

作者：王娜

邮箱：wangna@fecr.com.cn

## 城市更新与 REITs（上篇）：哪些资产能走通？——从制度放行到资产适配

## 摘要

城市更新进入存量提质阶段，REITs 为重资产、长周期的城市更新项目提供了盘活存量资产、回收投资并实现再投资的资本化路径。随着基础设施 REITs 扩围、商业不动产 REITs 试点落地以及机构间 REITs 等承接机制逐步完善，城市更新资产对接 REITs 的制度通道已基本形成。但从“政策纳入”到“资产落地”仍存在距离。本文主要尝试解答以下几个问题：1) 当前城市更新资产发行公募 REITs 的制度路径是否已经打通？2) 现有公募 REITs 发行要求对城市更新资产形成了哪些核心约束？3) 不同类型城市更新资产与公募 REITs 的适配程度如何，哪些资产具备较好的证券化条件？

- **城市更新对接 REITs 的制度路径已基本打通，但目前尚无独立的“城市更新设施”类别公募 REITs 上市。**我国 REITs 制度已逐步形成公募 REITs、机构间 REITs（持有型不动产 ABS）、类 REITs 与 Pre-REITs 相互衔接的多层次产品体系。2025 年新版行业范围清单将“城市更新设施”纳入基础设施 REITs 范围，商业不动产 REITs 试点落地、机构间 REITs 制度持续完善，使城市更新经营性资产具备了多层次、多路径的证券化接口。截至 2026 年 8 月末，公募 REITs 已发行 88 只、总市值约 2335 亿元；产业园、消费基础设施、保障性租赁住房等与城市更新高度相关的资产累计发行约 763 亿元，华夏金隅智造工场、汇添富上海地产租赁住房、创金合信北京国资公司等项目落地，分别探索“工改工”、“新建+商改保”以及商业不动产 REITs 框架下“历史街区更新+科创办公”等模式。但目前尚无严格意义上的“城市更新”类别的公募 REITs 上市。
- **城市更新项目能否发行公募 REITs，关键在于其能否形成符合 REITs 发行要求的标准化经营性资产。**改造完成后的城市更新资产需具备权属清晰、资产完整、手续合规、独立运营、现金流稳定、收益达标及一定规模等条件。对于尚未达到公募发行条件但具备经营基础和培育价值的资产，可通过机构间 REITs、类 REITs 及 Pre-REITs 等产品进行盘活、整合与培育。
- **城市更新资产与 REITs 的适配程度存在明显分层。**1) **高适配资产**主要包括老旧厂区改造产业园、仓储物流、成熟保障性租赁住房、环保及新能源等，产权集中、经营模式成熟、现金流较为稳定，补齐运营年限、收益和规模等条件后可直接对接公募 REITs；2) **中高适配资产**包括老旧商业街区、批发市场、存量住宅及公寓改造、TOD、停车设施、医疗养老以及部分历史街区经营性资产，具备证券化潜力，但通常需要经过产权整合、资产归集和运营培育；3) **中、低适配资产**主要包括城中村、完整社区、地下空间及管网、部分文体设施、历史保护和生态修复等，受权属复杂、公益属性较强或经营性现金流不足等因素制约，当前直接发行公募 REITs 难度较大。因此，城市更新发行 REITs 的核心并非判断项目是否属于城市更新范畴，而是识别更新后能否形成符合证券化要求的经营性资产单元。对于综合性更新项目，也应按照资产属性和成熟度进行拆分、筛选和组合，分别匹配公募 REITs、机构间 REITs 等不同路径。

## 相关研究报告：

## 1. 《城市更新系列专题

（一）：“十五五”期间，城市更新投资空间有多大？》，2026.6.23

## 2. 《城市更新系列专题

（二）：25 万亿城市更新市场，可持续投融资体系如何构建？》，2026.6.24

## 3. 《城市更新系列专题

（三）：万字解析国企如何参与城市更新：业务全景、风险管控与通用框架》，2026.7.27

## 4. 《城市更新系列专题

（四）：城市更新财政工具箱：项目与政策性资金适配性分析》，2026.7.24

## 一、政策通道已经打开，REITs 制度逐步成熟

我国 REITs 制度建设经历了由类 REITs 探索、公募基础设施 REITs 试点到多层次市场体系完善的发展过程。伴随房地产市场进入存量发展阶段以及城市更新成为城市建设的重要方向，REITs 逐渐由单纯的基础设施融资工具转变为存量资产盘活和长期运营退出的重要金融工具。特别是随着基础设施 REITs 底层资产范围持续扩容、商业不动产 REITs 制度逐步建立，城市更新资产证券化具备了制度基础和市场条件。

### （一）REITs 制度建设由资产证券化探索走到多层次、常态化发展

我国 REITs 制度建设已有二十余年探索，经历了探索培育阶段（2004-2019 年）、试点推进阶段（2020-2023 年）和多层次与常态化发展阶段（2024 年至今）三个阶段。2004 年“国九条”<sup>1</sup>提出积极探索资产证券化品种，此后监管部门持续开展 REITs 制度研究与实践探索，但受制于公募制度、税收安排及底层资产标准等因素，市场长期以类 REITs 及其他不动产证券化产品为主。2020 年证监会、国家发展改革委联合发布“40 号文”<sup>2</sup>，正式启动基础设施公募 REITs 试点，2021 年首批 9 只产品上市；此后，底层资产范围持续扩容，扩募、税收等配套机制逐步完善，Pre-REITs、持有型不动产 ABS 等中间层产品相继发展。2024 年“1014 号文”<sup>3</sup>发布，基础设施 REITs 由试点转向常态化发行；2025 年底商业不动产 REITs 试点落地，新版行业范围清单进一步将商业办公设施及城市更新设施等纳入 REITs 资产范围，2026 年机构间 REITs 制度持续完善。市场逐步构建起由公募 REITs、机构间 REITs（持有型不动产 ABS）、类 REITs 与 Pre-REITs 共同组成的“培育-承接-公募退出”多层次产品体系。对于城市更新而言，这意味着 REITs 的政策通道已基本打开，关注重点也由早期的“能否证券化”，进一步转向“哪些资产具备证券化条件、适合通过何种 REITs 产品进入市场，以及能否形成持续稳定的运营现金流”。

<sup>1</sup> 2004 年国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（“国九条”）；

<sup>2</sup> 2020 年 4 月，证监会、发改委联合发布《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》（“40 号文”）；

<sup>3</sup> 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》（“1014 号文”）

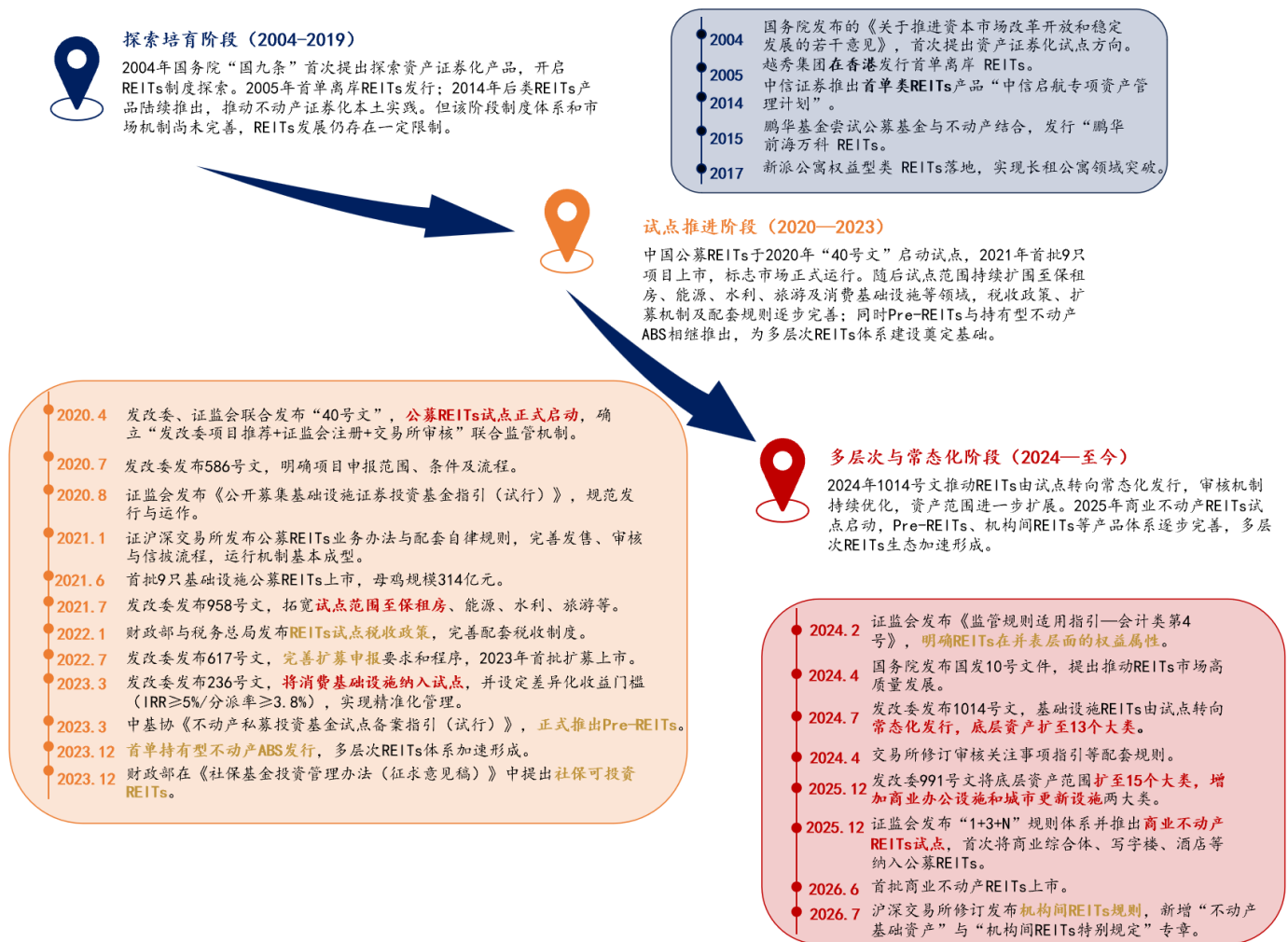


图 1：REITs 发展历程及底层资产演进

注：红色字体为 REITs 底层资产扩容政策。

资料来源：发改委，证监会，交易所，公开信息，远东资信整理

## （二）多层次的 REITs 产品体系

我国已初步构建由公募 REITs、机构间 REITs（持有型不动产 ABS）、类 REITs 与 Pre-REITs 共同组成的多层次产品体系，伴随底层资产成熟度提升与产品权益属性增强，整体呈现“从债到股、从私募到公募、从非标到标品”的梯度演进特征，基本覆盖不动产资产从前端培育到公开退出的全生命周期。四类产品定位清晰、功能互补，形成“培育-承接-公募退出”的产品体系。

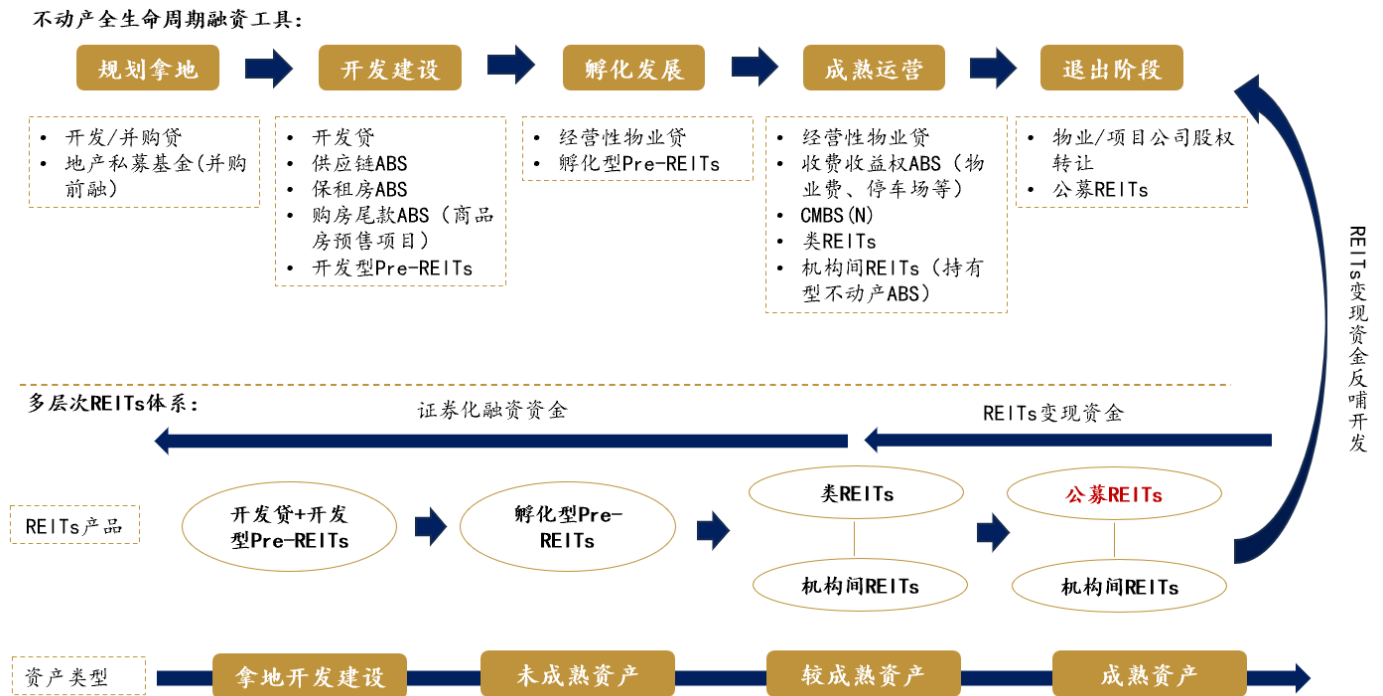


图 2：不动产全生命周期市场化融资工具及多层次 REITs 市场格局

资料来源：远东资信整理

具体来看，Pre-REITs 主要以私募股权基金形式设立，面向建设期、运营爬坡期等尚未成熟资产，为项目培育和价值提升提供资金支持。Pre-REITs 产品结构设计灵活，以股性投资为主，封闭期较长，无公开交易市场，对投资机构主动管理能力要求较高，公募 REITs 是其理想退出路径，亦可通过机构间 REITs、类 REITs 或大宗整售等路径回收资金。类 REITs 属于 ABS/ABN 框架下的债性产品，通常设置优先/次级分层与主体增信以匹配阶段性融资需求，流动性与期限以中短期为主，可作为过渡性工具并与权益类产品形成衔接。机构间 REITs(持有型不动产 ABS) 为交易所挂牌、面向合格机构投资者的私募权益工具，采用平层结构、强调资产信用、不设差额补足等外部刚性增信，发行审核主要由交易所把关、周期较短，其资产要求和发行条件较公募 REITs 更为灵活，可承接尚未满足公募条件但现金流稳定或具改善空间的资产；公募 REITs 采用“公募基金+ABS+项目公司”的产品结构，在交易所公开上市，主要面向权属清晰、运营成熟、现金流稳定的基础设施及经营性不动产资产，实现资产证券化和公开市场退出。

表 1：公募 REITs、机构间 REITs、类 REITs 和 Pre-REIT 产品对比

|      | 公募REITs                                               | 机构间REITs（持有型<br>不动产ABS）                                                              | 类REITs                                                   | Pre-REITs                                                                    |
|------|-------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| 发行方式 | 公募                                                    | 私募                                                                                   | 私募为主，少量公募                                                | 私募                                                                           |
| 监管机构 | 发改委、证监会、交易所                                           | 证监会、交易所                                                                              | 证监会、交易所、交易商协会                                            | 证监会、中基协                                                                      |
| 交易场所 | 证券交易所                                                 | 证券交易所                                                                                | 证券交易所/银行间债券市场                                            | 场外协议转让，无交易所场内交易                                                              |
| 产品结构 | 公募基金+ABS+项目公司                                         | ABS+项目公司                                                                             | ABS+项目公司、ABS+合伙企业+项目公司                                   | 私募基金+项目公司                                                                    |
| 权益属性 | 股性                                                    | 股性                                                                                   | 结构化，偏债性                                                  | 股性为主                                                                         |
| 产品分层 | 平层结构                                                  | 平层结构                                                                                 | 结构化分层（优先级、夹层、次级）                                         | 灵活设置，可平层，也可结构化分层                                                             |
| 合规要求 | 全部手续完整且地方主管部门需无异议函                                    | 参照ABS规则                                                                              | 参照ABS规则                                                  | 参照私募投资基金监管要求                                                                 |
| 杠杆设置 | 要求基金总资产不高于净资产140%，对应资产负债率上限约28.57%；用于新项目收购借款不超过净资产20% | 专项计划总负债原则上不高于总资产50%；高于50%需论证合理性并充分披露风险                                               | 一般不设置杠杆                                                  | 基金总资产不高于净资产200%，对应基金层面资产负债率上限50%；底层项目股债比例另行约束                                |
| 扩募机制 | 可扩募；上市满6个月方可申报；需履行变更注册、持有人大会表决，募集资金用于收购不动产项目          | 可扩募；挂牌后即可申请，无强制间隔期；沿用原有专项计划增发证券份额，纳入新增不动产                                            | 不可扩募；存续期无法在原专项计划新增底层资产，装入新项目需新设产品                        | 可扩募；依据《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，仅限投资期内开展扩募，退出期不得新增认缴出资                           |
| 增信措施 | 无                                                     | 券端无刚性增信措施，资产端增信如业绩对赌、支持函等                                                            | 券端设置主体增信，如差额补足、流动性支持、优先回购等                               | 无主体增信措施，依赖交易结构、合同条款等保证退出路径                                                   |
| 底层资产 | 覆盖基础设施、商业不动产，实行正面清单管理；运营、合规标准严苛，新项目需履行发改委推荐程序         | 包含经营权类、产权类持有型不动产；受专项规则约束，不得设置外部主体增信，收益完全依托底层资产自身现金流，无发改委清单约束，可承接暂不满足公募REITs运营条件的成熟资产 | 各类具备持续现金流的经营性不动产；适用不动产基础资产通用审核标准，无禁止外部主体增信的强制条款，无发改委清单约束 | 特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等；可投向建设期、培育期、现金流爬坡阶段不动产，承担资产孵化功能 |
| 退出方式 | 二级市场交易                                                | 公募REITs、底层资产交易、产品开放期申请赎回等                                                            | 发行人回购、产品续发、公募REITs等                                      | 底层资产交易、公募REITs、类REITs等                                                       |

资料来源：发改委，证监会，交易所，远东资信整理

### （三）存量更新时代资产盘活需求上升，REITs 拓宽城市更新证券化路径

随着我国城镇化进程从高速增量扩张转向存量提质增效，城市发展逻辑已由“规模扩张”转向“功能升级”与“价值重塑”。城市更新作为存量时代城市发展的核心抓手，覆盖老旧厂区改造、老旧街区活化、城中村整治、保障性住房筹集、商办设施焕新等多元场景，成为推动城市空间结构优化、产业能级提升与民生福祉改善的重要路径。与传统房地产开发依托土地增值、销售快速回款的短周期模式不同，城市更新以“留改拆”并举为核心，前期改造

投入集中、收益释放节奏平缓，盈利核心依赖运营阶段的租金溢价与资产增值，投资回收周期显著拉长。这种“重投入、长运营、慢回款”的特征，决定了城市更新难以完全依赖传统开发类融资工具，亟需匹配长期资本属性的存量盘活工具，打通资金循环链条。

而 REITs 以成熟运营的不动产为底层资产、以持续稳定现金流为分红基础，为符合条件的城市更新经营性资产提供了证券化路径。对于已经形成稳定运营和现金流的经营性资产，一方面，REITs 可将沉淀的更新资产转化为标准化证券，帮助原始权益人回笼前期改造资金，构建“投-融-建-管-退”的完整资金闭环，支撑项目滚动实施；另一方面，市场化的估值与分红机制也将倒逼运营主体提升精细化管理能力，推动城市更新从“重建设”向“重运营”转型。对于尚处于运营培育阶段、规模不足或暂不符合公募要求的资产，则可通过 Pre-REITs、类 REITs、机构间 REITs 等工具进行资产整合和运营培育。

随着 REITs 资产范围持续扩展，城市更新与 REITs 的结合范围也进一步拓宽。产业园区、仓储物流、保障性租赁住房、消费设施等，可根据资产属性纳入基础设施 REITs；商业办公、商业综合体等经营性物业，则随着商业不动产 REITs 制度落地获得新的证券化通道。对于综合性城市更新项目，一方面可以从项目整体中识别和归集符合条件的经营性资产进行证券化；另一方面，随着 2025 年 REITs 资产范围进一步扩围至城市更新设施，老旧街区、老旧厂区更新改造项目以及涵盖多种资产类型的城市更新综合设施项目，也获得了新的 REITs 运作空间。由此，REITs 对城市更新的支持已由单一类型资产逐步拓展至多类型、综合性更新项目。

## 二、公募 REITs 发行要求明确，市场实践与准入条件逐步清晰

随着 REITs 制度持续完善以及基础资产范围不断扩容，城市更新项目进入公募 REITs 的制度通道已逐步建立，相关资产也开始积累证券化实践。但从实际操作看，“纳入 REITs 支持范围”并不意味着城市更新项目可以直接发行公募 REITs。公募 REITs 作为以成熟不动产资产为底层、以持续稳定经营性现金流为基础的金融产品，对资产权属、合规手续、运营成熟度、现金流、收益水平及资产规模等均存在明确要求。因此，判断城市更新发行公募 REITs 的发展空间，需要从已有市场实践出发，进一步回到公募 REITs 的具体发行条件，分析城市更新资产与公募 REITs 准入要求之间的匹配程度。

### （一）市场基础已经形成，城市更新实践开始积累

经过多年发展，我国公募 REITs 市场已形成一定规模。截至 2026 年 8 月末，中国公募 REITs 市场已发行 88 只产品，总市值约 2335 亿元，另有 5 只商业不动产 REITs 及 1 只市政设施 REITs 处于待上市阶段。2025 年底，“城市更新设施”虽作为独立类别正式纳入基础设施 REITs 范围，但目前尚无严格按照该类别申报并上市的项目。与此同时，与城市更新高度相关的产业园区、消费基础设施、保障性租赁住房三大品类已累计发行规模约 763 亿元，形成了城市更新 REITs 的先行资产池，为后续城市更新类资产证券化提供了较为坚实的市场基础。

从具体实践看，城市更新相关资产已形成多类型、多层次的证券化探索。2025 年以来，华夏金隅智造工场 REIT、汇添富上海地产租赁住房 REIT、创金合信北京国资公司 REIT 相继落地，分别探索“工改工”、“新建+商改保”以及商业不动产 REITs 框架下“历史街区更新+科创办公”等模式；与此同时，北京亦庄产业园更新类 REIT 已落地，首钢城市更新主题 REIT 也已启动筹备，城市更新相关资产的证券化实践不断丰富。总体来看，当前城市更新

资产虽尚未形成独立类别的公募 REITs 产品，但相关资产已在工业厂房、产业园区、商办物业、保障性租赁住房及历史街区等场景持续积累项目经验，从资产类型、组合方式到发行渠道的探索均已具备一定基础。

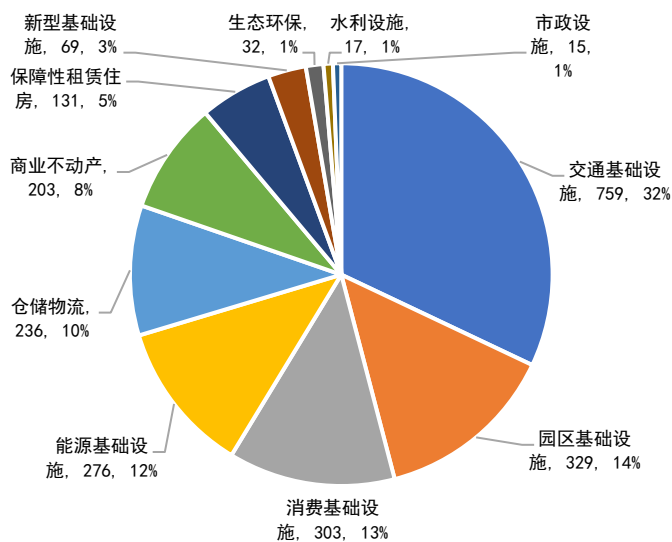


图 3：截至 2026 年 8 月末已上市 88 只公募 REITs 发行规模分布 (亿元, %)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

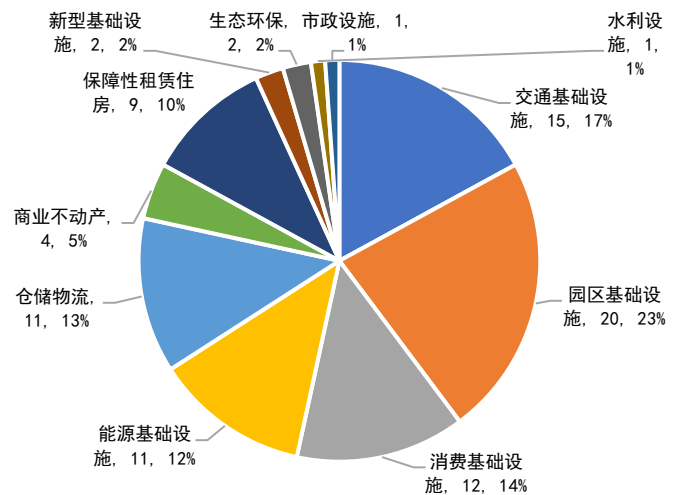


图 4：截至 2026 年 8 月末已上市 88 只公募 REITs 发行只数分布 (只, %)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## (二) 公募 REITs 发行要求：什么样的资产能够发行公募 REITs?

我国 REITs 市场已形成覆盖不同资产类型、不同成熟阶段的多层次产品体系，为城市更新资产提供了从培育、盘活到公募退出的多元化路径。其中，公募 REITs 主要面向权属清晰、运营成熟、现金流稳定且达到一定规模的优质不动产资产；机构间 REITs、类 REITs、Pre-REITs 等产品则可在资产培育、改造提升和公募退出之间发挥不同程度的承接作用。

从底层资产要求来看，可将能够进入公募 REITs 的核心条件归纳为五道“门槛”：一是资产完整、权属清晰，二是关键合规手续齐备，三是运营成熟并形成持续稳定的经营性现金流，四是收益率（分派率/IRR）达标，五是达到相应的资产规模要求。其中，前两项解决的是“资产能不能合法装入产品”的问题，运营成熟、现金流和收益率要求解决的是“资产能不能持续产生可分配收益”的问题，而规模要求则决定资产能否进一步满足公募市场化发行的基本条件。对于尚未完全满足公募 REITs 上述要求、但已经具备一定经营基础和培育价值的资产，可通过机构间 REITs、类 REITs 等产品进行阶段性盘活和培育，为部分暂不具备公募发行条件的资产搭建孵化载体，助力其后续达到公募 REITs 发行条件。

### 1. 资产完整、权属清晰：从“有资产”到“资产可证券化”

权属清晰是公募 REITs 底层资产的核心准入要件。公募 REITs 要求底层资产权属清晰，资产完整、范围明确，并具备合法可转让性，不存在影响资产处置的抵押、质押等权利负担。机构间 REITs 虽然在底层资产形态和准入标准上相对灵活，但同样要求明确底层范围与权利边界，其在资产转让限制及权利安排方面具有更大的灵活性，若存在转让限制情形，需取得相关主体的豁免或同意。具体到城市更新领域，不同业态的权属基础分化明显：老旧厂房、老旧工业园区等国有或企业自持物业，产权集中度高、边界清晰，天然具备证券化基础；而城中村、历史文化街区、老旧商业街区等项目，往往涉及多主体产权、集体建设用地、居民私产等复杂权属关系，资产边界厘清与权利整合难度显著更高。

## 2. 关键合规手续齐备：从“能够使用”到“能够合法转让和运营”

合规手续齐备是资产具备可转让性、可运营性的制度基础。公募 REITs 要求底层资产需契合国家战略、产业规划与政策导向，立项、规划、用地、建设、消防、环评等全流程关键合规手续齐全；土地实际用途原则上应当与权证、规划用途保持一致。针对存在历史遗留手续瑕疵、土地实际用途与权证/规划用途不一致的项目，需充分披露成因，并配套落实风险缓释安排。相较而言，机构间 REITs 同样需满足基本合规底线，但针对暂未达到公募 REITs 成熟度要求的存量资产，在交易结构设计、权益安排上具备更高的灵活度。具体到存量城市更新项目，历史遗留建设手续、改扩建合规性、土地用途调整等问题，通常是资产证券化推进过程中需要优先破解的核心堵点。

## 3. 运营成熟并形成稳定现金流：公募与机构间 REITs 差异最为明显的门槛

运营成熟度与现金流质量是公募 REITs 筛选底层资产的核心标尺。按照现行规则，公募 REITs 要求项目形成成熟稳定的运营模式，实现独立运营，原则上具备 3 年及以上持续运营记录；近 3 年平均净利润或经营性净现金流为正，租赁类资产需保持较高出租率与租金收缴水平，收费类资产要求产能利用率、使用需求保持稳定，收入来源合理分散，从而保障现金流的持续性与抗风险能力。相比之下，机构间 REITs 虽同样要求运营模式成熟、现金流具备真实性、独立性、持续性与稳定性，但对运营期限、收益能力的量化要求显著放宽。项目原则上应已投入运营；对于运营期限不足 1 年的项目，可通过说明运营稳定性等方式进行论证，并履行相应的信息披露义务；收益层面无明确量化指标，仅要求现金流能够覆盖项目运营支出。门槛差异决定了机构间 REITs 能很好承担项目孵化功能。对于刚完成更新改造、已投入运营但尚未形成三年完整运营数据的城市更新资产，可先通过机构间 REITs 实现盘活退出，待运营指标成熟、满足公募条件后，再进一步申报公募 REITs，有效缓解存量改造项目的资金沉淀压力。

## 4. 投资回报达标：从“有现金流”到“现金流能够支撑投资回报”

稳定持续的现金流是基础，但能够进入公募 REITs 的资产还需满足明确的收益水平要求。当前公募 REITs 已取消此前执行的固定 IRR 不低于 5%、分派率不低于 3.8% 的统一要求，转而采用差异化收益锚定机制，以 10 年期国债收益率为基准设定约束阈值：租赁型资产未来 2 年每年净现金流分派率，原则上不低于评估基准日 10 年期国债收益率上浮 150 个基点；收费型资产的基金存续期内部收益率（IRR），原则上不低于评估基准日 10 年期国债收益率上浮 300 个基点。相较之下，机构间 REITs 不设置统一的量化收益率准入指标，收益水平由交易双方市场化协商确定。对城市更新项目而言，改造带来的资产价值提升并不直接等同于 REITs 投资回报达标。特别是公益属性较强、租金受政策限价的项目，需要在城市更新公共目标与 REITs 市场化收益要求之间做好平衡。

## 5. 资产规模达标：从单体项目到规模化资产包

资产规模是公募 REITs 的硬性准入门槛。当前公募 REITs 首发项目不动产评估净值原则上不低于 10 亿元，其中保障性租赁住房、养老设施类项目门槛为不低于 8 亿元。机构间 REITs 无强制首发规模要求，对单体规模偏小但具备稳定经营现金流的资产包容性更强。城市更新项目天然呈现“小规模、碎片化”特征，单个社区商业、公共停车设施、养老托育网点等业态，即便运营稳定、现金流可持续，单体体量也往往难以触及公募 REITs 的规模红线。因此需要通过同类资产归集、片区资产整合以及后续扩募等方式提升资产包规模，匹配公募 REITs 准入要求。

需要进一步说明的是，基础设施公募 REITs 与商业不动产公募 REITs 虽然在权属、合规、运营和现金流等底层资产要求方面具有较强共性，但在资产准入范围、审核机制和政策定位等方面存在差异，因而可以为城市更新提供不同的公募发行路径。一方面，基础设施 REITs 实行行业范围清单管理，2025 年新版行业清单进一步将老旧厂区、老旧街区更新改造以及多业态城市更新综合设施纳入支持范围，因而对于产业更新、市政配套以及综合更新等具有较强基础设施属性的项目具有更明确的政策承接空间；另一方面，商业不动产 REITs 主要面向市场化经营的存量商业不动产，审核环节相对简化，无需履行发改部门前置推荐程序，更适合商业综合体、办公物业等以市场化经营收入为主要现金流来源的城市更新资产。整体来看，基础设施 REITs 和商业不动产 REITs 双轨机制有效拓宽了城市更新存量资产的证券化路径。偏公共属性、综合业态的城市更新资产可重点关注基础设施 REITs 路径，而纯市场化商业更新资产则可重点关注商业不动产 REITs 路径。

表 2：公募 REITs 与机构间 REITs 底层资产准入要求对比

| 维度      | 基础设施REITs                                                                                                                                                                                                  | 商业不动产REITs                                                                            | 机构间REITs（持有型不动产ABS）                                                                                                                                 |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 审批/注册机构 | 发改委（前置推荐）、证监会注册、交易所审核                                                                                                                                                                                      | 证监会注册、交易所审核，无发改委前置推荐                                                                  | 交易所审核/挂牌转让，产品登记由基金业协会履行，链条更短                                                                                                                        |
| 行业准入    | 强制清单制，必须纳入《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）》，共15大类，包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、租赁住房、水利设施、文化旅游基础设施、消费基础设施、商业办公设施、养老设施、城市更新设施（老旧街区、老旧厂区更新改造项目，以及涵盖上述多种资产类型的城市更新综合设施项目）、其他。 | 主要面向具有稳定经营现金流的商业不动产，包括购物中心、商业综合体、办公楼、酒店等。城市更新领域主要适配商业街区改造、存量商业升级、历史文化街区商业化运营等市场化经营资产。 | 无强制行业清单，底层为持有型不动产即可，覆盖基础设施、商业物业、产业园、保租房全品类。对于城市更新，适配范围最宽，可承接处于培育期、暂未达公募标准的各类城市更新资产，作为公募前的孵化载体                                                       |
| 权属与合规   | 1. 权属相关要求：权属清晰并取得相关权属证明文件；资产完整、范围明确；可转让性无障碍；不存在抵押、质押等权利负担（基金成立后能够解除的除外）；<br>2. 合规相关要求：符合国家战略、发展规划、产业政策；关键合规手续齐备（立项/规划/用地/环评/消防/竣工）；土地实际用途原则上和权证、规划相符，不一致需要披露原因、风险缓释；经营资质合法有效等                              |                                                                                       | 1. 权属相关要求：权属清晰，资产范围明确，具有可处置性，并完成了相应的权属登记（如适用）；可转让性无障碍，若存在相关限制转让情形，需取得相关主体的豁免或者同意；<br>2. 合规相关要求：关键合规手续齐备；土地实际用途原则上和权证、规划相符，不一致需要披露原因、风险缓释；经营资质合法有效等。 |
| 运营成熟度   | 1. 成熟稳定的运营模式；<br>2. 独立运营，不依赖原始权益人及其关联方；<br>3. 原则上运营3年以上，投资回报良好                                                                                                                                             |                                                                                       | 1. 成熟稳定运营模式，且已经开始运营；运营时间可低于1年，但需说明运营稳定性，实务常见1-2年；<br>2. 经营合同符合相关合同等级备案的管理规定，若未登记需披露原因、风险缓释；<br>3. 产生的现金流应当能够覆盖不动产项目运营支出                             |
| 现金流     | 1. 最近3年平均净利润或者经营性净现金流为正；<br>2. 租赁类，最近3年出租率较高，租金收缴良好；收费类，最近3年产能利用率、使用率较高，或者使用需求充足稳定；<br>3. 现金流应基于真实、合法经营产生；原则上不依赖第三方补贴；具有独立性，已产生持续、稳定现金流；来源合理分散。                                                            |                                                                                       | 现金流应基于真实、合法经营产生；原则上不依赖第三方补贴；具有独立性、持续性、稳定性，最近三年存在异常波动，需披露原因和合理性；来源合理分散。无其他硬性指标门槛                                                                     |
| 收益率     | 取消之前IRR不低于5%、分派率不低于3.8%的要求，改为以国债收益率为锚定基准：租赁型资产未来2年每年净现金流分派率≥10Y国债收益率+150bp；收费型资产基金存续期内部收益率（IRR）≥10Y国债收益率+300bp                                                                                             |                                                                                       | 无统一硬性门槛                                                                                                                                             |
| 首发规模/扩募 | 首发：首发原则不低于10亿元（租赁住房不动产项目和养老设施不动产项目不低于8亿元）；<br>扩募：上市满 6 个月方可申报；需履行变更注册、持有人大会表决，募集                                                                                                                           |                                                                                       | 首发：无硬性要求；<br>扩募：扩募机制灵活，挂牌后即可申请，无强制间隔期；沿用原有专项计划增发证券份额，纳入新增                                                                                           |

资料来源：发改委，证监会，交易所，远东资信整理

### 三、城市更新资产适配性分化，哪些资产能够走通？

城市更新并非单一标准化底层资产品类，而是覆盖产业载体、仓储物流、商业空间、居住社区、市政基建、文旅生态等多业态的存量改造集合。不同更新场景在权属结构、合规完备性、运营成熟度、现金流质量与资产规模上差异显著，对应REITs适配度呈现明显分层。

结合前述公募REITs底层资产准入框架，判断城市更新项目能否发行公募REITs的核心，不在于项目是否属于城市更新政策范畴，而在于改造完成后能否形成权属清晰、手续完备、独立运营、现金流持续稳定且具备良好收益的标准化经营性资产。

### （一）高适配资产：产权集中、运营成熟，可直接对接公募 REITs

从各类更新场景来看，老旧厂区改造的产业园、仓储物流设施、成熟的保障性租赁住房、环保设施及规模化新能源资产，是与 REITs 适配度最高的资产类型。这类资产的核心共性在于能够形成独立完整的经营性资产载体，具备扎实的市场化现金流基础，高度契合公募 REITs“权属清晰、合规完备、运营成熟、收益稳定”的底层资产核心要求。具体来看，产业园区、老旧厂房与仓储物流设施多由国有平台或产业主体集中持有，产权边界清晰，改造后可形成标准化的产业载体、研发办公空间及物流仓储设施，收入以厂房、办公、仓储租金为主，市场化程度高、持续性强。保障性租赁住房租金水平虽受政策限价约束，但需求刚性、出租率稳定，长期运营属性突出。环保设施与新能源资产具备明确的使用者付费机制，可通过处理服务费、发电收入、综合能源服务收入等形式形成持续稳定的现金流。

整体而言，这类资产在补齐运营年限、收益指标、规模门槛等要求后，从城市更新资产向公募 REITs 底层资产的转换路径相对顺畅，是未来城市更新 REITs 发行的核心主力。

### （二）中高适配资产：具备较强证券化潜力，但仍需整合培育

中高适配资产主要包括老旧商业街区、老旧批发市场、存量住宅及公寓改造、TOD 综合开发、公共停车设施、医疗设施更新、养老托育设施以及历史街区等部分市场化经营资产。与高适配资产相比，这类项目同样具备明确的经营价值和现金流来源，但往往存在一个或多个影响公募发行的结构性短板。其中，老旧商业街区、批发市场等商业更新项目通常具有较好的租金和运营收入，但多业主分散持有较为普遍，资产整合成本较高；存量住宅、公寓改造可以形成集中式租赁住房，但往往需要通过收购、长期租赁等方式完成资产整合，完整取得不动产权属存在一定难度。TOD 综合开发的资产质量较高，但开发建设周期较长、资产形成链条复杂，需要在项目建成并经过充分运营后才能满足公募要求。公共停车设施产权或经营权通常较为明确，但单体资产规模和收费标准可能限制其收益水平，需要通过规模化打包提高证券化能力。医疗、养老托育等项目则需要进一步区分公益性与市场化经营部分，并解决单体规模偏小等问题。

整体而言，这类资产并非缺乏公募路径，而是需要经过产权整合、资产归集、运营培育和规模扩充等环节后，才能进一步满足公募 REITs 要求。在培育阶段，机构间 REITs 等产品可以承担资金退出和资产培育功能，为后续公募发行创造条件。

### （三）中、低适配资产：权属、公益属性或现金流约束突出，当前直接公募难度较大

中、低适配资产主要包括城中村整治、完整社区、地下空间开发、地下管网更新、文体设施提升、历史街区保护利用、古建及文化资产活化、生态修复及公园提升、海绵城市及绿色设施等。这类资产并非完全不具备经营价值，但与公募 REITs 标准化底层资产之间仍存在较明显距离。一类是权属和资产边界较为复杂。城中村更新往往涉及集体土地、村民私产等多元权利主体，历史街区和古建活化还叠加文物保护、公房及居民产权等约束，地下空间则受到确权登记和产权边界等问题影响。这类项目即使具备一定经营收入，也较难快速形成完整、独立、可转让的底层资产。另一类是经营性现金流不足或公益属性较强。完整社区、地下管网、生态修复、公园及部分文体设施主要承担公共服务功能，收入更多来自政府付费、公共服务收费或少量配套经营性收入，市场化程度不足；海绵城市及部分绿色基础设施目前商业模式也尚未充分成熟。在这种情况下，即使项目本身具有较高的社会价值，也不意味着能够形成满足 REITs 分派要求的经营性资产。

整体而言，对于这类资产，当前更适合采取“剥离经营性资产+非公募产品培育”的思路，对于其中能够独立确权并形成稳定现金流的部分，可以通过机构间 REITs 等方式进行盘活和培育；对于公益属性过强、无法形成独立经营现金流的部分，则仍需依靠财政资金、专项债或其他融资工具解决，而不宜将 REITs 作为城市更新整体投资的通用融资工具。

#### （四）综合类更新项目：从“项目整体申报”转向“经营性资产拆分组合”

实务中城市更新项目普遍具备多业态复合特征，通常同时涵盖产业载体、商业物业、租赁住房、停车配套、公共服务、地下空间、生态设施等多元功能与资产形态。因此，综合类城市更新项目的 REITs 适配性，不能以项目整体笼统判断，而应回归 REITs 底层资产的核心准入标准，重点评判更新完成后能否形成权属清晰、资产完整、用途合规、手续齐备、独立运营、现金流稳定且具备相应规模的经营性资产单元。

从实操路径看，综合类项目更适配“分层拆分+同类组合”的资产组织模式，按资产属性与成熟度分类施策：对于产业园、仓储物流、保障性租赁住房、市场化商业办公、停车设施、环保及新能源等具备明确经营属性与稳定市场化现金流的资产，可结合权属状况与运营成熟度进行筛选、归集与组合，形成独立可核算的 REITs 资产包；对于市政道路、公共服务设施、生态空间等公益属性突出、缺乏独立经营性现金流的资产，不宜强行纳入 REITs 底层资产，其建设与运营投入应通过财政资金、地方政府专项债等其他渠道解决；对于经营基础较好，但暂存在运营年限不足、资产规模偏小、权属待整合等短板的资产，可先通过机构间 REITs 等非公募产品完成盘活与培育，待条件成熟后再择机申报公募 REITs。

需要明确的是，综合类项目的资产组合并非简单的业态“拼盘”，必须严格满足底层资产的完整性与独立性要求。对于连廊、配套停车位、共用设备设施等与主体物业不可分割的附属资产，应遵循资产完整性原则统筹纳入；对于存在关联交易、主体依赖、利益输送等情形的项目，需重点规范公允运营、利益冲突隔离与现金流独立性问题。同时，综合类项目通常改造投入规模大、资产形成周期长，估值与现金流测算需充分考量历史资本开支与后续改造运营投入，避免将改造带来的短期价值增值简单等同于长期可持续经营收益。

整体而言，综合类城市更新与 REITs 的结合，本质并非将整个更新项目“一次性装入 REITs”，而是从综合项目中识别、拆分并归集符合证券化标准的经营性资产。成熟优质资产可直接对接公募 REITs，培育期资产可通过机构间 REITs 承接孵化，最终形成“资产筛选-整合培育-机构间盘活-公募退出-扩募再融资”的全周期分层路径，将综合更新项目中的多元存量资产转化为可持续运营、可证券化的标准化资产包。

表 3：城市更新项目与 REITs 适配度

| 城市更新方向        | 细分更新场景      | 可盘活/形成的底层资产               | 权属分析                                        | 资产运营及现金流来源                  | 现金流市场化程度 | REITs适配度 | 主要制约因素                                                                              |
|---------------|-------------|---------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------|----------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 一、产业及经营空间更新   | 老旧厂房改造      | 产业园、科创园、制造业园区、研发办公载体      | 较优；多数为国有工业用地或企业自有资产，产权相对集中；部分存在历史用地、改扩建手续瑕疵 | 厂房租金、研发办公租金、物业服务收入、园区运营服务收入 | 高        | ★★★★★高   | 改造相关合规手续闭环；出租率、产业导入稳定性；需形成独立运营主体与稳定现金流；完整物权可申报公募，仅经营权适合机构间REITs孵化                   |
|               | 老旧工业园区升级    | 标准厂房、产业园区、园区配套商业及基础设施     | 一般；部分园区多主体分割持有，产权分散，需开展资产归集整合               | 厂房租金、配套商业租金、园区运营服务费         | 高        | ★★★★★高   | 产权整合协调成本；土地用途、历史遗留手续瑕疵；需满足资产规模、运营年限、经营性净现金流为正的监管要求                                  |
|               | 闲置仓储、物流设施改造 | 物流园、普通仓储、冷链仓储设施           | 较优；具备清晰不动产权属，可形成独立经营资产                      | 仓储租金、物流服务收入、物业管理收入          | 高        | ★★★★★高   | 区位与货流条件；改造投入较大；需达到规模化，满足公募首发规模门槛                                                    |
|               | 老旧商业街区改造    | 商业街、特色商业空间、消费场景空间         | 一般；多业主分散产权较为常见，部分项目依靠长期租赁实现统一运营             | 商铺租金、物业费、运营分成、消费场景收入        | 高        | ★★★★中高   | 消费业态与客流稳定性；产权收购整合成本；仅依靠长期租赁经营权难以申报公募REITs，优先机构间REITs先行孵化                            |
|               | 老旧批发市场升级    | 专业市场、交易中心、商业运营空间          | 一般；整体经营体系成熟，但底层铺位产权存在分割情况                   | 铺位租金、交易服务费、运营收入             | 中高       | ★★★★中高   | 传统业态转型升级压力；租户结构稳定性；改造资本开支较高                                                         |
|               | 社区商业空间更新    | 社区商业中心、便民商业设施             | 一般；单体资产规模偏小，普遍存在产权分散问题                      | 商铺租金、社区服务收入                 | 中        | ★★★中     | 单项目评估规模不足，无法单独申报公募；需多项目片区打包，培育阶段优先机构间REITs                                          |
| 二、居住及社区空间更新   | 保租房建设及改造    | 保障性租赁住房、人才公寓、集中式长租公寓      | 较优；国有平台持有项目产权大多清晰完整；部分存量改造项目需整合物业           | 长租租金收入                      | 中        | ★★★★★高   | 租金受政策限价约束；需满足规模、运营年限、收益稳定性；完整物权方可申报公募，长租经营权模式走机构间REITs；公募申报对原始权益人主体业务隔离有合规要求        |
|               | 存量住宅、公寓改造   | 集中式租赁住房                   | 一般；大多依靠收购、长期租赁完成整合，完整获取物权难度大                | 公寓租金收入                      | 中高       | ★★★★中高   | 产权获取成本高；仅租赁经营权适合机构间REITs；公募REITs需完成不动产所有权过户确权；普通商品住宅不得直接入池，改造后需取得保障性租赁住房项目认定书方可申报公募 |
|               | 城中村整治改造     | 集中式租赁住房、青年社区、配套商业         | 较弱；涉及集体土地、村民私产，多主体权属交织复杂                    | 租金收入、商业配套收入                 | 中        | ★★★中     | 集体土地政策约束；改造成本高，多方利益协调难度大；完成土地转性确权后才具备公募基础，公募落地案例极少，优先机构间REITs孵化                     |
|               | 完整社区建设      | 社区服务空间、便民商业、养老托育设施        | 一般；涉及多部门、多主体的公共服务类资产                        | 商业收入、服务收费                   | 中        | ★★★较低    | 整体公益属性较强，仅剥离后的配套经营性资产具备入池可能性；主体公服资产不适合REITs                                         |
| 三、交通及城市基础设施更新 | TOD综合开发     | 轨道交通上盖物业、车辆基地综合开发、商业办公综合体 | 较优；轨交集团、城投平台统筹拿地建设，主体控制力较强                  | 办公租金、商业租金、物业收入              | 高        | ★★★★中高   | 开发建设周期长，资产形成链条复杂；全部竣工并具备成熟运营历史数据后方可申报；成熟运营后已有地铁上盖物业获批商业不动产REITs案例                   |
|               | 公共停车设施建设    | 停车场、立体停车设施                | 较优；物权或特许经营权通常可明确                            | 停车收费、广告收入                   | 中        | ★★★★中高   | 单项目收益有限，需规模化打包；物权资产适合公募，纯经营权优先机构间REITs；部分区域停车收费受政府指导价约束                             |
|               | 地下空间开发      | 地下商业、地下停车、综合利用空间          | 一般；各地地下空间确权、登记实操口径不统一，权属边界模糊                | 停车费、租金、经营收入                 | 中        | ★★★中     | 不动产确权登记、资产处置规则不完善；公募申报障碍较多，适合机构间REITs试点探索                                           |
|               | 地下管网更新      | 综合管廊、智慧管网                 | 较优；多为国有资产，但经营性不足                            | 设施使用费、政府付费、运营服务费            | 低        | ★★★中     | 公益属性较强；市场化经营性现金流不足；纯管网/综合管廊公募REITs尚无成熟案例，需具备稳定使用者付费机制                               |
| 四、公共服务及文旅空间更新 | 医疗设施更新      | 医疗服务设施、康养物业载体             | 较优；不动产产权通常清晰，但需区分公益床位与市场化康养板块               | 租赁收入、市场化医疗康养服务收入            | 中        | ★★★★中高   | 底层现金流应为物业租赁收入，医疗诊疗服务收入不得直接入池；纯公益医疗板块不能入池，需剥离公益性资产，形成独立市场化可运营资产包                     |
|               | 养老托育设施改造    | 养老社区、托育中心                 | 一般；产权可做到清晰，但单体项目体量普遍偏小                      | 服务收费、运营收入                   | 中        | ★★★★中高   | 单体资产规模不足，需连铸多项目打包；养老设施首发评估净值原则上不低于8亿元；普惠公益与市场化业务需做好资产隔离                             |
|               | 文体设施提升      | 体育场馆、文化空间                 | 较优；产权多归属国有，但经营性占比低                          | 场馆运营收入、商业配套收入               | 中低       | ★★★中     | 本体公益属性强；仅配套经营性资产具备REITs入池潜力，主体场馆较难单独申报；市场化运营体育场馆可纳入消费基础设施范畴                         |
|               | 历史街区保护利用    | 文旅商业街区、特色消费空间             | 较弱；叠加文保建筑、公房、居民私产，多重权属约束                    | 商业租金、文旅消费收入、运营收入            | 中        | ★★★中     | 文物保护红线约束；产权整合难度大；文旅经营收益波动明显，公募落地难度高，优先机构间REITs孵化                                    |
|               | 古建及文化资产活化   | 文旅运营载体                    | 较弱；文保资产存在法定转让处置限制，资产边界复杂                    | 门票收入、商业租赁、文旅运营收入            | 中低       | ★★★中     | 文保资产处置受限；经营收益稳定性不足，以机构间REITs为主要探索路径                                                 |
| 五、生态绿色及新能源更新  | 环保设施更新      | 污水处理、垃圾处理、固废处理设施          | 较优；不动产产权或特许经营协议清晰完整                         | 处理服务费、政府付费、运营收入             | 中高       | ★★★★★高   | 特许经营剩余期限充足；PPP项目需纳入全国PPP综合信息平台；现金流需具备可预测性与稳定性                                       |
|               | 生态修复及公园提升   | 城市公园、生态休闲空间               | 一般；土地权属国有，但经营权边界模糊，以公益功能为主                  | 少量配套商业、场地运营服务收入             | 低        | ★★★较低    | 整体公益属性占主导；主体生态资产不适合REITs，仅剥离后的配套经营性资产存在入池可能性                                        |
|               | 海绵城市、绿色设施   | 绿色基础设施                    | 一般；资产边界划分困难，收益模式尚不成熟                        | 政府付费、设施运营服务费                | 低        | ★★★中     | 商业模式成熟度不足；现金流高度依赖政府购买服务；需核查是否属于基建REITs支持范畴                                          |
|               | 新能源绿色资产     | 分布式光伏、充换电设施、综合能源设施        | 较优；资产及收益权边界较容易明确                            | 发电收入、能源服务收入                 | 高        | ★★★★★高   | 需达到规模化运营；用地手续合规；分布式光伏以机构间REITs实践为主，集中式电站可走公募REITs；需区分不动产本体与设备类资产                    |

注：REITs 适配度划分：高：资产若完成确权、合规闭环、运营指标达标，既可以走公募 REITs 申报，也可走机构间 REITs 路径；中高：存在部分短板，整改完善后具备公募潜力；培育期优先机构间 REITs 孵化；中：公募 REITs 障碍较多，优先机构间 REITs 作为孵化载体，公募难度大；较低：现金流、权属、政策约束突出，REITs 路径可行性弱。

资料来源：发改委，公开信息整理，远东资信整理

## 四、总结

本文从制度基础、市场现状与资产适配性三个维度，系统分析了城市更新项目发行 REITs 的基础条件。核心结论如下：

第一，制度通道已通。随着 2025 版 REITs 行业范围清单将“城市更新设施”正式纳入、商业不动产 REITs 试点落地、机构间 REITs 制度完善，城市更新经营性资产进入 REITs 已具备多层次、多路径的制度接口。基础设施 REITs 与商业不动产 REITs 双轨并行，分别覆盖偏公共属性与纯市场化经营的城市更新资产。

第二，市场基础已有。产业园、消费基础设施、保障性租赁住房三大品类已形成约 763 亿元的先行资产池，华夏金隅智造工场、汇添富上海地产租赁住房、创金合信北京国资公司三只 REITs 相继落地，分别验证了“工改工”、“新建+商改保”以及商业不动产 REITs 框架下“历史街区更新+科创办公”等模式的可行性。

第三，适配性分层是关键。“能不能发 REITs”不取决于项目是否属于城市更新政策范畴，而取决于改造完成后能否形成标准化的经营性资产。老旧厂区改造产业园、保障性租赁住房等高适配资产可直接走通；老旧商业街区、历史街区更新等中高适配资产需整合培育；完整社区、生态修复、历史保护等中、低适配资产当前公募难度较大。

第四，“路径已通”不等于“资产已就”。制度通道打开只是第一步，城市更新资产与公募 REITs 产品要件之间存在系统性差距：公益与经营属性错配、产权合规的历史包袱、运营培育周期长、资产天然碎片化、估值不确定性等，仍是制约规模化发行的现实约束。这些堵点具体体现、落地项目如何识别与缓释相关风险，将在下篇《城市更新与 REITs（下篇）：为何发的少？——从项目落地到扩容破局》中展开分析。

### 【作者简介】

王娜，远东资信研究院研究与发展部研究员，中国科学技术大学金融硕士。

### 【关于远东】

远东资信成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构，是中国大陆首家加入亚洲资信评估协会（ACRAA）的评级机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信多次参与中国人民银行、国家发展改革委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

步入新时代，远东资信深入贯彻落实国家战略部署，坚守“服务金融市场，助力信用中国”使命，秉承“独立、客观、公正”的评级原则，助力信用中国高质量建设与信用评级国际话语权提升，铸就国际权威的民族品牌信用服务机构。



### 远东资信评估有限公司

网址: [www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址: 北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话: 010-57277666

#### 上海总部

地址: 上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话: 021-61428000

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。