

中国REITs指数 之 不动产资本化率 调研报告

第五期

2024年10月

出版方：戴德梁行
瑞思不动产金融研究院

目录

1	前言	3
2	2024 年上半年中国内地不动产大宗交易市场概览	4
3	新加坡、中国香港 REITs 在内地大宗交易案例分析	9
4	不动产资本化率调研基本情况	11
5	不动产资本化率调研成果	12
6	中国内地基础设施公募 REITs 分析	28

1 前言

不动产投资信托基金（REITs）是不动产投融资体系中的重要金融工具，我国基础设施公募 REITs 试点产品自 2021 年正式发行，截至 2024 年 9 月底，沪深交易所上市的 REITs 产品共计 45 支，底层资产类型丰富，包括产业园区、消费基础设施、仓储物流、保障性租赁住房以及交通、能源、环保等多个行业，累计发行规模达到 1,390 亿元人民币。基础设施公募 REITs 的市场表现和资产定价已成为市场关注的焦点。

2024 年 7 月，国家发展改革委发布的《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》（发改投资〔2024〕1014 号，以下简称“1014 号文”），标志着基础设施公募 REITs 发行进入常态化新阶段。这一政策旨在通过 REITs 有效激活存量资产，促进投资的良性循环，降低实体经济的杠杆率，化解债务风险，并提升基础设施的专业化管理水平。1014 号文在原有试点范围的基础上增加了养老设施、市场化租赁住房项目、园区配套服务租赁住房项目、4A 级景区及配套旅游酒店、符合条件的酒店和商业办公用房等新领域。基础设施公募 REITs 已成为不动产项目定价的重要“锚”，在市场价格机制的引导下，对激发不动产投资市场活力、提升投资效率起到了积极作用。

在此背景下，戴德梁行和瑞思不动产金融研究院，联合发起了“中国 REITs 指数之不动产资本化率调查研究”，并得到了北大光华张峥教授研究团队的支持。通过问卷调查的方式，我们邀请了不动产投资领域的众多专业机构参与，旨在通过分析受访者对不同城市不动产大宗交易市场的专业判断，并结合新加坡、中国香港 REITs 以及中国内地基础设施公募 REITs 在收购内地物业时公开披露的交易信息，为不动产大宗交易和公募 REITs 资产定价提供参考基准。

自 2019 年至 2023 年，我们连续发布了四期《中国 REITs 指数之不动产资本化率调研报告》，受到了国内不动产投资行业和参与机构的广泛关注。在公募 REITs 市场稳步迈入第四年之际，瑞思不动产金融研究院联合戴德梁行，发布 2024 年度不动产资本化率调查研究结果，旨在为不动产及 REITs 市场的持续发展提供坚实的资产定价“锚”。

最后，诚挚感谢参与中国 REITs 指数之不动产资本化率调研的近 97 家机构及行业专家，期待与各位保持长期合作，共同推动中国不动产金融行业的研究、交流、规范与进步。

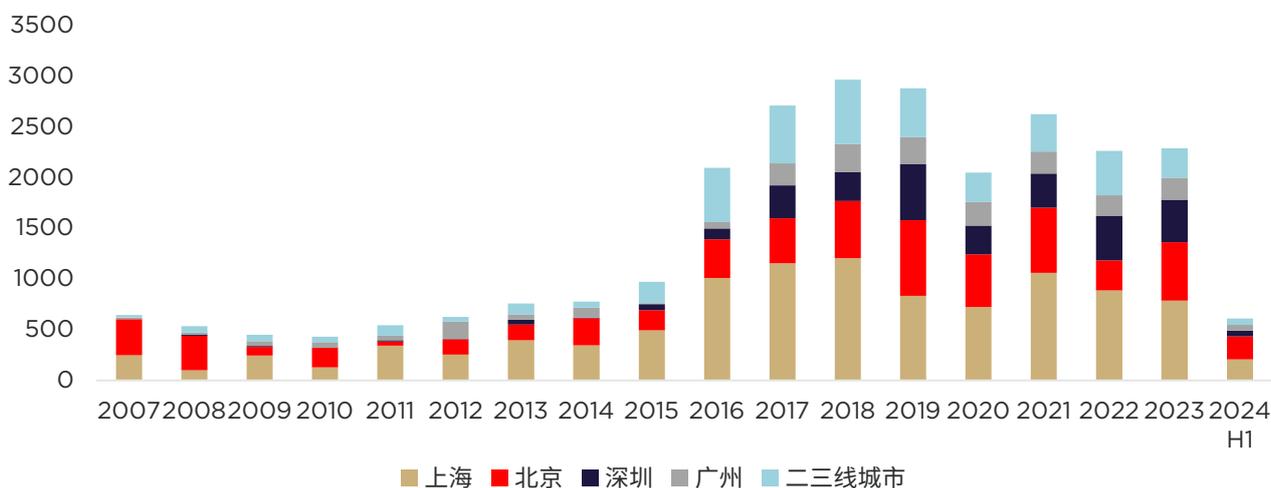
戴德梁行
瑞思不动产金融研究院
二〇二四年十月

2024年上半年中国内地共录得80宗、共计611亿元的大宗交易，相较于23年上半年交易宗数及总交易额分别下探约40%-50%。平均单宗交易金额约为7.6亿元，略低于去年平均8.6亿元的水平。虽然市场行情出现放缓趋势，但交易频次优于前期预期，部分城市的平均单笔交易金额高于去年同期或全年的水平，也出现了一些新的买家类型，为市场带来新的需求增长点。

分地区看，京沪依旧是内地大宗交易的主要城市，二者的交易规模份额占比超过全国的70%。在交易规模上，北京首次超过上海，录得交易金额228亿元，占全国比例的37%。上海在上半年共达成31宗交易，位列全国第一，但从交易规模上退居第二位，录得交易规模206亿元，占比34%。深圳与广州交易金额缩水较大，本期两市交易额分别为57亿及56亿元，深圳则是一线城市中减幅最大的，较2023年同期减少了74%的规模。二三线城市也出现了同比74%的跌幅，仅录得成都、长沙两地的5宗交易，总计金额65亿元。

中国内地不动产大宗交易 - 投资城市分布

人民币：亿元



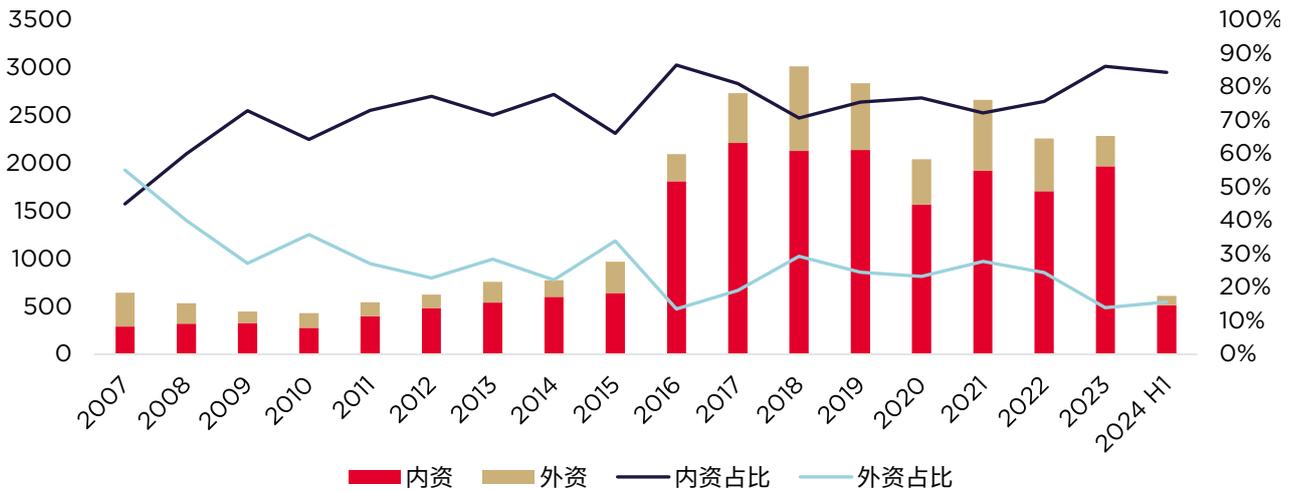
数据来源：戴德梁行资本市场部及研究部，数据截至2024/7/25
交易额不包括土地收购和低于1亿元的交易

关于买家类型，内资买家继续主导市场，交易金额515亿元，约占整体市场的84%，虽略低于2023年占比，但依然延续了高位。外资买家交易金额96亿元，占比16%，与去年持平，但仍是近些年的低位。与外资买家交易放缓相伴的，是外资机构同时正在全球范围内低价处理资产。这主要源自近年来美元利息居高不下，机构付息成本高昂，叠加部分资产收益表现放缓，LP到期需要退出等因素。上半年境外资金买家交易金额在20亿元以上的项目主要包括香港领展REIT 26亿元收购上海闵行区七宝万科购物中心50%股权，友邦人寿24亿元收购北京朝阳区凯德星贸95%股权。

内资买家出现了一些新的特点。保险资金是目前市场上活跃的机构投资者，虽然陆续成交了一些物流、产业园和商业等资产/资产包，但在当前市场环境下，投资仍持有相对谨慎的态度，对资产质量要求较高。地方国有企业背景的买家占比有所提升，主要为配合其主业在一线城市收购资产自用，或帮助本地企业纾困。一些非常规的机构，如上海天主教青年会14.9亿元收购上海美呈大厦，广州、北京等地的村集体企业也出现配置资产的案例。延续2023年趋势，2024年上半年法拍市场成为买家，尤其是民营企业、自用型买家的“抄底”渠道。

中国内地不动产大宗交易市场 - 资金来源

人民币：亿元



数据来源：戴德梁行资本市场部及研究部，数据截至 2024/7/25
交易额不包括土地收购和低于 1 亿元的交易

按物业类型看，2024 年上半年仍然以写字楼或商务园区为主力，占比约 47%，交易金额 288 亿元。其次为综合体和零售，分别占比 22% 和 14%，交易额为 136 亿元、86 亿元。这两类资产占比均高于前两年，交易宗数占比也高于去年同期。公寓市场以 7% 的份额、40 亿元规模暂列其后，近些年，优质地段的公寓资产以其出租的稳定性越来越受到投资人的欢迎，以规模计的占比一直在节节攀升，上半年来，外资、内资以及运营商都在加大寻找合适的交易标的。一定程度上反映了基础设施公募 REITs 退出通道打开后对零售、公寓资产的流动性起到带动作用。

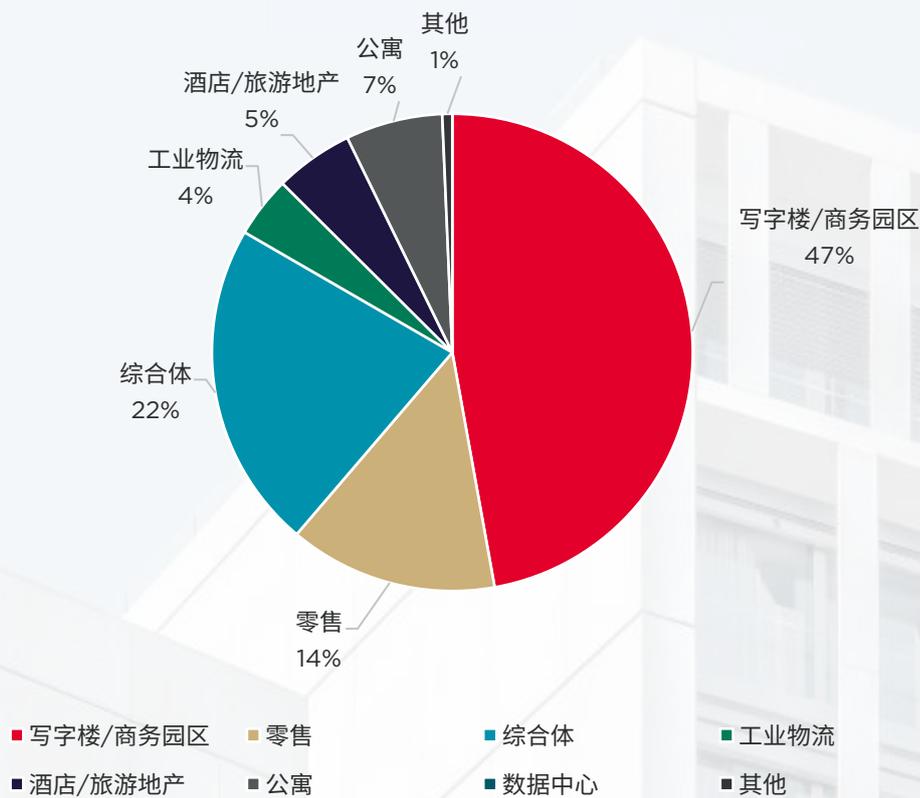
酒店 / 旅游资产上半年交易金额 32 亿元，近几年呈现持续增长。疫情之后，国内商旅需求集中爆发，大多数城市的商旅、经济型酒店进入价量齐升的稳定营运状态，同时

位于一线城市的优质酒店，具有良好的抗通胀和收益能力，作为避险型资产，吸引了一些国企、私企和家族投资者的目光。工业物流本期交易金额 25 亿元，相较于去年出现大幅的下降，2023 年以来至今的主要交易地点发生在长三角、珠三角，24 年 H1 主要交易资产为工业厂房和研发用房。

2024 年 7 月底国家发展改革委发布了《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》(发改投资〔2024〕1014 号)，拓宽了产业园区、商业、租赁住房、酒店、景区等的资产范围。公募 REITs 渠道的再次扩容，将有利于提升大宗资产的流动性，有助于进一步增强内地不动产市场的投资活跃度。

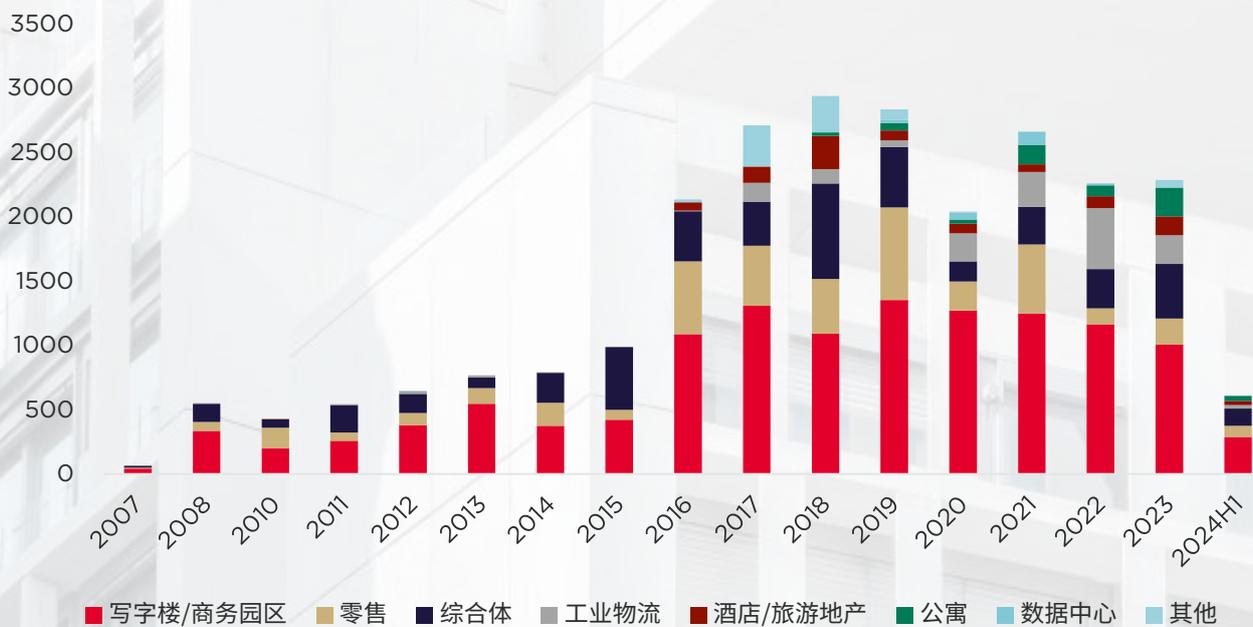


2024H1 中国内地不动产大宗交易市场 - 物业类型 (按交易额)



历年中国内地不动产大宗交易市场 - 物业类型 (按交易额)

人民币：亿元



数据来源：戴德梁行资本市场部及研究部，数据截至 2024/7/25
交易额不包括土地收购和低于 1 亿元的交易

2024 上半年中国内地一线城市大宗交易市场分析

北京：险资相较活跃，成为市场中流砥柱

2024 年上半年，北京大宗交易市场共成交 20 宗，成交总额 228 亿元，位列全国交易金额第一。从成交宗数看较去年同期下降 44%，规模较去年同期下降 34%。平均每宗交易金额较去年同期增长了 24%，较去年全年增加了近 20%。主要原因是出现 5 笔较大规模的交易，单笔交易成交在 20 亿元以上，拉高了平均单数规模。其中，新华保险与中金资本收购北京万达资产包达到 40 亿元规模，中国人寿和太古收购颐堤港二期近 65% 的股权和债权也达到 40 亿元规模，成为上半年北京金额最高的两宗交易。

从成交业态上看，北京资本市场投资物业类型多元化，在本报告期内，零售物业、商务园区、写字楼、公寓、酒店等业态均有覆盖。其中，写字楼与商务园区的占比仍然最高，上半年规模达 50%，优质商业物业因 REITs 通道开放而受到追捧，占比从 2023 年的 12% 上升至 2024 年上半年的 19%。

险资买家出手相较活跃，24 年上半年险资在北京共完成 7 宗交易，约占同期总交易宗数的 35%，合计投资金额约 154 亿，约占同期总交易金额的 68%。除上述新华保险、中国人寿、友邦保险的收购案例外，大家保险接连完成了华联（回龙观、亦庄）70% 股权收购、云河砚公寓 2 宗交易，中国人寿以 12 亿元收购华润理想国康养公寓，以及平安不动产拿下了绿城沁园办公资产。

展望未来 2-3 个季度，随着卖家持续下调优质资产的售价预期，利率的持续下行，核心资产将更具有投资价值。除保险资金的机构投资者外，为配合主营业务需求或抄底以完成避险资产配置的多元化投资主体将继续持续入场，优质商业、酒店类资产受到多类买家关注，可发行基础设施公募 REITs 的资产业态也将继续受到投资人重点关注。

上海：自用型买家活跃，抄底核心物业

上海 2024 年上半年完成 31 宗交易，领先全国其他城市，总交易规模 208 亿元。与北京表现相反，上海 24 年上半年的成交宗数较去年同期下降 34%，规模较去年同期下降 42%，达五年内新低，平均单笔交易金额较去年同期降低了 10%，较去年全年降低了近 20%，呈现出“多单、价低”的特征，单笔交易额的中位数在 3.2 亿元。单笔最高交易额来自财通证券 27.18 亿元收购浦东新区富汇广场。

卖家主要为内资开发商，出售资产以缓解资金压力。买家则主要为自用目的的传统行业及个人。24 年上半年，自用型买家共成交 12 单，占总成交半数以上，主要包括办公、厂房、公寓住宅资产。自用型买家交易金额也大幅上涨，成交金额 75 亿元，占比 36%，高于 23 年全年的 21%。金融企业一直是自用型优质办公的投资主力，此外能源、原材料、制造业及个人买家也在疫情之后不断涌现，积极布局一线城市，抄底上海的核心物业。

尽管受大量新增面积以及低吸纳影响，上海办公 / 研发业

态总体交易额缩减，但 24 年上半年该类业态仍占据了总交易的 54%。除财通证券拔得办公交易头筹及上海天主教青年会出手外，山西某民营企业购得浦东新区花旗银行大厦 6 个楼层，中国信达以 11.3 亿元成功拍得三和大厦，债权转股权持有资产。商业板块因有大体量七宝万科广场的交易，成交额升至第二，占比 14%。此外，公寓 / 住宅、酒店类资产也受到投资人的追捧，合计占总交易额的 22%。典型案例如广东某投资公司 12 亿元购入雅诗阁衡山服务公寓。

预计 24 年下半年，得益于上海在中国经济的重要位置，来自全国的有自用需求的企业和私人投资者将继续投资办公、酒店类项目。外资买家仍会保持谨慎态度，但一些外资基金的折价项目有望成交，同时法拍项目占比有望继续增加。上半年开始实施的“沪规划资源用 [2024]51 号文”加强了产业用地股权交易的监管，对未来工业类项目的交易或有一定影响。

广州：法拍与关联交易占比增加，纾解问题资产

24年上半年广州大宗交易宗数7笔，交易规模约56亿元。宗数较去年同期下降了42%，交易规模下降了59%，平均每笔交易金额8亿元，较去年同期下降29%，较去年全年下降12%。业态方面，24年上半年成交有综合体、办公、商业和工业，酒店和公寓未有成交。较大的交易如荔湾区碧桂园白鹅潭国际金融中心（综合体）部分股权转让。

广州上半年7宗交易买家均为内资，外资虽未有交易，但仍在持续关注物流及社区商业项目。国企投资占比较前两年进一步上升到75%，民企及私人投资者比重缩减。出于对本地市场的熟悉与投资前景的看好，一些有投资及稳定分红需求的村集体经济组织积极抓住资产价格松动的投资机会，获取优质物业。

同时法拍数量及关联交易占比在增多，1季度科学城（广州）

投资集团有限公司，以起拍价4.03亿元竞得广州富力地产旗下在黄埔的一处占地面积约15万平方米的工业项目，竞拍要求竞买人在竞得标的后须引入从事新能源、电动汽车及汽车零部件制造的高新技术企业，引入的企业在黄埔区内纳统的达产年产值不低于200亿元，年进出口额不低于人民币250亿元，以及引入企业5年内投入不少于30亿元的固定投资等条件。表现出政府平台公司通过物业配置以更好地为本地产业进行招商引资的趋势。

未来三年广州全市还将有73.1万平方米的甲级写字楼、130.6万平方米的优质购物中心将陆续完成建设并投入市场使用。竞争扩大的背景下，资产价格或将进一步下调，叠加考虑当前的低息金融环境，投资门槛的降低有望促使包括企业及私人买家在内的内资投资者重新考虑资产配置。

深圳：低总价自用型交易主导上半年大宗物业交易市场

2024年上半年，深圳共完成17笔大宗交易，累计56.6亿元规模，表现较为低迷，未能延续2023年热度。2023年全年深圳总计51笔大宗交易，实现交易规模414亿元，仅办公/商务园区和工业两类资产就达成224亿元交易量。相较23年上半年，24年交易总量同期减少了74%，创下自2016年以来上半年成交金额的最低值。以住宅和写字楼为代表的资产价格持续回调，市场各方保持关注的同时，大宗买卖的实际成交节奏缓慢，市场弥漫观望情绪。

从投资方角度来看，受到资产价格连续回调的影响，投资型买家仍谨慎观望，上半年投资型交易金额仅占比10.4%；市场仍以自用型交易为主，占比达到65.3%。以房企为代表的资产持有方加紧去化存量物业，刺激部分以自用为主的买家择机收购优质资产。与此同时，自用型买家也表现得务实、谨慎，成交呈现以小面积、低总价为主的特点，平均每单仅为3.4亿元，同比下降了60%。除传统实业企业自用外，本期出现一宗长三角区域政府来深购置核心区域甲级写字楼用作“科创飞地”，表明深圳的民营经济活力、科技创新动能、战略性新兴产业集群以及核心区资产当前的价格水平对具有强烈招商引资需求和稳健财力的外地政府具有坚实的吸引力。

从资产类别看，24年上半年写字楼成交金额占全部资产类型的44.6%，工业类资产成交金额占比为21.7%，均为自用型交易。自2023年初以来酒店及旅游行业迎来恢复性增长，主要酒店集团均在2023年实现了营收、利润和门店数量的显著增长，带动酒店类物业投资和租赁需求活跃，尤其中高端酒店品牌积极拓展深圳市场。酒店类交易额在本季占比升至第二位，达14.5%。主要成交案例为某实业公司通过司法拍卖渠道以4.19亿元竞得位于罗湖区的新都酒店整栋物业。

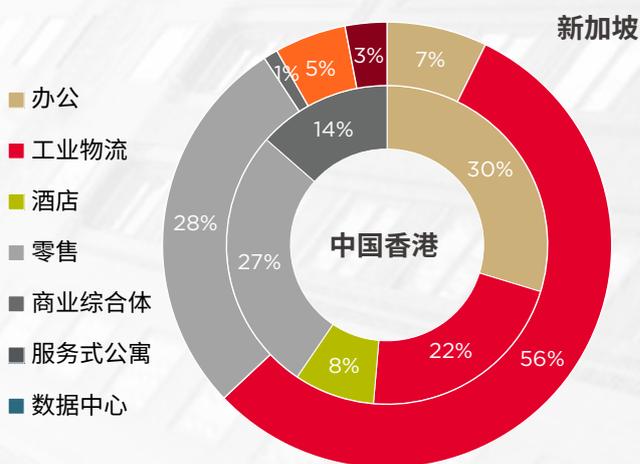
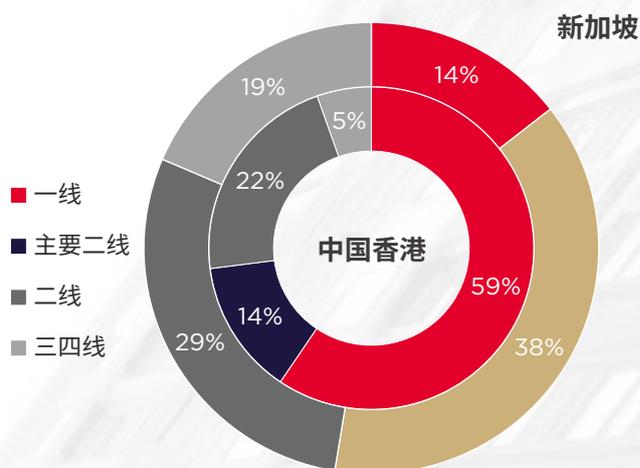
以房企为代表的资产持有方加紧去化存量物业，为在激烈竞争中促成交易，深圳未来资产价格仍将承压。在写字楼租金下行、空置与未来供应量走高的背景下，具有相对稳定收益的酒店类资产将持续受到市场青睐，同时物流、产业园、商业、公寓及保租房项目仍是市场关注的热门板块。与此同时，位于核心区、运营成熟稳定的优质资产依然稀缺。年中深中通道的开通，将不断加速珠三角东西两岸的融合，更加频繁的两岸往来将刺激两地资金的流动，预计以自用为目的买卖仍将是大宗交易的主流。

3 新加坡、中国香港 REITs 在内地大宗交易案例分析

截至 2024 年 9 月，新加坡和中国香港共有 17 支 REITs 持有位于中国内地的物业，其中新加坡 11 支，占新加坡交易所上市 REITs 及商业信托总数的 26%；香港 6 支，占香港交易所上市 REITs 总数的 55%。

近两年来，两市 REITs 在内地的收并购表现冷淡，除凯德中国信托（CLCT）于 2024 年 1 月 23 日公告出售北京凯德双井购物中心，以及领展房产基金（Link REIT）于 2024 年 2 月完成上海七宝万科广场余下的 50% 权益收购外，2024 年 1-9 月再无其他收购及出售项目。

当前，17 支新加坡和中国香港 REITs 共持有 134 处位于中国内地的不动产项目，其中中国香港 REITs 持有内地不动产项目 37 处，新加坡 REITs 持有内地不动产项目 97 处。从城市偏好看，香港 REITs 偏好布局一线城市，资产占比 59%，表现出对城市能级的要求更高；新加坡 REITs 偏好布局主要二线*及其他二线城市，合计占比约为 67%，对于资产投资回报有更高的要求。



数据来源：戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

分业态来看，中国香港 REITs 的资产类别较少但更为均衡，集中分布在办公、工业物流、零售和综合体上，再加少量的酒店物业。其中招商局商业房地产投资信托是持有内地办公资产最多 REITs，共有 5 处，集中在深圳、北京一线城市；领展为港交所 REITs 最大内地零售资产买家，持有 6 处位于一线城市的零售资产。新加坡市场类别更为多元化，但集中度更高，超过 80% 的比例投向了工业物流和零售资产，其余少量分散在办公、服务式公寓、数据中心以及综合体。其中丰树物流信托在工业物流领域遥遥领先，在 27 个城市持有 43 处物流资产，CLCT 持有 9 处零售资产，是新交所 REITs 最大内地零售资产买家。

新加坡和中国香港 REITs 在内地的交易活跃期主要在 2019-2021 年，彼时尚有年均 20 多笔的交易宗数，到 2022 年已经减少到 8 宗，2023 年至今除领展的一笔股权收购外，暂无任何实际购入发生。实际上，随着全球经济基本面承压以及持续高企的美元利率，新加坡和香港 REITs 两市近两年大宗交易数量也在走低，全球化收购也在放缓。以新加坡为例，2021 年共有 24 支 REITs 进行了资产收购，实际对价超 127 亿新元，2022 年共 20 支进行资产收购，实际对价超 70 亿新元，到 2023 年只有 11 支宣布收购资产，实际对价逾 30 亿新元。可见不仅在内地市场，在全球的收购活跃度也在走低。2024 年上半年交易频次有所增加，共 10 支宣布收购资产，但实际对价仅在 16 亿新元多，单笔交易规模骤减。

领展收购上海七宝万科广场余下的 50% 权益存在历史的延续性与现实的必然性，既有领展一贯 100% 持有资产的运营战略需求，也能窥见在当下时点房地产开发商不惜出售优质资产来换取现金流的迫切需求。2021 年领展从 GIC 手中收购了上海七宝万科广场 50% 的权益，估值 65.8 亿元，最终交易对价 64 亿元；2024 年收购剩余 50% 的权益时，因项目运营

持续稳定、收益良好，账面资产估值上涨到 70.6 亿元，但最终对价 52 亿元，折价 26.3%。这在一定程度上反映了当前投资人对于零售大宗交易要求回报率有所提高，同时折射出流动性危机下卖方急于出售优质资产的策略调整。总的来说，七宝万科广场的权益交易案例反映了当前商业地产市场的复杂性和多变性。

新加坡 REITs 是亚洲最具有活力的市场之一，具有高度的分布国际化、业态多元化的特征，除传统领域外，目前在医疗养老、物流仓储、数据中心等新兴领域不断拓展，与中国内地的发展趋势具有高度的一致性，新加坡领先的 REITs 基金也在高度关注内地市场经济活力与物业运营水平，随时调整其资产组合。

中国内地市场是中国香港 REITs 的重仓地区，同时有多支 REITs 的发行人均为内地本土企业，与内地市场存在更为密切的关联。2024 年 4 月 19 日，中国证监会宣布将内地和香港符合资格的 REITs 纳入沪深港通标的，拟总体参照两地股票和 ETF 互联互通制度安排，将内地和香港合资格的 REITs 纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。声明次日，港交所 REITs 集体上涨，显示出打通两市 REITs 的投资通道，对提振香港 REITs 市场的积极作用。预计这一政策一方面将会吸引更多投资者进入 REITs 市场，对香港 REITs 和内地 REITs 的资产配置和投资策略产生积极的影响。

此外，在近年高利率的环境下，海外 REITs 平台装入资产难度上升，激发发行人考虑在两岸建立多个 REITs 平台的发展战略。如招商局集团通过在中国内地、中国香港建立多个 REITs 平台，实现了资产的多元化配置和资本运作的灵活性。2019 年，招商局商业房托基金在香港联合交易所上市，募资 25.65 亿港元，资产包括深圳蛇口的甲级写字楼、产业园和商业综合体等。



2021 年，招商蛇口产业园 REIT 在深交所上市，募资 20.79 亿元人民币。此外，招商蛇口租赁住房 REIT 也在 2024 年成功募集资金，使得招商局旗下在两个市场拥有三个 REITs 平台，分别关注商办、产业园和租赁住房三个细分领域。这种多平台战略不仅为招商局提供了更多的选择机会，还有助于根据市场条件和项目特性匹配最合适的发行场所，从而获取更优惠的资金成本和灵活的资产组合配置。顺丰控股也是多 REITs 平台战略的践行者。2021 年，顺丰在香港交易所上市，成为香港首个以仓储物流为主的 REIT，资产包括香港、佛山和芜湖三个中国内地项目。2024 年 9 月，顺丰在深交所正式申报了仓储物流 REIT，资产位于深圳、武汉和合肥。

多平台建设给发行人提供了更多的选择机会，可以根据市场的利率水平、区域市场的营商环境、不同市场投资人需求、不同项目的退出条件等为其匹配更为合适的发行场所，有利于发行人获取更为优惠的资金成本，灵活搭配其资产组合并建立战略性的企业资本运作路径。

第五期中国 REITs 指数之不动产资本化率调研以问卷的形式邀请不动产投资领域的专业机构与行业专家参与调研，通过分析受访者对于不同城市各类资产在大宗交易市场中的专业判断，为建设中国 REITs 资产定价体系提供合理的基准指数。本期调研于 2024 年第三季度完成，期间收到了 97 份不动产投资机构的问卷反馈。受访机构包括境内外房地产基金公司、保险机构、开发商、新加坡及中国香港上市 REITs 管理人等，其中不动产私募基金、险资、开发商、占比约 42%、15% 及 16%，内外资占比约 4:1；对投资期限的要求来看，受访机构的持有资产时间 3 年以下、3-6 年、6-9 年、9 年以上的受访机构分别占到 1%、52%、21% 及 26%。

第五期资本化率调研问卷共设置四大类问题，包含机构背景调查、投资偏好调查、资本化率调查和公募 REITs 预期投资回报率调查。机构背景调查主要了解受访者所在机构过往投资的项目类型、业态、城市等；投资偏好调查主要了解受访者在未来一年对于不同城市、资产类型的投资关注度与偏好；资本化率调查主要了解受访者所认可的不同资产类型在大宗交易市场中的资本化率合理水平；基础设施公募 REITs 投资回报率调查主要了解受访者认可的不同公募 REITs 产品类型在二级市场中的派息率合理水平。

考虑到不动产大宗交易市场中买卖双方对于资产价格的不同预期，问卷设置了买方、卖方、二者兼有共三类角色，受访者可从买方、卖方视角分别填写各类资产合理的资本化率区间，最终取双方意见重合部分作为调研结论。

本次调研问卷在资产类型包含甲级写字楼、商务园区、购物中心、社区商业、奥特莱斯、酒店、长租公寓/服务式公寓、仓储物流、工业厂房、数据中心十种资产类型。本次调研中，商务园区主要指产业办公园区，用于满足产业租户对科研、办公空间的使用需求，仓储物流主要指高标物流，工业厂房主要指标准厂房和多层厂房，用于满足中小工业企业集聚发展和外来工业投资项目生产经营空间的使用需求。

考虑到北京、上海甲级写字楼市场特点，在研究这两座城市甲级写字楼资本化率时细分至核心商圈与非核心商圈两个维度。根据定义，北京甲级写字楼核心商圈包含国贸、金融街、东二环、燕莎及中关村，上海甲级写字楼核心商圈包含陆家嘴、人民广场、南京西路、徐汇核心、竹园、新天地、长宁中山公园及虹桥经济开发区。深圳甲级写字楼核心商圈包含福田、南山、罗湖。广州写字楼核心商圈包含珠江新城、体育中心。

酒店、长租公寓/服务式公寓以北京、上海、深圳、广州、三亚、其他重点旅游城市、主要二线城市共七个维度开展调研；购物中心、社区商业、奥特莱斯以北京、上海、深圳、广州、新一线城市、主要二线城市共六个维度开展调研，零售资产的新一线城市指成都、杭州、南京、武汉、成都、西安。

仓储物流、数据中心、工业厂房则以一线城市、环京区域、环沪区域、大湾区（不含广深）、成渝区域、华中区域共六个维度开展调研。

$$\text{资本化率} = \frac{\text{运营净收益 NOI}}{\text{当期资产价值}}$$

Cap Rate

5 不动产资本化率调研成果

投资机会关注度

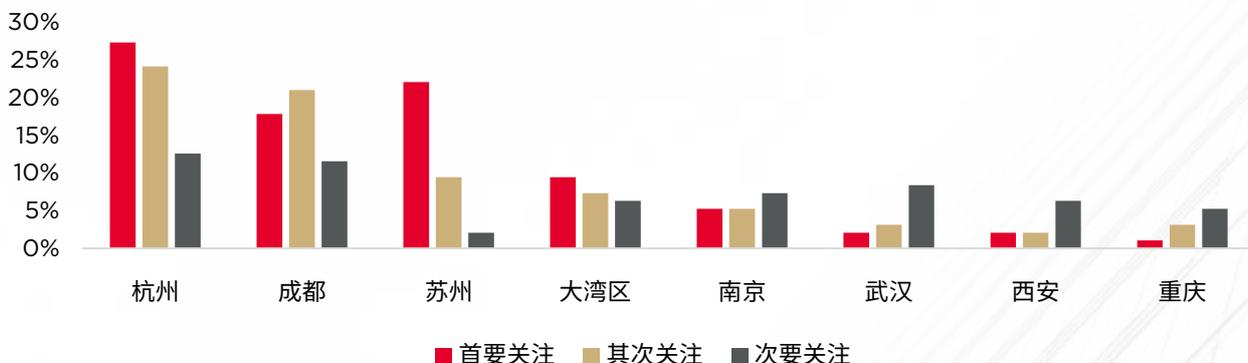
投资人聚焦一线城市及周边区域，产业稳健性驱动投资趋势

从城市维度来看，北京、上海各类资产受投资人关注的比例最高，体现了市场对北、上两座城市的投资偏好；其次为深圳与广州，再其次为主要二线城市。宏观经济形势不确定性，以及租赁市场与运营基本面弱化的背景下，多数投资人倾向于选择市场更为稳健的一线城市作为首要投资目的地以降低投资风险。

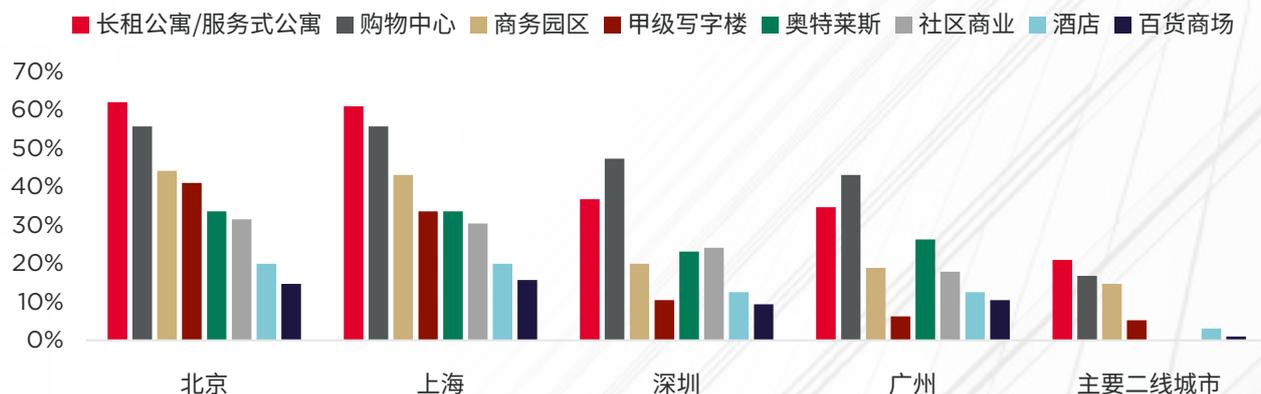
非一线城市因其经济的快速发展和相对较高的投资收益率，正逐渐成为投资者的新焦点。杭州、成都、苏州、大湾区（广、深除外）及南京等城市因其独特的经济优势和产业发展潜力，成为非一线城市中最受关注的投资目的地。约 64% 的受访者选择了杭州作为投资目的地，首要考虑投资的比例为 27%，远超成都的 18% 及苏州的 22%。

过往几年，杭州稳居非一线城市关注度首位，与杭州各产业发展较为均衡密不可分。无论是第三产业和消费支撑的杭州商办资产，或是第二产业支撑的杭州工业资产，均在全国大宗交易市场上表现出色。此外，大湾区的发展也受到了广深两地外溢需求的推动，尤其是近年来跨境电商的兴起，促进了大湾区物流租赁需求的增长，使得该区域的仓储物流投资机会成为投资者关注的热点。除了前五位非一线城市外，合肥、无锡等城市在集成电路、新能源产业领域的快速扩张，创造了稳健的产业经济发展趋势和良好的投资环境，逐渐进入不动产投资者的视野。

非一线城市投资机会受关注度前八位



对不动产投资机会关注度 - 商办住类



长租公寓 / 服务式公寓受投资人青睐，酒店关注度有所反弹

长租公寓 / 服务式公寓因其稳定的市场需求和政策支持，成为不动产投资的热点。在交易活跃度方面，上海在长租公寓和服务式公寓的交易量上独占鳌头，北京紧随其后。主导大宗交易的投资方主要是国有资本和外资私募基金。调研显示，受访者对于长租公寓 / 服务式公寓投资机会呈现了明显的城市偏好，其中北京、上海位于第一梯队。考虑投资北京和上海长租公寓 / 服务式公寓的投资人超过六成，近四成受访者考虑投资深圳、广州的该类投资机会，该业态也为北京、上海商办住业态中最受投资人关注的一类。此外，对比疫情前，投资人对酒店业态的信心有所增强，考虑投资北京和上海酒店的投资人超约占两成。

2021 年国家发改委将保障性租赁住房纳入公募 REITs 试点，截至 2024 年 9 月，已有 5 单保障性租赁住房 REITs 成功发行，并有 1 单产品获批，底层资产分布在北京、上海、深圳和厦门。2024 年，1014 号文将公募 REITs 常态化发行范围拓宽至市场化租赁住房领域，不止保租房、公租房，更增加了由专业机构自持、不分拆单独出售且长期用于出租的市场化租赁住房项目，以及专门为园区入驻企业提供配套服务的租赁住房项目。公募 REITs 的引入有利于实现长租公寓 / 服务式公寓的“投融管退”，从而带动其交易关注度的提升。

从投资者类型来看，险资机构、不动产私募基金为长租公寓 / 服务式公寓投资的主力军。险资偏好有稳定现金流、成熟度高、风险低的核心型 / 核心增值型资产，调研显示，近乎所有险资受访者均表示对长租公寓 / 服务式公寓具有投资意愿。长租公寓 / 服务式公寓因其租金收益较为稳定、运营难度相对较小、资产流动性较好、对冲通胀等因素，是众多投资人资产配置中必不可少的一部分。同时，对于不动产私募基金来说，将商业物业改造为长租用途（即“商改租”）所带来的增值型策略（value-add）的投资机会，也是吸引这些机构参与长租公寓和服务式公寓投资的重要因素。这种策略不仅能够为投资者带来潜在的高回报，还能通过物业改造和升级来提升资产价值，从而实现资产的长期增值。

甲级写字楼、商务园区的机构关注度下滑，交易以自用买家为主

甲级写字楼和商务园区的机构关注度下滑，以及交易活动向自用买家倾斜，表明市场正在经历结构性变化。本次调研显示，约 41%、34% 的受访者表示会考虑北京、上海甲级写字楼的投资机会，而对于深圳和广州的甲级写字楼，仅有 11% 和 6% 的受访者表示将考虑投资，该比例与往年约八成的关注度相比，显著降低。而对商务园区，约 44% 的受访者表示会考虑北京、上海商务园区的投资机会，而对于深圳、广州市场，该比例约 20%。与往年不同，今年受访机构对商务园区比对甲级写字楼的关注度更高，主要由于投资机构更关注产业对办公需求的支撑，且在当前企业普遍降本增效的环境下，企业更倾向于选择租金更低的商务园区，甲级写字楼更容易面临退租的冲击。

当前经济环境下，机构投资人与自用买家对办公物业的投资逻辑有明显差异，市场从前几年以机构投资者为主，转变为当前以自用买家为主。近几年来，全国甲级写字楼、商务园区市场面临供应过剩的问题，导致租金增长下降情况，同时，由于经济形势的不确定性，企业对办公空间的需求也在缩减，这使得寻求稳定租金收益的机构投资者表达更审慎的投资态度。但与此同时，自用买家，尤其是那些寻求稳定办公环境和长期资产持有的企业，更倾向于直接购买甲级写字楼、商务园区。这些买家通常更注重物业的长期价值和战略适配性，而不是短期的市场波动。虽然市场整体面临挑战，但自用买家的活跃为市场提供了新的视角和机遇。

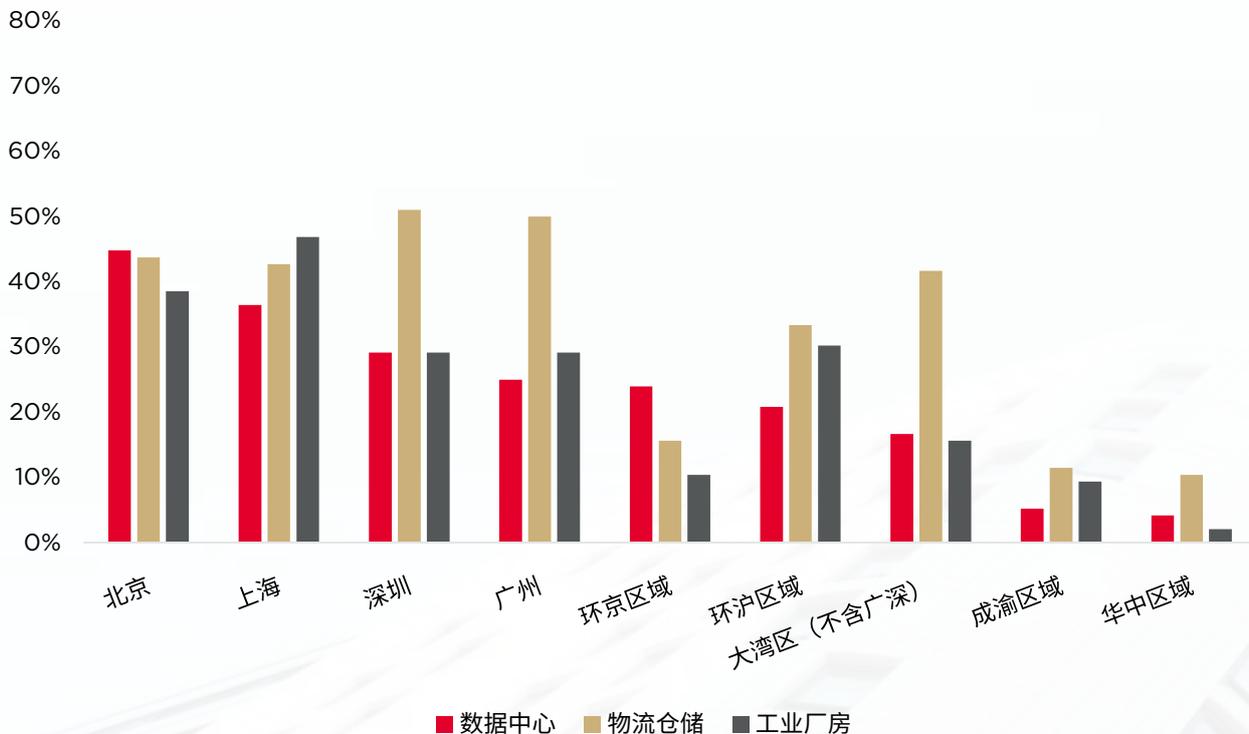
购物中心、奥特莱斯、社区商业关注度显著提升

随着疫情影响的减退和消费基础设施公募 REITs 的陆续上市，投资者对零售物业的兴趣显著回升，恢复至疫情前的信心水平。北京和上海的零售不动产尤其受到投资者的青睐，显示出市场对这两大一线城市的偏好。

从资产类型来看，投资关注度按业态排名：购物中心>奥特莱斯>社区商业>百货商场。购物中心是所有零售细分业态中投资人较为青睐的投资标的，主要考虑到购物中心运营、建设较为标准化，交易流动性相比其他细分业态更高，考虑投资北、上、深、广、新一线城市购物中心的受访者比例分别为 55%、55%、47%、43% 及 44%。奥特莱斯作为购物中心的一个细分市场，对运营商的专业能力要求更高，其中产阶级规模扩大和消费下行压力下展现出的抗周期性，以及首个奥特莱斯 REIT 的成功上市，使其在北京和上海受到超过 30% 的受访者关注。社区商业指服务于特定社区居民的日常生活需求，规模体量相对较小的商业项目，因其消费需求的稳定性和公募 REITs 政策的支持而受到投资者的明显偏好，北京和上海的社区商业吸引了约 30% 的受访者关注。

2023 年 3 月份，国家发展改革委发布的《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》明确，贯彻党中央、国务院关于把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施公募 REITs。截至 2024 年 9 月，已有 7 单消费基础设施公募 REITs 成功发行，底层资产分布在北京、上海、杭州、成都、青岛、武汉、长沙和济南。此前，投资者对零售物业的投资热情主要集中在一线城市。随着公募 REITs 的推出，预计将显著增加投资者对新一线及二线城市零售物业市场的兴趣，从而提高这些城市零售物业交易的活跃度和市场流动性。这一变化不仅为投资者提供了更多元化的选择，也为非一线城市的零售物业市场注入了新的活力。

工业类资产投资机会关注度



工业类资产：仓储物流关注度下降，数据中心、工业厂房关注热度提升

本次问卷调查深入探究了参与者对工业资产投资倾向的看法。调查结果显示仓储物流领域的投资关注度有所减退，而数据中心、工业厂房的投资关注热度则显著提升。投资人对不同细分业态的区域选择也有明显差异，在四个主要的一线城市中，北京关注度最高的工业类资产为数据中心，而上海关注度最高的则为工业厂房，深圳和广州关注度最高的为仓储物流资产。

工业厂房

本次问卷调查中，工业厂房的投资关注度显著提升，投资关注度按区域排名：上海及环沪区域 > 北京及环京区域 > 大湾区 > 成渝和华中区域，近五成受访者考虑投资上海的工业厂房资产，环沪区域的比例也达三成。工业厂房资产在市场低迷时表现出色，主要归因于以下几个因素：（1）稳定的租赁需求：制造业租户对工业厂房的需求通常稳定且持续，由于他们在装修和设备上的高额投资，以及租金在整体生产成本中所占的较小比例，使得这些租户更倾向于长期租赁，从而降低了续租风险和现金流的波动性。这种特性赋予了工业厂房资产较强的抗周期能力。（2）经济转型的推动：随着经济的转型升级，市场对高标准工业厂房的需求日益增长。同时，工业用地的供应相对紧张，这使得工业厂房资产成为投资者眼中的热门选择。

2022 年，临港创新产业园 REIT、东久新经济 REIT 上市，其底层工业厂房资产分别为上海 3 处以及环沪 3 处用于生产加工的单层标准厂房，上市以来底层资产经营表现稳定，二级市场股价表现优异。2024 年 9 月，中金联东科创 REIT 获批，底层资产为北京 3 处用于生产及研发试验的多层标准厂房，公募 REITs 退出渠道的建立给一级市场投资人传递信心。在私募交易市场上，太平洋保险投资金地商置位于上海的 4 处标准工业厂房，申万宏源与东久新宜发起总投资规模 5 亿人民币的智能制造基础设施园区基金。公募和私募交易均表现活跃，表明投资人对工业厂房资产的信心充足，基础设施公募 REITs 的推出以及已上市项目的优质表现对工业厂房大宗交易市场流动性提升产生积极影响。

数据中心

随着大模型和云计算需求的激增，数据中心作为关键的基础设施，正迅速成为投资者关注的焦点。当前，投资关注度按区域排名：北京及环京区域 > 上海及环沪区域 > 大湾区 > 成渝和华中区域，具体到城市层面，考虑投资于北京、上海、深圳、广州数据中心的受访者比例分别为 45%、36%、29% 和 25%。

调研显示，不动产私募基金是关注数据中心投资机会的主力军，此外，近八成险资受访者均表示对数据中心具有投资意愿。从区域和城市差异而言，投资关注度与国内互联网企业算力需求的分布密切相关。华北地区之所以成为数据中心投资的热点，主要得益于其能源优势和适宜的气候条件，这些因素有助于降低数据中心运营的能源成本。此外，多数互联网企业的研发总部设在北京，使得北京及其周边地区成为数据中心租赁的热门区域。

从城市级别来看，一线城市及其周边的数据中心投资机会尤其受到投资者的青睐。这一方面是因为这些地区的数据中心更接近终端用户，能够提供更低的网络延迟；另一方面，由于一线城市对新增能耗指标的严格控制，数据中心的稀缺性成为了投资者决策时的重要考量。

2024 年，投资人对仓储物流业态的关注度有明显回落，主要由于全国部分区域仓储物流供过于求，租金和出租率均出现下滑，导致投资人对该业态的信心不足。仓储物流业态的投资热度呈现明显的区域差异，投资关注度按区域排名：大湾区 > 上海及环沪区域 > 北京及环京区域 > 成渝和华中区域。这与跨境电商在大湾区的兴起，促进了大湾区物流租赁需求增长的市场情况密不可分，表明租赁市场稳定性是投资人决策的重要考量因素。过往，上海及环沪区域承载国内电商的强劲租赁需求，是投资人最热衷的仓储物流投资区域，然而近年随着大体量的电商自建仓库陆续入市，对第三方运营商的仓库租赁造成一定冲击，上海及环沪区域仓储租赁市场整体呈现租金下跌的趋势，使得投资人对上海及环沪市场表现出更审慎的投资态度。此外，数据显示，投资者对北京及其周边地区的投资持更加谨慎的态度，这主要是由于环京仓储物流资产的供应过剩，市场需要较长时间来消化这些新增供应，以恢复平衡。

养老设施项目：一线城市投资关注度较高

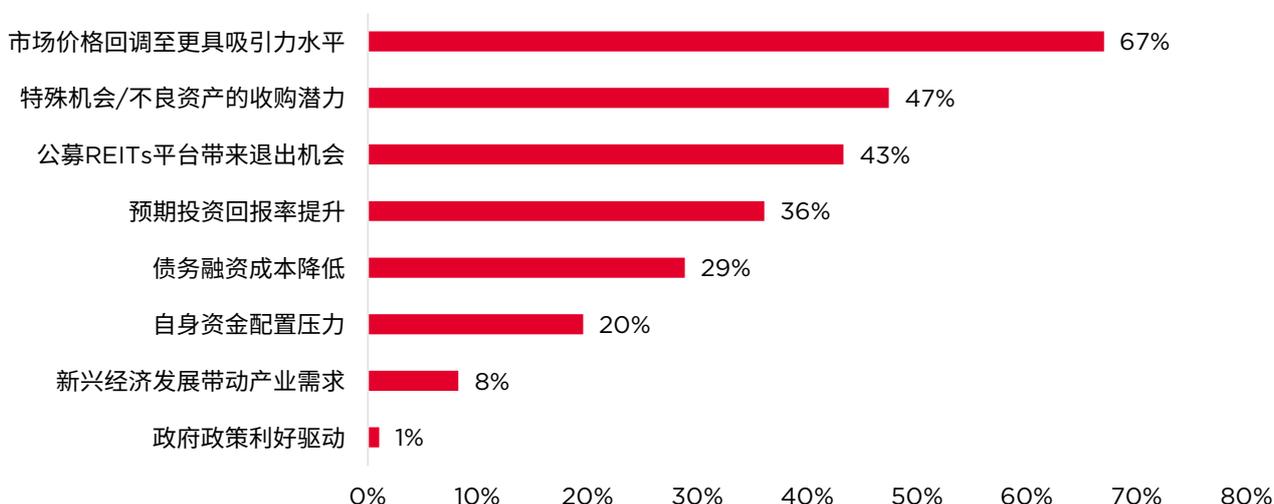
根据 1014 号文，基础设施公募 REITs 的资产类型范围增添了养老项目。本次问卷调研中，养老设施的投资关注度主要集中在一线城市，尤其是北京、上海，约 31%、29% 受访者表示考虑这两个城市的养老设施投资机会，深圳、广州的关注度比例则接近两成。投资关注度按区域排名：北京、上海 > 广州、深圳 > 长三角 > 珠三角 > 环渤海。当前，推动养老设施发行基础设施公募 REITs 还面临一些挑战。根据 1014 号文的规定，申请发行基础设施公募 REITs 的养老设施必须依法登记并在民政部门备案，但这一备案申请的难度较大。其次，养老设施项目通常具有较长的投资回收周期，一般需要 5 至 8 年时间才能实现现金流的平衡，导致能够满足市场上投资者期望回报率的养老设施项目相对较少。



投资决策因素

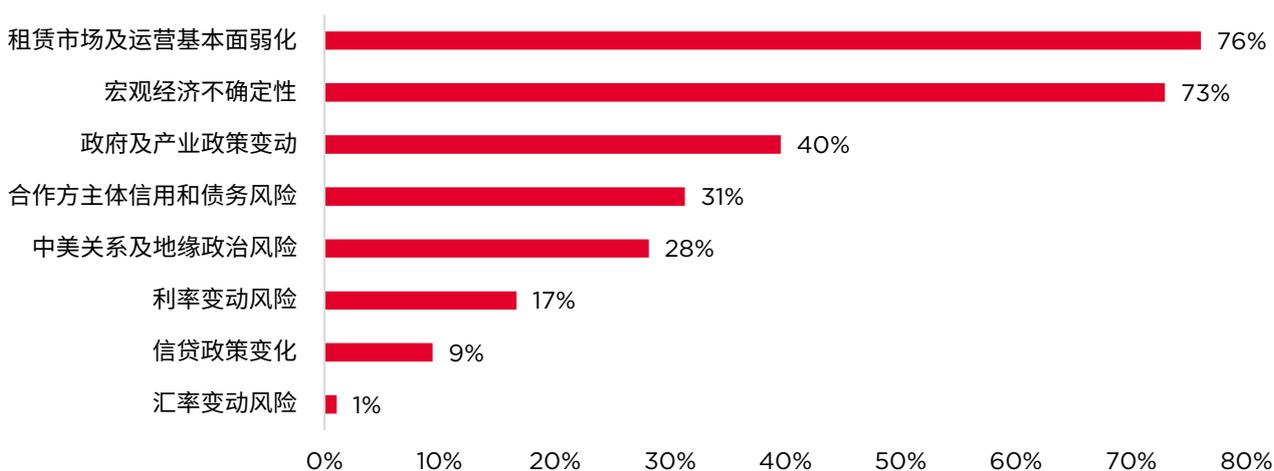
本次调研中，我们深入探究了投资者在当前经济环境下，对不动产资产投资决策驱动因素、风险考量因素、对未来交易复苏的信心以及投资策略四个问题的看法。

投资决策 - 驱动因素



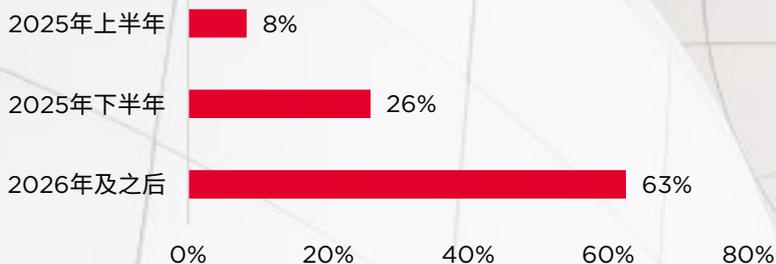
调研结果显示，投资人普遍认为当前资产价格的回调带来投资进入的潜在机会。近七成受访者表示，其投资决策驱动来自于市场价格回调至更具吸引力水平，且特殊机会/不良资产的收购潜力吸引其在市场上寻求投资标的。超过四成受访者表示，公募REITs平台带来退出机会，是其投资决策的关键驱动力，显示出二级市场投融管退的建立对一级市场投资流动性的影响。此外，预期投资回报率上升、稳定利率/债务融资成本降低以及自身资金配置压力也是投资人考虑的关键因素。认为自身资金配置压力为投资驱动力的受访者主要以保险机构为主。

投资决策 - 风险考量因素



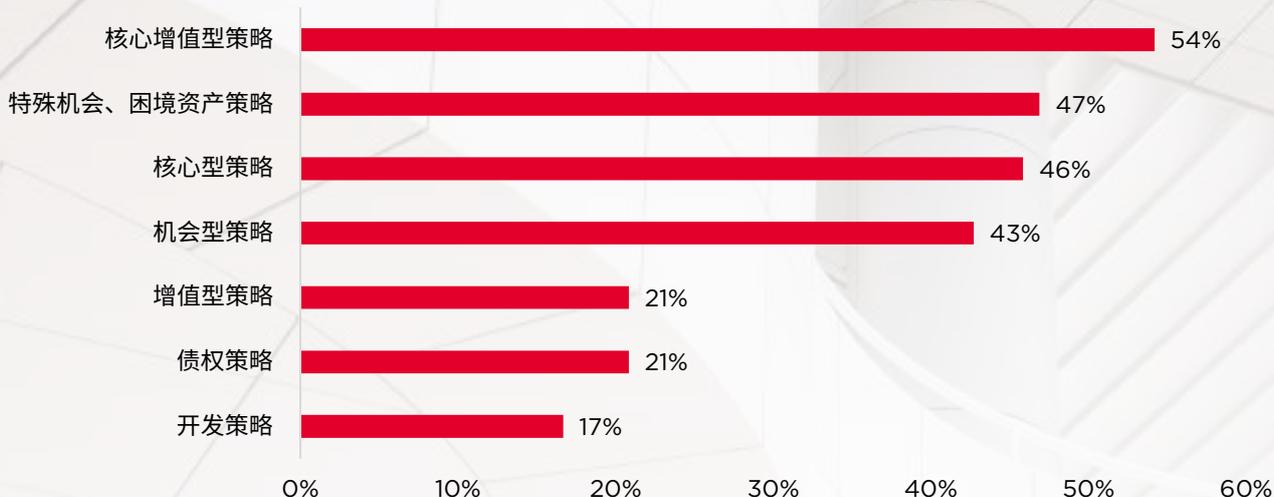
本期调研中，受访者普遍表达了对经济前景以及租赁市场基本面弱化的担忧。近八成受访者表示，租赁市场及运营基本面的弱化，成为投资决策的最关键的风险因素。此外，保险受访者较为关注合作方主体信用和债务风险。关注信贷政策变化的受访者，以民营企业和不动产私募基金为主，而关注中美关系及地缘政治风险的受访者，则以具有外资背景机构为主。

预计不动产交易活跃度恢复时间



尽管当前资产价格有所下降带来投资进入机会，但在当前经济环境下，本期调研受访者普遍呈现对未来交易复苏信心的不足，约 63% 受访者表示预计不动产交易活跃度恢复时间在 2026 年及以后，约 26% 受访者表示将在 2025 年下半年恢复活跃。

投资策略的选择



在当前中国经济的多变格局中，不动产投资者的策略选择受到市场状况、风险承受度、预期收益和宏观经济走势等多重因素的共同影响。我们的调研发现，核心增值型策略最受投资者的青睐，有 54% 的受访者表示计划在未来采用此策略。该策略着眼于投资那些有待提升的资产，通过翻修或优化管理来增加其价值，尤其受到追求长期增值潜力的投资者的欢迎。

此外，特殊机会和困境资产策略也吸引了约 47% 的受访者，显示出在资产价格调整和房地产市场波动时期，有较高风险承受能力的投资者倾向于寻求高风险高回报的机会。在经济不确定性增加的背景下，约 46% 的受访者倾向于选择核心型策略，以追求更为稳定和低风险的投资回报。

在不同机构类型的投资者中，不动产私募基金的受访者更倾向于选择风险和回报都相对较高的投资策略。具体来说，近七成的私募基金受访者考虑采用特殊机会和困境资产策略，而近六成则考虑机会型策略，这反映出他们对市场复苏期间潜在的高收益机会持积极态度。相比之下，保险机构的受访者则更偏好稳健的投资策略，近九成考虑采用核心增值型策略，近八成考虑核心型策略，这与他们追求长期稳定回报的投资目标相一致。

此外，具有境外资金背景的机构受访者也表现出对特殊机会、困境资产策略和机会型策略的偏好。这也反映了在当前美元利率仍相对较高的时刻，外资投资者寻求较高投资回报率项目的倾向。

各城市不同资产资本化率水平

本期调研中，我们对资本化率的定义为：资本化率 = 营运净收入 / 物业价值。其中，营运净收入（NOI）为预计未来第一年稳定的营运净收入，运营净收入对应的租金收入水平为市场租金，而非当前实际签约租金水平；营运净收入为物业营运收入减去营运成本，营运成本包括所有与产生营运收入必要相关的成本，不包含利息、企业所得税、资本支出、折旧与摊销。物业价值为在当前时点市场交易的价值。

本期调研分别以买方、卖方视角调研了各类资产在交易环节中合理的资本化率范围，并取两者重叠部分形成以下结论：

各城市资产资本化率水平

办公类资产		
城市	甲级写字楼	商务园区
北京（核心区）	4.6%-5.6%	5.2%-6.2%
北京（非核心区）	5.1%-6.1%	
上海（核心区）	4.5%-5.6%	5.2%-6.2%
上海（非核心区）	5.1%-6.1%	
深圳（核心区）	4.9%-5.9%	5.3%-6.4%
深圳（非核心区）	5.3%-6.3%	
广州（核心区）	5.0%-6.1%	5.5%-6.5%
广州（非核心区）	5.4%-6.4%	
主要二线城市	6.0%-7.3%	6.5%-7.4%

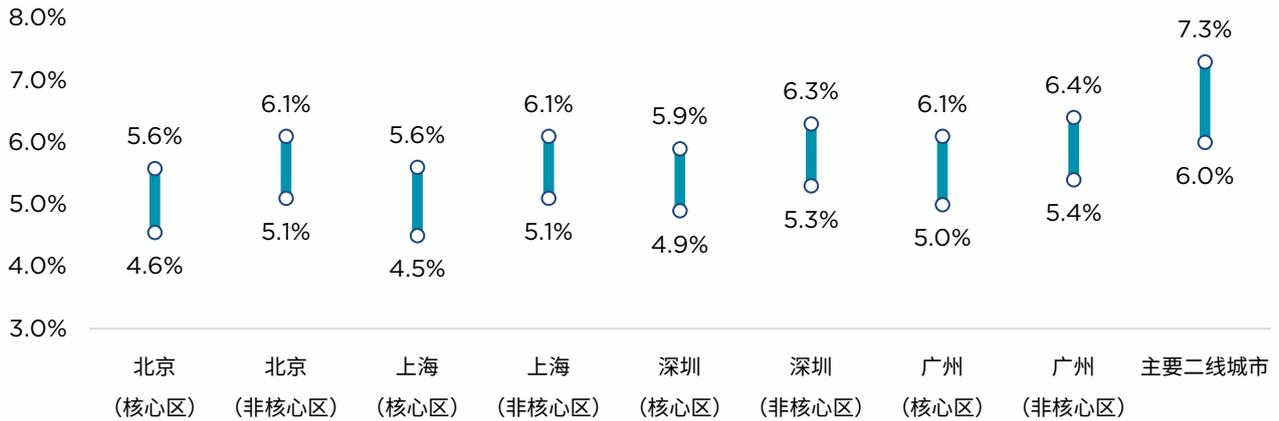
零售类资产			
城市	购物中心	社区商业	奥特莱斯
北京	5.3%-6.4%	5.6%-6.7%	5.9%-6.8%
上海	5.2%-6.3%	5.6%-6.6%	5.9%-6.9%
深圳	5.4%-6.4%	5.7%-6.8%	6.0%-7.0%
广州	5.5%-6.6%	5.8%-6.9%	6.0%-7.0%
新一线城市	5.8%-7.1%	6.3%-7.4%	6.6%-7.4%
主要二线城市	6.5%-7.6%	6.7%-7.6%	6.9%-7.7%

住宿类资产		
城市	酒店	长租公寓 / 服务式公寓
北京	5.3%-6.4%	4.7%-5.5%
上海	5.3%-6.4%	4.6%-5.5%
深圳	5.5%-6.5%	4.9%-5.8%
广州	5.6%-6.5%	5.0%-5.8%
三亚	6.0%-6.8%	6.1%-7.0%
主要二线城市	6.6%-7.5%	5.6%-6.8%

工业类资产			
城市 / 区域	仓储物流	工业厂房	数据中心
一线城市	5.1%-5.8%	5.5%-6.1%	7.2%-8.6%
环京区域	5.8%-6.7%	6.1%-6.8%	7.5%-8.8%
环沪区域	5.5%-6.2%	5.8%-6.5%	7.6%-9.0%
大湾区（除广深）	5.3%-6.1%	5.9%-6.7%	7.6%-9.0%
成渝区域	5.9%-6.8%	6.4%-6.9%	9.0%-11.0%
华中区域	6.1%-6.9%	6.6%-7.1%	9.0%-11.0%

来源：彭博数据库、港交所网站、上交所网站、东京证券交易所网站，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

甲级写字楼 资本化率



商务园区 资本化率



购物中心 资本化率



社区商业 资本化率



奥特莱斯 资本化率



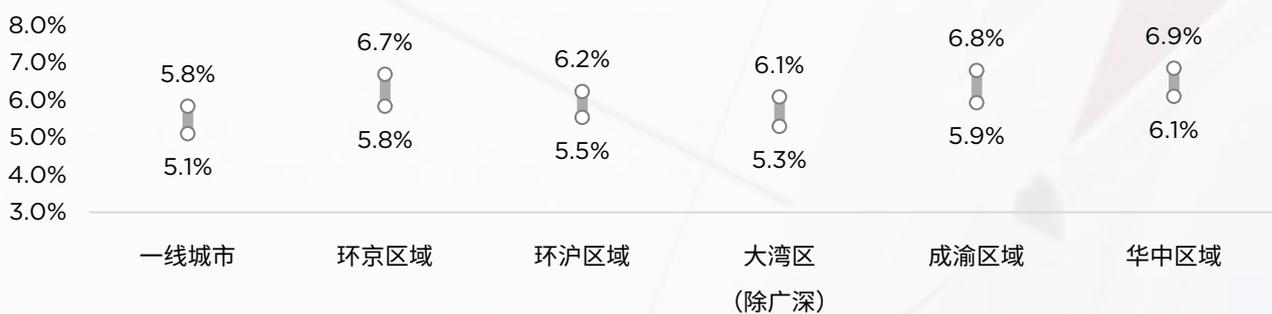
酒店 资本化率



长租公寓 / 服务式公寓 资本化率



物流仓储 资本化率



工业厂房 资本化率



数据中心 资本化率



* 备注：本期调研分别以买方、卖方视角调研了各类资产在交易环节中合理的资本化率范围，并取两者重叠部分形成以上资本化率结论。

甲级写字楼：机构投资人审慎观望，资本化率有所抬升

调研结果显示，写字楼作为国内不动产大宗交易市场中流动性最强、受关注度最高的业态，市场参与机构对它的定价已形成基本共识。投资人也往往将其作为基准，通过对比其他物业类型的资本化率来反映因业态不同所带来的投资风险与回报要求。

在一线城市中，北京和上海核心区的甲级写字楼资本化率相对较低，分别为 4.6%-5.6% 和 4.5%-5.6%，非核心区的项目资本化率则高出约 50 个基点。深圳和广州的核心区甲级写字楼资本化率略高于北京和上海，分别为 4.9%-5.9% 和 5.0%-6.1%。对于主要二线城市，受访者对甲级写字楼的收益要求反映了城市级别的风险溢价，资本化率范围为 6.0%-7.3%，较北京、上海核心区资产高出约 1.5 个百分点。

与 2022 年相比，2024 年甲级写字楼的资本化率区间上

升了约 70-100 个基点，这反映了在经济下行压力和短期内供应增加的双重影响下，投资者对甲级写字楼市场的信心有所减弱。在资本化率的判断上，卖方提供的区间通常比买方更高，显示出卖方对价格心理预期的下调。这可能源于两个原因：首先，买方目前更倾向于投资最核心、最优质的写字楼资产，并据此形成资本化率的判断；而卖方则需要考虑更广泛的资产定价。其次，卖方对当前写字楼市场的供应过剩和经营挑战有更深刻的理解，因此在资产出售价格上的心理预期有所主动调整。

值得注意的是，当前甲级写字楼市场以自用买家为主。与机构投资者不同，自用买家在投资决策时并不将资本化率作为关键指标，而是更关注自身的使用需求和写字楼作为企业总部的标志性作用。这种差异反映了不同类型投资者在甲级写字楼市场中的不同策略和考量。

商务园区：资本化率有所抬升，与非核心区甲级写字楼资本化率接近

北京、上海、深圳三地的商务园区资本化率较为接近，约为 5.2%-6.4%。特别是，一线城市的商务园区资本化率，与同一城市的非核心区甲级写字楼资本化率较为接近，显示出投资者对这些区域商务园区的偏好。在当前企业普遍降本增效的环境下，租金更低的商务园区承载了原来在非核心区甲级写字楼的租赁需求。与 2022 年的数据相比，商务园区的资本化率区间整体上升了 40 至 70 个基点。

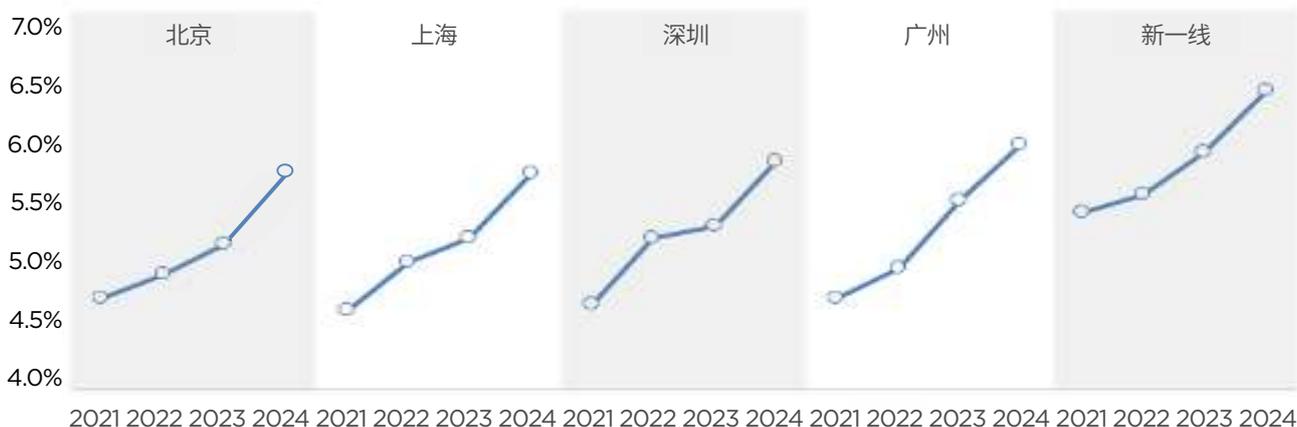
这一变化主要是由于办公产品供应过剩所导致的经营风险增加。此外，基础设施公募 REITs 为产业园区资产提供了上市退出平台，这不仅增强了市场的流动性，也拓宽了投资者对二线城市产业发展及其对商务园区经营带动作用的认识。在主要二线城市，商务园区的资本化率位于 6.5%-7.4%，相较于同一市场的甲级写字楼资本化率高出约 50 个基点。

零售物业：资本化率抬升，奥特莱斯和购物中心资本化率差异有所缩小

相比 2023 年，2024 年购物中心物业资本化率有较大幅度的上升。其中，受访者给出北京零售物业的资本化率下限相比 2023 年数据率高出约 80bps，上海则高出 60bps，广深及新一线城市高出约 70-80bps。本期调研结果显示，上海、北京整体表现韧性更强，上海、北京购物中心的资本化率在所有城市及区域中为最低且较接近，分别为 5.2%-6.3%、5.3%-6.4%，深圳、广州则在 5.4%-6.4% 和 5.5%-6.6%，比同城市的核心区甲级写字楼高出 50-80bps。在资本化率的判断上，卖方提供的区间比买方更高，显示出卖方对价格心理预期下调的态度。

对于零售物业，新一线城市主要指成都、杭州、南京、武汉、成都、西安等。根据 2023 年调研，投资人给出新一线城市购物中心资本化率为 5.1%-6.8%，而 2024 年调研显示，投资人给出新一线城市资本化率区间为 5.8%-7.1%，提升了约 70bps。而二线城市的购物中心资本化率则到达 6.5%-7.6% 区间。

购物中心资本化率变动



在经济下行、消费增长动力不足的宏观背景下，社区商业相比偏高奢类的零售物业，显示出较为强劲的租赁基本面，抗风险能力强，成为投资机构关注的资产类型。本次调研发现，考虑到资产交易流动性、稀缺性等，投资人普遍认为社区商业资本化率比同城市的购物中心高出 30-40bps。

在一线城市、新一线城市，近年均有成熟运营的奥特莱斯

项目交易案例，但交易流动性整体比购物中心更低。本次调研发现，考虑到资产交易流动性、经营难度等，投资人普遍认为奥特莱斯资本化率比同区位的购物中心高出 30-60bps，相比 2023 年调研，奥特莱斯和购物中心资本化率差异有所缩小。根据调研，投资人给出北上广深奥特莱斯资产资本化率区间较为接近，在 5.9%-7.0%，新一线城市比一线城市高出约 70bps，在 6.6%-7.4%，二线城市则在 6.9%-7.7%。

长租公寓 / 服务式公寓：买家青睐一线城市资产，资本化率与核心区甲级写字楼接近

在经济波动的宏观背景下，长租公寓 / 服务式公寓凸显出较为强劲的租赁基本面，抗风险能力强，因此成为投资机构尤为青睐的资产类型。一线城市长租公寓 / 服务式公寓的资本化率范围与核心区甲级写字楼的资本化率接近，且买方与卖方给出的区间较为接近，意味着成交意愿较高。对于一线城市的长租公寓 / 服务式公寓资本化率，北京、上海处于同一梯队，为 4.6%-5.5% 区间，深圳、广州则

在 4.9%-5.8% 区间范围内。从交易流动性来看，上海长租公寓 / 服务式公寓交易量最高，其次为北京，大宗交易市场主力投资机构为内资基金和外资机构。同时，一些私募基金也开始关注二线城市的机会。二线城市的资本化率较一线城市高出约 1 个百分点，反映出投资者对一线城市核心资产的偏好。

酒店：北京、上海处于同一梯队，与长租公寓 / 服务式公寓的资本化率拉开较大差距

随着疫情过后，国内商旅需求强劲复苏，带动了商务型酒店的业绩反弹，价格和入住率双双上升。一线城市的高端酒店因其出色的抗通胀特性和收益潜力，成为了投资者的避险选择，尤其受到国有企业、私营企业和家族投资者的关注。调研数据指出，对于机构投资者而言，一线城市酒店资产的资本化率北京和上海并列，大约在 5.3%-6.4%，深圳和广州则稍高，介于 5.5%-6.5%。调查显示，与一线

城市相比，三亚酒店的资本化率高出 50bps 左右，主要二线城市酒店的资本化率则存在 130 个基点的溢价。同一线城市中，酒店的资本化率普遍比长租公寓 / 服务式公寓高出 60 至 70 个基点。值得注意的是，当前市场上的酒店资产购买者主要是国有企业、私营企业和家族投资者，他们在做出投资决策时，更侧重于资产的地理位置是否符合其投资策略，而非单纯依赖资本化率的高低。

仓储物流：资本化率有所抬升，区域分化明显，大湾区资产稀缺性凸显

在宏观经济波动和市场供应过剩的双重影响下，仓储物流资产的资本化率较以往有显著上升，这反映了投资者对此类资产的信心有所减弱。最新调研数据揭示，买卖双方对一线城市高标准物流设施的资本化率预期介于 5.1% 至 5.8% 之间。由于近年来仓储物流资产交易活跃，过往物流资产资本化率已接近商务园区的水平，虽当前市场下行压力

加大，但卖方对价格的心理预期仍普遍高于买方。在一线城市周边区域的比较中，大湾区（除广深）的物流资产因其稀缺性而备受青睐，资本化率最低，范围在 5.3% 至 6.1% 之间。紧随其后的是环沪区域，资本化率为 5.5% 至 6.2%。而环京区域的资本化率最高，达到 5.8% 至 6.7%，与成渝区域接近。

工业厂房：与仓储物流资本化率价差压缩，环沪区域受投资人青睐

本期调研显示，一线城市工业厂房资本化率区间为 5.5%-6.1%。在一线城市周边区域的比较中，环沪区域工业厂房的资本化率最低，为 5.8%-6.5%，其次为大湾区（除广深），为 5.9%-6.7%。而环京区域的资本化率最高，达到 6.1%-6.8%。相比产品标准化程度较高的仓储物流资产，工业厂

房通常具有较高的定制化程度，也导致了在大宗交易市场上，工业厂房的流动性往往比仓储物流更低，因此，同一城市等级下的工业厂房资本化率高出约 30-60bps，该价差相比往年有所压缩。

数据中心：买卖双方给出资本化率区间接近，成交意愿提升

本期调研发现机构对于数据中心资本化率的看法仍存在明显差异。作为不动产投资的新兴业态，目前在国内成熟数据中心交易案例尚不多见。并购活动主要集中在能源指标获批初期或建设中的项目上，加之交易信息的不透明和价

格构成的复杂性，导致市场缺乏统一的定价标准，这也是造成投资者看法分歧的主要原因。尽管中国内地鲜有成熟运营的数据中心进行大宗交易，但随着数据中心资产证券化产品的出现，市场对成熟数据中心的投资热情正在升温。

本次调研中，买卖双方提供的资本化率区间反映了他们对未来交易的心理预期。

对于买方而言，投资机构对数据中心交易的要求回报率较高，这考虑到了资产组合的复杂性、运营难度、市场交易的不活跃性、服务费用的下降风险以及合规风险的排查难度等因素。而卖方则基于能源指标的稀缺性和数据中心上市公司股价的高估值，对交易资产的估值预期普遍高于买方，从而导致买卖双方在资本化率上存在差异。

总体而言，2024年买卖双方对数据中心的资本化率预期趋于接近，显示出双方的成交意愿增强。为确保调研结果的准确性，本次调研仅考虑了具有相关投资经验的受访者的数据。分析结果显示，一线城市数据中心的资本化率为

7.2%-8.6%，反映出投资者对此类资产仍持谨慎态度。具体到区域，环京区域的资本化率最低，为7.5%-8.8%，而环沪区域和大湾区（不含广深）相近，为7.6%-9.0%，成渝和华中区域则为9.0%-11.0%。这种区域差异主要是由于各区域数据中心需求的不同，以及互联网企业研发总部的分布和气候条件对能源成本的影响，使得投资者对环京区域的信心更强。

此外，调研还比较了数据中心与仓储物流、工业厂房等其他活跃交易资产的资本化率差异。数据中心的资本化率比仓储物流高出约2-3个百分点，比工业厂房高出1.7-3个百分点。这表明，鉴于交易和运营的复杂性，以及投资者对这类资产的理解难度，数据中心的预期回报率高于那些运营简单、交易活跃的工业类资产。

未来一年资本化率展望：市场持谨慎态度，投资人认可长租公寓 / 服务式公寓的抗风险能力

随着美联储在2024年结束连续加息周期，并在三季度开启降息新阶段，市场情绪出现转变。特别是9月19日美联储宣布降息50个基点，将联邦基金利率目标区间从5.25%-5.5%调整至4.75%-5.0%，这一举措可能会对全球资本市场产生深远影响。与此同时，中国内地的贷款市场报价利率（LPR）在2024年也经历了多次下调，1年期和5年期以上的LPR分别降至3.35%和3.85%，累计下调35个基点。历史经验显示，降息通常能激发不动产市场的活力，通过减少融资成本和提升不动产的避险投资吸引力。然而，降息对中国内地不动产市场的影响需要更

综合的分析。一方面，国内经济增长放缓，房地产、互联网、消费等行业面临挑战，导致不动产行业的租赁和交易需求减少，经营基本面受到压力。另一方面，降息可能加剧全球市场对经济放缓的担忧，进而影响不动产价格的稳定性。

本次调研显示，对于所有业态未来一年资本化率的变化趋势，绝大多数受访者表达了相对谨慎的态度，在大多数城市表达了资本化率上升的展望。对于一线城市的长租公寓 / 服务式公寓，投资者普遍预期资本化率将保持稳定，这表明了市场对这类资产长期稳定性的认可。

未来一年资本化率变动趋势

城市 / 区域	甲级写字楼	商务园区	零售物业	酒店	长租公寓
一线城市	↑	↑	↑	↑	→
二线城市	↑	↑	↑	↑	↑

城市 / 区域	工业厂房	仓储物流	数据中心
一线城市	↑	↑	↑
环京区域	↑	↑	↑
环沪区域	↑	↑	↑
大湾区	↑	↑	↑
成渝地区	↑	↑	↑
华中地区	↑	↑	↑

备注：↑代表 Cap Rate 上升、→代表 Cap Rate 持平、↓代表 Cap Rate 下降

基础设施公募 REITs 产品投资回报率调查

根据 1014 号文件，公募 REITs 现已步入常规发行阶段，市场逐渐成熟，投资者对 REITs 的预期回报率有了更加明确的判断。在本次调研中，我们收集了市场投资者对公募 REITs 产品投资回报率的期望。基础设施公募 REITs 市场上的投资人主要分为面向不动产行业的产业背景投资人，以及固收背景投资人两大类，本次调研所得出的派息率预期更倾向于产业背景投资人的观点。

调研结果显示，投资者对于保障性租赁住房的公募 REITs 产品的期望派息率最低，为 4.2%-5.1%，这反映了投资者对住宿资产稳定性和抗风险能力的认可。投资人对长租公寓 REITs 产品的预期派息率为 4.4%-5.3%，比保障性租赁住房产品高出 20bps，体现投资人对底层运营更市场化、波动性更高的产品，其预期投资回报率也更高。产权类产品中，对于消费基础设施和数据中心，投资者期望的派息率较高，为 4.8%-5.9%。数据中心属于新型基础设施，调研显示受访者对数据中心 REITs 的期望派息率为 5.3% 至 6.2%，普遍比物流仓储 REITs 高出 0.5%-1.0%。

总体而言，投资者对不同类别的公募 REITs 产品有着不同的回报率预期，这些预期反映了他们对各类资产风险和收益潜力的判断。随着市场的进一步发展，这些预期可能会随着市场条件和投资者情绪的变化而调整。

投资人预期派息率水平

REITs 类型	预期派息率
保障性租赁住房	4.2%-5.1%
长租公寓	4.4%-5.3%
商务园区	4.6%-5.9%
工业厂房	4.7%-5.7%
养老设施	4.7%-5.8%
物流仓储	4.8%-5.6%
消费基础设施	4.8%-5.9%
数据中心	5.3%-6.2%

来源：戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

参考全球成熟 REITs 市场的历史表现，REITs 市场对不动产大宗交易市场亦具有价格发现以及价值长期引导的功能。我们希望能在中国内地基础设施公募 REITs 市场快速扩容之际，通过研究分析不动产大宗交易最新市场状况，揭示 REITs 底层资产定价规律，为国内基础设施公募 REITs 市场及基础设施行业的长期健康发展提供有益的参考借鉴。

调研总结

- 1** 从城市维度来看，北京、上海各类资产受投资人关注的比例最高，体现了市场对北、上两座城市的投资偏好；在非一线城市中，关注度最高的前 5 名城市或区域分别为杭州、成都、苏州、大湾区（广、深除外）及南京；
- 2** 资产类型的投资偏好显示，长租公寓 / 服务式公寓在所有资产类型中最受投资者欢迎，特别是在北京和上海。其次为购物中心和商务园区，而甲级写字楼的投资关注度有所下降。
- 3** 调研结果显示上海、北京核心区甲级写字楼的资本化率在所有城市及区域中为最低，分别为 4.5%-5.6%、4.6%-5.6%，长租公寓 / 服务式公寓的资本化率紧随其后，上海和北京分别为 4.6%-5.5% 和 4.7%-5.5%。
- 4** 对于大多数资产而言，卖方对价格的心理预期明显下降。对于一线城市，仓储物流资产买卖双方重合部分为 5.1%-5.8%，比往年有大幅上升；买卖双方对数据中心资本化率的预期仍有一定差距，对于一线城市，数据中心资本化率在 7.2%-8.6% 之间；工业厂房资产的资本化率区间位于仓储物流与数据中心之间，对于一线城市，工业厂房资本化率在 5.5%-6.1%；
- 5** 对于未来一年资本化率的变化趋势，绝大多数受访者表达了相对谨慎的态度，给出上升的判断，但对于一线城市的长租公寓 / 服务式公寓，受访者普遍认为资本化率将保持稳定。
- 6** 对于基础设施公募 REITs 产品，产权类产品中，投资者对于保障性租赁住房和长租公寓类的公募 REITs 产品期望的派息率较低，分别为 4.2%-5.1% 和 4.4%-5.3%，对消费基础设施和数据中心的预期派息率较高，分别为 4.8%-5.9%、5.3%-6.2%。

6 中国内地基础设施公募 REITs 分析

自 2021 年 6 月中国内地基础设施公募 REITs 试点项目上市以来，时间已过三载。已发行产品已从首批的 9 单快速增长到接近 50 单，总发行规模也增加到 1,390 亿元，产品数量位列亚洲第二，市场规模位列亚洲第四。二级价格指数走势经历了初上市打新热潮下的“一份难求”，到 2023 年 3 月开始了几乎长达一年的趋势性下行，直到 2024 年 2 月止跌回升，目前二级市场价格指数恢复到接近首发时的基准。

2021-2022 年的二级市场价格长虹，一是由于 REITs 作为内地市场上的新生板块以及海外验证过的稳定性产品，具有极大的高收益潜力以及低投资风险，吸引了众多投资人争取配售份额给出较高的溢价；二是 2019 年是将近 10 年来各业态资产运营表现的黄金时期，当历时 2 年疫情后，从管理团队到投资人大都预判会迅速出现经济的回弹，接续 2019 年的高位水平。但到 2023 年之后，经济复苏从“强预期”转变为“弱现实”，二级市场看空声音出现，叠加一季度披露显示如产业园等确实出现了运营层面的下滑，印证了此前的看空预期，恐慌情绪蔓延，REITs 二级市场从而开始掉头下滑。

2024 年 2 月，中国证监会发布的《监管规则适用指引—会计类第 4 号》明确了 REITs 的权益属性，投资者可以选择将估值损益计入其他综合收益的金融资产科目，这在一定程度上缓解了二级市场波动对投资人利润表的影响。这之后 REITs 二级市场出现了回暖，表现出市场投资人对 REITs 这类产品的再认识过程。对于股债的定性、对资产运营的理解、对投资回报与风险的要求，回归到基于 REITs 产品的理性、客观与真实。因此可以看到，尽管部分产品 2023 年年报的资产估值都出现了调减，但并未再引发 2023 年的恐慌性下行，反而基于释放了资产内在价值增厚投资空间而出现小幅回升。

内地公募 REITs 定价过程通常经历三个阶段，发行前基于底层资产的运营预期折现后得到一个资产的估值；其后网下投资人依据该估值结果并结合自身对该资产及产品的了解和判断给出报价区间，再由公募基金管理人和发行人确定 REITs 上市的发行价格；最后上市之后，由众多投资人的自由买入卖出，会形成即时的二级市场价格。可见发行时的资产估值是后续定价及二级价格的“基石”，而根据内地 REITs 指引要求的以收益法作为主要的估值方法，则反映了对资产经营表现的看重，与 REITs “轻主体信用、重运营表现”的产品定性契合。因此，资本化率作为反映资产本身运营回报率指标，将其作为参考是不动产型基础设施公募 REITs 产品定价中的重要一环。

截至 2024 年 9 月，市场上已发行基础设施公募 REITs 共 45 支，其中不动产类项目共 27 支，另有 7 支不动产 REITs 已获批。底层资产主要为产业园区、工业厂房、仓储物流、保障性租赁住房以及消费基础设施。基础设施公募 REITs 底层资产估值采用收益法得出，其资产层面的资本化率可通过招股书披露的预测期首年运营净收益（即 NOI）与资产估值之比得出。

从统计数据中可以观察到，资产的估值资本化率根据城市的不同级别表现出明显的差异，以反映各城市层级的投资风险。在产业园区 REITs 的底层资产中，一线城市的资本化率范围是 4.4%-5.5%，而二线城市则在 4.7%-6.9% 之间，二线城市资本化率的最高值比一线城市的最高值高出约 1.9 个百分点。在相同的城市层级内部，资本化率还会因项目的地理位置、空间硬性条件、运营效率和土地使用年限等因素而有所变化。不同业态在面对经济环境变动时会产生不同的表现趋势，此时资本化率也会因此有所调整，如近期通过的一批产业园项目，如中金联东科技创新产业园、中金亦庄产业园、招商科创产业园等资本化率较此前有所提高，反映了监管层面压实产业园这类资产估值的态度。

不动产权型基础设施公募 REITs 底层资产资本化率		
	一线城市 (北京、上海、广州、深圳)	其他城市 (苏州、合肥、杭州、武汉、天津、南京、重庆)
产业园区 (12)	4.4%-5.50%	4.7%-6.9%
	一线城市 (北京、上海、深圳)	其他城市 (厦门)
保障性租赁住房 (6)	4.4%-4.9%	5.2%
	一线城市 (深圳)	一线城市及其他城市资产包 (北京、广州、杭州、苏州、昆山、杭州、贵州、青岛、江门、重庆、佛山、天津、武汉、廊坊、嘉兴、南京)
仓储物流 (6)	4.9%-5.3%	5.2%-6.1%
	一线城市 (北京、上海)	一线城市及其他城市资产包 (上海、昆山、无锡、常州)
工业厂房 (3)	5.1%-5.96%	6.2%
	一线城市 (北京、上海)	其他城市 (长沙、青岛、杭州、济南、武汉、成都)
消费基础设施 (7)	6.9%-7.4%	5.4%-6.4%

数据来源：基础设施公募 REITs 招股书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理
备注：上述统计包含截至到 2024 年 9 月 30 日，已上市的 27 支产品以及获批的 7 支产品

资产运营的复杂性同样会影响投资者对回报率的要求。例如，在消费基础设施领域，位于武汉、济南的奥特莱斯项目的资本化率为 6.4%，这一比率超过了同类城市购物中心项目的水平，主要原因在于奥特莱斯主要依赖与商户销售额挂钩的联营收入，这种收入模式的波动性较大，对运营的要求较高。同时，资产剩余的土地使用年限也会影响其估值。以一线城市的物美超市和百联又一城项目为例，由于它们的剩余土地年限接近 20 年，这一因素对估值产生了显著影响，其资本化率水平也较高。投资者在评估这类资产时，会考虑到较短剩余年限带来的流动性差异，并要求更高的风险溢价。以上基础设施公募 REITs 底层资产的估值情况，对一级不动产交易市场的定价提供了有价值的参考。

放眼全球成熟的 REITs 市场，REITs 在不动产大宗交易市场中发挥着价格发现和长期价值引导的双重作用。随着中国内地基础设施公募 REITs 市场的快速扩张，我们期望通过对不动产大宗交易最新市场状况的研究分析，揭示 REITs 底层资产的定价规律。这将为国内基础设施公募 REITs 市场及整个基础设施行业的长期健康发展提供有力的参考和借鉴。

报告编写人员

杨 枝 张恺玲 张 骞

调研及报告主要参与人员

张 峥 陈家辉 胡 峰 杨 枝 刘 兵 刘 慧
杨 蕾 陈妍斐 张恺玲 张 骞 朱元伟 柏甜雪

联系人

北大光华 | 张峥

010 6276 7856

zheng86@gsm.pku.edu.cn

戴德梁行 | 杨枝

010 8519 8155

chris.z.yang@cushwake.com

戴德梁行 | 张恺玲

010 8519 8227

Kate.zhang@cushwake.com

瑞思研究院 | 王煜昊

010 6074 0655

wangyuhao@china-reits.org.cn

关于戴德梁行

戴德梁行是享誉全球的房地产服务和咨询顾问公司，通过兼具本土洞察与全球视野的房地产解决方案为客户创造卓越价值。戴德梁行遍布全球60多个国家，设有400多个办公室，拥有52,000名专业员工。在大中华区，23家分公司合力引领市场发展。2023年公司全球营业收入达95亿美元，核心业务涵盖估价及顾问服务、策略发展顾问、项目管理服务、资本市场、项目及企业服务、产业地产、商业地产等。戴德梁行拥有多元化、平等和包容性的企业文化，在可持续发展等领域表现卓越，赢得众多行业重磅奖项和至高荣誉。更多详情，请浏览www.cushmanwakefield.com.cn或关注我们的官方微信（戴德梁行）。

免责声明

©2024 戴德梁行。版权所有。本报告中所包含的信息从多个被认为是可靠的来源收集，包括由戴德梁行委托完成的报告。本报告仅供信息参考之用，其中可能包含错误或遗漏；本报告不对其准确性作出任何保证或声明。

本报告中的任何内容均不得被视为CWK证券未来表现的指标。您不应基于此处的观点，购买或出售CWK或任何其他公司的证券。CWK对于基于本报告所包含的信息所购买或出售的证券，概不负责。您在浏览本报告时，即放弃因报告中信息的准确性、完整性、充分性或您使用报告中包含的信息而对CWK以及CWK的关联公司、高级职员、董事、雇员、代理人、顾问和代表提出任何索赔。

© 戴德梁行 2024年