

十四五 回顾
和
十五五 展望

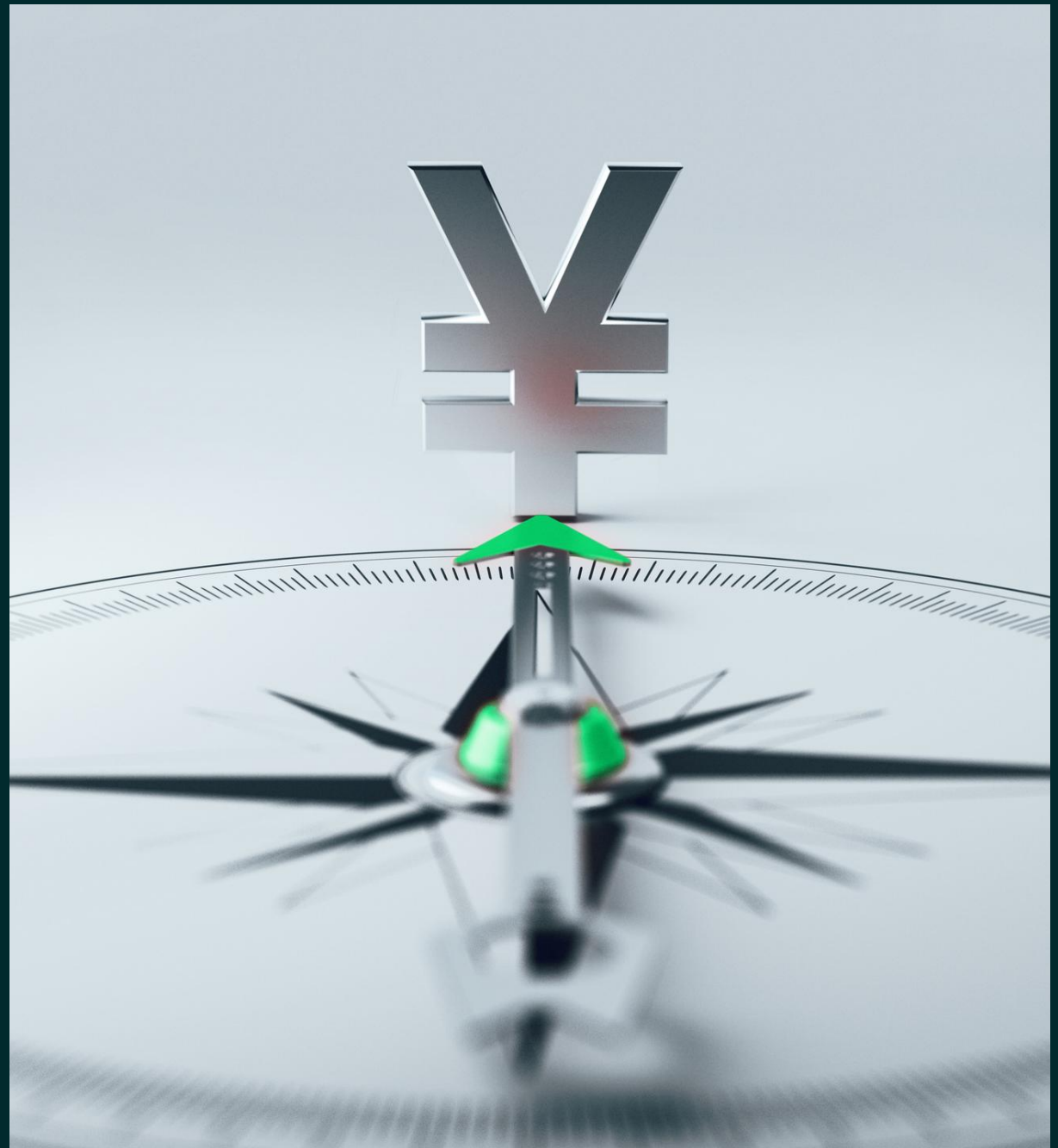
展望商业地产市场
下一个五年新航路

新引擎，新航道 人民币机构资本重塑 中国商业地产投资格局

专题报告

世邦魏理仕
中国区研究部
投资及资本市场部

2025年12月

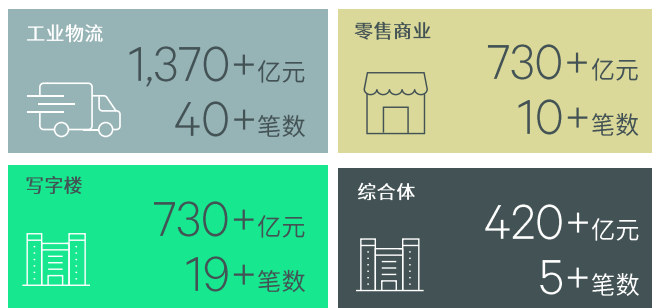


执行摘要

人民币机构资本商业地产投资回顾

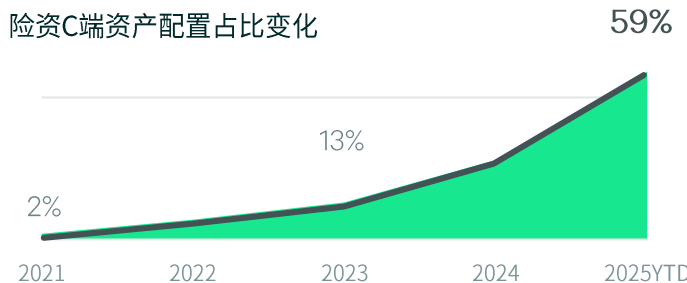
● 保险配置量大多元

险资近五年前四大配置资产类型



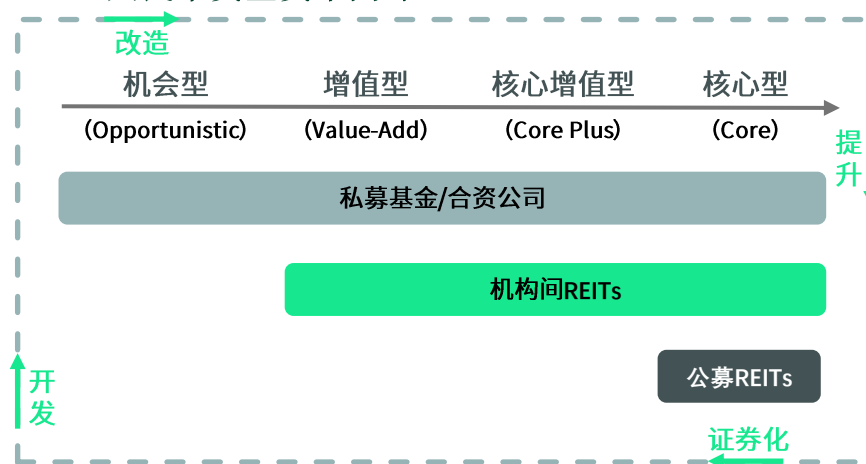
● “To-C”类资产配置增加

险资C端资产配置占比变化

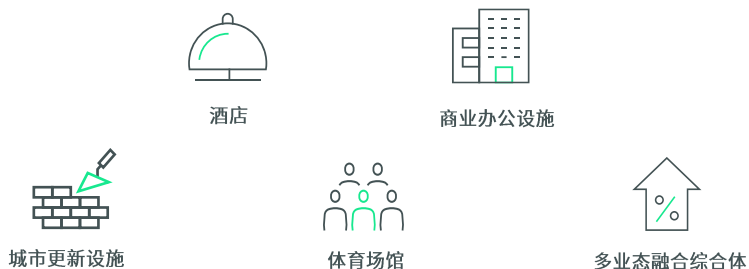


全谱系投资路径解析与回顾

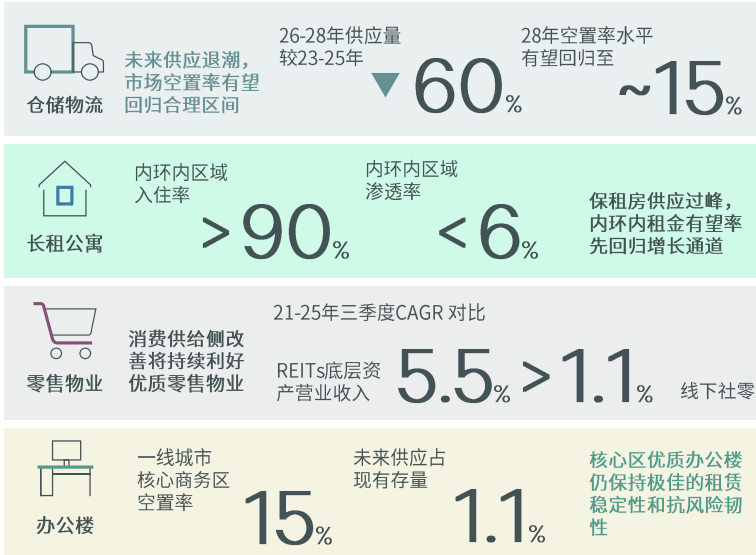
● 人民币资金资本闭环



● 公募REITs底层资产再扩围



商业地产租赁市场趋势



资本化率观察

● 正向利差吸引力增强



报告目录

- 01 人民币机构资本商业地产投资回顾
- 02 全谱系投资路径解析与回顾
- 03 商业地产租赁市场趋势
- 04 资本化率观察



01

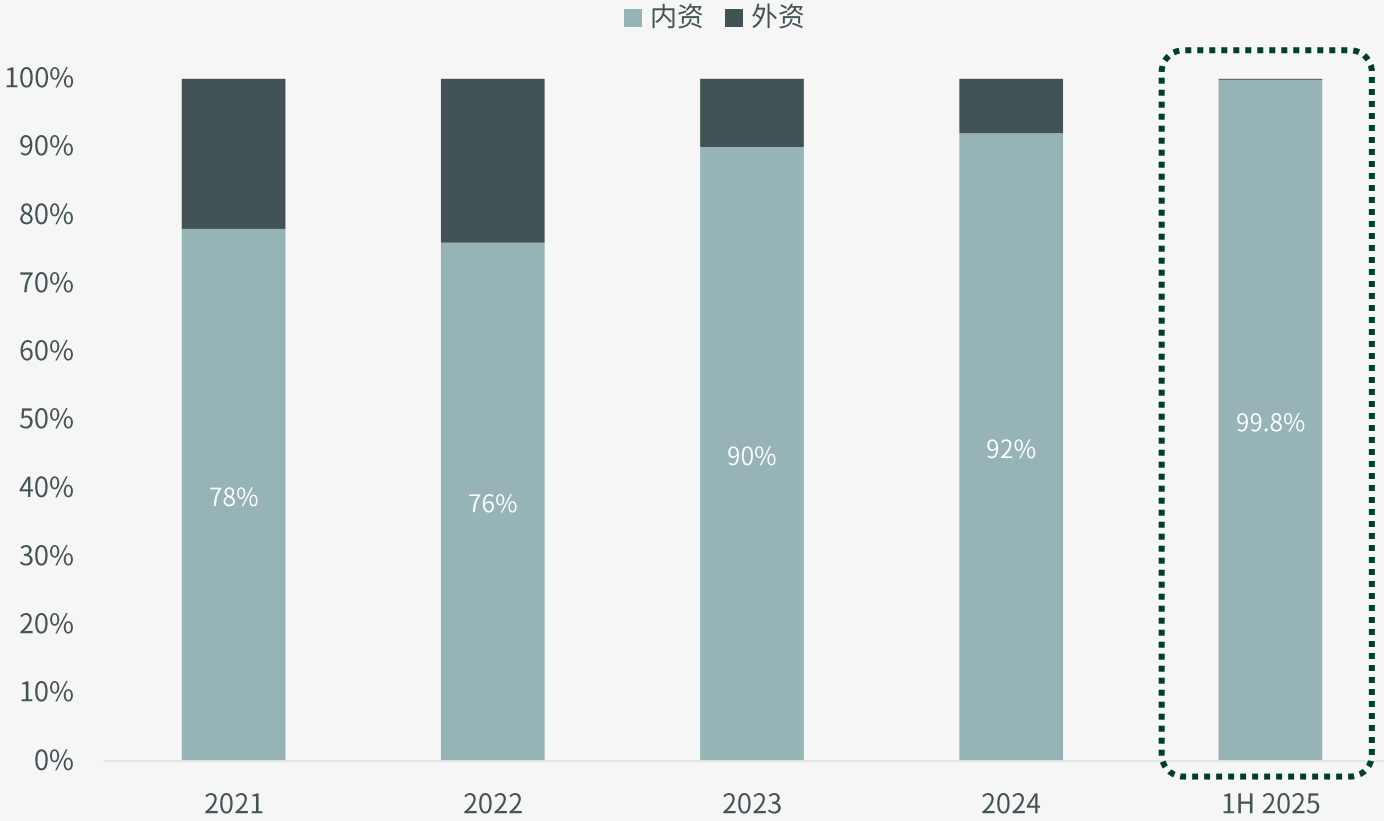
人民币机构资本 商业地产投资回顾



人民币资本占比逐年提升， 是大宗交易的核心流动性来源

– 2022年以来，受全球货币政策分化及地缘政治影响，外资活跃度显著回落。内资买家，尤其是具备负债端配置需求的保险及产业资本，在大宗交易上非常活跃，占比呈现单边上扬态势，2025年上半年占比已逼近100%。

全国大宗交易金额占比（按资金来源）

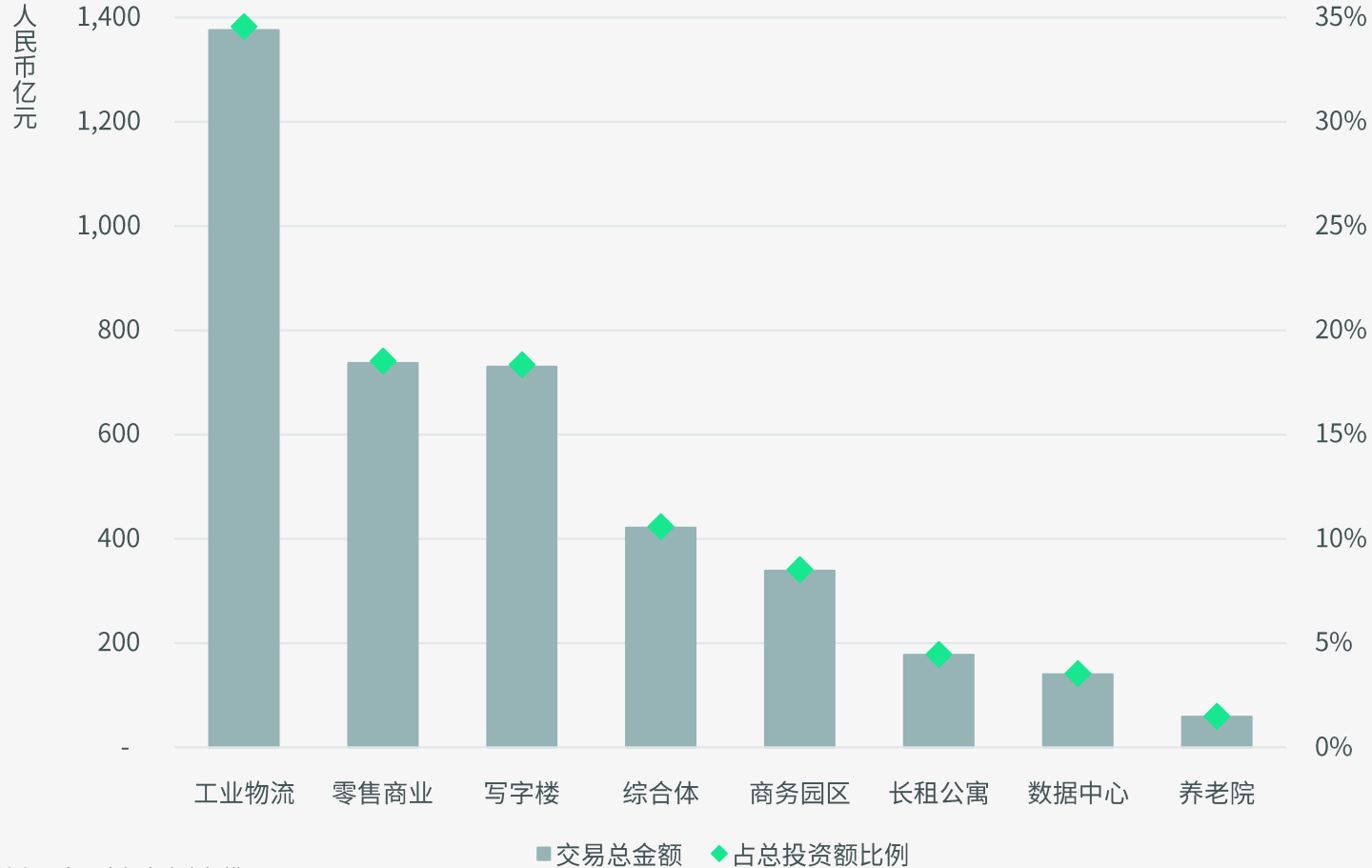


数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

工业物流与商办赛道仍是存量配置基本盘，边际增量正显著流向“弱周期、稳现金流”的“To-C”类资产

- 近五年，险资成为人民币资本的中坚力量，投资了大量的工业物流资产，其与零售商业、写字楼、综合体共同成为险资主要配置类型。
- 目前长租公寓在保险机构的投资配置中占比相对较低，在保租房供给过峰后，租赁住房或将成为险资提升投资组合稳定性的重要赛道，具备明显的增配空间。
- 数据中心、康养等具有产业协同效应的资产也逐步纳入主流配置视野。

2021-2025年中国保险机构交易合计（按资产类型）

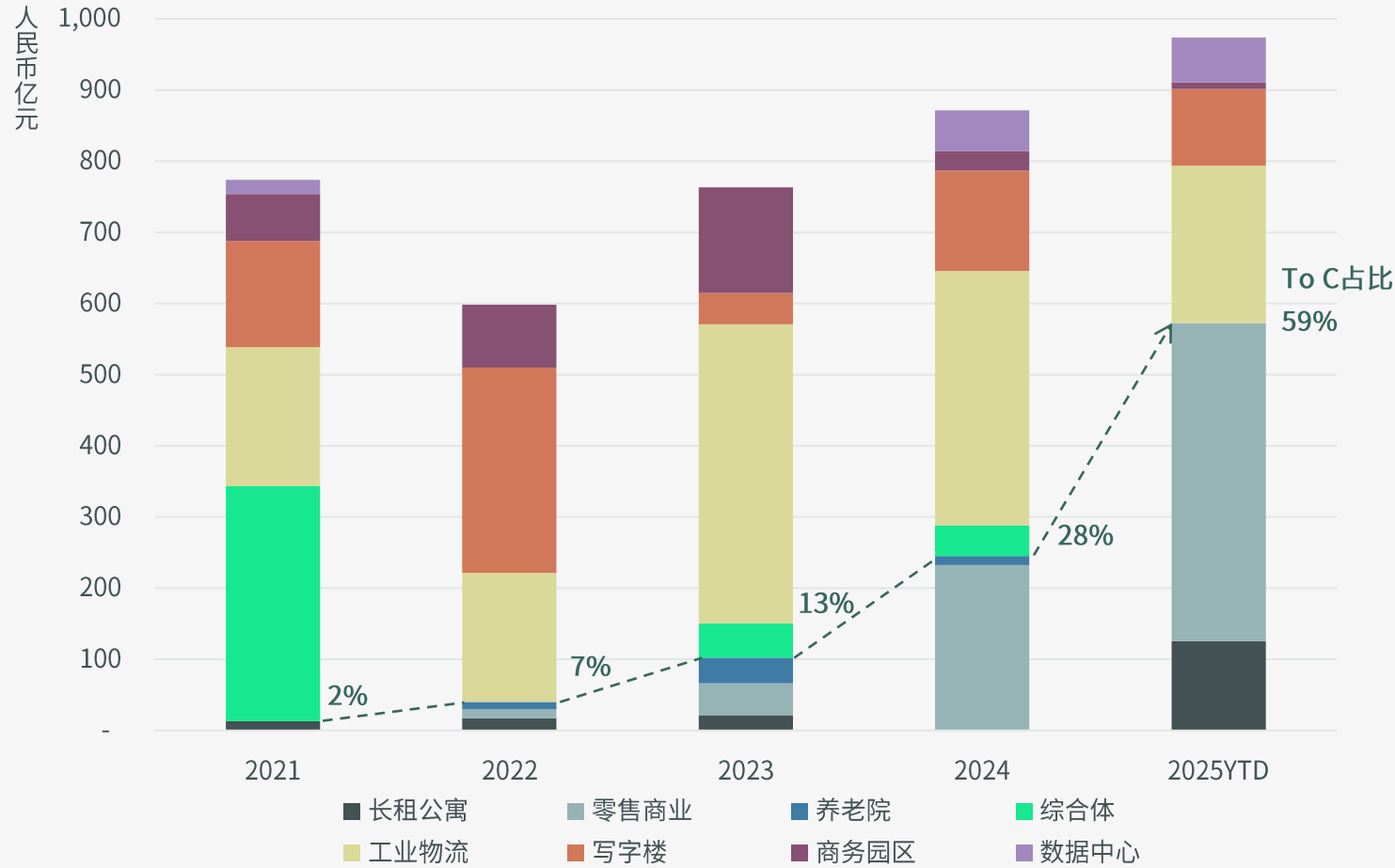


注释：交易金额为资产规模
数据来源：世邦魏理仕投资及资本市场部，2025年11月

保险机构配置逐渐向“To-C”类扩容，资产组合更趋多元化

除传统的物流、综合体、写字楼外，保险资金在长租公寓、社区商业、数据中心等赛道的配置明显提升。以零售为主的消费类资产近几年成交量显著提升。

2021-2025年中国保险机构交易金额占比（按资产类型）



注释：交易金额为资产规模
数据来源：世邦魏理仕投资及资本市场部，2025年11月

头部险资持续活跃布局； 新入局机构把握配置窗口， 迅速抢占细分赛道领先位置

- 大型险资配置规模始终领先，部分新入局的险资机构也在迅速崭露头角，常作为基金的跟投方参与。
- 中小险资及新入局机构则通过基金跟投、联合投资等灵活方式介入，共同维持了市场的流动性与活跃度。

2021-2025年主要保险机构投资笔数及金额



注释：资产包按照1笔交易记录，交易金额为投资人出资金额
 数据来源：世邦魏理仕投资及资本市场部，2025年11月

02

全谱系投资路径 解析与回顾



多层次资本市场体系构建完成，以全谱系金融产品引入多元化资本全面参与

- 随着人民币不动产金融生态的日益成熟，市场已构建起涵盖合资公司（JV）、私募基金、机构间REITs及公募REITs的多种资本架构。
- 丰富的全谱系金融产品矩阵，成功引入了包括保险、银行理财、券商自营及产业资本在内的多元化资金方，精准匹配不同风险偏好的资本需求，实现了资本对不动产全生命周期（从开发建设、改造培育到成熟运营）的深度覆盖与全面参与，加速推动“资金-资本-资产”的良性闭环循环。

不同人民币金融工具对比

人民币金融工具	公募REITs CREITs	机构间REITs Private REITs	私募基金 Pre-REITs / Private Funds	合资公司 JV
主要投资人	保险、银行理财、券商自营、私募基金	保险、银行理财、券商自营、私募基金	保险、产业资本	保险、产业资本
适用资产	稳定运营3年以上，办公楼、酒店、物流、园区、商旅文体健等多业态融合商业综合体等	成熟运营或运营培育期项目均可，赛道无限制，取决于投资人配置偏好	成熟运营为主或运营培育以及部分改造类项目均可，赛道无限制，取决于投资人配置偏好	各种运营状态和赛道资产均可
资产定价	监管审批背景下，投资人资产定价受多重因素影响	由投资人与发行人双方协商	由投资人与发行人双方协商	由投资人与发行人双方协商
退出完成度	发行人自持比例不低于20%且有一定锁定期	发行人自持比例通常不低于10%	无监管限制要求，但对后期经营存在较大不确定性的项目通常有跟投要求，比例在10~30%	无监管限制要求
资金用途要求	不超过15%的净回收资金可用于补充发起人流动资金；2年内净回收资金使用率不低于75%，3年内全部使用完毕	无监管限制要求		
杠杆比例	不超过28%	通常不超过50%	通常不超过50%	开发阶段采用成熟阶段视情况

信息来源：世邦魏理仕投资及资本市场部根据公开信息整理，2025年11月

“开发-改造-提升-证券化”的人民币资本闭环已逐步形成

- 从开发到成熟运营的不动产发展阶段中，人民币资本通过私募基金、机构间REITs、公募REITs等形式逐步构建起了“开发-改造-提升-证券化”资本闭环。
- 伴随机会型、增值型、核心增值型以及核心型策略的发展与应用，人民币资本市场进一步迈向成熟。



灵活的交易结构设计，匹配各类资产风险特征

- 投资人配置方式日益成熟，从单项目走向股权与盲池策略，展现对持有型物业长期投资信心。
- 外资/港资通过多种基金架构完成资产重组与退出，实现人民币资本对美元资本的逐步替换。

中国人民币私募基金典型策略案例

项目制基金案例—上海博华广场不动产专项基金

- **项目简介:**
 - 上海博华广场为位于上海静安区的核心办公楼物业。2025年，物业100%出售给由中邮人寿作为主要投资人参与设立的人民币基金。
- **主要信息:**
 - 日期：2025年
 - 基金规模：55亿元
 - LP：中邮保险，Hines
 - GP/基金管理人：招商资本，Hines
 - 项目公司/资产管理人：Hines
 - 策略要素：底层资产明确的项目制基金



结构化案例—瑞安上海鸿寿坊专项基金

- **项目简介:**
 - 瑞安房地产联合大家保险，通过基金渠道实现位于上海普陀区的鸿寿坊部分股权退出，瑞安持有基金的劣后级份额。
- **主要信息:**
 - 日期：2023年
 - 基金规模：13亿元
 - LP：大家保险
 - GP/基金管理人：盛鼎基金（大家投控旗下）
 - 策略要素：瑞安房地产旗下瑞安投资保留部分基金份额作为劣后级



盲池案例—大家保险长租公寓增值策略基金

- **项目简介:**
 - 基金由大家保险旗下另类投资平台大家投控发起，以盲池的策略投向北京、上海等一线城市的保障性租赁住房项目。
- **主要信息:**
 - 日期：2025年
 - 基金规模：45亿元
 - LP：大家，友邦，中宏，中银三星，复星保德信
 - GP/基金管理人：盛鼎基金（大家投控旗下）
 - 策略要素：以盲池策略布局一线城市的保障性租赁住房项目



数据来源：基金业协会，世邦魏理仕投资及资本市场部

各类发行人踊跃参与，底层资产迅速扩容

— 民企、外企、国央企均踊跃申报，产品规模和资产类型加速扩容，底层资产包括保障性租赁住房、物流、商业、办公、产业园、数据中心、高速公路、铁路、桥梁、新能源等领域。

累计申报规模

58 单
1201.82 亿元

已通过待发行

12 单
200.74 亿元

已发行上市

21 单
533.89 亿元

已反馈+已受理

25 单
467.19 亿元

序号	产品状态	发行人	资产所在城市	资产类型	发行时间	发行金额 (亿元)
1	已发行	中交集团	清远	高速路桥	2023/12/11	19.60
2	已发行	建信租赁住房基金 (含扩募)	上海、杭州、武汉	保租房	2024/6/27	16.23
3	已发行	中交集团	贵阳	高速公路	2024/8/28	49.56
4	已发行	越秀地产	广州	办公	2024/11/15	14.13
5	已发行	中交集团	重庆	高速公路	2024/11/26	21.70
6	已发行	中铁二十五局	广州	商业/办公	2024/12/30	8.58
7	已发行	万国数据	北京	数据中心	2025/3/4	10.46
8	已发行	远景能源	邯郸	风电场	2025/6/11	2.85
9	已发行	中交集团	东连广州番禺, 西连罗定、广西南宁	高速公路	2025/7/16	25.30
10	已发行	无锡经开	无锡	产业园	2025/7/29	6.60
11	已发行	象屿集团	厦门	产业园	2025/8/29	5.60
12	已发行	首创集团	大连	水电	2025/9/25	7.30
13	已发行	中铁诺德	北京	商业/办公/酒店	2025/9/26	25.60
14	已发行	四川能源	宜宾、昭通	清洁能源	2025/11/4	24.95
15	已发行	世纪互联	北京	数据中心	2025/11/4	8.60
16	已发行	上海外高桥	上海	产业园	2025/11/25	18.30
17	已发行	青岛水务	青岛	清洁能源	2025/11/26	4.77
18	已发行	新疆国信	新疆	清洁能源	2025/11/28	95.00
19	已发行	中建广场	上海	商业/办公	2025/11/28	12.60
20	已发行	吾悦广场	上海	商业	2025/11/28	6.16
21	已发行	中交集团	广州、清远	高速公路	2025/12/2	150.00
已发行合计						533.89

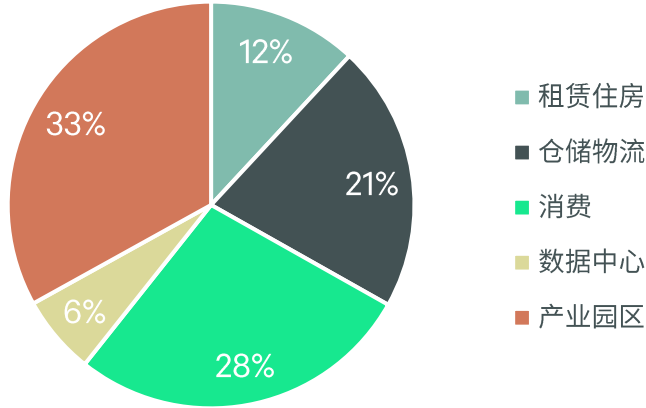
注释：数据截至2025年12月3日 数据来源：wind，市场公开资料

公募REITs

公募REITs资产类型不断丰富，产业园区、消费和仓储物流是主要发行资产

截至2025年10月，公募REITs共发行上市76只，规模合计2,059亿元（含扩募），其中产权类共发行上市51只，发行规模1,100亿元（含扩募），总发行量占比53.42%。

产权类公募REITs资产类型发行规模占比情况（含扩募）



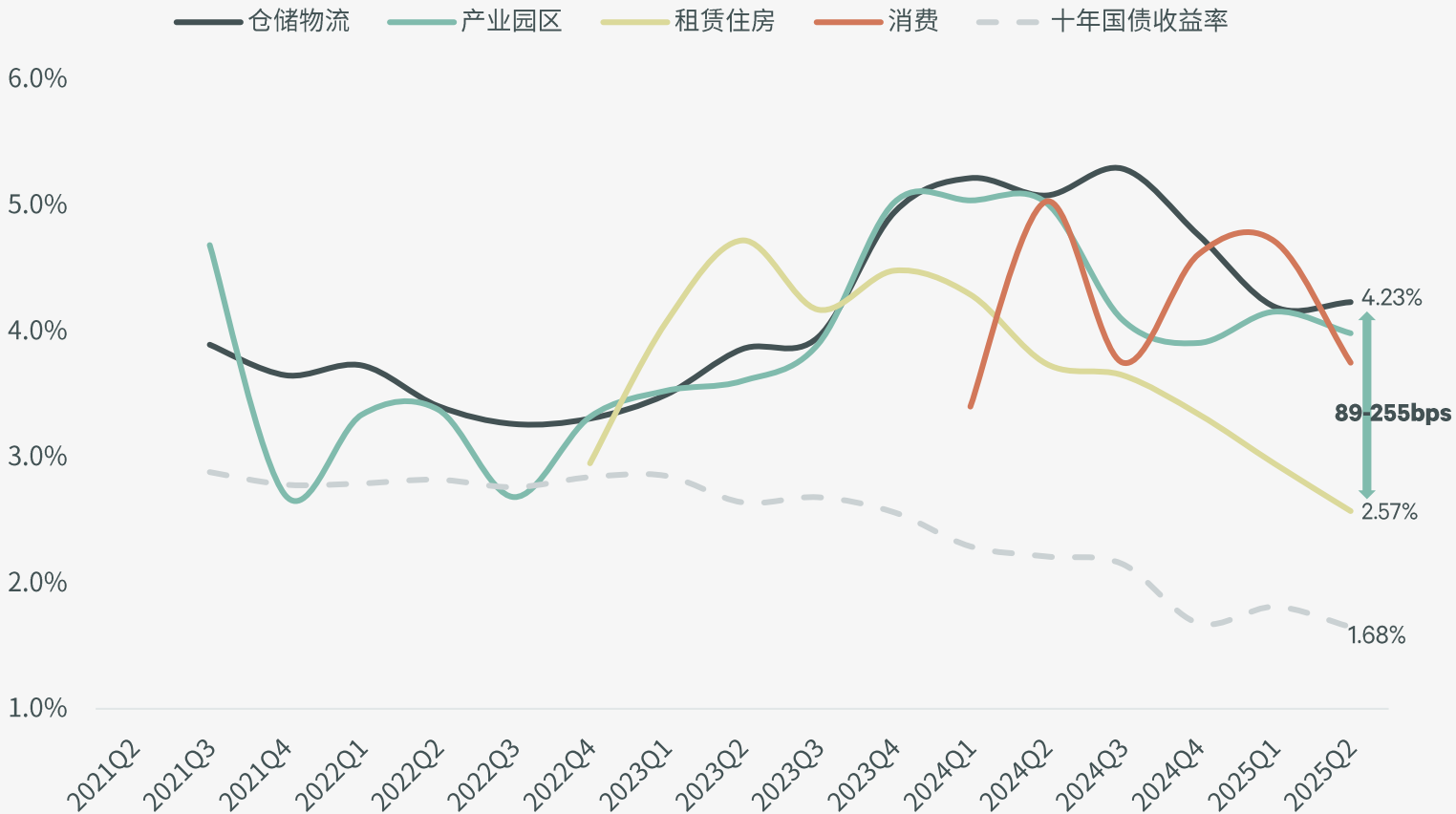
数据来源：Wind，2025年10月

基础资产类型	产品名称	基础资产类型	产品名称	
产业园区 19只 364亿	博时津开开工产业园REIT	仓储物流 10只 234亿	红土创新盐田港仓储物流REIT（已扩募）	
	博时招商蛇口产业园REIT（已扩募）		华安外高桥仓储物流REIT	
	创金合信首农REIT		华泰紫金宝湾物流仓储REIT	
	东吴苏州工业园区产业园REIT		华夏深国际仓储物流REIT	
	广发成都高投产业园REIT		汇添富九州通医药仓储物流REIT	
	国泰海通东久新经济REIT		嘉实京东仓储基础设施REIT	
	国泰海通临港创新产业园REIT（已扩募）		南方顺丰物流REIT	
	华安张江产业园REIT（已扩募）		中航易商仓储物流REIT	
	华泰紫金南京建邺产业园REIT		中金普洛斯仓储物流REIT（已扩募）	
	华夏杭州和达高科产业园REIT		中银中外运仓储物流REIT	
	华夏合肥高新产业园REIT		华安百联消费REIT	
	华夏金隅智造工场REIT		华夏大悦城商业REIT	
	建信中关村产业园REIT	华夏华润商业REIT		
	易方达广州开发区高新产业园REIT	华夏金茂商业REIT		
	招商科创孵化器REIT	华夏凯德商业REIT		
	中金湖北科投光谷产业园REIT	华夏首创奥特莱斯REIT		
	中金联东科技创新产业园REIT	华夏中海商业资产REIT		
	中金亦庄产业园REIT	嘉实物美消费REIT		
	中金重庆两江产业园REIT	易方达华威农贸市场REIT		
租赁住房 8只 131亿	国泰海通城投宽庭保障性租赁住房REIT	消费 12只 303亿	中金唯品会奥莱REIT	
	红土创新深圳安居REIT		中金印力消费基础设施REIT	
	华泰苏州恒泰租赁住房REIT		中金中国绿发商业资产REIT	
	华夏北京保障房REIT（已扩募）		南方润泽科技数据中心REIT	
	华夏基金华润有巢REIT		南方万国数据中心REIT	
	汇添富上海地产租赁住房REIT		数据中心 2只 69亿	
	招商基金招商蛇口租赁住房REIT			
	中金厦门安居保障性租赁住房REIT			

板块间分派率走势分化， 风险利差差异体现投资人 风险偏好

- 2023年第三季度以来，产权类REITs分派率整体呈下行趋势，仓储物流分派率率先回升并呈现企稳态势。
- 分派率走势出现明显分化：仓储物流风险利差最高（255bps），反映投资人对其短期运营波动仍持谨慎态度；租赁住房风险利差最低（89bps），体现市场对现金流稳定性的偏好。

产权类公募REITs TTM分派率及十年国债收益率



注释：REITs板块TTM分派率为期末各板块所有上市REITs市值加权平均TTM分派率，TTM分派率为最近4个季报可供分配金额之和/市值，少于4个季报的项目的可供分配金额按天数年化。
数据来源：季度报告，中国债券信息网，世邦魏理仕研究部，2025年8月

底层资产再扩围，办公和酒店入选

- 11月28日，中国证监会发布《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告（征求意见稿）》；12月1日，国家发改委发布《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目行业范围清单（2025版）》。这两份文件的先后出台标志着中国公募REITs底层资产再次扩围后，基本完成了对广义商业地产类型的覆盖。
- 纳入公募REITs底层资产范围将打通办公楼和酒店资产在公开市场上的退出路径，对进一步激活其资本循环和提升市场交易流动性具有积极意义。

公募REITs扩围纳入商业不动产政策文件对比

公募REITs扩围政策	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	基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025年版）
发布部门	中国证监会	国家发改委
文件类型	征求意见稿	正式发布稿
REITs名称	商业REITs	基础设施REITs
新增资产类型	商业不动产	酒店（四星级及以上）、商办（超大特大城市的超甲级、甲级商务楼宇项目）、城市更新设施、体育场馆、商旅文体健等多业态融合的商业综合体项目
原始权益人限制	未明确	不得从事商品住宅开发业务
涉及比例限制	未明确	园区基础设施：酒店和配套底商建筑面积不超过30% 消费基础设施：酒店和商业办公用房建筑面积原则上不得超过30%，特殊情况下最高不得超过50%
审核程序	交易所审核、证监会注册	发改委推荐、交易所审核、证监会注册
募集资金监管	待细化	不超过15%的净回收资金可用于补充发起人流动资金；2年内净回收资金使用率不低于75%，3年内全部使用完毕
外部借款	待细化	不超过28%

信息来源：世邦魏理仕投资及资本市场部根据公开信息整理，2025年12月

03

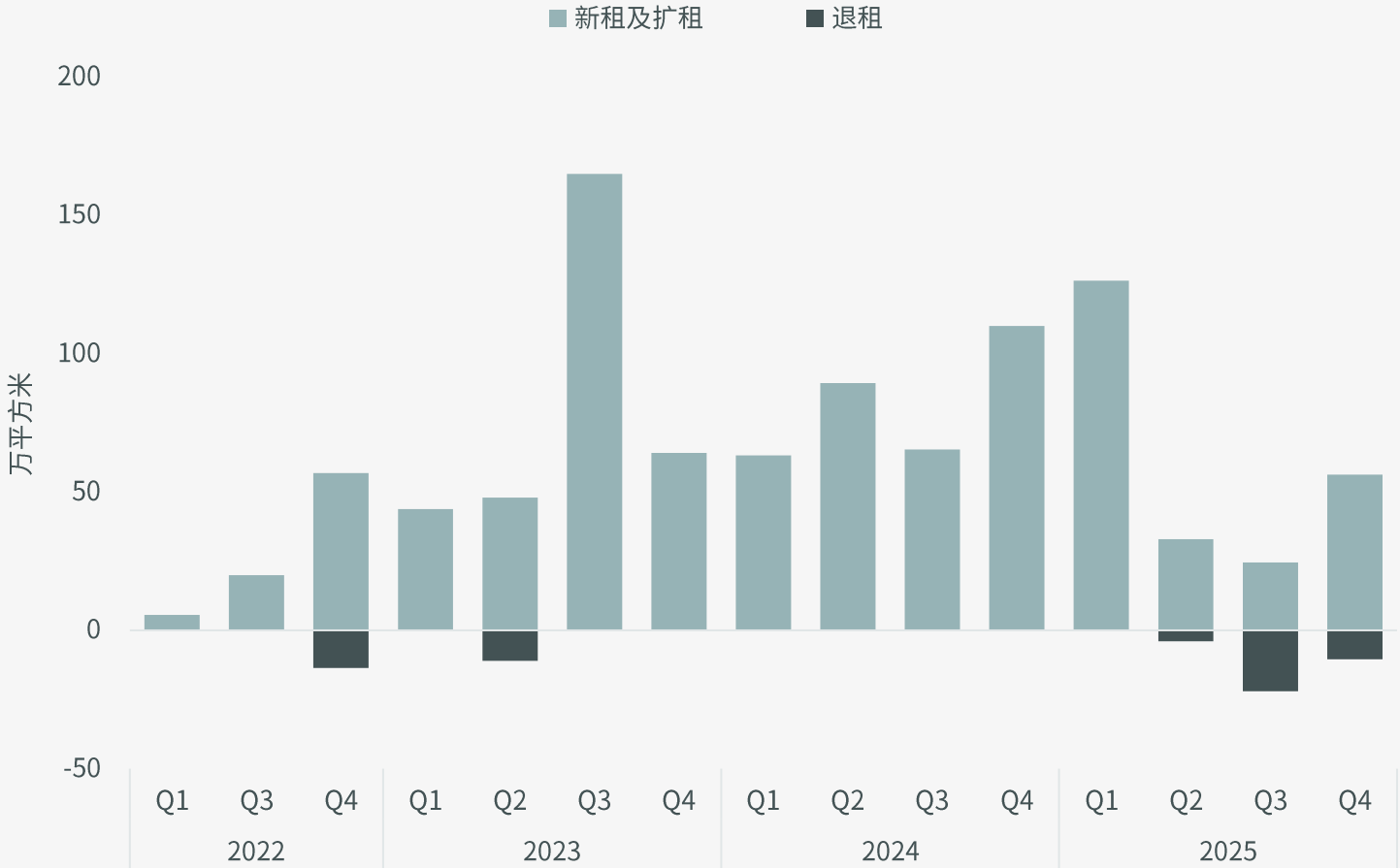
商业地产租赁市场趋势



跨境电商扩张放缓，华南产业链优势仍显稳固

- 受关税战（对美出口关税上升和小额包裹豁免取消）影响，二季度后跨境电商境内仓储扩张放缓，但大面积退租并未出现。
- 未来一段时间内，出口目的地市场通过关税、合规审查等措施保护本地产业的做法或呈上升态势，预计跨境电商平台将加速布局海外仓以规避政策不确定性，对国内集货仓的规划将以稳为主。
- 希音自建园区将在2026-2027年期间陆续交付，将对租赁需求产生分流效应。
- 华南消费品制造产业链优势依然稳固，而最新中美关税谈判后中国对美关税与东盟等地对美关税差距缩小，在境内生产的相对竞争力有所增强。

2022年至今跨境电商的高标仓租赁活动

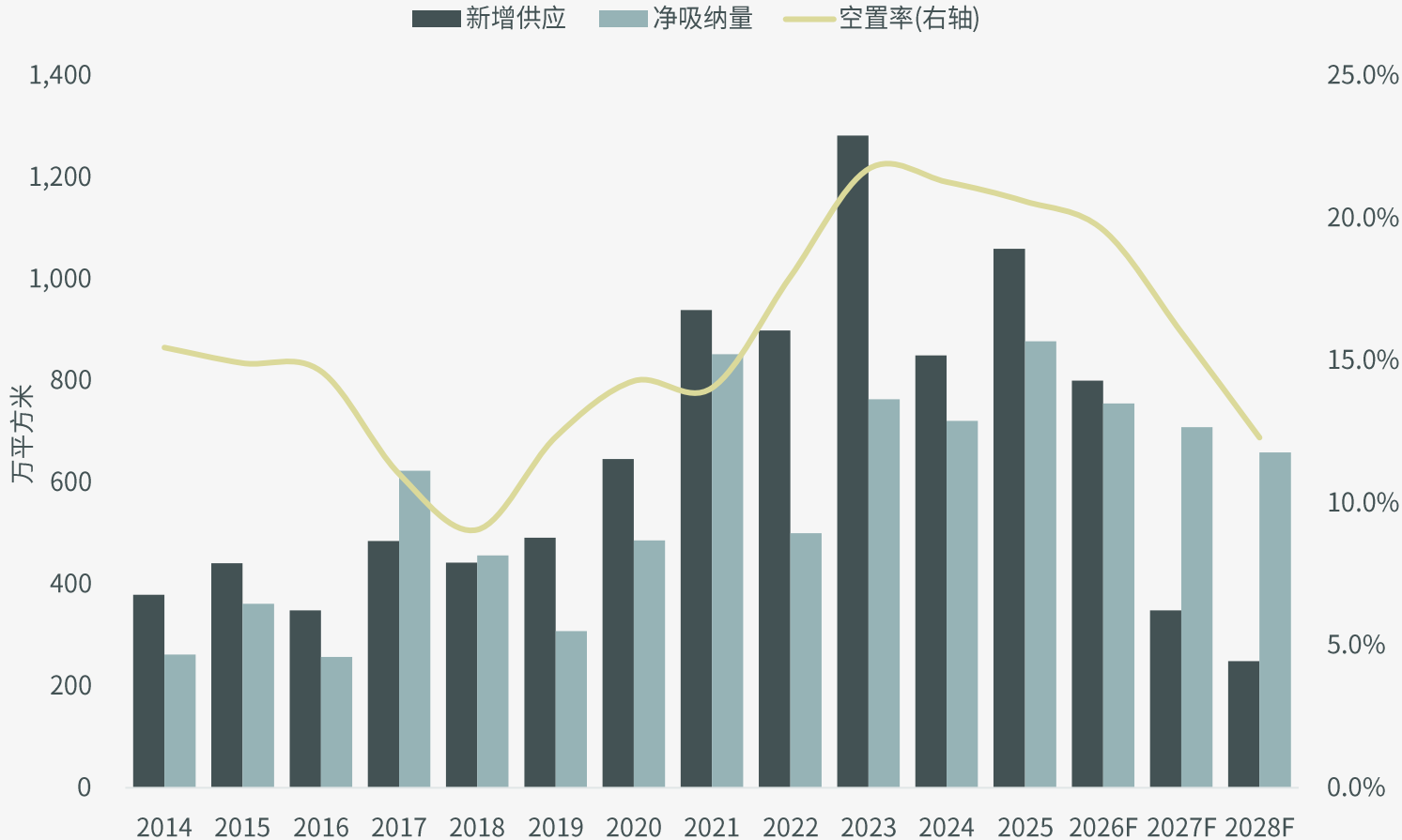


数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

新增供应于明年开始退潮，空置率有望持续改善

- 2025年全国物流新增供应仍处于高位平台期，四季度华南和北京供应集中入市预计推升全年供应量超1000万平方米。
- 外需韧性和国补刺激激活相关第三方物流和制造业租赁需求，2025年前三季度高标仓净吸纳量已超700万平方米，全年有望创历史新高。
- 高标仓新增供应预计将在2026年后急速收缩，未来三年（26-28年）供应量将较近三年（23-25年）下降近60%，有望带动市场空置率水平回归合理区间。

全国物流供应与需求趋势



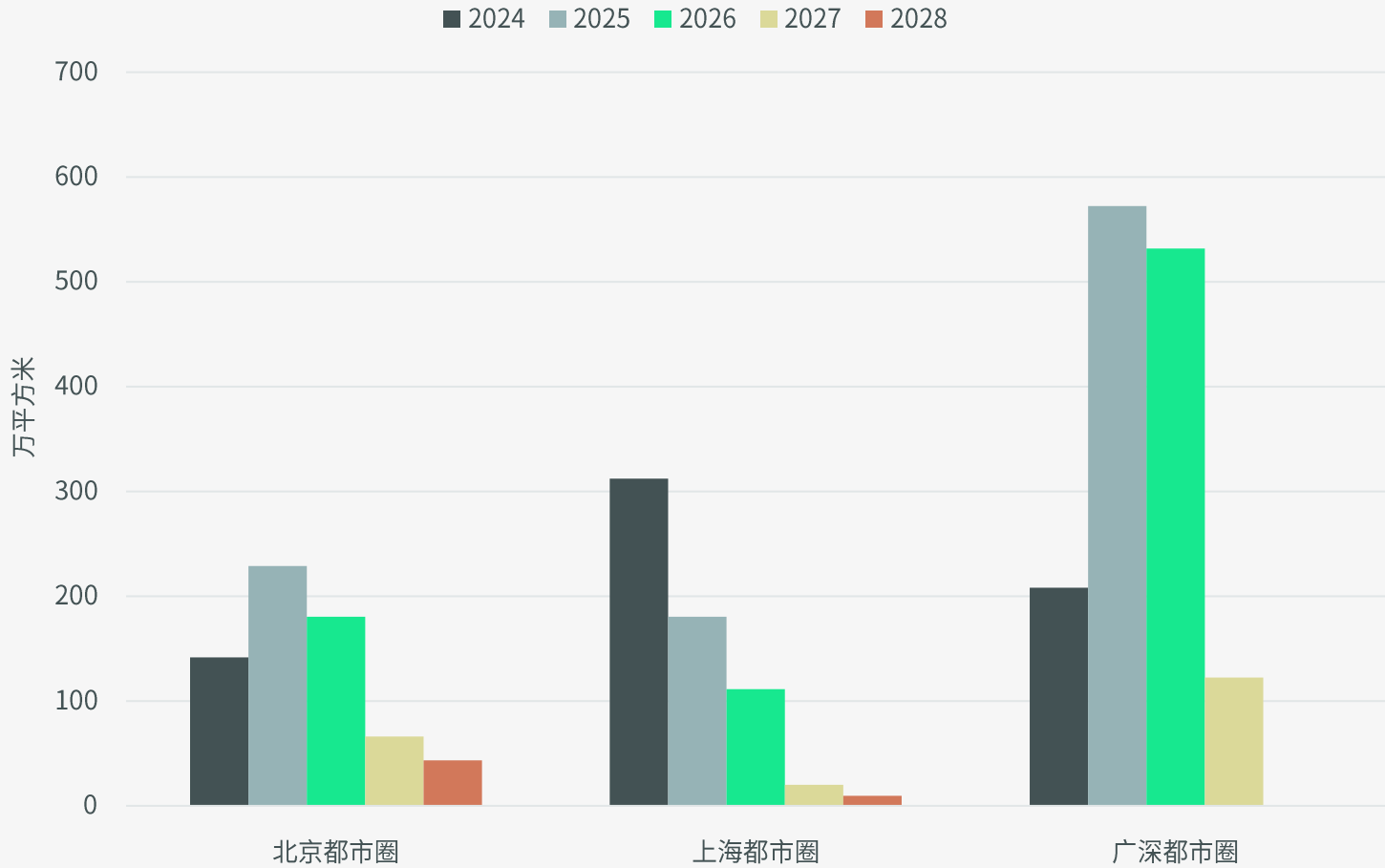
注释：未来供应预测基于已出让物流用地
 数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

高标仓供应节奏在切换， 市场格局逐步重塑

三大都市圈空置率对比

	2025年三季度	较2024年底变动
北京都市圈	26.6%	↓ 4.1 个百分点
上海都市圈	27.1%	↓ 3.6 个百分点
广深都市圈	8.7%	↑ 3.6 个百分点

2025-2028年三大都市圈高标仓库新增供应及趋势

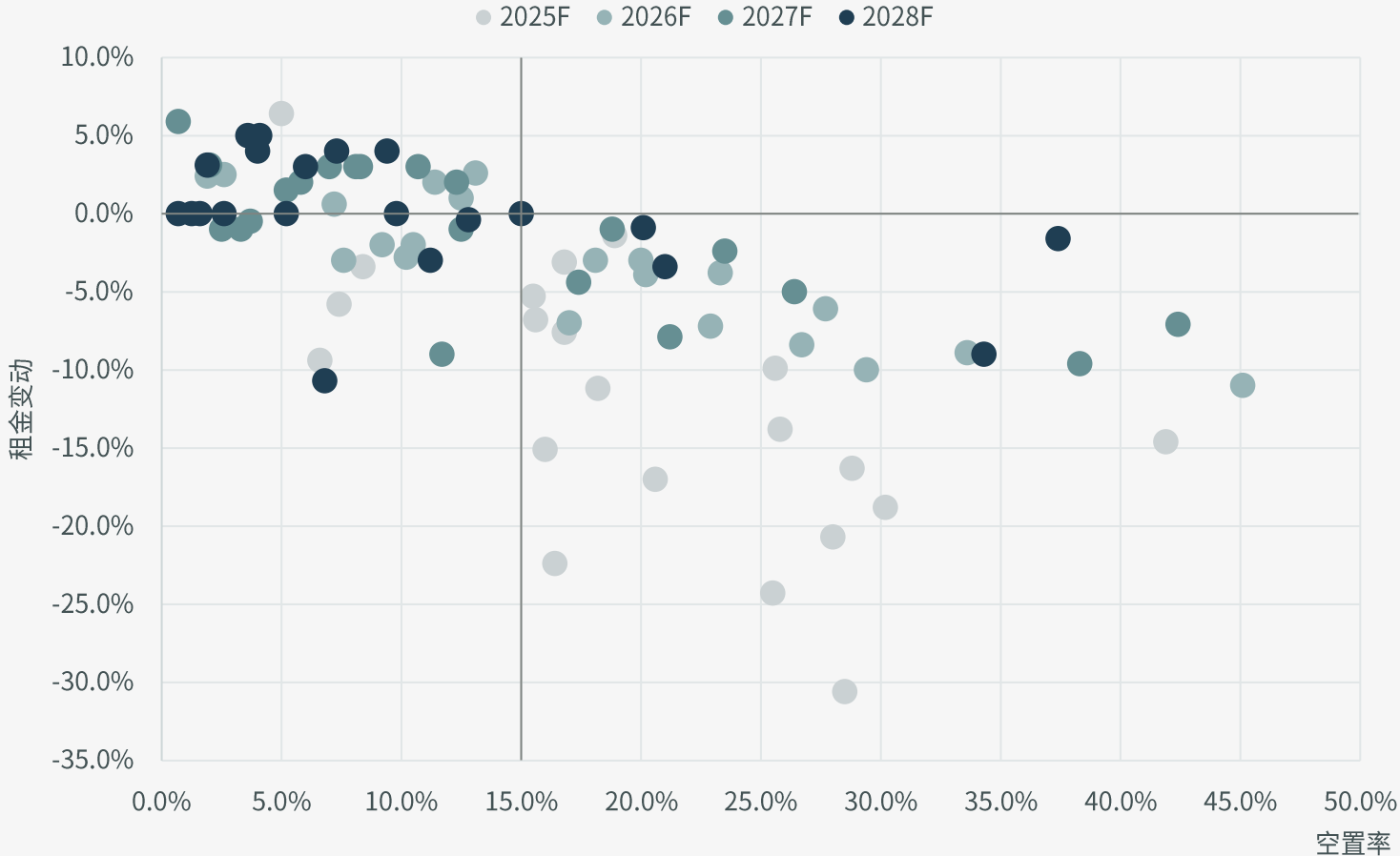


数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

多数市场供需持续改善，租金与空置率逐步回归合理区间

随着整体供需平衡的改善，预计至2028年，大部分市场的高标仓租金将进入上升通道。

2025至2028年主要城市空置率与租金变动预测

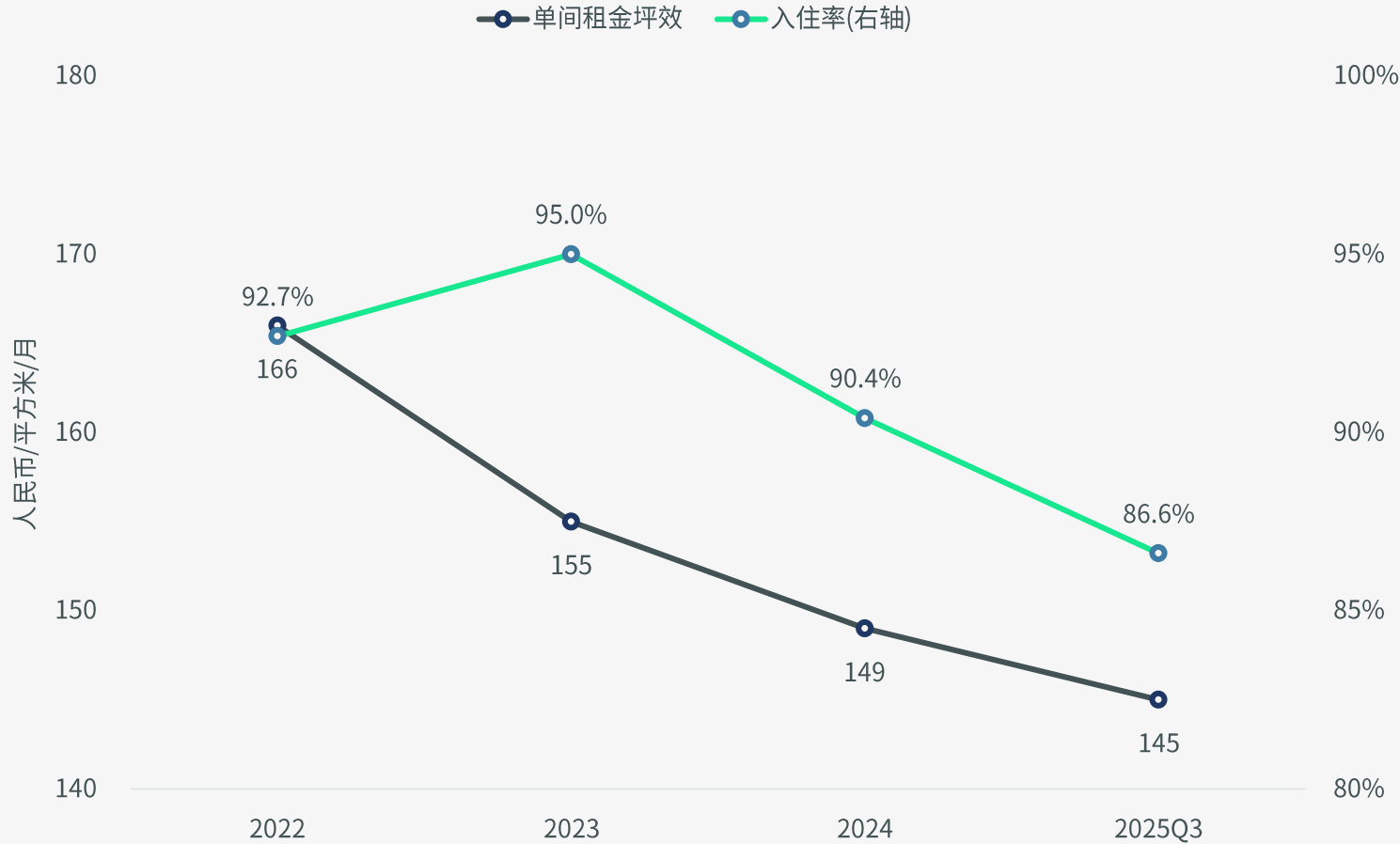


数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

租金仍面临短期阵痛，入住率承压

- 受2023-2024年年均超过8万套保租房放量入市影响，上海长租公寓市场正经历租金与入住率的短期下行。
- 2025年前三季度上海长租公寓平均租金累计下跌2.5%，跌幅较前两年收窄；入住率仍维持在85%以上。

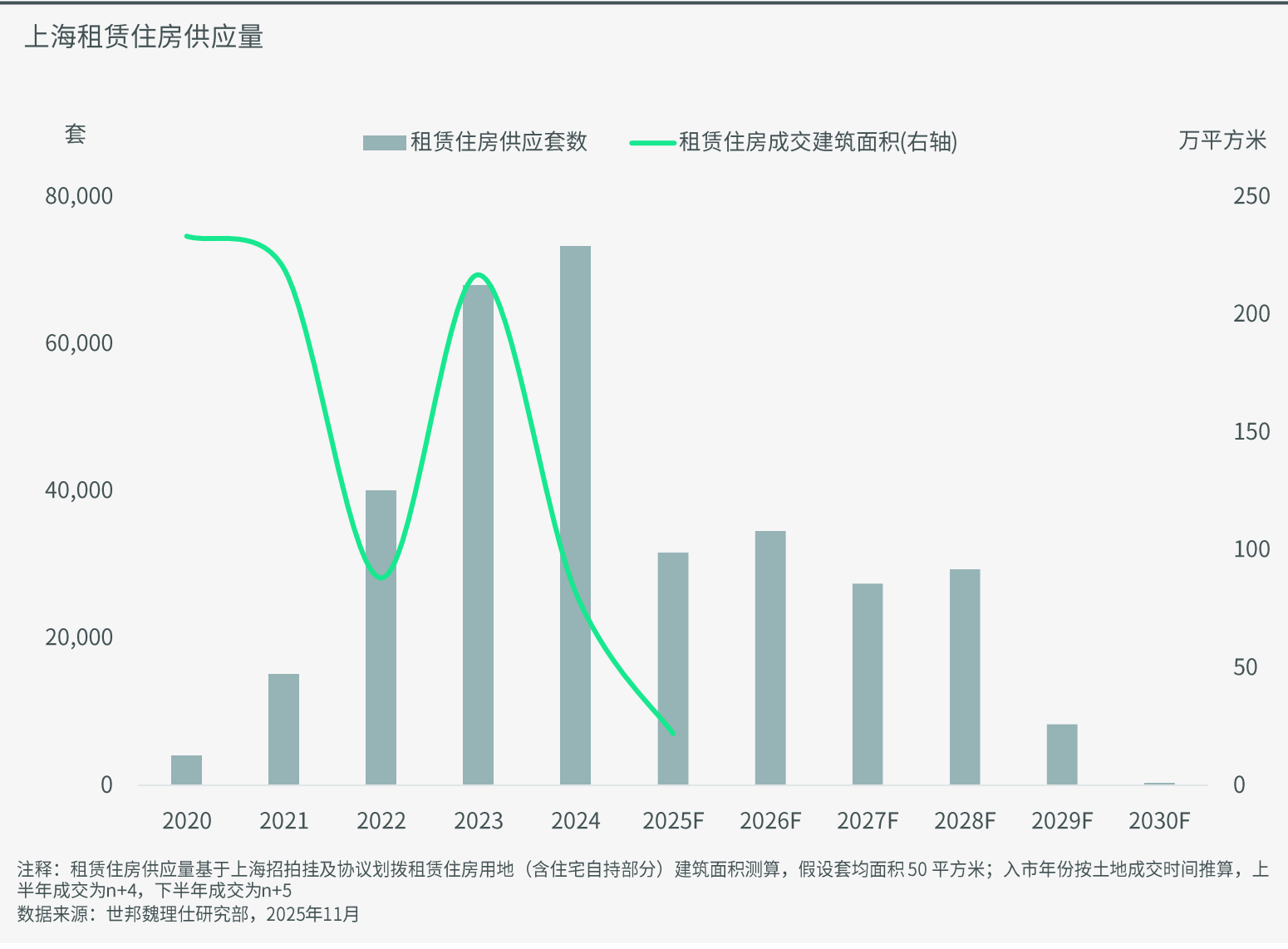
上海长租公寓入住率与平均租金走势



数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

保租房供应过峰，市场有望回归供需平衡

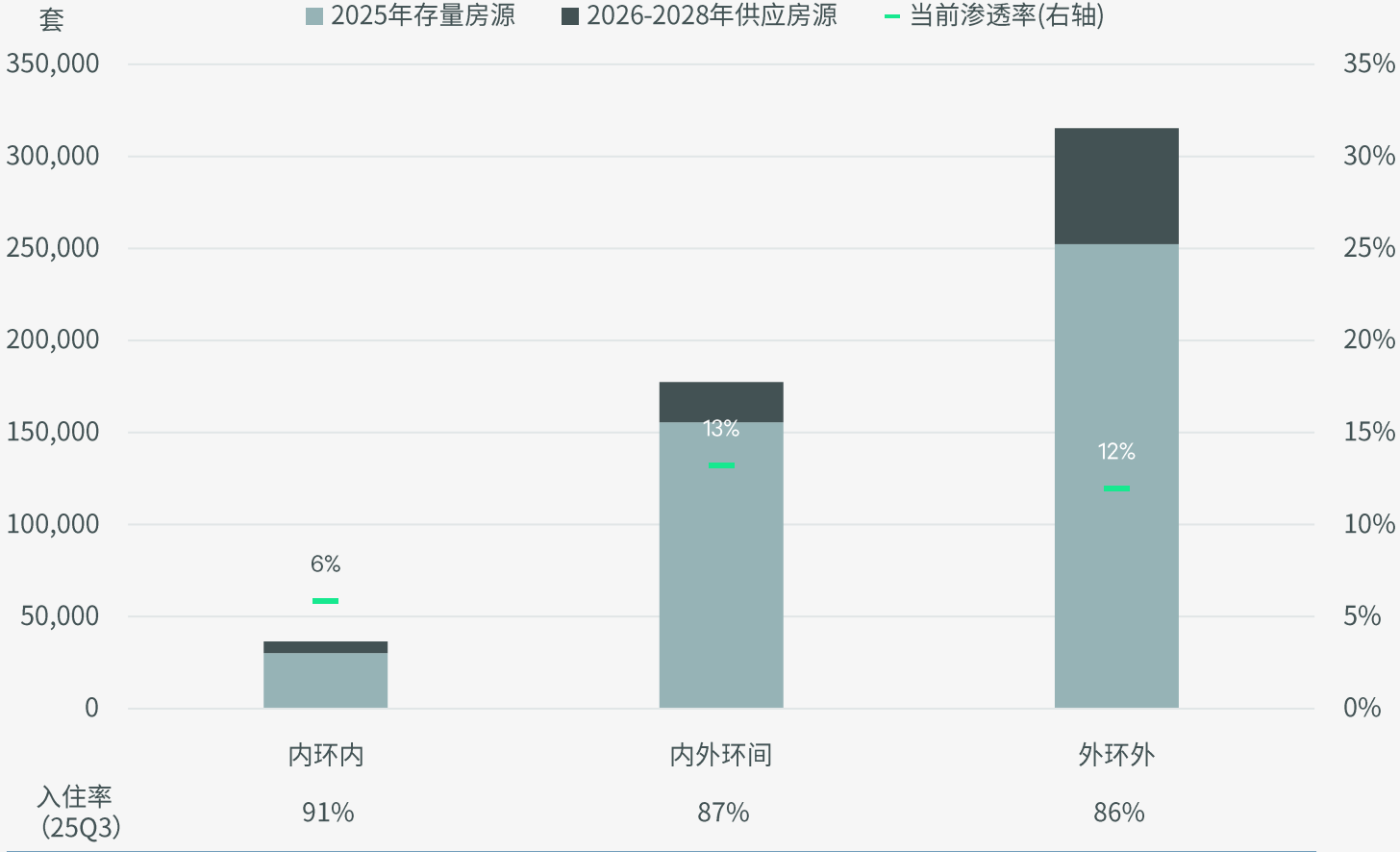
根据租赁住房用地成交分析，2025年土地供应过峰，未来三年（26-28年）年均供应房源约3万套。新建保租房规模缩减有望带动租赁市场回归供需平衡。



看好集中式公寓渗透率的结构红利，内环内租金有望率先回归增长通道

- 上海集中式长租公寓市场渗透率目前仅11.5%，表明仍有巨大提升空间。
- 环线对比而言，内环内区域展现出强劲的市场韧性，出租率稳定在90%以上。另一方面，26-28年新建保租房供应中，位于内环内房源仅占7%，且当前渗透率尚低于6%。良好的需求韧性、供应稀缺与渗透潜力将带动该区位租金率先进入增长通道。

上海租赁住房供应量及渗透率按环线对比

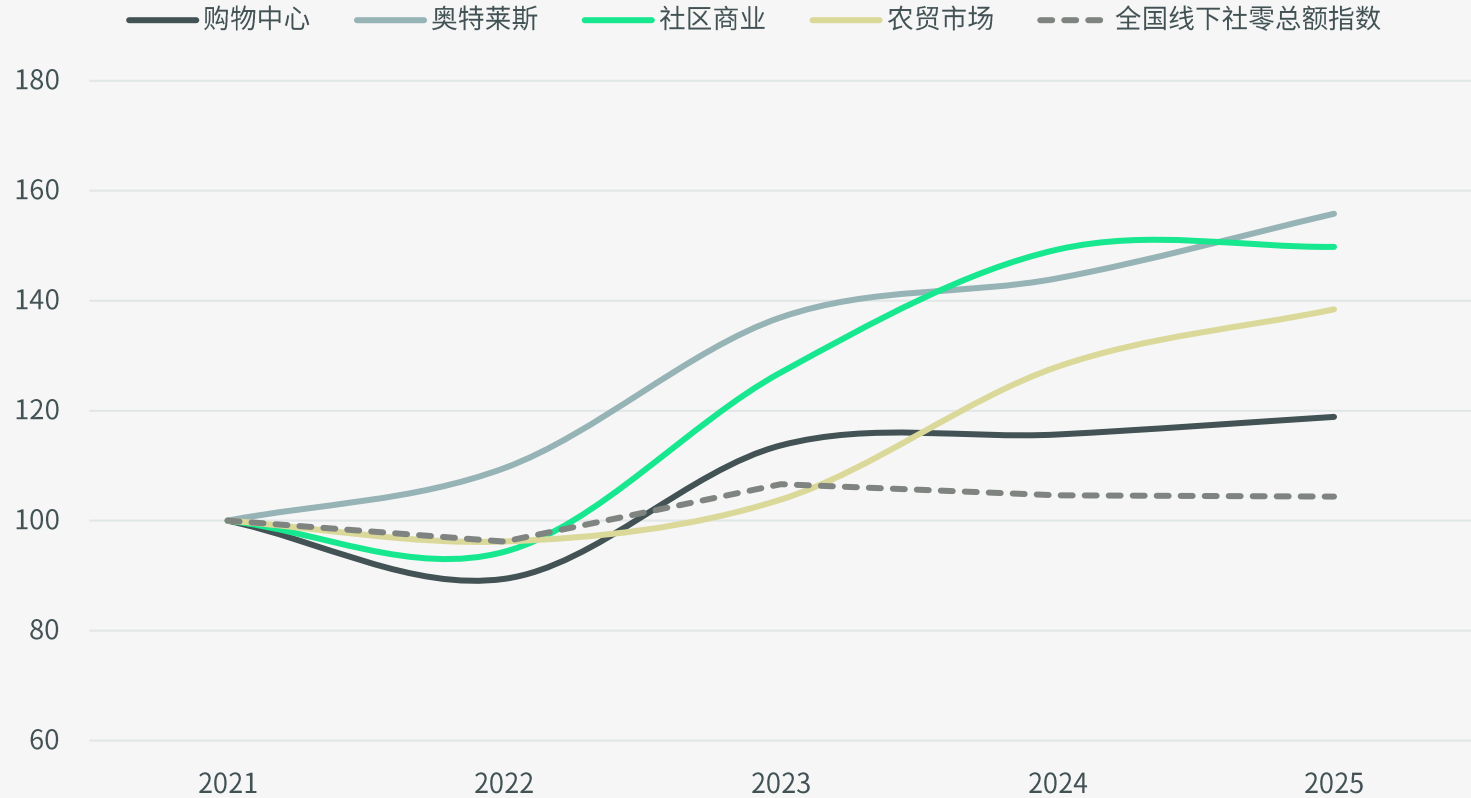


数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

过去五年，各类消费基础设施营收增速均跑赢线下社零，消费供给侧改善将持续利好优质零售物业

- 2021-2025年期间，购物中心REITs、奥特莱斯REITs、社区商业REITs和农贸市场REITs的营业收入年复合增速分别为4.4%、11.7%、10.6%和8.5%，均领先于全国线下社零1.1%的增速。
- 短期看，具备强目的地消费属性的奥特莱斯和服务于周边高频民生消费的社区商业的增长确定性更强；若可选消费复苏提速，购物中心营业收入将具备更好弹性。

公募REITs消费基础设施营业收入指数

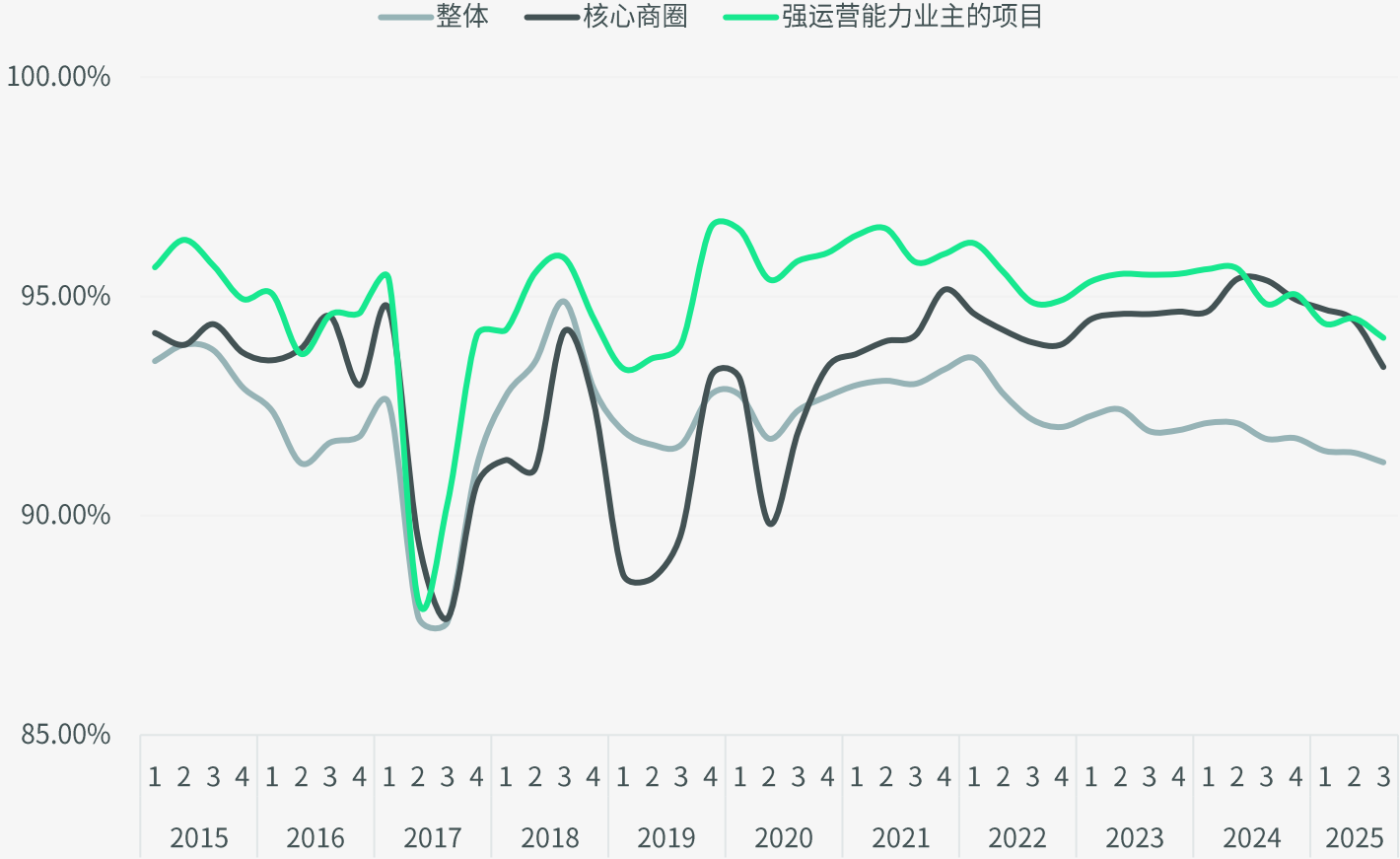


注释：REITs消费基础设施营业收入部分缺失数据基于已披露数据按对应日期进行年化处理，由于物美消费大成路项目在2021至2023年期间因调改波动较大，社区商业数据仅反映华天和德胜门两个项目的营业收入；2025年数值基于2025年1-9月与上年同期计算得出；全国线下社零总额为社会消费品零售总额与实物商品网上零售额之差。
 数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

强者恒强，运营能力是零售物业投资的第一要素

- CBRE对上海优质零售物业的追踪分析显示，2015-2025年期间，强运营能力业主项目的平均出租率领先整体出租率2.7个百分点，与核心商圈项目平均出租率相比也高出1.7个百分点。

上海优质零售物业市场出租率趋势



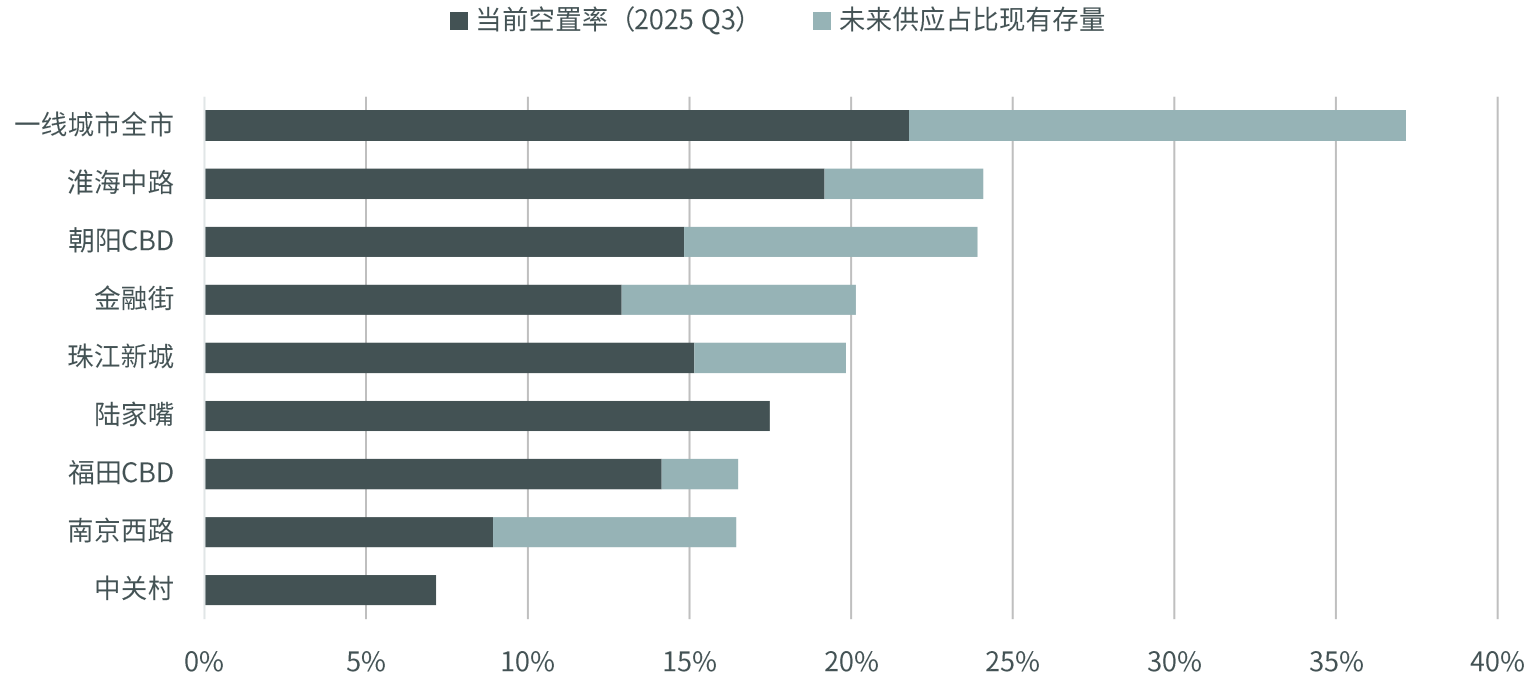
数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

办公楼

核心商务区在供需博弈中继续享有相对优势

- 截至2025年三季度，一线城市办公楼核心商务区空置率为15%，低于全市22%的平均空置率。同时，核心商务区未来供应量可控，仅占全市现有存量的1.1%。需求端而言，租户对核心商务区表现出极高黏性。2025年中国办公楼租户调查结果显示，74%的租户倾向继续留驻核心商务区。
- 基于区位、设施和运营品质的一线城市核心办公楼仍能为投资者提供较好的防御性和稳定回报。以上海市场为例，在过去五年（2020-2024年）整体市场持续下行的背景下，有13栋优质楼宇在此期间的平均坪效与2019年持平或更高，充分体现了此类楼宇完善的区位配套与价值可持续性。（见下页）

一线城市核心商务区当前空置率和未来供应占比现有存量



注释：未来供应为2025年第四季度至2030年末累计值
数据来源：2025年中国办公楼租户调查，世邦魏理仕研究部，2025年11月

企业搬迁的区位选址偏好

问题：如果贵公司未来三年内有搬迁计划，更倾向于从什么区位搬迁至什么区位？（多选题）

现处区位	目标区位		
	核心商务区	新兴商务区	商务园区
核心商务区	74%	22%	4%
新兴商务区	48%	44%	8%
商务园区	30%	29%	41%

注释：新兴商务区包含核心拓展区和新兴商务区

办公楼

核心区优质办公楼在市场调整中体现极佳的租赁稳定性和抗风险韧性

高度适配租户的区位和设施



地铁站点步行距离10分钟以内 (85%)



项目内或周边商业配套设施完备 (77%)



楼宇绿色认证 (77%)

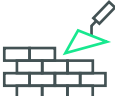
供需平衡与资产运营



所处区位五年内供应占总存量30%以下 (69%)



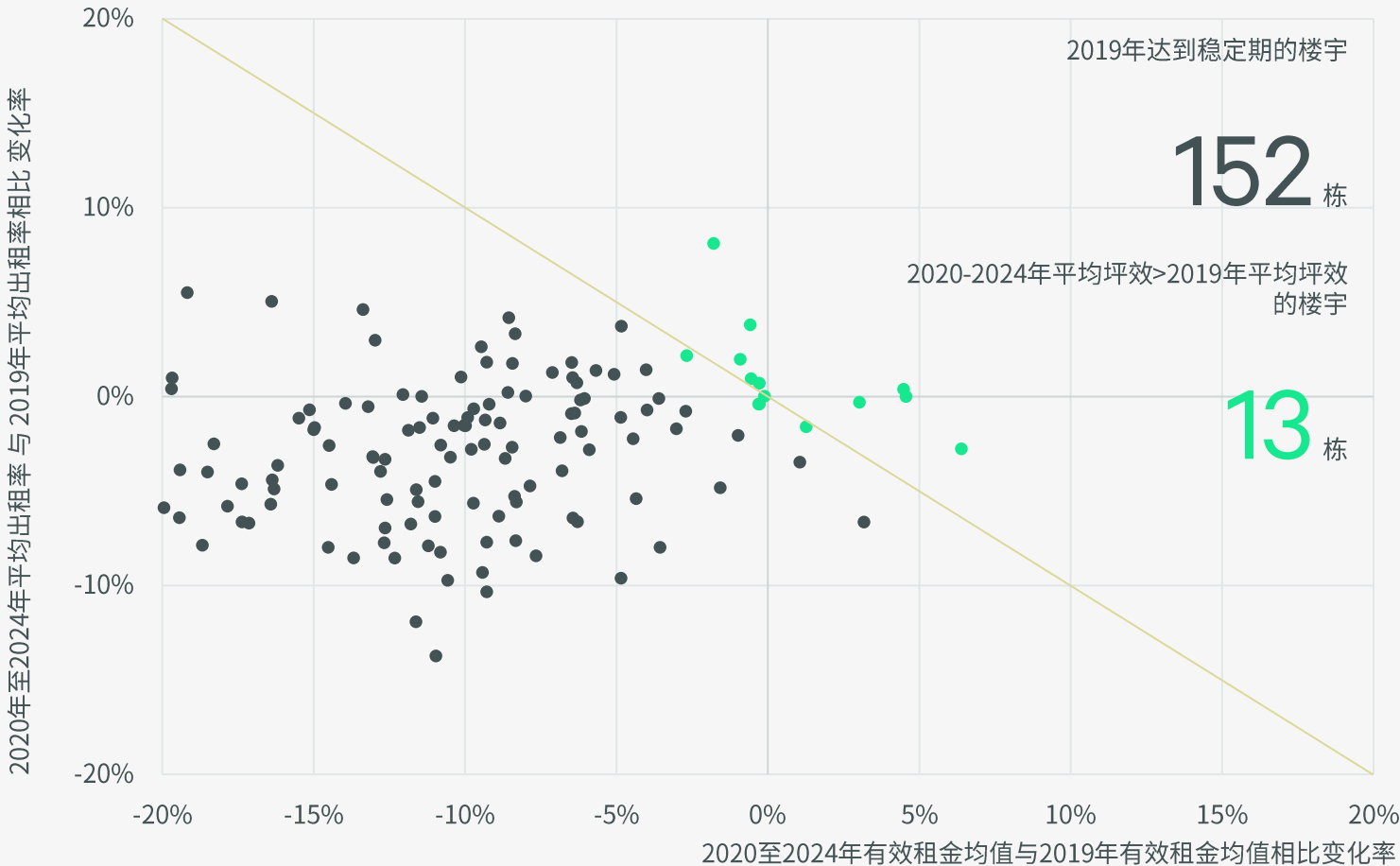
楼内主力租户保持稳定 (62%)



楼龄十年以上楼宇的提升改造 (63%)

注释：括号内百分比为满足相关特质的项目数量占比

2020至2024年与2019年上海办公楼出租率及有效租金变化



注释：研究选自世邦魏理仕研究部追踪的上海办公楼市场中2019年项目出租率≥85%的稳定运营期项目
数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

04

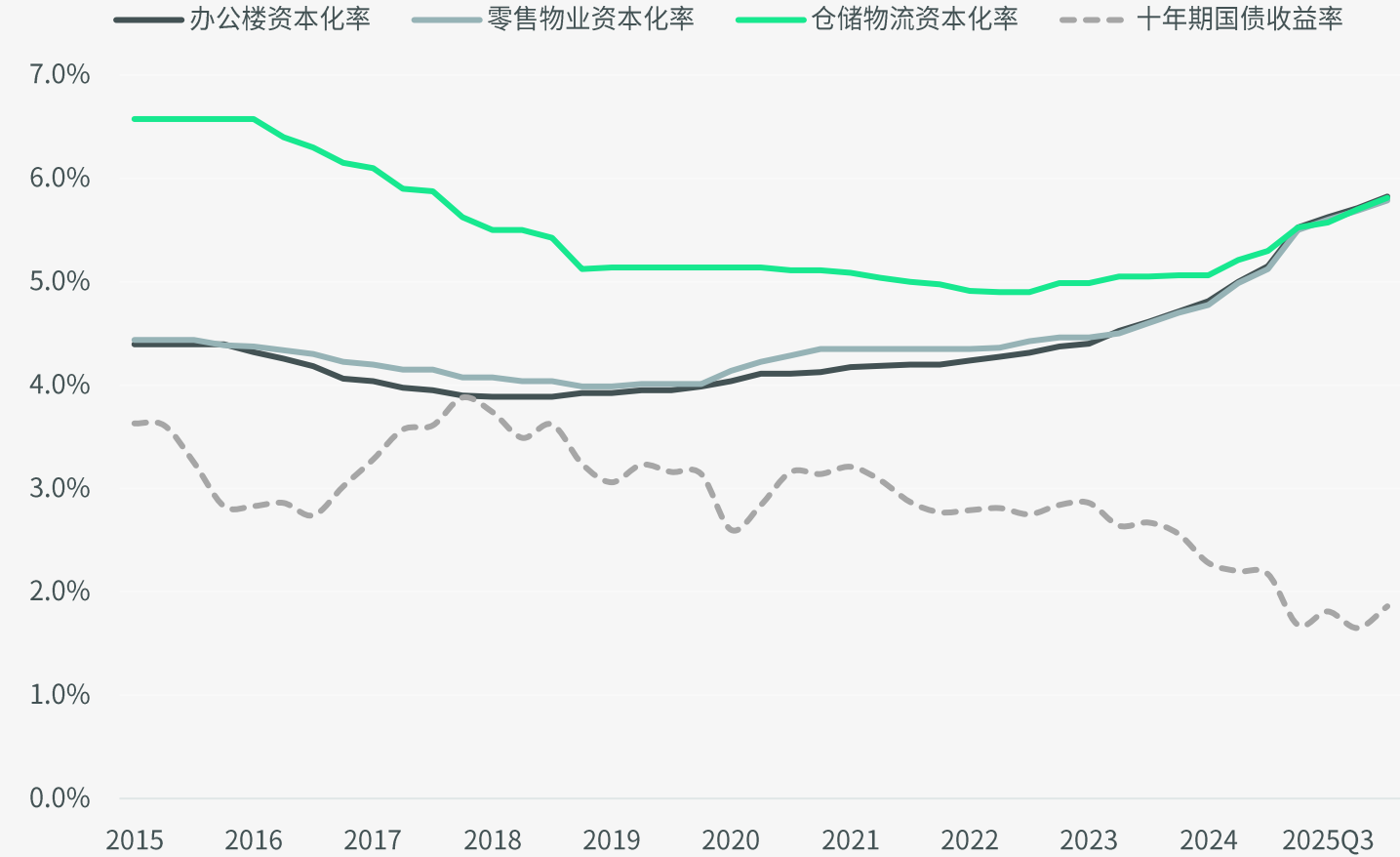
资本化率观察



中国不同资产类别资本化率趋同，短期仍有扩张压力

- 办公楼、零售物业和仓储物流租金收入端继续承压，投资者的风险偏好普遍谨慎一致，令一线城市三大主流物业类型资本化率逐步趋同。一线城市各资产类型平均资本化率与十年期国债收益率之间的利差保持在约400个基点的高位。
- 由于租赁基本面复苏缓慢及市场流动性尚未出现根本性改善，预计各资产类型的资本化率短期仍有扩张压力。
- 亚太多数市场风险利差逐步拉大，中国内地一线城市平均利差持续领先。自2024年三季度至今，平均净租金回报率与借贷成本之间的利差已扩大100个单位至290个基点。（见下页）

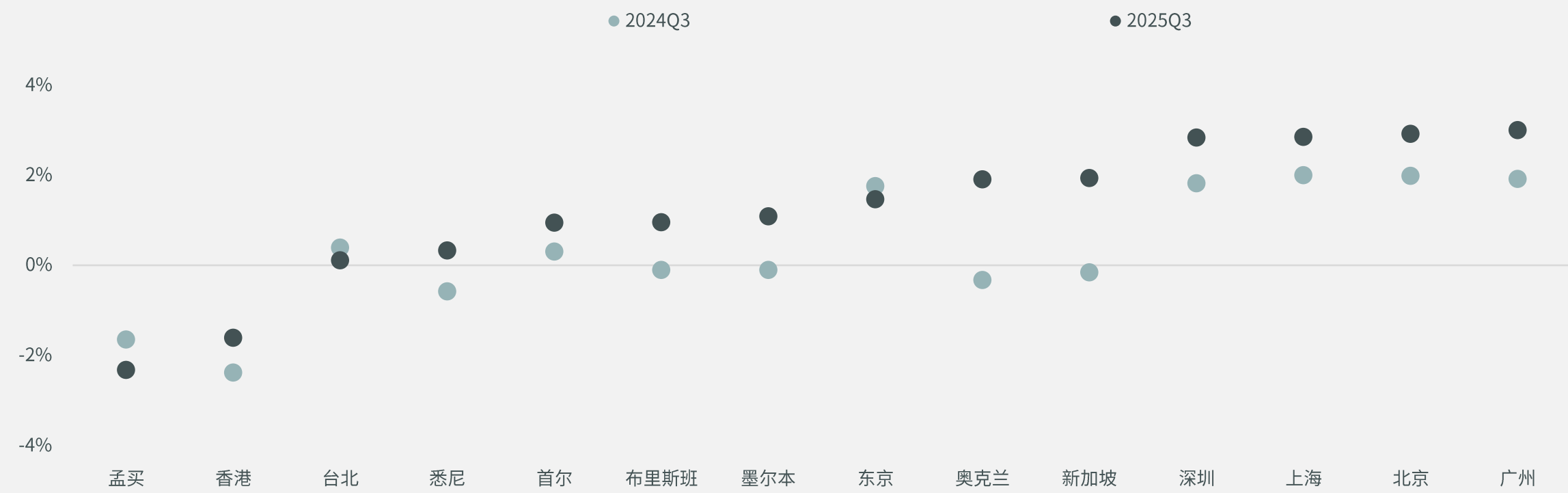
中国一线城市资本化率与十年期国债收益率



数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

亚太多数市场风险利差逐步拉大，中国内地一线城市的利差处于领先水平

亚太区主要市场资本化率与借贷成本的平均利差



注释：平均利差为各市场办公楼、零售物业及仓储物流平均资本化率与借贷成本之差
数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年11月

联系我们

中国区研究部

谢晨
负责人
中国区研究部
sam.xie@cbre.com

乔梦洋
高级经理
中国区研究部
mengyang.qiao@cbre.com

投资及资本市场部

宋晓梦
执行董事
资本服务部
zoe.song@cbre.com

丁志龙
董事
资本服务部
jerry.ding@cbre.com

杨硕
助理经理
资本服务部
shawn.yang@cbre.com

免责声明

除非特别注明，本报告的所有信息版权均属世邦魏理仕。世邦魏理仕确信本报告所刊载信息及预测来自可靠来源。本公司不怀疑其准确性，但并未对此资料进行核实，亦不会对资料做出任何保证或陈述。阁下需独立对信息的准确性和完整性作出审查。本报告仅限于世邦魏理仕的客户和专业人士使用，不可作为证券或其它金融产品的买卖依据。世邦魏理仕保留对本报告的所有权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式进行翻版、复制、引用和转载。由于任何人使用或依赖本报告中出现的信息而导致的任何损失和费用，世邦魏理仕概不负责。

CBRE