

商业不动产REITs“0到1” REITs市场走出稳健向上发展曲线

◎记者 何蓓

随着首批产品迎来上市，商业不动产REITs资产实现了从“0到1”的关键突破。创金合信北京国资公司REIT的基金合同在7月13日正式生效，另有保利商业、陆家嘴R、锦江REIT、凯德商业等4单新发商业不动产REITs即将启动认购。

从境内REITs试点破冰到商业不动产REITs登场，5年来中国REITs市场走出了稳健向上的发展曲线。监管部门支持企业通过REITs做优做强轻资产运营。一方面，持续加大优质REITs供给、不断丰富底层资产业态，推动REITs资产陆续在多个领域实现破冰，带动市场规模有序增长。目前，全市场REITs市值已突破2000亿元，涌现出一批行业龙头项目。另一方面，完善REITs扩募

制度安排与市场化定价机制，积极探索多元、高效的扩募实施路径，呈现出首发、扩募双轮驱动的良好发展态势。

5年来，REITs市场逐步构建、完善监管制度安排。具体来看，中国证监会、交易所及相关部门坚持开门立规，遵循市场化、法治化方向，积极搭建符合REITs特点与规律的监管规则体系，覆盖REITs全生命周期各个业务环节。2025年12月31日，监管部门对REITs制度框架进行适应性完善，将商业不动产REITs纳入规则体系，并吸收总结了REITs试点落地以来的审核监管经验，进而系统规范项目审核、发售、扩募以及信息披露等方面监管要求。

交易所坚持依规审核，建立公开、透明、可预期的审核机制。交易所官网在REITs试点启动之初，就开设公募REITs子网站，对

外公开REITs审核标准、程序、内容、过程和结果，动态更新项目审核进展，做到审核标准公开、审核过程留痕、审核结果公示，持续提升审核透明度，并接受社会监督。

业内人士表示，REITs审核聚焦资产质量，坚守合规底线，关注运营效能，将高质量发展要求贯穿审核始终，对于资产质量、运营能力不达标的项目依规终止审核，切实把好准入关口，夯实发展根基。据悉，2026年以来，REITs市场共有6单项目被依规终止审核。

同时，相关部门在过去五年持续完善监管机制，覆盖尽职调查、发行定价、上市交易、资产运营管理、信息披露等全链条，并通过审核问询、现场督导、现场检查等方式，加强对底层不动产资产质量、运营管理、治理水平进行穿透式监管。

监管部门进一步健全REITs信息披露

制度：交易所已发布REITs临时报告及定期报告信息披露业务指引，提升信息披露的透明度、标准化和及时性，强化对重大事件的临时披露要求；健全REITs交易监测监控机制，引导加强投资者关系管理，维护二级市场平稳运行，不断增强市场韧性和抗风险能力。

业内人士表示，推动REITs市场健康发展是资本市场落实国家关于“盘活存量、做优增量”“提高直接融资比重”决策部署的重要举措。随着商业不动产REITs平稳起步，市场各方应凝心聚力，推动REITs市场高质量发展，支持运营稳健、治理有效、信息披露质量较高的上市REITs通过购入资产、扩募、合并等方式做优做强，充分发挥市场功能，盘活存量资产，更好地服务国家战略和经济社会发展全局。

评级调整牵动债市定价 多家机构排查信用债持仓情况

◎记者 张欣然

信用债市场正在经历从“评级标签”到“真实资质”的再定价，并对资管行业产生影响。

上海证券报记者从业内获悉，近期基金、银行、保险等机构开始排查信用债持仓，重点关注评级调整可能带来的估值波动和出库（指将资产卖出或转出账户）压力。业内人士认为，随着评级监管趋严、终止评级和无评级发行增多，部分外部评级较高但基本面存在瑕疵的主体，或面临更明显的估值压力和流动性考验。

“短期来看，评级调整可能触发部分机构风控约束，引发减仓或限制新增配置；中长期来看，随着评级结果逐步贴近主体真实资质，信用债市场分层定价有望更加清晰。”业内人士说。

多家机构排查持仓风险

近期，信用债市场对评级变化的敏感度明显上升。一家公募基金专户基金经理对记者表示，部分机构开始排查信用债持仓中可能存在评级下调或终止评级风险的主体。对于风险暴露较高的债券，机构普遍会提前评估估值波动和处置压力。

一位信用评级业务人士对记者表示，近期机构对信用债持仓的排查重点，主要集中在无评级债券及可能面临终止评级的存续债券。

“如果市场预期某些发行主体可能被下调评级或终止评级，持仓机构通常会先考虑估值风险。”上述专户基金经理表示，部分机构会选择提前卖出相关债券，以避免评级调整落地后估值进一步承压。

不过，是否卖出，仍取决于机构的风控尺度和产品合同约定。“有些产品合同或内部风控要求比较严格，一旦出现终止评级或评级下调，就必须卖出；有些机构要求没那么严格，处置节奏可能相对灵活。”该专户基金经理说。

不同类型机构的持仓压力也存在差异。一家保险公司投资经理对记者表示，其所在机构已对信用债持仓进行了排查，目前未发现相关评级下调或终止评级风险暴露。

“我们持仓以高等级债券为主，基本都是超AAA主体。”该投资经理表示，保险资金风控要求较高，信用债持仓通常偏向资质较强、信用风险较低的发行主体。从自身组合看，目前没有明显需要担忧的信用下沉风险。主要交易方向集中在利率债，基本没有信用下沉的机会。

风险传导链条浮现

本轮排查与信用债评级体系变化密切相关。一些可能终止评级或处于无评级状态的存续债券，更容易触发机构的提前排查。

前述信用评级业务人士表示，评级终止不等于信用风险恶化，但会影响部分机构的投资准入、估值管理和持仓合规要求。

方正证券研报认为，发行人终止评级除存量债到期等客观因素外，也可能与业务发展、评级机构合作关系变化、后续寻求提升评级等有关。其中，部分发行主体若因担心评级下调而提前终止评级，是市场较为关注的情况。

评级环境也在发生变化。2021年交易所、银行间市场相继取消债券强制评级，部分发行主体自2023年以来开始尝试无评级发行，品种涉及短期融资券、公司债和中期票据，包括城投债、产业债等。当前正处于评级跟踪季，叠加临近化债节点，评级下调尤其是超预期下调，可能对相关发行主体估值和收益率形成扰动。

评级调整受到关注，关键在于其会沿着机构风控、质押融资、估值调整和再融资链条传导。兴业证券研报认为：评级下调或终止评级，可能触发基金、保险等机构风控出库要求，限制新增投资；也可能导致相关债券质押回购资格受限或质押率下调，进而削弱流动性，并推高发行主体后续再融资压力。

在前述专户基金经理看来，短期内相关债券可能面临一定抛售压力，但并不意味着没有承接。关键还是价格。只要价格调整到合适水平，市场上仍有机会承接。部分机构此前已提前处置相关风险券种，若卖出时点较早，成交价格仍可接受。

市场分层或进一步加剧

评级调整预期对市场的影响，短期内主要体现在估值扰动和流动性压力。

广发证券研报认为，本轮评级调整对市场流动性有一定影响，尤其是依赖外部支持、高评级但基本面瑕疵较多的发行主体。若评级终止或下调引发集中卖出，可能造成估值偏离，交易折价甚至赎回压力。因此，在投资方面应提前识别持仓是否存在合规隐患约束。

业内人士认为：对于基本面稳定、现金流充足、外部支持明确的发行主体，即便评级安排发生变化，市场仍可能承接；但对于债务压力较大、再融资依赖度较高、估值本已偏弱的发行主体，评级调整可能会放大市场的担忧。

投资策略上，广发证券认为，当前信用债利率偏低，理财增量资金较多，但风险承受能力较低，短期内可保持防御姿态。兴业证券认为，对于负债端稳定的账户而言，短期抛售压力带来的部分城投短债机会值得关注。

从中长期看，评级体系重塑具有积极意义。多位受访人士认为，监管层推动挤压评级水分，有助于信用评级回归风险识别本源，打破高等级评级过度集中的局面，使信用等级和信用利差更充分反映区域、行业和发行主体差异。

过去，投资者往往将外部评级作为初筛依据。高等级评级过度集中后，评级对真实信用风险的区分功能有所弱化。随着评级结果更加贴近发行主体资质，投资者短期内要承受估值波动和持仓调整压力，但长期来看有助于提高信用定价效率，也将倒逼机构更加依赖穿透式研究和独立信用判断。

上海银行版图“做减法” 清退异地亏损村镇银行



- 今年以来，全国有逾130家村镇银行完成退出
- 在“减量提质”的行业大背景下，各类主发起行正在探索多元化的整合路径：“村改支”是当前村镇银行整合重组的主流路径；主发起行对旗下村镇银行进行吸收合并也是增加资本实力、优化股权结构的有效方式

◎记者 马懿 王远

村镇银行正在迎来密集整合。

近期，上海银行拟挂牌转让崇州上银村镇银行51%股权，退出股东行列。然而，就在2025年9月，上海银行获批增持其在本地的闵行上银村镇银行。

这只是村镇银行改革的一个缩影，关于县域金融服务的转型正在持续深化。

转让旗下亏损村镇银行

上海证券报记者查阅上海银行年报发现，此次挂牌转让的崇州上银村镇银行2025年净亏损2715.07万元，2024年净亏损1437.87万元，2年合计亏损超过4152万元。

上海银行旗下共有4家村镇银行，其中异地3家，本地1家，除2025年6月转让的江宁上银村镇银行及此次转让的崇州上银村镇银行外，上海银行旗下还分别持有1家本地及1家异地村镇银行股权，2025年均为亏损。

此前，上海银行已提出“一行一策”村镇银行改革方案，在2025年完成江宁上银村镇银行改革，明确其余3家村镇银行改革实施方案，稳步推进改革。

类似的整合案例层出不穷。今年以来，全国有逾130家村镇银行完成退出。在“减量提质”的行业大背景下，各类主

发起行正在探索多元化的整合路径。

“村改支”是当前村镇银行整合重组的主流路径。例如：2025年6月，工商银行获批收购重庆璧山工银村镇银行并设立支行，成为首家启动“村改支”的国有大行；2025年至今，农业银行已推动6家村镇银行实现“村改支”；今年3月，交通银行旗下4家村镇银行完成“村改支”。

主发起行对旗下村镇银行进行吸收合并也是增加资本实力、优化股权结构的有效方式。例如，今年6月，上海农商行通过旗下聊城沪农商村镇银行吸收合并3家村镇银行，定向募股方案同步获准，上海农商行持股比例升至88.65%。

减量提质是大势所趋

村镇银行整合重组加速是对相关政策的响应。2025年中央一号文件明确，坚持农村中小银行支农支小定位，“一省一策”加快农村信用社改革，稳妥有序推进村镇银行改革重组。

近年来，部分村镇银行深陷经营发展困境，合规乱象频发也暴露了治理短板。企业预警通数据显示，今年上半年，村镇银行收到监管罚单逾100张，处罚金额超过3500万元。

就上海地区而言：今年5月，上海崇明沪农商村镇银行因贷款管理严重违规等，被罚160万元，5人被禁业；2月，上海松江富明村镇银行因个人贷款管理严重违规等，被罚60

万元。

为了加强对村镇银行的管理，今年4月，金融监管总局发布《农村中小银行机构行政许可事项实施办法（征求意见稿）》（下称“办法”），明确村镇银行发起人的最低持股比例从现行的15%提升至51%。

“存量风险已到必须出清的时刻，‘减量提质’意在实现风险收敛，坚决守住不‘爆雷’底线。”招联首席经济学家、上海金融与发展实验室执行主任董希淼对记者表示，办法提出将主发起人最低持股比例从15%提升至51%，正是从制度层面压实发起行风险兜底责任，推动村镇银行从粗放扩张迈向审慎经营。

华创证券研报称，办法通过精细化的门槛管理，实现了监管重心从“事后风险处置”向“事前标准卡位”的转移，推动农村中小银行从“无序扩张”走向“集中整合”。

行业格局将迎重塑

一边退出转让，一边兼并整合，此轮村镇银行整合或将深入影响行业格局。

然而，村镇银行改革并非易事。“主发起行面临的难题是存量不良处置。”董希淼表示，部分村镇银行遗留的不良资产消化难度大，股东权益处置涉及多方利益博弈，过程复杂。人员安置同样十分棘手。此外，筹建期间业务不中断的要求考验着主发起行的统筹能力，应重点关注在过渡期保障县域金融

服务连续性，不带来次生风险。

业内人士预计，继续推进整合重组后，村镇银行将更健康、更优质。华创证券首席分析师徐康表示，村镇银行将向具备实力的全国性大行或头部农商行集中。

“整合重组有助于压实大股东责任。主发起行从股东变为直接管理者，有效解决过去属地监管弱化、权责不对等问题。同时，有助于打破资源约束，提升储户信任度和市场竞争力。”董希淼对记者表示。

此前，投资管理行的模式被认为是村镇银行较为理想的方向。以常熟农商银行发起设立的幸福村镇银行为例，母行如同“中央厨房”，拥有核心技术，旗下村镇银行如同“分店”，在保持独立法人地位的同时，能复制成熟的微贷技术和产品体系，有效解决小微贷款不规模、不经济的问题。目前，部分“兴福系”村镇银行也已被常熟农商银行旗下其他村镇银行吸收合并。

在徐康看来，未来，村镇银行或进入“投资管理行”的体系，以实现集约化，或被母行吸收合并化为支行，独立法人数量将持续减少。

董希淼认为，淘汰经营不善、风险较高的机构，是优化行业生态、实现高质量发展的必要前提。村镇银行结构性重组要分类施策，通过重组，让剩余的机构更健康、服务更优质，构建更稳健、高效的县域金融服务体系。

为行业注入差异化动能 外资机构积极筹备基金投顾业务

◎记者 朱妍

近期，中国证监会主席吴清在2026陆家嘴论坛上表示，鼓励外资持牌机构参与基金投顾业务扩大试点。部分外资资管机构日前在接受上海证券报记者采访时透露，正积极组建团队，为参与投顾业务做好准备。与此同时，基金投顾试点扩容在即，多家机构正加紧准备申报材料。

业内人士认为，下一阶段基金投顾市场将迎来百花齐放的格局。外资机构若能入场，有望为行业注入差异化动能。

一家外资资管机构相关人士对记者表示，公司已组建资产配置团队，并且保持与集团海外多资产配置团队联动，持续引入全球大类资产观点，为投顾业务稳步布局做好储

备。目前，公司将优先发展投顾组合管理能力，对外输出标准化的投顾解决方案，同时积极与持牌投顾渠道开展深度合作。

“我们长期看好中国买方投顾领域。中国理财行业正在从单纯挑选基金产品，转向系统化资产配置，投资者诉求也从追逐短期收益，升级为全生命周期的财富规划。养老等细分市场大有可为，各类资管机构都能在垂直赛道打造自身专业壁垒，行业将迎来百花齐放的格局。”该人士说。

晨星中国产品总监杨涛对记者表示，对中国市场而言，海外成熟投顾市场的经验具有一定的借鉴意义：一方面，可围绕投资者长期利益开展服务；另一方面，海外机构在投顾系统建设、产品研究、投资者研究及组合构建方法等方面也有较为成熟的经验。

“我们的核心竞争力，是成熟的全球多资产配置能力。成熟市场的投顾业务，本身就是多资产解决方案的延伸，可覆盖全球权益、债券、另类等多元品类。依托全天候的全球研究视野，我们对跨周期、跨市场的趋势研判更具前瞻性。”上述外资资管机构相关人士说。

不过，海外模式也无法照搬到中国。杨涛表示，对外资机构而言，真正的挑战在于对中国市场生态和投资者行为的深度理解。无论是产品供给结构、税收政策、居民财富积累阶段，还是投资者理念与持有习惯，中国市场都具有鲜明的特色。因此，无论是技术体系还是方法论框架，都要实现全球经验与本土实践的有机结合，这也是未来能否做好本土化落地的关键。

随着后续下一批试点机构申报的推进，

行业有望加速进入百花齐放的阶段。

杨涛表示，多年来，基金投顾机构持续扩容，底层产品费率不断优化，多元资产配置理念日益普及，宏观利率中枢下行推动居民财富管理需求上升，叠加资本市场稳步发展，为投顾行业的长期、多元化发展提供了有利条件。

“外资机构入场并不会带来同质化竞争，更多是输出全球视野、跨境配置、风险管控层面的差异化价值。”上述外资资管机构相关人士说。

专业服务能力是下一阶段发展关键。业内人士认为，随着居民财富持续积累、买方投顾队伍不断壮大、底层投资工具日益丰富，投顾市场有着非常广阔的发展空间。真正具备长期配置能力、客户陪伴能力和专业服务能力的机构，有望在新的发展阶段脱颖而出。