

公募REITs底层资产再扩围， 办公和酒店入选

2025年12月

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）》（以下简称“《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）》（以下简称“《2025版清单》”）。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。

政策解读：

与上一次底层资产范围更新 – 2024年7月发布《基础设施不动产投资信托基金（REITs）项目申报要求》（1014号文）相比，CBRE认为此次公募REITs新政中有关产权类公募REITs的重要变化包括：

新增办公楼和酒店为底层资产

《2025版清单》中新增并单列商业办公设施为底层资产，并明确项目需位于全国22座超大特大城市¹，且为超甲级和甲级品质。但超甲级和甲级楼宇定义是否适用2021年实施的《商务楼宇等级划分要求》（GB/T 39069-2020）²或其他市场规范有待进一步厘清。

与此同时，《2025版清单》在消费基础设施项下新增“四星级及以上酒店项目”。

注释1：据第七次全国人口普查，全国共有22座超大特大城市。上海、北京、深圳、重庆、广州、成都和天津为城区常住人口1000万以上的超大城市，武汉、东莞、西安、杭州、佛山、南京、沈阳、青岛、济南、长沙、哈尔滨、郑州、昆明、大连、苏州为城区常住人口500-1000万的特大城市。

注释2：国家市场监督管理总局和国家标准化管理委员会于2020年9月发布，2021年4月实施。

新增“城市更新设施”为底层资产

《2025版清单》将“城市更新设施”定义为“老旧街区、老旧厂区更新改造项目，以及涵盖上述多种资产类型的城市更新综合设施项目”，该表述中并未涉及新的底层物业类型。结合金隅智造工场产业园REIT和首农产业园REIT这两单已上市的具有城市更新背景的公募REITs来看，CBRE认为，将“城市更新设施”单列为新的底层资产类型将有助于在申报和发审环节就如何处理此类项目中较常出现的土地获取方式、土地性质和建筑用途调改等合规问题给予更明晰的指导意见。

在消费基础设施中新增“体育场馆”和“商旅文体健等多业态融合的商业综合体”

国务院在9月初发布的《关于释放体育消费潜力 进一步推进体育产业高质量发展的意见》中提出支持符合条件的体育场馆项目发行公募REITs，此次《2025版清单》将其纳入底层资产符合预期。

《2025版清单》将《1014号文》中“商业综合体”的表述改为“商旅文体健等多业态融合的商业综合体”。“商旅文体健”的限定或意味着其与行业理解的商办综合体、商办酒综合体有所不同。原因在于《2025版清单》在消费基础设施中保留了《1014号文》中的相关表述，即“与上述消费基础设施物理上不可分割、产权上归属于同一发起人（原始权益人）的酒店和商业办公用房，可纳入项目底层资产，其建筑面积占底层资产总建筑面积比例合计原则上不得超过30%，特殊情况下最高不得超过50%。”CBRE认为，商办综合体、商办酒综合体的申报目前仍需符合上述以消费基础设施为项目主体的要求；但与此同时，随着办公楼和酒店被纳入底层资产，这将为未来商办综合体、商办酒综合体底层资产在建筑面积配比方面的灵活化创造前提条件。

对中国商业地产投资市场的影响：

根据CBRE研究部的测算，2024年中国可投资商业地产的规模已达44万亿元。公募REITs的快速发展和不断扩围正令其成为激活庞大的存量资产、优化融资结构和化解债务风险的重要抓手，并将加速推动中国房地产行业在十五五期间由“高周转、高负债、做规模”的开发销售模式，向以提升资产运营回报率和分红的资产管理模式转型。

与此同时，对于近两年正经历资产价格调整和结构重塑的国内商业地产投资市场而言，公募REITs的再次扩围将对相关底层资产的流动性和资产价格形成机制带来积极的影响。

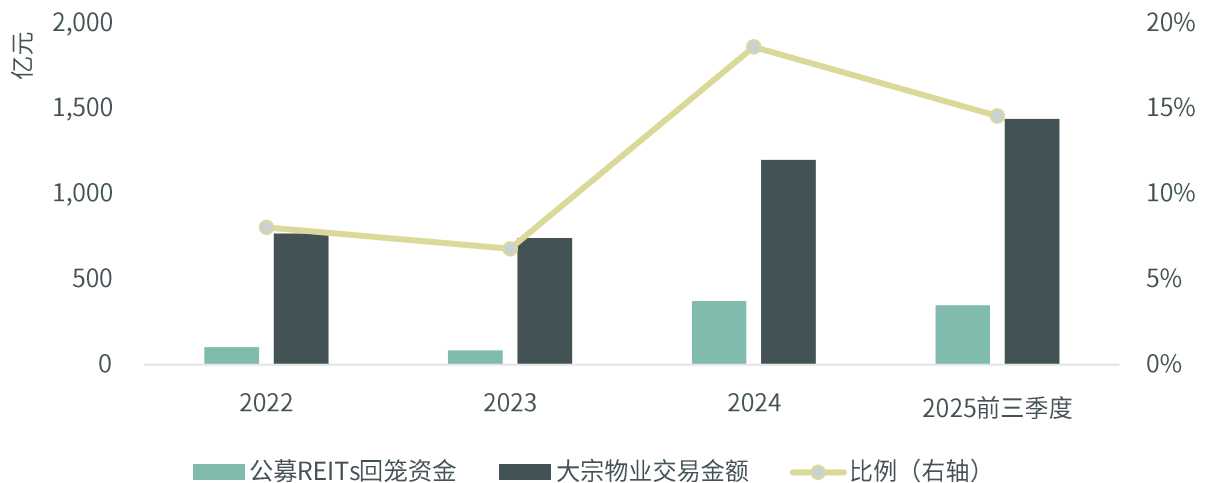
打通公开市场退出通道，提升办公和酒店等资产流动性

据CBRE统计，2021年至今，办公楼和酒店的大宗物业交易额接近4300亿元，在全部交易额中的占比达到36%。其中办公楼投资额超3500亿元，仍是交易最活跃、投资额最大的商业地产类别。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私募市场的交易流动性具有积极意义。

截止2025年10月底，基础设施公募REITs共发行产权类产品51只，累计募资1100亿元（含扩募）。若以原始权益人及相关方持有40%份额估算，原有权益人回笼资金660亿元，可用于新项目投资和开发。尤其2024年以来，公募REITs市场回笼资金与相关资产类别大宗交易金额之比从此前两年的7-8%上升至15-20%，公募市场已经成为商业地产投资流动性的重要补充。

不仅如此，公募通道的打通有望沿资金链条由下而上激活房地产私募市场的投融资活动。CBRE根据公开信息的不完全统计显示，2023年以来设立的房地产Pre-REITs基金超过10只，总规模逾230亿元，全方面涉及仓储物流、产业园、租赁住房、购物中心、数据中心等公募REITs底层资产。

图1：公募REITs市场回笼资金与相关资产类别大宗交易金额



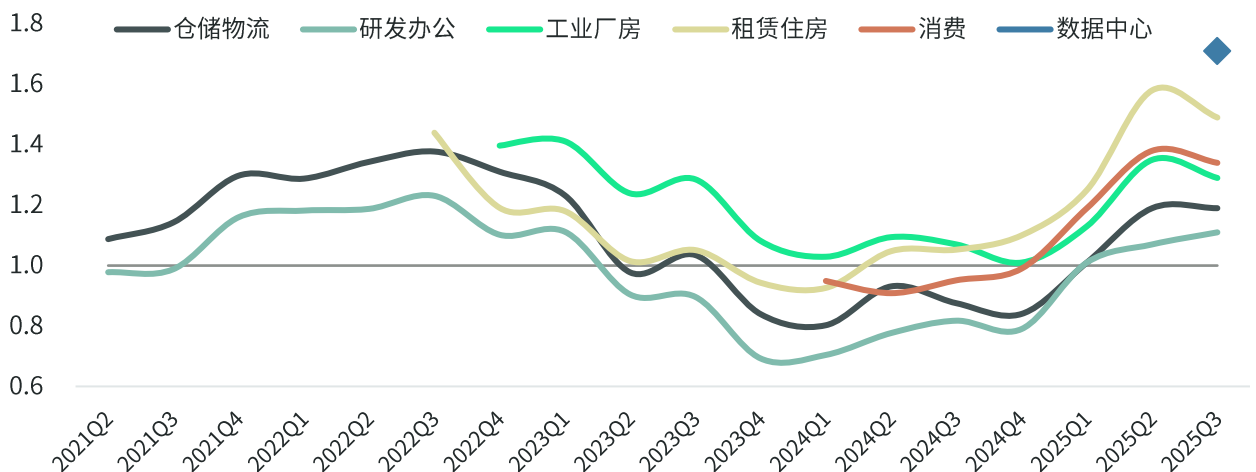
数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年12月

完善“私募-公募”的资产定价体系

基于更透明的信息披露和证券市场的高频交易，公募REITs能够为新晋为底层资产的办公楼、酒店的资产价格提供公开和实时的市场化锚点，从而为投资者构建起“从私募到公募”的完善资产定价参照体系。

观察过去数年内上市基础设施公募REITs的PV乘数走势，我们可以看到资产定价随宏观金融周期、商业地产租赁市场等因素变化而波动，各类底层资产间的风险定价差异也和大宗物业交易市场上的投资者认知相吻合。2025年以来各类底层资产出现了普遍溢价（PV乘数高于1），尽管一定程度上是源于目前金融市场中REIT产品的稀缺性，但客观上为优质办公楼、酒店项目“从私募到公募”的退出创造了相对理想的资产定价和时间窗口。

图2：产权类公募REITs PV乘数



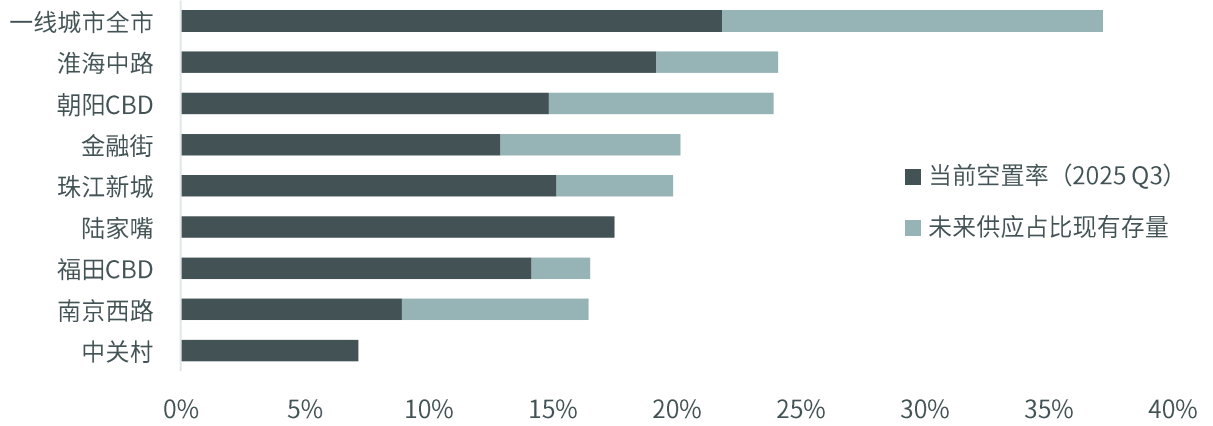
数据来源：中证，世邦魏理仕研究部，2025年12月

资产质量重要性进一步凸显，核心资产和优质资管有望享有流动性溢价

考虑到监管层对公募REITs底层资产的严格把关以及目前公募REITs通道的资源稀缺性，对新纳入公募REITs的办公楼和酒店资产而言，CBRE认为基于资产质量的资产定价分化将进一步夯实，源于公募REITs的流动性溢价将逐步向私募市场传导，利好具备核心区位和优质资管的项目。

资产定价的分化趋势将得到来自租赁市场的进一步支撑。截止2025年三季度，一线城市优质办公楼的平均空置率为22%，但核心商务区空置率为15%，且核心商务区未来供应仅占全市现有存量的1.1%。在需求端，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。

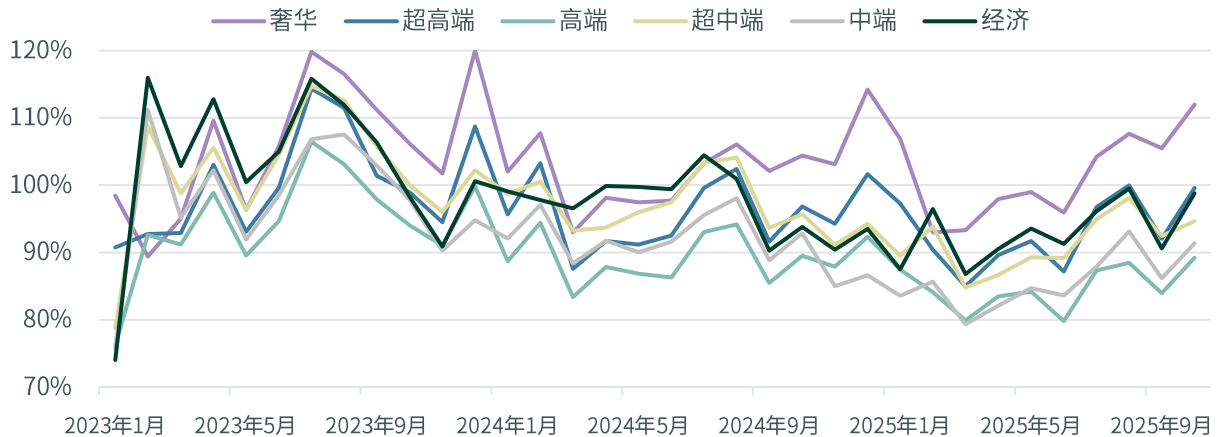
图表3：一线城市核心商务区当前空置率和未来供应占比现有存量



数据来源：世邦魏理仕研究部，2025年12月

酒店市场上，相较于疫情前2019年水平，每间可售房收入（RevPAR）呈哑铃型复苏结构。今年1-10月，奢华酒店、超高端酒店和经济型酒店的平均RevPar分别相当于2019年同期的102%、93%和93%，领先其它等级。鉴于公募REITs底层资产要求酒店星级在四级及以上（大致相当于图表4中的高端及以上），我们建议投资者聚焦市场表现领先且具备优质运营团队和品牌的超高端和奢华酒店项目。

图表4：分等级酒店RevPar与2019年同期相比的恢复比例



数据来源：CoStar，世邦魏理仕研究部，2025年12月

联系我们

谢晨

中国区研究部负责人

sam.xie@cbre.com

免责声明

除非特别说明，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。