

银信观点 | 从“主体信用”到“项目价值”：证监会房地产新政下，证券业资产评估机构的机遇、挑战与破局之道

银信评估 2026年9月2日 09:59 上海  听全文



2026年8月28日，中国证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》（以下简称《意见》），以十二条政策框架，明确了房地产融资从“依赖主体信用”向“基于项目情况”转变的改革方向。作为深耕资本市场评估服务多年的头部机构，银信评估认为，这一政策不仅是房地产行业的重大转型信号，更将深刻重塑证券业资产评估机构的业务版图与执业逻辑。本文从银信评估的专业视角，全面解读这一新政策下的业务机遇、深层挑战与系统性应对策略。

01

银信解读：政策核心转向——向“项目价值”下沉和回归

《意见》的核心逻辑可概括为一句话：**让资产本身说话，让现金流自证。**

在传统的资本市场房地产融资模式中，评估工作往往围绕企业主体信用展开，项目层面的尽调深度有限。而《意见》明确提出“一视同仁满足不同所有制企业合理融资需求”，其前提是融资必须“基于项目情况”——这意味着，无论是股权再融资、并购重组，还是REITs、CMBS^Q/ABS发行，资本市场的定价锚点正在从“房企是谁”转向“资产怎么样”。

与此同时，“申报即担责”、“股债基监管联动”、“**穿透式监管**^Q”等要求的提出，标志着监管重心全面前移。对资产评估机构而言，这既是专业价值的放大器，也是执业责任的加压器。

02

银信展望：五大业务机遇窗口开启

1. REITs与扩募评估：从“试点红利”到“常态化赛道”

《意见》明确支持租赁住房、城市更新等项目发行REITs或作为扩募资产，并稳慎推进商业不动产REITs。行业数据显示，首批商业不动产REITs已募资超200亿元，另有7只获批、16只在审，合计规模超850亿元。

银信判断：REITs业务链条长、持续性强，涵盖初始发行估值、扩募资产定价、年度/定期估值、资产处置评估等环节。随着商业不动产REITs常态化推进，评估机构将从“项目服务

商”、“发行定价顾问”升级为“长期价值伙伴”。

2. 并购重组评估：定价公允性成为监管焦点

政策支持上市房企通过发行股份、定向可转债、现金等方式收购涉房资产，并可募集配套资金。监管明确重点关注“标的资产业务合规性”与“估值定价是否合理公允”。

银信判断：在并购重组中，评估报告是交易作价的核心依据。随着涉房资产交易活跃度提升，评估机构在交易结构设计、业绩承诺可行性分析、商誉减值测试等环节的专业价值将更加凸显。

3. CMBS/ABS与不动产私募：底层资产估值需求井喷

政策鼓励发行CMBS、不动产ABS，并支持设立不动产私募投资基金。这些产品的信用根基在于底层资产的质量与现金流的真实性。

银信判断：商业物业、长租公寓、产业园区等底层资产的初始估值、现金流预测、存续期监测、增信措施价值评估等业务需求将显著放量。评估机构需要具备“募投管退”全周期的服务能力。

4. 再融资与公司债：募投项目评估协同空间打开

虽然公司债定价仍以信用为主，但政策要求募集资金投向“符合政策要求的市场化房地产项目”，并加强资金用途的穿透监管。

银信判断：在募投项目的资产价值论证、押品估值、资金用途核查等环节，评估机构可与券商、发行人形成深度协同，成为融资合规链条中的关键一环。

5. 城市更新与存量盘活：专项评估的蓝海市场

城市更新项目涉及规划调整、权益边界复杂、成本收益不确定等特点，政策明确支持其作为REITs底层资产。

银信判断：城市更新项目需要假设开发法^Q、收益法与成本法的综合运用，并在不同阶段提供动态评估与价值重估。这要求评估机构具备跨周期、跨业态的复杂资产估值能力。

03

银信洞察：六大挑战考验行业真功夫

机遇的另一面是挑战。银信评估认为，新政下证券业资产评估机构将面临以下六大深层考验：

挑战一：评估颗粒度从“企业级”下沉到“项目级”

“基于项目”的融资模式要求评估深入到单个项目的权益链条、成本归集、现金流追溯。传统“主体信用替代项目评估”的做法已不再适应新的要求，项目数据不完整、不规范将极大增加执业难度。

挑战二：穿透式监管与“股债基监管联动”提高合规统一要求

评估结论将被跨监管条线交叉使用，要求评估逻辑在不同监管语境下保持一致、可解释，避免出现股权估值与债券估值逻辑自相矛盾，或与会计准则、信息披露要求冲突的情况。

挑战三：“申报即担责”压实中介责任边界

REITs等业务明确“申报即担责”，评估机构的责任从“合规程序”延伸至“实质真实”。一旦项目出险，评估报告将被重点追溯，对证据链、工作底稿、职业怀疑精神提出更高要求。

挑战四：房地产周期与区域分化加剧估值不确定性

当前房地产市场处于新旧模式转换期，核心城市与低能级城市、不同业态之间的分化加剧。租金/售价、空置率、资本化率^Q等关键假设的敏感性显著上升，历史可比样本不足，外推风险加大。

挑战五：收益法的参数确定难度陡增

CMBS/ABS与REITs广泛使用收益法，涉及资本化率/折现率^Q、租金增长率、空置率等核心参数。参数选择需与市场数据、运营数据等多源信息相互印证，披露要求更细，偏差容易导致估值波动与监管问询。

挑战六：信息不对称与配合造假风险暗流涌动

政策强调严防欺诈发行、信息披露造假，并加大对第三方配合造假的打击力度。评估机构面对客户提供的信息，必须强化程序性核查与第三方验证，防止被动卷入配合造假。

04

银信实践：重点业务的风险关注与应对策略

基于多年的资本市场服务经验，银信评估针对各类重点业务，提出以下风险关注要点与应对策略：

（一）REITs与扩募评估

风险关注：

- 基础资产权属瑕疵、规划用途不符、抵押/查封等权利限制
- 现金流预测过于乐观，资本性支出与运维成本低估
- 资本化率/折现率选取不合理，与同业产品不可比
- 扩募资产与原资产包在估值方法与假设上不一致

银信策略：

- 建立“项目-资产-现金流”三位一体尽调清单，对关键文件进行原件核验与交叉验证
- 采用多方法相互校验，对收益法参数进行敏感性分析与情景测试

- 与会计、法律及运营管理机构紧密协同，确保现金流出入口径与会计处理、信息披露一致
- 制定统一的评估技术指引与参数库，确保首发与扩募的估值逻辑连续可比

（二）并购重组评估

风险关注：

- 交易作价与评估结果差异的合理性解释
- 标的资产存在“阴阳合同”、隐性对赌、或有负债
- 评估基准日后市场/政策环境变化对价值的冲击
- 商誉减值测试与重组中估值假设的一致性

银信策略：

- 采用“估值区间”沟通与披露思路，对定价区间的选择留有清晰记录
- 强化期后事项核查程序，建立重大事项即时更新机制
- 设置严格的复核与质控流程，重大项目需多层级审阅并留存记录

（三）CMBS/ABS评估

风险关注：

- 现金流覆盖不足，分层结构与增信措施价值测算偏乐观
- 抵押/质押物权属、租赁真实性、优先受偿顺序的判断失误
- 服务商/运营方数据可信度，潜在的数据操纵— 压力测试与极端情景（如利率上升、租金下滑）考虑不充分

银信策略：

- 尽调做到“资产穿透”，核实租赁合同、租金流水、物业台账，抽样访谈租户
- 建立现金流模型的独立复核机制，对重要假设进行市场对标与回测
- 在报告中充分披露压力测试假设与结果，明确覆盖倍数与临界点

（四）城市更新与存量盘活评估

风险关注：

- 规划条件与容积率等关键假设不确定，导致假设开发法波动大
- 政府补贴/税收优惠、配建义务、回购安排等“或有现金流”的识别与计量
- 政策调整（如租金上限、运营要求）对长期收益的影响

银信策略：

- 使用“保守-基准-乐观”多情景测算，并在披露中给出触发条件
- 对政策依赖度高的项目，加强与政府部门或政策研究机构的信息沟通与确认
- 在工作底稿中保留政策文件的权威出处与解读依据

（五）不动产私募投资基金评估

风险关注：

- 基金层面估值与底层资产估值的一致性与传导机制
- 多资产组合在流动性、风险暴露与估值方法上的统一性
- 退出策略（如REITs上市、整售等）在估值假设中的合理性

银信策略：

- 制定基金估值政策与周期性估值机制，与底层资产评估报告保持方法与参数同步
- 对流动性差的资产考虑必要的流动性折价，并披露折价选取依据

05

银信建议：组织与技术层面的系统性应对

面对新政带来的深刻变革，银信评估建议行业同仁从以下五个维度构建系统性应对能力：

1. 完善质控与复核机制 针对REITs、CMBS/ABS等高风险业务，建立项目级与机构级双层复核流程，关键参数由独立团队验证，确保“以质控险”。

2. 打造数据与技术底座 建立区域性、分业态的交易与租金数据库，支持参数选取与回溯，减少主观随意性，实现“以数说话”。

3. 强化政策与行业跟踪 设置专门的政策跟踪团队，将监管新规与处罚案例快速转化为内部检查清单与技术提示，保持执业标准与监管要求同步迭代。

4. 坚守职业怀疑与独立性 对客户提供的“软信息”（运营预测、市场展望）坚持“可验证”原则；对异常数据执行穿透式核查，绝不简单采信；不以估值报告替代法定评估报告。

5. 构建中介协同生态 与券商、律所、会所、基金管理人建立常态化协同机制，在尽调与披露阶段统一口径，减少信息不对称，共同筑牢资本市场“看门人”防线。