

INDUSTRY RESEARCH REPORT

REITs 常态化与负面清单新政下的四川 存量资产退出

入口、出口与边界同时合拢，四川 54 宗挂牌标的的退出路径与估值重构

制作单位：四川省城市更新专业委员会（SUR）

报告编号：SUR-RPT-202609-A598 · 2026 年 09 月

内容说明：原文完整收录，SUR 智库精美重排

SUR 成员企业内参 · 仅供内部参考

SUR 导读

这份报告处理的是一个具体问题：当 REITs 常态化与城市更新专属贷款在同一季度落地，四川手里的存量资产该怎么定价、由谁接手。它不做政策宣讲，而是把三个文件的真实作用拆开看，贷款品种管入口，REITs 管出口，负面清单管边界，并指出贷款审批逻辑已经由抵押物估值转向项目现金流是否成立。成员手里若有改造后的商业体、街区或园区，报告给出的五条退出路径与各自约束可以直接对照自查；运营方可以关注司法处置与折价挂牌中的错杀资产窗口；投资方则要留意报告所称本轮最大的预期差，即三四线资产的流动性重估。阅读时建议带两个视角：用报告的四分法给自己的资产组合做一次归类，把消费基础设施 REITs 的分派率区间当成挂牌定价的参照系。数据基础是四川省存量资产交易信息中心的 54 宗在册标的，样本截至 2026 年 9 月末，结构性结论可用，单宗标的的尽调仍需自行完成。

核心要点

- 01 2026 年三季度政策闭环合拢：贷款管入口、REITs 管出口、负面清单管边界。
- 02 《城市更新项目贷款管理办法（试行）》设八类用途正面清单，审批看项目现金流而非抵押物。
- 03 消费基础设施 REITs 分派率集中在 4.5%-6% 区间，反向成为存量资产交易的价格锚。
- 04 四川在册有效标的 54 宗，成渝双核合计 37%，三四线标的合计超过六成。
- 05 同一栋商业体能否讲出 REITs 要求的现金流故事，估值可能相差 30% 以上。
- 06 运营方的机会在司法处置与折价挂牌中的错杀资产，地段不差而死于原业主现金流。

本报告由 SUR 智库整理制作，正文为原始报告完整内容；导读与要点由 SUR 智库提炼。供 SUR 成员企业内部参考，转载请注明出处。

REITs 常态化与负面清单新政：四川存量资产的退出通道与估值逻辑

引言：退出通道明朗化的一个月

2026 年 9 月下旬，两则政策信号在同一个月落地，共同指向存量资产市场最关键的一环——退出。

其一，基础设施 REITs 进入常态化发行阶段。监管部门明确 2026 观点商业年会将于 11 月在上海举办，设零售消费峰会、不动产投资峰会等专场，REITs 扩募与新资产类别扩容成为行业议程主线。常态化意味着 REITs 从"试点特批"转为"通道产品"，存量资产证券化的制度摩擦显著下降。

其二，《城市更新项目贷款管理办法（试行）》出台，设立城市更新专属贷款品种，覆盖八类用途，同时以负面清单和封闭管理机制将风险防控嵌入产品设计。这份文件的价值不在"给钱"，而在"立规"——它第一次以规章形式划清了城市更新融资的合规边界：什么能贷、什么不能贷、钱怎么管。

两个信号叠加，回答的是存量资产持有者最关心的三个问题：钱从哪来（贷款品种）、怎么退（REITs）、什么不能做（负面清单）。本报告结合四川省存量资产交易信息中心的独家挂牌数据，拆解新政下的退出通道结构与资产估值逻辑。

一、政策拆解：三个文件各自的真正作用

1.1 REITs 常态化：从"有没有通道"到"通道有多宽"

REITs 常态化发行的核心变化有三个：

资产类别扩容。早期 REITs 集中在产业园区、仓储物流、保障性租赁住房，2025 年起消费基础设施（购物中心、社区商业）批量入市，2026 年扩至文旅、市政配套类资产。对城市更新而言，这意味着改造后的商业体、街区、园区第一次有了标准化的退出出口。

扩募机制成熟。已上市 REITs 可以通过扩募持续装入新资产，原始权益人（往往是地方国资或运营商）获得"改造—培育—装入—再改造"的滚动开发能力。华润、万达等头部商管已在用这一机制做资产组合的动态调仓。

定价基准形成。REITs 二级市场的分派率要求（消费基础设施目前集中在 4.5%-6% 区间）正在反向成为存量资产交易的价格锚。买方按 REITs 可接受的收益率倒推出价，卖方按此管理预期——挂牌市场的价格发现效率因此提高。

1.2 贷款管理办法：负面清单比额度更重要

《城市更新项目贷款管理办法（试行）》的产品设计可以概括为"八类用途正面清单 + 负面清单 + 封闭管理"：

- **八类用途正面清单**明确了可贷范围：老旧小区改造、老旧厂区转型、老旧街区提升、历史建筑保护修缮、既有建筑活化利用、基础设施补短板、公共服务设施完善、生态修复。
- **负面清单**划出了禁入区：借城市更新名义行房地产开发之实的项目、纯土地整理类项目、无稳定现金流的形象工程。
- **封闭管理**要求贷款资金按项目闭环运作，防止挪用。

对持有存量资产的企业，这份文件的实操含义是：贷款审批的逻辑从"抵押物值多少钱"转向"项目现金流是否成立"。能讲清楚更新后现金流的项目获得资金，讲不清楚的被负面清单挡在门外。这把"运营方案前置"从倡导变成了硬约束。

1.3 政策组合的全景：一进一出—规矩

把三个信号放在一起看，政策组合的全景是：

入口端——贷款品种解决"改造钱从哪来"；**出口端**——REITs 常态化解决"改完怎么退"；**规则端**——负面清单解决"什么不许做"。存量资产的政策闭环在 2026 年三季度基本合拢。此前制约社会资本进入城市更新的最大不确定性（退出无门）正在消除，重庆社会资本投资占比达 63% 的样本（参见 SUR 深度解读《重庆城市更新：社会资本投资占比 63% 的合伙逻辑》）正是在这一背景下发生的。

二、四川存量资产挂牌市场：54 宗标的的结构画像

四川省存量资产交易信息中心（SUR 运营）持续追踪西南联合产权交易所等公开平台的挂牌信息。截至 2026 年 9 月末，在册有效标的 54 宗，区域分布如下：

区域	标的数	占比
成都市	13	24%
重庆市	7	13%
南充市	6	11%
德阳市	5	9%
省内其他地区	5	9%

区域	标的数	占比
攀枝花市	3	6%
广元市	3	6%
内江市	3	6%
其他市州	9	17%

从这批数据可以读出三个结构性特征：

特征一：成都重庆双核占近四成，但三四线占比过半。 成都 13 宗、重庆 7 宗合计 37%，南充、德阳、攀枝花、广元、内江等三四线标的合计超过六成。存量资产的供给主体已经下沉——这与 REITs 扩容后"小而美"资产（社区商业、县域商业体）获得退出通道直接相关。此前三四线资产因流动性差被机构回避，通道打开后流动性溢价将重估。

特征二：商铺类标的占据主流，价格带两极分化。 样本中既有成都锦江区静渝路 9880 元级别的小微商铺，也有重庆沙坪坝 910 万元级别的临街资产。低价标的主要对应个人与小微企业买家，高价标的对应机构与国资平台——两个市场的定价逻辑完全不同：前者看租金回报与自用价值，后者看资产证券化前景。

特征三：司法处置与产权交易所双轨供给。 挂牌来源中产权交易所（西南联交所）与司法处置平台并存。司法处置标的存在折价机会但尽调复杂度高，适合专业处置机构；交易所标的权属清晰、流程规范，适合追求确定性的产业买家。

三、退出通道的五种路径与适用资产

结合新政与四川市场现状，存量资产的退出通道可归纳为五种，各自的适用资产与关键约束如下：

路径一：REITs 发行/扩募。 适用：现金流稳定的商业体、园区、保租房、文旅资产。关键约束：资产权属绝对清晰、运营满 3 年、现金流覆盖分派率要求。这是"重资产退出"的主通道，但门槛最高。

路径二：大宗交易（机构对机构）。 适用：核心区优质商业、写字楼。买方以险资、外资基金、国资平台为主。REITs 二级市场分派率正在成为大宗交易的定价锚——卖方报价若显著高于"REITs 可装"估值，成交周期会大幅拉长。

路径三：产权交易所公开挂牌。 适用：中小体量商铺、办公、厂房，尤其是国资背景资产的合规退出。西南联交所数据显示这类标的的买家以本地产业资本为主，看重自用价值与区域租金回报。

路径四：司法处置与 AMC 通道。 适用：涉诉、抵押违约资产。全国性 AMC 与地方资管公司是主要买家，折价收购后通过改造重组实现价值修复。对运营方而言，这也是低成本获取改造标的的渠道。

路径五：城市更新贷款 + 运营持有。 严格说这不是退出，而是"不退出"的选项——用专属贷款完成改造，通过运营现金流持有增值。负面清单时代，这条路的合规门槛最清晰，适合有运营能力的持有者。

四、估值逻辑的重构：从重置成本到现金流贴现

新政对估值体系的深层影响，是定价基准从"土地与建安的重置成本"切换到"运营现金流的贴现值"。三个实操推论：

推论一：可 REITs 化的资产将获得估值溢价。 同一栋商业体，能否讲出符合 REITs 要求的现金流故事，估值可能相差 30% 以上。资产评估的第一问从此变成"三年后能否装入 REITs"。

推论二：负面清单外的资产流动性折价扩大。 被负面清单排除的项目类型（类地产开发、无现金流形象工程）将失去贷款支持，接盘方减少，折价加深。持有者应尽早对资产组合做"负面清单体检"。

推论三：运营方案的估值权重超过改造方案。 贷款审批与 REITs 审核的共同焦点都是运营现金流。一份扎实的运营方案（租户结构、租金模型、运营成本、分派测算）对估值的贡献，已经超过改造设计本身。这与 SUR 一贯主张的"运营前置是财务可行性的第一道分水岭"互为印证。

五、对四川市场主体的四条行动建议

对资产持有方（国企平台、业主企业）：按"可 REITs 化 / 可大宗 / 可挂牌 / 需处置"四分法梳理资产组合，对负面清单做合规体检；挂牌定价参照 REITs 分派率区间反向校准，避免因报价脱离现金流现实而长期流拍。

对运营方：低成本获取标的的窗口正在打开——司法处置与折价挂牌中的"错杀资产"（地段不差、死于原业主现金流而非资产本身）是运营能力变现的最佳标的。万达商管"因型施治"盘活 41% 存量调改的案例说明，分级分类接管是可行路径。

对投资方：三四线"小而美"资产的流动性重估是本轮最大的预期差。社区商业、县域商业体在 REITs 扩容后第一次有了机构化退出想象，而当前挂牌价格仍按"无退出"逻辑定价。

对政府与行业组织：城市更新项目库的建设质量将直接决定贷款品种的落地效率。建议参照贷款管理办法的八类用途对项目库做结构化标注，让金融机构可以按图索骥。

结语

2026 年三季度，存量资产市场的政策拼图基本完整：贷款品种解决入口、REITs 常态化解决出口、负面清单解决边界。市场从"政策等待期"进入"执行分化期"——同样的政策环境，能把运营现金流讲清楚的资产获得重估，讲不清楚的继续折价。四川省存量资产交易信息中心的挂牌数据将持续追踪这一分化过程，本报告也将按季度更新市场结构变化。

数据来源：四川省存量资产交易信息中心（SUR 独家统计，样本截至 2026 年 9 月末）；住房和城乡建设部公开文件；公开市场信息。