

中国 REITs 论坛 (CRF)

中国 REITs 指数
之

不动产资本化率 调研报告

第二期

2021年3月

出版方：中国 REITs 论坛

支持机构：北大光华中国 REITs 研究中心

戴德梁行

中联基金



北大光华
中国REITs研究中心



中联基金
GSUM FUND MANAGEMENT

目 录

01	前言	01
02	2020 年中国内地不动产大宗交易市场概览	02
03	新加坡、中国香港 REITs 在内地大宗交易案例分析	07
04	本期调研基本情况介绍	11
05	不动产资本化率调研成果	12
06	REITs 产品定价与不动产资本化率相互关系的思考	17

前言

2020年4月30日,中国证监会与国家发展改革委共同发布《关于推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》,正式启动了基础设施公募REITs的试点工作。随着中国证监会、沪深证券交易所、中国证券投资基金业协会、中国证券业协会等部门相继出台了REITs相关规则文件,国内基础设施公募REITs制度正式确立。

总结国际REITs市场及国内不动产资产证券化产品实践经验,资产合理估值是防范REITs市场风险的重要手段,估值结果对投资人的投资决策、管理人的经营决策有着非常重要的影响。基础设施REITs兼具金融产品与不动产的双重属性,底层资产所展现出的使用价值与市场交易价值最终将传导至REITs产品在金融市场中分红派息表现及二级市场份额交易价格。REITs的不动产属性决定了需要通过价值评估来客观反映资产所具有的收益能力、市场稀缺性、交易价格等特征。特别需要关注的是,基础设施项目具有经营差异大、投资门槛高的特点,此类资产的市场参与方往往为大型金融、资管及投资机构,在经济活动中容易出现定价规则各异与信息不对称性。因此,在中国REITs市场建设与发展的进程中,对底层资产进行合理定价并建立可参考的价值衡量体系显得尤为关键。

资本化率(Cap Rate)在不动产大宗交易市场中可以真实地体现物业运营净收益与价值之间的关系,客观反映投资者对于收益回报的要求,研究资本化率对不动产定价具有重要意义。基于此,中国REITs论坛联合北大光华中国REITs研究中心、戴德梁行、中联基金联合发起“中国REITs指数之不动产资本化率调查研究”,以问卷的形式邀请不动产投资领域的专业机构参与调研,通过分析受访者对不同城市各类资产在大宗交易市场中的专业判断,为建设中国REITs定价体系提供合理的基准指数。2019年6月,第一期《中国REITs指数之不动产资本化率调研报告》正式发布,得到国内不动产投资行业与REITs市场监管及参与机构的广泛关注与高度认可。值此公募REITs市场启航之际,中国REITs论坛发布2020年度资本化率调查研究结果,助力行业稳步健康发展。

最后,诚挚感谢参与中国REITs指数之不动产资本化率调研的50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。

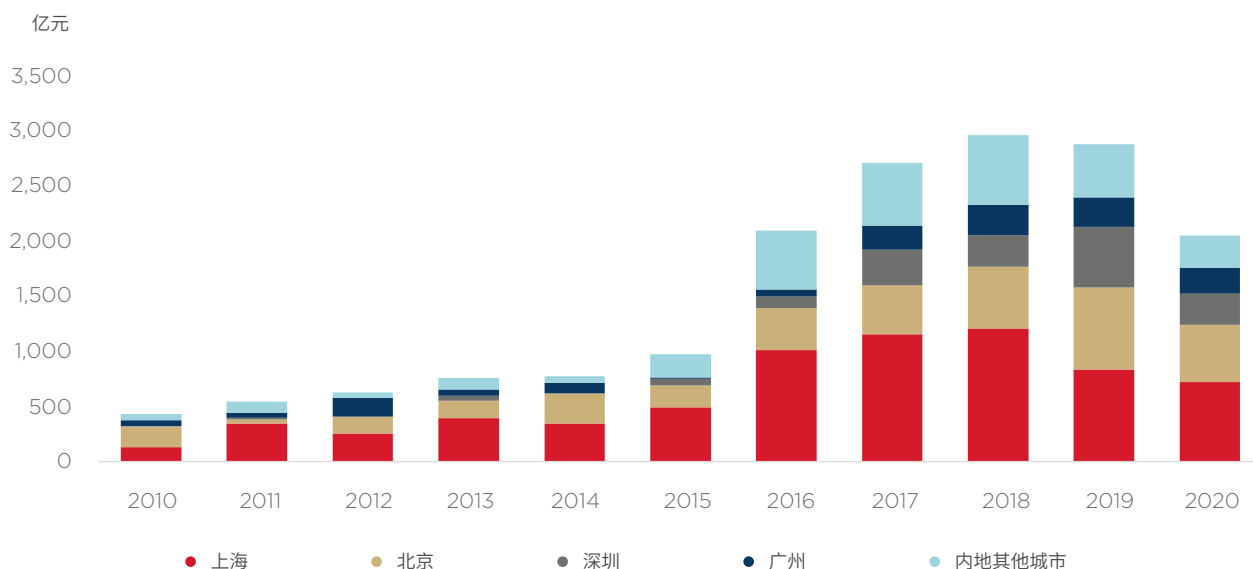
中国REITs论坛
二〇二一年三月一日

2020 年中国内地不动产大宗交易市场概览

全国市场整体表现好于预期，交易量保持相对活跃

根据戴德梁行研究部数据，在全球疫情蔓延与经济不确定性增强的挑战下，2020 年中国内地不动产大宗交易市场仍然保持相对活跃，全年录得交易额 2,047 亿元人民币。尽管交易金额为近五年内的最低值，但较 2019 年仅下降 29%，整体表现好于市场普遍预期。不动产大宗交易宗数约为 180 笔，与上一年基本持平。分季度来看，全国一至四季度交易额分别为 570 亿、401 亿、418 亿、658 亿元，下半年市场已表现出回升态势，其中第四季度更是明显发力达到全年最高水平，环比上升 57%。

2010-2020 年中国内地大宗交易金额 - 按城市分类

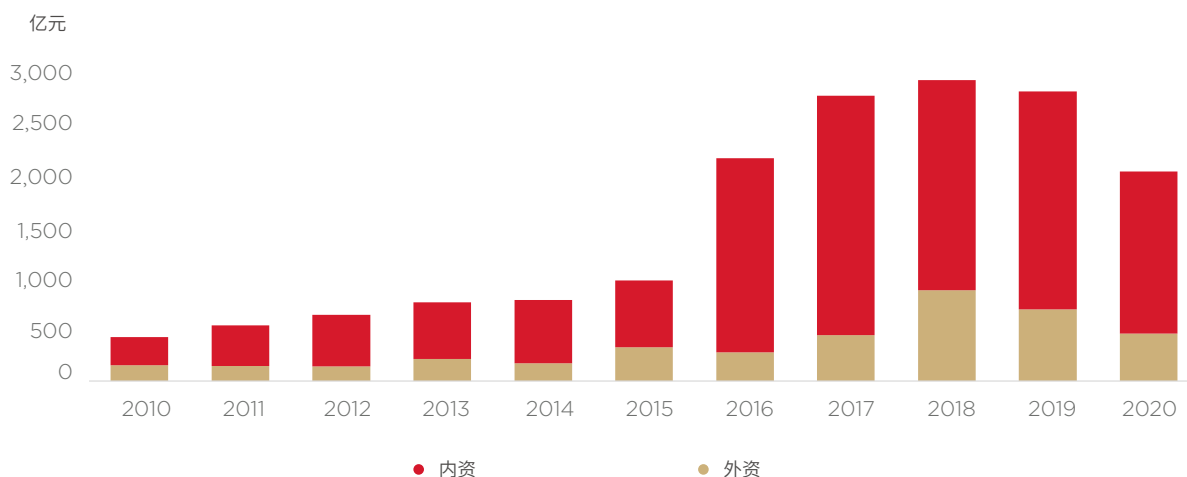


数据来源：戴德梁行研究部

纵观全年市场表现，外资投资人受疫情影响更为严重，严格的入境隔离政策使得外资机构在考察项目及落实交易细节时面临困难。2020 年，外资投资机构仅参与 34 宗不动产大宗投资，金额为 464 亿元，同比下滑 32%，其占市场总投资额的比例约为 23%，创下近三年最低。从区域上看，2020 年北京首次超越上海成为最受外资机构欢迎的城市，外资投资占全年成交额高达三成。相比之下，上海全年外资投资比例仅为 16%，达近五年来最低。

2020 年外资机构在内地不动产大宗交易市场中竞争力减弱，给内资机构提供了不可多得的投资良机，尤其是对有自用需求的国内买家。2020 年，自用型买家购置物业的金额占全年总交易额 40%，较往年约 15% 的比例显著攀升。其中上海的自用买家尤为活跃，成交额较 2019 年增长了两倍，深圳自用买家成交额也增加了一倍。大部分自用买家来自于金融机构，如银行、证券和保险公司。此外一些头部互联网企业也加入到购置资产的行列，通过购入物业解决办公空间扩张需求的意愿在 2020 年明显加强。

2010-2020 年中国内地大宗交易金额 - 按资金来源分类



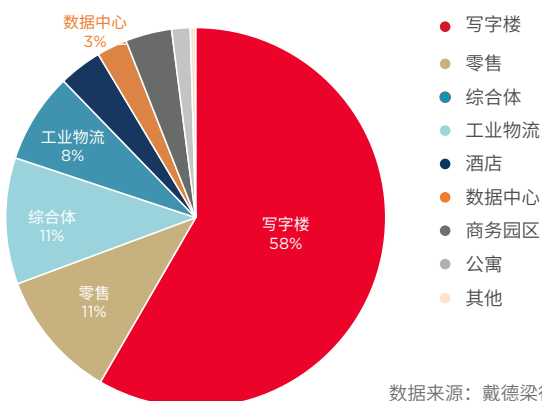
数据来源：戴德梁行研究部

展望 2021 年，疫情的有效控制与经济稳步复苏的预期使得中国内地有望成为全球最安全、最稳定的投资目的地之一，预计国内不动产大宗交易市场将迎来更多内外资联合收购项目。一方面，随着国内房地产融资监管力度加强，外资资本的注入在为本地投资者填补融资短板的同时也加强了其资产管理及运营能力；另一方面，对于外资机构而言，与本地投资者合作也为其抢滩城市更新类或政策导向类项目时增加了可行性。此外，在“三道红线”的融资限制政策之下，预计开发商将释放出更多优质商办类物业进行销售，为市场带来新一轮的投资机遇。

写字楼成交额最高，物流仓储、数据中心及产业园区关注度上升

面对疫情带来的众多市场不确定性因素，写字楼、物流仓储、数据中心、产业园区等现金流稳定、抗风险能力强、产业导向明确或受政策利好的资产类别更受投资者青睐。2020 年写字楼投资额占全年成交金额比例达 58%，为所有资产类别中最高，但成交宗数出现下降，约 90 笔的交易数量使得写字楼在近三年中首次单年低于百宗交易。零售类资产的投资额仅占 2020 年总额的 11%，较 2019 年占总成交额 17% 的比例出现下滑，但 30 宗的交易数量与 2018、2019 年基本持平。新冠疫情对购物中心及百货等零售业态带来明显冲击，成交数据显示投资人转而将目光投向体量更小的社区商业或是具

2020 年不同资产类型成交额占比



数据来源：戴德梁行研究部

有改造空间的商业项目。同时，在电商、直播、远程办公、云课堂等行业加速增长的带动下，物流仓储和数据中心成为了 2020 年市场新热点，其中数据中心成交额较上一年上升了 1 倍。数据中心、物流仓储相对于商业不动产项目较高的收益率也使得投资者更加偏好这两类资产。此外，产业园区在近期也逐渐崭露头角，虽然成交金额方面尚未有明显增幅，但在国内基础设施公募 REITs 推出的利好推动下受到投资人越来越多的关注。产业园区可大致分为商务区及厂房两类，其中商务区一般坐落于产业聚集的城市副中心区域，主要用于满足产业类租户研发办公、实验测试等方面需求，为城市或区域实现产业发展目标提供了科研、企业孵化、成果转换的产业环境，在疫情下更显示出抗风险和产业聚集效应；厂房受制造业“本土化”驱动也表现出了非常好的租户粘性和扩张需求，稳定的出租表现及收益回报吸引投资者关注。

北京：外资机构活跃，法拍项目集中释放

受新冠疫情及经济下行的双重考验，2020年北京不动产大宗交易活动受到一定程度的抑制，全年交易额为人民币519亿元，同比下降31%，但2020年仍是北京历史上交易额第三高的年份，仅次于2019年与2018年。从资金来源看，虽然内资买家仍为北京市场主力，但与上一年相比外资机构的交易额比例明显上升，30%的外资投资占比使得北京首次超过上海成为在内地外资投资占比最高的城市。其中新加坡GIC表现尤为积极，参与收购望京万科时代中心、LG双子座大厦及悦秀城项目，成交金额占全年外资在北京总成交额的85%。

2020年北京法拍项目持续受到投资者关注，全年法拍成交明显增多，交易数量达7宗，交易金额约为69.8亿，占总交易额的13%。这些资产大多地理位置优越，类型覆盖酒店、写字楼、商业、公寓等多种物业。2020年北京市场所呈现的另一个特征是市场需求逐渐从核心商圈外溢，通州、丽泽、上地等新兴商圈受到越来越多投资者的关注。年内这三个区域的成交金额占到市场总额的三成，交易标的主要以写字楼及商务园区为主。2020年9月国务院印发了《中国（北京）自由贸易试验区总体方案》，中关村-上地及通州分别作为科技创新片区和国际商务服务片区位列其中。未来随着自贸区政策的推进与商圈内配套设施逐步完善，预计这些区域将吸引更多投资者进入。

上海：城市更新热度不减，2021年不动产投资预计将回暖

上海大宗交易市场表现连续三年出现下滑，2020年成交总额共计722亿元，同比下降13%，但依然是国内交易金额排名第一的城市。上海办公市场短期内供需失衡、空置率上升、租金承压影响了投资者对于办公市场的信心，是整体成交金额下降的主要原因。此外疫情放缓了外资投资人来中国内地考察项目、商务谈判的脚步，对于成交额一向以外资机构占比较高的上海市场造成较大影响。2020年上海高达84%的投资额是由内资买家完成的，远高于过去两年约50%的占比，达到历史最高水平。值得注意的是，内资机构中自用型买家贡献了上海全年近四成的交易额。

2020年上海城市更新类交易热度不减，投资者积极物色合适的城市更新项目。例如，黑石于四季度以10.2亿元的价格从融创手中收购位于普陀区的香溢花城三期公寓和酒店项目，以期重新设计改造为长租公寓来实现租金及资本价值的增长。此外，国家出台的多项降杠杆政策及企业高负债率等原因使得上海不良资产及法拍市场投资机会增加，其中不少区位佳、单价低的优质商办类项目吸引了众多投资人开始关注这一领域，代表项目如上海核心区地标建筑明天广场经过三次拍卖最终由上海国盛集团以19.9亿元的总价竞得7至32层写字楼物业，成交单价仅为5.5万元/平方米。

经过一年的市场沉淀，上海不动产大宗交易市场预计将于2021年逐步复苏。作为国内交易流动性最好的城市，上海依然是境内外投资人首选的投资目的地之一。写字楼物业伴随着2020年供应量到达顶峰后，空置率及租金表现将迎来拐点，给投资人带来更强的市场信心。随着境外投资者的回归及自用买家持续的购置需求，写字楼市场将迎来新一轮的投资机会，推动上海不动产交易市场保持活跃态势。位于产业聚集地的产业园区项目以更稳定的租金收益和租户粘性也在吸引投资人的关注。核心地段具有稳定现金流的办公类物业、具有改造增值空间的资产、上海区域内资本化率较高的物流仓储、产业园区及数据中心项目依然将受到投资人的追捧。



深圳：大宗交易额减少五成，资产类别呈多元化趋势

深圳全年录得大宗交易额 282 亿元，同比减少近 50%，但究其原因主要是由于 2019 年深圳市前三大交易合计贡献了 250 亿元的成交，推高了上一年交易总量。2020 年深圳市场仍保持近 300 亿的交易规模，其中下半年随着新冠疫情得以有效控制半年内成交超 200 亿元，占全年交易额的七成。写字楼及商务园区资产依然是深圳大宗成交的主力，占年度总交易额的 75%。全年这两类资产交易多以企业自用为目的，在粤港澳大湾区发展机遇下越来越多外地企业通过购买资产进入深圳。而面对当下深圳写字楼市场整体空置率较高的状况及在未来供应持续放量且租金上涨乏力的预期下，投资型买家对写字楼项目仍表现出谨慎态度。

2020 年，因疫情催生出的新经济形态使得投资型买家对于深圳及周边城市物流仓储和数据中心等另类资产关注度增加。年内深圳及惠州均录得数据中心项目成交、东莞录得冷链仓储项目交易，诸多类似交易显示出投资型买家对于深圳都市圈、大湾区数据中心以及物流仓储机会的持续看好。工业类资产交易在 2020 年也较为活跃，除部分科技类企业收购厂房自用外，城市更新工改类机会增加。10 月中旬中央印发了《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020-2025 年）》，提出“支持盘活利用存量工业用地”，同月末深圳又公布重启“小地块”拆除重建类城市更新计划，加快城市更新推进步伐的同时赋予工改类城市更新项目更多想象空间，市场关注度也有明显回升。

随着深圳不动产市场可售物业增多、价格预期回调、不良资产投资机会的出现，优质项目有较大价格谈判空间，投资型买家或将迎来收购深圳资产的窗口期。租金稳定、未来供应相对较低区域（如福田、罗湖、南山科技园）的写字楼及商务园区投资机会预计将受到投资人重点关注。

广州：市场成交额逆势上涨，稀缺资产入市调动投资热情

2020 年广州不动产大宗交易市场成交额达 233 亿，较 2019 年上升 122 亿元，增幅达 110%，是国内四大一线城市中唯一逆势上涨的城市，同时广州的交易量在 2019 年降至冰点后重回 200 亿元时代。分季度来看，广州大宗交易市场于 2020 年第四季度迎来井喷，单季度贡献了全年约 64% 的交易额。外资机构在广州的投资明显增长，占 2020 年投资总额的 28%，与全国外资投资比例接近。年度最大外资主导交易为黑石从富力收购粤港澳大湾区内最大物流园区 - 富力国际空港综合物流园 70% 股权，成交总金额超 44 亿元人民币。从资产类型来看，写字楼依然占据广州市场主导地位，成交金额占全年交易额的 46%。同时工业物流类资产约 60 亿的成交金额超越零售物业成为广州第二大的交易物业类型。

尽管新冠疫情对市场造成一定冲击，但四季度广州不动产大宗交易已呈活跃态势，投资意愿明显回暖，预计市场活跃度将持续。长期来看，广州将围绕打造全球交通枢纽城市的定位加大基础设施相关投入，利好广州及周边城市产业升级发展；同时未来三年广州将有 83 个城中村启动城市更新，有望增加中心城区优质项目供应，吸引高端产业向中心城区聚集，带动区域内不动产大宗交易增长。

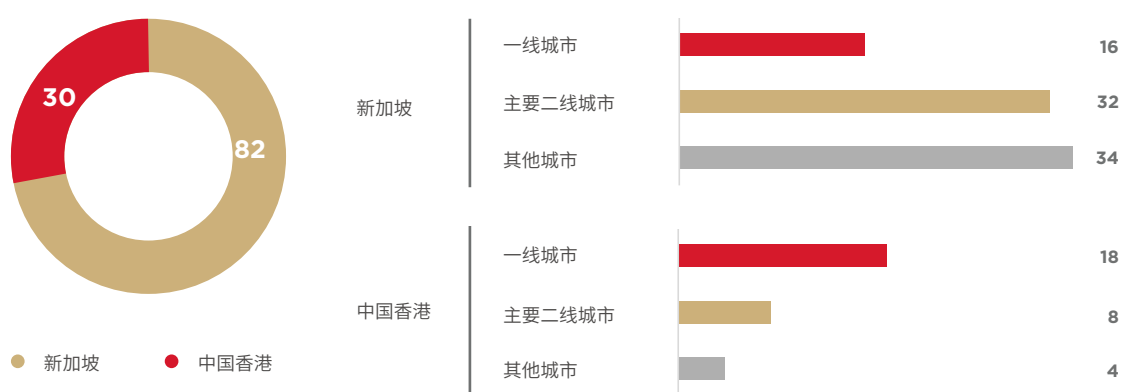




新加坡、中国香港 REITs 在内地大宗交易案例分析

截至 2020 年 12 月，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 24%；香港 6 支，占香港联交所上市 REITs 总数的 55%。16 支新加坡和中国香港 REITs 共持有 112 处位于中国内地的不动产项目，较上一年增加 10 处。两市 REITs 更青睐于持有内地一线及主要二线城市物业，112 处物业中一线城市及成都、杭州、苏州等主要二线城市的物业数量分别为 34 处、40 处，占比为 30.4% 与 35.7%，一定程度上体现了两市 REITs 对这些城市资产未来增长性的积极预期。

新加坡、中国香港上市 REITs 所持有位于中国内地的物业数量及分布



* 一线城市：北京、上海、广州、深圳

* 主要二线城市：指九个主要二线城市，包括杭州、南京、苏州、重庆、成都、天津、武汉、西安、大连

* 其他城市：除一线城市、主要二线城市外，中国内地其他城市

数据来源：戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

受新冠疫情及内地大宗市场交易萎缩的影响，2020 年新加坡、中国香港 REITs 在内地的交易活动较为低迷，仅发生 4 笔大宗交易，且集中于新加坡 REITs 市场产品，较 2019 年两市共 12 笔交易在数量上出现明显下降。疫情因素使得个别 REITs 不得不取消或延后已达成的交易事项，比如北京华联商业信托（BHG Retail REIT）于 2020 年 6 月发布公告称，考虑到新冠疫情对资本市场及资产未来表现带来的不确定性，REIT 管理人决定放弃收购于上一年末已达成交易意向的北京八达岭奥特莱斯项目；雅诗阁公寓信托（Ascott Residence Trust）在 2019 年年报中披露，于 2019 年 12 月已与非关联第三方达成了资产出售协议，涉及苏州馨乐庭星海、武汉馨乐庭沌口两处服务式公寓，但市场公开信息显示截至 2020 年第四季度该笔交易尚未正式完成。

2020 年新加坡 REITs 发生的 4 笔大宗交易涉及收购资产 28 处，其中首次装入 REITs 的资产达 12 处；出售物业 2 处。首次装入 REITs 的物业多数位于国内主要二线城市，达 7 处；业态方面，12 处物业均为产业园区或物流仓储项目，出租率表现优异。在商业不动产市场受到疫情严峻考验的背景下，新加坡 REITs 选择装入这两类资产间接体现了产业园区、物流仓储等公共服务属性较强的产业基础设施具备更好的抗风险能力。

2020年新加坡、中国香港 REITs 大宗交易物业城市分布



数据来源：戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

继 2018 年、2019 年分别完成对中国内地 11 处、4 处物流资产所在项目公司 50% 股权的收购后，丰树物流信托（Mapletree Logistics Trust）于 2020 年 10 月宣布收购这 15 个项目剩余部分股权，并同时装入 7 个新的物流资产，分别位于天津、成都、青岛、长沙、贵州、南通及慈溪。本次交易涉及的中国内地 22 处物业均位于非一线城市，建筑面积合计 154.9 万平方米，出租率高达 94.5%。收购公告显示，内地仓储租赁市场的供需矛盾、快速发展的电商规模以及新冠疫情催生出的对物流基础设施的迫切需求等因素都使得物流仓储项目成为 REITs 理想的收购标的。此次 22 处项目的交易对价为 66.13 亿人民币⁽¹⁾，资本化率约为 5.2%。

凯德商用中国信托基金（以下简称“凯德商用中国”）在 2020 年间共出售 1 处零售物业并新装入 5 处产业园区资产，这也是该 REIT 首次加入非零售业态的物业。从大宗交易的特征来看，凯德商用中国有明确的投资策略，在资产优化的过程中会考虑剔除投资回报慢、收益率相对较低的项目，并装入具有一定未来成长性的资产。2020 年 2 月，凯德商用中国将位于郑州核心商圈的凯德 Mall 二七店出售予郑州丹尼斯集团，交易对价 7.7 亿元，折合建筑面积单价 8,337 元 / 平方米。该项目于 2011 年由凯德商用中国向北京华联完成收购，随后由北京华联继续作为整租方进行经营，但 2019 年末该租户已整体退租。年报数据显示，凯德 Mall 二七店 2016 年 -2019 年间的租金毛收入分别为 1,043、1,009、1,020、855⁽²⁾ 万元，经营情况已随着项目逐渐老旧呈现疲态。本次出售使得凯德商用中国得以从该物业中释放现金价值，而不必产生重大的资本支出，出售所获利得也将为收购新项目提供资金支持。而买家郑州丹尼斯集团持有仅一街之隔的大卫城商场，完成本项目收购后得以扩大其在二七商圈的资产规模。2020 年 11 月，凯德商用中国宣布以 47.3 亿⁽¹⁾ 的资产对价从腾飞中国（Ascendas China）手中收购五处位于苏州、西安、杭州的产业园区项目，建筑面积合计 76.4 万平方米，底层资产以商务园区为主，其中苏州项目包含部分工业厂房资产。这是凯德与星桥腾飞于 2019 年达成 110 亿新元并购交易后，凯德中国商用信托首次装入原由腾飞所管理的产业园区资产。得益于项目所在区域良好的产业支撑，五处物业运营表现优异，出租率达 91.6%，收购资本化率为 4.7%-8.2%⁽³⁾，预计未来将为该 REIT 带来稳定的收入来源。于此同时，凯德商用中国 REIT 向凯德集团以 34.0 亿元⁽¹⁾ 的资产对价收购广州乐峰广场所在项目公司剩余 49% 股权，折合建筑面积单价 38,514 元 / 平方米，资本化率为 4.3%⁽³⁾。于 2017 年 11 月，双方曾分别向保德信投资管理公司（PGIM）收购该项目 51%、49% 权益，资产对价为 33.4 亿元。自收购以来，在凯德进行运营管理期间该项目实现了年化两位数的收入增长，2018 年、2019 年及 2020 年前三季度收入增长率分别高达 26.8%、23.0% 和 12.8%，但本次交易价格较上一手仅提高了 1.8%。

2020 年另一笔资产出售来自于雅诗阁公寓信托（Ascott Residence Trust），以 7.8 亿人民币的资产对价将广州雅诗阁服务式公寓出售予第三方。该项目位于广州天河区核心位置，包含客房 207 间，折合交易单价 377 万 / 间。年报数据显示，于 2019 年广州雅诗阁服务式公寓租金毛收入为 4,771 万元，每间可出租客房产生的平均实际营业收入为 613 元 / 间 / 天。值得注意的是，该项目土地使用年限为 70 年。

(1) 根据交易公告披露的资产价格并按 100% 权益折算；

(2) 2019 年收入为非完整年度；

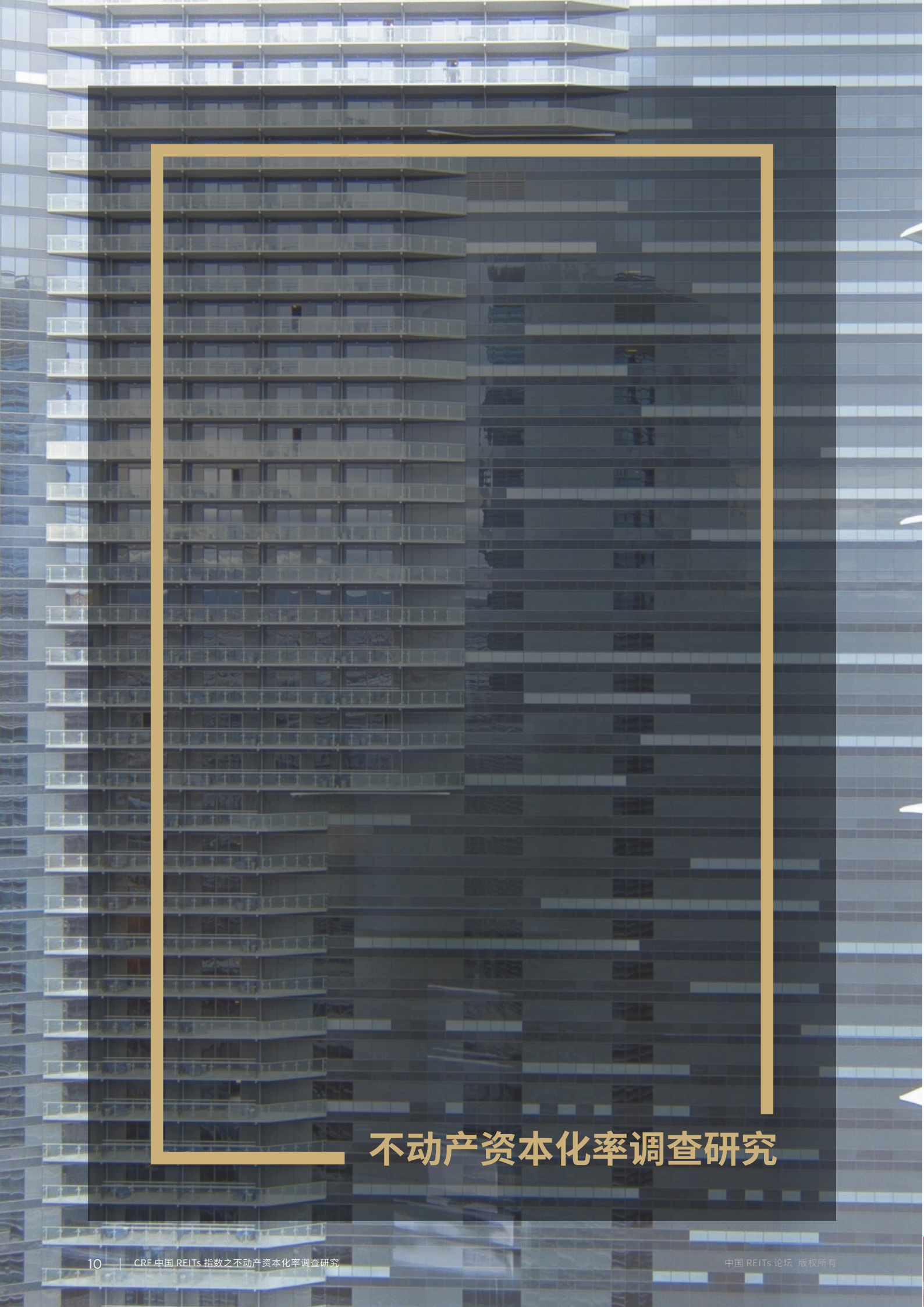
(3) 按 2019 年全年净收益口径计算资本化率。

2020年新加坡、中国香港 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
北京华联商业信托	出售	2020年2月	凯德 Mall 二七店	零售物业	92,356	0.0% (1)	7.70	-
雅诗阁公寓信托	出售	2020年6月	广州雅诗阁服务公寓	服务式公寓	207 间房	-	7.80	4.0%-4.3% (2)
丰树物流信托	收购	2020年10月	丰树无锡新区物流园	物流仓储	119,599	100.0%	5.22	5.20%
			丰树杭州大江东产业园		94,590	98.1%	4.54	
			丰树南通崇川物流园		75,545	77.1%	2.90	
			丰树常熟物流园		59,538	93.2%	2.17	
			丰树长沙物流园 (第一期)		76,862	100.0%	3.50	
			丰树武汉阳逻物流园		68,126	100.0%	2.77	
			丰树西安沣东工业园		62,860	100.0%	3.74	
			丰树武清物流园		29,057	100.0%	1.24	
			丰树嘉兴物流园		35,735	100.00	1.80	
			丰树南昌物流园		71,482	77.1%	2.42	
			丰树镇江物流园		98,553	100.0%	4.64	
			丰树成都双流物流园		20,769	100.0%	1.12	
			丰树沈阳物流园		41,846	89.6%	1.47	
			丰树济南物流园		78,912	80.2%	3.72	
			丰树长沙物流园 (第二期)		99,842	82.1%	4.13	
			丰树天津西青现代产业园		37,115	100.0%	2.26	
			丰树成都青白江物流园		109,069	84.2%	4.33	
			丰树青岛黄岛现代物流园		75,856	100.0%	2.65	
			丰树贵州 (龙里) 物流园		52,563	100.0%	2.12	
			丰树南通 (经开区) 物流产业园		67,895	97.9%	2.43	
丰树 (慈溪) 产业园	137,586	100.0%	4.92					
长沙空港物流园	35,926	100.0%	2.04					
凯德商用中国信托	收购	2020年11月	腾飞新苏	产业园区	373,334	90.3%	22.65	6.1% (3)
			新加坡腾飞科汇城		118,495	91.4%	7.59	4.7% (3)
			腾飞创新中心		40,547	93.1%	2.98	8.2% (3)
			新加坡杭州科技园一期		101,811	93.0%	6.41	7.5% (3)
			新加坡杭州科技园二期		130,261	93.7%	7.67	6.4% (3)
			广州乐峰广场	零售物业	88,279	91.9%	34.00	4.3% (3)

数据来源：交易公告、戴德梁行北京估价及顾问服务部整理

- (1) 于交易时点，租户已整体退租；
 (2) 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；
 (3) 按交易公告披露之 2019 财年物业净收益及交易对价水平计算；



不动产资本化率调查研究

本期调研基本情况介绍

第二期中国 REITs 指数之不动产资本化率调研延续了第一期的研究思路，以问卷的形式邀请不动产投资领域的专业机构与行业专家参与调研，通过分析受访者对于不同城市各类资产在大宗交易市场中的专业判断，为建设中国 REITs 资产定价体系提供合理的基准指数。本期调研于 2020 年第四季度完成，期间收到了 50 余家不动产投资机构的问卷反馈。受访机构包括境内外房地产基金公司、保险机构、开发商、新加坡及中国香港上市 REITs 管理人等，其中内资及外资机构比例约为 4:1。从对投资期限的要求来看，持有资产时间 3 年以下、3-6 年、6 年以上的受访机构分别占到 14%、55% 及 31%。

第二期资本化率调研问卷共设置三大类问题，包含机构背景调查、投资偏好调查和资本化率调查。机构背景调查主要了解受访者所在机构过往投资的项目类型、业态、城市等；投资偏好调查主要了解受访者在未来一年对于不同城市、资产类型的投资关注度与偏好；资本化率调查主要了解受访者所认可的不同资产类型在大宗交易市场中的资本化率合理水平。同时，第二问卷部分细节在第一期内容基础上做了改进与调整：

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

其次，调研问卷在资产类型上新增数据中心业态，此外包含甲级写字楼、零售物业、商务园区、酒店 / 服务式公寓、物流仓储五种资产类型。其中商务园区在资产类别上属于产业园区，主要用于满足产业租户对科研、办公空间的使用需求。

第三，调研对不同资产类型所关注的城市维度作了区分。一线城市为北京、上海、广州、深圳四座城市，主要二线城市指九个强二线城市，包括杭州、南京、苏州、重庆、成都、天津、武汉、西安、大连，其他城市为上述城市之外中国内地其他城市。考虑到北京、上海甲级写字楼市场特点，在研究这两座城市甲级写字楼资本化率时细分至核心商圈与非核心商圈两个维度。根据定义，北京甲级写字楼核心商圈包含国贸、金融街、东二环、燕莎及中关村，上海甲级写字楼核心商圈包含陆家嘴、人民广场、南京西路、徐汇核心、竹园、新天地、长宁中山公园及虹桥经济开发区。物流仓储、数据中心则以一线城市及周边、其他城市两个城市维度开展调研。

详细调研结论请见下一章节。

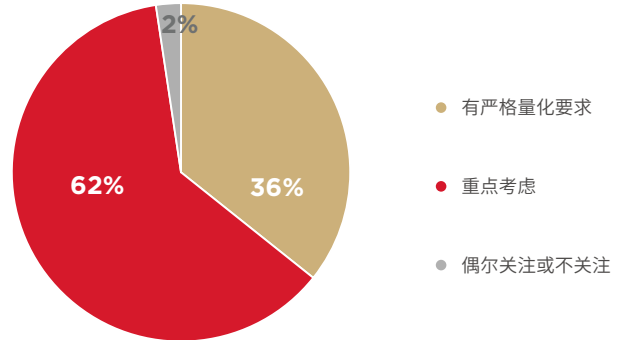


不动产资本化率调研成果

资本化率关注程度

在本期调研中受访者表达了对于不动产交易资本化率水平很高的关注程度。36% 受访者反馈对资本化率有严格的量化指标来衡量交易价格的合理性, 将资本化率列为重点考虑因素的受访者占到了 62%, 仅 2% 受访者选择对资本化率偶尔考虑或是不关注。对资本化率的关注程度在买家、卖家或二者身份兼有的受访者中并无明显差异, 体现了不动产大宗交易中资本化率被交易双方广泛参考、使用的特点。

交易决策中对资本化率关注程度

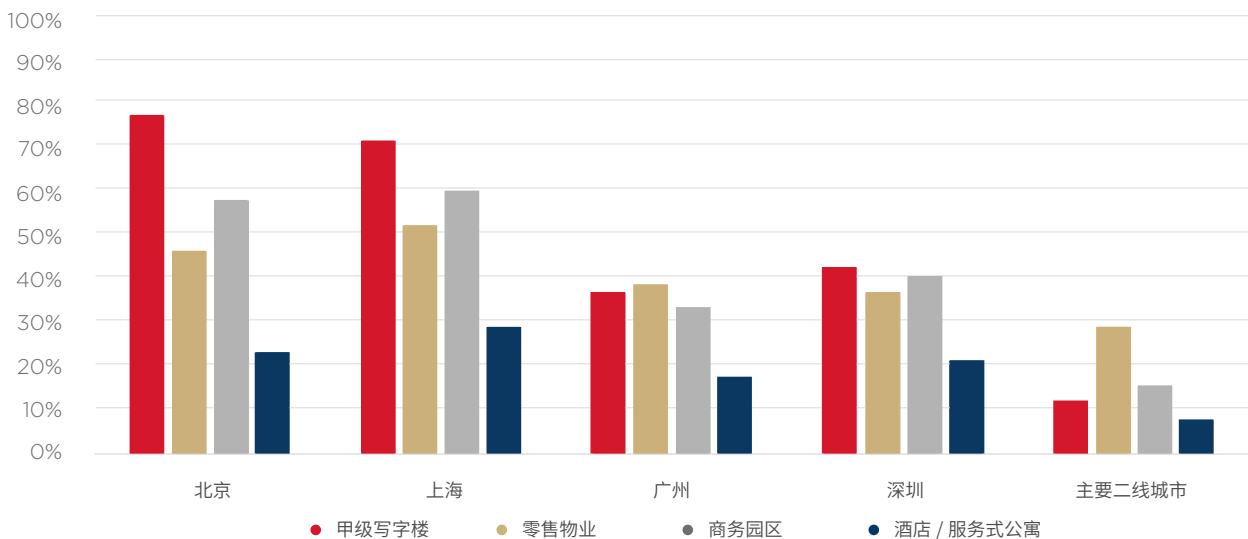


投资机会关注度

从城市维度来看, 北京、上海各类资产受投资人关注的比例最高, 体现了市场对北、上两座城市的投资偏好; 其次为广州与深圳, 再其次为主要二线城市。受新冠疫情给经济形势带来的不确定性与近年国内房地产金融市场紧缩态势的影响, 多数投资人倾向于选择市场更为稳健的一线城市作为投资目的地以降低投资风险。

虽然疫情及短期内区域供应量攀升等因素对一些城市的写字楼租赁市场带来压力, 但综合而言, 甲级写字楼依然是所有业态中投资人优先考虑投资的标的。受访者对于写字楼投资机会呈现了明显的城市偏好, 其中北京、上海位于第一梯队, 考虑投资这两个城市甲级写字楼项目的投资人超过七成, 约有 40% 的受访者表达了对广州、深圳写字楼项目的投资兴趣, 而在主要二线城市该比例仅为 12%。在四大一线城市中, 写字楼物业因其租金收益较为稳定、运营难度相对较小、资产流动性较好等特点, 仍然是众多投资人资产配置中必不可少的一部分, 市场价格回调的趋势也将为关注该板块的投资机构带来更多进入机会。

不动产投资机会受关注度



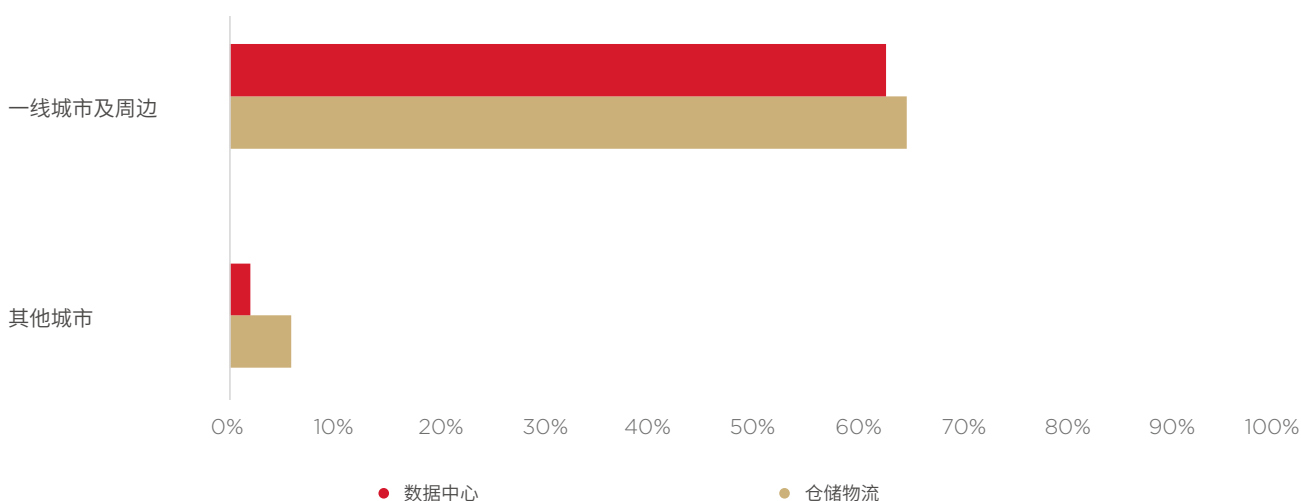
* 一线城市: 北京、上海、广州、深圳
* 主要二线城市: 指九个强二线城市, 包括杭州、南京、苏州、重庆、成都、天津、武汉、西安、大连
* 其他城市: 除一线城市、主要二线城市外, 中国内地其他城市。

产业园区资产类别中的商务园区主要用于满足产业租户科研、办公空间的使用需求。调研结果显示约六成的受访者表示会考虑北京、上海商务园区的投资机会，比例明显高于广州、深圳以及主要二线城市，与各城市甲级写字楼市场受关注比例呈现类似规律。然而，不同于写字楼投资更看重与城市核心区相对位置关系，商务园区一般位于城市非中心区，投资人往往更关注区域内产业导向与发展情况。具有鲜明产业特色与更高聚集度的园区，如北京上地、上海张江、深圳南山科技园、苏州工业园等，良好的产业支撑将给不动产带来更为稳定的租金收益与价值增长表现，因而受到投资人的青睐。

受访者对零售物业在不同城市间的投资偏好更为接近，并未像甲级写字楼、商务园区出现明显的因城市而两极分化的现象。考虑投资北、上、广、深四地零售物业的受访者分别达到了 47%、53%、39% 及 37%，而主要二线城市零售物业被 29% 的受访者考虑投资，为该城市维度所有业态中最高。虽然二线城市对办公空间的需求相对较弱，但是人们日常生活消费活动给零售物业带来良好市场支撑，相较于其他资产类别成为更适宜的投资标的。

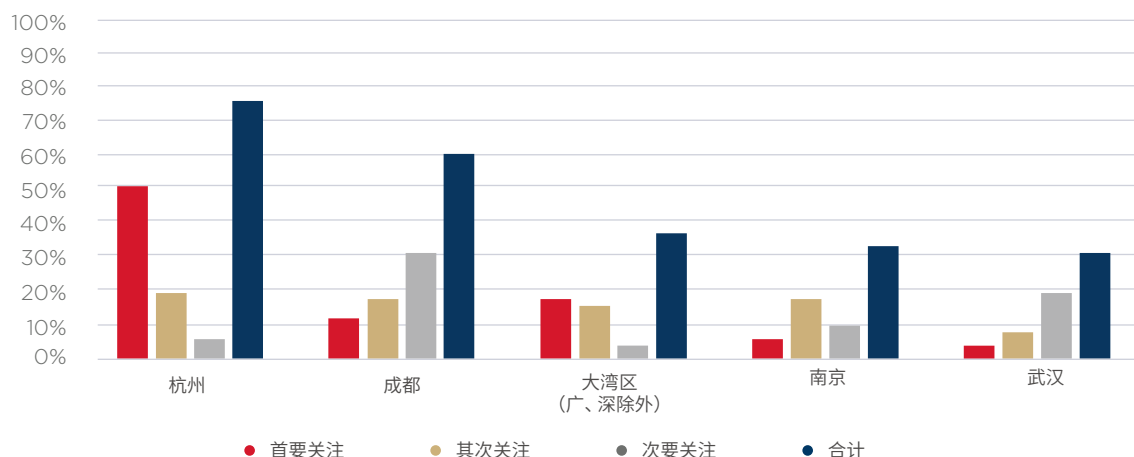
新冠疫情对酒店行业的冲击及 2020 年频出长租公寓暴雷事件等负面因素使得受访者对于这类资产的投资趋于谨慎。在一线城市及主要二线城市中，酒店及服务式公寓的投资偏好占比均为所有业态中最低值，其中最高的上海也仅有 29% 受访者考虑，而关注主要二线城市酒店及服务式公寓投资机会的受访者仅占 8%。

物流仓储、数据中心投资机会受关注度



本次问卷调研了受访者对于物流仓储和数据中心投资机会的偏好。结果显示分别有 64% 及 63% 的受访者表示愿意投资一线城市及周边的物流仓储及数据中心项目，与之形成鲜明对比的是在其他城市仅有个别受访者表达了投资兴趣，体现了这两类资产鲜明的市场导向特征。因疫情催生出的远程办公、直播等新经济形态、快速扩张的电商规模使得市场对两类资产的需求日益增加。同时，2020 年 4 月中国证监会与国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》将物流仓储及数据中心也纳入试点范围，为基础设施不动产投资提供了稳定的权益融资渠道，间接促进了市场对两类资产的投资热情。

非一线城市投资机会受关注度前五名



非一线城市经济的快速发展与相对较高的投资收益率逐渐吸引了更多不动产投资机构的目光。在非一线城市中，关注度最高的前5名城市或区域分别为杭州、成都、大湾区（广、深除外）、南京及武汉。约77%的受访者选择了杭州作为投资目的地，首要考虑投资的比例更是高达51%，远超成都的12%及大湾区（广、深除外）的18%。此外也有约30%受访者表示会考虑受疫情影响最为严重的武汉的投资机会。

各城市不同资产资本化率水平

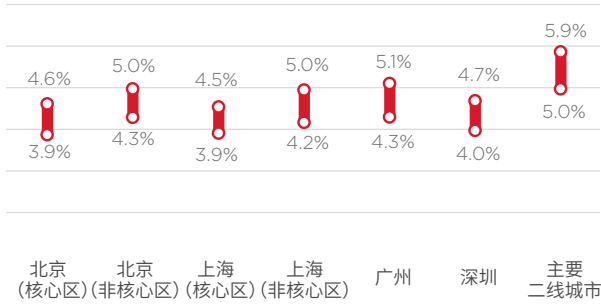
调研结果显示，甲级写字楼是六个资产类型中买方、卖方所认可的资本化率范围重合度最高的业态，双方在七个城市及区域维度对于资本化率上限及下限的差异均小于0.2%。写字楼作为国内不动产大宗交易中流动性最强、受关注度最高的业态，市场参与机构对它的定价已形成基本共识。投资人也往往将其作为基准，通过对比其他物业类型的资本化率来反映因业态不同所带来的投资风险与回报要求。北京、上海核心区甲级写字楼的资本化率在所有城市及区域中为最低且较接近，分别为3.9%-4.6%、3.9%-4.5%，同城市中非核心区的项目资本化率高出约0.3%-0.5%。广州、深圳甲级写字楼资本化率介于北京、上海核心区与非核心区项目之间，但深圳的资本化率更低，接近于两地核心区水平，而广州则更为接近两地非核心区水平。受访者对于主要二线城市的甲级写字楼收益要求表现了明显的因城市级别带来的风险溢价，资本化率范围为5.0%-5.9%，高出北京、上海核心区资产1.1%-1.4%。

相比写字楼，零售物业资本化率在各城市之间的整体差异较小。其中北京、上海零售物业比核心区甲级写字楼资本化率高出0.4%-0.6%，深圳为0.3%-0.4%，而在广州及主要二线城市两种业态之间的差异仅为0.1%-0.2%。同一城市或地区甲级写字楼与零售物业资本化率水平的差异和投资偏好呈现一定关系，零售物业在广州及主要二线城市的受关注程度为所有业态中最高，两地零售物业与甲级写字楼资本化率之间的差异也最小。

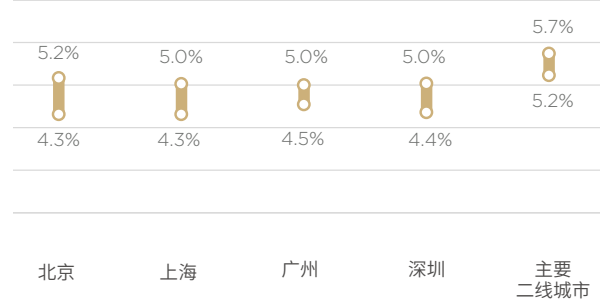
北京、上海、深圳三地的商务园区资本化率较为接近，约为4.5%-5.5%。其中北京及上海的商务园区资本化率较非核心区甲级写字楼高0.3%-0.4%。虽然整体而言市场对商务园区资本化率的要求比甲级写字楼更高，但针对一些位于产业集聚地的核心资产，因其具有稳定的租金收益与价值增长预期使得投资人愿意接受较低的资本化率进行投资，甚至接近核心区甲级写字楼水平。

国内主要城市有限的物流仓储项目新增供应与不断扩张的人均物流需求使得物流仓储资产在不动产投资市场中的热度持续升高，广泛的关注与逐渐增多的交易案例也使得定价依据与资本化率水平逐渐透明。本期调研结果显示买方、卖方对于一线城市及周边物流仓储资本化率的要求分别为4.9%-5.8%、4.7%-5.6%，两者相差0.2%，重叠部分为4.9%-5.6%。近几年

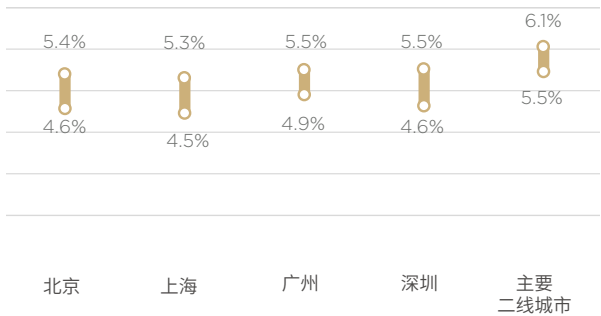
甲级写字楼资本化率



零售物业资本化率



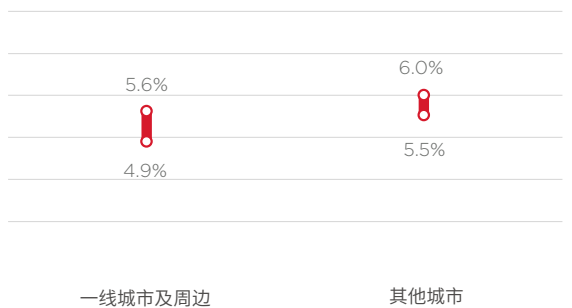
商务园区资本化率



酒店 / 服务式公寓资本化率



物流仓储资本化率



数据中心资本化率



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

间鲜有位于一线城市主要物流集散地的高标仓投资机会，若有类似资产投放于市场势必引来投资人激烈争夺，核心物流资产的资本化率可能被压缩至更低水平。

本期调研发现不同机构对于数据中心资本化率的看法存在明显差异。作为不动产投资的新兴业态，目前国内成熟数据中心交易案例较少、并购 / 收购案例集中于刚取得能源指标项目或开发建设过程中项目、交易信息披露不完善、对价包含非资产要素等原因都使得市场整体缺乏透明的数据中心定价依据，这是导致受访者意见差异较大的根本原因。以买方视角为例，受访者对于一线城市及周边数据中心资本化率所填写的跨度为 5.5%-10.0%。为保证本次调研结论的可靠性，数据中心的资本化率范围仅选取具有过往投资经验的受访者的问卷反馈作为统计样本。经过数据处理后发现，买家与卖方对于数据中心资本化率的预期有一定差距，买方可接受的一线城市及周边项目的资本化率区间为 8.0%-9.1%，卖方则为 7.3%-8.3%，重叠部分为 8.0%-8.3%。

未来一年资本化率趋势

对于甲级写字楼、零售物业、酒店 / 服务式公寓及商务园区未来一年资本化率的变化趋势，绝大多数受访者表达了相对谨慎的态度，除商务园区的资本化率在各城市维持原有水平之外，其他三类资产均在个别城市有上升趋势。然而，对于一线城市及周边的物流仓储和数据中心资本化率受访者普遍认为将继续下降，体现了市场对两类资产的偏好。目前一线城市及周边的物流仓储资本化率为 4.9%-5.6%，未来若进一步下降或将与一线城市商务园区资本化率持平。

未来一年资本化率趋势

	北京	上海	广州	深圳	主要二线城市
甲级写字楼	→	→	→	↑	↑
零售物业	↑	→	→	↑	→
商务园区	→	→	→	→	→
酒店 / 服务式公寓	→	→	→	→	↑

	一线城市及周边	其他城市
物流仓储	↓	→
数据中心	↓	→

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

调研总结

- 1) 从城市维度来看，北京、上海各类资产受投资人关注的比例最高，体现了市场对北、上两座城市的投资偏好；在非一线城市中，关注度最高的前 5 个城市或区域分别为杭州、成都、大湾区（广、深除外）、南京及武汉；
- 2) 从资产类型来看，甲级写字楼依然最受投资人欢迎，且市场对北京及上海项目有明显的投资偏好；投资人对不同城市零售物业的偏好更为接近，在广州及主要二线城市零售物业受关注程度为所有业态中最高；商务园区投资机会受关注度在不同城市呈现出与甲级写字楼类似表现；物流仓储及数据中心项目在政策利好与新经济形态的支持下受到市场追捧，但市场关注度集中于一线城市及周边；
- 3) 调研结果显示在所有资产类别中，买方、卖方所认可的甲级写字楼资本化率范围重合度最高。北京、上海核心区甲级写字楼的资本化率在所有城市及区域中为最低且较接近，分别为 3.9%-4.6%、3.9%-4.5%，同城市中非核心区的项目资本化率高出约 0.3%-0.5%；广州、深圳甲级写字楼资本化率为 4.3%-5.1%、4.0%-4.7%；
- 4) 买家与卖方对于数据中心资本化率的预期存在差异，买方可接受的一线城市及周边项目的资本化率区间为 8.0%-9.1%，卖方则为 7.3%-8.3%，重合部分为 8.0%-8.3%；
- 5) 对于甲级写字楼、零售物业、酒店 / 服务式公寓及商务园区未来一年资本化率的变化趋势，绝大多数受访者表达了相对谨慎的态度，但对于一线城市及周边的物流仓储和数据中心项目受访者普遍认为资本化率将继续下降。

基础设施公募 REITs 作为一种风险适中、流通性较好、收益适中的投资工具，受到金融市场及不动产投资机构的广泛关注，参与本期调研的部分受访者亦表示会考虑投资国内基础设施 REITs 产品，这也引发了调研团队对于 REITs 产品定价与不动产定价异同点的思考。参考成熟 REITs 市场情况，单位派息率（DPU Yield）是 REITs 定价常用的一项指标，它反应了投资人对 REITs 股价相较于年度每股派息金额的比例要求，在计算方式上与资本化率有着类似之处。研究单位派息率表现与影响因素对 REITs 产品定价有着重要意义，并可通过对比同类型不动产资本化率水平来探究基础设施项目与 REITs 产品的价格关系。

基础设施公募 REITs 分红派息溯其根本来源于底层不动产项目的持续运营收益。因此，基础设施 REITs 产品定价（或者说单位派息率）与不动产资本化率之间具有天然的、密不可分的联系，但基于成熟 REITs 市场相关数据我们能够从定量层面观察到一些值得深入思考的现象，二者往往不是简单的线性匹配关系：比如，有些资产类型的 REITs 在首次发行和二级市场交易环节中的单位分派率与底层不动产资本化率大体相近，而部分产品这两项指标之间的关系可能出现较大波动，如新加坡吉宝数据中心 REIT；即使是相同资产类型的 REITs 产品，单位分派率与资本化率之间也并非一致呈现正相关或负相关。从定性角度分析，不动产交易与 REITs 产品各自的定价方式可能受到投资者类型、管理人品牌、资本市场环境等多方面因素的综合影响。例如，不动产大宗交易的投资者可能更看重资产的交易流动性与增值提升空间，而 REITs 投资人则更看重现金分红水平是否稳定并兼顾成长性；又比如，REITs 管理人的投资发展策略、资产运营管理能力，以及发行人的资产储备是投资人对 REITs 定价的重要考量因素，而在不动产大宗交易市场中这些因素或许不直接影响交易价格。我们认为，未来对市场数据进行长期跟踪与分析将有助于更好地发现影响 REITs 定价的主要因素，有利于把握 REITs 定价与不动产资本化率之间的相互关系。

底层不动产价值可为 REITs 产品定价提供参考，同时 REITs 产品的定价机制也将影响资产交易价格。目前国内不动产大宗交易市场参与机构以开发商、房地产基金、保险、投资管理机构为主，未来基础设施公募 REITs 也将加入这一市场，且对资产定价的考虑纬度与以往参与机构不同。若基础设施公募 REITs 对同一项目具有更强的出价能力，则卖方可能倾向于将其出售给 REITs，使其他买家也提高报价进而推高市场对该类资产价格的预期；另一方面，REITs 是基础设施不动产项目权益融资和退出的重要渠道，若金融市场调高了对装入资产的收益要求，其他投资机构在收购新项目时，也会因项目后期采用 REITs 退出时可能出现的成本增加而更为谨慎出价。因此，REITs 市场具有基础设施价值发现与价格长期引导的作用，可以成为不动产大宗交易市场定价的“锚”。

目前，基础设施 REITs 正值试点落地前夕，对于 REITs 投资机构如何看待国内基础设施公募 REITs 产品定价、不动产资本化率与单位派息率之间将逐渐呈现怎样的走势关系等问题，我们将保持长期关注与深入研究。同时，我们也希望通过揭示成熟 REITs 市场的运作规律，为国内公募 REITs 市场及基础设施行业的长期健康发展提供有益的参考借鉴。

调研及报告编写主要参与人员

叶国平 刘 慧 孙国立 李尚宸

李宗霖 杨 枝 杨 扬 何亮宇

张 峥 张思思 陈家辉 陈妍斐

陈逸欣 周 芊 胡 峰 戚杰西

(按姓氏笔画排列)

感谢闫云松博士对 CRF 中国 REITs 指数与不动产资本化率调研等领域的学术建议!

联系人

北大光华中国 REITs 研究中心 | 张 骞

010 6274 7069

qianzhang@gsm.pku.edu.cn

中联基金 | 李宗霖

010 8531 5323

lizonglin@gsum.cn

戴德梁行 | 杨 枝

010 8519 8155

Chris.Z.Yang@cushwake.com

戴德梁行 | 陈逸欣

010 8595 5123

Terry.YX.Chen@cushwake.com

中国 REITs 论坛

为推动中国 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。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。