

亚洲不动产 投资信托基金 REITs

研究报告

2025-2026

Better never settles

前言

戴德梁行连续第十年发布《亚洲不动产投资信托基金 (REITs) 研究报告》。本期报告以 2026 年 3 月末为统计时点,梳理了 2025-2026 年亚洲 REITs 市场的最新发展情况,横向对比亚洲、美国 REITs 市场,并重点分析日本、新加坡、中国香港三大成熟 REITs 市场运行特征。与此同时,作为中国内地基础设施公募 REITs 市场快速发展及商业不动产 REITs 启航的时期,报告亦对市场的发展情况进行了分析与总结,并从底层资产角度分析商业不动产 REITs 的资产特点及经营表现。面对新增写字楼业态,报告基于全球写字楼市场,结合 C-REITs 市场发展历程,探讨业态多元化对 C-REITs 市场发展的借鉴。

截至 2026 年 3 月 31 日,亚洲活跃 REITs 共 289 支,总市值 2,794 亿美元,仅为美国权益 REITs 五分之一,成长空间充足。2025-2026 年亚洲市场持续扩容,全年新增 26 支产品,中国内地贡献 21 支增量,为增长核心。印度 REITs 市值首度超越中国香港,东南亚、南亚新兴市场快速崛起,日本、新加坡及中国香港 REITs 市场市值变动对比新兴市场较为温和。报告选取日本、新加坡和中国香港三地 REITs 市场的杠杆率、分派收益率、市净率三个财务指标进行分析,对比成熟市场不同物业类型 REITs 的财务表现。

2025-2026 年,中国内地基础设施公募 REITs 市场在政策完善、产品发行、资产扩容、二级市场活跃度等多方面取得了重要进展。截至 2026 年 3 月 31 日,中国内地基础设施公募 REITs 市场上市产品达 79 支,发行规模 2,155 亿元,总市值约 2,213 亿元,同比增长 19%,成为亚洲发行数量最多、增速领先的 REITs 市场。2025 年底商业不动产 REIT 试点落地,办公、购物中心、酒店等物业纳入底层资产发行范围,申报储备项目充足,打开市场长期扩容空间。

报告聚焦全球写字楼市场,对全球主要城市在经济韧性、产业结构、即时供需等市场表现的差异进行分析。过去四年,全球主要城市办公物业的大宗交易资本化率呈现持续的上升趋势,不同市场因主导资金属性、流动性水平差异,呈现出鲜明的特征。从国内市场看,一线城市写字楼同样面临存量运营转型的关键期——高企的存量与新增供给带来压力,但市场依然蕴藏巨大潜力。值得关注的是,随着商业不动产 REIT 政策的落地,全国超 4,700 万平方米的一线甲级写字楼存量正式打通了证券化盘活通道,为市场提供了广阔的扩容基础与发展空间

除此之外,报告对亚洲 REITs 行业 ESG 发展现状进行梳理,区域各国 ESG 信息披露呈现目标统一、实施路径各不相同的特征,整体规则由自愿披露逐步向强制披露过渡,并持续对接 ISSB 等国际披露框架;气候风险、一二级温室气体排放是当前各地监管披露重点,范围三排放核算、第三方独立鉴证将成为下一阶段行业完善的核心方向,ISSB 相关文件也提及多个辖区已出台或规划出台气候披露规则,并针对范围三排放设置阶段性过渡安排。

目录

01

亚洲 REITs 市场概览

P04

02

中国内地基础设施公募 REITs 市场

P30

03

中国内地商业不动产 REITs 市场

P44

04

全球主要城市写字楼市场

P60

05

ESG 实践进阶：从合规披露到价值创造

P78

01

亚洲 REITs 市场概览

章节导读

根据戴德梁行统计，截至 2026 年 3 月 31 日，亚洲市场活跃 REITs 产品共计 289 支，总市值达 2,794 亿美元，较 2024 年末增长 18%，市场整体呈回暖态势。2025 年以来，亚洲 REITs 市场迎来新一轮扩张：中国内地基础设施 REITs 进入常态化发行阶段，市场规模高速增长；日本、新加坡、中国香港三大成熟市场市值逐步回升；印度、菲律宾等东南亚及南亚新兴市场依托良好经济基本面快速崛起，印度 REITs 总市值在 2026 年一季度首次超越中国香港，成为亚洲第四大 REITs 市场，为区域市场注入新活力。

同一时期，美国权益类 REITs 共计 134 支，市值约为 15,047 亿美元，是亚洲总市值的 5 倍有余。对标美国市场来看，亚洲 REITs 体量仍具备充足增长空间。

延续 2024 年货币宽松的基调，2025 年亚洲主要 REITs 市场股价普遍回暖。其中，新加坡 REITs 资产收购活跃度显著提升，数据中心 REITs 受益于人工智能产业的发展二级市场表现亮眼；日本在利率正常化背景下二级市场表现优异，各业态分派收益率小幅回落；相比之下香港市场虽受益于降息周期，利差从高位收窄，但股价修复更多源于流动性驱动，底层资产运营仍受制于运营的现实压力。

2026 年在宏观环境复杂，财政货币政策持续宽松、AI 爆发的大背景下，REITs 市场将迎来新的机遇与调整。在宏观环境多变、各国货币财政分化摇摆、人工智能产业高速发展的多重环境下，REITs 市场机遇与结构性调整并存。

亚洲 REITs 市场总体情况

市场规模与数量：总量扩张，新兴市场发力

截至 2026 年 3 月 31 日，亚洲市场共有 289 支活跃的 REITs 产品，较 2024 年末增加 26 支。新增产品主要来自中国内地、泰国、日本、马来西亚、韩国，合计新上市 27 支，其中中国内地占 21 支，成为新增主力；新加坡 3 支退市、3 支新增，产品结构优化；泰国 1 支产品终止交易。新增 REITs 聚焦工业 / 物流、零售及可持续发展领域。

截至 2026 年一季度，亚洲 REITs 市场总市值为 2,794 亿美元，较 2024 年末增长 18%。除中国台湾 REITs 市场总市值有所下降外，其他亚洲 REITs 市场市值变化呈现增长态势，一方面以日本、新加坡、中国香港为代表的成熟 REITs 市场市值规模因底层资产收购活动存在一定程度的增加，另一方面得益于中国内地、印度、马来西亚为代表的新兴 REITs 市场加大发行力度，亚洲 REITs 市场总市值迎来市值规模的扩张。

对比美国 REITs 市场，权益类 REITs 共计 134 支，市值约为 15,047 亿美元，是亚洲总市值的 5 倍有余。

亚洲各大交易所 REITs 总市值

	数量	市值 (亿美元)	市值占比
日本	58	1,014	36%
新加坡	39	767	27%
中国内地	79	321	11%
印度	7	177	6%
中国香港	11	174	6%
马来西亚	19	106	4%
泰国	37	86	3%
菲律宾	8	66	2%
韩国	25	65	2%
中国台湾	6	20	1%
合计	289	2,794	100%
美国	134	15,047	-

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

成熟市场：温和增长，资产布局优化

成熟市场中，日本、新加坡及中国香港 REITs 市场市值变动分别为 12%、14% 及 8%，增速对比新兴市场较为温和。

新加坡 REITs 在 2025 年积极进行资产收购，并进一步加大对发达国家资产投资。在底层资产类型上，零售、办公、工业 / 物流领域仍然是新加坡 REITs 扩张的核心选择，此外人工智能的进一步发展也助推数据中心资产的增长。

受国内经济形势复苏影响，日本办公类资产出租率及租金表现良好，酒店 REITs 产品在赴日旅游业繁荣的支持下维持了较高的分派收益率，日本 REITs 市场股价回暖。

新兴市场：高速增长，格局重塑

新兴市场中，印度 REITs 扩容表现领跑，全年新发 3 支产品，市值较 2024 年末大增 62%，规模小幅超越中国香港，位列亚洲第四。其中新增 Knowledge Realty Trust（办公）拥有印度 33 处优质写字楼，上市后以约 53 亿美元体量登顶印度市值首位。中国内地公募 REITs 发行常态化，市值同比增幅 50%；马来西亚 REITs 市值同比上涨 38%，2025 年落地零售 REIT Paradigm REIT，依托核心区位商业物业，创下马来西亚过去 13 年间规模最高的 REIT 首发。

韩国 REITs 体量偏小，市值较 2024 年增长 21%。新增 Daishin Value REIT（办公）底层资产为首尔 CBD 核心区的大信金融总部，

产品后续拟持续整合集团优质办公物业实现规模扩容。风险层面，2026 年 4 月韩国 JR Global REIT 受比利时项目资产评估缩水影响，LTV 突破风控红线，项目租金现金流遭优先级债权人冻结，凸显高杠杆模式下资产基本面走弱的风险放大效应。

菲律宾和泰国市场分别增长 14% 和 3%。菲律宾 REITs 市场表现有所回升，虽然无新增发行，但利率下行利好 REITs 市场发展。

同时，菲律宾证监会于 2025 年 11 月起草新规，拟将交通、电信、电力及数据中心等基础设施纳入 REITs 可投资范围，打开行业长期成长空间。

市值规模压缩最大的市场为中国台湾。2025 年台湾股市表现较好，REITs 吸引力降低及核心区位商办供给增加，导致资产经营承压，市值规模较 2024 年末下降 5%。

总结变动

货币政策是共同核心影响因素

亚洲 REITs 各个市场均受到美国及本国货币政策带来的利率变化影响。与国际经济深度融合的成熟市场，更容易受到国际宏观经济环境和全球金融政策的影响，新兴市场的发展更多地依赖当地经济、政策变动以及房地产市场发展情况。

市场格局加速重构

2025 年，成熟市场市值回升，进一步增强投资者的信心；新兴市场快速增长，部分国家和地区出现发行热度上升的新局面。

底层资产表现分化

随着人工智能领域的兴起以及国际形势的变化，数据中心产品表现亮眼；酒店 REITs 表现回升，公寓、零售物业抗周期性明显，部分酒店 REITs 开始吸纳公寓类资产。资产收并购活动较 2024 年更为活跃。

亚洲 REITs 市场发展历程（2001-2026.03）



数据来源：彭博数据库，港交所网站、新交所网站、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

经过二十余年的发展，亚洲 REITs 市场 REITs 数量从 70 支持持续增长至 289 支，总市值由 2001 年的 17 亿美元增长至 2021 年最高的 3,095 亿美元，随后回落至 2024 年的 2,358 亿美元。2025 年以来，新一轮扩张周期开启，成熟市场企稳，新兴市场发力，2026 年 3 月回升至 2,794 亿美元。

本年度日本、新加坡及中国香港三地新增较少，市场份额较 2024 年有所下滑。中国内地 REITs 市场进入常态化发行，与日本、新加坡共同成为亚洲最大的三个市场，合计约占亚洲总市值的四分之三。

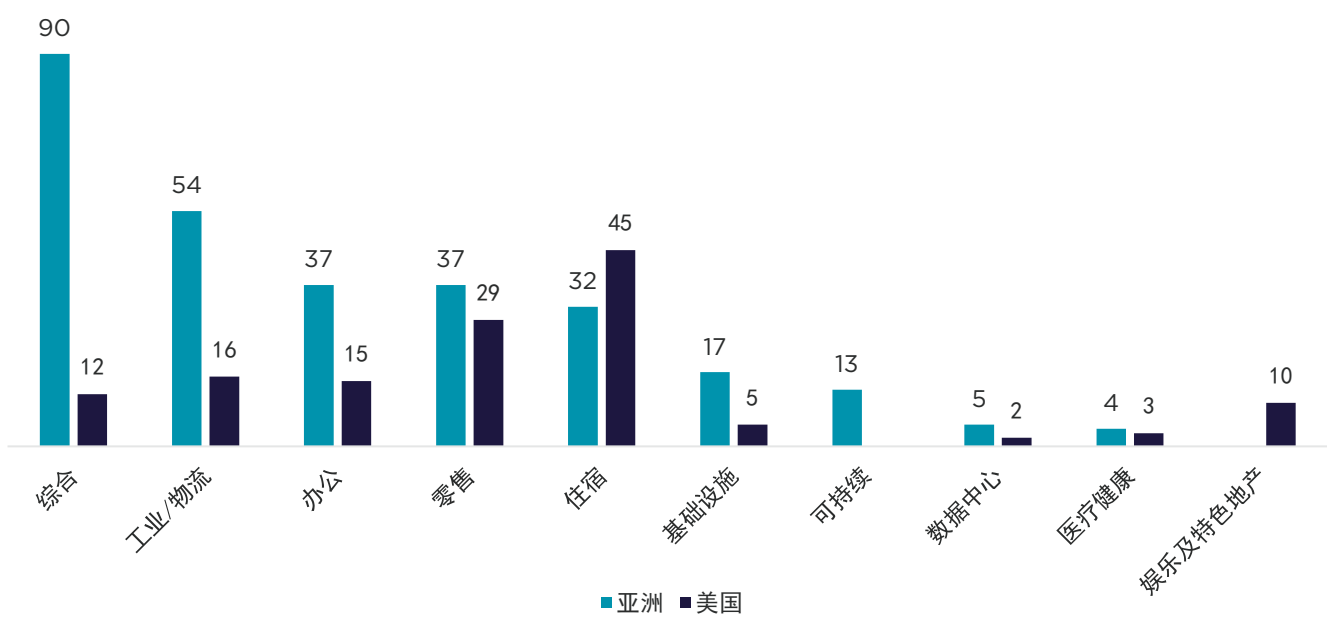
截至 2026 年 3 月 31 日，亚洲市场上活跃的 289 支 REITs 中，数量最多的为包含多种物业类型的综合型 REITs，共有 90 支；后续依次为工业 / 物流、办公、零售及住宿物业 REITs，分别为 54、37、37、32 支。

对比 2024 年，综合型 REITs 依旧是占比最高的类别，部分 REITs 通过收购其他业态资产，从单一业态转变为综合型，提高了抗风险能力。

本期新增 REITs 类别最多的为工业 / 物流 REITs，新增 8 支，零售、办公、可持续及数据中心 REITs 各增加 3 支。

美国 REITs 市场整体市值体量与亚洲市场差距显著，虽产品数量偏少，但单支产品平均规模达 112 亿美元。从资产品类来看，酒店住宿、零售物业等防御型资产占比更高；在业态丰富度层面，美国 REITs 品类更为多元，除写字楼、工业、仓储等传统不动产标的外，还包括娱乐（Gaming）、影院、户外广告用地等特色（Specialty）物业 REITs。

亚洲及美国各物业类型 REITs 数量



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



日本、新加坡和中国香港 REITs 市场表现分析

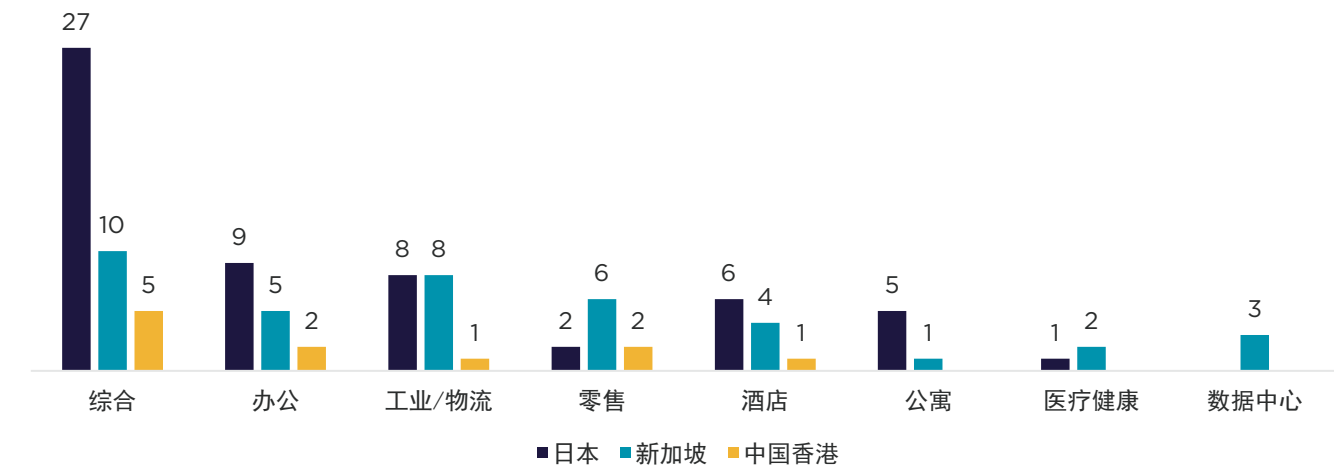
尽管印度 REITs 市值规模首次超越中国香港，但是作为成熟 REITs 市场，中国香港具有 20 年 REITs 发行、运作及管理经验，其表现有重要的参考意义。本报告选取日本、新加坡和中国香港三地 REITs，就杠杆率、分派收益率、综合收益率以及市净率四个财务指标进行分析，旨在了解成熟市场下不同地区及物业类型 REITs 的财务表现。

日本、新加坡和中国香港 REITs 市场表现

对比维度	日本	新加坡	中国香港
数量	58 支	39 支	11 支
总市值变化	增长 12%	增长 14% (汇率变动 6%)	增长 8%
产品变动情况	新增 1 支： 霞关酒店 REIT (酒店)	退市 3 支： 大信商用信托 (财务问题)、 Paragon REIT (零售, 私有化)、Fraser's Hospitality Trust (酒店, 私有化) 新增 3 支： NTT DCREIT (数据中心)、 Centurion Accommodation REIT (公寓)、UI Boustead REIT (工业)	-
资产负债率	46%	39%	32%
分派收益率	6.5%	6.0%	5.1%
P/B	1.06	0.77	0.35

分业态数量特征

日本、新加坡和中国香港市场各物业类型 REITs 数量



数据来源：彭博数据库，港交所网站、新交所网站、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

日本 REITs 市场

存量稳步扩容，酒店业态表现突出

截至 2026 年 3 月，日本活跃 REITs 数量共计 58 支，较 2024 年新增 1 支，市场存量保持平稳增长。

2025 年日本市场成功落地一支全新酒店 REIT 产品——霞关酒店 REIT（Kasumigaseki Hotel REIT）。该产品整合日本国

内 15 处酒店资产，重点布局需求旺盛的中高端酒店赛道。受益于后疫情时代全球旅游复苏，叠加日元贬值大幅提振日本入境旅游业景气度，日本酒店类 REITs 业绩表现十分突出，平均分派收益率稳定在 6%，收益率水平领跑所有 REITs 业态，成为日本 REITs 市场的核心优势品类。

新加坡 REITs 市场

市值大幅增长，海外扩张提速

新加坡本年度活跃 REITs 数量为 39 支，总市值大幅增长约 14%，其中汇率变动为 6.3%。截至 2026 年 3 月 31 日，新加坡市场共有 3 支 REITs 退市，新增 3 支。其中，持有中国内地物业的大信商用信托因财务问题暂停交易，Paragon REIT（零售）与 Frasers Hospitality Trust（酒店）因股权私有化而退市。

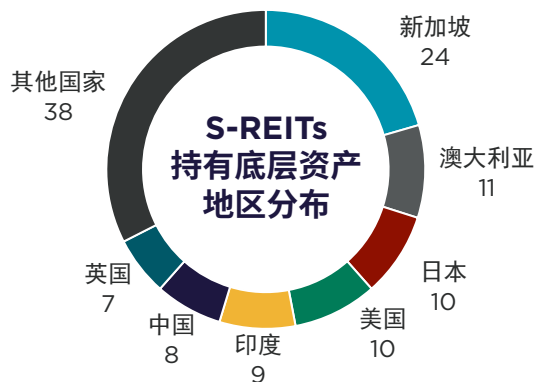
同期新增三支差异化赛道 REITs，丰富了市场业态布局：

- **NTT DC REIT (数据中心)**：背靠日本头部 IT 巨头 NTT 集团，资产布局覆盖美国、奥地利、新加坡，全球化布局特征显著；
- **胜捷住宿信托 (公寓)**：新加坡首支公寓 REIT，资产特建工人宿舍（PBWA）与特建学生公寓（PBSA）细分赛道。截

至 2026 年 1 月，持有 15 处海内外公寓资产，总市值达 21.8 亿港元，资产遍布英国、新加坡、澳大利亚；

- **UI Boustead REIT（工业）**：持有多种工业地产，包含物流、工业及商业空间，共持有 23 处地产，其中 21 处为位于新加坡的租赁地契资产，其余 2 处为位于日本的永久地契资产，物业总价值达 19 亿港元。

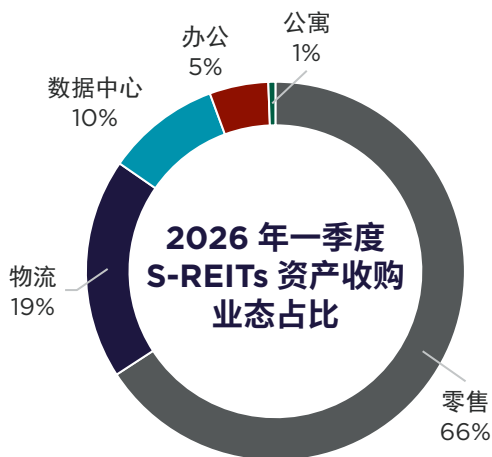
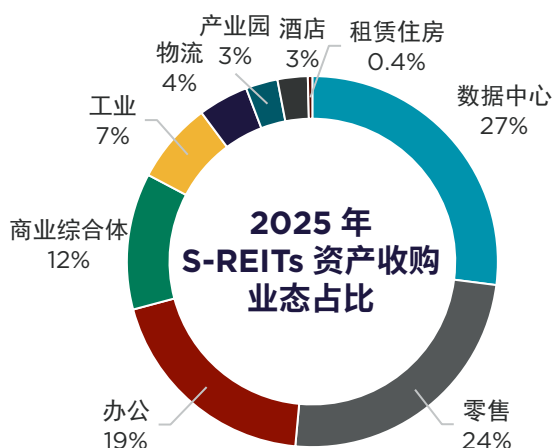
截至 2026 年 3 月 31 日，从持仓资产的地域布局及对应 REITs 数量来看，新加坡上市 REITs 资产布局日趋多元化，除本土市场外，资金主要投向澳大利亚、日本、美国、印度及中国等海外区域。



数据来源：新交所 chartbook，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

随着股价回暖、市场信心修复，新加坡 REITs 市场投融资、资产交易活跃度持续提升。2025 年全年，市场累计完成 21 笔资产收购，总规模达 88 亿港元。投资业态集中于数据中心、零售及办公赛道，同时覆盖综合体、工业、物流等多种业态资产。区域布局上，市场持续加码新加坡本土、日本、英国等成熟经济体物业，聚焦优质稳定的海外核心资产。

2026 年市场扩张节奏大幅提速，截至 4 月，已落地 11 笔资产收购，总金额突破 63 亿港元，占 2025 年全年收购总额的七成以上。零售物业占比超六成，物流收购案例同比增加，数据中心赛道持续保持高景气。本轮加速扩张，核心源于融资环境改善与投资者信心回升，市场资金高度偏好能够优化资产组合、盈利预期清晰的优质核心资产。



数据来源：新交所 chartbook，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

中国香港 REITs 市场

存量格局稳定，政策持续落地赋能市值修复

2026 年 3 月底，中国香港 REITs 市场产品数量与 2024 年持平，无新增上市及退市标的，市场存量格局保持稳定。受全球利率走势调整、市场利率回落影响，香港 REITs 估值迎来修复，市场总市值同比回升约 8%，板块整体景气度稳步回暖。

为进一步激活市场活力、吸引全球房地产基金落户香港，香港证监会于 2025 年 10 月正式推出“房地产基金专线”。该专项服务大幅优化房地产基金上市全流程，有效打通监管机构与申报主体的沟通渠道，精简申报文件、压缩审批周期，显著提升 REITs

及各类房地产基金的上市筹备与落地效率，助力香港 REITs 市场扩容升级。

政策端持续释放利好，香港特区政府发布的 2026-2027 财年预算案，明确将 REITs 市场高质量发展列为重点金融发展方向。同时，香港正持续推进 REITs 纳入沪深港通机制的筹备落地工作，积极畅通内地资金入港投资渠道，依托内地庞大的资本体量提升香港 REITs 市场的交易活跃度与整体流动性，进一步巩固香港作为国际不动产投资平台的核心地位。

资产负债比率

REITs 杠杆监管规则对比

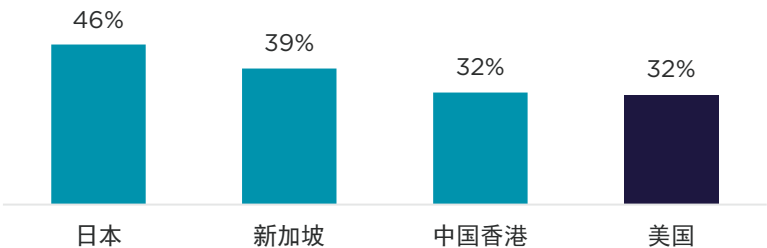
本报告中的资产负债率（杠杆率）为总负债与总资产之比。日本、新加坡、中国香港 REITs 杠杆监管规则如下：

- **日本：**REITs 产品无法定杠杆率上限，行业普遍通过公司章程进行自我约束。
- **中国香港：**明确规定 REITs 总负债比率不得超过总资产价值的 50%。
- **新加坡：**2024 年底放宽负债限制，统一设定资产负债率上限为 50%；若杠杆率超过 45%，需满足利息备付率（ICR）不低于 2.5 倍。同时，新加坡金管局要求所有 REITs 最低 ICR 不低于 1.5 倍。

美国 REITs 市场无法定资产负债率上限，不通过行政监管强制约束负债比例，杠杆约束依靠税制条款、市场化契约、投融资风控、行业自律四层机制形成软性约束。

REITs 资产负债率水平

亚洲成熟市场中，日本杠杆率最高为 46%，新加坡为 39%，香港较低为 32%，与美国 REITs 杠杆率持平。



备注：日本、新加坡、中国香港数据时点为 2026 年一季度，美国数据时点为 2025 年三季度。
数据来源：彭博数据库，港交所网站、新交所网站、东京证券交易所网站、NAREIT 戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



日本 REITs 市场 杠杆水平整体偏高

从实际负债水平来看，2026 年 3 月 31 日，日本活跃 REITs 平均杠杆率为 46%，较 2024 年上升约 1%。

从结构分布来看，58 支活跃 REITs 杠杆分化明显：仅 2 支产品杠杆率低于 40%，分别为 1 支工业 / 物流 REIT、1 支酒店 REIT；杠杆率突破 50% 的产品共 8 支，业态集中特征显著，包含 4 支公寓 REIT、2 支综合 REIT，以及办公、医疗健康类 REIT 各 1 支。

截至 2026 年一季度，剔除 1 支新发产品，日本 57 支存续 REITs 中 41 支杠杆率较 2024 年上行，行业加杠杆扩张趋势明显。资产扩张是本轮日本 REITs 杠杆率上行的核心驱动，Japan Hotel & Residential（酒店）增幅居首：2026 年 1 月斥资 197 亿日元收购 8 家酒店，通过新增 120.6 亿日元借款配合股权募资，杠杆率从 36% 升至 43%。



新加坡 REITs 市场

杠杆整体稳健 新规优化融资环境

2026 年 3 月 31 日，新加坡 REITs 市场平均杠杆率为 39%。其中，1 支产品杠杆率突破 45%，为 Manulife US REIT（办公类）。该标的杠杆率升至 58%，核心系所持美国办公资产减值、资产端被动变动导致，并非管理人主动加杠杆，依据新加坡金管局监管规则，该情形不认定为触碰杠杆监管红线，市场整体风险可控。

监管层面持续优化融资环境，2024 年 11 月新加坡金融管理局修订《集体投资计划准则》，统一规范 REITs 风控指标：明确所有 REITs 单笔总杠杆率上限为 50%，同时设定 1.5 倍的最低利息备付率门槛。新规有效适配高利率市场环境，缓解了 REITs 融资约束与偿债压力，进一步稳定市场整体运营。



中国香港 REITs 市场

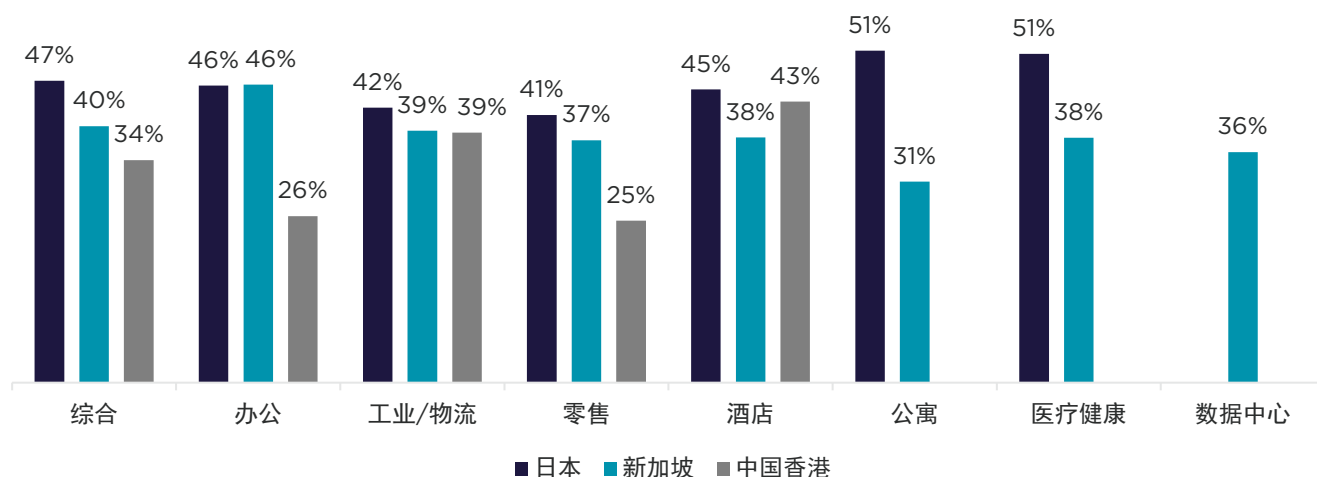
杠杆水平相对较低 利率波动影响较大

2026 年中国香港 REITs 市场杠杆水平整体偏低，安全边际显著高于日本、新加坡市场。数据显示，中国香港 REITs 平均杠杆率较 2024 年上升 1.5%，升至 32%；杠杆率中位数仅 26.8%，反映出绝大多数产品负债压力偏小，整体负债结构非常健康。

从 11 支活跃 REITs 的结构分布来看，杠杆分化幅度较小：仅 3 支产品杠杆率突破 40%，依次为越秀房托（综合类）、富豪产业信托（酒店类）、春泉产业信托（综合类），其余产品均维持中低杠杆水平。

纵向对比来看，年内 11 支上市 REITs 中有 8 支杠杆率较往年小幅抬升，但整体增幅温和，仅顺丰房托（工业 / 物流类）杠杆增幅超 5%，为市场内杠杆扩张最明显的标的。杠杆变动主要受利率周期波动驱动：2025 年年中香港同业拆息（HIBOR）阶段性回落，市场融资成本下行，多数 REITs 选择适度加杠杆、盘活资产经营；年末利率有所反弹，杠杆上行节奏随之放缓，整体呈现“先松后稳”的特征。

分物业类型资产负债比率



数据来源：彭博数据库，港交所网站、新交所网站、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

分物业类型看，日本 REITs 整体呈现全行业偏高的特征。其中公寓与医疗健康类 REITs 负债率最高，平均杠杆率均达 51%。零售、酒店、工业 / 物流赛道杠杆水平相对较低，平均杠杆率分别为 41%、45%、42%，虽整体负债压力低于公寓及医疗健康板块，但相较 2024 年均出现不同程度抬升，市场整体加杠杆趋势较为普遍。

新加坡 REITs 业态杠杆分层特征显著。办公类 REITs 为市场杠杆压力最大的赛道，平均杠杆率约 46%，较 2024 年小幅下降 1 个百分点。酒店及工业 / 物流类 REITs 平均杠杆率分别为 38% 及 39%，较 2024 年小幅提升 1 个百分点。2025 年新增的首支公寓类 REIT 风控表现优异，杠杆率仅 31%，是当前新加坡市场杠杆水平最低的业态，资产负债结构稳健性突出。

中国香港 REITs 业态杠杆处于相对低位。分业态来看，酒店 REITs 杠杆水平领跑全市场，平均杠杆率达 43%，为市场唯一一杠杆突破 40% 的主流业态。其余各类业态杠杆均维持在 40% 以下，其中办公、零售 REITs 杠杆水平偏低，均低于 30%。办公 REITs 是香港唯一一杠杆较 2024 年回落的业态，当前杠杆率为 26%，负债结构持续优化。

分派收益率

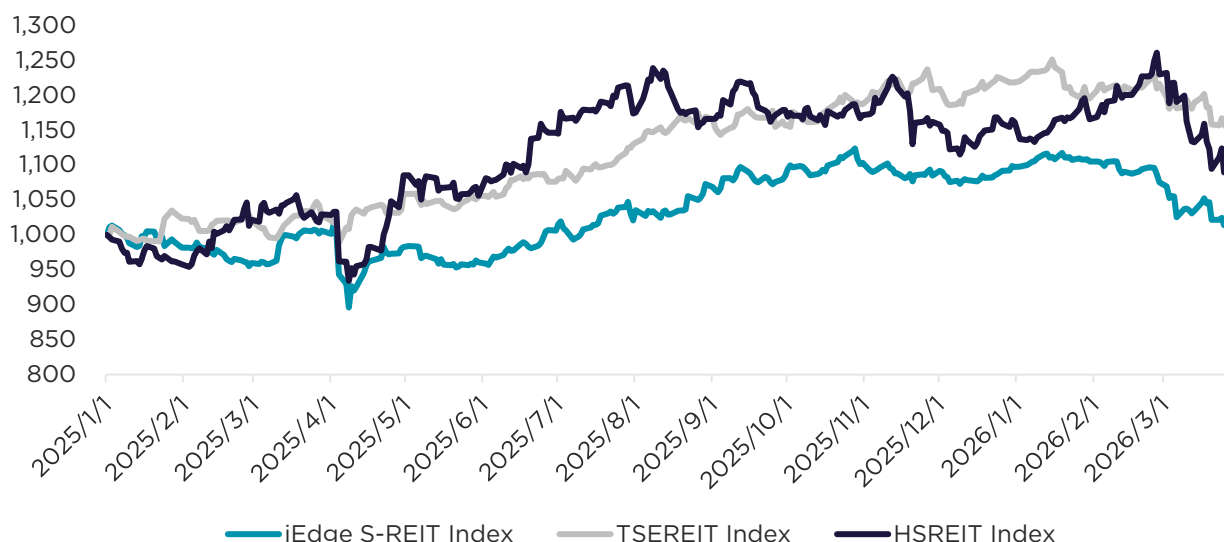
市场总体分派收益率

下文选取了 Tokyo SE REIT Index、iEdge S-REIT Index、HangSeng REIT Index 分别代表日本、新加坡、中国香港 REITs 市场价格变动情况。截至 2026 年 3 月 31 日，日本、新加坡及香港指数较 2025 年初上涨了 12.6%、0.3% 及 9.7%。

美国权益类 REITs 2025 年总体回报率为 2.3%，2026 年一季度总体回报率 10.5%。

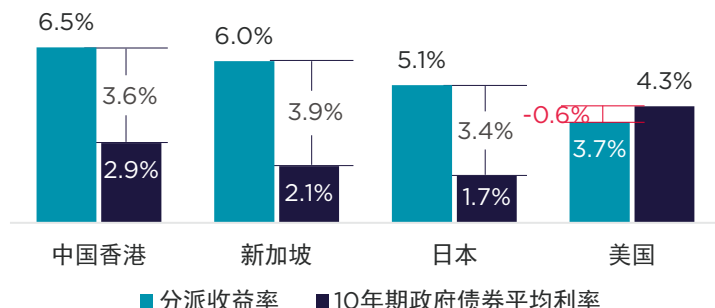
在成熟市场，REITs 对投资者具有持续吸引力，核心来自租金收益，分红收益构成投资回报的基础，从而为投资人进行资产配置与投资组合优化提供条件。

新加坡、日本、香港 REITs 价格指数表现 (2025-2026.03)



数据来源：彭博数据库，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

分派收益率对比 -REITs vs. 10 年期政府债券



注：平均分派收益率计算不含分派收益率超过 20% 及无分派收益率数据的 REITs；十年期政府债券利率采用 2025/3/31-2026/3/31 的平均值

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

我们把分派收益率定义为过去 12 个月的股息（过去一年的总派息额）与 REITs 的股票市价（2026 年 3 月 31 日的价格）之比。

受全球货币政策宽松、二级市场股价普遍修复提振，日本、新加坡、中国香港三地 REITs 平均分派收益率同步回落；叠加各区域国债利率周期分化，REITs 风险利差整体收窄。横向对比来看，中国香港 REITs 当前分派收益率仍为三地最高。

分派收益率：市场全线下行——中国香港 REITs 收益率居首，美国 REITs 分派收益率低于无风险利率

受二级市场股价回升的影响，亚洲三地分派收益率均有所下滑。截至 2026 年 3 月 31 日，新加坡 REITs 平均分派收益率为 6.0%，较 2024 年末大幅下降了 90bps；日本 REITs 平均分派收益率为 5.1%，同比 2024 年末下降 30bps；中国香港 REITs 平均分派收益率为 6.5%，同比 2024 年末大幅下降了 180bps。

总体来看，中国香港 REITs 的分派收益率仍旧高于新加坡和日本市场，但三地平均分派收益率均有所下滑。美国市场 2026 年一季度分派收益率为 3.7%，医疗健康及数据中心分派下降至 2.6% 及 2.4%。

美国市场 2025 年以来 REITs 二级市场总体表现较好，分派收益率降至 3.7%。

风险利差表现：亚洲利差同步收窄，美国 REITs 利差为负，利率周期主导分化格局

中国香港利率周期反转，利差大幅压缩，收益率回归加息前。在联系汇率制的框架下，中国香港利率市场紧跟美联

储步伐，在 2025 年开启了降息周期。截至 2026 年 3 月 31 日，REITs 分派率降至 6.5%，大幅下降 180bps，香港十年期政府债券年平利率下降至 2.9%，较 2024 年平均下降约 50bps。分派收益率与十年期政府债券平均利率之间的利差缩减至 3.6%。回顾本轮周期，在 2021 年美联储进入加息周期前，中国香港 REITs 市场分派率运行在 6%-7% 区间，2022 年进入加息周期后，高昂的资金成本叠加宏观风险，在无降息预期下，分派率推高至 2024 年的 8.3%。而随着利率周期的转向，REITs 市场股价修复，分派迅速回落至加息前水平。

新加坡利率下行叠加资产稳健，利差保持平稳。同样受益于全球宽松货币政策，2025 年以来新加坡十年期政府债券利率呈下降趋势。与此同时，新加坡 REITs 市场分派收益率在底层资产表现稳健及二级市场股价爬升的背景下有所下降，利差维持在 3.9%。

日本利率逆势上行、资产回暖，双向挤压利差收窄。自 2024 年日本走入利率正常化后，利率在全球货币宽松化的背景下逆势上涨，近一年平均国债利率为 1.7%，较 2024 年上涨了 90bps。基本面层面，日本不动产市场持续回暖，写字楼空置率回落至 0.5% 的低位，旅游景气度持续修复带动酒店客房单价大幅提升，支撑 REITs 底层资产盈利韧性。受股价修复影响，日本 REITs 分派收益率回落至 5.1%，在无风险利率上行、分派收益率下行的双向挤压下，日本 REITs 风险利差收窄至 3.5%。

美国高息环境下，REITs 利差为负，但各业态之间有较大差异。

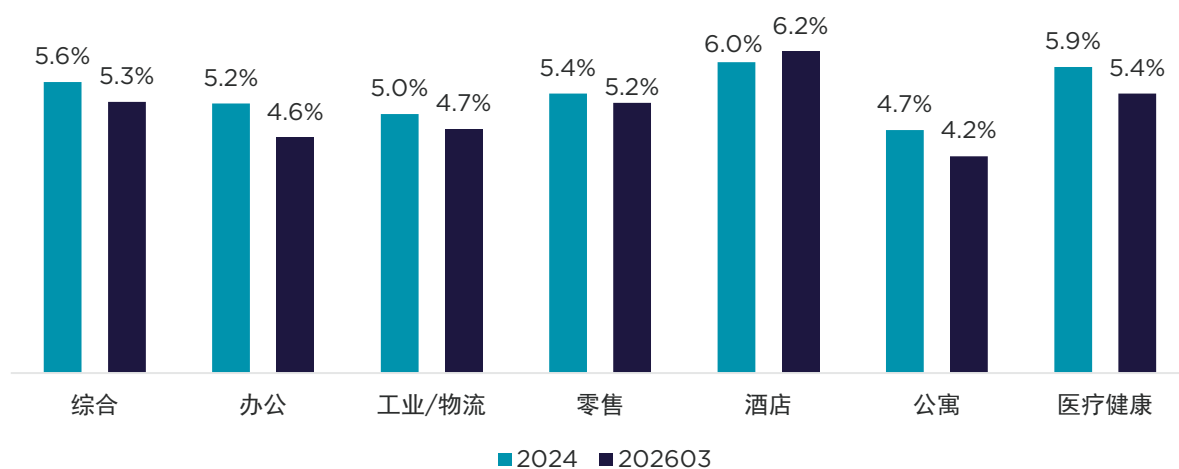


分物业类型分派收益率

日本 REITs 市场

多数业态收益率下行，酒店赛道逆势上升

日本分物业类型分派收益率（2024.12 vs 2026.03）



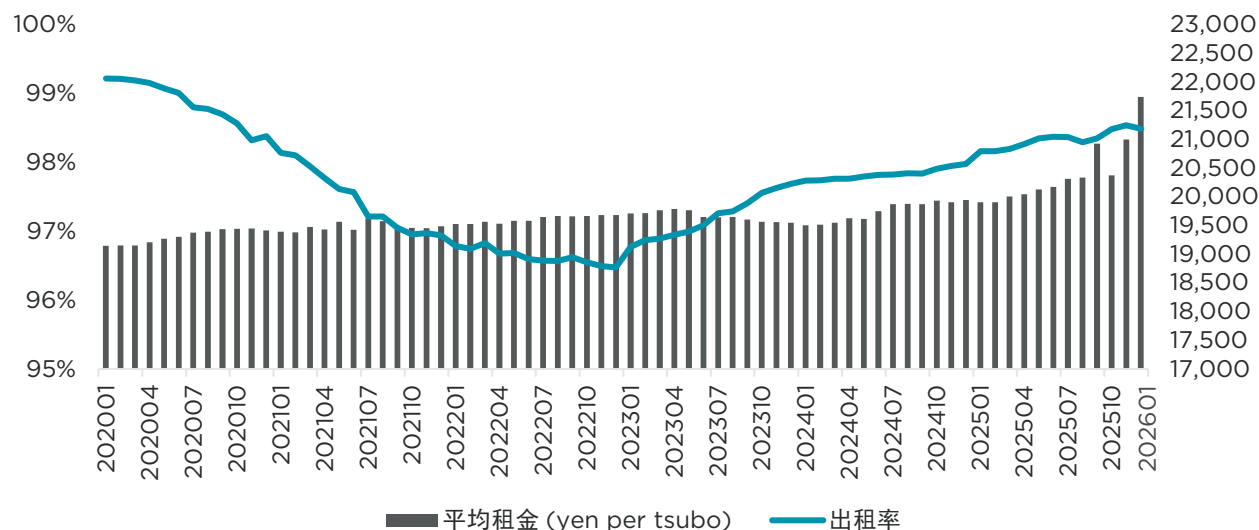
数据来源：彭博数据库，东京证券交易所网站，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

截至 2026 年一季度，日本 REITs 市场，除酒店 REITs 的分派收益率小幅上涨 0.2% 以外，各类型 REITs 的分派收益率普遍下降，其中下滑幅度最大的是办公 REITs，较 2024 年下降 0.7 个百分点至 4.6%，仅高于公寓 REITs。

日本写字楼延续了 2023-2024 年的复苏态势，在持续需求回升、供应有限的背景下，市场出租率及租金稳步上升，办公 REITs 股价随之升高，推动分派下降到较低水平。二级市场价格具备前瞻属性，资金对市场行进的资产愿意给予更高估值溢价。



J-REITs 办公资产平均租金及出租率（2020-202601）

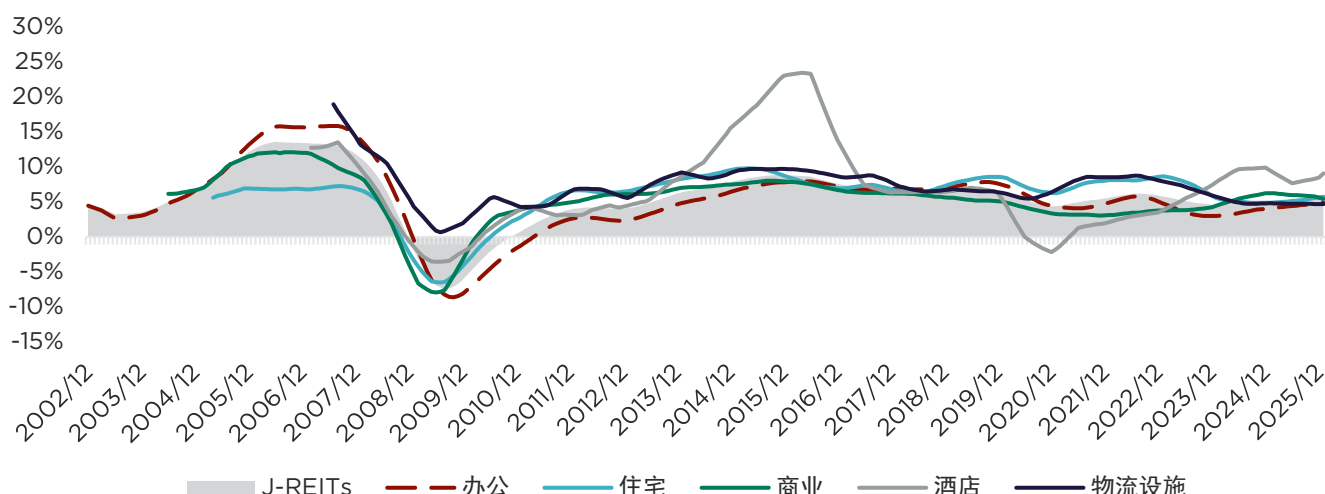


数据来源：ARES、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

酒店为日本市场分派率最高的类型，为**6.2%**，较**2024年末推高0.2%**。6支酒店REITs中，新发行的霞关酒店REIT，分派收益率达6.5%，另有4支酒店REITs分派收益率较2024年增长超过1%，而GLOBAL ONE REIT则因为资产出售获得的收益降低而导致分派收益率从2024年的8.6%降至5.8%。

酒店REITs整体经营情况良好，2024-2025年日元大幅度贬值，旅游业复苏，RevPAR及入住率大幅提升，使得收益上升，但由于酒店资产收益波动较大，因此二级市场溢价有限，分派处于较高水平。零售、综合及医疗健康分派率在5.2%-5.4%，处于市场平均水平。

J-REITs 年化收益率（按业态）

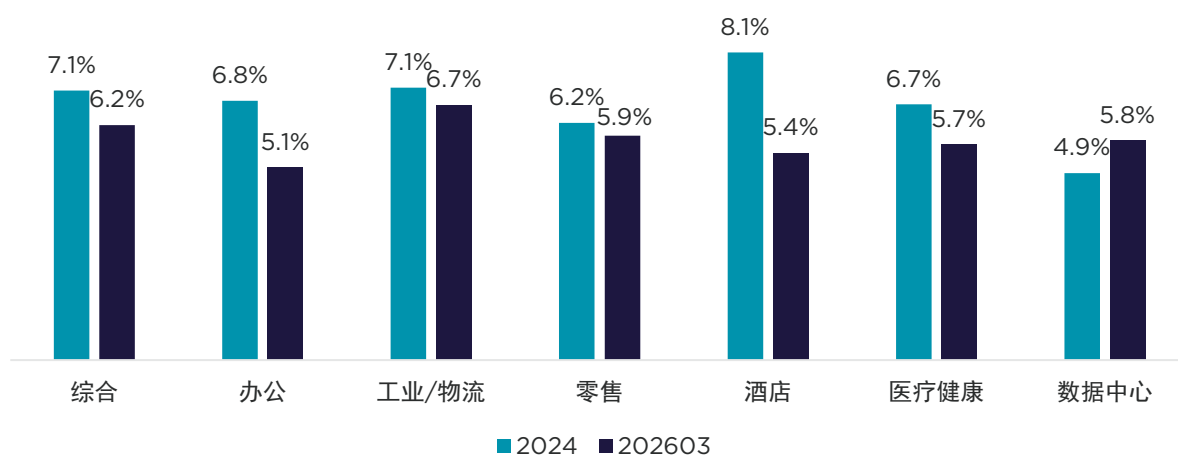


数据来源：ARES、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

新加坡 REITs 市场

新加坡 REITs 市场：数据中心分派收益率逆势上升，办公、酒店回落

新加坡分物业类型分派收益率（2024.12 vs 2026.03）



数据来源：新交所网站，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

截至 2026 年 3 月，新加坡 REITs 市场呈现分化态势。办公类 REITs 分派收益率全市场最低，录得 5.1%，较 2024 年有所收窄，主要归因于二级市场估值修复带来的收益率压缩。剔除 KORE US REIT（于 2025 年恢复派息，当期收益率仅 2.5%）的异常扰动后，办公板块分派实际保持稳定。受益于出租率与租金的同步回升，写字楼基本面整体回暖。

工业 / 物流 REITs 以 6.7% 的分派收益率领跑市场。与写字楼类似，依托于底层资产出租率的稳定性及租金韧性，维持了稳健的分派水平。

从变化来看，截至 2026 年 3 月末，除数据中心 REITs 的分派收益率小幅上涨以外，各类型 REITs 的分派收益率普遍下滑。

酒店 REITs 平均分派收益率下降幅度为 2.6 个百分点，仅 5.4%。这一显著下滑主要受 Acrophyte Hospitality Trust 影响——因其处置非核心资产及七家核心酒店翻新导致运营中断，该信托收益率自 2024 年的 14.4% 高位骤降

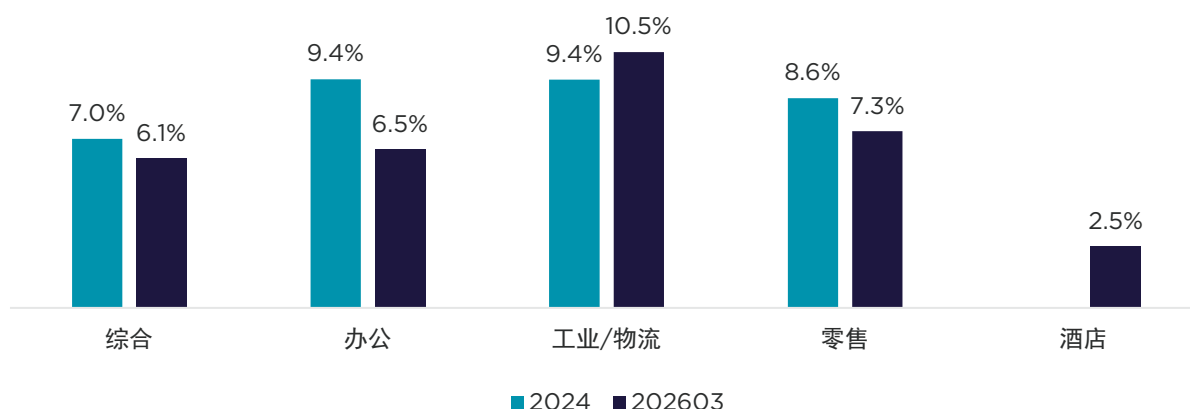
至 3.5%。在专注于酒店资产的五支信托中，其余四支分派收益率保持稳定或有所提升。总体来看，酒店资产运营具有显著的波动性与复杂属性，极易受到宏观周期波动、旅客客流变化及资产翻新改造（Capex）等非经常性资本支出的多重影响。

DC S-REITs 在云计算和人工智能（AI）应用的推动下，实现了高上架率和强劲的租金续约增长。2026 年 3 月，数据中心 REITs 平均分派收益率由 2024 年末的 4.9% 提升至 5.8%。其中，Keppel DC REIT 在 2025 年进一步扩张，收购了位于日本东京和新加坡的底层资产，总营收增长 42.2%，可支配收入同比增长 55.2%，表现优异。尽管基本面优异，但因股价涨幅较大，导致分派收益率被动下行。Digital Core REIT 则是由于占据租金收入半数的北美资产出租率下滑，影响了市场信心，缺乏增长动力，2025 年可支配收入相对稳定，增长仅 1.9%，而股价降低，导致分派收益率上行，截至 2026 年 3 月 31 日，北美资产续签租金上涨 44%，市场信心有所回升。

中国香港坡 REITs 市场

中国香港 REITs 市场：工业 / 物流收益率逆势上升，办公、零售回落

中国香港分物业类型分派收益率（2024.12 vs 2026.03）



数据来源：港交所网站，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

中国香港 REITs 市场规模较小，流动性受限，分业态分派收益率受到单支 REIT 表现影响。

唯一一支酒店 REIT 富豪产业信托恢复分派。根据香港旅发局发布的酒店数据，2025 年香港接待旅客数较往年上涨 12%，平均酒店入住率达 87%，较 2024 年上升 2 个百分点，但平均可出租客房收入减少 2.9%。旅客人次增幅利好酒店产业，但酒店经营仍面对旅客消费习惯改变、港元强势及人工成本上涨等挑战。

顺丰房托的工业 / 物流 REITs 分派收益率小幅上涨 1.1 个百分点，高达 10.5%，其余类型 REITs 的分派收益率普遍下滑。

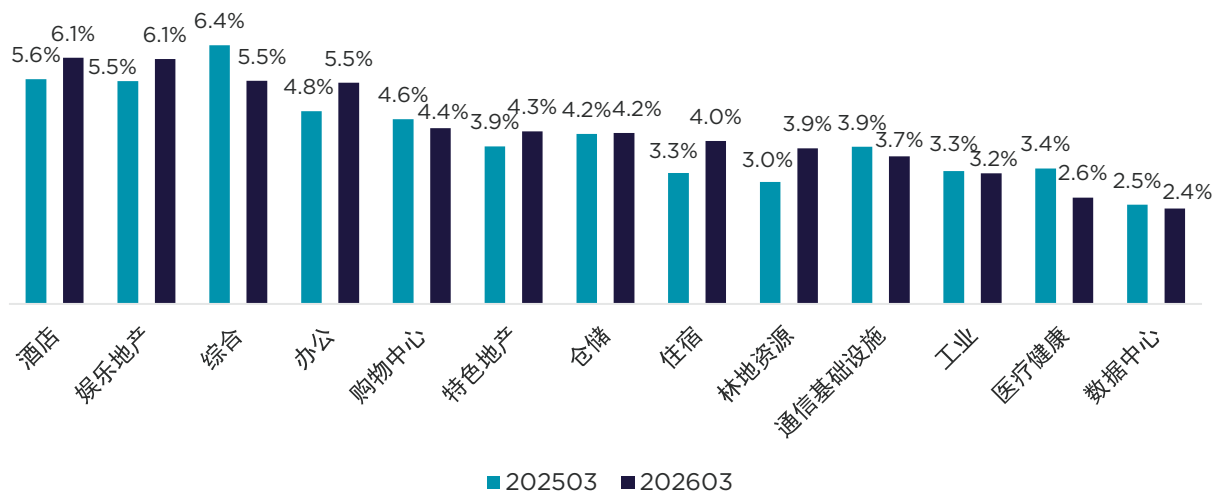
在经营承压和股价回升的共同作用下，2026 年一季度办公 REITs 平均分派收益率降幅高达 2.9 个百分点，仅 6.5%。**2025 年及 2026 年一季度，香港办公市场在旅游复苏、利率回落及资本市场回暖共同作用下有所恢复，中环、尖沙咀等核心片区空置率维持低位，但非核心片区仍旧承压。**



美国 REITs 市场

综合类、酒店及娱乐地产分派领跑，数据中心与医疗健康溢价

美国分业态分派收益率

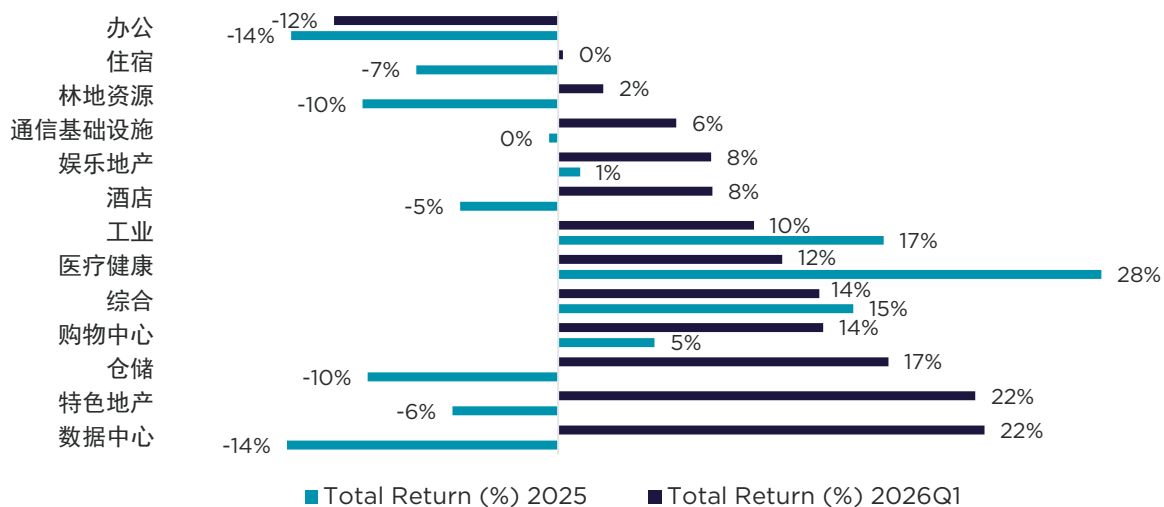


数据来源：NAREIT，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

数据显示，分派率最高的板块集中在综合类（6.4%）、酒店（5.6%）以及娱乐地产（5.5%）。这类资产通常具有较强的周期属性或体验式消费特征。在市场波动期，它们往往能提供较高的当期现金回报以吸引投资者。分派率最低的板块为数据中心（2.5%）和医疗健康（3.4%），其中数据中心的分派率仅为 2.5%。数据中心受益于全

球人工智能（AI）算力需求的爆发式增长，其资产估值推高，2026 年综合回报率达到了 22%；医疗健康则属于具备刚性需求的防御性资产，2025 年综合回报率达到 28%，2026 一季度综合回报率仍有 14%。

综合回报率

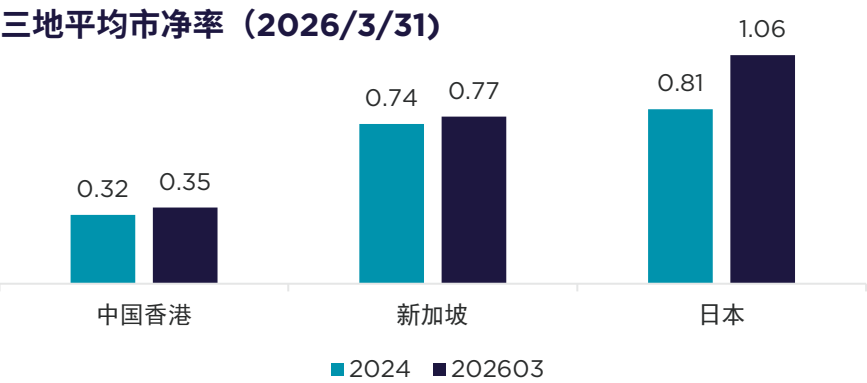


数据来源：NAREIT，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

平均市净率

我们把市净率定义为 2026 年 3 月 31 日当天每基金单位市价与每基金单位资产净值的比率。若该比率大于 1 则为溢价，小于 1 则为折价。**2026 年 3 月 31 日，三地 REITs 市场中，日本市场由折价转为溢价，新加坡及香港市场市价较资产净值仍处于折价状态，但折价幅度较 2024 年末有所缩小。**

三地平均市净率（2026/3/31）



数据来源：NAREIT，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理来源：彭博数据库，港交所网站、新交所网站、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



日本 REITs 市场 产品近半溢价 市场信心增强

2026 年 3 月 31 日，日本 REITs 市场市净率处于溢价，为 1.06，较 2024 年末大幅上升。

从市净率结构上看，市净率大于 1 的产品共 27 支，占全市场比重 47%；市净率落在 0.8-1 区间共计 23 支；市净率低于 0.8 的标的仅 7 支。**市净率上行主要源于市场对日本摆脱通缩的乐观预判：一方面核心城市甲级写字楼租金与出租率水平上行；另一方面日元贬值拉动入境客流回暖，核心城市商务酒店经营景气度持续上行。**细分酒店业态分化明显：依托本土客源的传统旅馆受经营成本抬升、国内客流收缩压制，经营承压。行业 2025 年平均入住率 61.8%，同比提升 2pct，依托世博会红利，大阪酒店入住率达 78.8%，位居全国首位。

从具体产品上看，Japan Logistics Fund 为全市场市净率最高。该 REIT 聚焦东京、大阪、名古屋、福岡四大核心都市圈仓储物流资产。截至 2026 年 1 月 31 日，基金持仓物业合计 52 处，且持续推进资产扩容，半年报披露组合出租率 95.9%，伴随经济温和回暖，东京都市圈仓储空置率下行、租金稳步上行。酒店赛道 Ichigo Hotel REIT 市净率全市场最低，为 0.65，过去一年旗下多处物业停业翻新改造，阶段性影响基金整体收益，再次印证酒店类产品的波动性风险。



新加坡 REITs 市场

折价幅度降低
新股表现较好

截至当期，新加坡 REIT 市场平均市净率小幅回升至 0.77，但整体估值仍处折价区间，超八成标的破净，结构与 2024 年基本一致；全市场市净率突破 1 的产品仅 7 支，3 支新上市 REIT 里有 2 支实现溢价交易。

从产品端看，Parkwaylife REIT 以 1.6 倍市净率领跑。作为亚洲头部医疗 REIT，截至 2025 年末持有 74 处物业，涵盖新加坡 3 家大型私立医院、日本 60 余座康养设施与法国 11 处区位优势疗养院。受日元贬值、日本项目租户退租影响，基金 2025 年营收小幅走弱，但新加坡及法国两地租金阶梯上行对冲利空。

市净率最低的为零售领域的 Landmark REIT，市净率仅有 0.1 倍。



中国香港 REITs 市场

长期折价
折价幅度小幅降低

尽管 2025 年以来中国香港 REITs 板块股价有所回暖，但市场整体仍处于深度折价状态。截至 2026 年初，板块平均市净率 (P/B) 微幅回升至 0.35，且全市场 11 支 REITs 均处于破净状态。

其中，市净率最高的为顺丰房托，市净率为 0.65。作为港股首支物流 REIT，其估值韧性不仅得益于物流资产的抗周期属性，更源于产权方关联业务的强力背书。

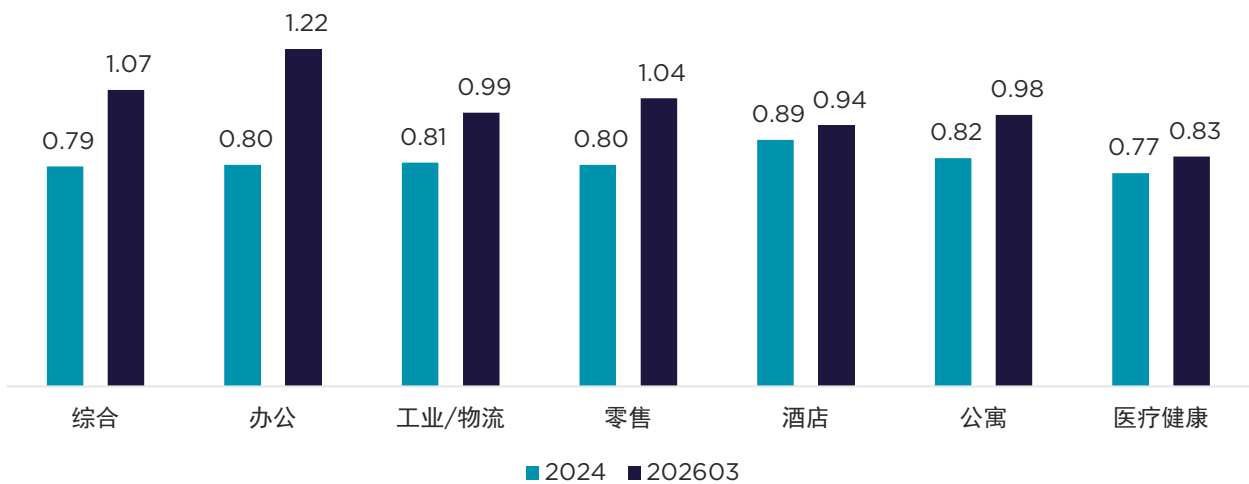
市净率最低的为富豪产业信托，仅 0.09，大幅低于行业平均水平。从底层资产来看，该信托资产主要为中高端酒店，缺乏多元业态对冲风险。2022-2023 年疫情期间，需求断崖式下跌导致净运营收益 (NOI) 大幅下滑。叠加其资产负债率高达 47%（逼近 50% 的监管红线），在 2024 年 HIBOR 高企的背景下，财务成本急剧上升。

分物业类型平均市净率

日本 REITs 市场

折价幅度缩小，零售 / 综合 REITs 处于溢价状态

日本分物业类型市净率（2024.12 vs 2026.03）



数据来源：彭博数据库，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

截至 2026 年 3 月 31 日，日本工业 / 物流、公寓、酒店及医疗健康类 REITs 处于折价状态，办公、零售、综合等商业类不动产 REITs 均处于溢价状态。

办公板块强势反弹，领涨全市场，办公 REITs 平均市净率由 2024 年的 0.8 提升至 1.22。市净率提升具备坚实的市场支撑：底层资产运营效率显著提升，2025 年以来平均出租率持续走高，同时驱动平均租金水平实现

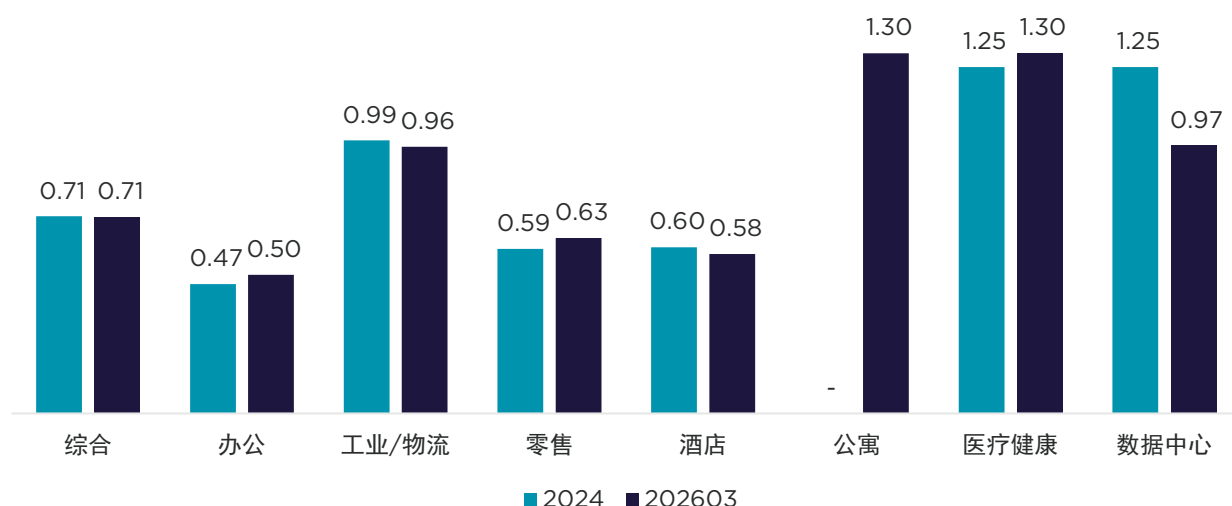
18% 的强劲增长，反映出市场对核心商务楼宇需求的稳固复苏。

综合与零售重回净值上方。受益于经济的温和复苏，综合及零售业态表现同样突出，上升至 1.07 及 1.04。医疗健康及酒店变动幅度较小。医疗健康类 Healthcare & Medical REIT 经营稳定，出租率维持在 100%。

新加坡 REITs 市场

整体波动较小，公寓、医疗健康类处于溢价状态

新加坡分物业类型市净率（2024.12 vs 2026.03）



数据来源：新交所网站，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

截至 2026 年 3 月，新加坡 REITs 市场呈现结构性分化。公寓与医疗健康是仅有的两个平均市净率（P/B）大于 1 的板块，显示市场在当前宏观环境下极度偏好现金流确定性。其余多数业态仍处于折价状态，反映出市场对增长前景的审慎态度。

新加坡于 2025 年下半年发行了首支公寓 REIT 胜捷住宿信托，表现亮眼，市净率达 1.3。其 2025 财年业绩全面超预期：营收高出 IPO 预测 3.4%，每单位派息（DPU）高出预测 6.7%，再次印证了公寓资产的抗周期性。

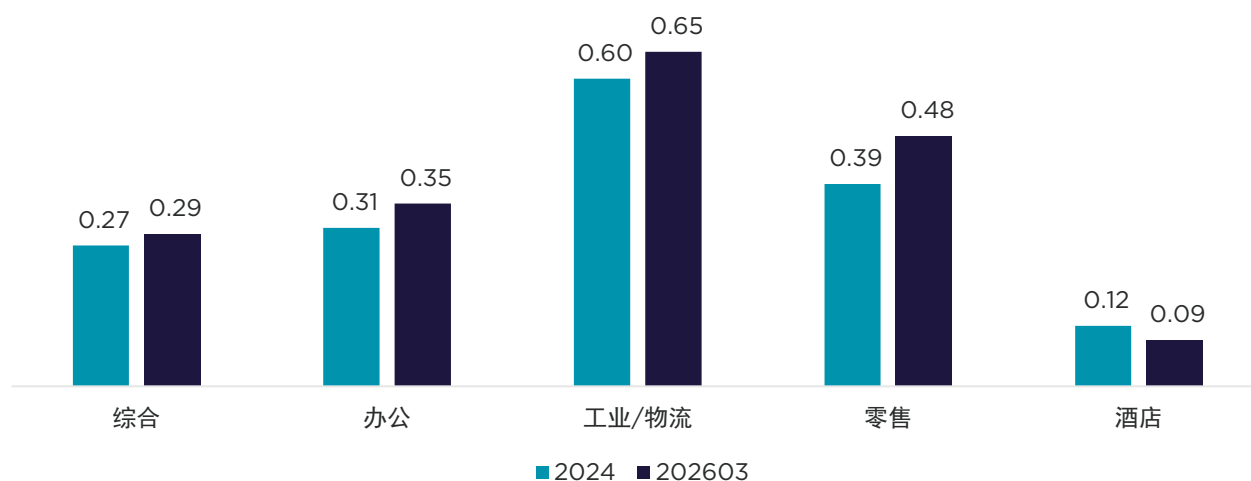
数据中心 REITs 中，板块内部分化明显。重仓亚太数据中心的 KEPPEL DC REIT 市净率高达 1.3，而重仓美国数据中心的 Digital Core REIT 市净率仅 0.6。

酒店 REITs 表现不及预期，市净率走势偏弱，核心源于物业净运营收入收缩。酒店业态普遍存在翻新改造、日常运维成本偏高的经营特点，叠加行业营收具备周期性、现金流收入稳定性不足，整体业绩波动偏大。其中重仓美国市场的雅高酒店信托受资产处置、物业翻新投入影响，物业净收入同比下滑 16.3%，可分派收益大幅缩水 46.7%；凯德雅诗阁信托为巩固长期运营竞争力，推进旗下物业品牌升级与改造修缮，同时加码布局日本酒店资产，尽管 2025 年整体营收保持平稳，但大额资本开支仍对分红派息形成明显压制。

中国香港坡 REITs 市场

长期折价，略微回升

中国香港分物业类型市净率（2024.12 vs 2026.03）



数据来源：港交所网站，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

中国香港 REITs 市场除酒店 REITs 市净率小幅下降外，其余物业类型市净率均小幅上升。其中，增幅最大的是零售类，增长 0.09 个百分点，变动最小的是综合类，略微上涨 0.02

个百分点。物业类型均维持折价状态，市净率最高的物业类型为工业/物流，市净率为 0.65，最低酒店 REIT，仅 0.09。



新加坡、中国香港 REITs 持有内地物业情况分析

截至 2026 年 3 月 31 日，新加坡和中国香港共有 16 支 REITs 持有位于中国内地的物业，其中新加坡 10 支，占新加坡交易所上市 REITs 及商业信托总数的 26%；中国香港 6 支，占港交所上市 REITs 总数的 55%。

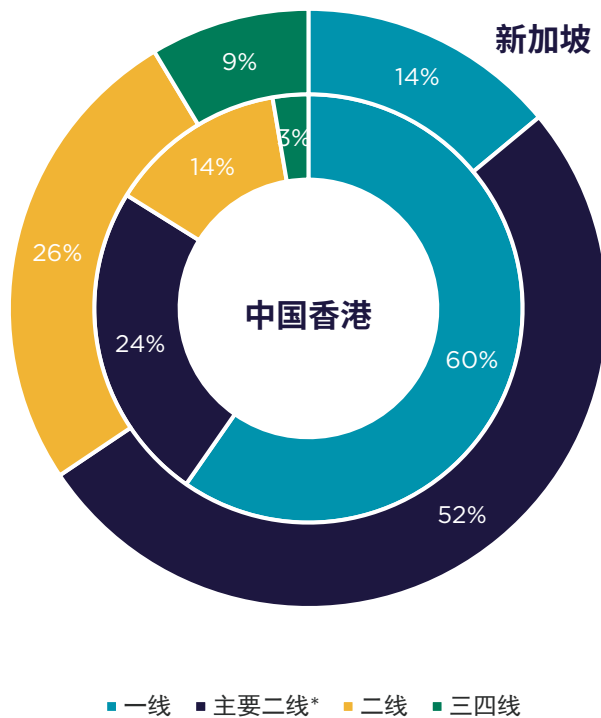
城市分布：

业态驱动下，香港 REITs 聚焦核心一线，新加坡 REITs 布局主要二线

截至 2026 年 3 月，新港两地合计 16 支 REITs 共持有中国内地不动产项目 130 处，较 2024 年末净减少 2 处。从城市能级分布来看，资产配置高度集中于高活力区域，一线城市与主要二线城市合计占比达 71%（分别为 35 处和 57 处），其余二三线城市及三四线城市合计占比不足三成。这一分布格局侧面印证了 REITs 在资产配置上的核心逻辑：即在追求稳定现金流与资产保值的前提下，优先选择经济基础及流动性好的核心城市群。

尽管投资目的地均为内地，但基于底层资产属性的差异，新港两地 REITs 呈现出截然不同的偏好。中国香港 REITs 持有的 37 处资产中，一线城市占比高达 60%（22 处）。这主要归因于其资产组合多由办公、零售及酒店业态构成，此类业态对区域消费力、商务活跃度及城市能级较敏感，因此青睐一线城市的核心地段以保障回报率。

相比之下，新加坡 REITs 持有的 93 处资产则呈现出明显的“下沉”特征，一线城市占比仅为 14%（13 处），而主要二线城市占比超过半数（52%）。这种差异源于新加坡 REITs 组合中工业及物流地产占据主导地位（占比过半）。不同于商业地产，工业与物流资产更关注区域的产业禀赋、土地成本及交通枢纽地位，对城市能级的敏感度相对较低，因而能够伴随产业转移向主要二线城市广泛布局。



* 注：主要二线城市范围与《2024 年亚洲 REITs 报告》一致，包含郑州、杭州、成都、西安、武汉、天津、苏州、重庆、南京、长沙、青岛、东莞、无锡、合肥、宁波

数据来源：各 REITs 平台官网，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

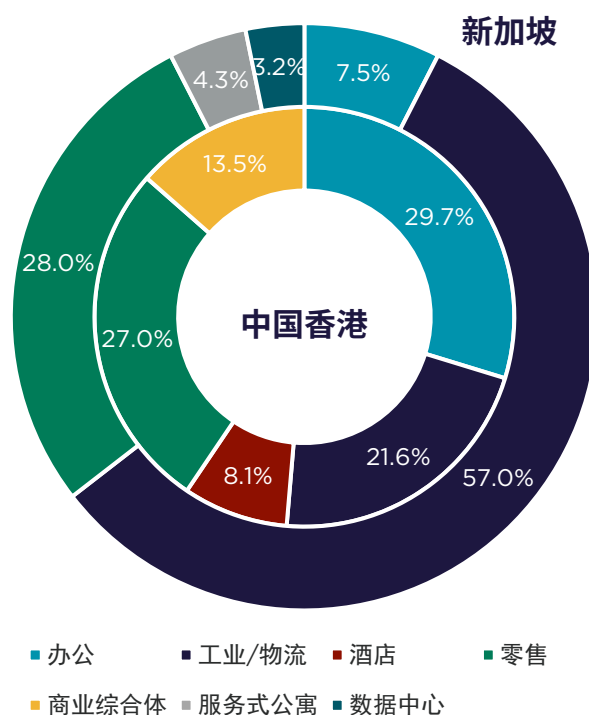
业态分布：

香港 REITs 办公主导， 新加坡工业 / 物流占据主导地位

工业 / 物流资产是新港两地 REITs 布局内地的绝对主力，合计持有 61 处（占比 47%）；零售（36 处）及办公（18 处）紧随其后。尽管工业 / 物流在总量上占优，但两地在具体业态偏好上呈现显著分化。

在中国香港市场中，办公是持有数量最多的资产类型，共计 11 处，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的 REIT，共持有 5 处，集中在深圳、北京一线城市；其次是零售资产，共持有 10 处，其中领展是持有内地零售资产最多的 REIT，共持有 6 处零售资产，分布于北上广深一线城市。

在新加坡市场中，工业 / 物流是在内地持有数量最多的资产类型，共计 53 处，其中丰树物流信托是新交所持有工业 / 物流资产数量最多的 REIT，持有位于 27 个城市的共计 42 处物流资产；其次是零售资产，共计 26 处，其中凯德中国信托持有 8 处零售资产，2025 年减少 1 处，这些资产不仅分布在一线和主要二线城市，在其他二线及三四线城市亦有布局，可见其在收购资产时，对于城市能级的态度更为开放。



数据来源：各 REITs 平台官网，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



持有内地资产交易情况：

活跃度回落，以存量退出为主

REITs 名称	凯德雅诗阁信托	凯德中国信托
所属国家或地区	新加坡	新加坡
资产交易时间	2025 年	2025 年
交易资产	天津盛捷奥林匹克大厦服务公寓	凯德广场·雨花亭
所在城市	天津	长沙
城市级别	主要二线	主要二线
资产业态	服务式公寓	零售
竣工时间	1998	2005
交易价格（亿人民币）	4.2	8.14
退出资本化率	未披露	6.2%

数据来源：戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

近年新港两地 REITs 对内地不动产的增量收购趋于谨慎，2025 年未见新收购落地，交易端以出售 / 剥离为主：新加坡市场 2025 年以来录得两处资产处置。

其一，凯德雅诗阁信托（CLAS）于 2024 年 10 月公告签署协议，将天津和平区的盛捷奥林匹克大厦服务式公寓（约 185 单元，1998 年运营，雅诗阁在华早期标志性项目）以 4.2 亿元的对价出售予独立第三方，交易于 2025 年完成；

管理人将其定位为组合重构与资金回收，通过剥离运营年限较长、成本与回报约束更突出的成熟物业，释放资本用于更高边际回报的再配置。

其二，凯德中国信托（CLCT）将长沙雨花区东塘商圈核心的凯德广场·雨花亭出售给中国内地基础设施公募 REITs，交易作价约 8.14 亿元，推外资系存量商业资产借助中国公募 REITs 渠道完成“投—管—退”闭环与流动性置换。



02

中国内地基础设施公募 REITs 市场

章节导读

2021 年中国内地首批基础设施公募 REITs 上市，标志着市场正式起步，截至 2026 年一季度，行业已完成从制度搭建、规模扩容到结构优化的跨越式发展，迈入常态化、多元化、高质量发展新阶段。截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地基础设施公募 REITs 市场上市产品达 79 支，发行规模 2,155 亿元，总市值约 2,213 亿元，同比增长 19%，成为亚洲发行数量最多、增速领先的 REITs 市场。到 2026 年 6 月底，中国内地基础设施公募 REITs 市场上市产品达 82 支，发行规模 2,243 亿元，总市值约 2,141 亿元。

* 发行规模统计包含扩募

从资产类别上看，不动产类 REITs 成为绝对主力，新业态持续落地、政策体系持续完善、机构化程度大幅提升，市场具备持续增长的坚实基础。截至 2026 年 3 月 31 日，已上市的 79 支 REITs 产品中，不动产类产品 53 支，收费收益权 REITs 产品 26 支，产权类资产主导市场扩容。2025 年，数据中心 REITs 首次亮相，两支产品合计发行规模达 69 亿元；消费基础设施与仓储物流 REITs 各新增 5 支；同时，产业园区、清洁能源等业态持续发力。同时，市场机构化程度持续攀升，长期资产配置价值凸显，与海外成熟市场的差距逐步收窄。

发行概况

产品数量： 不动产权类主导增长，新业态持续突破

截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地基础设施公募 REITs 市场已上市产品共计 79 支，其中不动产权 REITs 产品 53 支，收费收益权 REITs 产品 26 支。回顾 2025 年发行情况，全年新上 20 支产品，其中不动产权 REITs 产品上市了 18 支，占 2025 新增数量的 90%，成为增长绝对主力。

分业态看，仓储物流和消费基础设施各占 5 支，为 2025 年新增数量最多的业态；值得关注的是，数据中心 REITs 于 2025 年实现首发，新增的 2 支产品填补了该领域的空白。在不动产权 REITs 中，产业园区仍是目前发行数量最多的类别，共计 16 支，消费基础设施发行势头强劲，仅次于产业园，达 12 支。2025 年至 2026 年一季度，市场新增 3 支能源基础设施 REITs，整体发行节奏有所放缓，但申报储备较为充足。

发行规模： 发行规模快速增长，扩募逐步走向常态化

截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地基础设施公募 REITs 发行规模达 2,155 亿元，同比增长 23%，单支产品平均发行规模 27 亿元，与上年持平。其中，首发规模为 2,033 亿元，扩募发售规模约 122 亿元。截至 2026 年一季度末，13 支产品处于扩募推进阶段，覆盖产业园、工业厂房、保障房、仓储物流、能源等主流赛道，存量资产增值空间持续释放。从产品数量增长向规模增长的跨越中，扩募机制的常态化运行为存量 REITs 持续扩充规模提供了有效路径。

分业态来看，不动产权 REITs 发行规模 1,151 亿元，同比增长 43%。其中，产业园区发行规模 307 亿元，为发行规模最大的类型。消费基础设施累计发行规模 303 亿元，占总发行规模的 14%。工业厂房发行规模同比增长 82%，得益于 2 支工业厂房的扩募。收费收益权 REITs 发行规模 1,004 亿元，高速公路依然稳居发行规模榜首，累计发行规模达 688 亿元，占总发行规模的 32%，单支项目平均规模约 53 亿元。

中国内地基础设施公募 REITs 市场发行规模及占比（截至 2026/3/31）

业态	资产类型	数量（支）	发行规模（亿元）	发行规模占比
不动产权	产业园区	16	307	14%
	消费类基础设施	12	303	14%
	仓储物流	11	258	12%
	保障性租赁住房	8	142	7%
	工业厂房	4	72	3%
	数据中心	2	69	3%
收费收益权	高速公路	13	688	32%
	能源基础设施	10	267	12%
	生态环保	2	32	1%
	水利设施	1	17	1%
合计		79	2,155	100%

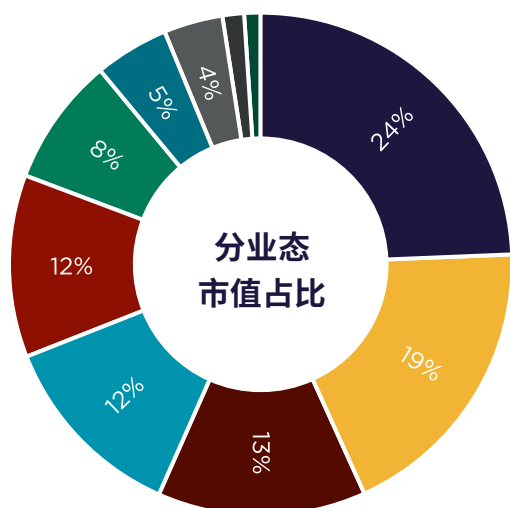
数据来源：Wind，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

市值与股价表现

交易与价格

市值情况

截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地已发行 79 支基础设施公募 REITs 总市值达 2,213 亿元，同比上涨 19%。分业态看，不动产 REITs 市值约 1,324 亿元，占总市值的 60%。其中，消费基础设施市值约为 417 亿元，占总市值的 19%，是不动产 REITs 总市值最高的物业类型。产业园市值第二，为 274 亿元，占比 12%。仓储物流市值 259 亿元，同比增长 33%。工业厂房市值在不动产类 REITs 占比最低，仅占总市值 4%。收费收益权 REITs 市值约 890 亿元，占比 40%。其中，高速公路 REITs 市值依然稳居榜首，市值占比达 24%。能源基础设施所有扩容，市值 296 亿元，占比 13%。



- 产业园区
- 保障性租赁住房
- 高速公路
- 工业厂房
- 消费类基础设施
- 生态环保
- 水利设施
- 仓储物流
- 数据中心
- 能源基础设施

数据来源：Wind，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

较首发涨跌幅分析

不动产及收费收益权 REITs 二级市场分化明显，优质资产溢价能力凸显。

截至 2026 年 3 月 31 日，REITs 市值较发行平均涨幅为 3%。分产品类型看，不动产 REITs 涨幅达 15%，收费收益权 REITs 下降约 11%，两类产品的市场表现分化进一步扩大。

具体来看，2025 年新发的 2 支数据中心 REITs 当前总市值 105 亿元，较 69 亿元的初始发行规模溢价 53%，为二级市场溢价最高的业态，充分体现资本市场对算力、数据中心等战略性新兴产业基础设施资产的高度认可。消费基础设施 REITs 盈利表现同样优异，板块平均涨幅达 38%，核心依托底层商业资产稳健的运营基本面，优质购物中心、奥特莱斯等项目持续维持高出租率与有增长的租金水平，支撑二级市场估值持续上行。

传统产业类资产走势相对疲软，产业园区 REITs 整体承压，市值较发行规模缩水 11%。受区域产业供需结构、企业租赁需求波动等因素影响，板块内标的表现高度分化，优质核心资产韧性凸显，博时津开 REIT、华夏金隅 REIT、创金合信首农 REIT 逆势上涨，较发行价涨幅维持在 35%-45% 区间。整体而言，除产业园区板块小幅折价外，其余不动产类业态市值均较发行价持平或实现溢价。

收费收益权 REITs 总市值 890 亿元，较发行规模下降约 11%。其中高速公路 REITs 部分底层资产受宏观经济、极端天气及替代路线分流等因素影响，车流量低于预期，同时作为经营权类资产，随着剩余收费年限的缩短，净值自然衰减，股价较发行价平均下跌 16%，整体表现弱于其他产品类型。水利设施 REIT 领涨收费收益权 REITs，涨幅约为 38%。

同比涨跌幅分析

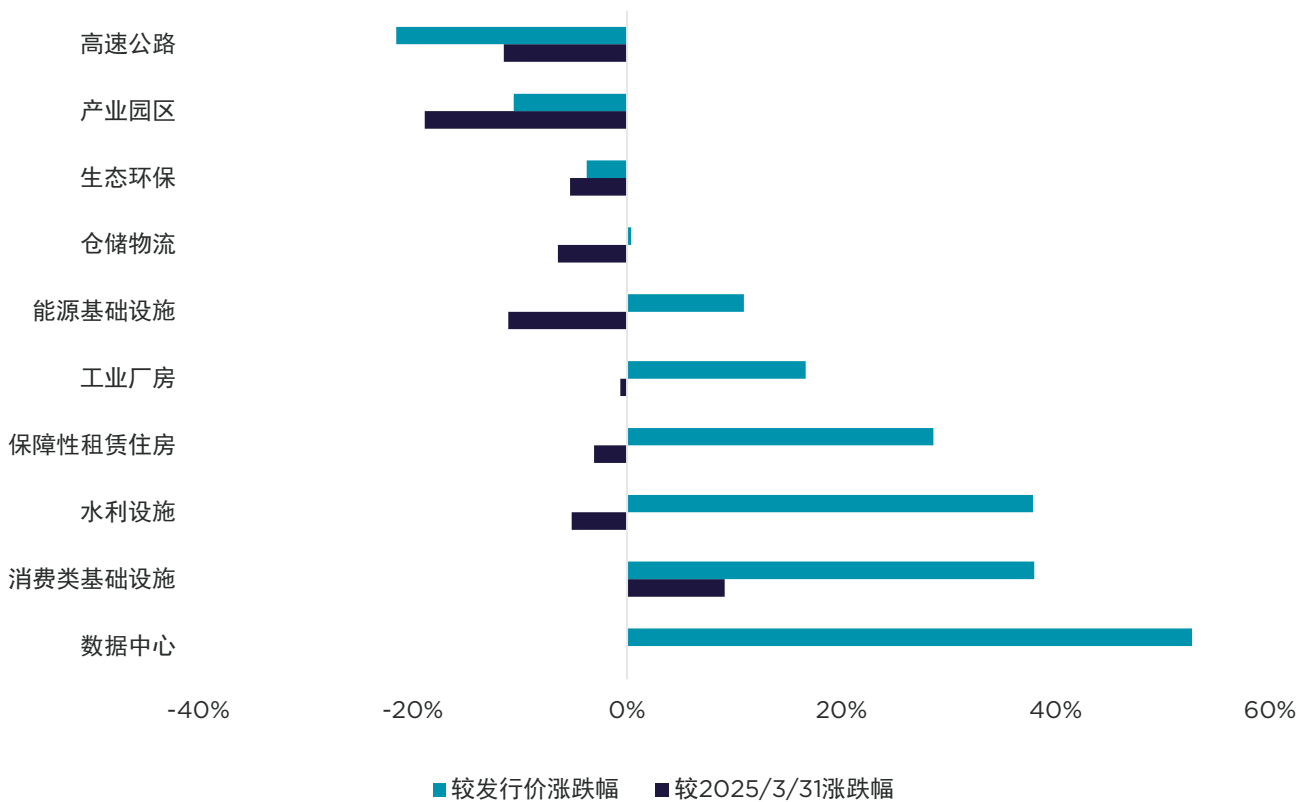
截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地基础设施公募 REITs 市场存量产品的整体市值较去年同期下降 8%（仅对比 2025 年 3 月已发行产品）。其中，不动产 REITs 同比下降 4%，收费收益权 REITs 同比下降 11%。本次同比回落一定程度上为前期估值持续上行后的阶段性降温。虽然存量公募 REITs 在二级市场的市值走低，但得益于新发行产品规模较大，全市场总市值仍实现提升。

从细分类型看，不动产 REITs 分化明显。产业园区 REITs 跌幅最大，达 19%，部分产业园 REITs 的跌幅超过 30%，折射出在供需结构失衡与租赁承压的背景下，资产

正经历估值调整。仓储物流 REITs 和保障性租赁住房 REITs 亦有不同程度下跌，而工业厂房 REITs 具备较强的抗周期韧性，整体相对平稳。消费基础设施 REITs 上涨 9%，成为存量不动产 REITs 中唯一实现增长的板块，多数产品涨幅超过 10%，得益于消费复苏预期及优质资产运营能力的共同作用。

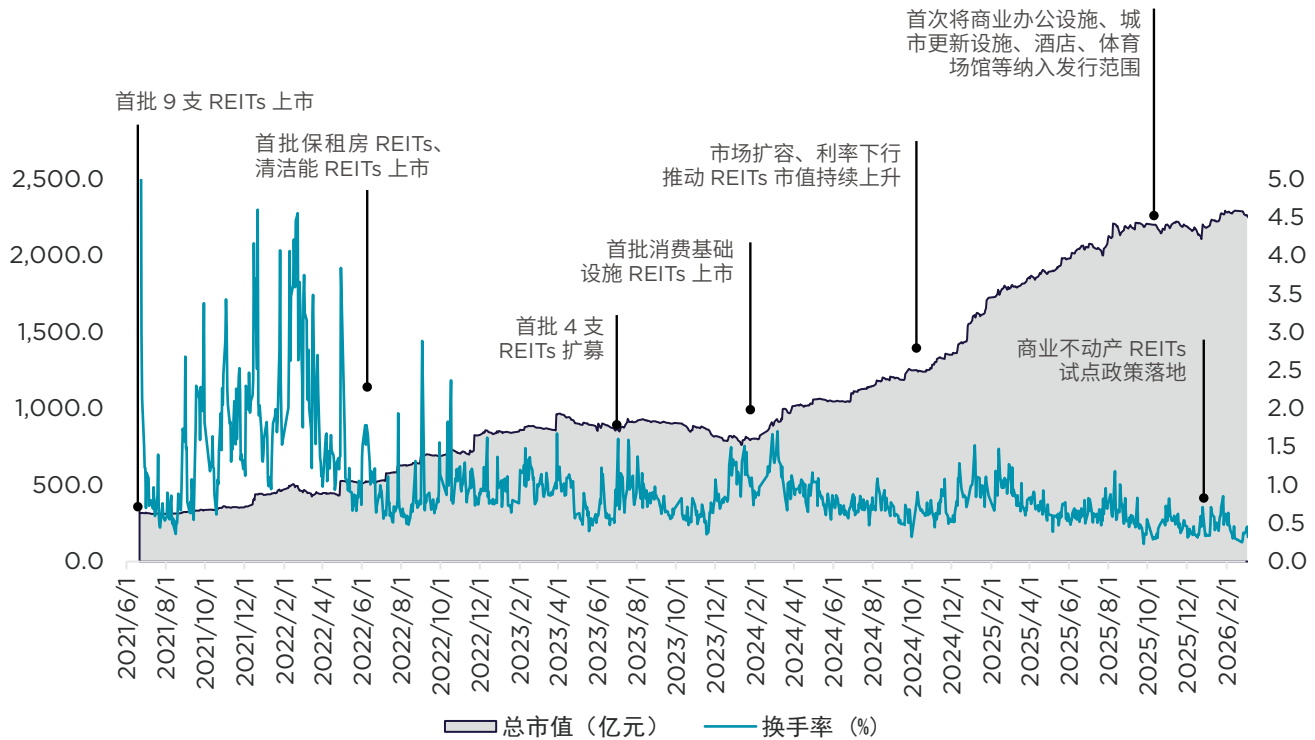
相较之下，收费收益权 REITs 整体市值较上期缩水显著，各细分资产类型普遍呈下滑趋势。其中能源基础设施、高速公路、生态环保及水利设施类 REITs 跌幅在 5.2% 至 11.5% 不等，整体平均跌幅达 11.0%。该趋势与经营权剩余期限缩短、现金流增长预期下调等因素有关。

分业态市值涨跌幅（截至 2026/3/31）



注：涨跌幅 = (当前市值 / 去年同期市值 - 1) × 100%，未考虑分红复权
数据来源：Wind，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

中国内地基础设施公募 REITs 市场发展历程



数据来源：Wind，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

从成交规模来看，二级市场整体流动性提高，市场资金参与度稳步提升。2025 年全市场成交额达 1,429 亿元，日均成交 5.9 亿元，较 2024 年日均 4.2 亿元大幅增长 39%，反映出市场交易体量持续扩张、二级市场活力持续增强。进入 2026 年一季度，市场交易情绪阶段性回落，日均成交金额降至 5.2 亿元，虽较 2025 年同期的 6.9 亿元有所下滑，但仍高于 2024 年全年均值。

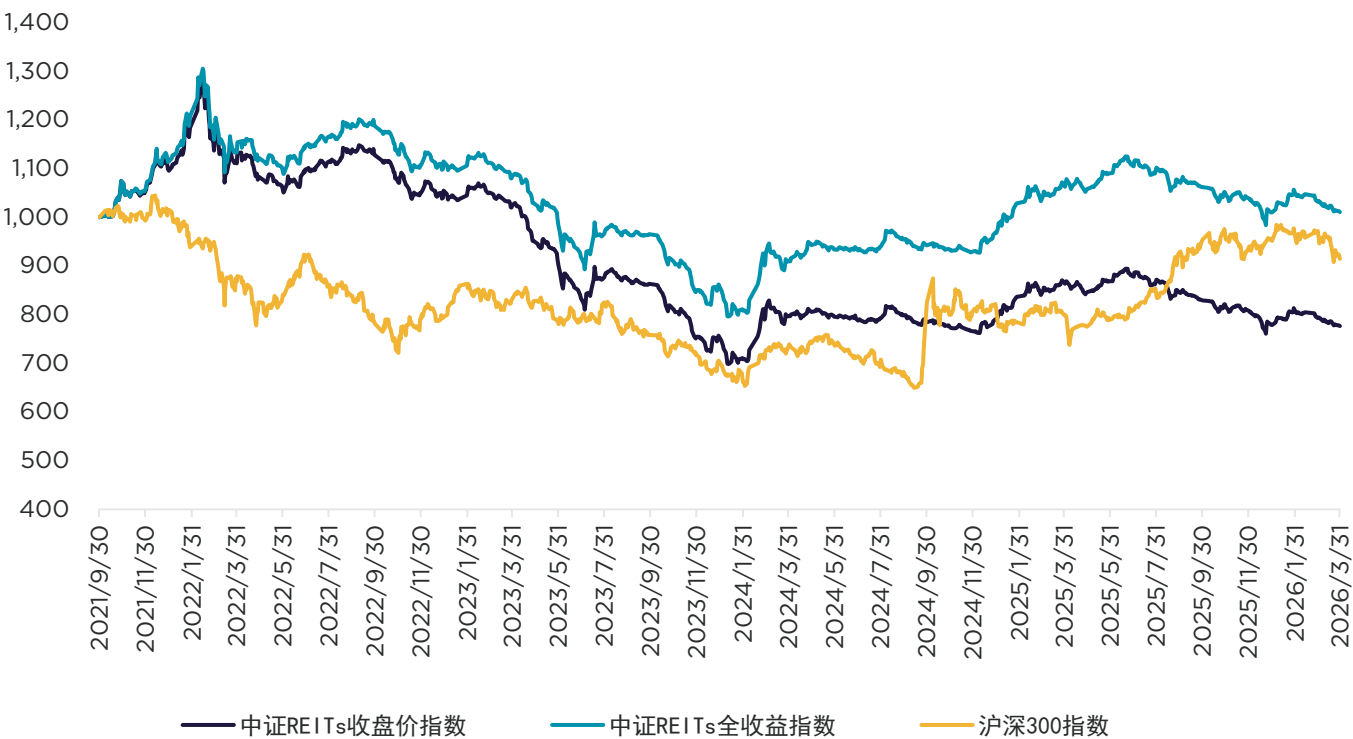
从换手率（成交额 / 当日流通市值）维度来看，市场交易频率持续走低，长期配置特征愈发鲜明。2025 年日均换手率为 0.7%，较 2024 年的 0.8% 有所回落；2026 年一季度换手率进一步降至 0.4%，市场交易活跃度持续收敛。

换手率持续下行由多重核心因素共同驱动：第一，市场总市值快速扩容，存量资产规模持续扩大，换手率被动稀释；第二，2025 年下半年至 2026 年初，REITs 市场结束上行行情，进入阶段性震荡盘整阶段，投资者短期博弈意愿降低，持有吃息、长期配置的交易心态成为主流；第三，市场机构化程度持续深化，截至 2025 年末，机构投资者占比已突破 97%，机构资金以稳健收息、长期持有为核心策略，低频交易特征显著，进一步压低市场整体换手率。

横向对比来看，当前中国内地基础设施公募 REITs 换手率仍显著高于新加坡、日本等境外成熟 REITs 市场。伴随市场机构化程度持续提升、投资者结构进一步优化，未来市场换手率将继续稳步下行，逐步接轨成熟市场，REITs 产品的类固收、低波动、长期配置属性将进一步强化。

中国内地基础设施公募 REITs 指数走势

中证 REITs 指数与沪深 300 指数走势（2021/9/30-2026/3/31）



注：为确保指数间波动具备可比性，沪深 300 指数已调整为以 2021 年 9 月 30 日为 1,000 点基数
数据来源：中证指数，Wind，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

2025 年中证 REITs 指数呈现鲜明的年度分化行情，整体表现出上半年上涨、下半年回调的阶段性走势；拉长周期来看，C-REITs 凭借稳健分红、低波动的特质长期跑赢权益市场，资产配置属性突出。

从年度走势来看，2025 年 REITs 市场行情与权益市场呈现显著的阶段性对冲特征。上半年 A 股整体表现平淡，10 年期国债利率中枢下行至 1.6%，市场处于低利率、资产荒环境。在此背景下，C-REITs 凭借现金流稳定、强制分红的类固收属性，成为低风险资金的核心避险配置标的，推动中证 REITs 全收益指数大幅上行，上半年涨幅达 13.4%，与平淡的沪深 300 指数形成明显对冲效果。

2025 年下半年市场环境发生反转，A 股在科技板块带动下整体回暖，市场风险偏好显著抬升。资金风险偏好由保守转向进取，大量资金从低波动、高股息的 REITs 板块止盈流出，转向高弹性权益资产；同时，长端利率阶段性反弹，收窄了 REITs 相对无风险资产的风险溢价，进一步压制板块估值修复空间，最终推动 REITs 指数下半年进入震荡回调走势。

拉长周期来看，REITs 长期稳健收益优势显著，具备持续跑赢权益市场的能力。自 2021 年 9 月指数基期至 2026 年一季度末，中证 REITs 全收益指数累计上涨 1.0%，同期沪深 300 指数累计下跌 8.6%。在 2023 年市场深度调整后，REITs 市场开启持续修复行情，2024—2025 年连续两年稳步抬升，区间累计涨幅达 17.0%。凭借低波动、抗回撤、分红稳定的特征，REITs 已逐步成为公募、保险、银行理财等机构组合中不可或缺的标准配置资产。

基础设施 REITs 市场表现分析

杠杆率



杠杆政策 上限明确

中国内地基础设施公募 REITs 的杠杆率上限为 28.6%（即基金总资产不超过基金净资产的 140%）。



杠杆应用数量 稳步提升

截至 2026 年 3 月 31 日，在已发行上市的 79 支 REITs 中，仅有 16 支使用外部融资杠杆。相较 2025 年一季度末，使用外部融资杠杆的产品数量增加了 4 支，主要集中于消费类基础设施和高速公路业态。



整体杠杆水平 偏低

目前所有加杠杆产品杠杆率均在 20% 以下，虽数量上相较 2025 年一季度末有所增加，但对比日本 46%、新加坡 40% 及中国香港 32% 的全市场平均杠杆率，中国内地市场使用杠杆仍比较谨慎。

不动产权类 REITs 杠杆使用情况

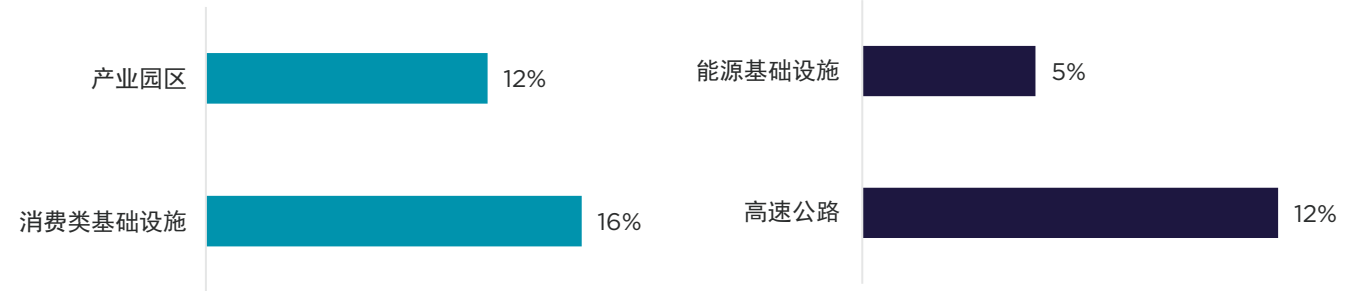
- **业态覆盖范围有限：**不动产权 REITs 中，仅消费基础设施、产业园区两类产品运用外部融资杠杆，其余业态暂未启用外部杠杆，整体运用范围较小。
- **消费基础设施杠杆水平领跑全市场：**消费类 REITs 杠杆运用最为积极，华夏华润商业 REIT、中金印力消费 REIT、华夏凯德商业 REIT 等核心产品杠杆率均突破 15%，位居全市场前列。消费商业类资产运营模式成熟、可通过适度杠杆优化资本结构、增厚底层资产收益、提升持有人回报，是市场主动加杠杆的核心业态。

收费收益权类 REITs 杠杆使用

在收费收益权 REITs 中，高速公路项目的通行费收入受经济周期、区域交通需求及替代交通方式等因素影响，现金流稳定性存在一定不确定性，高杠杆在通行费收入波动时可能放大偿付风险，需持续关注底层车流量表现及区域经济走势。相比之下，能源基础设施项目杠杆使用最为克制，整体杠杆水平在各业态中处于低位。

- **业态覆盖范围同样有限：**收费收益权类 REITs 整体杠杆应用业态覆盖面较窄，仅高速公路、能源基础设施少量产品落地杠杆融资，其余细分业态基本未使用外部杠杆，板块整体杠杆参与度不高。

分业态杠杆率（截至 2026/3/31）



注：杠杆率 = 长期借款 / 总资产。仅统计使用杠杆的 REITs 产品的分业算数平均
数据来源：中国内地各公募 REITs 2025 年年报，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

底层资产运营表现易受宏观经济、区域供需格局影响，租金与资产价格存在波动压力，杠杆工具在提升资金使用效率的同时，可能放大现金流波动与偿付压力，需持续跟踪底层资产运营情况。



分派收益率

C-REITs 分业态分派收益率

本章综合考虑首发预计分派率（统一采用招募说明书披露的第二年分派收益率）及当前平均分派收益率（2025 年年化可供分配金额 / 2026 年 3 月 31 日市值）作为研究对象。

从分派收益率表现来看，各业态首发预期收益受底层资产特征影响存在明显梯度，上市后受二级市场重定价、行业基本面及运营表现影响，整体收益格局发生重塑。

首发分派收益率

截至 2026 年 3 月 31 日，基础设施公募 REITs 市场当前平均分派收益率约为 6.5%。其中，收费收益权 REITs 首发预计分派收益率 9.3%；不动产 REITs 首发预计分派收益率为 5.1%。在首发预计分派中，数据中心为不动产中最高，平均分派收益率达 6.3%，工业厂房、消费基础设施及产业园分派接近，分别为 5.6%，5.5% 及 5.2%。仓储物流由于管理难度更低，市场流动性更好，分派低于工业厂房，为 4.9%。保障性租赁住房依托政策红利，收益稳定，因此分派收益率在所有不动产业态中最低，为 4.3%。

当前分派收益率

截至 2026 年 3 月 31 日，基础设施公募 REITs 市场当前平均分派收益率约为 5.6%。其中，收费收益权 REITs 当前分派率 8.3%，较首发预计分派率下降 1.0 个百分点；不动产 REITs 当前平均分派率为 4.3%，较首发预计分派率下降 0.8%。

数据中心 REITs：呈现高收益 + 高溢价特点，增长潜力凸显。

2025 年 8 月上市的两支数据中心 REITs 表现领跑全市场，当前分派收益率区间为 5.6%-6.9%，显著高于不动产类 4.3% 的平均水平。上市以来二级市场涨幅均突破 50%，形成高收益 + 高溢价的优质资产特征。估值大幅溢价主要源于两大核心逻辑：一是 AI 算力需求持续爆发，IDC 赛道成长确定性强，市场给予成长性估值溢价；二是底层资产区位优势，聚焦一线城市周边城市，租户主要为电信运营商租户。具备租期长、上架率高、现金流稳定、迁移成本极高的核心优势，长期收益确定性充足。

产业园区 REITs 收益率走弱，产品间分化明显。

当前产业园区 REITs 平均分派收益率为 5.0%，较首发预期下降 0.2 个百分点，较去年同期下降 0.7 个百分点，板块整体收益水平持续边际走弱。

消费基础设施 REITs 溢价压低分派收益率。

消费基础设施当前平均分派收益率 4.1%，显著低于发行预期，回落主要受板块整体上市后市值大幅抬升的影响。

仓储物流 REITs：收益基本持平，行业周期压制整体收益。

仓储物流 REITs 当前平均分派收益率 4.5%，同比基本持平，整体收益韧性相对稳健。但行业整体受供需失衡影响较大，资产通用性强、市场供给充足，难以形成定价优势，行业普遍采用“以价换量”运营策略，租金收入增长持续承压。细分标的表现分化，其中汇添富九州通医药物流 REIT 表现亮眼，上市后涨幅约 40%，受二级市场估值抬升影响，当前分派收益率回落至 3.9%。

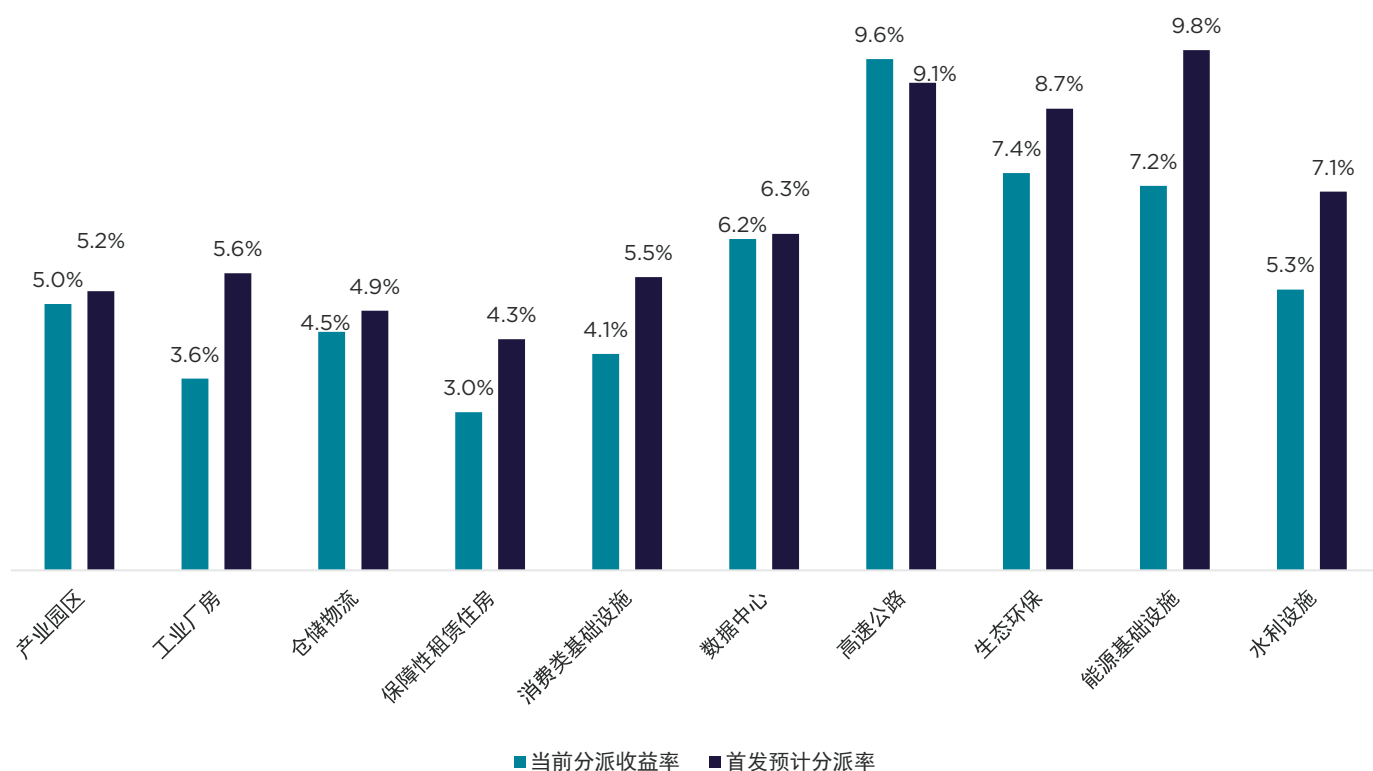
工业厂房 REITs 受扩募影响，分派阶段性回落。

工业厂房 REITs 当前平均分派收益率 3.6%，较首发预期下降 2.0 个百分点，该偏低表现具备明显阶段性特征。目前市场两支工业厂房 REITs 均于 2025 年 11 月完成扩募资产股权交割，年末落地的扩募资产在当年仅剩余较短收益贡献周期，新增资产无法完整释放全年现金流与可供分配利润，短期摊薄了 2025 全年整体分派水平。随着进入 2026 年完整经营年度，新增扩募资产将实现全年稳定现金流贡献，工业厂房 REITs 分派收益率将自然修复，回归至首发预期的合理收益区间。

保障性租赁住房 REITs：整体呈现低收益特征。

保障性租赁住房 REITs 当前平均分派收益率在所有物业类别中仍最低，仅有 3.0%。一方面，该类资产具备较强民生保障属性，租金定价受政策约束，收益增长空间有限；另一方面，板块标的二级市场普遍维持溢价，较高股价水平压低当期分派收益率。

分业态分派收益率（截至 2026/3/31）



注：(1) 首发预计分派率统一采用招募说明书披露的第二年分派收益率

(2) 当前分派收益率 = 2025 年可供分配金额 / 2026 年 3 月 31 日市值

数据来源：Wind, 中国内地各公募 REITs 招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

分派收益率对比 -REITs vs.10 年期政府债券

国债收益率通常作为无风险利率的核心基准，分派收益率与国债收益率的利差，直观反映市场对 REITs 资产的风险补偿水平。

分派收益韧性较强，收益率下行幅度显著小于无风险利率，最终推动板块风险溢价持续抬升，配置价值进一步凸显。

受国债利率下行影响，内地不动产权 REITs 风险溢价较上年显著拓宽，资产配置优势持续提升。截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地不动产权 REITs 平均分派收益率为 4.3%，与 10 年期国债收益率风险利差为 2.5 个百分点，较上一年度显著扩大。2025 年内地持续实施宽松货币政策，市场无风险利率中枢整体下行；而不动产权 REITs 依托底层资产的稳定性，现金流与

从亚洲成熟市场横向对比来看，尽管内地不动产权 REITs 风险溢价有所修复，但整体风险补偿水平仍低于中国香港、新加坡、日本等成熟 REITs 市场，尚存一定提升空间。随着内地 REITs 市场机制持续完善、资产质量稳步升级、投资者结构持续优化。

国家或地区	分派收益率	10 年期政府债券平均利率	利差 / 变动（较 2024）
中国内地不动产权	4.3%	1.8%	2.5%/+70bps
中国香港	6.5%	2.9%	3.1%/-170bps
新加坡	6.0%	2.1%	3.9%/-
日本	5.1%	1.7%	3.4%/-110bps

注：十年期政府债券利率采用 2025/3/31-2026/3/31 的平均值；新加坡、中国内地、中国香港、日本 REITs 分派收益率为 2026/3/31 时点数
数据来源：Bloomberg，Wind，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



投资人结构

战略配售比例分析

根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于基金份额发售数量的 20%。

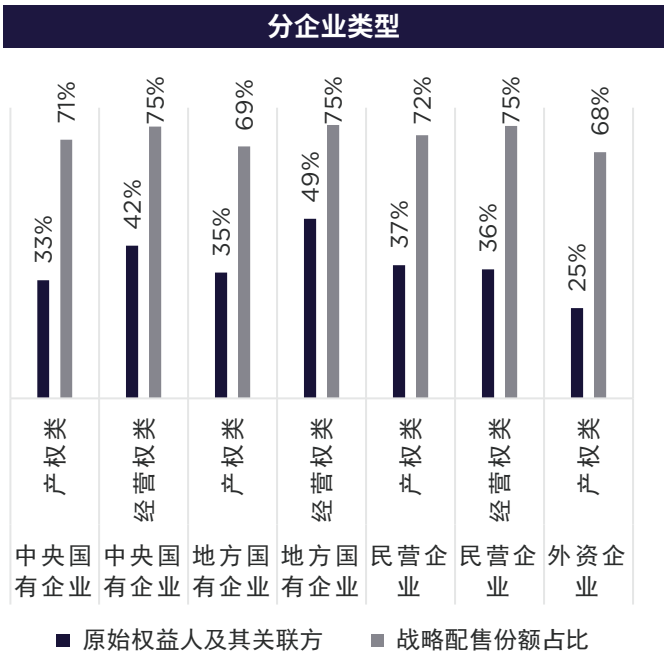
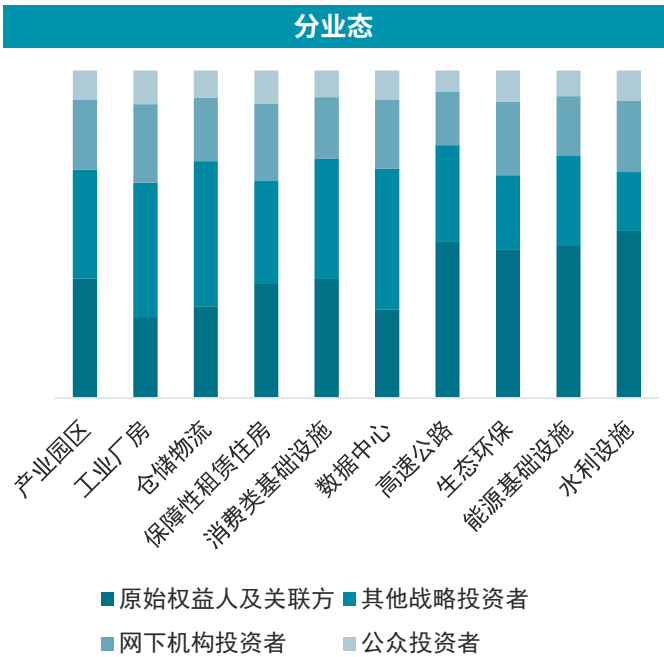
中国内地基础设施公募 REITs 原始权益人自持比例长期显著高于 20% 监管底线。截至 2026 年 3 月 31 日，全市场 79 支 REITs 的原始权益人及其关联方平均持有比例约为 37.8%，为项目运营稳定性提供了有力支撑。

从产品大类来看，两类 REITs 自持结构差异明显。不动产权 REITs 的原始权益人及其关联方平均持有比例约为 33.8%，低于收费收益权类产品 46.5% 的平均自持水平。不同业态分化明显，产业园区、消费类基础设施及保障性租赁住房 REITs 平均原始权益人持股比例相对较高，比例为 35%-36%。工业厂房、

仓储物流与数据中心 REITs 自持比例则相对偏低，在 30% 以下。收费收益权 REITs 原始权益人整体持股规模更高。这类项目营收容易受到外部环境影响，收益波动偏大，加之项目大多由大型国企主导发起，较高的持股比例能够保障经营稳定性，进一步稳定市场投资情绪。

分原始权益人（首发）类型看，外资企业的自持比例仅为 25% 左右，战略配比低于 70%，处于市场相对低位。这与其全球化的资产配置逻辑及流动性管理需求保持一致，外资更倾向于通过证券化工具实现轻资产管理及资金的快速周转。除外资企业外，各类型战略配售比例普遍在 70% 以上，较原始权益人自持比例 30%-40% 的自持份额高出一倍有余，凸显 REITs 资产长期投资属性。

首发投资人持有比例分析



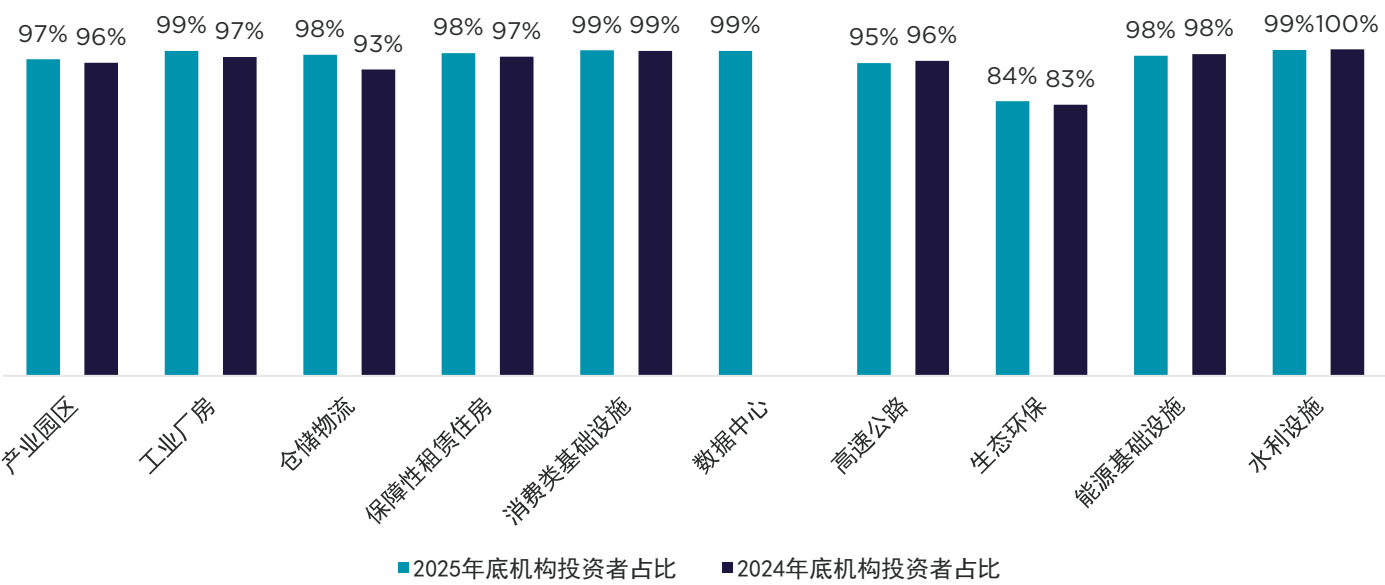
数据来源：Wind，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

机构投资者占比分析

在机构投资人持有比例方面，中国内地公募 REITs 市场中机构投资者持有比例持续攀升。截至 2025 年末，全市场机构投资者平均持有比例约为 97.2%，较 2024 年末的 96.0% 进一步上升约 1.2 个百分点，较 2023 年末的 92.0% 上升了 5.2%。海外成熟 REITs 市场的机构投资者平均持有比例约在 80.0%-90.0%，中国内地公募 REITs 市场机构化程度已位居全球前列，这也对管理人信息披露质量提出了更高要求。

与 2024 年底相比，绝大多数业态的机构投资者占比呈上升趋势。其中，仓储物流 REITs 机构占比提升幅度最大，从 93.4% 上升至 97.9%；消费类基础设施 REITs 和数据中心 REITs 的机构占比均超过 99.0%，为全市场最高水平。机构投资者占比的持续提升反映了保险资金、银行理财等长期资金对 REITs 配置需求的持续增长。

分业态机构投资者占比



数据来源：各公募 REITs 2024-2025 年度报告，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



市场发行动态与展望

截至 2026 年 3 月 31 日，中国内地 REITs 市场已形成坚实的发展基础，除已上市的 79 支产品外，另有大量项目处于申报、审批环节，市场供给端储备充足。储备项目围绕基础设施 REITs 的传统优势赛道展开，涵盖高速公路、能源基础设施、保障性租赁住房等关键领域，这既是对前期基础设施 REIT 市场培育成果的延续，也为市场持续扩容提供了根基。

值得关注的是，随着 2025 年底商业不动产 REITs 政策的推出，C-REITs 市场正从以基础设施为核心的资产范围，向更广泛的不动产领域延伸，商业不动产 REITs 成为推动市场多元化发展的重要组成部分。2025-2026 年，商业不动产 REITs 项目申报呈现显著增长态势，优质商业项目，涵盖购物中心、商业综合体等多元业态，丰富了 REITs 产品的底层资产类型，为市场注入新的增长活力。

03

中国内地商业不动产 REITs 市场

章节导读

2025 年末商业不动产 REITs 全套试点规则正式落地，补齐中国内地基础设施公募 REITs 市场业态短板，推动行业正式迈入基础设施 + 商业不动产双轮驱动的高质量发展新阶段，成为盘活万亿商业存量资产、助力房地产行业向持有运营模式转型的重要抓手。

本章立足 2026 年最新市场现状，分析商业不动产 REITs 的“1+3+N”政策制度框架，对比与传统基础设施 REITs 的核心规则差异，厘清市场化试点的制度创新优势。同时，基于截至 2026 年 6 月末的全市场申报数据，从申报格局、杠杆水平、分派收益、底层资产运营四大维度，深度剖析购物中心、奥特莱斯、办公、酒店四大核心业态的经营韧性与分化特征。最后，对标日、新等海外成熟 REITs 市场，结合当前资本市场扩容趋势、规模扩大，预判内地商业不动产 REITs 规模化、综合化、专业化的长期发展趋势，分析行业当前机遇与潜在风险，为市场投资与产业发展提供参考。

商业不动产 REITs 市场政策体系

商业不动产 REITs “1+3+N” 政策框架

自 2021 年基础设施 REITs 试点落地上市以来，中国内地公募 REITs 市场在盘活存量资产、提升直接融资比重、丰富投资品类供给等方面成效显著，逐步形成了覆盖资产筛选、发行审核、信息披露、合规监管的成熟制度体系，并积累了丰富的市场实践经验。为适配内地扩内需、促消费的宏观战略，REITs 政策体系持续扩容迭代，2023 年政策首次向消费领域延伸，2024 年消费基础设施 REITs 正式落地，底层资产涵盖购物中心、奥特莱斯等传统商业及农贸市场、社区商业等民生类业态。截至 2026 年 3 月末，内地累计上市 12 支消费基础设施 REITs，总发行规模近 303 亿元，实现了 REITs 向消费商业领域的突破，为后续全面放开商业不动产 REITs 试点奠定了坚实的市场与制度基础。

伴随中国内地商业地产存量规模持续扩大、资产盘活需求日益迫切，监管层依托前期试点经验启动市场化制度创新，实现 REITs 底层资产范围的历史性扩容，将写字楼、酒店、商业综合体等商业业态正式纳入公募 REITs 试点范畴。2025 年 11 月 28 日，证监会就商业不动产 REITs 试点规则公开征求意见；**2025 年 12 月 31 日，全套试点政策及配套细则正式落地，构建起成熟完善的“1+3+N”制度框架**，标志着内地 REITs 市场正式告别基础设施单一赛道，进入商业不动产与基础设施双轮驱动的全新发展阶段，也是落实“盘活存量、做优增量”、推动房地产行业去杠杆、向精细化持有运营转型的关键制度突破。

	法规名称	发文单位	发文时间
1 项顶层纲领性公告	《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》（证监会公告〔2025〕21 号）	中国证监会	2025 年 12 月 31 日
3 项核心业务规则 (1 通知 +2 规程)	《关于推动不动产投资信托基金（REITs）市场高质量发展有关工作的通知》（证监发〔2025〕63 号）	中国证监会	2025 年 12 月 31 日
	《公开募集不动产投资信托基金（REITs）尽职调查工作指引（试行）》	中国证券投资基金业协会	2025 年 12 月 31 日
	《公开募集不动产投资信托基金（REITs）运营操作指引（试行）》	中国证券投资基金业协会	2025 年 12 月 31 日
N 项目行业 配套细则	《上海证券交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）业务办法（试行）》及 7 项适用指引（试行）	上海证券交易所	2025 年 12 月 31 日
	《深圳证券交易所公开募集不动产投资信托基金业务办法（试行）》及 7 项适用指引（试行）	深圳证券交易所	2025 年 12 月 31 日
	中国证券登记结算有限责任公司公开募集不动产投资信托基金登记结算业务实施细则（试行）（中国结算发〔2025〕138 号）	中国证券登记结算有限责任公司	2025 年 12 月 31 日
	《公开募集不动产投资信托基金网下投资者管理规则》（中证协发〔2025〕288 号）	中国证券业协会	2025 年 12 月 31 日

商业不动产 REITs 与基础设施 REITs 规则对比

商业不动产 REITs 与基础设施 REITs 的成熟核心架构一致：均采用“公募基金+ABS”双层交易架构，实行公募发行、封闭式运作、交易所上市交易的运作模式；均要求底层资产产权清晰、无重大权利瑕疵、具备独立持续运营能力；统一执行年度可分配收益不低于 90% 的强制分红规则，严禁资金变相用于商品住宅开发。两类产品均以盘活存量资产、提升直接融资比重、服务实体经济为核心目标，在发行估值、信息披露、投资者保护等核心机制上保持一致，共同构筑中国内地公募 REITs 市场的制度根基。

与此同时，两类产品因资产属性、政策定位差异形成显著制度分化：基础设施 REITs 侧重准公共民生属性，核心服务稳增长、补短板战略；商业不动产 REITs 聚焦纯市场化商业资产，盈利与估值深度绑定宏观周期、消费景气度与产业行情，适配市场化资产的运营特征。基于此，二者在审核机制、原始权益人限制、资金使用、资产范围等维度形成差异化规则设计，充分适配不同业态的发展规律，推动 REITs 市场制度体系进一步完善。

发行周期

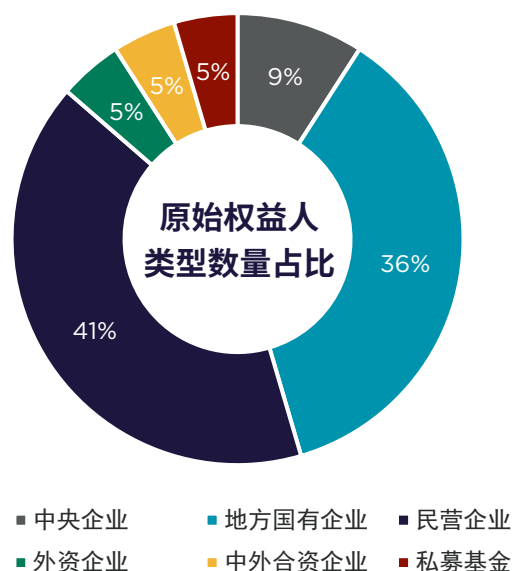
审核机制与政策定位的不同，或使得两类 REITs 在发行效率存在一定差异。基础设施 REITs 实行发改委、证监会双部门联合审核，审核周期在 12-24 个月。商业不动产 REITs 立足市场化改革导向，简化为证监会单一审核机制，聚焦实质

合规审查，提升了审核效率。从 2026 年首批 4 支注册生效产品的实践来看，项目从申报至注册生效的发行筹备周期仅 2.3-2.8 个月，基金发售期 1.3 个月，整体发行周期在 4 个月左右，市场化高效特征凸显。

原始权益人限制

在原始权益人限制方面，基础设施 REITs 严格限制发起人从事商品住宅开发业务，主体准入门槛较高；而商业不动产 REITs 全面放宽主体约束，取消房企开发业务限制，接纳国企、民企、金融机构等各类市场主体，高度适配商业地产多元主体的行业特征。

从 2026 年申报数据来看，市场参与热度极高，22 单申报产品中 41% 的原始权益人为民营企业，市场活力充分释放。同时，保利发展、凯德集团等具备住宅开发资质的房企可直接作为发行主体，无需剥离原有业务，简化项目筹备流程、降低发行成本。



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

底层资产范围

基础设施 REITs 底层资产以交通、能源、保障房及民生类消费设施等公共、民生类资产为主，虽 2025 年版行业清单将超大特大城市甲级写字楼、高星级酒店纳入试点，但仅允许作为配套资产附属并入，且面积占比受限。商业不动产 REITs 实现资产边界的全面扩容，将购物中心、商业综合体、写字楼、酒店、奥特莱斯等主流市场化商业业态列入底层资产，精准匹配内地万亿级商业存量资产的盘活需求。同时，多元化业态组合的放开，有效提升了单支 REIT 发行规模，当前申报项目平均募集规模超 34 亿元，显著高于消费基础设施 REITs 单支 25 亿元的规模，为后续资产扩募、规模扩容提供充足空间。

回收资金用途

资金使用规则充分体现两类产品的属性差异。基础设施 REITs 受公共属性约束，资金管控严格，明确补流比例不超过 15%，所有回收资金需 3 年内全部投入基础设施新建、在建或存量收购项目，强约束保障资金服务实体基建的核心定

位。商业不动产 REITs 则贴合市场化经营需求，大幅放宽资金使用限制，回收资金可用于存量商业资产收购、新增商业项目投资、偿还合规债务、补充运营流动资金，无补流比例上限与强制使用时限，仅禁止购置商品住宅用地，充分赋予原始权益人资金自主调配权，适配商业地产灵活经营、迭代更新的行业特性。

分派收益率要求

商业不动产 REITs 推出后，REITs 产品分派率从固定底线向浮动基准转变。此前基础设施 REITs 曾设 3.8% 最低分派率，商业不动产 REITs 推出后，统一为 10 年期国债收益率上浮 150bp。近年来，受到宽松货币政策的影响，国债利率走低，参考 2026 年 6 月 30 日的十年期国债收益率为 1.73%，即商业不动产 REITs 要求净现金流分派率不低于 3.23%。

商业不动产对于分派收益率的变更，既贴合底层资产现金流更加市场化的特征，也降低了发行门槛、扩大合格资产范围，助力市场扩容。



商业不动产 REITs vs. 基础设施 REITs

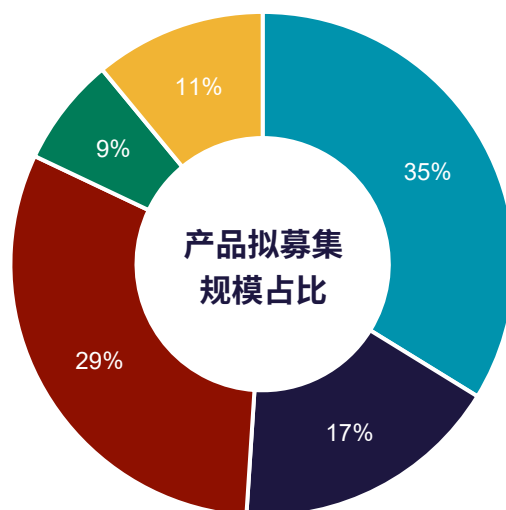
类别	商业不动产 REITs	基础设施 REITs
架构相同	公募基金 + ABS	公募基金 + ABS
政策定位	纯市场化商业资产	准公共 / 民生属性
审核路径	证监会主审：交易所申报→交易所审核→证监会注册	发改委 + 证监会双审：地方及国家发改委推荐→交易所审核→证监会注册
审核周期	审核周期较短	审核周期较长
原始权益人限制	限制宽松：无“不得从事商品住宅开发”限制，放宽了对民营企业与金融机构的准入条件	限制严格：不得从事商品住宅开发业务。
回收资金使用要求	用途：可以用于与主营业务相关的存量资产收购、新增投资，以及偿还债务、补充流动资金等，不得用于购置商品住宅用地。 时限：无时间限制	用途：净回收资金优先用于在建 / 新建 / 存量收购，补流≤15%，强反投；严禁变相用于住宅开发； 时限：2 年内使用率≥75%，3 年内必须用完。
底层资产类型	商业综合体、购物中心、写字楼、酒店、奥特莱斯等纯商业业态。	传统基建（高速、能源、物流、产业园、保障房、数据中心）； 消费基建（购物中心、百货、农贸市场、体育场馆，民生属性）、四星级及以上酒店项目、超大特大城市的超甲级、甲级商务楼宇项目
底层资产范围	未纳入部分资产占单体建筑的面积原则上不得超过 50%	作为配套并入消费基础设施（购物中心 / 商业街区等）： 酒店 + 办公面积合计：原则≤30%，最高≤50%
现金流分派率	≥10 年期国债收益率 +150bps	与商业不动产一致

商业不动产 REITs 申报情况分析

申报概况

商业不动产 REITs 政策落地后市场爆发式增长，呈现申报节奏快、业态全覆盖、扩容势能强的鲜明特征，成为 REITs 市场核心增量赛道。截至 2026 年 6 月 30 日，沪深交易所累计申报商业不动产 REITs 产品 22 支，实现购物中心、商业综合体、酒店、办公、奥特莱斯全业态覆盖。从申报节奏来看，市场呈现集中爆发态势，2026 年一季度单季申报 16 单，占总申报量的 73%；其中 4 支产品于 2026 年 4 月集中获批注册，彰显市场对商业不动产存量盘活的需求。

从产品规模看，行业募资规模可观，综合商业、购物中心为核心主力业态，行业规模化扩容趋势明确。截至 2026 年 6 月 30 日，已申报的 22 支产品预计募集规模达 758 亿元，综合类产品拟募集规模居首，拟募集金额约 264 亿元，占比 35%；其次为购物中心类产品，拟募集金额约 217 亿元，占比 29%；奥特莱斯类产品拟募集规模 132 亿元，占比 18%，排名第三；办公和酒店类产品拟募集规模分别为 80 亿元、65 亿元。已上市的 4 支产品募集中金额达 203 亿元，已超过 2025 年全年消费基础设施 REITs 的总发行规模。



■ 综合 ■ 奥特莱斯 ■ 购物中心 ■ 酒店 ■ 办公

* 注：按照最新招募说明书预计募集规模统计
数据来源：招募说明书，基金生效公告，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

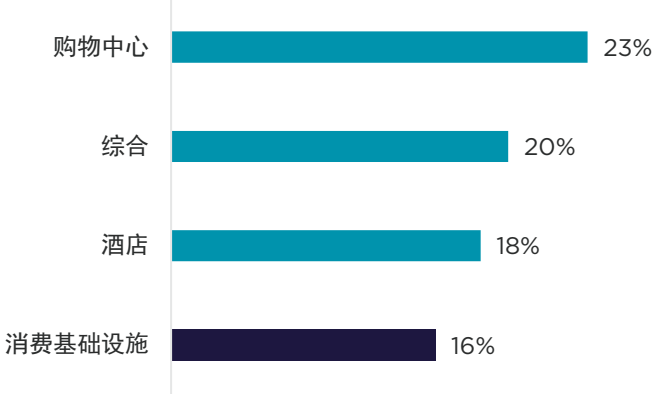
杠杆率

依据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》要求，公募 REITs 基金总资产不得超出基金净资产的 140%，对应杠杆率上限为 28.57%。

商业不动产 REITs 杠杆运用整体审慎合规。截至目前已申报的 22 单商业不动产 REITs 中，仅 5 单设置外部融资杠杆，且实际杠杆率均控制在 25% 以内。已申报项目的杠杆率分布在 18%-25%，从业态特征来看，购物中心类项目在两类产品中运用杠杆更为普遍，商业不动产 REITs 购物中心的杠杆水平区间在 21%-25%，略高于此前消费基础设施 REITs 购物中心的杠杆水平。

商业不动产 REITs 设置适度杠杆具备一定实操优势：对于原始权益人，能够大幅减少项目解押与资金调配带来的自有资金占用，有效压降集团整体负债水平，优化自身财务结构；对于市场投资者，当前底层资产租金分派收益率普遍高于融资利率，叠加借款利息可税前抵扣实现税务优化，能够有效提升基金分红水平。

分业态杠杆率



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



分派收益率

根据沪深交易所公开募集不动产投资信托基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）：“不动产项目主要依托租赁收入的，预计未来2年每年净现金流分派率原则上不低于评估基准日10年期国债收益率上浮150个基点”。参考2026年6月30日的十年期国债收益率为1.73%，即商业不动产 REITs 要求净现金流分派率不低于 3.23%。

经统计，已反馈及已封卷的 11 支产品预计首年平均分派率为 4.9%，此水平已显著低于消费基础设施平均首发预计分派率 5.5%。同比 2026 年 3 月末消费基础设施平均分派收益率 4.1%，目前商业不动产的分派收益率对投资人仍具有吸引力。

分业态首发预计分派：奥特莱斯、购物中心收益表现领跑，酒店分派最低

按不同业态分类来看，奥特莱斯类产品平均分派收益率最高为 5.2%，宏观经济发展的新变化使得零售市场受到不同程度的影响，而奥特莱斯业态凭借着独特的运营模式，在消费降级的背景下具备较强的抗周期属性，展现出优异的现金流能力。申报产品中的奥特莱斯项目运营收入历史三年复合增长率分别在 8.0%-10.0%。购物中心类产品的平均预计分派率为 5.1%，此水平略低于已上市的消费基础设施 REITs（除奥莱、社区商业、农贸市场业态以外）首发预计的平均分派率 5.3%，但显著高于目前消费基础设施 REITs 平均分派收益率 4.1%，利差对于投资人来说具有吸引力。

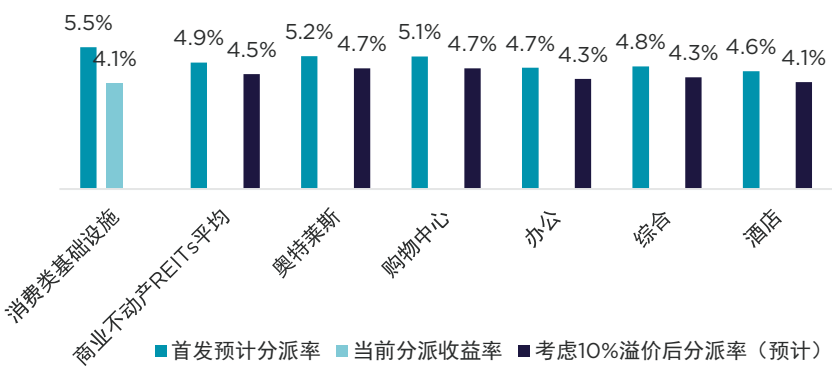
办公 REITs 的平均预计分派率为 4.7%，略低于购物中心，从运营难度和风险补偿角度来看，办公业态低于购物中心业态；综合类产品的底层资产具有区域分散的特点，可以有效降低因城市和区域供需波动的影响，另外相较于单一业态的产品，底层资产业态的多元化能对冲单一行业下行风险；酒店类产品目前预计分派收益率为 4.6%，分派率水平较低的主要受改造影响。酒店类产品的预期分派率应该趋同于购物中心。

首发预计分派（考虑发行溢价）

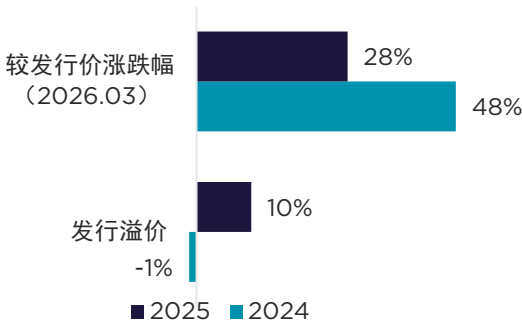
发行时点对消费基础设施 REITs 产品发行折溢价幅度存在显著影响，不同阶段市场基本面、资金情绪与资产预期的差异，拉开了定价差距。2024 年新发消费基础设施 REITs 整体小幅折价发行，折价幅度约 1%；2025 年上市的同类型产品则普遍溢价发行，平均发行溢价率达 10%。从二级市场后续走势对比来看，截至 2026 年 3 月末，2024 年折价、平价发行的消费基础设施 REITs，相对发行价平均涨幅达 48%；2025 年溢价上市的产品，相较发行价平均涨幅为 28%。

结合当前商业不动产项目预期分派水平测算，按照 10% 的发行溢价，对应产品分派收益率约 4.5%，不同业态分派收益率区间维持在 4.1%-4.7%，高于 2026 年 3 月底消费基础设施 4.1% 的二级市场分派收益率。

分业态分派收益率对比



消费基础设施发行溢价及涨跌幅

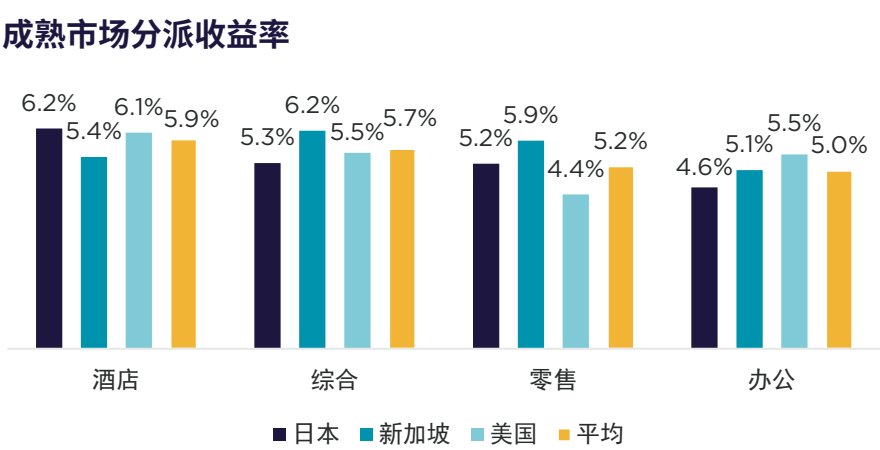


注：(1) 预计分派率统一采用招募说明书披露的第一年分派收益率
(2) 中信建投首农食品集团封闭式商业不动产证券投资基金采用招募说明书披露的第二年分派收益率
数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

成熟市场分派收益率

对比日本、新加坡及美国等成熟 REITs 市场商业不动产的分派收益率，各个业态之间存在明显梯度，从高到低分别为酒店、综合、购物中心及办公。

总体来看，酒店分派收益率最高，三地分派收益率在 5.4% 至 6.2% 之间；办公分派收益率最低，平均分派收益率在 4.6%-5.5% 之间。



首批商业 REITs 发行及二级市场表现

	汇添富上海地产 商业 REIT	中信建投首农 商业 REIT	国泰海通砂之船 商业 REIT	中金唯品会 商业 REIT
代码	508600	508601	508602	508603
网下认购倍数	38.55	80.16	103.82	68.03
较申报募集金额增幅	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
首年分派率（申报）	4.8%	5.6%	5.5%	4.8%
首年分派率（定价）	4.5%	5.1%	5.0%	4.4%
较发行价涨跌幅	-9.9%	2.5%	16.5%	1.8%

注：(1) 中信建投首农食品集团封闭式商业不动产证券投资基金首年净现金流分派金额包含期初现金及关联资金收回等一次性因素影响，所以首年净现金流分派并非基金存续期内稳定期的净现金流分派率水平。基金稳定期净现金流分派率水平采用 2027 年可供分配金额计算

	华夏保利 商业 REIT	华安陆家嘴 商业 REIT	华安锦江 商业 REIT	创金合信北京国资 商业 REIT
代码	508605	508607	508609	181001
网下认购倍数	1.00	1.27	2.31	1.38
较申报募集金额增幅	-10.0%	0.7%	10.0%	9.9%
首年分派率（申报）	5.4%	4.3%	4.6%	4.6%
首年分派率（定价）	6.0%	4.3%	4.1%	4.2%

2026 年 5 月，首批 4 支商业不动产 REITs 募集规模约 203 亿元，发行溢价率 6%-10%。考虑发行溢价后，首年分派率在 4.4%-5.1% 之间。2026 年 6 月，4 支商业不动产 REITs 在一级市场完成询价，4 支产品合计募集规模约 92 亿元，发行溢价率在 -10%-10%。考虑发行溢价后，首年分派率在 4.1%-6.0% 之间。

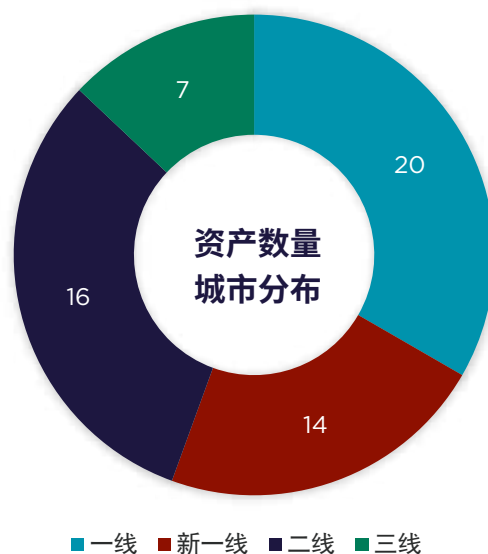
截至 2026 年 6 月底，首批上市的商业不动产较首发的涨跌幅呈现分化。其中底层资产为奥特莱斯 REITs 产品表现较好。

底层资产概况

城市能级分布

申报商业不动产 REITs 的底层资产呈现城市能级分散的特征，整体资产质量较为优质。

截止 2026 年 6 月 30 日，商业不动产 REITs 申报的 22 支产品中共计持有 57 处底层资产。按城市能级划分，底层资产主要分布在一线和二线城市，其中一线城市共分布有 20 处资产，二线城市共分布有 16 处资产，新一线城市和三线城市分别有 14 处和 7 处资产。



城市能级：参考《第一财经新一线城市魅力排行榜》分类；
数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



分业态表现

本期报告重点分析影响商业不动产 REITs 底层资产经营收入的三个核心指标：出租率、租金单价及净收益率。通过整理已申报商业不动产 REITs 底层资产 2023-2025 连续三年的经营数据，结合其资产分布、运营特点及市场变化，综合分析商业不动产各业态的经营表现。



奥特莱斯：高稳运营、抗周期优势突出

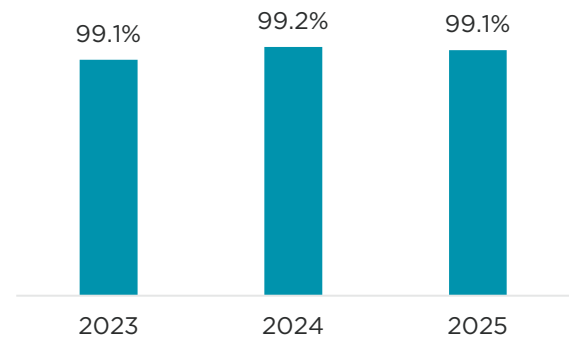
奥特莱斯是商业不动产 REITs 中抗周期、高成长的优质业态，依托品牌与客流壁垒，不断释放增长潜力。截止 2026 年 6 月 30 日，已申报的 REITs 中共有 3 处奥特莱斯底层资产，在新一线和二线城市均有分布。其中，国泰海通砂之船 REIT 为单一资产型 REITs 产品，其底层资产位于西安市，而中金唯品会 REIT 底层资产组合分别位于二线城市哈尔滨和新一线城市郑州。

运营表现方面，2023 年至 2025 年间，奥特莱斯类资产的平均出租率连续三年稳定在 99% 以上的高位，显著优于同期面临招商调整压力的部分传统商业项目，充分印证了该业态较强的招租能力与运营韧性。这种“近乎满租”的状态，得益于品牌折扣零售的消费偏好、成熟运营商的资源整合能力以及强大的区域辐射力，为现金流的稳定性构筑了坚实防线。

与此同时，资产收益同步提升，平均租金单价由 2023 年的 258 元 / 平方米 / 月攀升至 2025 年的 305 元 / 平方米 / 月，且增速明显加快，由 2024 年的同比增长 5.0% 扩大至 2025 年的 12.7%。这一增长轨迹不仅源于高出租率赋予的业主议价权，更反映出奥特莱斯业态在居民消费降级与理性回归趋势下的独特适应性，使其能在零售市场分化的背景下依然保持强劲的内生增长势能。

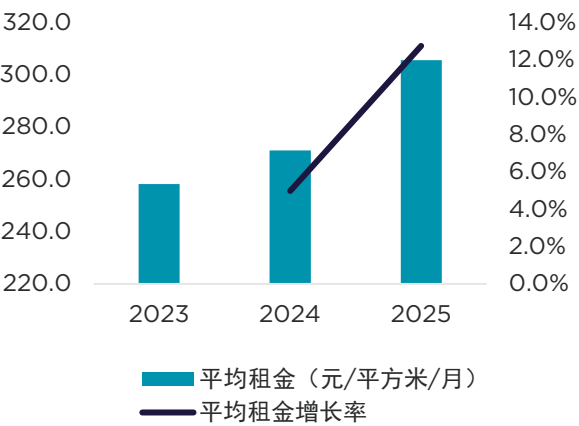
从净收益率 (NOI Margin) 表现来看，2023 年至 2025 年奥特莱斯类资产扣除资本性支出后的 NOI Margin 整体维持在 74%-76% 的较高水平。较高且稳定的收益率表明奥特莱斯类资产具备良好的收入转化能力，能够将较高比例的经营收入沉淀为净经营收益，为 REITs 产品提供相对稳健的分派基础。

奥特莱斯年均出租率 (2023-2025)



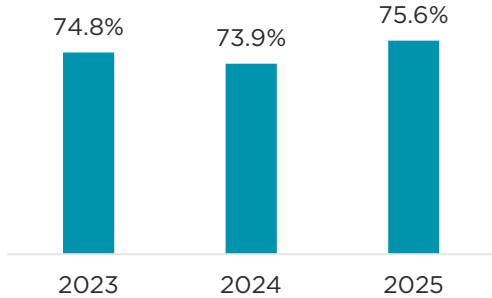
数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

奥特莱斯平均租金及增长率 (2023-2025)



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

奥特莱斯 NOI Margin (2023-2025)



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



购物中心： 出租率稳健，整体经营韧性充足

本文所指购物中心包含独立购物中心、社区商业以及商业综合体中的购物中心业态。

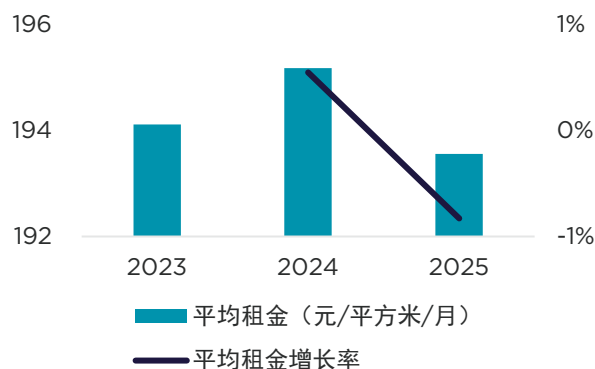
截至 2026 年 6 月 30 日，已申报商业不动产 REITs 中涉及购物中心资产共 19 处，广泛分布于在一线、新一线、二线和三线城市，呈现下沉市场布局的特点。依托于区域实体消费基本盘，一线项目凭借稀缺区位获取稳健现金流、新一线城市及二线城市项目依托人口与消费增长兼具稳定性和成长性、优质三线城市项目依托区域垄断属性实现较高分派收益，各类资产现金流均能匹配不同投资人的风险收益需求。

从运营情况来看，购物中心业态出租率稳健，租金虽小幅承压，但整体经营韧性充足。从出租率上，购物中心类资产历史三年平均出租率均保持在 95% 以上，反映出该类资产在消费市场恢复节奏分化的背景下仍维持了较强的招商稳定性。租金收益层面，行业整体复苏分化、竞争加剧，租金呈现先微增后小幅回落的态势，2024 年租金同比小幅增长 0.5%，2025 年受商户经营承压、项目以价换量策略影响，租金小幅回落 0.8%，租金增长弹性短期受限。

从现金流与运营效率来看，稳定的出租与逐步修复的回款能力保障项目稳健运营。依托高位稳定的有效出租率，购物中心现金流质量持续优化，2023-2025 年租金收缴率依次为 98.1%、99.4%、99.8%，逐年攀升趋近满额，租户支付能力持续修复，资产经营风险下降。运营效率层面，NOI Margin 长期稳定在 62%-64% 的合理区间，运营转化能力平稳可控。整体而言，购物中心凭借扎实的有效出租基底，抵消了租金短期承压的负面影响，整体经营稳健性突出，是支撑商业 REITs 市场稳定发展的核心业态。

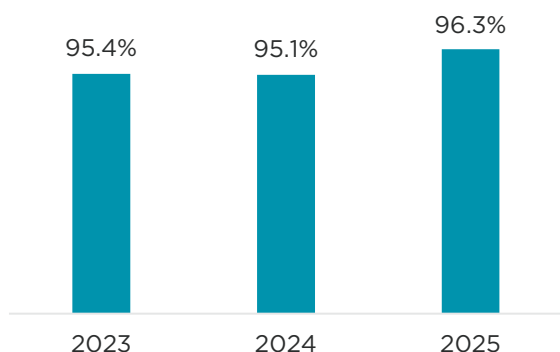


购物中心平均租金及增长率(2023-2025)



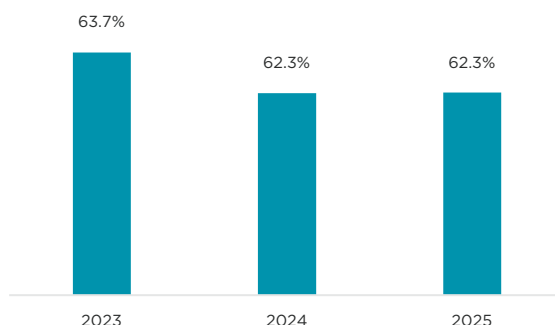
数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

购物中心年均出租率(2023-2025)



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

购物中心 NOI Margin(2023-2025)



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



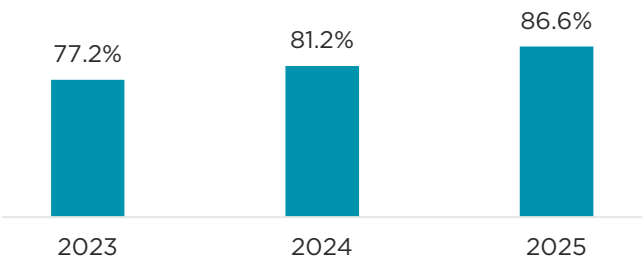
办公： 出租率持续修复，租金短期承压

截至 2026 年 6 月 30 日，已申报商业不动产 REITs 中涉及办公资产共 10 处，其中 8 处位于一线城市，2 处分布于新一线城市，反映出办公资产对城市基本面和产业承载能力具有更高要求，其现金流稳定性更直接取决于城市产业能级、企业集聚程度及商务办公需求。

从出租率层面来看，核心城市优质办公资产修复态势明确，2023-2025 年平均出租率从 77.2% 持续提升至 86.6%，两年累计提升 9.4 个百分点，空置面积持续有效去化，企业租赁需求稳步回暖，运营能力持续改善。租金收益层面，市场存量供应过剩、行业竞争加剧，项目普遍通过租金让利、灵活租赁条款吸引租户，租金下行压力持续加大，历史三年平均租金依次为 182 元 / m² / 月、180 元 / m² / 月、169 元 / m² / 月，2024 年、2025 年租金降幅分别为 1.1%、6.1%，租金收益持续收缩。

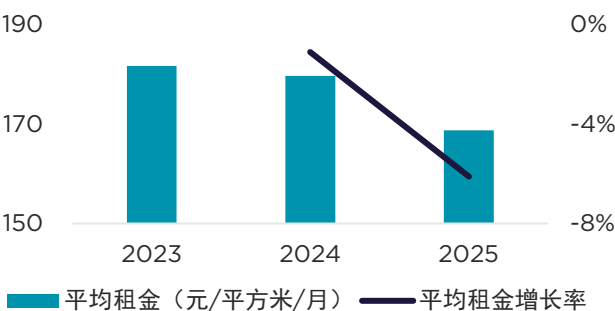
运营效率层面，NOI Margin 呈现波动态势，2025 年随出租率大幅提升、空置摊销成本下降，NOI Margin 回升至 74.4%，运营效率显著改善。整体来看，办公业态核心拐点已现，有效出租能力持续向好，短期租金下行属于行业周期调整，长期依托产业升级支撑，租金与估值具备充足修复空间。

办公资产年均出租率(2023-2025)



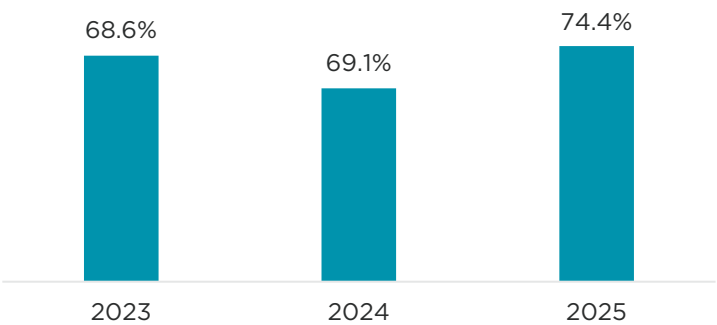
数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

办公资产平均租金及增长率(2023-2025)



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

办公资产 NOI Margin (2023-2025)



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



酒店资产： 经营弹性较强，短期供需承压

本文所指酒店资产，包含传统酒店、服务式公寓，以及以住宿、度假、商旅和配套消费为主要收入来源的度假酒店商业综合体。与购物中心、办公等租赁型资产不同，酒店及住宿类资产的现金流更多取决于入住率、平均房价、每间可售房收入等经营性指标，收入波动性相对更高，但在需求修复阶段也具备更强的经营弹性。

截止 2026 年 6 月 30 日，已申报商业不动产 REITs 中涵盖 30 处酒店及服务式公寓资产，在一线、新一线、二线和三线城市均有分布。相较于办公资产和购物中心，酒店及住宿类资产的需求来源更加多元，既包括一线及新一线城市的商务出行、会展活动需求，也包括二线及三线城市的文旅度假、区域商旅和休闲消费需求。因此，该类资产在城市能级上的分布更为广泛，体现出酒店住宿业态较强的场景适应性和区域覆盖能力。比如华安锦江封闭式商业 REIT 的底层资产包含了位于 18 个城市的 21 处酒店。

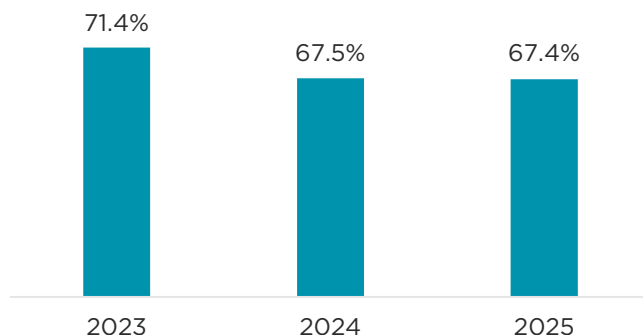
从经营数据来看，2023-2025 年平均入住率分别为 71.4%、67.5%、67.4%，2024 年客流回落后面临阶段性企稳，整体处于供需再平衡阶段。每间可售房收入（RevPAR）持续下行，历史三年数据依次为 333 元、305 元、293 元，两年降幅分别为 8.3%、4.1%，降幅逐步收窄，主要源于酒店行业新增供给持续释放，价格竞争加剧，行业通过降价保入住，导致单房收益承压。

在当前酒店市场供给恢复、价格竞争加剧以及部分商旅需求尚未完全修复的背景下，部分项目可能通过更灵活的价格策略维持入住率水平，从而对 RevPAR 形成一定压力。相较于租赁型资产，酒店资产的收入表现更直接受到终端消费需求和市场定价能力影响，因此经营弹性和波动性相对更强。

酒店 NOI Margin 在 28%-31% 区间企稳。有限服务酒店凭借轻量化运营模式，成本管控优势显著，收益率优于全服务酒店。

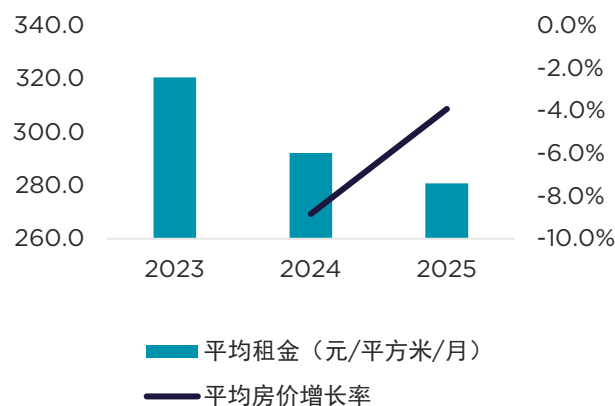
整体而言，酒店资产具备强周期、高弹性特征，短期受行业供给过剩、客流修复不均影响经营承压，但长期受益于内地商旅需求及文旅消费复苏、会展经济回暖，经营修复空间充足，是未来 REITs 市场重要的配置标的。

酒店年均入住率(2023-2025)



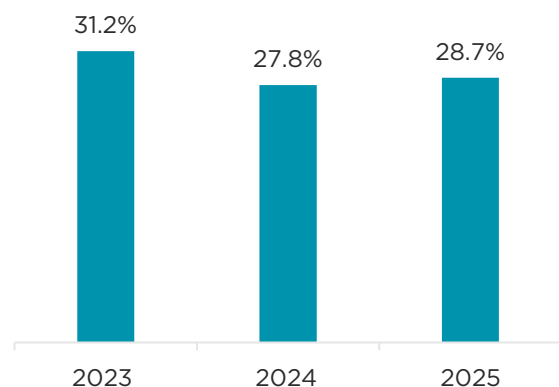
数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

酒店 RevPAR 及增长率(2023-2025)



数据来源：招募说明书，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

酒店 NOI Margin (2023-2025)



数据来源：招募说明书，剔除 NOI Margin 为负的数据；戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

商业不动产 REITs 发展前景

经过五年的探索与发展，C-REITs 市场已成为亚洲市值第三大市场，中国内地 REITs 的发展前景广阔。从 2021 年基础设施 REITs 首次上市到 2024 年消费基础设施落地，再到如今商业不动产 REITs 的上市，物业类型从基础设施到商业地产全品类覆盖，极大程度提高了存量市场的流动性，也呈现了以下发展特点：



市场规模持续扩容 存量盘活空间广阔

中国内地商业不动产 REITs 单体规模偏小、规模化程度不足，但存量资产储备充足，首发及扩募将同时驱动行业持续高速扩容。

当前 C-REITs 市场呈现产品数量多、产品规模小的特征，虽产品数量位居亚洲首位，但整体市值占比仅为 11.0%，仅为 J-REITs 的 30%、S-REITs 的 40%；单支产品平均规模约 4 亿美元，远低于日本 17 亿美元、新加坡 20 亿美元的均值。

从扩容潜力来看，内地商业地产存量规模庞大，华润、凯德、印力等头部房企及资管机构储备了大量优质成熟商业资产，未来市场规模有望持续突破。截至 2026 年 5 月，仅半年时间商业不动产 REITs 申报规模已近 700 亿元，随着试点持续推进，年度发行规模有望迈入千亿量级，成为资本市场盘活存量资产的核心赛道。



产品结构持续优化 多元化业态将成主流

产品综合化、业态多元化是行业长期升级方向，多业态组合可有效平滑周期风险、提升整体经营稳定性。

当前已申报的 20 支商业不动产 REITs 中综合类产品共 6 单，占比显著低于 J-REITs 47% 的综合类产品比例，未来优化空间充足。横向看，综合类占比提升，往往伴随着产品层面的合并。参考新加坡丰树、凯德及日本 REITs 市场的成熟经验，REITs 行业普遍呈现“合并整合、多元布局”的发展趋势，同一主体多品类 REITs 合并、跨主体资源整合成为行业常态，能够有效做大单支产品规模、分散单一业态周期风险。未来中国内地商业 REITs 将逐步向综合化、多元化迭代，通过多业态组合优化资产结构，提升整体收益稳定性与抗风险能力。



运营主体格局： 国内公募 REITs 运营体系将走向多元协作

美国 REITs 历经数十年发展，以公司型架构、市场化专业运营为核心特征，行业规模化程度高，诞生大批独立专业化资产管理主体，具备资产改造、招商运维、资产并购扩募全链条专业能力，依靠市场化考核绑定投资人收益，形成专业化驱动的行业生态。

目前公募 REITs 依托“公募基金+ABS”双层架构落地，现阶段以原始权益人主导实际运营为主要特征，原始权益人所关联的运营管理机构，凭借对底层项目运维细节、行业资源的深度把控，承接项目日常运营工作；基金管理人侧重合规、信息披露与投后监督，专业化第三方运营机构尚未形成成熟产业，资产运营高度依托产业方资源禀赋，这一模式适配内地存量资产盘活的现实需求，但也使得 REITs 运营表现与原始权益人经营能力深度绑定。中长期看，伴随第三方运营机构成长与基金管理人不动产投管能力提升，内地 REIT 将逐步走向原始权益人、公募基金管理人、市场化运营机构多元协作的运营体系。



金融衍生品发展 推动多层次金融体系建设

2026 年我国公募 REITs 在指数化产品领域取得重要突破，首批场外 REITs 指数基金完成申报，标志行业衍生品布局正式起步。美国 REITs 历经六十余年发展，已构建起覆盖指数 ETF、场内期权期货、场外利率及权益衍生品的完整衍生品体系，金融体系完整、广泛应用于资产并购、存量处置与负债风控，成为市场化资管与资本运作的核心工具。

在亚洲市场，新加坡交易所（SGX）的 REITETF 生态也已趋于成熟，以 Lion-PhillipS-REITETF、CSOPiEdgeS-REIT-Leaders ETF 为代表的产品，通过更低的交易成本、专业化管理和分散配置，为投资者提供了高效的不动产金融产品配置工具，也为 REITs 的流动性与市场化运作提供了重要支撑。2026 年中国内地公募 REITs 指数化产品实现突破，首批场外 REITs 指数基金完成申报，但场内 REITs ETF、个股期权、指数期货及各类场外定制衍生品仍有待开发。

展望未来，C-REITs 搭配逐步丰富的金融衍生品工具，能够完善风险对冲机制、提升二级市场流动性。

总结

2026 年是中国内地商业不动产 REITs 的元年，政策制度完善、市场热度高涨、底层资产优质，行业迈入高质量扩容新阶段。短期来看，高效的审核流程、灵活的资产使用规模、合理的收益分派机制将持续释放政策红利，推动优质存量资产加速上市；中长期来看，规模扩容、结构优化、主体多元、运营升级将成为行业核心发展趋势。虽各业态存在周期性经营分化、市场供需波动等风险，但依托内地庞大的商业存量资产、持续完善的制度体系和专业化的资管升级，内地商业不动产 REITs 市场发展的潜力巨大，成为盘活存量资产、服务实体经济、丰富资本市场配置的核心力量。

04

全球主要城市 写字楼市场

章节导读

在全球商业地产版图中，写字楼市场的脉动是感知经济活力、产业变迁与城市竞争力的温度计。本章聚焦全球写字楼市场，将研究对象划分为欧美传统核心、亚太成熟市场及亚太新兴市场三大梯队，深入剖析纽约曼哈顿、伦敦、洛杉矶、东京、新加坡、悉尼及香港这七大成熟市场，并与北京、上海、广州、深圳这组亚太新兴增长极进行深度对标。在全球经济格局深度调整、产业结构加速转型升级的大背景下，不同层级城市写字楼市场将进一步呈现差异化发展态势，需求结构、产品标准与运营逻辑也将随之迎来全新变革。



城市	存量 (百万平方米)	租金 (元 / 月 / 平方米)	空置率	租户特征
纽约曼哈顿	38.8	521.5	21.1%	金融业
伦敦	27.7	999.4	5.6%	金融业、专业服务
洛杉矶	19.7	292.8	23.4%	保险业、娱乐业、金融业
东京中央五区	10.1	542.2	0.5%	TMT、制造业
新加坡	3.1	658.7	4.4%	金融与保险、信息与通信、专业服务
悉尼 CBD	3.6	413.8	14.1%	专业服务
香港	6.9	420.9	20.3%	金融业、专业服务
北京	13.7	205.6	15.9%	TMT、专业服务、金融业
上海	17.9	201.4	23.4%	专业服务、金融业、TMT
广州	7.1	116.3	20.7%	金融业、消费品制造、文化娱乐
深圳	9.1	149.4	29.4%	TMT、出口贸易、物流及供应链管理

全球主要城市甲级写字楼市场概况

主要城市经济情况

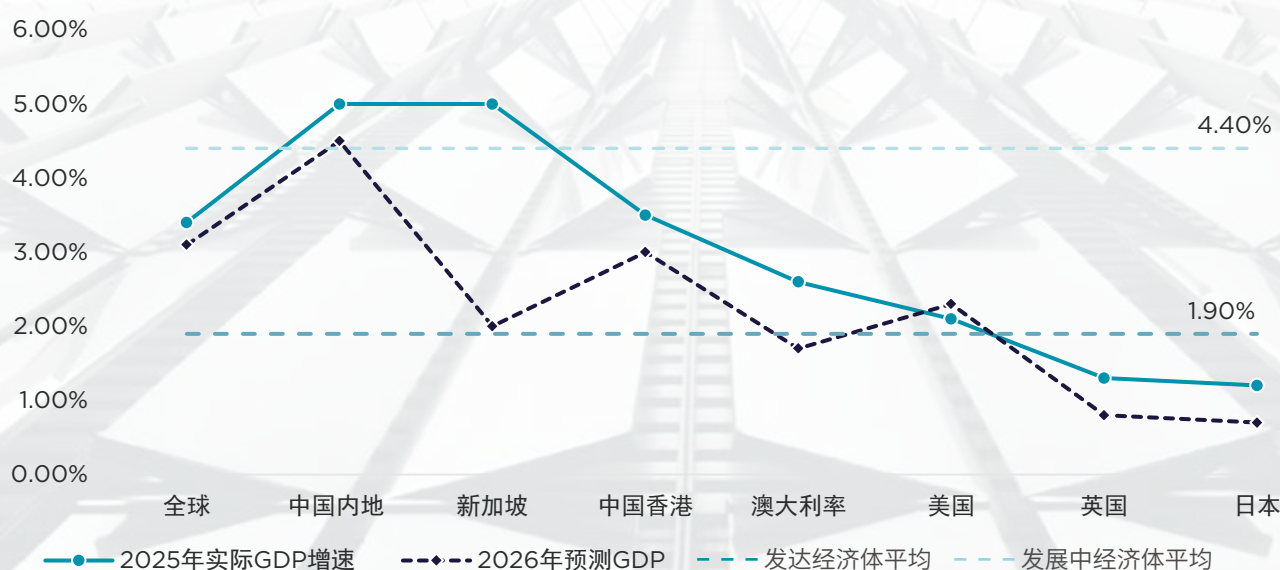
基于 IMF 最新数据，2025 年全球经济实现 3.4% 的温和增长，略好于市场年初预期，但 2026 年预测增速将小幅回落至 3.1%。不同国家增长动能的差异，将进一步传导至商业地产、跨境资本流动与 REITs 市场的表现。

新兴市场成为全球增长核心引擎，2025 年发展中经济体平均增速达 4.4%，领先发达经济体 2.5 个百分点。其中，中国内地与新加坡以 5.0% 的增速并列领跑主要经济体：中国内需复苏与产业升级持续发力，支撑了核心城市商务写字楼与产业地产需求；新加坡依托东南亚经济活力与金融枢纽地位，实现了超预期增长。中国香港经济表现稳健，2025 年增速达 3.5%，旅游业与金融业复苏带动核心商圈零售与写字楼市场企稳。

美国经济韧性较好，软着陆格局确立。2025 年美国 GDP 增长 2.1%，显著高于发达经济体 1.9% 的平均水平，且 2026 年预测增速逆势微升至 2.3%。通胀持续回落与就业市场稳健，使得美联储得以开启降息周期，既缓解了企业融资压力，也支撑了商业地产大宗交易活跃度的回升，成为 2026 年全球少数经济增速上行的发达经济体。

欧日经济增长乏力。英国、日本 2025 年增速分别仅为 1.3%、1.2%，2026 年预测进一步下滑至 0.8%、0.7%，显著低于全球平均水平。欧洲受制于高利率后遗症与能源结构转型成本，内需持续疲软；日本则在利率正常化进程中面临消费与投资动能不足的挑战，但其核心写字楼市场因供应极度稀缺，仍走出了与宏观经济弱相关的独立行情。

全球及主要城市经济增长水平



数据来源：IMF、MTI, 北京估价及顾问服务部整理

主要城市甲级写字楼存量

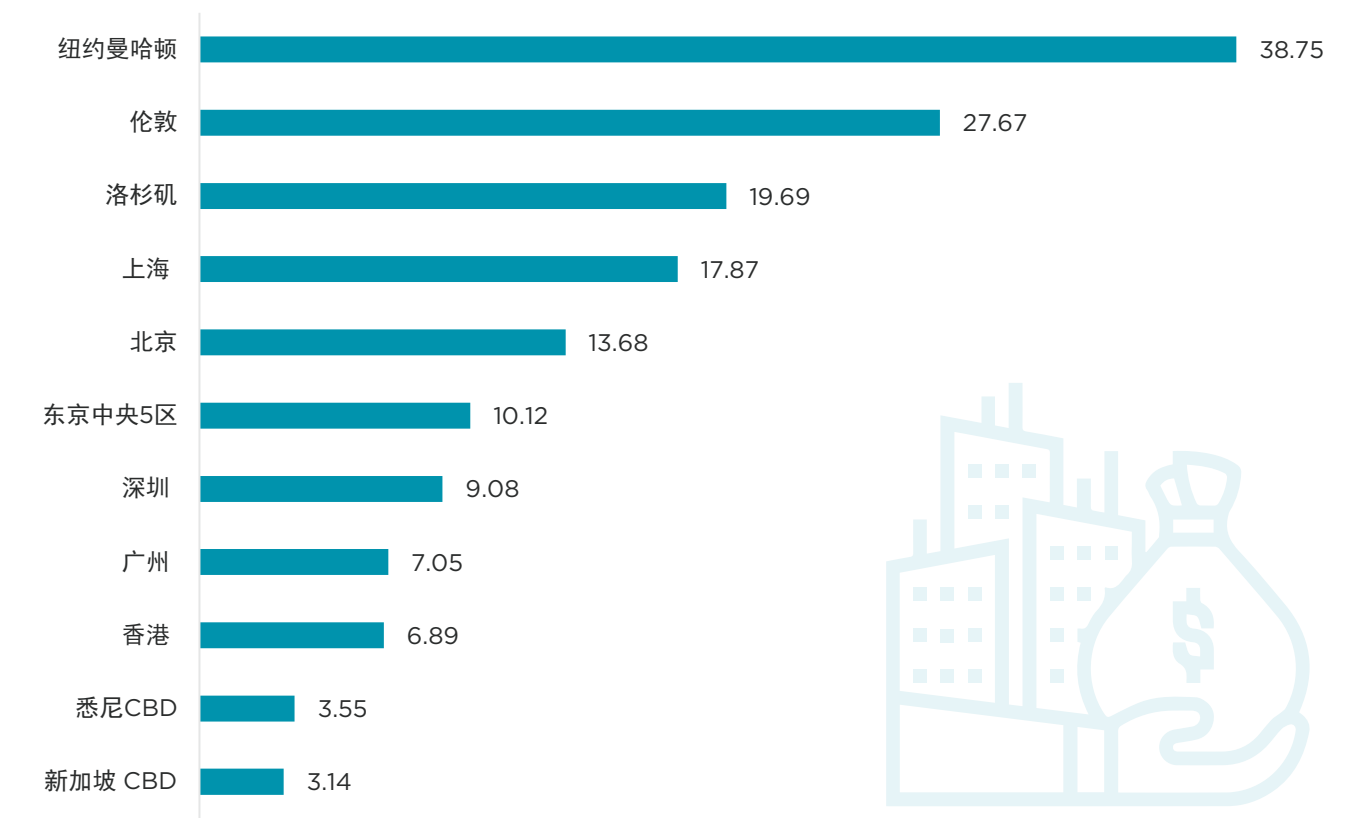
写字楼存量作为商业地产的核心指标，其分布格局反映了全球不同区域商务经济发展水平、产业集聚能力及城市功能定位。截至2025 年末，全球写字楼存量区域分化，传统欧美金融中心与亚太新兴市场在规模和增长阶段上形成鲜明对比。

整体而言，传统全球金融中心的存量规模显著领先，亚太新兴市场的甲级写字楼存量也已形成可观的商务集群。

放眼全球成熟写字楼市场，城市核心商务区与非核心片区市场格局分化加剧，核心区域新增优质写字楼物业持续收紧，存量楼宇普遍面临建筑设施老化、硬件标准滞后等问题，与市场日益增长的高品质、智能化、绿色化办公需求形成明显供需错配，未来写字楼物业供给增量将更多依托存量老旧楼宇更新改造、功能升级与业态焕新实现。

在亚太新兴市场，整体写字楼物业供给体量相对充裕，其中北京、上海写字楼市场正加速由高速增量开发阶段全面迈入存量运营阶段，广州、深圳依旧仍处于增量拓展发展周期。

全球主要城市甲级写字楼存量（2025 Q4）（百万平方米）



注：纽约曼哈顿、洛杉矶存量为全市 all class 水平数据
数据来源：戴德梁行研究部，北京估价及顾问服务部整理



欧美成熟市场： 存量稳固，新增供给收紧

从全球头部城市供给格局来看，欧美传统核心梯队存量优势依然突出。截至 2025 年末，纽约曼哈顿写字楼存量达 3,875 万平方米，完善的金融服务体系及跨国企业总部集聚效应，使得办公空间规模在所列城市中处于绝对领先地位。

紧随纽约曼哈顿之后的是伦敦，作为欧洲核心商务枢纽，写字楼存量规模稳居全球前列，约为 2,767

万平方米，凸显了传统全球金融中心极高的产业集聚度与商务资源集中度。

洛杉矶作为美国写字楼存量市场前五大城市之一，以娱乐、科技及医疗产业为支柱。截至 2025 年末存量约为 1,969 万平方米，较 2023 年小幅下降。这主要源于新增供应交付放缓，以及部分老旧项目拆除或改造为其他用途（如住宅、酒店）。



亚太成熟市场： 核心资产稀缺性凸显，供应结构分化

作为亚太成熟市场的代表，悉尼、东京、新加坡与香港呈现出核心资产稀缺与供应结构分化的特征。截至 2025 年末，悉尼 CBD 写字楼总存量达约 537 万平方米，其中甲级和超甲级写字楼存量合计约 355 万平方米，占据市场总量的三分之二，短期内新增供应亦全部集中于甲级标准，供应结构向高质量资产集中。

东京中心五区的市场表现同样印证了核心资产的稀缺性，截至 2025 年末，甲级写字楼总存量已突破 1,000 万平方米，未来一年内的新增供应极为有限，预计仅为 49 万平方米，结合当前仅 0.5% 的历史性低空置率，新增供应无法匹配市场需求，核心区甲级写字楼市场进入卖方市场。

新加坡作为东南亚核心金融与商务枢纽，写字楼市场以 CBD 甲级物业为核心支撑，需求主要来自跨国企业总部、金融保险、科技及专业服务机构。截

至 2025 年末，CBD 核心区甲级写字楼存量约 314 万平方米，供应端呈现持续收紧、核心区稀缺性加剧的特征，2025 年新加坡 CBD 甲级写字楼新增供应仅 6 万平方米，较 2024 年的 12 万平方米大幅腰斩，展望 2026—2027 年，新增供应将进一步收缩，远低于历史年均净吸纳，核心区优质写字楼进入供不应求周期。

截至 2025 年末，香港甲级写字楼总存量达约 689 万平方米，其中，由中区、尖沙咀及铜锣湾组成的传统核心区存量约为 360 万平方米，而以九龙东、港岛东及港岛南为代表的非核心区经过多年建设，存量已攀升至约 329 万平方米，与核心区基本持平，受制于紧缺的土地资源，香港的新增供应主要依赖于核心区老旧楼宇的强制拍卖重建以及特定区域的填海工程，预计至 2030 年将有近 388 万平方米的待入市面积，其中核心区仍占较大比重，约 217 万平方米，显示出市场核心资产的青睐。



亚太新兴市场： 北上存量领跑，广深增量压力凸显

北京及上海市场： 存量领跑，核心区供应放缓

在中国内地，上海与北京的甲级写字楼市场规模已经达到较高水平，与洛杉矶等核心市场共同构成了全球办公空间供给的中坚力量。相较于全球成熟市场，上海及北京甲级写字楼存量增速近年虽有所放缓，整体仍处于增量阶段。截至 2025 年末，北京甲级写字楼总存量达 1,368 万平方米，尽管年内无新增供应，但未来三年仍将有近 188 万平方米的新项目入市。

上海市场增量更为显著，2025 年全年新增供应约 85 万平方米，总存量攀升至 1,787 万平方米，且 2026 年预计还将迎来 120 万平方米的新增体量。从区域结构来看，两地核心商务区如北京金融街、上海陆家嘴开发趋于饱和，空置率维持在相对低位，而新兴板块如北京丽泽商务区、上海前滩以及徐汇滨江，仍是未来供应的主要承载地。

广州及深圳市场： 增量供应持续释放，新兴商务区集中入市加剧结构性竞争

在珠三角地区，深圳、广州与香港的甲级写字楼存量规模较为接近，共同支撑起粤港澳大湾区的商务核心功能。截至 2025 年末，深圳甲级写字楼总存量达 908 万平方米，福田与南山为主要存量板块，未来供应维持高位，至 2028 年预计累计新增供应近 495 万平方米，其中，南山区未来供应达 265 万平方米，将超过其现有存量，新增高品质楼宇入市将加剧存量竞争，老旧项目去化压力上升，租金水平持续承压。

同期，广州甲级写字楼总存量 705 万平方米，存量分布集中于珠江新城、体育中心与越秀板块，2025 年新增供应 38 万平方米，同比增长一倍，其中超 80% 供应集中于国际金融城，至 2028 年，全市未来新增供应 259 万平方米将集中于琶洲与国际金融城，新兴商务区的大规模集中供应，将显著加剧全市范围内的市场竞争。

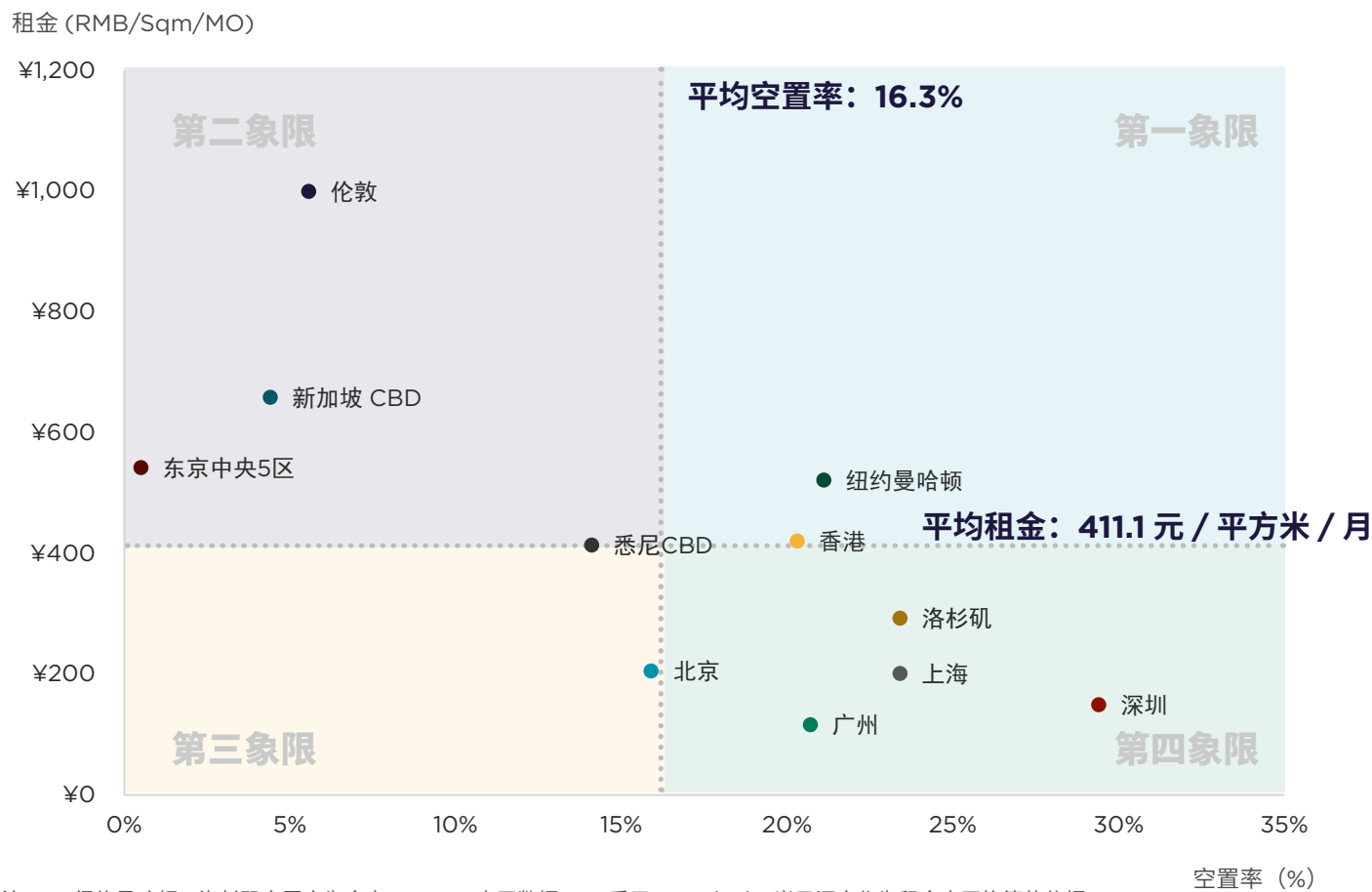




主要城市甲级写字楼租金及空置

回顾 2025 年第四季度全球主要写字楼市场的租金与空置率表现，市场呈现出四个象限的分化格局。反映了各城市在经济韧性、产业结构与即时供需关系上的根本差异，折射出全球市场已整体进入以存量博弈和结构性机会为主导的发展阶段。

全球主要城市甲级写字楼租金及空置率（2025Q4）



注：(1) 纽约曼哈顿、洛杉矶空置率为全市 all class 水平数据 (2) 采用 2025/12/31 当日汇率作为租金水平换算的依据
数据来源：戴德梁行研究部，北京估价及顾问服务部整理

第一象限：供需分化型市场

高租金、高空置的供需分化型市场以纽约曼哈顿与香港为代表。

纽约曼哈顿作为全球资本核心目的地，顶级资产始终被长期资本追逐，维持了高估值和高账面租金；与此同时高昂的租金成本、叠加灵活办公模式的普及以及对老旧物业的淘汰等因素，共同推高了整体空置率，市场正在经历激烈的资产质量分层。

香港高昂的租金水平证明了其作为国际金融枢纽的资产价值，但约 20% 的空置率也直观反映了市场正经历需求侧的结构性变化与企业租赁策略的深度调整，其中中区、尖沙咀等核心片区依托金融行业稳健需求，空置率偏低、租金率先企稳回升，而非核心片区供应充足、需求乏力，空置居高不下，租金持续承压，区域市场冷热差距进一步拉大。**2026 年第一季度整体写字楼租金环比上升 2.4%，核心中区租金涨幅达 5.5%，租赁市场企稳迹象明显。**

第二象限：核心稀缺型市场

高租金、低空置的核心稀缺型市场覆盖伦敦、新加坡、东京及悉尼。伦敦展现出显著的稳定性，截至 2025 年末，其租金高达 999.4 元 / 平方米 / 月，且维持 5.6% 的低空置率。

2025 年全年东京中央 5 区甲级写字楼需求强劲，年末空置率降至历史性低位 0.5%，较 2024 年末下降 1.8%。增长主要由科技、媒体与 TMT 行业及制造业企业的扩张需求，以及优质物业的搬迁需求驱动。未来 12 个月内新增供应的预租率高达 89.7%。受供应短缺影响，租金较 2024 年末同比上升了 8.2% 至 542.2 元 / 平方米 / 月，其中赤坂地区由于新楼供应带动租金上涨约 20.3%。

新加坡写字楼需求持续强劲，主要得益于金融、保险、信息通信和专业服务行业的增长，强劲就业市场以及较低利率带来的需求改善，2025 年四季度，新加坡 CBD 甲级写字楼租金同比上涨 2.4%，达 658.7 元 / 平方米 / 月。由于甲级写字楼空间稀缺且利率下降，租户决策更加果断，随着 CBD 租金上涨和空置率下降，分散在 CBD 以外的办公地点因具有更高的成本效益，预计也将吸引更多租户，租金有望进一步提升。

悉尼核心优质写字楼物业租金稳步走高，充分凸显其作为澳洲国际商务枢纽的核心地位，而全市写字楼整体相对偏高的空置现状，也直观体现出本地商务办公需求格局处于动态调整中，叠加企业精简办公面积、推行混合办公模式，市场整体租赁布局策略将迎来全面调整。

第三象限：韧性修复型市场

低租金、低空置的韧性修复型市场以北京为代表。北京市场凭借其以总部经济和高端服务业为主导的多元产业结构、以及更为严格的供应管控，写字楼空置率相对较低，市场韧性得到初步验证。2025 年第四季度，北京写字楼空置率较上年同期的 18.3% 显著下降至 15.9%，甲级写字楼租金从 2022 年的 321.5 元 / 平方米 / 月回调至 205.6 元 / 平方米 / 月，成为本轮调整中率先实现供需关系改善的标杆。

第四象限：压力消化型市场

低租金、高空置的压力消化型市场包括深圳、洛杉矶、上海及广州。

2025 年末，深圳甲级写字楼空置率达 29.4%，在 2026 年仍将有超百万平方米新增供应入市的预期下，业主被迫提前启动招商进程以应对同质化竞争，市场延续以价换量策略，全年租金同比下滑 11.7% 至 149.4 元 / 平方米 / 月，以此应对巨大的存量压力。

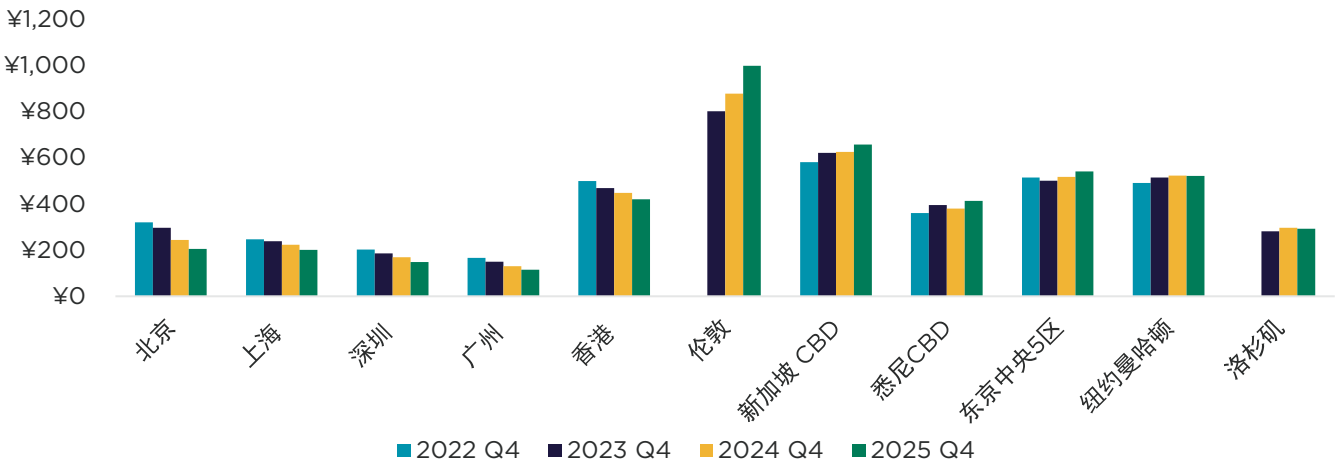
广州市场同样进入调整周期，2025 年末，广州甲级写字楼租金虽收缩至 116.3 元 / 平方米 / 月，较 2022 年同期下降 30.2%，但租金下调并未带动去化，空置率指标持续上扬，显示市场仍在寻找新的供需平衡点。

洛杉矶市场的调整更多源于行业周期与空间需求的转变。2025 年第四季度，洛杉矶写字楼租赁活动显著放缓，直接租赁量环比下降 18.1%。高空置率与持续存在的转租空间竞争，使得即便账面租金得以维持，实际交易中已普遍通过提升免租期、贡献装修补贴及提供更灵活的租期与面积选项等隐性成本，来换取租户的租赁承诺。

上海市场虽也面临去化压力，但依托其国际金融中心的综合优势与多元化的产业基底，租金下行趋势有所缓释，形成了相对于其他内地城市的有效缓冲带。



全球主要城市甲级写字楼租金（2022Q4-2025Q4）



注：2022Q4 伦敦和洛杉矶的数据未披露
数据来源：戴德梁行研究部，戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

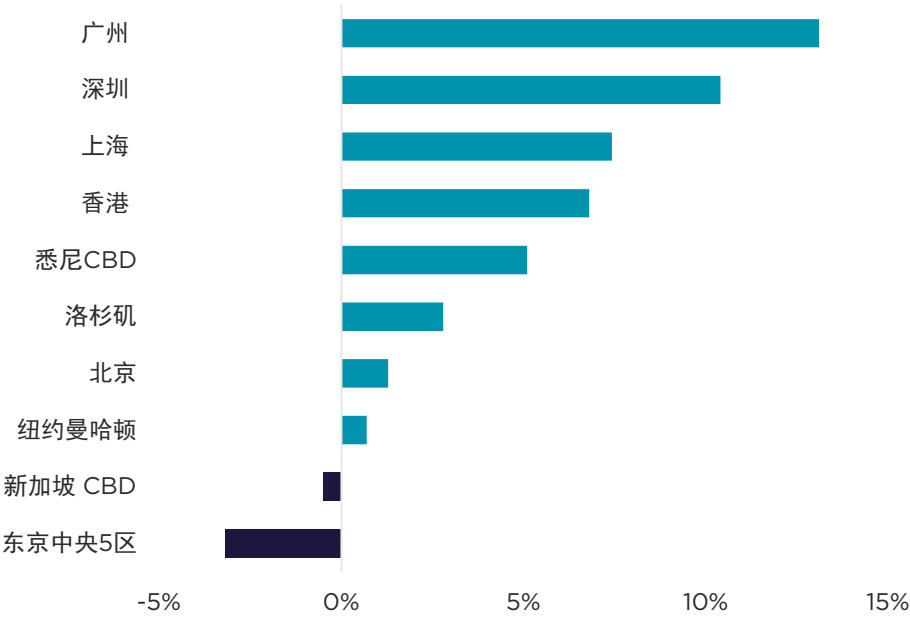
随着混合办公和远程办公在疫情后的普及，全球多数主要城市甲级写字楼在 2025 年四季度的空置率较 2019 年同期有明显涨幅。疫情后部分行业延续混合办公模式。企业不再需要为每位员工保留固定工位，而是更倾向于保留面积更小、但位置和环境更好的核心办公空间，用于会议、协作和关键业务。这使得市场对传统大面积办公室的需求出现了结构性下降。

然而，办公模式影响在不同城市差异较大。在东京、新加坡等国际商务中心，由于核心地段的优质写字楼存量相对稀缺，因此其空置率相对稳定。但在部分城市如纽约及洛杉矶，这种新的办公模式与当地原有的写字楼供应过剩、经济增长放缓等情况叠加，共同导致了空置率的显著上升。

整体来看，长期稳定的需求是写字楼市场持续健康发展的核心支撑，而需求结构始终随着产业升级不断调整。近年来，人工智能、数字经济等新兴产业的崛起，正影响着企业的办公需求与租赁偏好，进一步加剧了全球写字楼市场的结构性分化，也为存量物业的升级改造、业态焕新带来了新的机遇与挑战。

值得注意的是，后疫情时代混合办公的常态化已成为重塑市场格局的核心变量：其对非核心区位、低品质物业的需求冲击持续深化，但核心商务区的优质甲级写字楼凭借不可替代的区位优势、完善的配套设施与品牌展示价值，需求始终保持坚挺，由此资产价值差异进一步凸显。

全球主要城市甲级写字楼空置率变化（2021Q4-2025Q4）



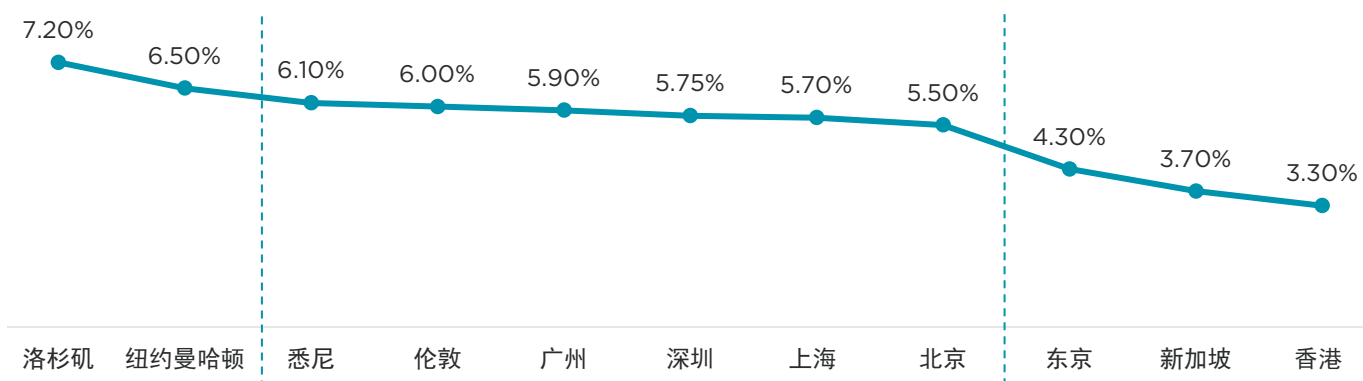
数据来源：戴德梁行研究部，北京估价及顾问服务部整理

投资回报率与利差分析

写字楼资本化率

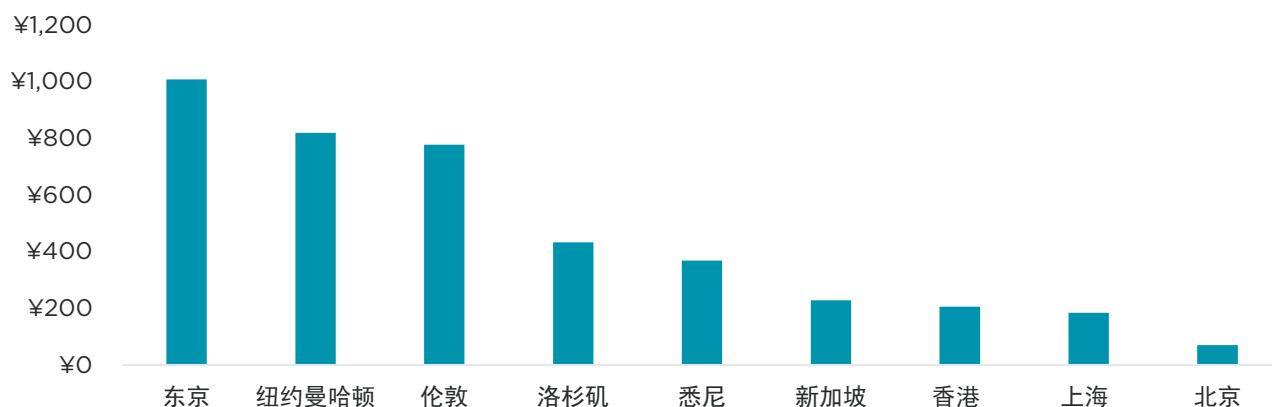
过去四年，全球核心城市写字楼物业的大宗交易资本化率呈现出普遍且持续的上升趋势。在美联储高息环境下，全球资本回流推高了外资机构的融资成本，叠加部分市场写字楼租金承压、空置率上行，外资传统套利模式难以为继，纷纷折价出售资产回笼资金；与此同时，不同市场因主导资金属性、流动性水平差异，呈现出鲜明的分组特征，同类市场的资本化率与交易逻辑高度趋同。

2025Q4 全球主要城市写字楼资本化率



数据来源：戴德梁行研究部、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

2025 年全球主要城市大宗交易成交额（亿元）



数据来源：RCA、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

北美市场： 资本化率显著走高，内资与个人买家主导交易

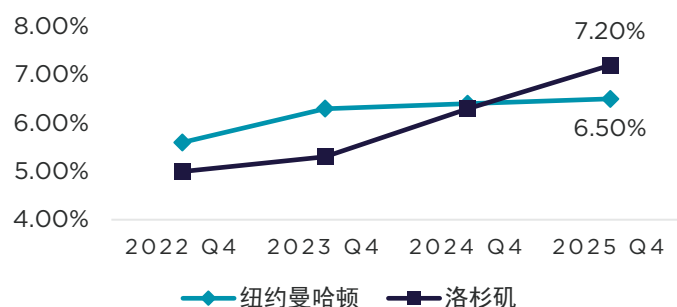
北美市场资本化率在此期间大幅度上升。纽约曼哈顿与洛杉矶的资本化率经历了 100 至 220 个基点的显著拉升，2025 年资本化率分别达 6.5%、7.2%，居于全球高位。

交易端来看，纽约曼哈顿市场交易最为活跃，全年交易额超 800 亿元，创五年新高，但买家结构已转变为本土机构及个

人主导，合计占比近七成，国际买家占比大幅萎缩至 16%，较 2023 年峰值下降约四成。

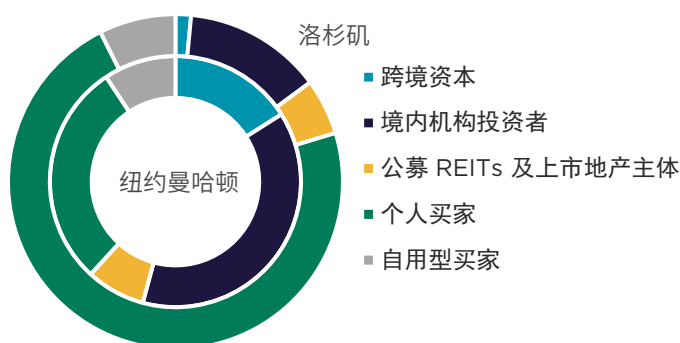
洛杉矶市场同样呈现鲜明的内资主导特征，2025 年总成交额达 432.5 亿元，同比增长 24.1%，其中个人买家占比高达 72.3%，国际买家参与度降至 1.5% 的历史低位。

曼哈顿及洛杉矶写字楼资本化率 (2022Q4-2025Q4)



数据来源：RCA、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

大宗交易买家类型（2025）

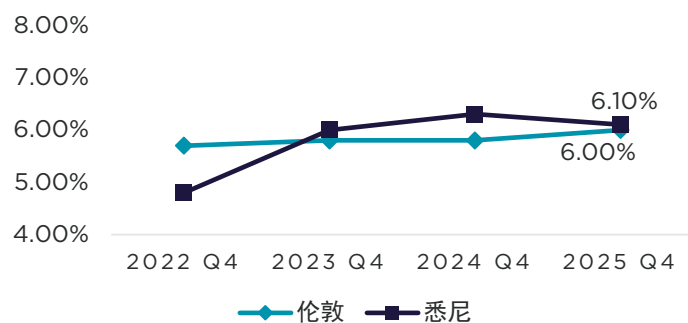


国际资本主导交易： 伦敦、悉尼的流动性溢价与全球联动

伦敦、悉尼两大核心市场均由国际资本主导交易，资本化率水平与全球流动性、汇率等因素紧密相关，反映了全球资本对各国市场长期基本面与短期风险的权衡，整体交易流动性较强。

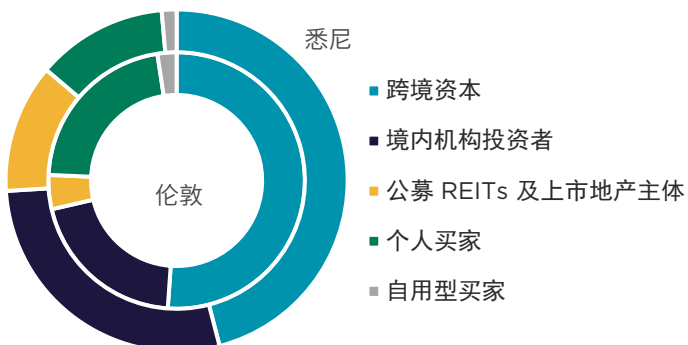
2025 年，伦敦市场交易额达 777.7 亿元，同比大增 40.7%，其中超过五成的交易来自国际买家，悉尼市场亦高度国际化，交易额同比激增 50% 至 368.6 亿元，海外买家贡献了 46% 的成交量，2025 年资本化率分别为 6.0% 及 6.1%。

伦敦及悉尼写字楼资本化率 (2022Q4-2025Q4)



数据来源：戴德梁行研究部、RCA、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

大宗交易买家类型（2025）



亚太避险资产： 核心市场低收益率与自用型需求主导

东京、新加坡与香港作为亚太传统核心避险市场，其资本化率始终稳固于全球低位，凸显资产的防御属性与稀缺价值。

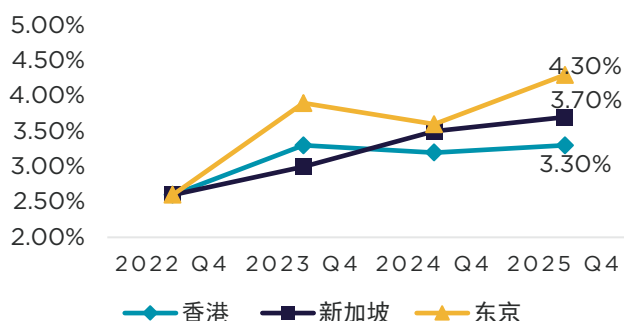
2025 年，三地资本化率分别为东京 4.3%、新加坡 3.7%、香港 3.3%，处于全球最低水平。

2025 年东京优质写字楼的大宗交易总量突破 1,007 亿元，其中 37.2% 由国际买家购入，占比为近十年以来最高，得益于汇率等因素吸引国际资本长期布局，其资本化率相对温和，

2025 年为 4.3%。

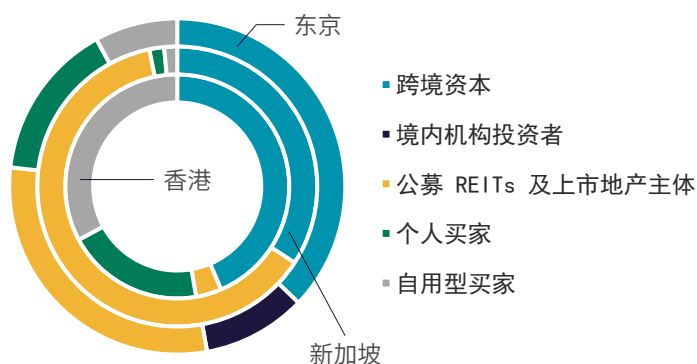
新加坡市场由本地 REITs 主导，其收购占比高达 62.7%，REITs 对稳定现金流的追求支撑了低资本化率；香港市场在交易总额同比增长 30.3% 的反弹中，自用型买家占比创十年新高。自用型基于资产控制权、企业长期运营、资产保值及品牌展示等非租金因素出价，对传统收益率指标不敏感，压低了资本化率，造就了全球最低水平。

香港、新加坡及东京写字楼资本化率 (2022Q4-2025Q4)



数据来源：戴德梁行研究部、RCA、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

大宗交易买家类型 (2025)



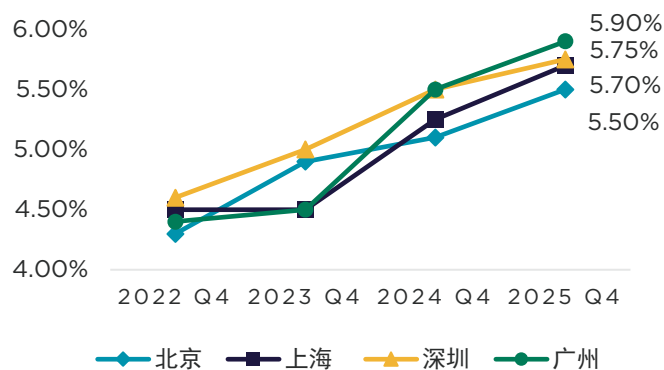
中国内地一线城市： 资本化率中枢上移，折价交易与自用需求凸显

中国内地一线城市资本化率从四年前的 4.30%-4.60% 区间逐步攀升至 5.50% 以上。内地一线城市 2025 年大宗交易市场分化明显，其中北京市场活跃度阶段性回落，全年交易额 149.8 亿元创五年新低，写字楼成交占比虽居业态榜首但较前三年显著下滑；上海成交总额 424 亿元，同比下降 40%，平均单宗金额显著下降，办公 / 研发办公业态仍居首但占比下降，79% 的成交为 5 亿元以内小额交易，机构投资谨慎；广州成交总额 55.9 亿元，同比降 61.8%，内资主导且民企及私人投资者占比升至 50%，法拍市场活跃、以资抵债类交易频现，核心区优质写字楼物业仍受关注；深圳全年交易 295.3 亿元同比增长 23.9%，法拍类资产交易规模 39.9 亿元，同比大增 168.4%。写字楼因价格回调吸引实业及科技类自用型买家收购核心区优质物业，政府年底收购新建写字楼作为产业扶持载体。整体看，四城均呈现机

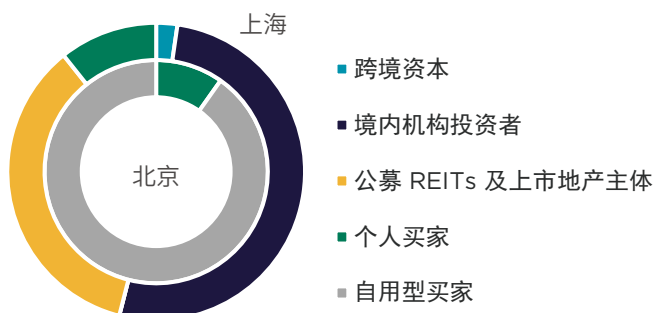
构资本普遍审慎、自用型买家活跃、法拍及以资抵债等折价交易增多的特征。

横向对比各城市交易特征，不同市场受流动性水平与交易结构影响呈现差异化表现。上海虽交易流动性领先，但以投资型交易为主，资本化率为 5.70%；北京则以自用型交易为主导，资本化率略低，录得 5.50%。相比之下，广州市场流动性相对较弱，且多以法拍、以资抵债等折价交易为主，故其资本化率要求最高，达 5.90%。深圳则介于两者之间，资本化率为 5.75%。近年来，中国内地整体写字楼交易资本化率在无风险利率下降的背景下，呈现震荡上行趋势，平均升幅达 1.26%。从宏观来看，受经济增长不确定性以及地产行业调整的影响，写字楼租金承压及空置率的上升，使得投资人对于补偿持有期内的空置、租金波动、再融资等风险补偿提出更高的要求。

中国内地一线城市写字楼资本化率 (2022Q4-2025Q4)

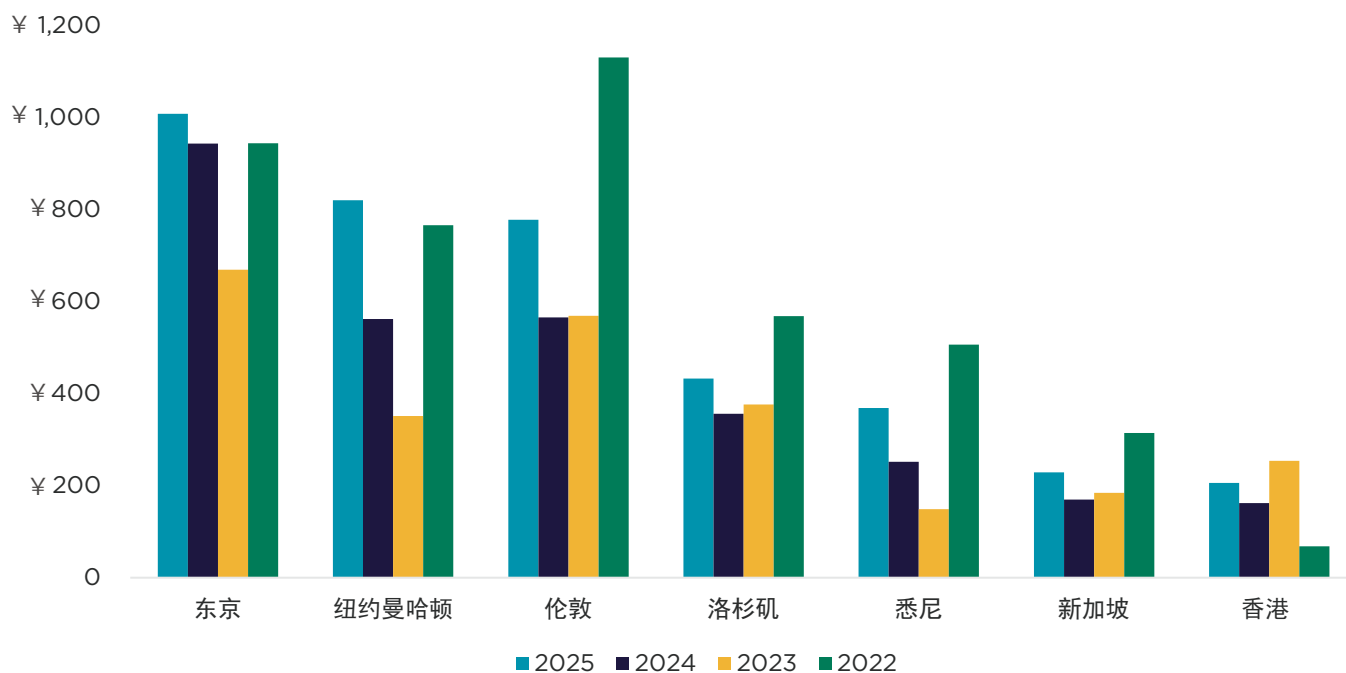


大宗交易买家类型 (2025)



数据来源：戴德梁行研究部、RCA、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

2022-2025 年全球主要城市写字楼大宗交易历史变动

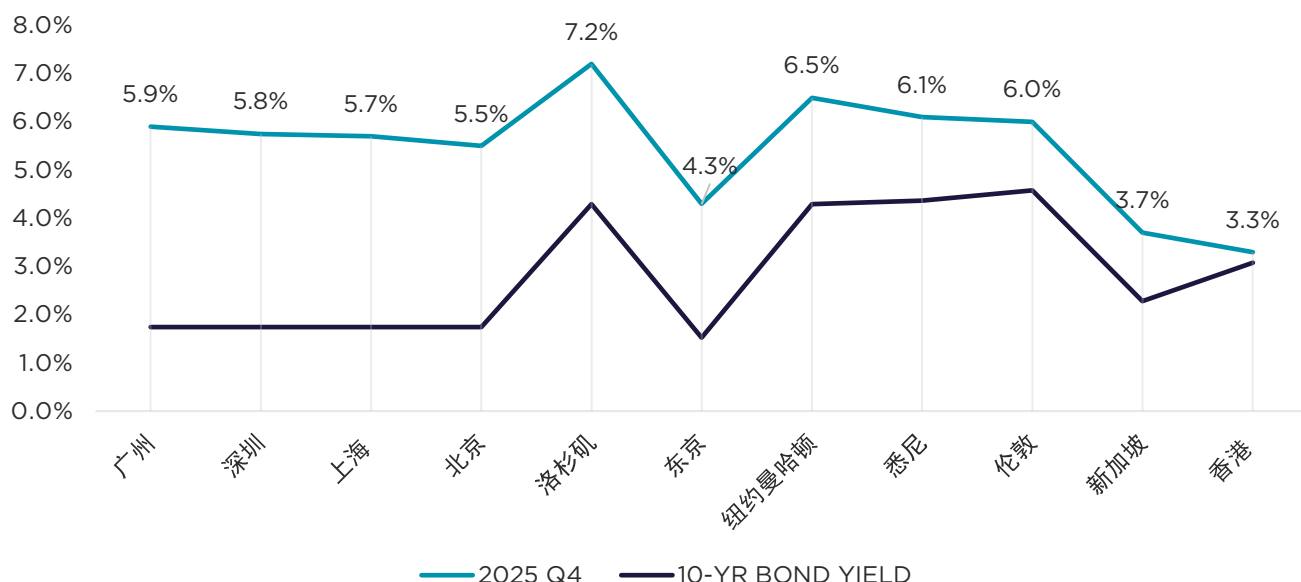


数据来源：RCA、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

从交易规模看，东京写字楼市场交易额在 2023 年经历短暂回调后实现反弹，2025 年突破千亿大关达到 1,008 亿元，创下四年新高。纽约曼哈顿、伦敦与悉尼市场在 2023 年均经历了深度的单边下探，随后于近两年稳步修复，展现出成熟核心市场的抗风险能力。新加坡、中国香港 2025 年交易量同比有所回升，新加坡 2025 年反弹至 228 亿元，中国香港 2025 年小幅回升至 206 亿元。整体而言，大宗交易市场呈现资金流向东京这类成熟市场的态势，亚太市场的交易活跃度仍处于修复通道之中。

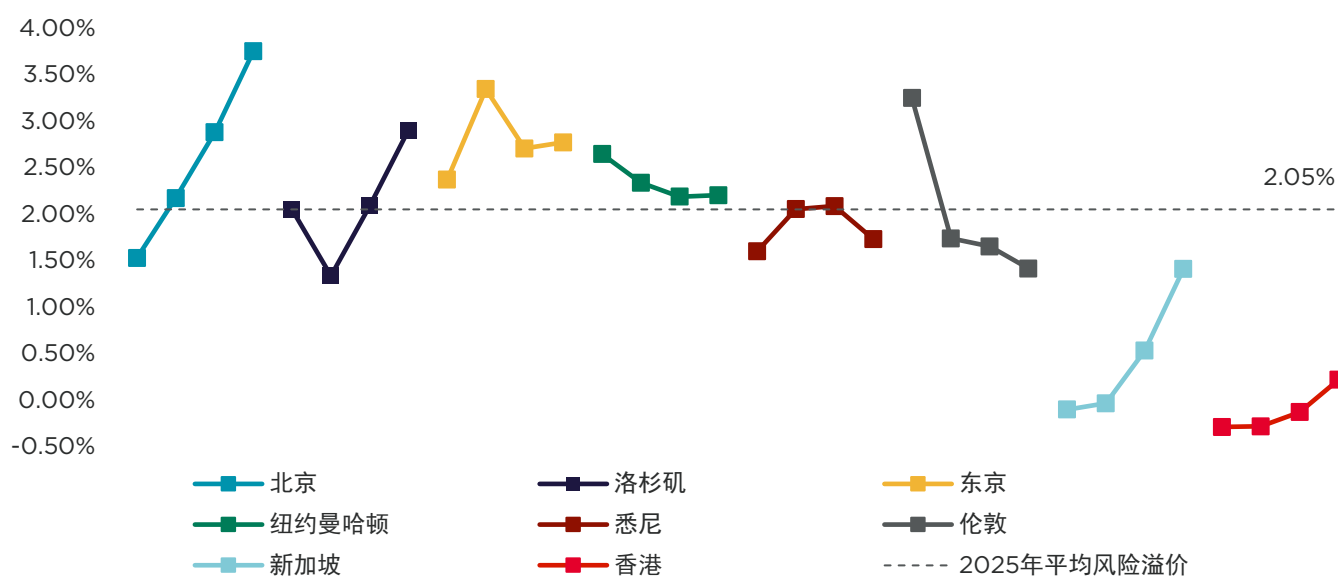
利差分析

本文所指投资利差，为写字楼大宗交易净资本化率 - 十年期国债收益率的差值，即投资者参与写字楼大宗投资时，相较于持有无风险资产所要求的超额回报，包含写字楼市场供需波动、流动性偏弱、周期下行、运营不确定性等各类风险因素的补偿，也直观体现出当前市场资金布局办公资产所愿意承担的风险溢价。



数据来源：Bloomberg、RCA, 戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

全球主要城市写字楼风险溢价率（2022Q4-2025Q4）



数据来源：Bloomberg、RCA, 戴德梁行北京估价及顾问服务部整理



中国内地市场： 基准利率下行与资本化率走高致利差被动扩大

结合写字楼资本化率与对应区域的十年期政府债券利率分析，全球各主要市场的利差走势呈现显著差异。中国内地核心城市的利差在逐年扩大，主要由两方面因素：一是内地十年期政府债券利率持续下行，降低了全市场的基准收益率；二是在此期间，写字楼市场

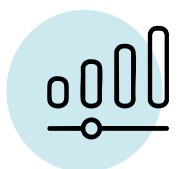
短期供需失衡，推动写字楼资本化率略有上升。这种背离走势代表在资金成本走低的情况下，投资者对核心城市写字楼现金流稳定性、租金回升动能及长期增值空间持相对保守态度，要求更高风险溢价以匹配当前市场的不确定性。



美国核心市场： 租户结构差异导致利差走势显著分化

美国核心写字楼市场的利差走势呈现显著分化。截至 2025 年，纽约曼哈顿利差由 2022 年的 2.7% 收窄至 2.2%，而洛杉矶则从 2.1% 攀升至 2.9%。宏观层面，尽管美国于 2025 年四季度开启降息，但幅度不及预期，美债收益率维持高位震荡，微观层面，混合办公常态化持续削弱需求，推高资本化

率。在此背景下，两座城市的市场韧性差异凸显：纽约依托金融及专业服务业的相对稳定租户结构，一定程度上缓冲了利率波动的冲击，利差随之收窄；反观洛杉矶，由于租户结构相对集中于文娱及科技行业，受行业周期波动的影响更为明显，市场风险偏好趋于保守，推动利差走阔。



离岸金融中心： 自用需求与配置逻辑压制核心市场资本化率

香港与新加坡作为离岸金融中心，两者在 2022-2023 年均出现了利差为负的异常现象。从利率上看，香港市场利率与美元挂钩。仅 2022 年，香港十年期政府债券利率便从 2022 年初的 1.5% 攀升至 3.6%，到 2023 年，利率再次上涨 210bps。新加坡作为资本自由流动市场，国债利率亦有所攀升，过往三年涨幅约 130bps。与此同时，自 2022 年香港 IPO 市场逐步复苏以来，其活跃度持续提升。至 2025 年，香港 IPO 全年融资额已达 2,858 亿港元，位居全球第一。伴随市场复苏与港元需求走强，赴港设立或扩展业务的非本地公司数量显著增加，超 1,500 家非本地公司在港设立营业据点。企

业扩张直接推升了实体办公空间需求，2025 年至 2026 年一季度，香港写字楼类物业大宗交易的自用型买家占比达 75%，创十年新高。自用买家将核心物业作为战略性固定资产，其决策基于企业长期运营、资产保值和品牌展示等，因此对传统收益率指标不敏感，交易价格压低了资本化率。而新加坡市场则主要由全球配置型资本驱动，在安全资产短缺的背景下，过去 5 年，新加坡写字楼大宗交易海外买家占比超 6 成。国际资本将新加坡核心写字楼视为类主权信用资产进行集中配置，系统性压低了收益率预期。



英国市场： 核心资产抗通胀属性强，利差随国债收益率上行而收窄

2022 年，受地缘局势冲突、本土高通胀压力叠加财政政策引发的市场恐慌情绪影响，英国十年期国债收益率迎来快速上行行情，月度利率由年初 1.2% 攀升至年末 3.5%。截至 2025 年，英国十年期国债平均收益率进一步升至 4.6%。伦敦写字楼市场

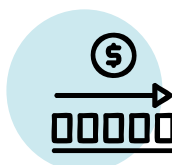
走势则表现出较强稳定性，核心甲级写字楼租金稳步上行、市场空置率持续处于低位，资产具备良好的抗通胀属性。2022 至 2025 年间，当地写字楼大宗交易资本化率仅小幅上行 30 个基点，整体稳定在 6% 左右，使得不动产投资利差持续收窄。



澳大利亚市场： 供需基本面稳健，资本化率与国债涨幅匹配致利差平稳

与英国市场相似，2022 年以来，受全球通胀高企、海外紧缩政策外溢以及中国内地内需回暖、薪资与服务消费价格持续走高影响，澳大利亚十年期国债收益率稳步上行，市场长期维持偏紧货币环境。2024 至 2025 年期间，澳大利亚十年期国债收益率延续抬升态势，整体利率中枢持续上移。市场环境下，悉尼写字楼优质办公物业市场表现稳健，核

心商圈租赁需求稳固，租金保持平稳增长，空置率维持合理区间，资产现金流具备较强支撑力。受无风险利率上行带动，悉尼写字楼投资资本化率同步温和走高，其上行幅度与国债利率涨幅基本匹配，使得当地商业地产投资利差走势平稳，整体风险溢价保持相对均衡的。



日本市场： 利率正常化进程中，收益率同步调整致利差保持稳定

日本自 2024 年开启利率正常化进程以来，无风险收益率进入稳步抬升通道。2025 年平均十年期政府债券利率较 2024 年上涨 64bps。在此宏观环

境带动下，写字楼收益率同步上涨 70bps 至 4.3%，利差整体保持稳定。



写字楼市场与 C-REITs 发展前景

全球写字楼供需格局：总量过剩、核心稀缺，市场结构性分化显著

总体而言，全球写字楼市场整体呈现供大于求的趋势，而核心商务区优质写字楼凭借不可复制的区位优势与完备配套，仍保持较强的抗周期能力，部分市场甚至呈现供不应求。

分区域来看，欧美市场中，纽约曼哈顿、洛杉矶写字楼存量基数庞大，新增供应体量有限，叠加混合办公常态化带来的企业面积缩减需求，区域供需矛盾逐步凸显；伦敦、悉尼依靠国际化商务往来形成稳固需求，核心区甲级物业供需相对平稳，外围非核心片区则普遍面临供应过剩压力。亚太市场整体韧性更强，东京、新加坡、香港核心开发用地趋近饱和，优质写字楼新增供给稀缺，叠加跨境资本配置偏好，核心片区供需格局整体偏紧。

全球写字楼租金与空置率表现：核心抗跌与非核心承压的分化格局

从租金表现维度分析，市场分化特征鲜明，核心资产抗跌属性显著，非核心物业租金持续承压。纽约、洛杉矶核心商圈租金波动幅度较小，外围区域租金震荡下行；东京、新加坡、伦敦依托长期稳定的总部及专业服务租户群体，核心区租金上行；大中华内地一线城市写字楼整体租赁需求偏弱，租金水平阶段性承压。

从空置率表现来看，各区域差距明显，优质核心片区空置率长期处于低位。2025 年末东京核心区空置率约 2%，新加坡、香港中环优质写字楼空置水平同样偏低，即便短期存在小幅波动，空置压力始终可控；伦敦、悉尼核心区空置率维持合理健康区间，非核心区域空置规模逐步走高；纽约、洛杉矶受远程办公冲击最深，整体空置率居高不下，成为拖累市场修复节奏的主要因素。

内地写字楼：由增量开发迈入存量运营转型周期

对照全球成熟市场发展轨迹，国内写字楼市场正处于从增量开发转向存量运营的关键过渡期。北上广深一线城市早期供应放量，目前存量规模已处于高位，城市内部呈现两极分化，核心 CBD 资产价值稳固，远郊及老旧写字楼去化难度加大；新一线、二线城市仍存在阶段性新增供应入市，部分区域产业吸纳能力不足，供需错配问题较为突出。整体来看，国内市场逐步复刻海外成熟市场发展规律，未来新增供应将不断收缩，旧楼改造、城市更新成为办公物业扩容主要方式，资产价值也将进一步向区位优势、品质出众、运营成熟的头部项目集中。

商办政策落地，C-REIT 打通存量写字楼盘活通道

伴随商业不动产相关政策落地推进，国内一线城市甲级写字楼存量已超过 4,700 万平方米，资产体量庞大。相关政策密集出台，标志着我国 C-REIT 市场正式跳出传统基建范畴，迈入基础设施叠加商业不动产的全品类发展新阶段。政策扩容将为海量办公存量资产盘活打通渠道，助力行业构建投融资退闭环式成熟运作体系，同时依托 REITs 标准化融资与退出机制，倒逼写字楼运营管理提质增效，加速国内写字楼市场对标国际成熟市场稳步发展。

立足于全球市场差异格局与内地行业转型现状，写字楼 REITs 具备扎实的发展根基。一方面一线核心优质写字楼现金流稳定、租户结构优质，契合 REITs 底层资产筛选标准；另一方面资产证券化工具能够有效拓宽房企资产变现路径，丰富保险、基金等机构长期稳健型投资标的，依托全球资产分化逻辑与内地存量优化趋势，写字楼 REITs 有望迎来稳步扩容空间。

05

ESG 实践进阶： 从合规披露到价值创造



亚洲市场 ESG 监管与披露框架演进

亚洲主流市场强制披露政策对比

亚洲主要市场 ESG 披露呈现出“方向一致、路径各异”的格局：整体由自愿向强制转型，并逐步向 ISSB 等国际框架靠拢。气候风险相关信息披露以及范围一、二温室气体排放，已成为多数市场监管重点；范围三排放和第三方鉴证，则可能成为下一阶段的推进方向。ISSB 也指出，已发布或拟发布气候披露要求的多个司法辖区均纳入了范围三披露，部分市场设置了过渡安排。

不同市场的推进节奏各有侧重：中国内地偏重统一准则建设，香港与国际准则接轨更快，新加坡在范围三披露和鉴证安排上较为细致，日本和韩国采取渐进式推进，台湾则更强调上市柜公司的全面覆盖和内部管理机制建设。总体来看，亚洲 ESG 披露正在向强制化、标准化和可验证化方向发展。

亚洲主要国家 / 地区 ESG 信息披露政策法规一览表（2025 年 5 月 -2026 年 5 月）

市场	政策法规	强制披露范围	关键时间点
中国大陆	《上市公司信息披露管理办法》（修订） 《上市公司自律监管指南——可持续发展报告（试行）》 《企业可持续披露准则第1号——气候（试行）》	部分 A 股上市公司（如主要指数成分股、A+H 股公司等）率先强制，逐步扩大	2025 年 1 月：三大交易所发布《自律监管指南》，细化披露操作。 2025 年 7 月 1 日：修订后的《信披办法》生效，首次在证监会规章层面明确要求上市公司按交易所规定发布可持续发展报告。 2025 年 12 月：财政部等九部门联合印发《气候准则（试行）》，作为国家统一体系的首个具体准则（目前自愿）。 2026 年 4 月 30 日前：首批强制披露主体需发布 2025 年度可持续发展报告。
中国香港	《ESG 报告守则》（2025 年修订） 《企业管治守则》（2025 年修订）	所有港股上市公司	2025 年 1 月 1 日：新修订的《ESG 报告守则》生效，所有发行人强制披露范围一、二温室气体排放；大型股发行人范围三排放“不遵守就解释”。 2025 年 7 月 1 日：修订后的《企业管治守则》及相关《上市规则》生效，强化董事会 ESG 治理责任。 2026 年起：大型股发行人强制披露范围三排放。
新加坡	新加坡交易所（SGX）气候披露要求	所有上市公司；大型非上市公司（营收 ≥10 亿新元且总资产 ≥5 亿新元）	2025 财年起：所有上市公司必须基于 ISSB 标准（IFRS S1/S2）强制披露气候信息，包括范围一、二排放。 2025 年 8 月：更新路线图，延长了部分公司的实施时间表。 2026 财年起：上市公司开始披露范围三排放。 2027 财年起：大型非上市公司（市值 ≥10 亿新元）开始报告范围一、二排放。
日本	《日本可持续披露准则（JSS）》（2025 年发布） 《关于企业事务披露等的内阁府令》修订	计划分阶段覆盖东京证券交易所主板（Prime Market）等上市公司	2025 年 3 月 5 日：日本可持续准则理事会（SSBJ）发布首批三项基于 ISSB 的 JSS 标准。 2025 年 11 月 26 日：日本金融厅发布引入可持续报告要求的法规修订征求意见稿，计划将 JSS 作为“通用标准”，适用于大型上市公司（平均市值 ≥1 万亿日元），并允许“两步式披露”过渡安排。征求意见截止于 2025 年 12 月 26 日。 2026 年 2 月 20 日：相关内阁府令正式发布。
韩国	《可持续发展披露制度路线图》（2025 年发布）	分阶段覆盖所有上市公司（KOSPI 及 KOSDAQ）	2025 年初：韩国金融委员会（FSC）正式发布路线图，确立强制披露框架。 2026-2027 年：第一阶段，资产规模 ≥2 万亿韩元的 KOSPI 上市企业强制适用韩国版准则（K-SSRS）。 2028 年：第二阶段，扩大至所有 KOSPI 上市公司。 2030 年：第三阶段，覆盖至 KOSDAQ 等所有上市公司。
中国台湾	《永续报告书作业办法》（2025 年修订） 接轨 IFRS 永续揭露准则蓝图	全体上市柜公司	2025 年 5 月：完成修正《永续报告书作业办法》，将编制义务从特定行业扩大至全体上市柜公司。 2025 年 8 月底前：全体 1869 家上市柜公司需完成参照 GRI 准则编制的永续报告。 2027 年起：分三阶段要求证券商及期货商于年度财报中揭露永续相关财务信息。

资料来源：各国监管机构官方网站，更新截至 2026 年 5 月

ISSB 准则的采纳进展及对亚洲 REITs 的影响

ISSB 于 2023 年 6 月发布 IFRS S1《可持续相关财务信息披露一般要求》和 IFRS S2《气候相关披露》。前者覆盖可持续风险与机遇，后者聚焦气候议题，均围绕治理、战略、风险管理、指标与目标展开。对 REITs 而言，ISSB 的意义不止报告格式趋同，更在于打通底层资产运营数据与现金流、资本成本、资产改造及估值假设的关联。

亚洲主要国家 / 地区 ESG 信息披露政策法规一览表（2025 年 5 月 -2026 年 5 月）

国家 / 地区	发布机构	ESG 信息披露相关标准	主要内容	发布年份	与 ISSB 准则接轨情况	对 REITs 的影响
新加坡	SGX RegCo、ACRA	基于 ISSB 的气候相关披露要求	SGX RegCo 和 ACRA 推动将 ISSB 准则相关要求纳入气候相关披露规则，披露内容包括治理、战略、风险管理、指标与目标，以及温室气体排放信息。	2024	参考 ISSB 气候相关披露要求，分阶段纳入上市发行人披露规则	推动 S-REITs 形成更稳定的气候数据口径，尤其是建筑能耗、租户用能、可再生电力、气候韧性和环境风险管理。
日本	日本可持续发展标准委员会 (SSBJ)	日本可持续披露准则	2025 年 3 月，SSBJ 发布首套可持续披露准则，包括《可持续披露准则应用》《一般披露》《气候相关披露》。	2025	SSBJ 准则在功能上与 ISSB 准则保持一致，并结合日本本土制度进行制定	J-REITs 可在既有绿色建筑认证、能源管理和可持续金融实践基础上，提高气候披露的标准化程度。
中国香港	香港会计师公会 (HKICPA)、香港交易所 (HKEX)	HKFRS S1、HKFRS S2；HKEX 气候披露要求	HKFRS S1 和 HKFRS S2 分别对应可持续相关财务信息披露一般要求和气候相关披露；HKEX 气候披露要求与 IFRS S2 四大核心支柱保持衔接。	2024	HKFRS S1 和 HKFRS S2 与 IFRS S1 和 IFRS S2 全面接轨	香港 REITs 需提升范围 1/2/3、情景分析、气候财务影响和绿色建筑等资产层面数据质量，以满足国际资金筛选需求。

- ISSB 准则对亚洲 REITs 的影响可归纳为五点：
- (1) 披露框架趋同：新加坡、日本和中国香港均不同程度接轨 ISSB 准则，使亚洲 REITs 市场 ESG 披露框架更趋统一。
 - (2) 气候议题强化：ISSB 准则强化气候披露，REITs 需注重披露能源消耗、温室气体排放、气候风险等议题。
 - (3) 资产数据重要性提升：REITs 披露重点已从一般 ESG 表述，延伸至底层资产运营数据，如能耗、水耗、碳排放和绿色建筑认证等。
 - (4) 资本市场可比性增强：ISSB 以投资者需求为导向，增强跨市场可持续信息的可比性。
 - (5) 管理能力升级：倒逼 REITs 管理人加强多主体、多资产的数据收集、核算和披露能力。

资料来源：IFRS S1/S2 发布；IFRS 香港辖区资料；IFRS 新加坡辖区资料；SSBJ



GRESB 等国际评级体系 在 REITs 领域的应用与价值

GRESB、EPRA sBPR、MSCI、Sustainalytics 等评级或报告框架构成了投资者评价 REITs 可持续表现的重要外部工具。其中 GRESB（格睿思）最贴近房地产和基础设施资产管理场景，其 Real Estate Assessment 面向以商业地产、产业园区、租赁住房等不动产为底层资产的 REITs，以能源、水务、交通等基础设施为底层资产的 REITs，可以参考 Infrastructure Assessment，核心评估模块包括 Management、Performance 和 Development，以数据中心为底层资产的 REITs，可以参考 Data Center Assessment。

GRESB 评级结果为 REITs 提供同行对标依据。2025 年 GRESB Real Estate Assessment 共有 1,002 家基金管理人参与，提交 2,382 份评估，对于 REITs 投资者而言，GRESB 将能源、排放、水耗、废弃物、租户参与、风险管理、认证与治理机制转化为可横向比较的评分结果，为评估不同 REITs 的可持续表现建立了统一的比较基准。

其次，GRESB 还能作为融资和投资筛选工具。部分国际 REITs 已将 GRESB 评级、绿色建筑比例、减排目标等指标嵌入绿色贷款、可持续发展挂钩贷款或债券安排。以新加坡和日本 REITs 市场为例，其已将 GRESB 进一步延伸到 REITs 市场指数与金融产品中。新加坡方面，SGX 与大华资产管理（UOBAM）合作推出 iEdge-UOB APAC Yield Focus Green REIT Index，指数采用 GRESB 数据筛选亚太地区具较好环境表现和流动性的 REITs。日本方面，2025 年共有 56 只 J-REIT 参评，按市值计覆盖率达 99.7%，几乎已成为 J-REIT 市场的主流 ESG 对标工具。日本相关 ESG-REIT ETF 如 Listed Index Fund Nikkei ESG REIT 也以日经 ESG-REIT 指数为追踪标的，并根据 GRESB ESG 评价设定权重系数。

因此，亚洲 REITs 的 ESG 能力建设不能只围绕合规报告展开，还需要面向投资者问卷、评级指标和绿色融资条款构建统一的数据治理体系。未来具备高质量披露、可验证环境数据和清晰资产改造路线图的 REITs，更容易在国际资金、长期机构投资者和绿色金融市场中获得识别。

中国 REITs 市场 ESG 发展现状与挑战

政策环境：从自愿披露到规范引导的监管路径

2024 年，国家发改委发文《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》推动 REITs 市场进入常态化发行，并随后扩容至消费基础设施和数据中心等。2025 年，证监会发布《商业不动产投资信托基金试点公告（征求意见稿）》，正式将商业地产（如购物中心、写字楼、酒店）纳入 REITs 试点范围，形成了“基建 + 商业地产”的双支柱市场格局。

2026 年 6 月 12 日，中基协发布了《公开募集证券投资基金可持续投资策略应用指引（试行）》，并给了一年新规过渡期，应用可持续投资策略的公募基金，将落入重点管辖。这不仅是一次规则更新，更是监管为“ESG/ 可持续投资”正名，从此前偏软性的理念倡导，正式转入硬性的合规约束。

公募 REITs 虽暂未纳入强制 ESG 披露范围，但监管机构正通过多种方式积极引导和鼓励实践。例如，深圳证监局通过组织“新上市 REITs 监管第一课”、专题研讨会等方式，推动辖区内的 REITs 管理人主动编制和披露 ESG 报告，并探索建立适合 REITs 的 ESG 评价体系。这为 REITs 行业从自愿披露向规范化、高质量披露过渡提供了重要的实践样本和监管支持。

国内公募 REITs ESG 相关政策环境一览表

发布 / 实施主体	发布年份	政策法规或监管实践	主要内容	对公募 REITs ESG 的影响
国家发展改革委	2024	《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）	推动基础设施 REITs 由试点进入常态化发行阶段，优化申报推荐制度，拓宽资产范围。	资产类型持续扩容后，底层资产 ESG 议题差异扩大，要求 REITs 建立更清晰的分类披露和运营数据口径。
沪深交易所	2024	《上市公司可持续发展报告指引（试行）》及配套编制指南	围绕环境、社会、公司治理等议题建立上市公司可持续发展报告框架，强化气候变化、资源利用、供应链安全等披露。	规则主要面向上市公司，但为公募 REITs 基金管理人、原始权益人和运营管理机构提供议题体系与披露口径参考。
财政部等九部门	2024	《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》	明确可持续信息包括环境、社会和公司治理等议题相关风险、机遇和影响信息，并强调其可能影响现金流量、融资渠道及资本成本。	与 REITs 长期资产运营和分派现金流逻辑高度相关，有助于将 ESG 信息延伸至融资成本、现金流稳定性和资产价值评估。
深圳证监局	2024 年以来	“新上市 REITs 监管第一课”、现场调研、专题研讨会、REITs 市场试行 ESG 评价研讨等	鼓励辖区公募 REITs 主动编制披露 ESG 报告，推动管理人加强 ESG 信息披露和评价实践。	推动 REITs ESG 由自愿披露向行业最佳实践过渡，为同一管理人多产品集中披露和统一报告口径提供样本。

发布 / 实施主体	发布年份	政策法规或监管实践	主要内容	对公募 REITs ESG 的影响
中国证监会	2025	《商业不动产投资信托基金试点公告（征求意见稿）》	标志着公募 REITs 市场正式从基础设施领域延伸至商业不动产（如购物中心、写字楼、酒店等），形成“基建 + 商业地产”双支柱格局。	1. 资产扩容带来 ESG 议题多元化：商业地产引入租户健康与安全、绿色商业运营、社区融合等全新 ESG 议题。 2. 提升披露必要性：为盘活数十万亿商业不动产存量，需通过高质量的 ESG 披露提升资产透明度和投资吸引力，与国际市场接轨。
财政部	2026	《可持续信息鉴证业务准则第 6101 号——基本准则（试行）》	为会计师事务所等机构对企业 ESG 报告进行审计、验证并出具鉴证报告，提供一套统一、规范的操作框架，旨在提升 ESG 信息的质量和可信度。	为 REITs 的 ESG 信息披露提供了统一的第三方鉴证标准，提升 REITs ESG 信息的可信度与可比性。推动 REITs 建立健全可持续信息管理体系，规范数据收集与披露流程，从而增强其在资本市场中的透明度，有助于吸引关注可持续发展的投资者，并可能成为其对接绿色金融产品的重要凭证。

资料来源：国家发改委常态化发行通知；国家发改委政策解读；上交所可持续发展报告指引；深交所可持续发展报告指引；企业可持续披露准则；深圳证监局 REITs ESG 监管动态
https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202601/t20260127_3982650.htm
<https://mp.weixin.qq.com/s/7qiUzlgJwX5-Pk7WQbPnPQ>



市场实践：各资产类型REITs的ESG披露率与重点议题分析

据统计，截至 2026 年 5 月，中国已上市公募 REITs 共 81 只。其中，24 只已发布单独 ESG 报告，整体披露率约 29.6%。2026 年 18 只产品发行 2025 年度 ESG 报告，占已上市产品总数约 22.2%。相较 2025 年，2026 年 REITs ESG 报告披露数量继续提升，但据观察，部分 REITs 产品未以连续年度方式披露 ESG 报告。

资产类型	已上市数量	已发布 ESG 报告	披露率	2026 年报告发行数量	披露特征
租赁住房	9	6	66.7%	5	披露最活跃，报告普遍覆盖居住品质、租户权益、社区活动、绿色运营和安全管理。
消费基础设施	12	5	41.7%	5	新增披露明显，重点围绕绿色商业、消费者权益、租户关系、供应链和智慧运营。
清洁能源	9	4	44.4%	2	围绕绿色电力供给、发电运维、安全生产、生态保护和气候贡献展开。
水电气热	2	1	50.0%	1	披露产品较少，需关注公共事业运营安全、资源效率和民生服务连续性。
产业园	20	4	20.0%	3	披露重点在能源水资源、低碳园区、租户服务、产业孵化和智慧运营。
仓储物流	11	2	18.2%	0	已有报告覆盖能源、水、温室气体和仓储安全，但整体披露率仍低。
收费公路	13	2	15.4%	2	关注道路安全、通行效率、噪声、沿线生态、智慧高速和司乘服务。
数据中心及其他	5	0	0.0%	0	数据中心、隧道、污染治理等新兴或小规模资产尚未形成常态化 ESG 披露。

资料来源：戴德梁行 ESG 咨询服务团队分析整理

资产类型上，租赁住房 ESG 披露率最高（66.7%），报告普遍覆盖居住品质、租户权益、社区活动、绿色运营和安全管理等议题；消费基础设施（41.7%）与清洁能源（44.4%）披露率次之，反映新增消费基础设施 REITs 与绿色能源 REITs 对投资者沟通及可持续属性展示的需求；产业园、仓储物流和交通运输虽已出现代表性报告，但因总体上市产品众多，披露率仍处于较低水平。

头部基金管理人集中披露是 2026 年最显著特征：华夏基金于 2026 年 3 月 31 日集中发布旗下 11 只公募 REITs 2025 年度 ESG 报告，覆盖高速公路、租赁住房、产业园区、消费基础设施和清洁能源等资产类型，刷新了同一基金管理人发布 REITs ESG 报告的数量纪录，也成为截至目前境内规模最大的公募 REITs ESG 实践的集中展示。

资产类型	环境议题	社会议题	代表性 ESG 报告实践
产业园	污染物排放 土地利用 环境合规管理 绿色建筑	租户沟通 租户健康安全 创新驱动 社区参与 智慧运营	华夏合肥高新 REIT 披露 LED 节能改造、节水改造、屋面光伏和园区满意度调查，2025 年上半年租户满意度分别为 98.55 和 99.59 分；华夏和达高科 REIT 披露屋顶光伏项目容量 119.88KWp，年发电量约 14 万度。
租赁住房	绿色建筑 绿色租赁	员工薪酬福利 租户沟通 租户健康安全 社区参与 智慧运营 公平配租	华夏北京保障房 REIT、华夏华润有巢 REIT、招商蛇口租赁住房 REIT、红土深圳安居 REIT、汇添富上海地产 REIT 等报告突出居住体验、租户沟通、社区融合、绿色社区和民生保障。
消费基础设施	污染物排放 环境合规管理 循环经济 绿色建筑 绿色商业	租户沟通 租户健康安全 消费者权益 创新驱动 科技伦理 平等对待中小企业 智慧运营 经济价值	华夏华润消费 REIT、华夏金茂消费 REIT、华夏大悦城消费 REIT、华夏凯德消费 REIT 等报告将绿色商场运营、绿色租赁、消费者体验、会员与数字化运营、供应链管理纳入披露重点；华夏凯德消费 REIT 披露范围 1 和 2 温室气体排放强度较 2019 年下降 42.8%。
清洁能源	绿色能源供应 应对气候变化 资源利用及回收 环境管理体系	职业健康与安全 安全生产 合规运营 风险管理 信息公示	中航京能国际能源 REIT、华夏特变电工新能源 REIT、华夏华电清洁能源 REIT 等报告强调清洁电力供给、数智化运维、生产安全、生态保护和应对气候变化。
收费公路	应对气候变化 能源管理 水资源管理 温室气体排放及管理 生物多样性 噪声管理 沿线生态保护	道路安全 服务质量与投诉处理 智慧运营 供应链管理 合规运营	华夏越秀高速 REIT 围绕风险防控、道路安全、司乘服务、智慧运营、能源资源管理和沿线生态保护展开；华泰江苏交控 REIT 亦将道路运营与环境社会责任结合披露。
仓储物流	废弃物管理 应对气候变化 能源管理 水资源管理 温室气体排放及管理	职业健康与安全 服务质量与投诉处理 供应链管理 合规运营 商业道德	中金普洛斯 REIT 和中航易商仓储物流 REIT 报告体现仓储资产在能源管理、温室气体排放、安全生产和客户服务方面的披露基础。

资料来源：戴德梁行 ESG 咨询服务团队分析整理；REITs ESG 报告 /2025 年报告、REITs ESG 报告 /2026 年报告

综合具体报告和数据库议题覆盖情况，当前公募 REITs ESG 报告呈现三大特征：

1

编制依据综合化

普遍同步参考交易所指引、GRI 标准、SDGs 等多元框架。

2

内容转向量化运营

从“定性故事”转向“绩效量化”，系统披露高质量资产运营指标，如：单位面积能耗、碳排放、水耗电耗等环境指标；租户满意度、绿建认证占比等社会与可持续发展治理指标，也日益成为标准披露项。

3

议题紧扣资产属性

实质性议题明显受底层资产属性影响，如：租赁住房偏重民生社区，消费资产聚焦消费者与租户，清洁能源突出绿电与安全生产，交通设施侧重道路安全与通行效率，产业园关注低碳与企业服务。

核心挑战

当前公募 REITs 的 ESG 实践主要在权责匹配、标准细则与落地执行三方面面临挑战：



权责匹配： 基金管理人 与 原始权益人或存理念分歧

基金管理人肩负提升估值与满足投资者 ESG 诉求的责任，但底层资产的运营主导权掌握在原始权益人手中。当双方在绿色改造投入、社区关系维护等长期议题上理念分歧时，基金管理人的 ESG 战略往往因缺乏抓手而难以穿透至资产运营层面。



标准细则： 本土化评级与估值体系相较滞后

尽管 2026 年《ESG 评价框架》国标出台，但针对 REITs 细分领域仍缺细则，导致行业披露的指标口径与质量参差不齐。除此之外，本土化 ESG 评级和估价标准对于 ESG 相关内容的缺失，也使投资者难以量化风险，造成部分低碳资产价值或被低估。



落地执行： 底层资产改造提升与社会价值协同挑战

底层资产可持续性的提升投入，与 REITs 产品强调的短期分红稳定性存在天然冲突，例如：环境改造成本较高（高速公路光伏铺设、商场节能改造需巨额投入，短期内会影响现金流）、社会利益协调复杂（租赁住房 REITs 需兼顾“租金稳定”与“社区服务升级”，科技园区需平衡企业减碳压力与租户成本）、治理数据基础薄弱（多数项目缺乏 ESG 数据追踪系统，碳足迹、社区满意度等指标难以实时监测）。

尽管上述结构性挑战在短期内难以根除，但随着政策端的规则补位与市场端的工具创新，行业正通过协同治理与数字赋能积极探索破局路径，展现出向规范化纵深发展的韧性。

ESG 与资产价值：实证分析与定价锚定

ESG 表现对资产价值的影响机制

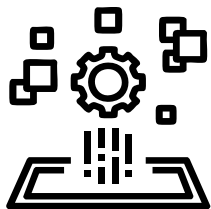
从环境维度看，REITs 底层资产运营普遍涉及能源、水资源、废弃物及设备维护等。其中，商业不动产、数据中心、产业园区和消费基础设施等经营型资产，对能耗管理和绿色运营的要求相对更高，可通过降低能耗、水耗和维护成本实现净运营收入的改善。绿色建筑认证、节能改造、可再生能源采购和碳排放管理，均可被纳入资产运营成本和长期资本开支管理。环境绩效同样可通过租金溢价、出租率提升和运营效率改善影响资产现金流。戴德梁行《绿色收益：通过可持续发展解锁商业地产价值》研报中 2025 年北京和上海的写字楼物业市场数据显示，获得绿色认证的建筑，其每平方米估值较未获认证的同类物业高出 5% 至 10%。其中的逻辑十分清晰：运营成本降低、空置率风险下降，以及具备面向未来的前瞻性设计，这些因素有助于提高净营运收入（NOI）。

从社会维度看，各类 REITs 资产社会属性各异：租赁住房 REITs 与居民居住、租户服务和社区治理相关；消费基础设施 REITs 与消费者体验、商户经营和公共空间服务相关；而交通、市政环保等资产则侧重公共服务连续性与运营安全。对于租赁型资产而言，出租率、续租率、租金收缴率、客户满意度和社区服务体系，是观察资产现金流稳定性的重要运营指标。

从治理维度看，ESG 实践与 REITs 的资产管理能力、风险管理机制和信息披露质量密切相关。绿色融资、ESG 评级、信息披露透明度和机构投资者筛选标准将影响资金可得性和资本成本。GRESB 2025 年评级结果显示，全球 1,002 家基金管理人提交的 2,382 项房地产评级中，ESG 披露与同业对标持续深化，印证机构投资者对可持续绩效的高度重视。



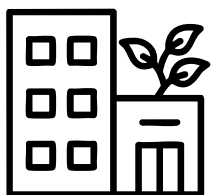
热点资产类型的 ESG 实践深度剖析



数据中心 REITs：

PUE 优化、绿色电力采购、液冷技术应用与算力碳足迹管理等

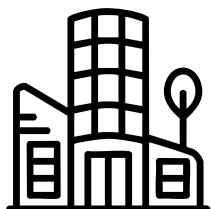
数据中心 REITs 的 ESG 实践重点主要集中在 PUE 优化、可再生能源采购、温室气体排放核算、冷却系统升级和气候风险管理等方面。Keppel DC REIT 2025 年报告显示，其通过 AI 预测、冷机优化、冷热通道封闭等多项举措，在核心资产中实现约 12% 的 PUE 有效改善。绿色电力方面，通过四笔 VPPA 累计供应绿电 86,280 MWh，减碳 19,525 吨二氧化碳当量。同时，该 REIT 更新气候目标，以 2025 年为基准，承诺 2035 年前将范围 1、2 排放削减 50%，并将 IPCC 与 NGFS 气候情景分析纳入资产管理和绿色融资安排。



租赁住房 REITs：

绿色建筑标准、社区融合、租户健康与福祉等

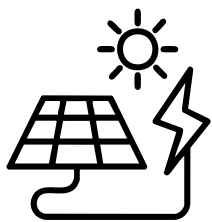
租赁住房 REITs 的 ESG 重心落在绿色建筑 / 节能环保、居住安全、租户服务与社区融合；相较其他经营型资产，其社会维度更突出，关键运营抓手是出租率、租金收缴率、租户满意度与社区运营质量。以招商基金蛇口租赁住房 REIT 为例，其 ESG 报告披露了项目与住户签《绿色租赁公约》（覆盖运营、废弃物处置、绿色装修、节能降碳活动与专题培训），太子湾、林下两项目签署率均达 100%；并通过织物回收箱、垃圾分类宣传、“零碳森活”环保游园会等方式引导低碳生活与社区共建。



消费基础设施 REITs：

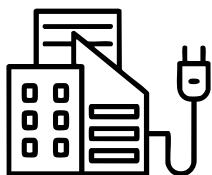
绿色商场运营、消费者行为引导、供应链碳管理等

消费基础设施 REITs 以购物中心、奥莱等为主，ESG 实践紧扣绿色空间运营、消费体验与社区互动，同步推进环保宣传与公众可持续参与。披露聚焦能源 / 水资源 / 废弃物管理、绿色办公、可持续消费活动、供应链及消费者互动等维度。案例方面，华夏大悦城消费 REIT 2025 年报告显示，成都大悦城打造“公园里 PARK MORE+”绿色空间，植入绿植、宠物等生态元素，推动城市生物多样性保护；华夏华润消费 REIT 2025 年 ESG 报告提及，青岛万象城首获 WELL HSR 健康建筑认证，向租户发起可持续倡议，并围绕“女性健康疗愈”“健康养犬”开展社区活动，塑造多元包容的消费场景。



清洁能源和水利基础设施 REITs： 能源保供、绿电外送、公共服务等

以清洁能源为底层资产的经营权 REIT 天然具备 ESG 属性。中航京能国际能源 REIT（原“中航京能光伏 REIT”，508096）扩募后形成首单“光伏 + 水电”组合，新增水电在强化低碳互补属性的同时，兼具能源保供与绿电外送的社会价值。银华绍兴原水水利 REIT 作为全国首单水利 REIT，除保障区域防洪安全、构建生态屏障、提供供水公共服务等属性外，更打通了水利投融资的良性循环，为长期资金筹措拓路。对于这类典型的“自然资本”资产，ESG 绝非锦上添花，而是直接关乎供水量、发电量及现金流稳定性的核心风控要素，是其资产韧性与估值稳定的重要保障。



商业不动产 REITs（新试点）： 写字楼与酒店的 ESG 改造路径、绿色租赁条款

商业不动产是中国公募 REITs 扩围的新兴品类。参考日本、新加坡成熟 REITs 市场经验，酒店资产已建立较为成熟的 ESG 披露和资产管理实践。以 Japan Hotel REIT 为例，其 2025 年 ESG 报告聚焦节能改造、资源循环及健康安全等议题，ESG 实践路径体现为：推进照明、空调等存量资产绿色技改；持续监测能耗、水耗及废弃物等环境绩效；运用绿色租赁、绿色建筑认证及绿色贷款等工具，推动业主、承租人与金融机构共同参与酒店资产的可持续运营。



2026 年 ESG 趋势展望

趋势一

ESG 表现与融资成本挂钩,绿色金融产品创新(如可持续发展挂钩债券)

绿色债券、绿色贷款、可持续发展挂钩债券和贷款,将继续成为 REITs 连接资产改造与资本市场的重要工具。绿色融资强调资金用途,挂钩型融资则把利率或条款与减排、绿色建筑认证、能源强度或 GRESB 评分等绩效目标相连。

国际 REITs 已有较多案例:Link REIT 披露可持续及绿色债券安排, Fortune REIT 于 2025 年签署 25 亿港元可持续发展挂钩贷款, CapitaLand Ascendas REIT 将绿色融资投向绿色建筑、可再生能源和能源效率项目。

国内也有创新实践, GRESB 与北京银行城市副中心分行推出面向北京地区不动产及基础设施主体的“可持续不动产支持贷款”,以 GRESB 评级相关指标作为挂钩 KPI,对可持续表现较好或持续改善的企业给予最高 20BP 的贷款利率优惠。

趋势二

数字化 ESG 管理平台与碳核算工具的应用普及

REITs 和不动产资产管理人已开始通过环境追踪系统、ESG 数据平台和碳核算工具管理底层资产数据。例如, Hektar REIT 通过 Environmental Tracking System 追踪运营物业碳排放,并披露 Scope 1、Scope 2 及 Scope 3 排放数据; ESGpedia 则提供数字化数据管理、碳计算、可持续报告及供应链 ESG 工具,服务于不动产、建筑环境和可持续金融等场景。相关案例表明, ESG 管理正在从年度报告编制环节延伸至日常数据采集、资产监测和融资支持环节。

REITs 底层资产多、参与主体多,数据相对分散,适合通过数字化平台管理能耗、水耗、废弃物、温室气体、绿色认证、安全事件和客户反馈等数据,并将其同步用于报告、评级和融资。

趋势三

机构投资者 ESG 筛选标准趋严,推动资产管理人提升 ESG 整合能力

机构投资者对不动产资产 ESG 表现的关注已逐步进入投资尽调、管理人筛选和投后监测环节。APG 在房地产投资过程中使用 GRESB 数据开展尽职调查、投资沟通和绩效监测; NBIM 则要求其不动产投资伙伴和资产管理人识别并管理与资产价值、运营成本和声誉相关的 ESG 风险。与此同时, GRESB 作为房地产和基础设施领域常用的 ESG 基准工具,已覆盖大量房地产公司、REITs、基金和基础设施资产运营商,为投资者提供资产组合比较和管理人沟通的数据基础。





戴德梁行资产证券化业务联系人



胡峰

戴德梁行
北区董事总经理

feng.hu@cushwake.com



杨枝

戴德梁行资产证券化业务负责人
北京估价及顾问服务部 主管

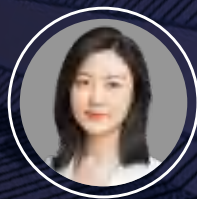
chris.z.yang@cushwake.com



刘慧

戴德梁行北区房地产金融业务负责人
北京估价及顾问服务部 高级董事

rika.h.liu@cushwake.com



李俊俊

戴德梁行北京估价及顾问服务部
高级助理董事

nadia.jj.li@cushwake.com

报告编辑团队

报告主编

陈泓亚

thea.chen1@cushwake.com

第三章

王一锴

edward.wang@cushwake.com

第五章

陈夏青

summer.chen1@cushwake.com

第一章

段然

april.duan@cushwake.com

第三章

张锐捷

jerry.zhang3@cushwake.com

第五章

贾初晓

sherry.jia@cushwake.com

第二章

张艳芹

amber.zhang@cushwake.com

第四章

孙毅

eason.sun@cushwake.com



扫描二维码订阅
戴德梁行大中华区更多
研究报告



扫描二维码关注
戴德梁行官方微信

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 350 多个办公室，拥有 53,000 名专业员工。在大中华区，23 家分公司合力引领市场发展。2025 年公司全球营业收入达 103 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。戴德梁行致力于“戴领无限超越”，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

本报告刊载的一切资料及数据，虽力求精确，但仅作参考之用，并非对报告中所载市场或物业的全面描述。报告中所引用的来自公告渠道的信息，尽管戴德梁行相信其可靠性，但该等信息并未经戴德梁行核实，因此戴德梁行不能担保其准确和全面。对于报告中所载信息的准确性和完整性，戴德梁行不做任何明示或暗示的担保，也不承担任何责任。戴德梁行在报告中所述的任何观点仅供参考，并不对依赖该观点而采取的任何措施或行动、以及由此引起的任何风险承担任何责任。戴德梁行保留一切版权，未经许可，不得转载。

© 戴德梁行 2026 年

Better never settles



更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.net