



光华管理学院
Guanghua School of Management

中国REITs论坛 (CRF)
中国REITs指数
之
商业不动产资本化率调查研究



第一期

2019年6月

出版方：中国 REITs 论坛

支持机构：北大光华中国 REITs 研究中心、中联基金、戴德梁行

目录

前言.....	1
中国内地商业不动产大宗交易市场概览	2
香港、新加坡 REITs 在中国内地大宗交易案例分析.....	4
商业不动产资本化率调研基本思路介绍.....	7
商业不动产资本化率调研成果.....	8

前言

自 2014 年“中信启航”开启了中国类 REITs 市场以来，国内商业不动产资产证券化市场蓬勃发展，类 REITs、CMBS 产品在五年内已发展到 3,000 亿元市场规模，为一部分持有优质物业的企业拓宽了融资渠道、打通了“投融管退”的行业闭环，并在脱离主体增信、储架发行、可扩募化等方面实现创新，不断向标准 REITs 看齐。与此同时，监管部门和各市场主体的研究工作正在推进，中国版公募 REITs 有望取得进一步突破。

在市场快速发展的进程中，如何对 REITs 底层物业资产进行合理定价显得尤为关键。一方面，自 2018 年起国内首批类 REITs 产品陆续进入退出处置期，市场化处置资产在特殊情况下成为退出的一种方式，物业估值能否匹配处置价格对保护投资人利益有着重要意义；另一方面，结合境外市场经验，REITs 作为不动产股权型投资产品，在购入或出售物业时均参照市场水平进行交易，并聘请第三方评估机构对物业价值、收入构成、成本支出等进行客观评定，向投资人真实、客观地披露物业信息。

在商业不动产大宗交易市场中，资本化率可以真实地反映物业运营收入与价值之间的关系，被交易双方广泛关注，因此研究

大宗成交案例的资本化率对 REITs 不动产资产定价具有重要意义。

基于此，在北大光华中国 REITs 研究中心、中联基金和戴德梁行提供的研究及数据支持下，中国 REITs 论坛发起“中国 REITs 指数之商业不动产资本化率调查研究”，旨在通过分析国内商业不动产市场参与机构对不同城市各类业态物业在大宗交易市场中的专业判断，为中国 REITs 不动产资产定价体系的建设提供合理的基准指数。

最后，诚挚感谢参与中国 REITs 指数之商业不动产资本化率调研的 40 余家机构及行业专家，期待与各位保持长期合作，共同推动中国不动产金融行业的研究、交流、规范与进步。

中国 REITs 论坛

二〇一九年六月二十七日

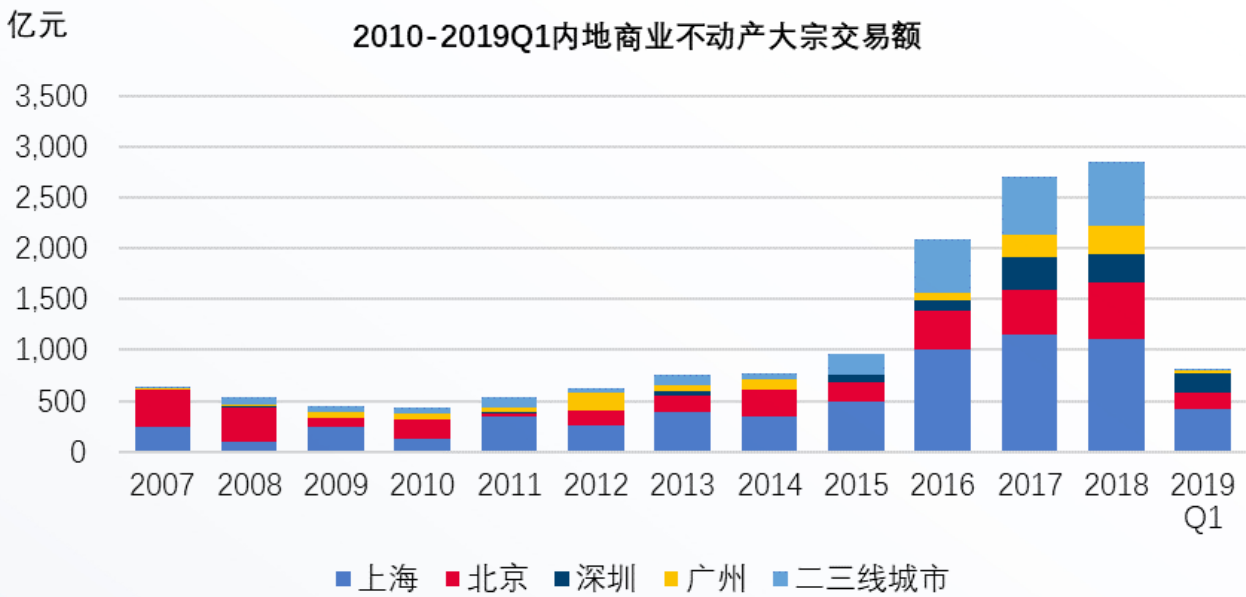
中国内地商业不动产大宗交易市场概览

国内商业不动产大宗交易保持活跃

戴德梁行发布的大中华资本市场报告显示，虽然在过去的2018年中国内地投资市场受到去杠杆及资管新规等信贷紧缩政策的影响，但商业不动产市场的交易仍然保持活跃，2018年中国内地商业不动产大宗交易额达2,960亿元人民币（约合438亿美元），交易金额创下历史新高，较2017年上升9.5%。同时在2018年间有诸多一线城市地标性物业成功交易，获得市场瞩目。强劲的投资需求延续至2019年，根据戴德梁行统计数据显示，2019年一季度中国内地商业不动产大宗交易额高达810亿人民币（约合120亿美元），较去年同期上涨14.6%。

北京、上海、广州、深圳四个一线城市依然是投资人最为看重的投资目的地，2018年大宗交易额合计占市场总额的75%。其中上海2018年全年商业不动产总交易额达到1,172亿元人民币，与2017年基本持平，连续3年交易额超过1,000亿大关，牢牢占据内地交易最活跃城市称号。北京的大宗交易市场也十分活跃，2018年全年交易金额同比上涨26%，达人民币560亿元，其中第四季度高达人民币350亿元。2019年第一季度，一线城市投

资交易继续保持上一年火热形势，其中北京一季度交易额同比增长 241%，上海同比增长 88.8%，广州同比增长 28.3%，深圳同比增长 163%。相比之下，二三线城市交易额有所回落。

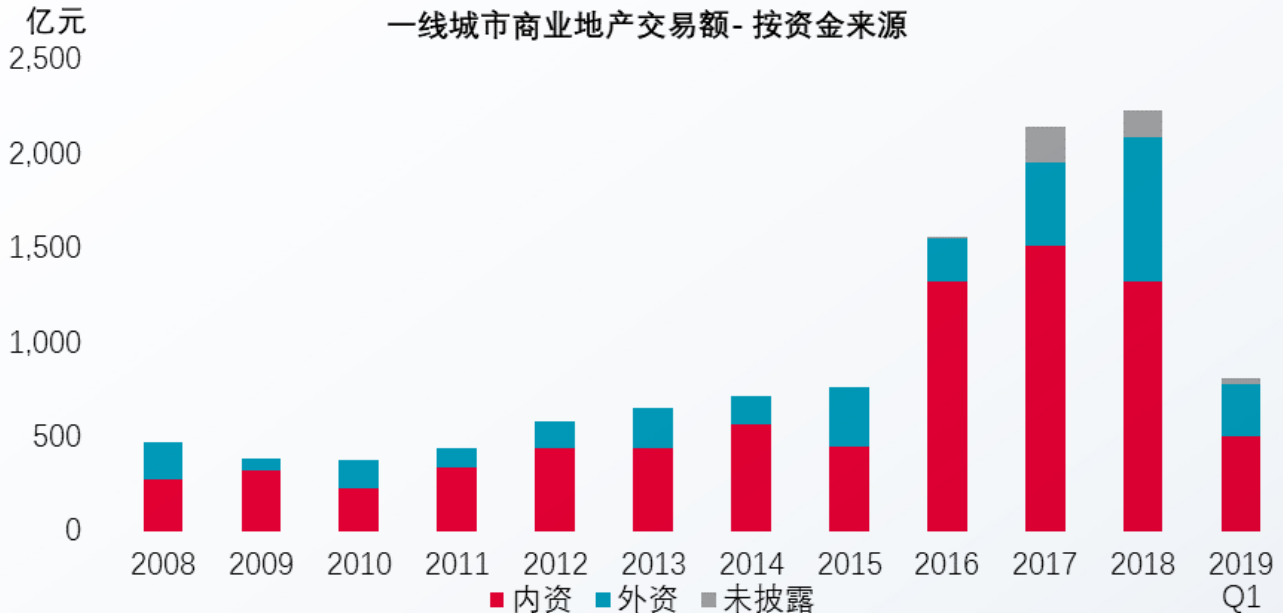


数据来源：戴德梁行研究部

外资机构加码一线城市商业不动产市场

2018 年外资机构投资总额达 960 亿人民币（约合 142 亿美元），占总交易额的 32%。在地域选择上，外资机构尤为偏好一线城市，占其在中国内地投资总额约 99%，达 946 亿人民币（约合 139 亿美元），投资金额较 2017 增长一倍多。外资同时也占到一线城市总投资额（内资和外资）的 45%，明显高于 2017 年

25% 的份额。2018 年外资机构在上海商业不动产市场投资了共计 715 亿元人民币，同比增长 78%，代表性项目包括新加坡政府投资公司和凯德集团以 198 亿元的资产价格联合收购北外滩星港国际中心。在北京这一通常外资不易进入之地，外资机构于 2018 年占到了 30% 的投资份额；在粤港澳大湾区，深圳和广州两地的外资投资占比也高于往年，达 12%。2019 年第一季度，外资机构继续积极收购一线城市优质商业不动产，在该季度贡献了约 280 亿元人民币的投资额，占一线城市总投资额的 35%。



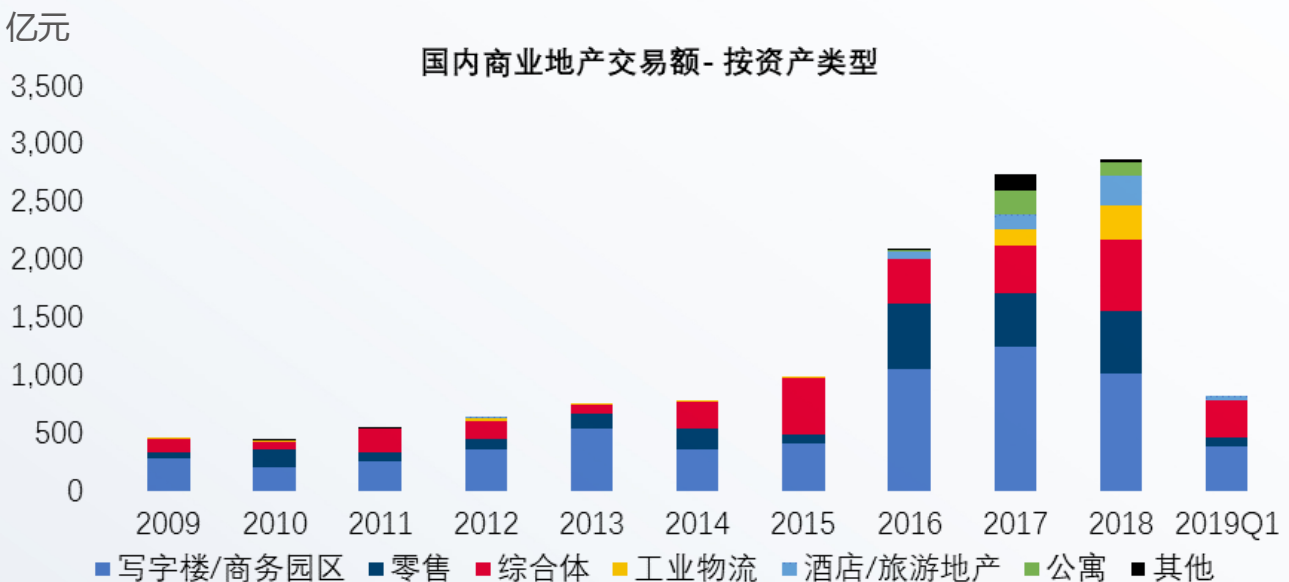
数据来源：戴德梁行研究部

办公及综合体项目受到市场青睐

回顾 2018 年，最受投资者青睐的资产类别为写字楼和商务

园区物业。大型综合体项目、物流和酒店资产的投资份额也在逐步加大。在混合用途的综合体项目中，写字楼和零售物业的组合最受投资者偏爱，包括：凯德集团与新加坡政府投资公司联合以198亿人民币收购上海星港国际中心项目，黑石以82.5亿人民币收购新加坡丰树集团的上海怡丰城及相邻办公大楼。

2019年第一季度，写字楼和商务园区物业持续成为最受欢迎资产类别，占总投资额的47%（不包括综合体）。综合体物业的投资明显增加，占总投资额的39%，主要以写字楼和零售为组合，包括博枫资本预以105.7亿收购绿地黄浦滨江项目，以及西岸开发集团以52.5亿回购上海梦中心。



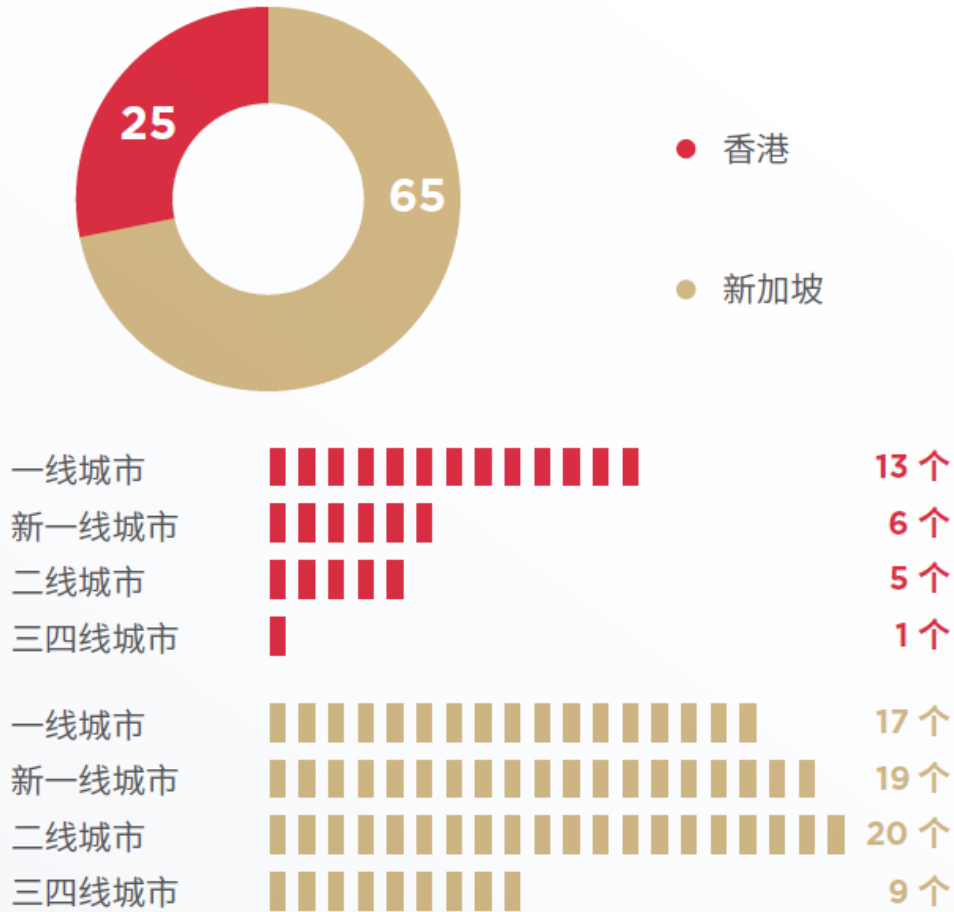
数据来源：戴德梁行研究部

香港、新加坡 REITs 在中国内地大宗交易案例分析

截至 2019 年 6 月，香港、新加坡共有 15 支 REITs 持有位于中国内地的物业。其中新加坡 10 支，占新加坡交易所全部上市 REITs 数量的 23%，香港 5 支，包括汇贤产业信托、开元产业投资信托基金、春泉产业信托、领展房地产投资信托基金及越秀房地产投资信托基金，占香港联交所全部上市 REITs 数量的 50%。

目前香港、新加坡上市 REITs 共持有 90 处位于中国内地的商业不动产项目，其中一线城市及新一线城市* 的物业数量分别占到了 33.3% 与 27.8%。在过去两年内，香港、新加坡上市 REITs 在中国内地商业不动产交易活动十分活跃，共发生 20 笔大宗交易，涉及 34 处物业资产，其中收购物业 25 处，出售 9 处。对于中国内地物业持有量的增长从一定程度上体现了两地 REITs 对资产未来增长性的积极预期。

香港、新加坡上市 REITs 所持位于中国内地的物业数量及分布



数据来源：戴德梁行估价部

* 一线城市：北京、上海、广州、深圳

* 新一线城市：成都、杭州、苏州、武汉、天津、南京、西安

* 二线城市：除一线城市、新一线城市外，其他区域中心及经济发达城市

* 三四线城市：除一线、新一线、二线城市以外的城市

写字楼及零售业态 REITs 大宗交易案例

凯德商用中国信托基金（以下简称凯德商用中国）是第一支在新加坡上市的专注于中国零售物业的房地产投资信托基金。凯德商用中国在过去 2 年内交易活动十分活跃，共收购 5 处并处置 2 处物业。从收购物业的特征来看，凯德商用中国有明确的投资策略，即收购具有一定体量的项目并尤其看重物业在未来的成长性。2019 年 2 月凯德商用中国通过出售位于呼和浩特已运营 10 年的凯德赛罕 MALL 并收购仅一街之隔的呼和浩特市玉泉区商业项目实现了资产组合的升级，新购入的玉泉项目面积扩大一倍，具有地铁上盖和周边综合业态带来客流增长预期的特点，将为项目注入更大的资产升值潜力。凯德商用中国处置的另一处资产为北京安贞华联商场，建筑面积 4.3 万平方米。出售该项目的原因之一在于该项目已整租给了单一租户，未来租金收益已被长租期的租赁合同锁定，物业通过调整租金进而提高价值的空间有限。

领展房地产投资信托基金（以下简称领展）于 2005 年在香港成功上市，并完全由私人 and 机构投资者持有，公众持股量达 100%。领展自 IPO 上市以来已有十余年的历史，在 2017-2018 年间通过 2 笔资产包大宗交易，出售共计 29 处位于香港的商业

零售项目，总成交金额达 350 亿港币。领展在内地地区有明确的收购策略，专注于一线城市核心区位的零售及甲级写字楼项目。受益于香港资产包交易中获得的巨额收益，领展于 2019 年在中国内地频繁出手，分别耗资 66.0 亿元、25.6 亿元收购位于深圳核心区的中心城商业项目与位于北京副中心通州的京通罗斯福广场，至此在 2015 年首次进入中国内地之后，内地商业不动产项目已增加至 5 处，且均位于一线城市核心区位。

酒店和公寓业态 REITs 大宗交易案例

雅诗阁公寓信托（以下简称雅诗阁信托）是世界上第一支泛亚洲服务公寓信托基金，资产组合覆盖 7 个亚洲国家。于 2017 年 7 月雅诗阁信托将位于上海及西安的馨乐庭服务式公寓打包出售，交易价格共计 9.8 亿元，其中上海物业为 70 年产权项目。虽然在交易时并未对净收入进行披露，但交易单价及每房单价具有一定的参考意义。同为服务式公寓，土地性质及产权年限的不同对物业的价值有较大影响，70 年产权且具备可散售条件的公寓物业在市场中的流动性明显好于商办产权物业。值得注意的是，本次交易中的买家在收购完成后以上海馨乐庭碧云服务公寓为底

层资产发行了国内租赁住房类 REITs 产品。

酒店方面，腾飞酒店信托于 2018 年 1 月以对价 11.8 亿元人民币向 TPG 及华住酒店集团联合体出售了位于北京核心地区的三元桥诺富特及宜必思酒店，内地资产清空。

物流业态 REITs 大宗交易案例

丰树物流信托于 2018 年在中国内地收购来自关联方的 11 处物流资产包项目，其中华北 1 处、华东 6 处、中西部 4 处，物业均分布于二线城市。物业资产包交易的整体净资本化率为 6.4%，一定程度体现了投资人对二线城市物流资产的投资回报要求。

中国运通网城房地产投资信托于 2018 年收购 1 处位于武汉的物流物业，本次交易中净资本化率为 4.9%，通过公开资料可以得出本次收购资本化率水平较低的原因主要为：1. 该物业于 2017 年完工，首次租赁合同所约定的租金水平较低，预计租约调整后租金将大幅提升；2. 该物业为电商物流资产，且位于交通枢纽城市武汉，为稀缺的投资机会。综合来看，在电商对物流仓储强劲的需求带动下，该物业在未来具有较大升值空间。

2017-2019 年香港、新加坡 REITs 在中国内地大宗交易案例

REITs 名称	收购/出售	交易时间	物业名称	类型	总建筑面积 (平方米)	出租率	资产价格 (亿元)	净资本化率
凯德商用中国信托	收购	2019 年 06 月	黑龙江凯德广场·学府	商业零售	104,294 (1)	99.8%	17.45	6.1%
凯德商用中国信托	收购	2019 年 06 月	黑龙江凯德广场·埃德蒙顿	商业零售	43,394 (1)	98.6%	4.69	5.6%
凯德商用中国信托	收购	2019 年 06 月	长沙凯德广场·雨花亭	商业零售	62,080 (1)	98.1%	7.46	6.2%
中国运通网城房地产投资信托	收购	2019 年 05 月	杭州富阳运通网城电商产业园(2)	物流、办公	物流 266,082 办公 42,489	100.0%	11.13	6.4%
砂之船房地产投资信托	收购	2019 年 04 月	合肥奥特莱斯临街商铺	商业零售	6,134	100.0%	0.98	-
凯德商用中国信托	收购	2019 年 02 月	呼和浩特赛罕购物中心	商业零售	41,938	100.0%	4.60	8.4%
凯德商用中国信托	出售	2019 年 02 月	浩特市玉泉区商业项目	商业零售	100,047	0.0%	8.08	-
领展房地产投资信托	收购	2019 年 02 月	深圳中心城	商业零售	120,964	100.0%	66.00	3.0%(3)
领展房地产投资信托	收购	2019 年 01 月	北京京通罗斯福广场	商业零售	86,377	96.2%	25.60	3.4%(3)
凯诗物流信托	出售	2018 年 12 月	上海金山漕河泾化工仓库	工业	13,547	100.0%	0.87	-
北京华联商业信托	收购	2018 年 12 月	华联合肥长江西路店	商业零售	48,003	99.4%	3.34	6.0%
越秀房地产投资信托	收购	2018 年 12 月	杭州维多利商务中心	办公	40,148	81.3%	5.90	-
越秀房地产投资信托	出售	2018 年 12 月	广州新都会大厦	综合体	61,960	97.9%	11.78	5.0%
丰树物流信托	收购	2018 年 05 月	全国 11 处物流项目	物流	804,000	97.7%	28.47	6.4%
中国运通网城房地产投资信托	收购	2018 年 04 月	武汉梅洛特	物流	49,900	82.2%	1.45	4.9%
凯德商用中国信托	收购	2017 年 12 月	广州乐峰广场	商业零售	88,279	96.4%	33.40	3.6%
越秀房地产投资信托	收购	2017 年 11 月	武汉财富中心及星汇维港购物中心	综合体	248,205	52.2%	35.87	-
雅诗阁公寓信托	出售	2017 年 07 月	上海馨乐庭碧月服务式公寓	公寓	21,014	-	9.80	-
			西安馨乐庭高新服务式公寓	公寓	24,303			
凯德商用中国信托	出售	2017 年 07 月	北京凯德安贞 Mall	商业零售	43,443	100.0%	11.30	5.9%
领展房地产投资信托	收购	2017 年 04 月	广州西城都荟	商业零售	130,060	94.1%	40.65	3.3%(3)
开元产业信托	出售	2017 年 04 月	上海松江开元名都酒店	酒店	71,027	66.1%	8.00	-

数据来源：交易公告、戴德梁行估价部

- 1) 商业部分建筑面积，交易公告未披露车位部分面积
- 2) 本次交易尚未交割完成
- 3) 交易公告仅披露物业运营毛收入，净收益根据物业净收益 / 毛收入比例的经验值推算得出

商业不动产资本化率调研基本思路介绍

在国内 REITs 市场进一步寻求发展与突破的过程中，如何对 REITs 底层物业资产进行合理定价的问题日渐凸显。一方面，自 2018 年起国内首批类 REITs 产品陆续进入退出处置期，市场化处置资产在特殊情况下成为退出的一种方式，物业估值能否匹配处置价格对保护投资人利益有着重要意义；另一方面，结合境外标准市场经验，REITs 作为不动产股权型投资产品，在购入或出售物业时均参照市场水平进行交易，并聘请第三方评估机构对物业价值、收入构成、成本支出等进行客观评定，向投资人真实、客观地披露物业信息。

在商业不动产大宗交易市场中，资本化率（Cap Rate）真实地体现物业运营净收入与价值之间的关系，客观衡量了投资者对于租金收益回报的要求，因此参考大宗交易案例的资本化率对商业不动产资产定价具有重要意义。然而，国内商业不动产交易信息的公开获取途径有限，除上市公司、国有企业及 REITs 在买卖物业时需对交易安排进行主动披露外，其他大宗交易信息往往难以获得。

相较另外两种公开获取信息的渠道，REITs 在收购和处置资产时披露的信息更为完善，公告内容包括收购目的、交易对价内涵、物业运营表现、未来价值增长判断等，为市场提供了良好的价值评判标准，对周边不动产价值判断具有参考意义。由于香港、新加坡上市 REITs 在内地的商业不动产交易数额有限，目前单纯通过 REITs 资产交易案例研究商业不动产的定价机制具有一定的局限性。

基于此，我们以问卷的形式邀请商业不动产投资领域的领头机构与专家参与调研，旨在通过分析受访者对于不同城市各类业态物业在大宗交易市场中的专业判断，为中国 REITs 不动产资产定价体系的建设提供合理的基准指数。

第一期“中国 REITs 指数之商业不动产资本化率调查研究”将调研对象设定为活跃参与国内商业不动产大宗交易的投资机构及从业人员。问卷共设置三大类问题，包含投资人背景调查、投资偏好调查和资本化率水平调查。投资人背景调查主要了解受访者及所在机构过往投资的项目类型、业态、城市级别、投资经验等；投资偏好调查主要了解受访者在 2019 年对于投资城市级别、物业业态等因素的关注程度；资本化率水平调查主要了解受访者

是否考虑在 2019 年对一线城市、新一线城市和二线城市不同业态物业进行投资及针对所考虑投资资产的合理资本化率水平。

本次调研将商业不动产范围设定为写字楼、科研办公 / 产业园、商业零售（集中式购物中心、百货）、酒店、物流及公寓。一线城市为北京、上海、广州、深圳共四座城市；新一线城市为成都、杭州、苏州、武汉、天津、南京、西安共七座城市；二线城市为除一线城市、新一线城市外，其他区域中心及经济发达城市。

商业不动产资本化率调研成果

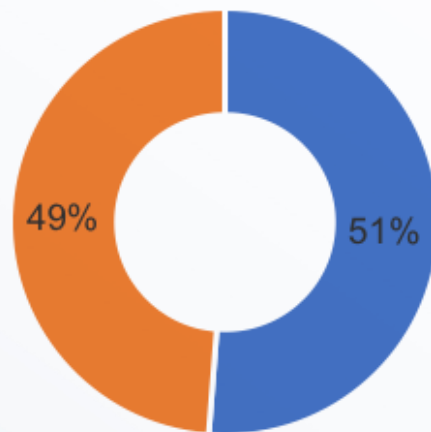
中国 REITs 指数之商业不动产资本化率的首期调研于 2019 年 5 月至 6 月完成，期间收集了来自 40 家国内一线不动产投资机构的共计 42 份问卷反馈，受访机构包括境内外地产基金公司、保险机构、开发商等。受访者平均从业年限达 9.5 年，参与商业不动产投资额均值达 120 亿元。

资本化率的关注程度

受访者在问卷中对商业不动产投资中的资本化率表达了很高

的重视程度。针对“2019年在投资决策中您对资本化率指标的要求”这一问题，51%受访者表示对资本化率有严格的量化指标衡量交易价格的合理性，49%受访者表示在投资中将资本化率列为重点考虑的因素，没有受访者选择对资本化率偶尔考虑或是不考虑，这体现了在商业不动产大宗交易中资本化率可以真实地反映物业运营收入与价值之间的关系，被交易双方广泛参考采纳。

投资决策中对资本化率的关注程度



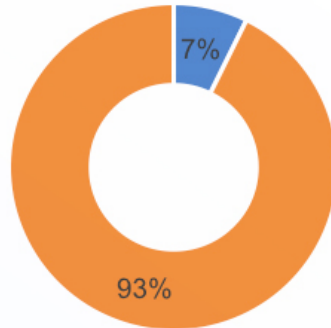
■ 严格量化 ■ 重点考虑 ■ 偶尔考虑 ■ 不关注

对不同投资机会的关注程度

从城市级别上划分，受访者对2019年投资机会的关注度主要集中于北京、上海、广州、深圳四个一线城市。7%的受访者

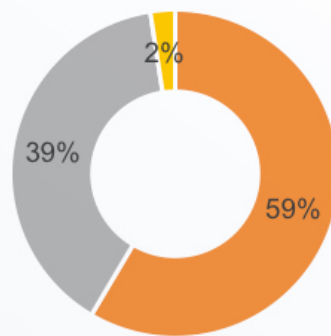
认为他们在 2019 年只关注一线城市的投资机会，剩余 93% 均表示一线城市将是他们重点关注的区域。对于资产价值具有一定成长性的新一线城市商业不动产，重点关注与偶尔关注的比例分别占到了 59% 与 39%，仅 2% 受访者表达了不关注这些城市的投资机会。相较于一线、新一线城市的受关注程度，受访者对二线城市的投资机会相对谨慎，不关注的比例占到了 28%，重点关注只占 10%，多数为偶尔关注。受到国内整体经济形势不确定性与近年金融市场紧缩态势的影响，不少投资人倾向于选择商业地产市场更为稳健的一线城市作为投资目的地，但同时部分受访者也表示对于个别处于二线城市核心地段的优质物业依然具有较大兴趣。

一线城市投资机会的关注程度



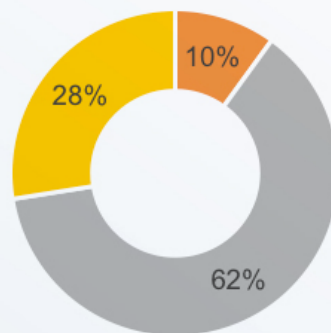
■ 只关注 ■ 重点关注 ■ 偶尔关注 ■ 不关注

新一线城市投资机会的关注程度



■ 只关注 ■ 重点关注 ■ 偶尔关注 ■ 不关注

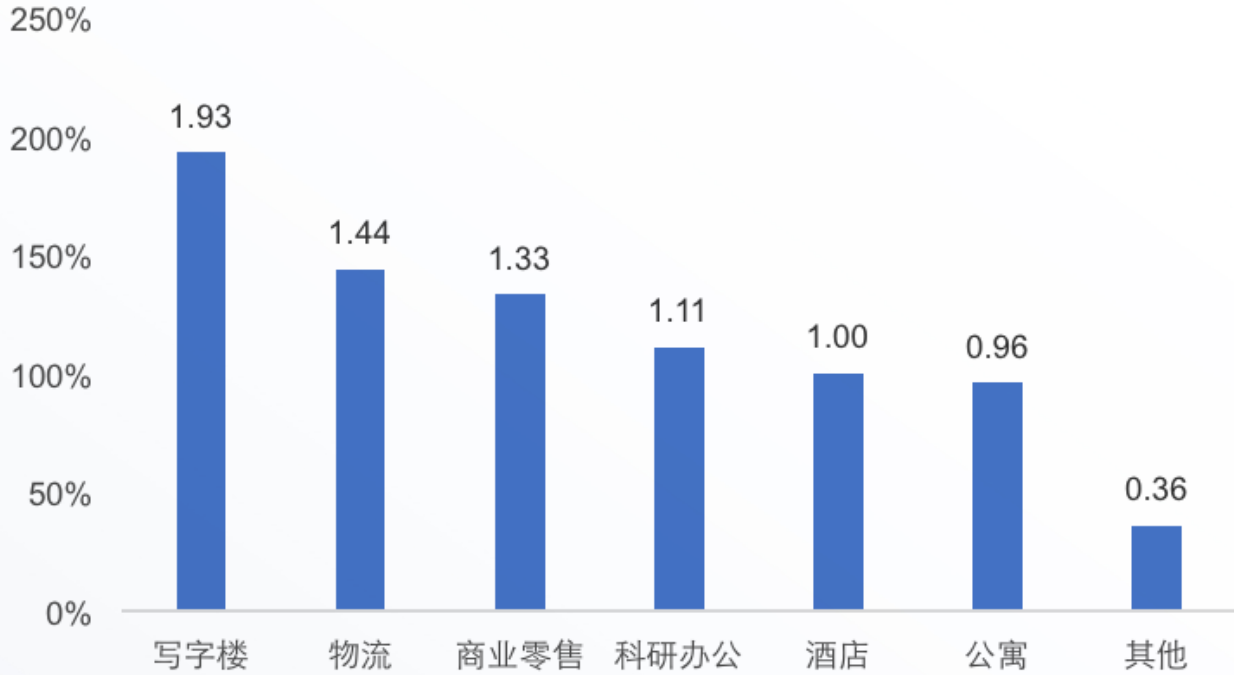
二线城市投资机会的关注程度



■ 只关注 ■ 重点关注 ■ 偶尔关注 ■ 不关注

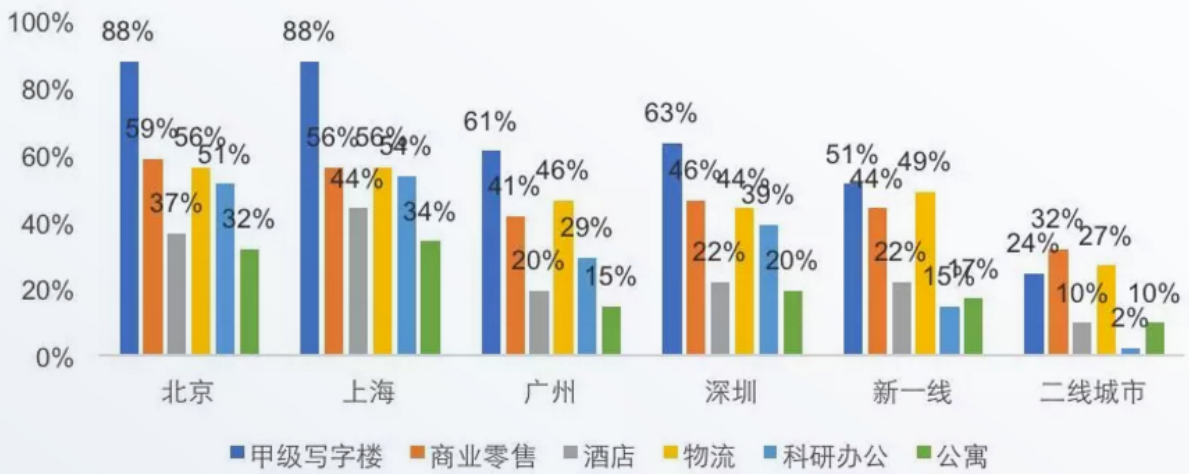
根据每位受访者对不同类型商业不动产所填写的关注度数值，本次调研得出了投资人对各业态的关注程度指数，并设定酒店物业的关注度为 1.0。甲级写字楼是最受市场追捧的业态，因运营成本较少、租金收益稳定、市场敏感度较低等因素在众多业态中占据绝对第一位置，体现了其在大宗交易市场中流动性较强的特点。随着近年电商物流以及新零售行业的快速发展，物流仓储资产已成为众多不动产投资机构争相布局的业态，本次调研结果也印证了这一市场变化，物流资产受关注程度超越传统的商业零售类物业排名第二。科研办公资产因兼具了产业园区和办公的特点，租金回报率普遍高于传统办公资产，近几年受到越来越多的关注。公寓业态的关注度则略低于酒店，为酒店关注度的 0.96 倍。除以上几类资产，受到投资人关注的其他业态还包括养老康养、数据中心、停车场等。

业态受关注指数



投资热度

对各城市不同业态是否考虑投资



除了以上根据城市级别、物业类型分别进行投资关注度调研之外，本次问卷还具体询问了受访者在 2019 年是否会考虑对各城市不同业态投资，结果发现与上述结论吻合。

写字楼业态是众多业态中受访者优先考虑的投资标的，在北、上、广、深四个一线城市及新一线城市中，考虑投资甲级写字楼的比例为所有业态中最高，其中 88% 的受访人表达了对北京、上海两座城市写字楼投资机会的兴趣。考虑对广州、深圳、新一线城市甲级写字楼进行投资的受访者均超过半数，分别占 61%、63% 与 51%，但在二线城市这一比例仅占 24%。得益于北京、上海对办公空间的巨大的需求，科研办公物业已成为部分投资人除甲级写字楼之外的办公类投资选择，超过半数的投资人表示考虑对北、上两城该类资产进行投资，比例明显高于其他城市。

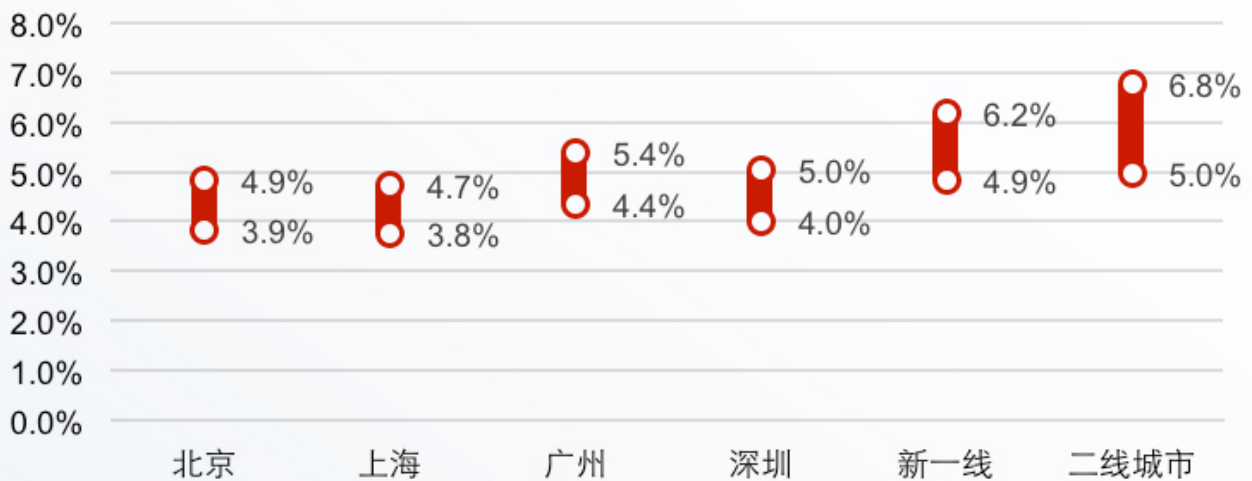
此外，商业零售、物流资产受到受访者的广泛关注，考虑投资此二类物业的比例均进入该城市的前三位，且不同城市之间的差距较写字楼小，没有呈现明显的因城市级别而两极分化的现象。

在二线城市中，商业零售类资产被 32% 的受访者考虑投资。虽然二线城市对办公物业的需求较弱，但是人们日常生活消费需求的增长给零售物业带来良好市场支撑，使得在这些城市的商业

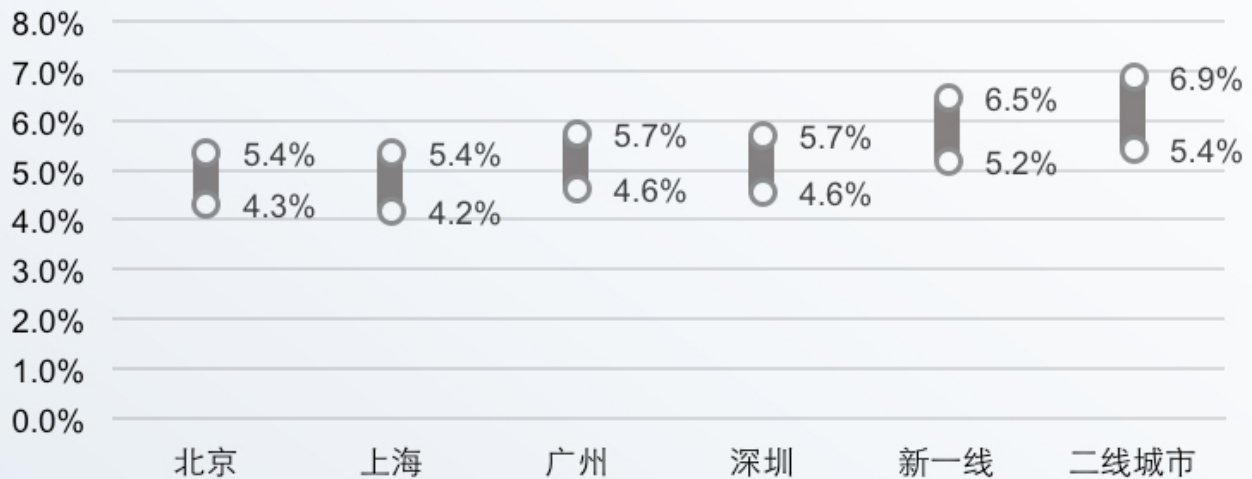
零售受到不动产投资机构的关注。从城市纬度来看，在北京、上海各类资产被投资人关注的比例更高，体现了受访人对这两座城市投资的偏好选择，其次为广州和深圳，再其次为新一线城市与二线城市。

各城市不同业态资本化率水平

甲级写字楼资本化率



商业零售资本化率



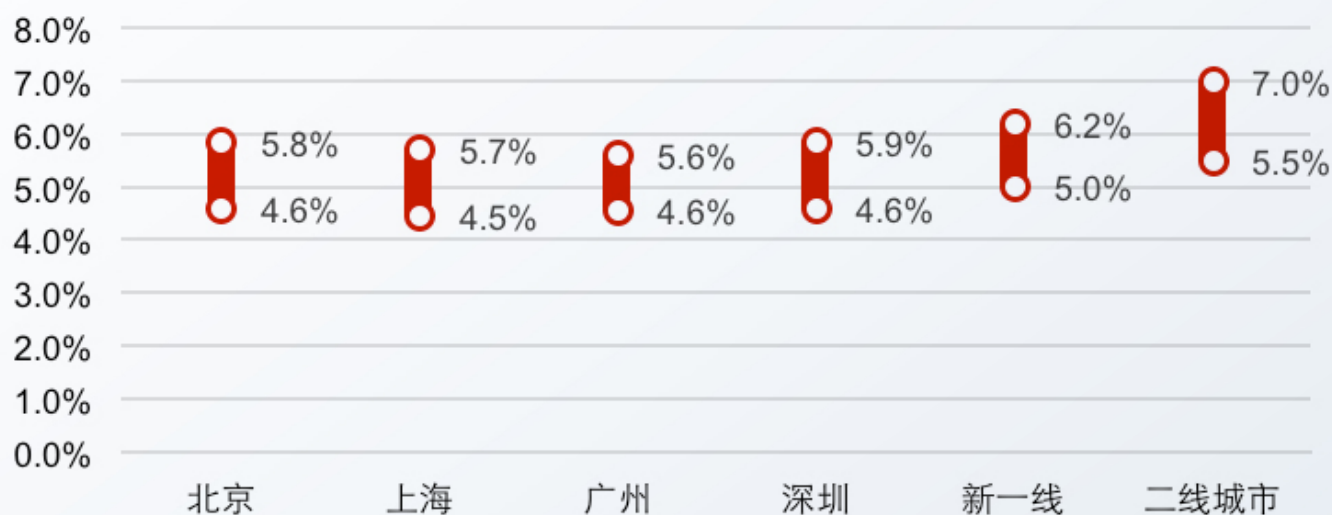
酒店资本化率



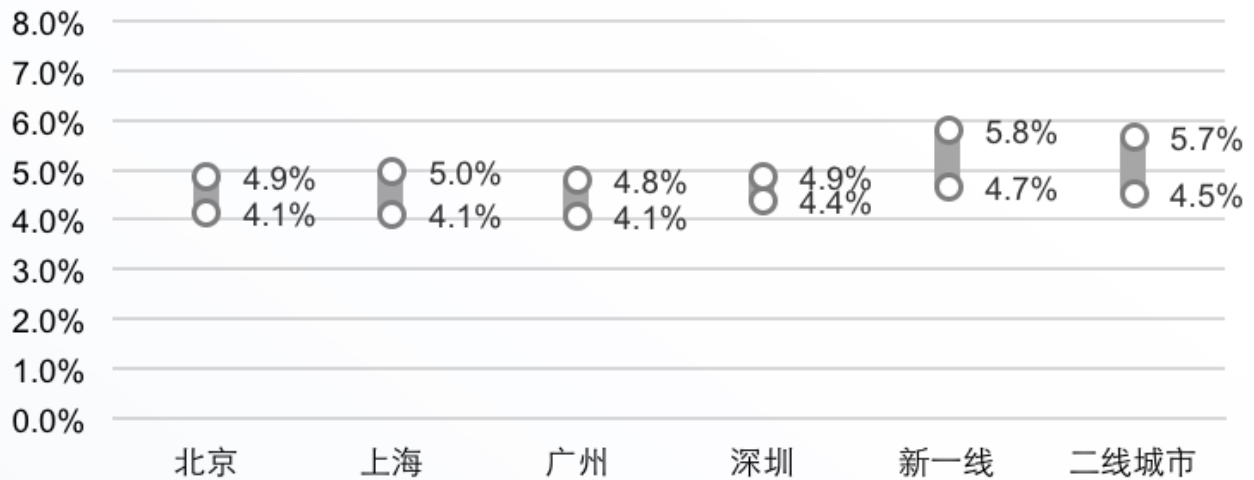
物流资本化率



科研办公资本化率



商办公寓资本化率



通过对受访者所填写的各城市不同业态资本化率数据进行汇总、分析，得出以下结论：

1) 针对不同城市的同一业态不动产，资本化率水平整体呈现出与投资关注度负相关，即同一业态物业在越受到关注的投资城市资本化率水平越低；

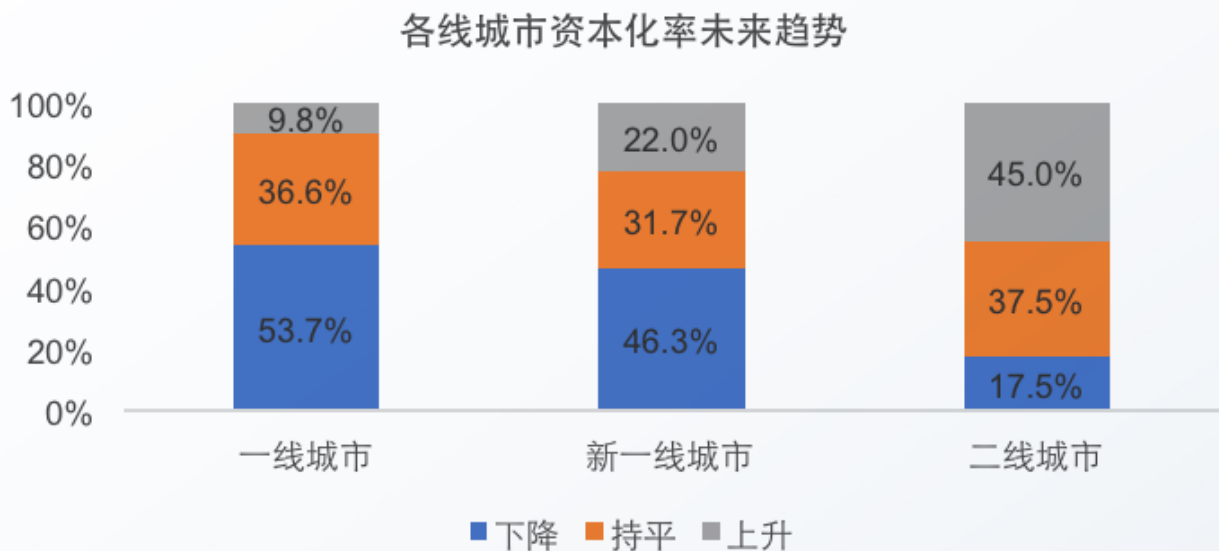
2) 甲级写字楼资本化率出现明显的因城市级别而两级分化的状态，北京、上海与二线城市甲级写字楼资本化率的低值与高值的差异约为 1.2%-1.9%，该比例为所有业态中最高，而物流、公寓在不同城市之间资本化率差距较小；

3) 以甲级写字楼的资本化率为基础，北京、上海的商业零售业态的低值比甲级写字楼高出约 0.5%，酒店高出约 1%，物流

高出约 1.3%，科研办公高出约 0.7%，公寓高出约 0.3%。

4) 相较于一线城市，受访者对于二线城市各业态判断的资本化率范围更宽，低值和高值的差异相对较大。通过进一步采访受访者了解到造成该现象的原因可能为：第一，二线城市商业不动产大宗交易数量较少，行业内可参考的案例有限；第二，二线城市涵盖城市广阔，城市之间存在差异。

各城市资本化率未来趋势



根据上述报告内容分析可见一线城市是众多商业不动产投资机构重点考虑投资的目的地。对于未来各城市资本化率的变化趋势，受访者普遍看好一线城市，活跃的交易量以及对核心区域优

质资产的激烈追逐导致资产价格不断攀升，预计资本化率进一步压缩的受访者比例占到 3.7%。此外，仅 9.7% 的受访者认为一线城市资本化率将上升，其余 36.6% 的受访者认为资本化率将保持平稳。而对二线城市的资本化率趋势，多数受访者表达了谨慎态度。考虑到部分二线城市未来几年新增供应量压力较大，租赁市场尚未成熟等因素，45.0% 的受访者认为资本化率将上升，仅 17.5% 受访者认为二线城市的资本化率有降低的趋势。

调研结论总结

1) 受访者对商业不动产投资中的资本化率有严格量化的衡量标准或是作为重点考虑的因素，这直观体现了在大宗交易市场中资本化率可以真实地体现房屋运营收入与价值之间的关系而被广泛使用；

2) 从城市级别上划分，受访者对 2019 年投资机会的关注度主要集中于北京、上海、广州、深圳四个一线城市。新一线城市商业物业因其具有成长性而受到一定的关注度，而受访者对二线城市投资机会相对谨慎；

3) 甲级写字楼受关注程度最高，其余依次为物流、商业零售、

科研办公、酒店、公寓；

4) 针对不同城市的同一业态物业，资本化率水平整体呈现出与投资关注度负相关，即同一业态物业在越受到关注的投资城市资本化率水平越低；

5) 甲级写字楼资本化率出现明显的因城市级别而两级分化的状态，而物流、公寓在不同城市之间资本化率差距较小；

6) 交易量最活跃的城市为上海和北京，两地的甲级写字楼资本化率仅为 3.8%-4.9%，商业零售业态的资本化率比甲级写字楼高出约 0.4%，酒店高出约 1%，物流高出约 1.3%，科研办公高出约 0.7%，公寓高出约 0.3%。

调研及报告编写主要参与人员

陈逸欣 胡峰 何亮宇 刘安洲 刘慧

刘俏 李尚宸 李宗霖 戚杰西 杨扬

杨枝 于嘉文 张思思 张峥 周芊

感谢闫云松博士对 CRF 中国 REITs 指数开发与商业不动产资本化率调查研究等领域的学术建议！

(按姓氏拼音排列)

中国 REITS 论坛

为积极推动中国 REITs 市场的建设，北京大学光华管理学院联合中联基金于 2018 年 6 月共同发起成立“中国 REITs 论坛”，其宗旨是建立一个聚集中国 REITs 领域政策、学术研究和商业机构中坚力量的高端平台。

秉承北大深厚传统，充分发挥光华管理学院在经济金融领域的学术优势，依托业界杰出实践支持，论坛自成立以来迅速发展，成绩斐然。不仅深度参与了一批国家部委、监管部门以 REITs 为主题的方案论证，为解决不动产金融的重大问题提供研究支持；发布了系列白皮书、研究报告，产出一系列专业、前沿的研究成果，为金融监管部门政策制定提供研究基础；还开发了不动产金融领域的理论和实践课程，探索中国 REITs 市场专业人才培养体系，为市场发展提供方案和技术。

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，尽管中国 REITs 论坛相信其可靠性，但该

等信息并未经我们核实，因此我们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，我们不做任何明示或暗示的担保，也不承担任何责任。中国 REITs 论坛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。中国 REITs 论坛保留一切版权，未经许可，不得转载。

附：报告 1 <http://www.gsm.pku.edu.cn/1.pdf>

报告 2 <http://www.gsm.pku.edu.cn/2.pdf>

报告 3 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/33333.pdf>

报告 4 <http://www.gsm.pku.edu.cn/444.pdf>

报告 5 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/7890.pdf>

报告 6 <http://www.gsm.pku.edu.cn/12626262.pdf>

报告 7 <http://www.gsm.pku.edu.cn/11221.pdf>

报告 8 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/1120896000000.pdf>

报告 9 <http://www.gsm.pku.edu.cn/123456789.pdf>

“光华思想力”是北大光华的思想平台，旨在用国际通行的研究工具和方法做具有国际水准的立足中国、辐射世界的中国学问，提供政策建议和咨询意见，服务经济社会发展，用扎根中国经济社会的政策研究和前沿商业实践研究反哺商学教育。



网址：<http://www.gsm.pku.edu.cn>

邮件：media@gsm.pku.edu.cn

电话：010-62747137

地址：北京市海淀区颐和园路 5 号