Finance 金融, 2026, 16(6), 649-656
Published Online November 2026 in Hans. https://www.hanspub.org/journal/fin
https://doi.org/10.12677/fin.2026.166064

Hans汉斯

中国公募REITs市场建设：发展现状、治理瓶颈与改革方向

陈晓燊，黄雅玲，寇冬瑞，王　跃*

浙江农林大学经济管理学院，浙江　杭州

收稿日期：2026年8月31日；录用日期：2026年9月16日；发布日期：2026年11月3日

摘　要

自2020年启动试点以来，中国公募REITs市场持续扩容，发行机制逐步完善，底层资产类型不断丰富。随着市场由试点运行转向常态化发展，公募REITs在盘活存量资产和畅通投融资循环中的作用日益凸显。本文在梳理中国公募REITs发展历程的基础上，从一级市场发行、二级市场价格和流动性等方面分析其市场运行特征，并进一步考察制约市场长期发展的治理瓶颈。研究发现，当前中国公募REITs已经形成一定市场规模，但二级市场仍存在交易活跃度下降和产品流动性分化等现象。同时，公募REITs在法律制度基础、税收中性机制、产品架构与审核机制以及治理约束与主动管理等方面仍存在不足。为推动公募REITs由规模扩张向高质量发展转变，应进一步完善法律制度体系和全生命周期税收安排，优化产品架构与审核机制，并强化利益冲突约束和基金管理人的主动管理能力。本文的分析可为完善中国公募REITs制度体系、提高市场运行效率和推动市场长期健康发展提供参考。

关键词

公募REITs，基础设施，存量资产，制度建设

Building China’s Public REITs Market: Development Status, Governance Constraint, and Reform Directions

Xiaoshen Chen, Yaling Huang, Dongrui Kou, Yue Wang*

College of Economics and Management, Zhejiang A&F University, Hangzhou Zhejiang

Received: August 31, 2026; accepted: September 16, 2026; published: November 3, 2026

*通讯作者。

文章引用: 陈晓燊, 黄雅玲, 寇冬瑞, 王跃. 中国公募 REITs 市场建设: 发展现状、治理瓶颈与改革方向[J]. 金融, 2026, 16(6): 649-656. DOI: 10.12677/fin.2026.166064

Abstract

Since the initiation of pilot programs in 2020, China's public REITs market has experienced sustained expansion, with progressive improvements in the issuance framework and continuous diversification of underlying asset types. As the market transitions from a pilot operation to a normalized development phase, public REITs have increasingly demonstrated their critical role in revitalizing existing assets and facilitating a virtuous cycle of investment and financing. This paper reviews the development history of China's public REITs, analyzes their market operating characteristics from the perspectives of primary-market issuance, secondary-market prices, and liquidity, and further examines the governance constraints on the long-term development of the market. The findings reveal that while China's public REITs have achieved a considerable market scale, the secondary market still exhibits phenomena such as declining trading activity and pronounced liquidity differentiation across products. Concurrently, significant deficiencies persist in the legal and regulatory foundation, tax neutrality mechanisms, product structuring and review procedures, as well as governance constraints and active management capabilities. To facilitate the transition of public REITs from scale-driven expansion to high-quality development, it is imperative to further refine the legal and regulatory system and the full-life-cycle tax arrangements, optimize product structures and review mechanisms, and strengthen conflict-of-interest constraints alongside the active management competencies of fund managers. The analysis presented in this paper offers valuable references for improving the institutional framework of China's public REITs, enhancing market operational efficiency, and fostering the sustainable and healthy development of the market in the long run.

Keywords

Public REITs, Infrastructure, Existing Assets, Institutional Development

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.
This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).
http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/
Open Access

1. 引言

基础设施是支撑经济社会运行和公共服务供给的重要基础，也长期是我国固定资产投资的重要领域[1]。2021~2025 年，我国全社会固定资产投资累计约 240 万亿元[1]，持续的大规模投资形成了大量存量资产。随着基础设施建设由增量扩张逐步向增量建设与存量盘活并重转变，如何提高存量资产利用效率、畅通投资资金循环的重要性日益上升。与此同时，基础设施项目普遍具有投资规模大、回收周期长的特点，长期依赖财政资金和银行信贷容易造成资金沉淀和期限不匹配，并加大经营主体的债务融资压力[2]。在此背景下，不动产投资信托基金(REITs)通过将具有稳定现金流的存量资产转化为可公开交易的金融产品，为盘活基础设施资产和拓宽长期资金来源提供了市场化路径。

自 2020 年我国启动基础设施领域公募 REITs 试点以来，市场建设持续推进。2021 年首批产品上市后，支持范围逐步扩大，扩募机制不断完善[3]；2024 年基础设施 REITs 进入常态化发行阶段，2025 年底商业不动产 REITs 试点启动，公募 REITs 由小范围试点逐步迈向常态化、多元化发展。截至 2026 年 6 月

[1]数据来源：https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202606/t20260604_1963893.html

21 日，全市场已上市 86 只公募 REITs，总募集资金规模约 2450 亿元 [2]。随着市场规模扩大和资产类型丰富，公募 REITs 的功能也由拓宽融资渠道进一步延伸至盘活存量资产和畅通投融资循环[4]，并由此服务于扩大有效投资和资本市场建设。

然而，市场扩容并不意味着治理体系已经成熟。随着公募 REITs 由试点转向常态化、底层资产类型不断扩展，扩募和主动管理等治理需求也随之增加，现有治理安排与市场长期发展的不适应逐渐显现，主要集中于法律基础、税收机制、产品架构与发行流程以及治理机制四个方面。如何使制度供给与公募 REITs 常态化、规模化发展相适应，已经成为市场进一步发展的重要问题。因此，本文在梳理我国公募 REITs 市场发展状况的基础上，同时引入代理委托理论和新制度经济学的分析框架来分析其主要治理瓶颈，并结合成熟市场经验探讨相应改革方向，以期为完善公募 REITs 制度体系、提升市场运行效率，进而推动市场长期健康发展提供参考。

2. 中国公募 REITs 市场发展现状

2.1. 中国公募 REITs 的发展历程

2.1.1. 起步阶段(2020~2021 年)

我国公募 REITs 的制度建设始于 2020 年的基础设施 REITs 试点，并在 2021 年实现首批产品上市。2020 年 4 月，中国证监会、国家发展改革委联合发布《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》[3]，正式启动基础设施 REITs 试点。同年 8 月，中国证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》[4]，对基金运作、资产投资和收益分配等作出基本规定。2021 年 6 月，首批 9 只基础设施公募 REITs 上市，公募 REITs 由制度设计进入实际运行 [5]。此后，国家发展改革委进一步完善项目申报要求并扩大试点支持行业，截至 2021 年末，上市产品增至 11 只 [6]。经过两年的制度探索和产品落地，我国公募 REITs 市场由此正式起步。

2.1.2. 扩围扩募阶段(2022~2023 年)

2022~2023 年，公募 REITs 的发展重点开始由首批项目试点转向扩大支持范围和建立扩募机制。2022 年《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》[7]，提出进一步发挥基础设施 REITs 盘活存量资产的作用，并推动建立扩募机制。2023 年，中国证监会进一步优化基础设施 REITs 发行相关制度，并将消费基础设施纳入支持范围。同年，首批 4 单扩募项目获批并完成上市 [8]，已上市 REITs 由此可以通过扩募购入新的底层资产。随着支持范围扩大和扩募机制落地，公募 REITs 开始突破首发后资产规模相对固定的限制，市场发展方式也由单次发行逐步向持续扩张转变。

2.1.3. 常态化发行阶段(2024~2025 年)

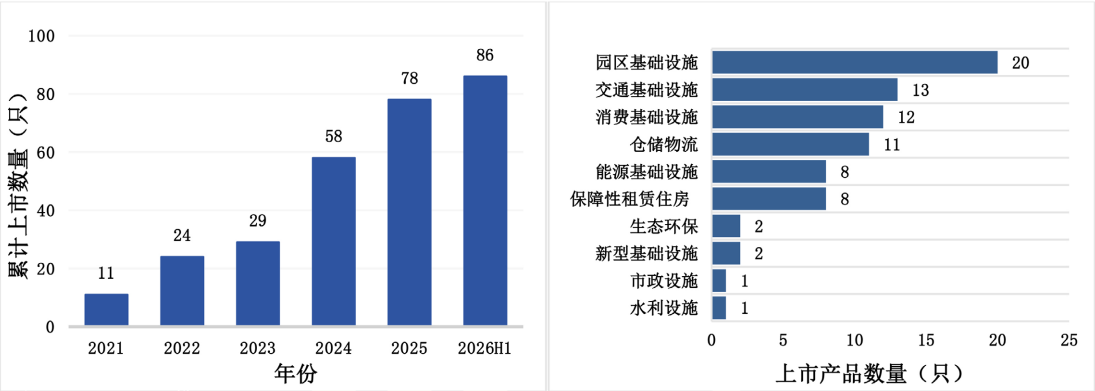
进入 2024 年后，基础设施 REITs 的发行逐步由试点转向常态化，市场覆盖范围也进一步扩大。2024 年 7 月，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目常态化发行的通知》[9]，对项目申报和发行机制进一步作出制度安排。伴随常态化发行推进，市场扩容速度明显加快。如图 1 所示，2024 年新增上市 29 只，2025 年新增 20 只。2025 年底，中国证监会推出商业不动产 REITs

[2]数据来源：https://www.cs.com.cn/xwzx/01/2026/07/11/detail_20260711100237773.html
[3]参考来源：https://www.ndrc.gov.cn/fzggw/jgsj/tzs/sjdt/202004/t20200430_1227465_ext.html
[4]参考来源：https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000722/content.shtml
[5]数据来源：https://news.cnstock.com/news,bwkx-202106-4719122.htm
[6]数据来源：https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c2114613/content.shtml
[7]参考来源：https://www.gov.cn/zhengce/content/2022-05/25/content_5692190.htm
[8]数据来源：https://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20230331_599625.html
[9]参考来源：https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202407/t20240726_1392006.html

试点，并发布推动 REITs 市场高质量发展的相关文件，公募 REITs 的底层资产范围由基础设施进一步延伸至商业不动产。经过这一阶段的发展，我国公募 REITs 由基础设施试点市场逐步向覆盖范围更广、发行机制更加稳定的市场体系转变。

2.1.4. 扩容提质阶段(2026 年至今)

2026 年以来，公募 REITs 市场在继续扩容的同时，制度建设也明显加快。2026 年 6 月，首批 4 只商业不动产 REITs 在上海证券交易所上市，合计募集资金约 203 亿元，商业不动产 REITs 正式进入市场运行 [10]。与此同时，基础设施 REITs 继续保持常态化发行，具体情况如图 1 所示。截至 2026 年 6 月 21 日，全市场已上市 86 只公募 REITs，总募集资金规模约 2450 亿元 [11]。制度层面，中国证监会 2026 年度立法工作计划 [12]明确提出配合推进《不动产投资基金管理条例》制定，并推动《证券投资基金法》修订。市场扩容与制度完善同步推进，标志着我国公募 REITs 开始进入基础设施与商业不动产并行发展的新阶段。



资料来源：根据公开资料整理。

Figure 1. Number of listed public REITs and distribution of underlying asset types
图 1. 基础设施公募 REITs 上市数量及底层资产类型分布

2.2. 发行与交易表现

2.2.1. 一级市场发行规模

Table 1. Number and issuance size of public REITs
表 1. 公募 REITs 发行数量和规模表

时间	新发行上市数量(只)	发行规模(亿元)
2021	11	364.13
2022	13	419.48
2023	5	170.92
2024	29	655.17
2025	20	407.93
2026 上半年	8	432.37
合计	86	2450

资料来源：同花顺 iFind。

[10]数据来源：https://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter//hotandd/c/c_20260618_10822885.shtml
[11]数据来源：https://www.cs.com.cn/xwzx/01/2026/07/11/detail_2026071110023773.html
[12]参考来源：https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7625742/content.shtml

我国公募 REITs 一级市场发行规模总体呈扩张趋势，但不同年份存在较为明显的波动。根据同花顺 iFind 统计(见表 1)，2021~2022 年发行规模分别为 364.13 亿元和 419.48 亿元，市场启动后发行规模稳步增长。2023 年发行规模降至 170.92 亿元，随后在常态化发行推动下明显回升，2024 年达到 655.17 亿元，为历年最高水平。2025 年发行规模为 407.93 亿元，2026 年上半年已达到 432.37 亿元，超过 2025 年全年水平。总体来看，随着发行机制逐步完善，我国公募 REITs 一级市场的融资能力明显增强，但年度发行规模仍具有一定波动性。

2.2.2. REITs 价格走势

中证 REITs 全收益指数覆盖不同类型的公募 REITs，并将现金分红计入指数收益，能够较为全面地反映公募 REITs 市场的整体收益变化。如图 2 所示，公募 REITs 上市初期表现较强，中证 REITs 全收益指数自 2021 年下半年持续上涨，并于 2022 年 2 月前后达到阶段性高点。此后，指数进入持续调整阶段，整体下行趋势延续至 2023 年末。2024 年市场明显回升，全年涨幅超过 10%，随后再次进入震荡调整。总体来看，我国公募 REITs 二级市场价格经历了上市初期快速上涨、持续回调和阶段性修复的变化过程，市场表现仍具有较为明显的波动性。



资料来源：东方财富网。

Figure 2. Trend of the CSI REITs total return index
图 2. 中证 REITs 全收益走势图

2.2.3. 二级市场流动性

成交额、换手率和 Amihud 非流动性指标分别反映市场交易规模、交易活跃程度和交易引致的价格冲击，可从不同角度观察公募 REITs 的二级市场流动性[5] [6]。2021 年，我国公募 REITs 日均成交额约为 1.7 亿元，2025 年增至 5.9 亿元 [13]，表明随着上市产品增加，市场交易规模明显扩大。同期，市场换手率却由 1.67%降至 0.67%[14]，说明交易规模增长并未带来相应的交易活跃度提升。Amihud 非流动性指标也呈上升趋势，其中位数由 2021 年的 3.5 升至 2026 年 5 月的 8.9，75%分位数由 6.5 升至 22.2[15]，表明单位交易引致的价格冲击有所增强，部分产品的流动性压力更加突出。总体来看，随着公募 REITs 市场持

[13]数据来源：https://stcn.com/article/detail/3978273.html#1
[14]数据来源：https://www.21jingji.com/article/20260610/herald/627734ff584153aa8b152f473fe50f08.html#2
[15]数据来源：https://news.10jqka.com.cn/20260625/c677694344.shtml

续扩容，二级市场成交规模不断增加，但交易活跃度有所下降，不同产品之间的流动性分化也更加明显。

3. 治理瓶颈分析

3.1. 法律基础仍不完善

专门法律制度不完善，是当前公募 REITs 市场规范发展的基础性约束。现行制度主要以《中华人民共和国证券投资基金法》[16](简称《证券投资基金法》)为法律基础，以基础设施基金指引等规范性文件和交易所自律规则作为具体依据，尚未形成与 REITs 产品特征相适应的完整法律制度体系。与此同时，现行产品通常通过公募基金、资产支持证券和项目公司等多层结构持有底层资产，基金管理人、ABS 管理人、运营管理机构和原始权益人分别承担不同职责。制度的核心功能在于通过降低交易成本和减少不确定性来提高经济效率[7]。当前公募 REITs 以部门规章为主要法律依据，法律位阶偏低，使得各参与主体之间的权责边界缺乏清晰的上位法界定。当发生关联交易争议、运营管理失当或重大资产处置等事项时，责任认定往往需要跨越多层法律关系，制度不确定性和交易成本随之上升。这种制度供给的不足，制约了市场参与主体形成稳定预期，也增加了投资者救济的难度。

3.2. 税收中性机制尚未形成

现行税收安排尚未覆盖公募 REITs 运行的完整生命周期，税收中性机制仍有待建立。财政部、税务总局 2022 年第 3 号公告主要对基础设施 REITs 设立前和设立阶段的部分企业所得税作出特殊安排，而运营和分配环节仍按照现行税收法律法规执行[17]。由于公募 REITs 采用多层持有结构，不同资产装入方式和交易安排可能对应不同的税务处理，商业不动产 REITs 推出后，现有专项税收政策的适用边界也更加需要明确。税收规则缺乏连续性和稳定性，会增加项目交易成本，并影响原始权益人对发行成本以及投资者对可分配收益的预期。

3.3. 产品架构与审核机制较为复杂

随着公募 REITs 进入常态化发行阶段，现有产品架构和审核机制较为复杂的问题日益显现。现行产品采用“公募基金 + 资产支持证券 + 项目公司”的多层持有结构，需要基金管理人、ABS 管理人和项目公司等主体共同参与产品运作[8]。项目发行还涉及申报、推荐、注册和交易所审核等多个环节，不同阶段需要完成资产评估、合规审查和信息衔接。随着产品数量和底层资产类型持续增加，多主体协调和多环节审核带来的成本进一步上升。这不仅可能延长项目发行周期，也会增加产品设立和持续管理成本，从而影响市场扩容效率。

3.4. 治理约束与主动管理机制仍需完善

治理层面的突出矛盾，在于原始权益人的利益冲突约束不足，而基金管理人的主动管理机制尚不健全。从委托代理理论的视角来看，公募 REITs 的治理困境集中体现为两类代理问题。第一类代理问题存在于基金管理人与投资者之间：基金管理人作为投资者的代理人，负责底层资产的运营监督和决策，但其管理费通常按基金规模的一定比例收取，这种收费模式可能激励管理人追求规模扩张而非收益最大化，与投资者获取稳定现金分红的投资目标形成偏离。第二类代理问题存在于原始权益人与中小投资者之间：原始权益人同时扮演资产出售方、战略投资者和运营管理方的多重角色，相比中小投资者具有显著的信息优势，可能通过关联交易、资产估值操纵或运营服务定价等方式损害投资者利益[9]。与此同时，基金

[16]参考来源：https://www.gov.cn/flfg/2012-12/28/content_2305569.htm
[17]资料来源：https://www.chinatax.gov.cn/chinatax/n810341/n810765/c102097/202201/c5173843/content.html

管理人的传统优势主要集中于证券投资管理，而 REITs 还要求其承担底层资产运营监督和持续管理职责，实践中部分产品仍较为依赖原始权益人或其关联方承担具体运营工作。原始权益人约束不足与基金管理人主动管理能力偏弱并存，容易削弱治理主体之间的有效制衡，进而影响底层资产运营效率和投资者权益保护。

4. 改革方向与政策建议

4.1. 完善法律制度体系，明确权责边界

立法部门和证券监管部门应进一步完善公募 REITs 的法律制度体系。立法部门可结合《不动产投资基金管理条例》的制定和《证券投资基金法》的修订，明确 REITs 的法律属性、基金财产独立性和底层资产控制方式，为基础设施 REITs 和商业不动产 REITs 建立相对统一的制度基础。在此基础上，证券监管部门应进一步明确基金管理人、ABS 管理人、运营管理机构、原始权益人和项目公司的职责边界，并对关联交易、重大资产处置和运营机构更换等重要事项完善决策程序和责任承担规则。证券监管部门还可逐步统一关键合同条款和信息传递规则，降低多层法律关系带来的责任认定成本。上述制度完善有助于提高公募 REITs 法律规则的稳定性，并为市场常态化发展提供更加清晰的制度依据。

4.2. 完善全生命周期税收安排

财政部门和税务部门应进一步完善覆盖公募 REITs 全生命周期的税收制度。财政部门和税务部门首先应明确商业不动产 REITs 与基础设施 REITs 现行税收政策之间的衔接方式，减少不同资产类型因政策适用差异产生的税收不确定性。对于经营连续、交易关系清晰的资产重组，财政部门和税务部门可进一步统一企业所得税递延及相关税费的适用口径，降低不同交易结构带来的税务成本。在运营和收益分配环节，税务部门可结合 REITs 高比例分配的特点，研究减少多层持有结构额外税负的制度安排，并进一步明确投资者取得分配收益和退出收益时的税收处理。更加稳定和连续的税收规则能够降低交易成本，也有助于市场主体形成更加明确的发行成本和收益预期。

4.3. 优化产品架构与审核机制

证券监管部门和有关项目审核部门应进一步优化公募 REITs 的产品架构和审核机制。短期内，有关部门可在现有制度框架下优化项目申报、推荐和审核程序，加强不同审核环节之间的信息共享，减少重复提交材料和重复审查，提高项目发行效率。证券监管部门还应进一步规范公募基金、资产支持证券和项目公司之间的权责关系，降低多层持有结构带来的交易和协调成本。长期来看，立法部门和证券监管部门可结合 REITs 专门制度建设，研究更加简洁的资产持有和运营模式，并在保证资产控制和风险隔离的前提下减少不必要的结构层级。产品架构和审核机制的同步优化，有助于降低制度协调成本，并提高常态化发行条件下的市场运行效率。

4.4. 健全治理约束与主动管理机制

证券监管部门和基金管理机构应共同完善公募 REITs 的治理约束和主动管理机制。证券监管部门应进一步规范原始权益人的关联交易、资产估值和运营服务定价，提高相关事项的信息披露和审查要求，降低原始权益人多重身份可能引致的利益冲突。基金管理机构则应强化对底层资产运营的持续监督，并提高对资本支出、重大经营事项和运营管理机构的独立判断能力。证券监管部门还可进一步完善管理费和绩效激励规则，使部分管理报酬与底层资产经营绩效形成合理联系，从而增强基金管理人的主动管理动力。行业协会和高校可通过专业培训和复合型人才培养，提高从业人员在不动产运营、资产管理和金

融管理等方面的专业能力。通过强化利益冲突约束和主动管理职责，各治理主体能够形成更加清晰的权责关系，从而提高底层资产运营效率和投资者保护水平。

基金项目

国家级大学生创新训练项目：公募 REITS 发行对环境绩效的影响研究(项目编号：202510341027)。

参考文献

[1] 郭凯明, 王藤桥. 基础设施投资对产业结构转型和生产率提高的影响[J]. 世界经济, 2019, 42(11): 51-73.

[2] 刘贯春, 程飞阳, 姚守宇, 等. 地方政府债务治理与企业投融资期限错配改善[J]. 管理世界, 2022, 38(11): 71-89.

[3] 宋鑫, 陈吉. 我国公募 REITs 市场的发展历程与展望[J]. 债券, 2025(8): 6-11.

[4] 鲁筱. 公募 REITs 赋能城投公司存量资产盘活: 价值跃迁与路径重构[J]. 财政科学, 2026, 11(3): 109-119.

[5] 吴晶, 罗心然, 杨宗杭. 完善我国公募 REITs 二级市场建设研究[J]. 证券市场导报, 2022(12): 68-76.

[6] 黄瑜琴, 胡聂风, 张浩. 融资融券规模、个股流动性与流动性协同[J]. 中央财经大学学报, 2018(5): 22-33+45.

[7] 向永泉. 房地产投资信托(REITs): 理论分析与中国实践[D]: [博士学位论文]. 厦门: 厦门大学, 2006.

[8] 姚琦, 刘洪蛟. 我国公募 REITs 实践情况总结与思考[J]. 证券市场导报, 2023(2): 62-67+78.

[9] 刘东辉. 论我国公募 REITs 的混合型治理及其完善——基于首批 9 个试点项目的实证研究[J]. 财经法学, 2022(4): 36-50.