发行的不动产 ABS 产品利率相对偏高，代表系列发行的证券利率在 3%-4% 之间。具体来看，年初广州科学城、建发股份和象屿集团发行的不动产 ABS 产品利率偏高，超过了 4%。

图表 12.2024 年不动产 ABS 头部机构发行利率情况（单位：%）



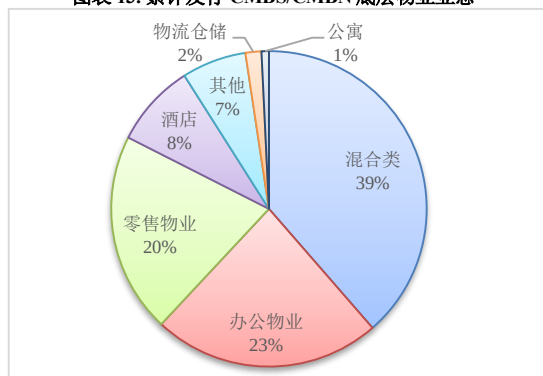
注：数据来源于 、CNABS、DM，新世纪评级整理。

四、2024 年不动产 ABS 底层物业情况

1. 办公物业和零售物业依然是 CMBS/CMBN 底层资产的重要构成

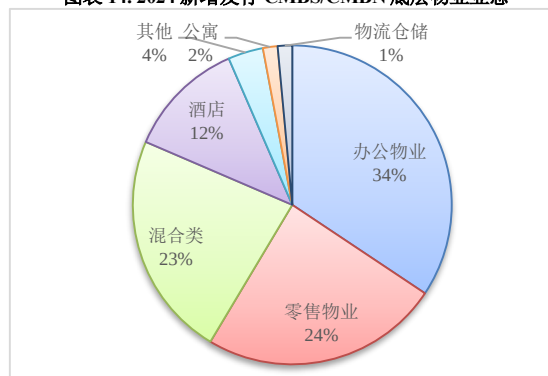
自 CMBS/CMBN 发行以来，前三大底层物业依次为混合类、办公物业和零售物业。其中，混合类物业的发行规模占比为 38.60%、办公物业的发行规模占比为 23.35%、零售物业的发行规模占比为 20.51%。2024 年发行的产品中，前三大底层物业依次为办公物业、零售物业和混合类物业，分别发行了 20 单、12 单和 15 单，发行规模占比分别为 34.36%、24.23%和 22.87%。此外，以公寓和仓储物流为底层资产的 CMBS/CMBN 分别发行了一单。

图表 13. 累计发行 CMBS/CMBN 底层物业业态



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 14. 2024 新增发行 CMBS/CMBN 底层物业业态

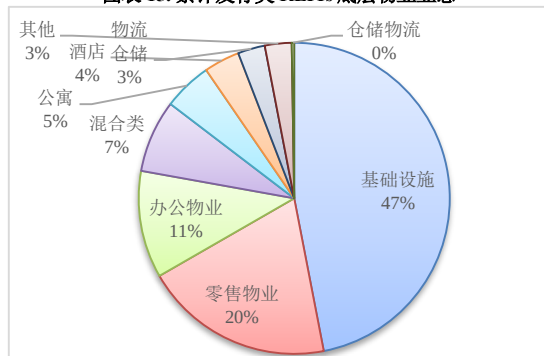


数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

2. 类 REITs 底层物业中基础设施类比重不断提升

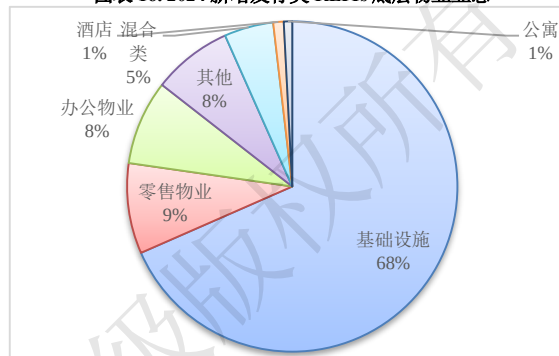
自类 REITs 发行以来，前三大底层物业依次为基础设施、零售物业和办公物业。其中，基础设施的发行规模占比为 46.96%、零售物业发行规模占比为 19.74%、办公物业的发行规模占比为 11.14%。2024 年发行的产品中，前三大底层物业分别为基础设施类、零售物业和办公物业，发行规模占比分别为 68.42%、8.85%和 8.27%，以清洁能源发电设施为主的基础设施类物业成为 2024 年类 REITs 市场的发行主力。

图表 15. 累计发行类 REITs 底层物业业态



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 16. 2024 新增发行类 REITs 底层物业业态



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

五、不动产 ABS 产品二级市场情况

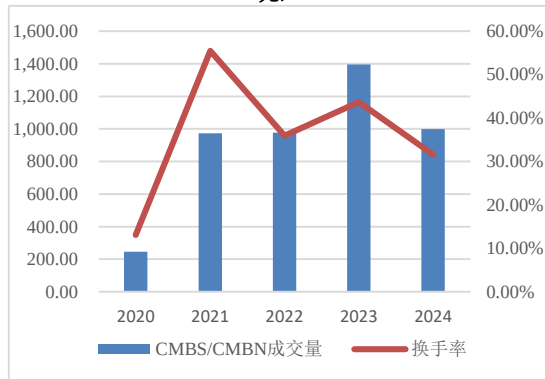
1. CMBS/CMBN 二级市场成交金额呈下降趋势，类 REITs 二级交易市场成交金额陡增

2024 年，CMBS/CMBN 的二级市场交易金额有所下降，换手率¹方面，2024 年 CMBS/CMBN 产品的换手率为 31.58%，相较于上年度有所下滑。与之相比，

¹ 换手率=当年不动产 ABS 二级市场成交金额/[(期初市场存量金额+期末存量金额)/2]。

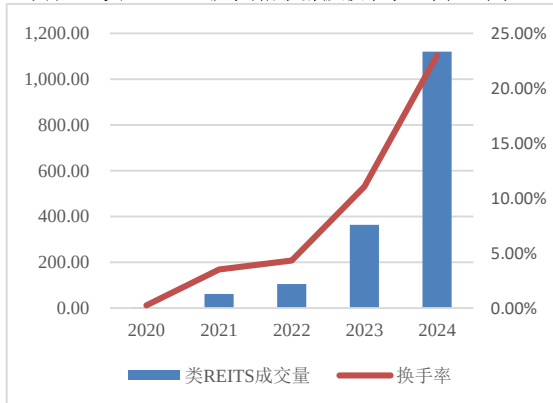
2024 年，类 REITs 的二级市场交易金额大幅上升，换手率方面，2024 年类 REITs 的换手率为 23.01%，也相较于上年度大幅上升。

图表 17. CMBS 和 CMBN 二级市场成交额及换手率（单位：亿元）



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 18. 类 REITs 二级市场成交额及换手率（单位：亿元）

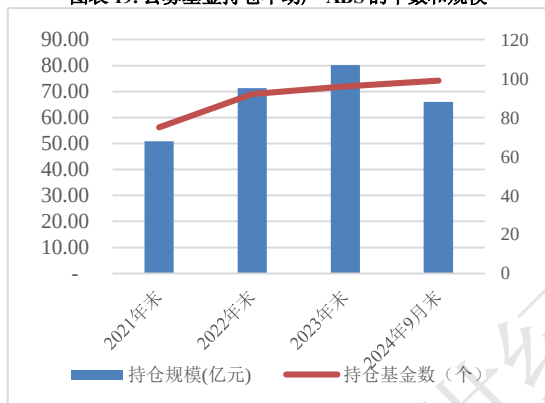


数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

2. 公募基金持仓不动产 ABS 的热度有所衰减，但在 ABS 持仓中仍维持一定比例

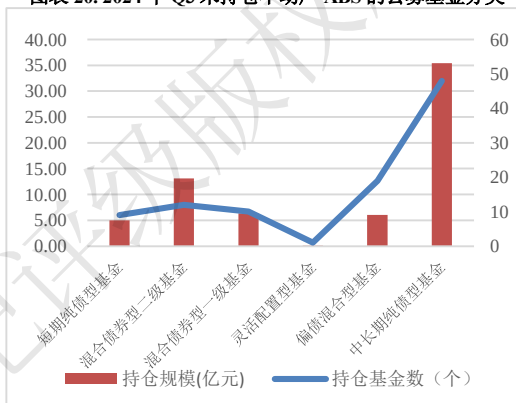
就公募基金的持仓情况而言，截至 2024 年 9 月末，持仓不动产 ABS 产品的基金个数 99 个，持有不动产 ABS 的市值为 66.01 亿元，较上年末下降 17.74%，但仍然占资产支持证券持仓总市值的 17.78%。从持仓不动产 ABS 的基金来看，截至 2024 年 9 月末，持有不动产 ABS 的公募基金产品主要为中长期纯债型基金，持仓基金数为 48 个，持仓总市值达到 35.42 亿元，占不动产 ABS 持仓总市值的 53.65%。

图表 19. 公募基金持仓不动产 ABS 的个数和规模



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

图表 20. 2024 年 Q3 末持仓不动产 ABS 的公募基金分类



数据来源：、CNABS、DM，新世纪评级整理。

六、2025 年展望

展望 2025 年，我国不动产 ABS 市场发行总量或将稳中有升。在当前存量时代背景下，我国已经建立公募 REITs、持有型不动产 ABS、类 REITs 和 CMBS/CBMN 等产品并存的多层次不动产市场生态圈，对发行人而言，在资产

从培育期到成熟期的各个阶段，需通过不同的产品来满足物业各个阶段的融资需求，对投资者而言，需根据自身的风险偏好和投资目标选择不同产品。CMBS/CBMN 和类 REITs 作为不动产市场诞生最早的成熟产品，已经受市场的检验，不断完善的多层次 REITs 市场也将有助于其发行规模继续稳步增长。

分产品来看，近年来受地产行业调整影响，CMBS/CBMN 产品供给持续下滑，二级市场的认可度也有所下降，但随着利好政策频出，房地产市场止跌回稳有望，届时 CMBS/CBMN 产品可能回归供需两旺。2024 年中央再次明确中央企业管理体系总体保持“一利五率”目标不变，未来央企需进一步改善净资产负债率，类 REITs 作为一种有效的降负债、盘活存量资产和合理避税的工具广为央企青睐，因此类 REITs 的发行规模有望持续攀升。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。