

房地产持有与运营行业风险报告

GlobalCheck 全球行业结构性风险评级 (GISR)

报告版本: 2026.1

专业机构版

目录

第 1 章 执行摘要	5
第 2 章 行业定义、边界与适用范围	6
2.1 行业操作性定义	6
2.2 包含的业务	6
2.3 明确排除的业务	7
2.4 相邻行业和代码归类冲突	8
2.5 合并报告的合理性	8
第 3 章 GlobalCheck 全球行业结构性风险评价结果	9
3.1 GISR 总体结果	9
3.2 六个评价维度	9
3.3 结构性风险与当前景气度的区别	12
3.4 核心风险、缓释因素与未来触发条件	12
第 4 章 行业结构、价值链与商业模式	14
4.1 产业链结构与风险传导	14
4.2 核心产品与服务体系	14
4.3 主要商业模式	15
4.4 行业参与者类型	15
第 5 章 全球市场规模、需求与供给结构	17
5.1 市场规模与历史变化：采用三层口径，不制造单一“全球规模”	17
5.2 需求驱动因素	18
5.3 供给、供给能力与利用率	19
5.4 定价机制与成本转嫁	20
第 6 章 竞争格局与行业集中度	22
6.1 行业集中度：全球统一 CR 指标不可得，需分“物业运营”与“资本管理”	22
6.2 进入壁垒	22
6.3 竞争方式	23
6.4 行业整合与退出	23
第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征	24

7.1 收入模式与稳定性 24

7.2 成本结构 24

7.3 利润率和盈利波动 25

7.4 营运资金与现金转换..... 25

7.5 资本密集度与自由现金流 26

7.6 杠杆和融资特征..... 26

第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导 28

8.1 行业周期来源 28

8.2 关键历史压力期..... 28

8.3 历史峰谷表现 29

8.4 风险传导机制 30

8.5 缓冲机制 31

第 9 章 技术、监管、政策与替代风险 32

9.1 技术变化 32

9.2 产品或商业模式替代..... 32

9.3 监管和政策..... 33

9.4 合规成本及监管不确定性 33

第 10 章 供应链、贸易与地缘风险 35

10.1 关键投入 35

10.2 供应集中度..... 35

10.3 下游和客户集中..... 35

10.4 国际贸易与地缘风险..... 35

10.5 供应链韧性..... 36

第 11 章 全球区域差异 37

11.1 北美..... 37

11.2 欧洲..... 37

11.3 中国..... 37

11.4 日本和韩国..... 37

11.5 其他亚洲及东盟..... 38

11.6 中东..... 38

11.7 拉丁美洲 38

11.8 非洲..... 38

11.9 大洋洲..... 39

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望 41

12.1 当前行业状态 41

12.2 未来 12—24 个月展望 41

第 13 章 情景分析与关键监测指标 42

13.1 情景分析 42

13.2 关键监测指标 42

13.3 GISR 变化触发条件..... 43

第 14 章 方法论、局限及使用说明 44

14.1 GISR 方法论定位 44

14.2 行业映射与边界原则..... 44

14.3 数据口径与主要局限..... 44

14.4 当前景气、情景与使用限制 44

第 15 章 参考资料 45

15.1 国际组织与官方统计..... 45

15.2 政府、监管与标准机构..... 45

15.3 行业协会与专业组织..... 47

15.4 公司法定或正式披露..... 47

15.5 学术与专业研究..... 48

第 1 章 执行摘要

行业定义与等级：本报告评价以自有、长期租入或其他受控制房地产为核心经营资产、通过向第三方提供持续空间使用权取得租金及相关经常性收入，并承担空置、租金重定价、维护资本开支、资产价值和融资风险的房地产持有与运营主体。行业映射以 NAICS 5311、NACE 68.20 及投资性房地产经济实质为重要候选依据，但 REIT、地产公司等法律名称不能替代底层资产和收入穿透。[1][2][3] GlobalCheck 全球行业结构性风险等级（Global Industry Structural Risk Level, GISR）最终维持 2 级，即较低结构性风险。该等级反映行业长期结构特征，不等同于企业信用评级、违约概率、投资建议或国家风险。

核心结构性风险：最重要的结构性风险包括：利率和资本化率上升先于经营现金流压低资产价值；长寿命资产与较短债务期限形成再融资风险；办公及部分老旧零售/专业物业存在功能性淘汰；不可移动资产带来城市、区域和灾害集中；租户信用和租约集中可能放大空置损失；能效、安全和保险要求形成持续改造资本开支；租控、租户保护、竞争法等地方性政策可能限制收入或提高成本。美国 CRE 价格在 GFC 及 2022 年后均出现显著重定价，而欧元区交易流动性恢复仍具有物业类型差异。[5][6]

主要缓释因素：行业的主要缓释来自重复性租赁现金流、优质区位和规划约束形成的供给壁垒、租约和租金升级条款带来的收入可见度、物业类型和地区多元化，以及成熟大型平台较长的债务期限和较高固定利率融资比例。美国上市 REIT 样本 2026Q1 出租率为 93.2%，债务平均期限 5.9 年，固定利率债务占 89.3%；这些指标仅代表公开市场大型样本，不能外推至私人高杠杆业主。[7]

当前状态：截至 2026 年 8 月 8 日，行业状态可概括为“经营基本面总体有韧性、交易市场恢复、融资与资产质量继续分化”。JLL 公开数据表明 2026Q2 全球直接房地产投资同比增长 28%，但这一广义资本市场口径不等于 IR-031 经营规模。[8] 欧元区 2026H1 商业地产贷款信贷标准仍净收紧 6%、贷款需求净下降 4%；美国商业房地产银行贷款拖欠率 2026Q1 为 1.56%，仍明显低于 GFC 峰值约 8.76%。[9][10]

未来 12—24 个月基准展望：基准情景下，核心城市和优质住宅、物流、零售及部分办公物业的租赁现金流预计维持稳定或温和增长，前期高建设成本和融资收紧造成的新供给约束有利于优质存量；资产价格和交易流动性的恢复速度仍可能慢于 NOI。主要上行触发包括长期融资成本下降、价格发现进一步恢复和新供给持续偏低；主要下行触发包括长端利率再次明显上行、主要经济体衰退、办公面积持续压缩、保险可得性恶化及能效改造集中发生。欧盟 EPBD 的 2030/2033 非住宅能效门槛以及美国住宅租赁算法相关反垄断执法，说明政策和技术正在更直接地进入资产现金流与融资条件。[11][12]

使用范围与限制：全球房地产统计缺乏一个同时覆盖企业经营收入、去除自有住房虚拟租金、穿透私人资产并避免重复计数的统一市场规模。本报告因此分别使用经营活动（M1）、资产存量代理（M2）和资本市场代理（M3），不将 AUM、交易额、REIT 市值与行业收入相互替代。公司样本、上市 REIT 样本和区域市场数据均按其明确期间和口径使用，不表述为全球行业平均。

第 2 章 行业定义、边界与适用范围

2.1 行业操作性定义

本报告评价的不是“房地产产业链”整体，也不是以 REIT、地产公司、物业公司等法律名称进行机械归类，而是一个可用于 GlobalCheck 企业映射的经济活动风险画像：企业以自有、长期租入或其他受控制的房地产为核心经营资产，通过向第三方提供较持续的空间使用权获得租金、地租、物业相关服务收入或其他与资产使用直接绑定的经常性收入，同时承担空置、租金重定价、维护与更新资本开支、物业价值及融资风险。美国 NAICS 2022 的 5311“Lessors of Real Estate”覆盖住宅、非住宅、自储及其他房地产出租人，并将主要从事房地产出租的权益型 REIT 按底层物业类型归入相关出租行业；2022 NAICS 还明确区分“为他人管理物业”的 53131 和“作为出租人承担租赁风险”的 5311 ([1])。

在欧洲分类中，NACE Rev.2.1 自 2025 年起用于新的欧洲业务统计，其 Section M、Division 68 下的 68.20 为“Rental and operating of own or leased real estate”；它可覆盖自有或租入住宅、办公、工业、仓库、零售、自储、土地等资产的出租与运营，并把“为自身运营而开发的建筑项目”纳入该类，而为后续出售而开发则转入 68.12 ([13]; [2])。这说明行业代码是重要初筛，但并不足以替代风险画像穿透：NACE 68.20 本身还可覆盖本报告体系另行归类的数据中心建筑等资产，GlobalCheck 必须继续按底层资产和收入机制筛选。

IAS 40 提供另一项有用的经济实质检验：投资性房地产通常是赚取租金、资本增值或二者兼有而持有的土地或建筑物；自用物业和日常经营中为出售而持有的物业属于不同会计逻辑。对于附带服务，关键不在于“是否提供服务”，而在于服务是否重大到使主体本质上成为运营服务商，而不是房地产出租人 ([3])。因此，本报告把“资产风险留在资产负债表或受控组合中、空间使用权为主要收入来源”作为核心判据。

GlobalCheck 实际映射可采用四步判定：

- 第一步——主营收入测试：租赁、地租、物业使用权及与资产直接绑定的运营收入是否构成主要、持续经营收入，而非一次性处置或开发销售利润。
- 第二步——风险承担测试：企业是否承担物业价值、空置、租约续签、维护性资本开支和融资风险；若仅按管理合同收取管理费，通常不适用本报告。
- 第三步——底层资产穿透：对 REIT、地产控股公司、基金 SPV 和综合集团穿透至主要物业类型，剔除酒店运营、数据中心/通信塔运营、地产信贷等风险画像明显不同的业务。
- 第四步——实质优先于登记代码：工商登记、SIC/NAICS/NACE 代码只作为起点；当实际收入、资产或经营模式与登记代码不一致时，以最近年度/季度法定披露和经营分部为优先。

2.2 包含的业务

纳入范围围绕“长期持有一出租—维护—再出租/重定价—资产再配置”展开。住宅端包括机构化公寓、多户住宅、专业化单户住宅出租，以及以房地产租赁为主要经济实质的学生住房、部分老年住宅或医疗办公物业；非住宅端包括办公楼、购物中心与零售物业、工业与物流地产、自储、生命科学实验室地产、净租赁资产、长期地租和混合用途物业。对于共享办公、主租赁后转租等模式，只在运营商实质承担固定租赁负债、空置及租金差风险时纳入。

权益型 REIT 和非上市地产基金并非天然等同于本行业。权益型 REIT 只有在底层资产属于本报告白名单时才纳入；私人房地产基金则主要作为所有权和资本供给形式，其管理人收取的资产管理费不属于本行业经营收入，只有底层物业持有与运

营现金流进入分析。Nareit 的全球 REIT 统计明确覆盖数据中心、酒店、通信基础设施和林地等多种物业，因此“REIT=房地产持有与运营”的直接映射会造成系统性污染 ([14])。

表 1 行业边界与 GlobalCheck 映射规则

业务/资产	处理	判断依据	代码/其他报告提示
机构化多户住宅、公寓、SFR	纳入	租赁现金流与资产价值风险由持有运营主体承担	NAICS 531110; NACE 68.20
办公、零售、工业物流、自储	纳入	空间出租为主要经济活动	NAICS 531120/531130; NACE 68.20
医疗办公、生命科学、专业物业	条件纳入	房地产租赁占主导; 重大医疗/科研服务另行归类	按实际经营分部穿透
学生住房/老年住宅	条件纳入	长期住宿且地产租赁为主可纳入; 短住或护理服务为主则排除	NACE 68.20/Division 55/87 存在边界
共享办公/主租赁转租	条件纳入	只有承担固定租约、空置和价差风险时纳入	NAICS 531120 可包含 full-service office
权益型 REIT/地产控股平台	穿透纳入	按底层物业和收入构成, 而非法律形式	REIT 标签只作辅助
开发销售、土地开发	排除	利润来自开发和销售, 不是持有租赁	对应房地产开发专项风险画像
第三方物业管理/FM	排除	主要赚取管理费, 不承担底层资产价值风险	NAICS 53131; 对应物业管理/设施服务
经纪、中介、估价、产权服务	排除	佣金或专业服务模式	NAICS 5312/5313 相关类别
Mortgage REIT、CRE 贷款、CMBS	排除	本质为金融与信用风险	对应地产金融/金融机构风险画像
酒店/度假村/短住运营	排除运营业务	日租、入住率与旅游运营驱动显著不同	对应酒店住宿专项风险画像
数据中心、通信塔运营	排除	数字基础设施的电力、技术、容量和客户结构不同	IR-022 数据中心、通信塔与数字基础设施
自用总部、工厂、自营门店	排除	不向第三方出租, 不构成持有运营行业收入	映射至主营经营行业

说明：对于尚未在本报告体系中冻结具体报告 ID 的相邻行业，本报告不推定 ID，仅标示应进入的风险画像方向；最终代码映射以 GlobalCheck 行业映射主表为准。

2.3 明确排除的业务

最重要的排除是“为了卖而建”与“为了租而持有”之间的经济实质差异。开发商的核心风险在拿地、建设、预售/销售、项目周转与开发利润；持有运营商的核心风险则是租金、出租率、维护资本开支、资产价值和长期融资。即使同一集团同时从事开发和持有，GlobalCheck 也应优先使用经营分部收入、投资物业价值和持有目的进行拆分。NACE Rev.2.1 将“为自身运营而开发”的项目留在 68.20、而为后续出售的开发归至 68.12，正体现这一差异 ([2])。

物业管理公司同样必须剥离。NAICS 明确把“替他人管理住宅或非住宅房地产”的业务置于 53131，而出租人可以自行管理，也可以委托第三方管理；是否有维护、保安、清洁等配套服务不是决定性因素，决定性因素是经营主体是否作为出租人承担底层物业风险（[1]）。酒店和短期住宿则因日租定价、劳动力密集服务、旅行需求与高频入住率管理构成不同风险画像；数据中心和通信塔则由电力容量、网络互联、技术迭代及高度专业化资本开支驱动，本报告继续排除并映射至 IR-022。

2.4 相邻行业和代码归类冲突

代码冲突主要来自三类情形。第一，统计代码比本报告风险画像更宽。例如 NACE Rev.2.1 68.20 明确可以包含仓库、酒店等建筑物和数据中心的出租，还可包括为自身运营而进行的开发；本报告为了报告体系内部风险画像互斥性，会进一步剔除数字基础设施运营和酒店运营等业务（[2]）。第二，同一法律实体可能同时存在出租、开发、基金管理和第三方物业管理等分部，单一工商代码不能代表风险敞口。第三，REIT 法律载体跨越多个底层物业类型，且历史 NAICS 版本对 REIT 归类曾发生变化；因此 GlobalCheck 必须使用当前业务实质而不是沿用历史代码映射。

学生住房和老年住房需要特别谨慎。NACE Rev.2.1 将不足一年的学生住宿等短住服务排除至 Division 55，而长期住宅租赁可落在 68.20；护理型老年设施若监督、日常生活协助等服务是主要价值来源，则应进入社会照护活动。由此可见，报告适用判断应依合同期限、服务强度和收入结构，而不是物业建筑用途本身（[2]）。

对于 GlobalCheck 自动映射，可将 NAICS 5311、NACE 68.20 及相应 SIC 出租类别作为“高召回候选集”，再叠加业务描述、分部收入、物业类型和排除标签进行二次筛选。REIT、Holdings、Properties、Realty 等名称不应被设为强规则；相反，营业收入来源、投资性房地产、租赁合同、出租率和租户结构等实质信息应获得更高权重。

2.5 合并报告的合理性

本报告不是两个或以上底层行业的合并报告；其对应单一底层风险画像“房地产持有与运营”。住宅、办公、零售、工业物流、自储等属于同一风险画像下的资产子类型，而非彼此独立的底层行业。它们共用的结构性机制是：以长期实物资产承载空间需求，以租约形成经常性现金流，以物业位置和质量影响租金与空置，以资本化率和融资成本影响资产价值及再融资。不同物业类型在需求弹性、租约期限、技术替代和供给周期方面差异显著，因此后文使用分物业类型证据，避免以单一平均值掩盖办公与住宅、物流或零售之间的分化。

第 3 章 GlobalCheck 全球行业结构性风险评价结果

3.1 GISR 总体结果

表 2 GlobalCheck 全球行业结构性风险等级结果

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级 Global Industry Structural Risk Level (GISR)	2 级 较低结构性风险
---	---------------

GISR 2 表示：在跨周期、跨企业和跨地区的结构性视角下，房地产持有与运营通常具有较稳定的基础需求、可形成重复租金现金流、资产具有长期使用价值且进入壁垒不低；但行业并非“低波动资产”。资产价格、资本化率、债务再融资和特定物业类型需求可能出现显著压力，尤其在杠杆、租约集中到期、区域或租户集中、办公资产功能性淘汰等情形下。GISR 用于描述行业结构性风险，不等同于企业信用评级、违约概率、投资建议、国家风险或某一时点的房地产景气指数。

综合行业边界、六维证据和历史压力期，GISR 2 得到进一步证据支持。美国商业房地产实际价格在 GFC 后出现大幅回撤，并在 2022 年后再次经历利率驱动的重定价；与此同时，2026 年一季度美国 NAICS 5311 出租人的季调名义营业收入仍为 1,112.98 亿美元，同比增长 3.3%，说明资产估值和经营现金流并不同步 ([4]; [5])。欧洲方面，ECB 在 2026 年 5 月判断 CRE 出现稳定和温和改善迹象，但 2025 年末交易量仍约低于 2019 年峰值 60%，非核心物业和办公资产压力更明显 ([6])。这种“现金流有缓冲、资产价值和流动性更敏感”的组合，是 GISR 2 而非 GISR 1 的重要原因。

3.2 六个评价维度

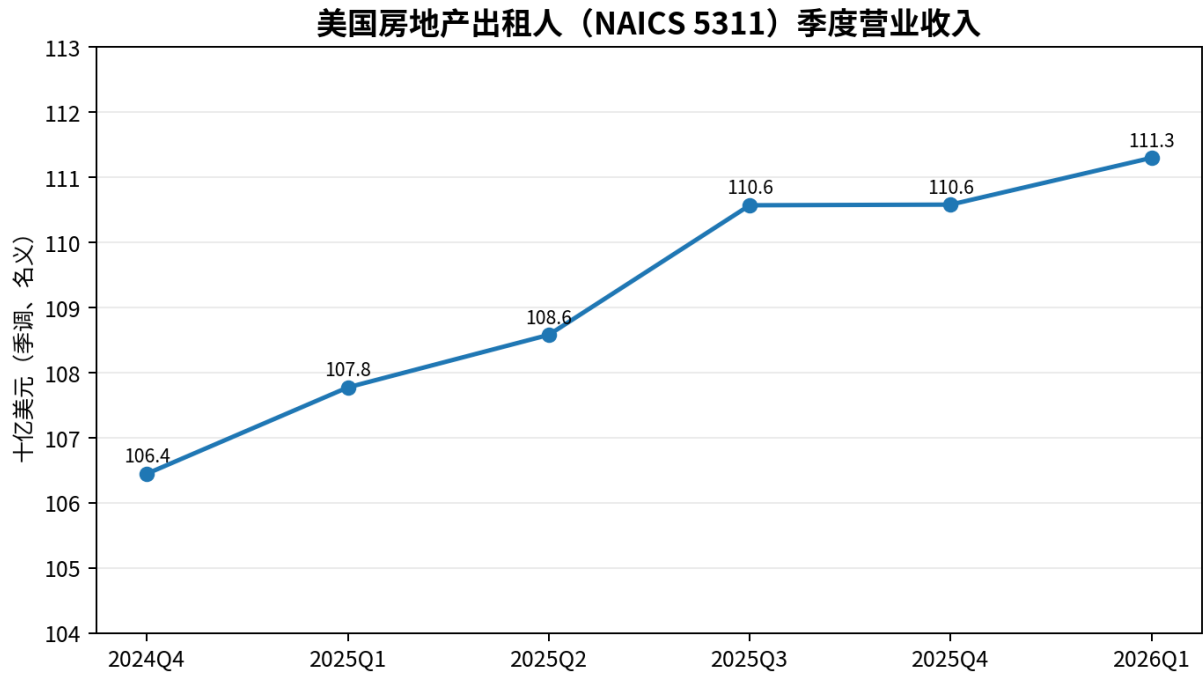
表 3 GISR 六个评价维度的证据解释

评价维度	结果	判断依据	支持数据/压力期	反证或缓释因素	数据局限
1. 行业周期性	中等	租约使经营收入对宏观冲击存在滞后；但资本化率、交易流动性和再融资对利率及信用周期高度敏感。	Fed 实际 CRE 价格：2007 末至 2009 末约回撤三分之一；2021 末至 2026 年 2 月回落约 21% ([5])。	长期租约、错峰债务到期、固定利率融资可减缓即时冲击；住宅/物流等物业周期与办公不同。	全球统一价格指数不存在；美国价格系列不能外推全球。
2. 竞争结构与进入壁垒	较低—中等风险	优质区位、土地/规划、规模化资本、融资渠道和运营数据形成壁垒；但行业主体数量庞大，局部市场竞争强。	美国 2023 年 NAICS 5311 有 136,539 个雇主型经营场所；非上市地产管理人 AUM 却明显向头部集中 ([15]; [16])。	单一物业可由本地资本进入，规模壁垒因资产类型和城市而异；并非天然寡头行业。	缺少全球统一 CR5/HHI，资本管理集中度不能替代物业经营集中度。
3. 盈利能力与现金流稳定性	较低风险但融资敏感	租赁收入具有重复性，运营成本相对可预测；净租赁还能转移部分费用。价值端则受 cap rate 和利率影响。	欧盟 2022 年房地产活动 Section L 毛营业率 37.3%，显著高于业务经济总体，但该统计范围宽于 IR-031；美国上市 REIT 2026Q1 同店 NOI 增长 3.8%、出租率 93.2% ([17]; [7])。	高出租率、租金升级条款和租户分散提高韧性；高杠杆、短债长资与大额改造 Capex 可显著削弱。	上市 REIT 样本偏大型优质资产，不能代表私人单体业主。

评价维度	结果	判断依据	支持数据/压力期	反证或缓释因素	数据局限
4. 技术、产品或商业模式替代风险	较低—中等	住宅、物流和多数实体空间无法被完全数字化；技术更多改变空间用途和质量分层。	办公受混合办公冲击最明显。NBER 早期模型给出较大办公估值压力，ECB 2026 仍指出混合办公对办公 CRE 形成结构性逆风和 prime/non-prime 分化 ([18]; [6])。	优质、节能、交通便利和高体验物业可受益于 flight to quality；电商同时压制部分传统零售并支持物流地产。	缺少全球免费、同口径的 prime/non-prime 租金和空置率序列。
5. 中长期增长稳定性	较低风险	人口、城市功能、居住和商业活动对物理空间形成基础需求；供给周期长，有利于既有优质资产。	BIS 显示 2025Q4 全球实际住宅价格同比-0.6%，但先进经济体 +0.4%、新兴市场-1.4%，区域分化显著 ([19])。	城市更新、住房短缺和高质量物业供给约束可支撑需求；人口下降或企业空间效率提升会造成局部长期收缩。	住宅价格是需求/估值背景变量，不等于机构出租物业收入。
6. 监管、政策、供应链及外部冲击暴露	中等	无典型跨境原材料链和关税风险，但高度暴露于本地租赁政策、规划、税费、能效、保险、利率和自然灾害。	欧盟 EPBD 要求成员国推动非住宅建筑在 2030/2033 前达到分阶段能效门槛；美国 RealPage 相关执法显示租金算法可触发竞争法风险 ([11]; [12])。	资产可投保、可改造，长期租约和多元融资可缓冲部分冲击。	全球气候保险成本、地方租控和税费数据缺少统一数据库。

历史压力期进一步表明，行业风险的主要传导不是“租金立即归零”，而是资产价格—资本化率—再融资—现金流的分阶段传递。Federal Reserve 披露的美国商业房地产实际价格指数从 2007 年 12 月 128.1 降至 2009 年 12 月 85.4，降幅约 33%；2011 年 5 月一度降至 82.5。其后指数在 2021 年末升至 145.3，并在 2026 年 2 月回落至 115.1，较 2021 年末下降约 21% ([5])。同一来源的加权资本化率代理指标从 2021 年末约 5.69% 升至 2026 年 2 月约 6.45%，增加约 76 个基点；资产收益率要求上升可以在 NOI 尚未同步恶化时压低估值 ([5])。

图 1 美国房地产出租人季度营业收入：经营现金流仍具韧性

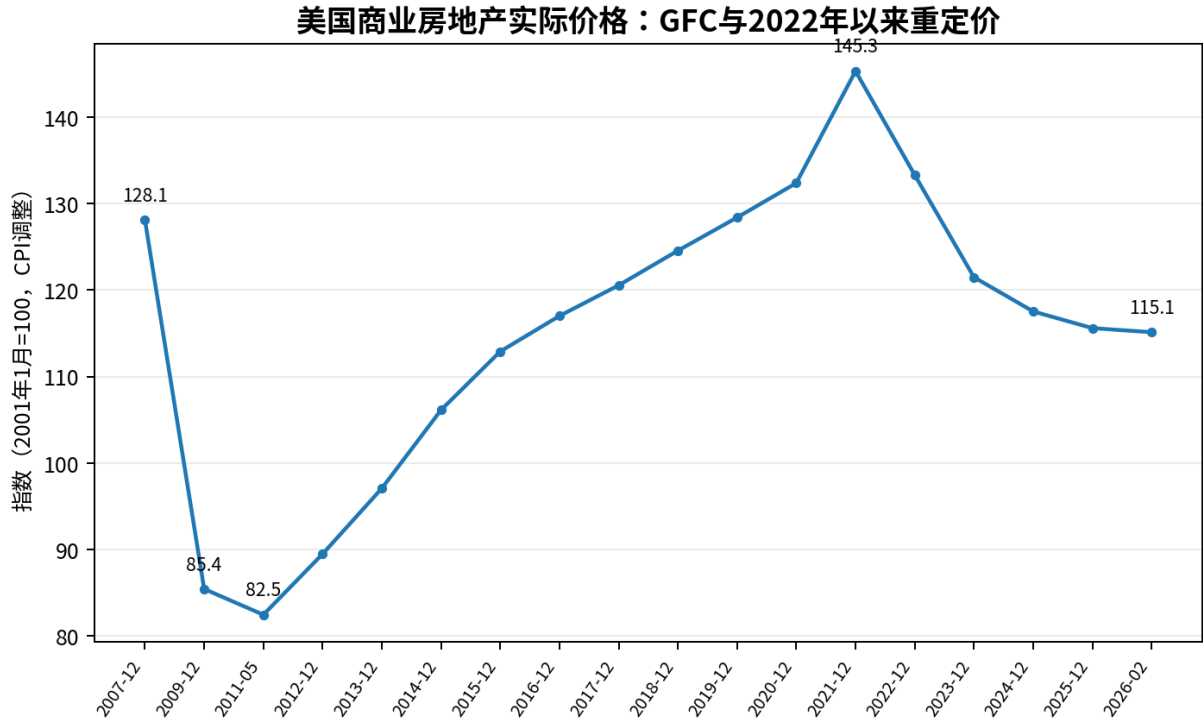


期间：2024Q4—2026Q1；单位：十亿美元（季调、名义）；地域：美国。数据定义：NAICS 5311 Lessors of Real Estate；季度营业收入，季调但未做价格调整。

来源：U.S. Census Bureau, Quarterly Services Survey, 2026-06-11 ([4])；ApexInsight 整理。

核心结论：2026Q1 收入为 1,112.98 亿美元，同比+3.3%。该结果显示 2022 年以来资产估值重定价并未机械转化为出租行业收入同步下滑；但它只代表美国雇主型出租人统计口径。

图 2 美国商业房地产实际价格：两轮主要压力期

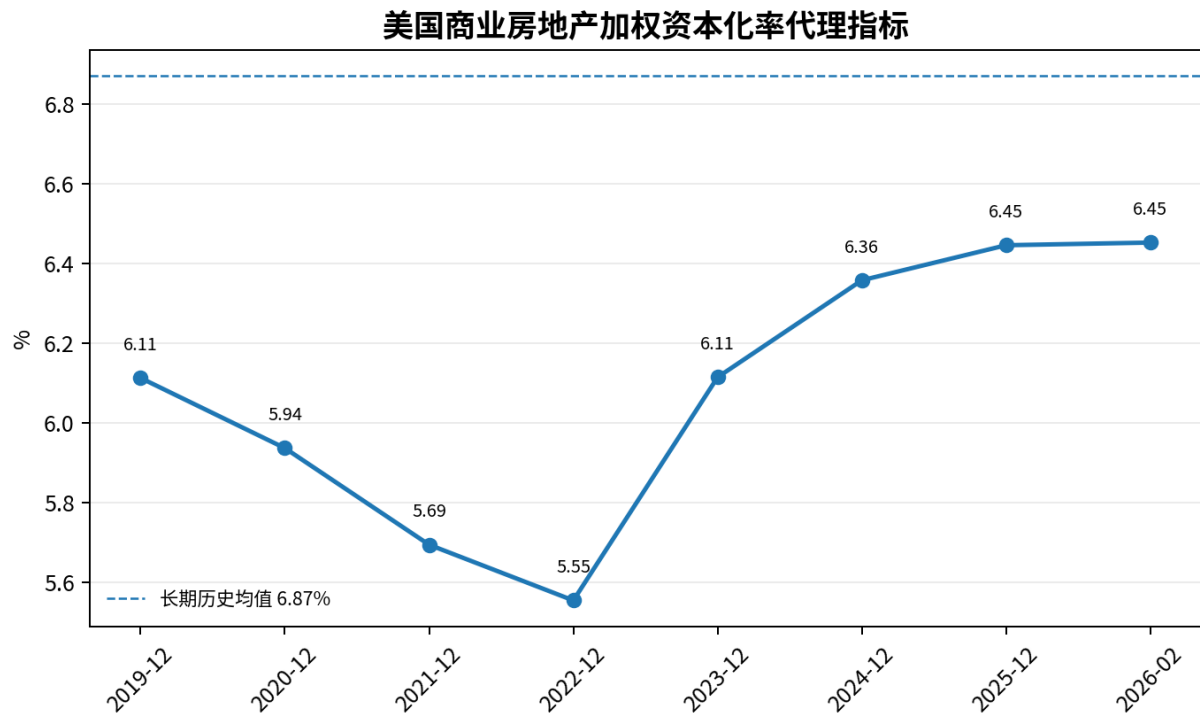


期间：2007-12—2026-02（选取关键月/年末）；单位：指数，2001 年 1 月=100；地域：美国。数据定义：Federal Reserve FSR 中的商业房地产价格指数，经 CPI 调整；底层市场数据来自 MSCI Real Capital Analytics。

来源：Federal Reserve, Financial Stability Report, May 2026 ([5])；ApexInsight 整理。

核心结论：GFC 造成深度资产价格调整；2022 年以来再度重定价但幅度低于 GFC，2025 末至 2026 初趋于稳定。价格风险明显高于短期租赁收入波动。

图 3 美国商业房地产加权资本化率代理指标



期间：2019-12—2026-02（选取年末及最新月）；单位：%；地域：美国。数据定义：工业、零售、办公和多户住宅资本化率的加权 12 个月移动平均；2009 年商业面积权重；历史均值 6.87%。

来源：Federal Reserve, Financial Stability Report, May 2026 ([5])；ApexInsight 整理。

核心结论：2021—2026 资本化率约上升 76bp，说明利率与风险溢价调整可直接压缩资产价值；但 2026 年水平仍略低于该系列长期历史均值。

3.3 结构性风险与当前景气度的区别

结构性风险回答的是“在正常及压力周期中，该行业因商业模式本身会反复暴露于哪些不可消除的风险”；当前景气则回答“某个时点的租金、空置、价格、交易和融资条件处在周期的哪个位置”。两者必须分开。2026 年美国出租人收入仍增长、Fed 认为 CRE 价格继续稳定，并不意味着办公室替代风险、再融资和区域集中等结构性问题消失；同样，ECB 观察到 2025 年末交易量仍大幅低于 2019 年峰值，也不能据此把整个房地产持有运营行业上调为高结构性风险 ([4]；[5]；[6])。

单个企业的信用风险更不能由 GISR 直接推出。以相同物业类型为例，高质量区位、低杠杆、长租约、高固定利率债务占比和充分流动性的持有运营商，可能显著优于 GISR 所描述的行业平均风险；反之，二线办公、单一城市、高租户集中、短债长资且面临大额改造的主体，即使处于 GISR 2 行业，也可能具有很高的个体信用风险。GlobalCheck 应把 GISR 作为行业先验，再与企业竞争地位、资产质量、资本结构、国家/城市风险叠加。

3.4 核心风险、缓释因素与未来触发条件

核心结构性风险可归纳为七项：

- 利率与资本化率风险：利率上行和风险溢价扩张可以先于 NOI 恶化而压低资产价值。
- 再融资与流动性风险：资产寿命长而债务期限相对短，债务到期墙与交易市场冻结可能形成现金缺口。
- 物业类型结构性需求风险：办公最突出，传统零售和部分老旧专业物业亦可能出现功能性淘汰。
- 区域、城市和资产集中风险：实物物业不可移动，本地人口、就业、税制、灾害和供给冲击无法通过库存转移解决。
- 租户信用与租约集中风险：大型单租户、同一行业租户或短期集中到期会把企业经营风险传导给出租人。
- 资本开支与资产搁浅风险：能效、安全、消防、适配性和租户体验要求上升会使老旧资产需要持续再投资。

- 政策与合规风险：租控、租户保护、规划、税费、REIT 规则、算法定价与竞争法都可能改变租金、费用或资产流动性。

主要缓释因素包括：一是优质地段和难以复制的物理资产形成供给壁垒；二是长期租约和租金升级条款提供现金流可见度；三是住宅、零售、办公、物流等需求驱动并不完全同步，多元资产和城市组合可降低单一冲击；四是成熟上市 REIT 可获得长期债券和股权资本，2026Q1 美国上市 REIT 样本平均债务期限 5.9 年、固定利率债务占比 89.3%，体现优质公开市场主体的融资韧性（[7]）；五是部分净租赁模式可将税费、保险和维护责任转移给租户。

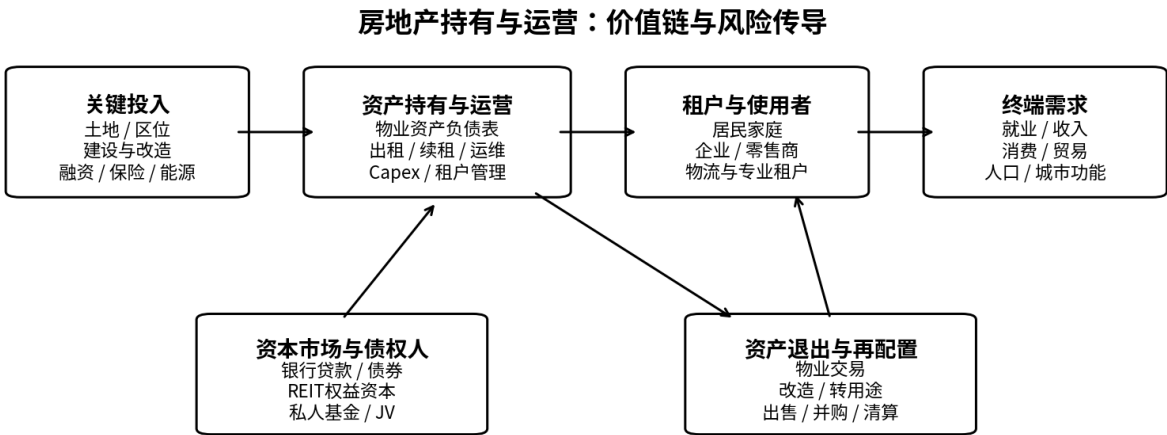
未来可能触发 GISR 复核的条件包括：①跨主要经济体出现持续多年、跨物业类型的实际租金和出租率同步下滑；②融资结构普遍转向高杠杆、短期限、浮息并导致大范围再融资失败；③办公之外的住宅、物流或核心零售也出现可验证的永久性空间替代；④租控、能源改造或税制变化在多个主要市场同时显著压缩行业长期 NOI。当前证据不足以支持上述结构性变化，因此截至数据截止日不支持调整 GISR 等级。

第 4 章 行业结构、价值链与商业模式

4.1 产业链结构与风险传导

房地产持有与运营的“产业链”与制造业不同：没有可连续计量的原材料—产成品链，而是土地/建筑、资本、专业服务与租户需求共同作用于一项不可移动、寿命很长的资产。上游最关键投入包括土地或存量物业、建设与翻新、银行和资本市场融资、保险、能源以及维修保养；中游是资产收购、租赁、租户管理、维护、资本开支和资产配置；下游是居民家庭、企业、零售商、物流和专业租户。价格与风险通过租约、出租率、NOI、资本化率和资产交易逐步传导。

图 4 房地产持有与运营价值链与风险传导



核心特征：租赁现金流相对滞后，资产估值与融资条件可先行波动；风险最终通过租金、空置、资本开支、资本化率与再融资相互放大或缓释。

期间：结构性框架；单位：不适用；地域：全球。数据定义：逻辑框架图；非定量统计。

来源：ApexInsight 依据 NAICS、NACE、IAS 40 及行业经营机制整理 [1]；[2]；[3]；ApexInsight 整理。

核心结论：行业不存在典型跨境供应链瓶颈，但高度依赖本地建设/改造、融资、保险和能源服务；资产价格可以先于租赁现金流调整，再通过再融资和资本开支反馈到经营。

最重要的非线性传导发生在融资端。物业在经济上可以持续产生租金，但当资本化率上升导致估值下降时，LTV 可能被动上升；若同时债务到期、贷款人收紧条件，主体可能被迫出售或注入权益资本。ECB 在 2026 年 5 月指出欧元区 CRE 交易活动虽有稳定迹象，但 2025 年末交易量仍约比 2019 年峰值低 60%，这说明“资产可出售”在压力期并不等于“可以按正常价格快速退出” ([6])。

4.2 核心产品与服务体系

行业的核心产品不是建筑物本身，而是具有明确位置、质量、期限和服务条件的空间使用权。住宅主要按单元/月度或年度租约收费；办公和工业物流通常按面积和多年租期定价，并配合租金递增、免租期、租户装修补贴和续租条款；零售常见基础租金叠加营业额相关租金；净租赁和三重净租赁则把房地产税、保险和维护责任部分或全部转移给租户；地租把土地使用权与建筑物经营分离。

不同收费结构决定风险落点。Gross lease 下业主承担更多运营费用，收入表面稳定但能源、人工、税费和保险通胀可能压缩 NOI；net/NNN lease 把费用风险转给租户，业主现金流更接近固定收益，但对单租户信用、租期和残值更敏感；住宅租期短、mark-to-market 速度快，可以较快反映市场租金，但同时更易受租控和租户保护政策影响；办公长租约提供缓冲，却可能使“市场租金已下降但账面租金尚未重置”的风险延后暴露。

共享办公和主租赁转租是边界模式。NAICS 531120 可以包含 full-service office space，包括共享办公类安排 ([1])；但从信用风险视角，若运营商主要通过短期会员服务、品牌和高频空间运营获利，而自己不拥有资产且租赁负债远大于可调整收入，则其经营杠杆和需求敏感度可能更接近服务运营商。GlobalCheck 应看固定租赁义务、平均客户期限、资产所有权和服务收入占比，而不是仅看“办公租赁”字样。

4.3 主要商业模式

表 4 主要商业模式及信用风险特征

商业模式	主要收入	主要成本/义务	资本密集度	现金流/信用特征	典型场景
直接持有 + Gross lease	基础租金、费用回收、停车/配套	物业运营费、税费、维护、融资	中高；物业资产重	中等；费用通胀由业主承担	住宅、办公、部分零售
Net / Triple-net lease	长期合同租金	融资、资产管理；多数物业费用由租户承担	高；但运营成本较轻	较低经营波动，较高租户信用/残值风险	单租户零售、工业、医疗等
机构化住宅出租	月/年租金、停车/服务	维修、物业人员、周转成本、保险	高	租期短、价格重置快；受租控和居民支付能力影响	Multifamily、SFR
零售/购物中心	基础租金、费用回收、可能含百分比租金	招商、维护、改造、公共区域	高	与租户销售、消费和商圈竞争相关	Mall、outlet、社区商业
主租赁/转租	长租成本与短租/转租收入差	固定租赁负债、销售运营	中；自有资产可低但合同负债高	经营杠杆高，空置和期限错配突出	共享办公等边界业务
上市权益型 REIT/地产公司	底层物业租金；证券层面分红	物业成本、利息、G&A	高；但资本市场渠道较多	取决于资产类型、杠杆与债务期限	法律/融资载体，不应替代物业穿透
私人基金/JV 持有	底层租金、处置收益；管理人另收管理费	物业成本、融资、管理费	高	资本锁定期较长；估值频率较低不等于风险更低	所有权/资本组织形式

REIT 需要单独强调“载体—业务”二层结构。香港 SFC 对 REIT 的监管要求包括以投资房地产获得经常性租金收入为核心、至少分派 90%的税后净收入、总负债率上限 50%以及由持牌管理人和独立受托人管理等 ([20])。这些制度会影响资本结构和分派政策，但不能决定底层物业风险；同一 REIT 制度下，住宅、办公或物流资产的需求和技术替代风险仍不同。

4.4 行业参与者类型

行业参与者从单一物业业主到全球平台跨度极大。区域中小业主通常拥有本地信息和决策灵活性，但融资渠道、资产分散和专业化运营能力较弱；大型上市 REIT 和地产公司可以在租赁、采购、保险、融资和数据分析上形成规模效应，并通过多资产组合降低单一物业冲击；私人基金和保险/养老金等机构资本通常通过基金、JV 或委托管理持有资产；国有或公共部门主体则可能同时承担住房或城市政策目标，需要把商业风险与政策任务分开评估。

下表仅用于展示不同物业类型下大型运营商的最新经营状态，不能将其视为全行业平均。样本的共同特征是规模大、披露充分、融资渠道相对成熟，因此更接近“高质量可观察上界”。

表 5 跨区域持有运营商经营样本

公司	主要资产	期间	核心经营指标	用于本报告的含义	来源
----	------	----	--------	----------	----

公司	主要资产	期间	核心经营指标	用于本报告的含义	来源
Prologis	全球工业物流地产	2026Q2	期末出租率 95.5%；现金同店 NOI +8.5%；net-effective 租金变动 +36.9%	物流需求和优质组合仍强；公司同时含开发及数据中心活动，相关资本开支不计 IR-031 核心规模	[21]
AvalonBay	美国多户住宅	2026Q2	Same Store 住宅收入 +1.6%；NOI +1.0%；physical occupancy 96.2%	住宅现金流稳定但费用增速高于收入；仅代表高质量美国公寓组合	[22]
Simon Property Group	美国购物中心/奥特莱斯	2026Q1	美国 Malls/Premium Outlets 出租率 96.0%；基础最低租金同比 +5.2%；国内及组合 NOI +6.7%	优质零售资产与“传统零售衰退”叙事存在明显分化	[23]
Link REIT	亚洲零售/办公为主	FY 截至 2026-03	香港零售出租率 97.8%；中国内地零售 96.6%；澳洲零售 99.5%；新加坡零售 98.2%	高出租率与租金重估方向可同时分化，地区和租户质量比单一资产标签更重要	[24]
Vonovia	德国/欧洲住宅	2026Q1	Adjusted EBITDA Rental €629.7m，同比 +6.3%；LTV 45.1%；ICR 3.7x	住宅运营增长与较高资产负债表杠杆可并存；该行明确保留 2026Q1 数据期，不用于跨公司同期排名	[25]

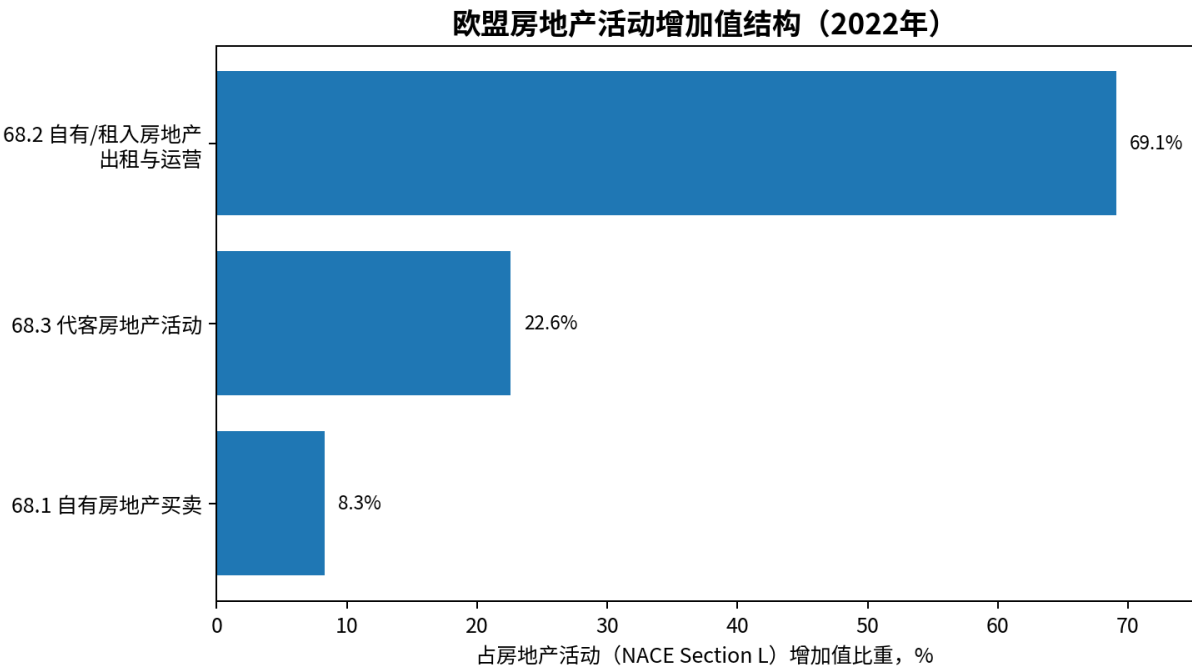
第 5 章 全球市场规模、需求与供给结构

5.1 市场规模与历史变化：采用三层口径，不制造单一“全球规模”

房地产持有与运营是典型的“统计上难以用一个全球数字封闭”的行业。第一，许多国家的国民账户房地产增加值包含自有住房虚拟租金，而本报告只评价企业持有运营；第二，商业数据库通常用投资交易额、资产价值、基金 AUM 或上市 REIT 市值描述“房地产市场”，这些指标分别代表流量、存量、受托资本和证券价格，不能互换；第三，全球 REIT 和 NACE 68.20 的资产范围都比本报告体系风险画像更宽。因此本报告采用 M1 经营活动、M2 经营资产存量代理、M3 资本市场代理三层口径。

M1 经营活动口径是最接近行业“产出”的指标。欧盟 2022 年 NACE Section L 房地产活动的净营业额为 5,576.10 亿欧元、增加值为 2,750.95 亿欧元，其中 68.2“自有或租入房地产出租与运营”占该 Section 增加值 69.1%，按此占比推算约 1,900.9 亿欧元增加值；这一推算仅用于说明 68.2 在欧盟房地产活动中的经济权重，不能把 69.1% 的增加值份额直接套用到营业额（[17]）。美国则有更及时的 QSS：2026Q1 NAICS 5311 出租人季调名义营业收入为 1,112.98 亿美元，同比增长 3.3%（[4]）。这两个统计一个是欧盟 2022 年度结构数据、一个是美国 2026 季度流量，定义和期间不同，绝不拼接成“全球规模”。

图 5 欧盟房地产活动增加值结构：68.2 占主导



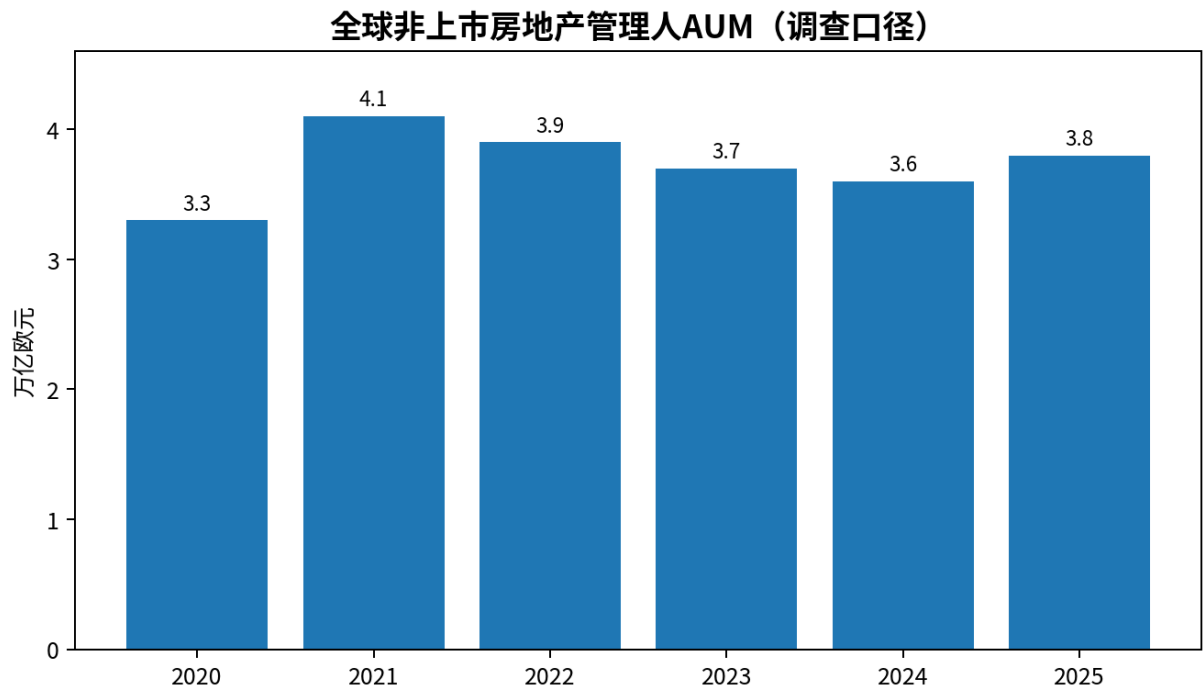
期间：2022 年；单位：%；地域：欧盟。数据定义：各 NACE 子组占 Section L 房地产活动增加值比重；68.2 为自有或租入房地产出租与运营。

来源：Eurostat, Businesses in the real estate activities sector（[17]）；ApexInsight 整理。

核心结论：68.2 占 Section L 增加值 69.1%，说明持有运营是欧盟房地产活动的主体经济活动；但 Section L 并不等同 IR-031 的全球行业总量。

M2 资产存量只能使用代理。INREV/ANREV/NCREIF 2026 Fund Manager Survey 显示，受访全球非上市房地产管理人在 2025 年末管理的房地产 AUM 约 3.8 万亿欧元，比 2024 年的 3.6 万亿欧元增长 5.7%，结束此前连续三年下降；2021 年调查口径下 AUM 曾达到约 4.1 万亿欧元（[26][27][28][29][16]）。AUM 反映受托资本规模和管理人集中度，但它可能包含不同资产类型、基金结构和非直接持有权益，不等于物业公允价值存量，更不等于租赁收入。

图 6 全球非上市房地产管理人 AUM：2025 年恢复增长



注意：AUM是资本管理口径，不等于房地产持有运营行业资产存量或营业收入。

期间：2020—2025 年末；单位：万亿欧元；地域：全球调查样本。数据定义：INREV/ANREV/NCREIF Fund Manager Survey 的 Global AUM 调查口径；各年度使用当年发布的年末 AUM。

来源：INREV/ANREV/NCREIF Fund Manager Survey 2022—2026 ([26][27][28][29][16])；ApexInsight 整理。

核心结论：AUM 从 2021 年高点约 4.1 万亿欧元降至 2024 年 3.6 万亿后，于 2025 年回升至 3.8 万亿。该变化更多反映机构资本和估值周期，不应被称为本行业营业“市场规模”。

M3 资本市场代理同样不能直接用。Nareit 统计显示，截至 2024 年全球有 1,021 只上市 REIT，合计股权市值约 2.04 万亿美元；但其物业宇宙明确包括数据中心、通信基础设施、酒店、林地等本报告排除或另行评价的资产 ([14])。因此本报告不使用 2.04 万亿美元作为 IR-031 全球规模。若构造上市市场代理，应按 property-type whitelist 过滤证券，并记录多元化 REIT 的底层物业占比。

5.2 需求驱动因素

长期需求的共同底层变量是人口、就业、收入、企业活动、城市功能和物理空间偏好，但不同物业类型的弹性明显不同。住宅租赁主要由家庭形成、人口迁移、可负担性和自有住房融资条件驱动；办公取决于白领就业、每名员工所需面积、混合办公比例及企业对区位/品质的偏好；零售取决于消费、租户销售、体验型消费和线上线下渠道结构；工业物流受库存、贸易、制造业布局和电商履约需求影响。所谓“房地产需求”因此不是一个单一宏观变量。

住宅端的全球价格数据可以用于判断住房资产环境，但不能替代出租需求。BIS 在 2026 年 5 月发布的 Q4 2025 统计显示，全球实际住宅价格同比下降 0.6%，先进经济体约+0.4%，新兴市场约-1.4%；欧元区约+3.0%，而中国和加拿大则明显下降 ([19])。这种分化说明同一时期不同经济体的房价、租赁可负担性和新增供给条件可以方向相反。OECD 的住房指标同时区分名义房价、实际房价、租金、房价收入比和房价租金比，后两者分别更接近可负担性和拥有住房相对租赁的估值关系 ([30])。

办公是当前结构性需求风险最突出的子类型。远程和混合办公降低部分企业的面积需求，但并未使办公空间消失，而是加大了对交通可达性、能效、空间体验和高质量楼宇的偏好。NBER 2022 年的早期研究曾模拟远程办公对纽约办公室价值造

成很大长期压力，并强调“flight to quality”；到 2026 年，ECB 仍把混合办公列为办公 CRE 的结构性逆风，并观察到 prime 与 non-prime 资产显著分化 ([18]; [6])。因此本报告把办公风险定义为“质量和区位重分配 + 低质量存量的搁浅”，而不是简单的“所有办公室需求永久下降”。

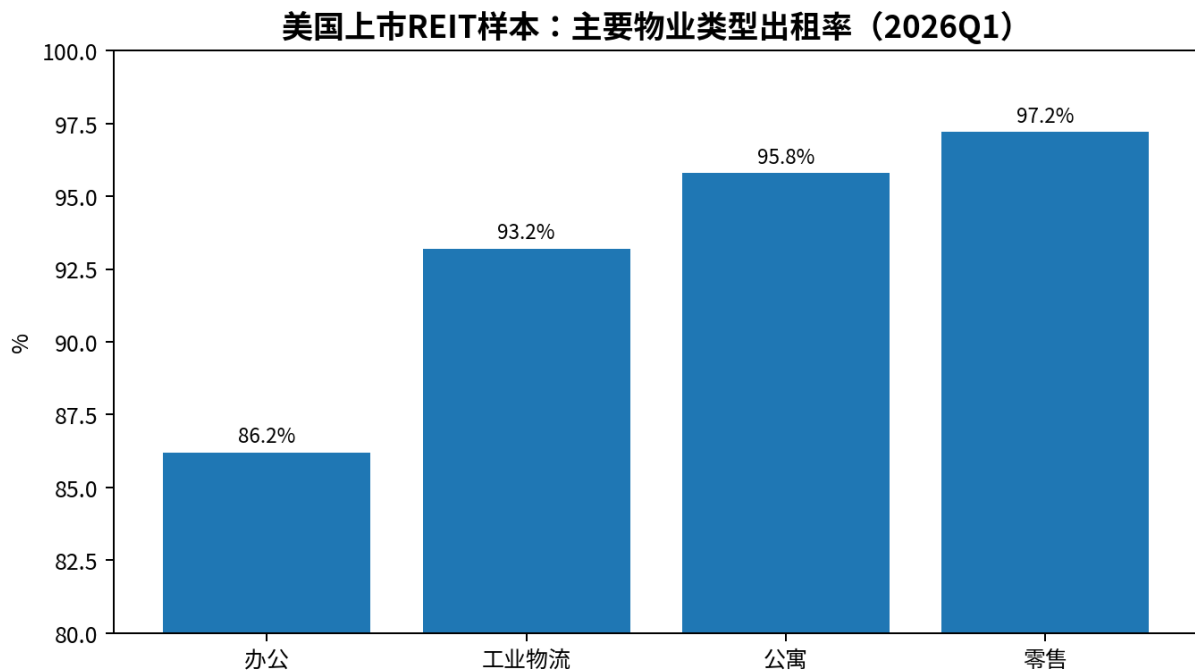
零售和物流之间存在替代与互补。电商压缩部分标准化商品门店面积，却增加仓储和最后一公里设施需求；同时高质量购物中心可通过餐饮、娱乐、奢侈品和体验消费提高到访价值。Simon 2026Q1 美国 mall 和 premium outlet 出租率仍为 96.0%，基础最低租金同比上升 5.2%，显示优质零售资产与“零售整体衰退”的宏观叙事并不一致 ([23])。Prologis 2026Q2 全球物流组合期末出租率 95.5%，现金同店 NOI 增长 8.5%，同样体现优质物流资产当前经营韧性 ([21])。这些是公司样本，不代表全球平均，但足以反驳按资产标签进行单向推断。

5.3 供给、供给能力与利用率

本行业不适用制造业“产能”概念。供给能力应使用可出租面积/单元、可经济运营的合规存量、在建管线、净新增供给、空置率和净吸纳量衡量。供给具有四个结构性特点：一是区位固定，A 城市过剩不能自动解决 B 城市短缺；二是建设周期长，利率和开发收益率变化影响供给通常存在数年滞后；三是存量退出慢，即使需求下降，建筑物也不会立即消失；四是“物理存量”与“经济有效供给”不同，老旧、低能效或无法满足租户要求的物业可能仍存在但已失去竞争力。

欧洲能效监管进一步强化“经济有效供给”的概念。欧盟 EPBD 现行综合文本要求成员国为非住宅建筑建立最大能耗阈值，并推动全部非住宅建筑到 2030 年低于对应最差 16% 存量的阈值、到 2033 年低于最差 26% 存量对应阈值；具体实施由成员国转化并存在例外和国家差异 ([11])。对持有运营商而言，这不是单纯的环境议题，而是未来改造 Capex、出租能力、租金折价和资产流动性的结构变量。

图 7 美国上市 REIT 样本的主要物业类型出租率



样本仅代表Nareit上市REIT口径；不应外推为各物业类型全球平均出租率。

期间：2026Q1；单位：%；地域：美国上市 REIT 样本。数据定义：Office、Industrial、Apartment、Retail 分别使用 Nareit 各物业类型公开统计；口径为相应上市 REIT 样本。

来源：Nareit Office/Industrial/Residential/Retail sector data ([31]–[34])；ApexInsight 整理。

核心结论：办公样本出租率 86.2%，明显低于工业物流 93.2%、公寓 95.8% 和零售 97.2%。这支持“供需风险按物业类型分化”而不是把全行业视为同步周期。

供给扩张还受到资产类型特定限制。住宅和核心城市商业物业受土地、规划、社区审批与基础设施容量影响；物流地产更依赖交通节点和土地可用性；实验室等专业物业对技术条件要求高，但需求市场也更窄。高利率往往通过抬高开发融资成本和要求收益率抑制新供给，这在短期压低交易与开发活动，却可能在未来形成优质物业供应不足。由此，利率上行对既有资产价值偏负面，对中期新增供给则可能形成正向支撑，两种效应必须分开。

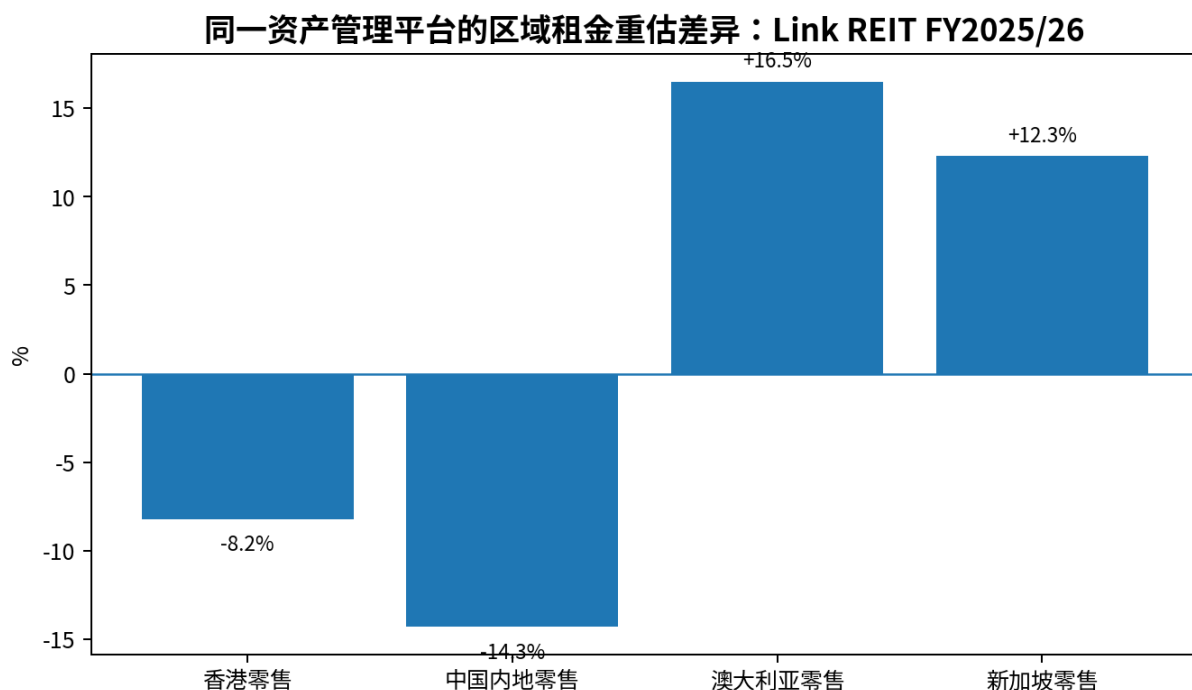
5.4 定价机制与成本转嫁

行业存在两套不能混淆的价格：租户支付的“租金”和资本市场使用的“资产价格/资本化率”。租金由位置、面积、品质、供需、合同期限、租户信用及激励条件决定，并通过固定递增、通胀指数挂钩、市场租金复核、续租重定价或营业额提成等机制调整；资产价格则取决于预期 NOI 和资本化率。融资成本上升不会自动允许业主向租户加租，只有在市场供需和合同条款允许时才能转嫁，因此利率冲击可以直接压低资产价值，而租金暂时保持稳定。

2022 年以来美国的定价重置很好地展示了这一机制。Fed 披露的加权 CRE 资本化率代理从 2021 年末约 5.69% 上升至 2026 年 2 月约 6.45%，而实际 CRE 价格指数同期从 145.3 降至 115.1 ([5])。这并不能证明全部价格变化都由 cap rate 解释，但方向与估值恒等式一致：在 NOI 不变时，更高的资本化率意味着更低的资产价值。

不同合同结构决定成本转嫁能力。NNN lease 可以把房地产税、保险和物业维护责任直接转给租户，因此业主 NOI 对运营成本通胀更稳定，但租户承受更高总占用成本后可能在续租时要求更低租金或选择搬迁；gross lease 则需要业主通过费用回收条款或下一轮租金重置吸收成本。住宅租约期限短，价格更快贴近市场但受租约约束更强；办公租约长，短期租金稳定但新旧合同重定价可能一次性较大。

图 8 区域租金重估分化：Link REIT 跨市场样本



Rental reversion 定义依公司披露；该图用于展示区域分化，不代表所在市场整体租金增速。

期间：FY 截至 2026-03；单位：%；地域：香港、中国内地、澳大利亚、新加坡（公司组合）。数据定义：公司披露的 retail rental reversion；各地区租赁结构和组合不同。

来源：Link REIT Annual Results FY2025/26 ([24])；ApexInsight 整理。

核心结论：同一运营平台下，香港和中国内地零售租金重估为负，而澳大利亚和新加坡为明显正值；说明定价权是本地供需、租户结构和资产质量的函数，而不是集团统一属性。

第 6 章 竞争格局与行业集中度

6.1 行业集中度：全球统一 CR 指标不可得，需分“物业运营”与“资本管理”

房地产持有运营在物业层面通常高度分散，在机构资本管理层面却可以出现较高集中。由于大量资产由私人公司、家庭办公室、保险资金、养老金、地方性业主持有，全球范围不存在可核验、涵盖所有产权形式且经过底层资产去重的收入或 GAV 数据库，因此本报告不计算所谓“全球 CR5/CR10”。用少数上市 REIT 收入简单相加，再除以商业咨询机构估算的“房地产市场规模”，会同时混入资产类型、交易额和管理资产等口径，是本报告明确禁止的做法。

可观察证据支持“底层经营分散、机构管理集中”的双重结构。美国 Census 2023 Business Patterns 显示 NAICS 5311 有 136,539 个雇主型经营场所，说明经营主体基础非常广 ([15])。另一方面，INREV 2026 Fund Manager Survey 显示全球非上市地产管理人前十名合计 AUM 约 1.9 万亿欧元，约占调查总 AUM 的一半，且上四分位管理人掌握超过 3 万亿欧元、约占 78% ([16])。这些数值衡量的是资本管理平台集中度，不是物业租赁收入市场份额。

表 6 可观察的行业与资本集中度证据

观察指标	数值	期间	衡量对象	可用结论/限制	来源
美国 NAICS 5311 雇主型经营场所	136,539 个	2023	经营主体/场所数量	显示底层经营高度分散；不包含所有非雇主主	[15]
全球上市 REIT 数量	1,021 只；股权市值约 2.04 万亿美元	2024	上市资本市场代理	覆盖数据中心、酒店、通信、林地等，不能作为 IR-031 规模或集中度	[14]
全球非上市地产管理人 AUM	€3.8 万亿	2025 年末	机构资本管理代理	AUM≠物业 GAV≠行业收入	[16]
非上市地产前 10 管理人 AUM	约€1.9 万亿，约占一半	2025 年末	管理人集中度	只能说明资本管理集中，不能称全球物业 CR10	[16]
欧盟 68.2 增加值份额	占 Section L 房地产活动增加值 69.1%	2022	活动构成	是行业子活动权重，不是企业集中度	[17]

真正与企业信用更相关的集中度往往在公司内部而非全球行业层面：Top 城市 NOI 占比、最大单体资产价值占比、Top 10 租户租金占比、单一租户租约到期、单一融资机构依赖和单一物业类型占比，都比全球 CR5 更具有风险解释力。企业层面应进一步把这些集中度指标纳入监测框架，而不是追求无法可靠计算的全球 HHI。

6.2 进入壁垒

行业进入壁垒首先来自资本和区位。购买成熟核心物业需要大量权益资本和长期债务承诺，优质地块或核心商圈不可复制；规模化运营还要求租赁、资产管理、工程、税务、数据、保险和融资能力。对大型平台而言，信用评级、无抵押债券市场、循环授信和股权融资渠道能够降低资本成本并提高危机期收购能力，这形成“资本成本—资产质量—规模”的正反馈。

第二类壁垒来自规划、建设和改造周期。新增供给必须经过土地取得、规划审批、建设、租赁爬坡和长期维护；即使资本充足，也不能立即复制核心区域的交通、人口密度、商圈或物流节点。第三类壁垒是运营数据与租户网络：大型业主可以跨资产比较租户需求、续租概率、租金弹性和资本开支回报，并在招商和物业服务中形成规模经济。

但进入壁垒并不意味着行业具有强定价权。二级市场标准化住宅、郊区办公、小型零售或自储可以由地方资本进入；房地产资产本身可交易，使资本在不同细分市场之间迁移。高景气时低资本成本甚至会加速新供给，最终压低租金和资产回报。因此进入壁垒在核心区位和大型平台更强，在标准化物业和地方市场更弱。

6.3 竞争方式

竞争首先发生在“位置 + 总占用成本 + 品质 + 合同条件”上，而不是单纯标价。住宅租户比较有效月租、通勤、设施和服务；办公租户比较位置、建筑等级、能效、空间效率、装修补贴和弹性条款；零售租户同时考虑客流、租户组合和租金占销售额；物流租户关注交通节点、层高、装卸能力、电力和履约距离。于是同一城市内高质量与低质量资产的价格可以在总量需求平稳时继续分化。

竞争还通过资本开支和资产更新展开。能效、数字化、安防、公共区域和租户改造投入可以提高租金或降低空置，但会消耗自由现金流；无法融资改造的业主可能被迫以折价出租或出售。EPBD 等政策将这种“品质竞争”进一步制度化 ([11])。资本成本也是竞争变量：当交易市场承压时，低杠杆、长期固定利率融资的平台可以更主动地收购，而高杠杆主体可能成为卖方。

租金算法和数据协作带来新的竞争法边界。美国 DOJ 对 RealPage 及部分大型房东的案件和 2025—2026 年多项和解/判决显示，使用竞争敏感的非公开租金信息和算法定价可能触发反垄断执法 ([12])。这不是全行业普遍违法的结论，但意味着“数据和算法”虽然能提高收益管理效率，却不能被视为无约束的定价壁垒。

6.4 行业整合与退出

房地产整合有三个层次：物业交易、企业并购和资产管理平台整合。物业交易最常见，允许企业主动调整地理和资产类型；企业并购可取得规模、融资和运营协同，但也会引入估值、整合和杠杆风险；管理平台整合则更多体现机构资本向少数大型管理人集中。INREV 数据显示前十大非上市地产管理人的 AUM 占比约一半，说明资本组织层面的规模效应已经显著 ([16])。

退出壁垒的关键不是“物业能否出售”，而是压力期流动性和价格折让。房地产交易成本高、尽调周期长、融资依赖强；当买方融资成本上升或估值预期分歧扩大时，成交量可以比租金更快收缩。ECB 所述欧元区 2025 年末交易量仍约低于 2019 年峰值 60%，正说明价格发现和流动性恢复可能落后于基本面稳定 ([6])。对高杠杆业主而言，这种流动性收缩会把原本可等待的估值损失转化为强制出售风险。

物理退出同样缓慢。老旧办公室可以尝试改造为住宅、酒店或其他用途，但规划、结构、层高、采光、管线和改造成本使转换并非普遍可行；零售和工业物业亦存在用途限制。因此“供给退出”通常比需求下降慢，造成局部市场的长期空置与租金压力。反过来，当高利率压制新开发且老旧存量退出时，合规、高质量物业可能获得更强的中期租金支撑。

第 7 章 行业经济性、盈利与现金流特征

7.1 收入模式与稳定性

房地产持有与运营的核心收入不是一次性资产交易收益，而是对空间使用权的持续收费。典型收入由基础租金、租户分摊的物业运营费用、停车及配套服务、营业额挂钩租金、短期许可费和其他与物业直接相关的收入组成。按照 IFRS 16 的出租人逻辑，经营租赁仍由出租人保留底层资产，并以租期内系统性方式确认租赁收入；因此合同租期、免租期、阶梯租金、指数挂钩和租户改善补贴都会影响会计收入与当期现金收租之间的节奏（[35]）。

行业收入稳定性主要由“已出租面积 × 有效租金 × 收取率”决定，而不是制造业式的订单和产量。住宅租赁多为月度收租、租约较短但租户高度分散；办公和工业物流的租约通常更长，现金流可见度更高，但到期后重新定价的跳变更明显；净租赁将税费、保险和维护中的较大部分转嫁给租户，降低物业层面的费用波动，却提高对单一租户信用和长期残值的依赖。零售物业还可能引入营业额租金，使租赁现金流部分暴露于消费周期。

续约率与客户流失的经济含义也不同于订阅软件。租户迁出不仅意味着收入损失，还会产生空置期、经纪佣金、租户装修补贴和资本开支，因此“续租一平方米”与“重新出租一平方米”的自由现金流价值并不相同。对办公和零售而言，报告期内表面租金增长若伴随更高免租和装修补贴，经济租金可能弱于 headline rent；本报告因此优先使用 same-store NOI、租金变动、occupancy、WALE/WALT 和租约到期结构，而不是单一合同租金。

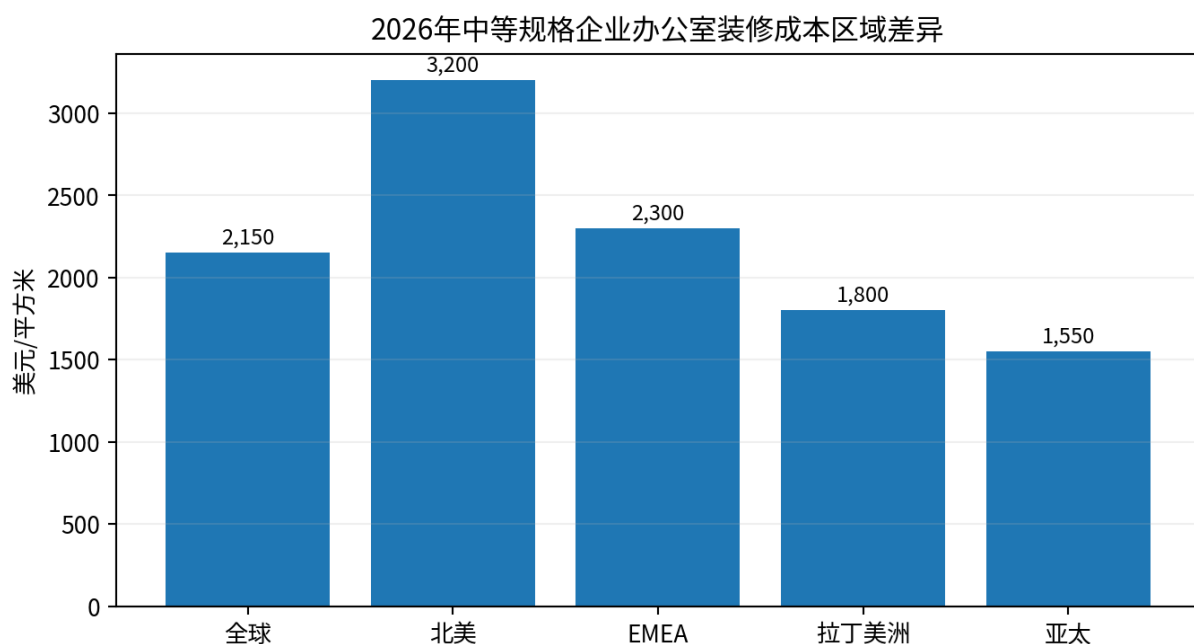
7.2 成本结构

行业成本可分成四层。第一层是物业直接运营成本，包括物业税、保险、能源、公区服务、人工、保洁、安保、维修和日常维护；第二层是租赁与资产维持成本，包括经纪佣金、租户改善、翻修和租赁激励；第三层是公司平台成本，包括资产管理、技术、审计、合规、人员和总部费用；第四层是融资成本。与制造业不同，原材料、运输和库存通常不是核心成本，但建筑材料、机电设备和施工人工会通过改造和再定位 Capex 间接进入现金流。

成本可转嫁能力取决于租约结构。Triple-net lease 可将较多税费、保险和物业维护转移给租户；gross lease 则由业主先承担，之后仅按合同约定进行费用回收。住宅市场的能源、保险、物业税和人工上涨通常更难即时完全转嫁，尤其在租金调整受法律或合同限制的市场。办公资产还存在“为了保租户而投入”的半固定成本：当优质空间稀缺时，业主可减少激励；当二级办公供过于求时，租户改善和免租期上升会使 headline rent 与净有效租金分离。

2026 年 JLL 对 68 个城市、40 个国家的办公室装修成本研究显示，中等规格企业办公室全球平均约 2,150 美元/平方米，北美约 3,200 美元/平方米、EMEA 约 2,300 美元、拉丁美洲约 1,800 美元、亚太约 1,550 美元；过去一年各地区成本约上升 2%—6%（[36]）。该指标属于租户/改造资本开支基准，而不是 IR-031 行业营业成本平均值，但它说明在办公室“flight to quality”环境下，维持可出租竞争力所需资本并不轻。

图 9 2026 年中等规格企业办公室装修成本区域差异



定义/口径：68 个城市、40 个国家；中等规格企业办公室 fit-out 平均成本，美元/平方米。

来源：JLL, Global Office Fit-Out Costs Guide 2026 ([36])；ApexInsight 整理。

核心结论：高质量办公空间的竞争正在把技术、机电、人工和装修要求转化为真实的资本开支门槛；区域成本差异也会影响改造可行性。

7.3 利润率和盈利波动

对资产持有运营商，传统“毛利率”跨公司可比性有限。更有解释力的是物业级 NOI margin、same-store NOI 增长、EBITDA 以及上市 REIT 的 FFO/AFFO。公允价值变动、资产出售收益和开发利润可能显著影响会计净利润，但并不等同于当期出租经营现金流；因此本报告不以净利润率作为主要行业经济性指标，也不把单一上市公司利润率外推为全球行业水平。

美国上市 REIT 样本在 2026Q1 仍显示较强的经营韧性：Nareit 披露 FFO 同比增长 14.8%、NOI 增长 5.6%、same-store NOI 增长 3.8%、出租率 93.2% ([7])。公司层面，Prologis 2026Q2 期末出租率 95.5%、现金同店 NOI 增长 8.5%；AvalonBay 2026Q2 同店住宅收入增长 1.6%、NOI 增长 1.0%，费用增速 2.9% 高于收入；Simon 2026Q1 美国商场/Outlet 出租率 96.0%，国内及其他物业 NOI 增长 6.7% ([21]；[22]；[23])。这些数字证明优质组合经营面并未与资产价格同步恶化，但它们只代表高质量上市样本。

历史上盈利波动具有显著物业类型差异。COVID-19 的 2020Q2，美国权益 REIT FFO 环比下降 21.7%、同比下降 29.3%，same-store NOI 同比下降 7.5%；其中零售 same-store NOI 下降 20.7%，工业地产反而增长 2.6% ([37])。这意味着对本行业使用单一“房地产利润率冲击”假设会掩盖租户行业、合同长度和物业用途的巨大差异。

7.4 营运资金与现金转换

传统现金转换周期并不是本行业的核心指标。出租运营商通常没有商品库存，租金按月或按季支付，部分合同要求预付；因此应收账款天数通常短于项目制行业。真正需要关注的是租金拖欠、应收租金减值、租户激励和押金、物业费用预付与结算、维修应付款以及资本项目付款节点。压力期中，现金流恶化通常先表现为收取率下降、租户延期支付或破产，而不是库存累积。

对于商业物业，合同会计和现金流之间还存在“直线租金/免租期”差异：会计收入可能在免租期间继续确认，而现金实际收取滞后。信用分析因此需要将应计租金、租赁激励和递延收入与实际 cash rent 分开。对 master lease 和部分灵活办公模式

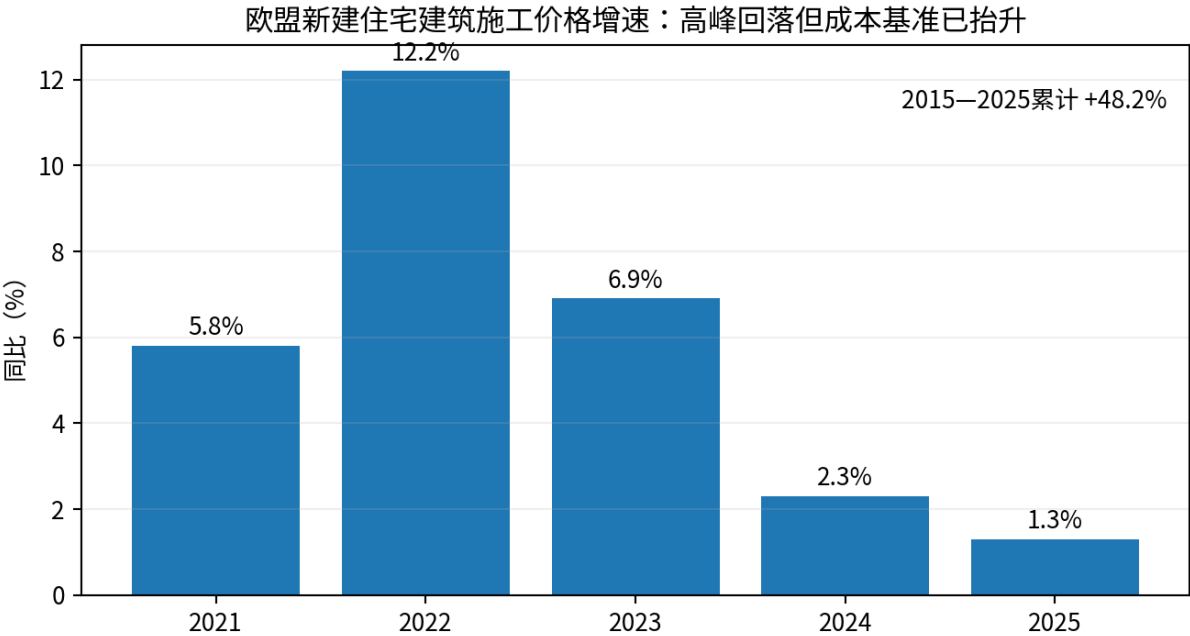
，企业可能先向上游业主承担固定租赁负债，再向终端客户收取较短期限租金；这种模式会把传统地产所有权风险转化为“固定租赁负债 + 短期客户需求”的经营杠杆。

7.5 资本密集度与自由现金流

房地产持有与运营本质上是高资产、长寿命行业，但“建筑寿命长”不等于资本开支低。维持性 Capex 包括屋顶、机电、电梯、消防、立面和公共区域维护；租赁 Capex 包括租户改善、经纪佣金和空间重构；战略 Capex 包括能效改造、用途转换、数字化、扩建和重新定位。资产收购属于资本配置，开发建设则在本报告边界之外，只有完成后进入持有运营阶段才纳入 IR-031。

欧盟新建住宅施工价格在 2015—2025 年累计上涨 48.2%，其中 2022 年单年上涨 12.2%，2025 年增速虽降至 1.3%，但成本基准并未回到疫情前 ([38])。成本的长期抬升具有双重效应：一方面压制新增供应、保护既有优质资产租金；另一方面抬高旧物业维护、改造和灾后重建成本，尤其对租金受限、保险收紧或低能效物业不利。

图 10 欧盟新建住宅建筑施工价格增速 (2021—2025)



定义/口径：欧盟新建住宅建筑施工生产者价格年度增速；2015—2025 累计变化来自同一官方数据集。

来源：Eurostat, producer price index for new residential buildings ([38])；ApexInsight 整理。

核心结论：高通胀阶段已过去，但过去十年的成本台阶式上升提高了替换成本，也使旧资产翻修和灾后恢复所需资金显著增加。

7.6 杠杆和融资特征

行业融资通常由抵押贷款、无抵押公司债、银行循环授信、商业票据、私募债、合资权益和资产处置资金共同组成。大型上市 REIT 倾向于建立无抵押债券和循环授信平台，并通过较长债务期限与高固定利率比例降低短期利率风险；私人业主和单体物业则更依赖抵押贷款和到期再融资。对于后者，资产价值下跌会同时影响 LTV、可借金额与银行抵押品要求，使“估值损失”快速变成流动性问题。

Nareit 2026Q1 数据显示，美国上市 REIT 债务/市场资产约 35.4%，平均债务期限 5.9 年，平均利率 4.1%，固定利率债务占比 89.3%，无抵押债务占比 82.5% ([7])。这解释了为什么优质上市平台在 2022—2026 利率重定价中仍能保持经营韧性；但该资本结构不能代表私人地产。美联储研究估计，2024 年末美国广义 CRE 抵押债务约 6 万亿美元，银行持有约一半

，且资产低于 1,000 亿美元的区域和小型银行合计占银行 CRE 贷款的较大份额 ([39])。该口径还包含自用物业、开发建设和多户住宅等，不应作为 IR-031 债务总额，但揭示了本行业外围融资体系对银行资产负债表的依赖。

行业最常见的财务脆弱点不是短期营运资金，而是期限错配：物业资产寿命以数十年计，但债务往往 5—10 年重定价；租约可能长于、也可能短于债务期限。当到期时市场价值下降、利率上升、NOI 尚未恢复，就会出现“债务到期金额大于可再融资金额”的 equity gap。FDIC 在 2026Q1 仍指出美国部分 CRE 贷款组合拖欠率偏高，EBA 在 2026 年 6 月也将 CRE 列为欧盟/EEA 银行资产质量的局部脆弱领域 ([40]; [41])。

表 7 房地产持有与运营主要商业模式的经济性与信用敏感点

商业模式	收入稳定性	主要可变/固定成本	资本开支	融资/现金流敏感点	典型结构性风险
机构住宅出租	租期较短但租户高度分散；月度经常性	人工、维修、保险、物业税；部分能源	单元翻修、机电、能效	租控使成本转嫁滞后；资产抵押融资常见	地方住房政策、保险、供给周期
办公/零售 Gross lease	长租约提高可见度，但再出租成本高	运营费、税费、能源由业主先承担	TI、LC、改造较高	空置与租约到期会同时冲击 NOI 与 Capex	WFH/电商、老旧资产搁浅
工业物流	中长期合同；头部客户可能集中	运营成本较轻，电力/设备要求上升	自动化适配、扩容	新供给周期与租户行业相关	3PL/电商周期、区域供应过快
Triple-net/净租赁	合同现金流最稳定之一	物业成本多转嫁租户	业主维持 Capex 相对低	高度依赖租户信用与残值；单体租期长	单租户违约、重租困难
Master lease/灵活空间	终端租约较短、价格更灵活	上游固定租金+运营人工	装修/数字化较高	固定租赁负债与短期需求形成经营杠杆	需求下行、价格竞争、流动性

第 8 章 周期性、历史压力期与风险传导

8.1 行业周期来源

房地产持有与运营同时处于两个不同步的周期：一是“空间使用周期”，由就业、人口、消费、企业扩张、物流需求和租户信用推动，主要体现在空置率、租金、续租和 NOI；二是“资本与估值周期”，由长期利率、信用利差、银行供给、资本化率和交易流动性推动，主要体现在资产价值、LTV、融资成本与处置能力。长租约使第一个周期反应较慢，而资产估值和融资市场可以在数月内重定价，因此行业常见“运营尚稳、估值先跌”或“租金已复苏、交易仍低迷”的错位。

宏观敏感性也因物业类型而异。住宅更多受就业、人口迁移、住房可负担性和供给约束影响；办公对高薪白领就业、企业空间政策和远程办公敏感；零售对居民消费、租户销售和商户破产敏感；工业物流则与库存、制造、3PL、电商和供应链重构相关。利率是跨物业共同变量，因为它同时改变融资成本、替代投资收益率和资本化率。

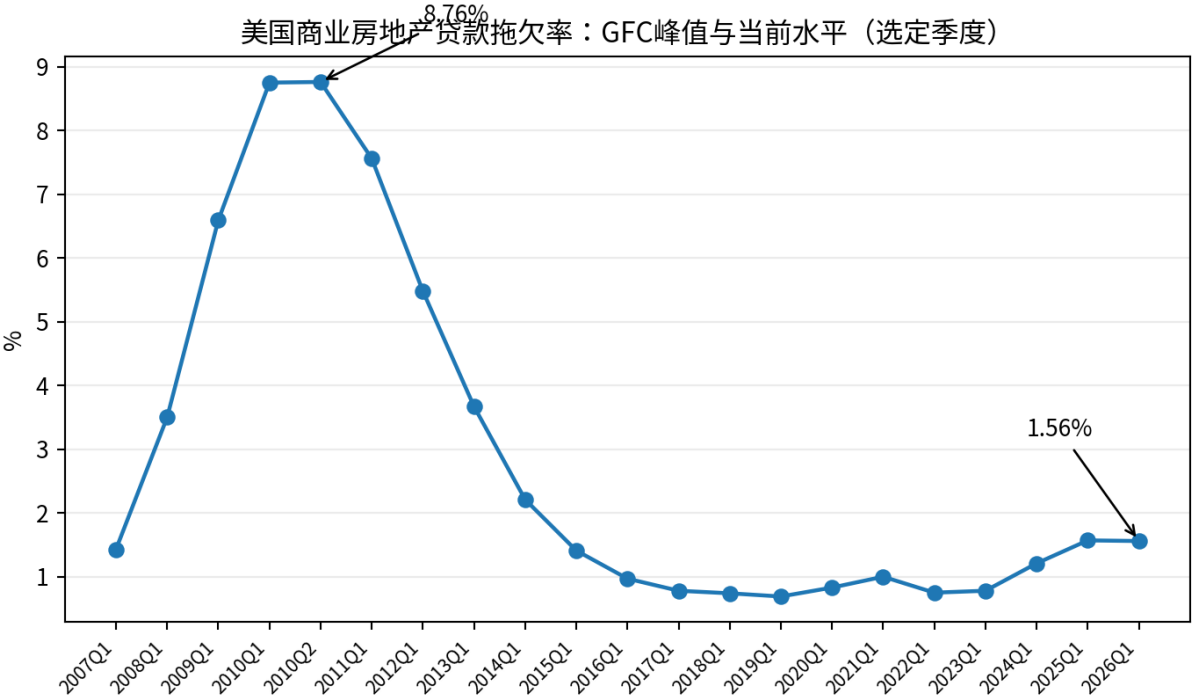
8.2 关键历史压力期

2007—2012 年全球金融危机是典型的“资产价格 + 银行信用”双冲击。美国实际 CRE 价格从 2007 年末约 128.1 降至 2009 年末约 85.4，跌幅约三分之一 ([5])。美联储银行贷款数据进一步显示，商业房地产贷款拖欠率从 2007Q1 的 1.43% 持续上升，在 2010Q2 达到约 8.76% 的峰值，此后多年才逐步回落 ([10])。这一阶段最危险的不是租金下降本身，而是高杠杆、短期债务和融资市场冻结共同迫使资产出售。

2020—2021 疫情是典型的“物业用途差异”压力测试。2020Q2 美国权益 REIT FFO 同比下降 29.3%、same-store NOI 下降 7.5%，零售 same-store NOI 下降 20.7%，而工业地产增长 2.6% ([37])。到 2021Q4，Nareit 报告上市 REIT 整体出租率恢复至 92.9%，住宅和工业均高于 96%，且当时行业债务期限已经显著长于 GFC 时期 ([42])。疫情证明，资产类别和租户组合比“房地产”标签本身更能解释短期现金流损失。

2022—2026 利率重定价则是“估值先行、现金流滞后”的压力期。美国实际 CRE 价格从 2021 年末高点至 2026 年 2 月回落约 21%，而上市 REIT 2026Q1 的 NOI、same-store NOI 和出租率仍保持正增长或高位 ([5]; [7])。欧洲则出现交易量长期低于 2019 年、银行对 CRE 信贷标准仍收紧的现象 ([6]; [9])。到 2026Q2，JLL 记录全球直接地产投资同比增长 28%，说明资本市场功能正在恢复，但不能据此断言高杠杆和二级物业的再融资问题已经结束 ([8])。

图 11 美国商业房地产贷款拖欠率：GFC 峰值与当前水平（选定季度）

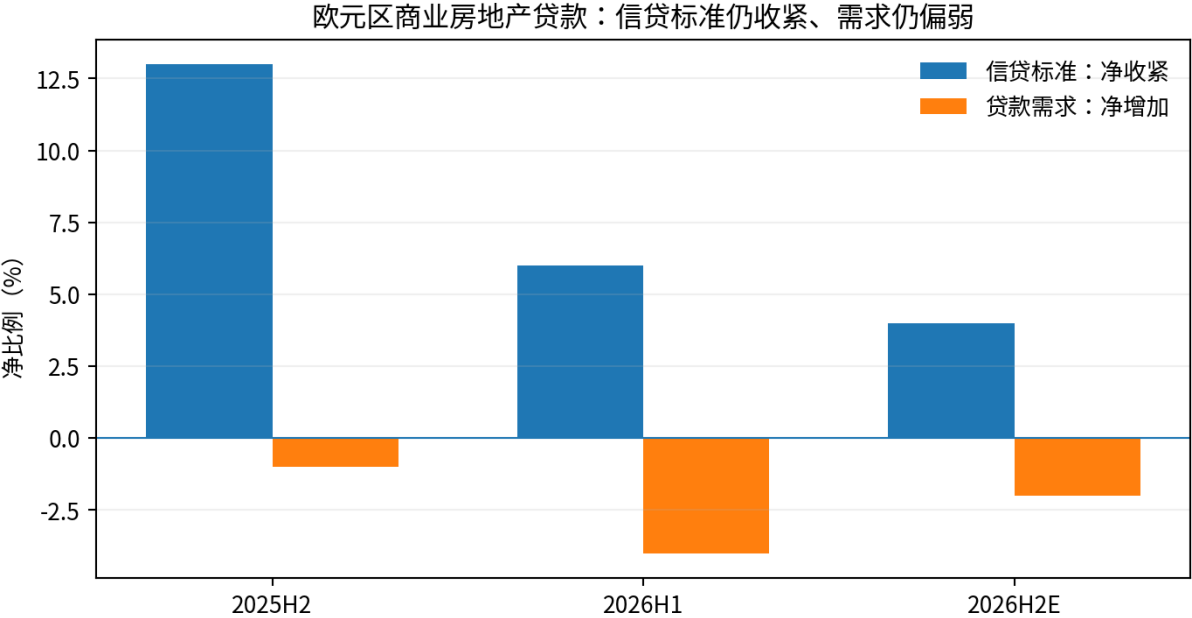


定义/口径：美国商业银行、季调；“commercial real estate loans”包含建设与土地开发、多户住宅和非农非住宅抵押贷款，范围宽于 IR-031。

来源：Federal Reserve, Charge-Off and Delinquency Rates on Loans and Leases at Commercial Banks ([10])；ApexInsight 整理。

核心结论：GFC 信用损失的峰值远高于当前水平；2024—2026 的拖欠率上升属于需要监测的再融资信号，但仍不等同于系统性危机。

图 12 欧元区商业房地产贷款：信贷标准与贷款需求



定义/口径：净比例：正值信贷标准表示净收紧；需求正值表示净增加；2026H2 为银行预期。

来源：ECB, Euro area bank lending survey, 2026Q2 ([9])；ApexInsight 整理。

核心结论：2026H1 CRE 信贷标准净收紧幅度已降至 2021H1 以来最低，但仍为正；贷款需求仍为净下降，显示“稳定化”与“融资正常化”并非同义。

8.3 历史峰谷表现

长期历史数据说明行业恢复速度高度依赖冲击类型。GFC 后银行 CRE 拖欠率从 2010Q2 峰值 8.76% 降至 2014Q1 仍约 2.21%，信用修复持续多年；COVID 的经营指标恢复更快，上市 REIT 整体出租率在 2021Q4 已明显回升，但办公长期需求

结构并未回到疫情前；2022—2026 利率冲击则持续通过债务到期逐批释放，即使交易市场恢复，存量低息债务到期仍会推高平均资金成本。

表 8 代表性历史压力期与传导差异

压力期	主要冲击	可验证峰谷证据	经营/现金流影响	融资/估值影响	恢复特征
2007—2012 GFC	信用收缩、资产泡沫破裂、银行去杠杆	美国实际 CRE 价格 2007 末至 2009 末约-33%；银行 CRE 拖欠率 2010Q2 约 8.76% ([5]; [10])	空置、租金和租户违约恶化，地区差异大	LTV 恶化、再融资冻结、强制出售	信用指标恢复历时多年
2020—2021 COVID-19	封控、出行/消费骤降、租户经营停摆	2020Q2 美国权益 REIT FFO 同比-29.3%，SS NOI -7.5%；零售-20.7%、工业+2.6% ([37])	现金收租、零售/办公受压；工业/住宅相对稳	政策流动性与长期债务降低系统性再融资冲击	上市 REIT 运营指标约 1—2 年明显恢复，但办公结构改变延续
2022—2026 利率重定价	长端利率上升、cap rate 重定价、交易流动性下降	美国实际 CRE 价格较 2021 末高点至 2026-02 约-21%；ECB 2026H1 CRE 标准净收紧 6% ([5]; [9])	优质组合 NOI 总体稳定，二级办公/高杠杆资产分化	融资成本上升、equity gap、资产处置压力	截至 2026Q2 交易回暖，但再融资风险仍按到期梯次释放
2025—2026 地缘/能源扰动	能源与航运波动、风险溢价上升	JLL 2026-08 指出二季度冲突扰动但地产需求/资本市场总体仍具韧性 ([8])	主要通过企业决策、零售/物流需求和运营成本间接传导	可能推高利率、保险及建设成本	当前尚未形成全行业经营危机；需事件化监测

8.4 风险传导机制

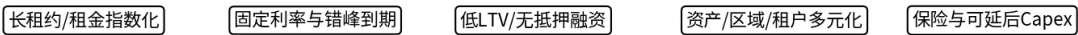
本行业的核心风险链应当从“租金现金流”和“资产价值”两条路径同时观察。需求下降首先提高空置、降低有效租金和租户续租，进而压低 NOI；利率或风险溢价上升则提高 capitalization rate 并直接压低资产价值。若两者同时发生，LTV 上升、ICR 下降、银行要求追加权益或降低再融资额度，最终把可等待的账面估值损失转化为现金流和违约风险。

图 13 房地产持有与运营行业风险传导与缓冲机制

房地产持有与运营行业风险传导与缓冲机制



缓冲机制作用于传导链的不同环节，不能消除物业类型和资本结构分化



定义/口径：逻辑框架图，不含估算数值。

来源：ApexInsight 基于 Fed、ECB、Nareit 及公司披露综合整理（[5]；[6]；[7]；[39]；[9]）；ApexInsight 整理。

核心结论：GISR 2 的低结构性风险来自多种缓冲机制，但只有在长租约、适度杠杆、债务期限、资产质量和保险同时有效时，冲击才不易升级为融资危机。

8.5 缓冲机制

第一类缓冲来自合同。长期租约、租金阶梯、指数化、费用回收和押金使现金流不会与宏观需求同步瞬间变化。第二类来自资本结构：较低 LTV、固定利率债务、错峰到期、无抵押融资和未使用授信能够延长“等待基本面恢复”的时间。第三类来自资产和租户多元化：跨城市、跨物业类型和分散租户能降低单一冲击，但只有相关性足够低才是真实分散。

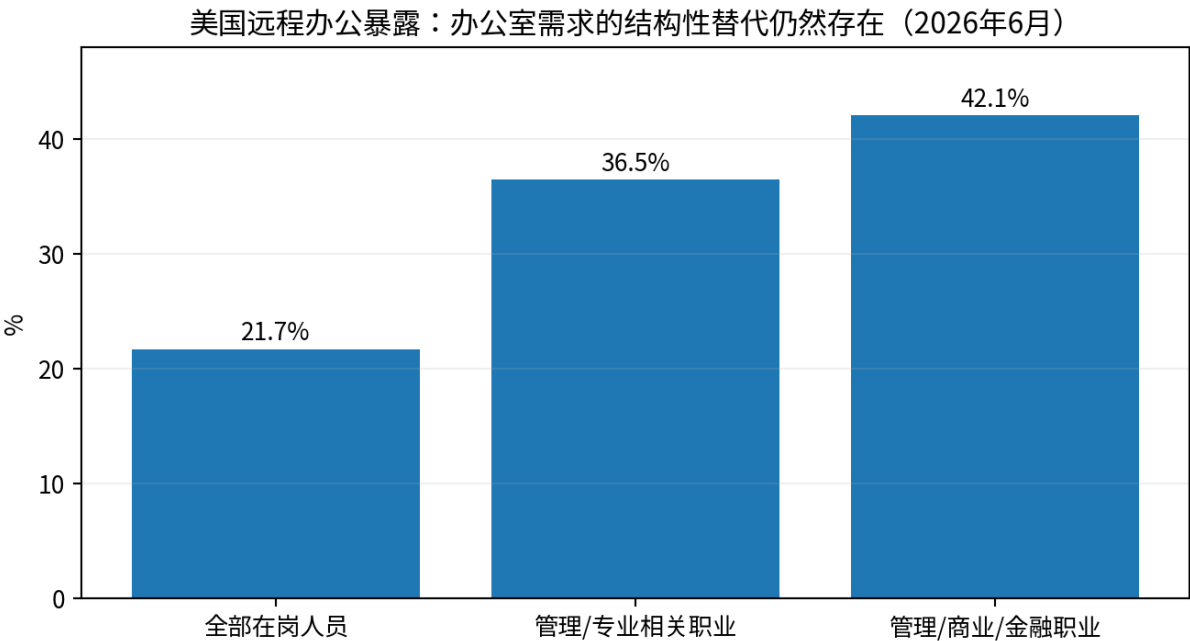
第四类缓冲是可处置的实物资产价值。房地产可作为抵押品并在必要时出售，但这一缓冲在压力期会显著减弱，因为流动性和估值同时下降。第五类是保险和灾害预防；其有效性正受到气候风险和保费上涨挑战。EIOPA 指出 1980—2024 年欧洲极端事件损失中仅约四分之一有保险覆盖，高风险地区未来可能面临更高保费甚至保险/按揭可得性下降（[43]）。因此“有保险”不能简单等同于损失完全可转移。

第 9 章 技术、监管、政策与替代风险

9.1 技术变化

本行业不是高研发强度行业，但技术通过“客户需要多少空间”和“什么样的建筑仍具有竞争力”重塑资产价值。最直接的例子是远程/混合办公。美国 BLS 在 2026 年 6 月统计，全部在岗人员中 21.7% 曾为获取报酬远程办公；管理、专业及相关职业为 36.5%，管理/商业/金融职业达到 42.1% ([44])。这并不意味着同等比例的办公室面积永久消失，但说明办公室需求的结构性替代变量仍然存在。

图 14 美国远程办公暴露：办公室需求的结构性替代仍然存在（2026 年 6 月）



定义/口径：在岗人员中“teleworked or worked at home for pay”的占比；非季调；职业分类按 BLS。

来源：U.S. Bureau of Labor Statistics, Table A-42 ([44])；ApexInsight 整理。

核心结论：办公室风险集中在可远程执行的白领职业；因此办公资产的风险应结合租户行业、建筑等级、交通区位和空间品质，而不是只看城市总就业。

人工智能的影响存在双向性。一方面，AI 可能改变白领岗位结构、减少某些传统办公席位需求；另一方面，AI 企业和专业服务扩张、更多协作空间以及高功率 IT 和智能楼宇要求，会增加对高质量、技术就绪物业的需求。JLL 2026 年全球办公室装修研究显示技术复杂度、机电系统和 AI-ready 要求正在推高装修成本 ([36])。因此 AI 更可能扩大“现代高质量资产—老旧低效率资产”的分化，而不是在短期内让办公室作为资产类别整体消失。

工业物流领域，自动化、机器人和更高电力密度同样形成资产筛选。JLL 2026 年 8 月指出北美 Q2 物流 take-up 同比增长 46%、欧洲增长 20%、亚太吸纳增长 4%，同时租户越来越需要支持自动化、机器人和更高能源使用的建筑 ([8])。这对老旧仓库提出改造要求，但也能提高现代物流资产的进入壁垒。

9.2 产品或商业模式替代

办公的主要替代品是居家办公、灵活办公和更高空间利用率；零售物业的替代来自电商、即时配送和数字渠道；仓储需求则部分被供应链效率和库存优化抵消，同时又受电商履约和近岸化推动。住宅租赁的外部替代是自有住房，但当购房可负担性下降时，反而可能延长租赁需求。不同替代效应的方向并不统一，是本行业不能使用单一技术替代结论的原因。

用途转换是供给退出的重要机制，但并非低成本“逃生通道”。办公室转住宅受到楼板进深、采光、核心筒、管线、消防、规划和改造成本制约；零售转物流、住宅或医疗用途同样受位置和规划限制。技术淘汰真正危险的资产，是那些租户不愿继续使用、但改造成本又高于可创造增量价值的物业，即功能性搁浅资产。

9.3 监管和政策

监管风险主要通过租金上限、租户保护、能效要求、税费、REIT 制度和竞争法传导，而不是通过统一全球牌照。住宅市场的租金管制和驱逐/续租规则具有强烈地方性，影响收入增长上限和资产处置灵活性；REIT 制度则影响分派、杠杆、资产构成和税收待遇，但其法律要求在美国、香港、新加坡和欧洲各不相同，因此本报告不建立“全球统一 REIT 监管阈值”。香港 SFC 的 REIT 规则仍作为亚洲制度样本引用 ([20])。

欧盟 EPBD 已从长期 ESG 目标转化为可执行的资产改造约束。最终 Directive (EU) 2024/1275 要求成员国使非住宅建筑到 2030 年低于本国“最差 16%”能效阈值、到 2033 年低于“最差 26%”阈值；住宅存量平均一次能源使用量需较 2020 年到 2030 年至少下降 16%、到 2035 年下降 20%—22%。成员国转置截止日为 2026 年 5 月 29 日 ([11])。这将通过改造 Capex、租户偏好、融资条件和资产流动性共同影响低效建筑。

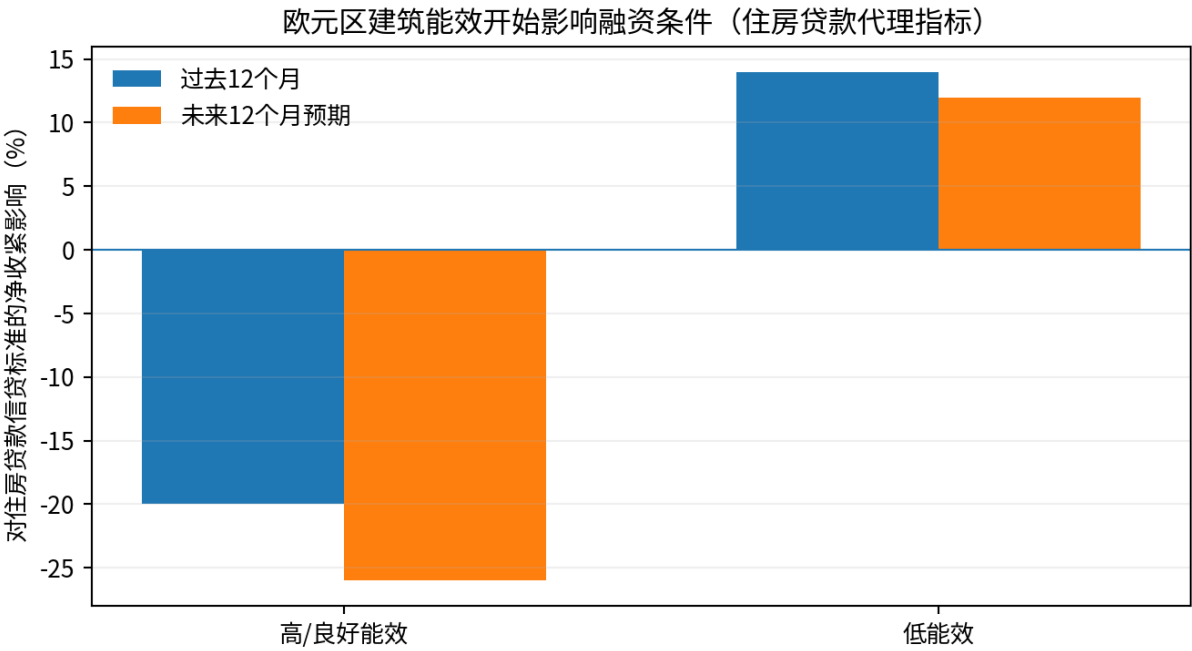
竞争法风险在住宅租赁数字化中已经具体化。美国 DOJ 对 RealPage 及大型房东的案件表明，若算法定价依赖竞争者的非公开敏感数据，收益管理工具可能形成反垄断风险 ([12])。这类风险的信用传导不是“算法本身被禁止”，而是潜在罚款、诉讼、合同调整、数据治理成本和定价实践受限。

9.4 合规成本及监管不确定性

合规成本可分为一次性资本投入和持续运营成本。一次性投入包括能效改造、消防/无障碍升级、计量与智能系统、数据治理和特定许可整改；持续成本包括能耗披露、建筑认证、租赁合规、隐私与网络安全、反垄断审查和专业服务费。对大型平台，这些成本可被规模分摊；对单体或地方性业主，固定合规成本占 NOI 的比例更高。

融资机构已经开始把建筑质量纳入信贷条件。ECB 2026Q2 BLS 显示，过去 12 个月良好/高能效建筑对住房贷款信贷标准产生 20% 的净“放松”影响，而持续低能效建筑产生 14% 的净“收紧”影响；未来 12 个月预期分别为 -26% 和 +12% ([9])。该调查直接适用于住房贷款而非商业地产贷款，不能外推成 CRE 融资定量差异，但它提供了监管与银行风险偏好正在把建筑能效转化为资本成本的方向性证据。

图 15 欧元区建筑能效对住房贷款信贷标准的影响



定义/口径：净比例；负值表示能效因素带来净放松，正值表示净收紧。数据仅为住房贷款，作为房地产融资方向性代理。

来源：ECB, Bank Lending Survey 2026Q2 ([9]) ；ApexInsight 整理。

核心结论：能效正在从运营成本问题进入融资定价和授信政策；对低能效资产，未来风险可能表现为“改造 Capex + 融资折价 + 租户折价”的叠加。

表 9 技术、政策与合规风险的信用传导

风险因子	直接影响	收入渠道	成本/Capex 渠道	融资/估值渠道	主要缓释
远程办公/AI	改变空间需求与建筑规格	二级办公空置、续租率、有效租金	高品质/AI-ready 装修和机电投入	质量分化扩大、旧楼 cap rate 折价	核心区位、可改造性、长租约
电商/全渠道	重构零售与物流需求	弱零售位置承压；优质体验店/物流受益	门店改造、自动化/电力升级	资产用途和租户质量重新定价	强商圈、dominant centre、现代物流规格
EPBD/能效法规	强制存量改善路径	低效资产租金/出租率折价	retrofit Capex、认证和数据成本	融资条件、可交易性、搁浅价值	提前改造、绿色融资、长周期 Capex 计划
租金/租户保护	限制租金调整与处置弹性	住宅收入增长上限	运营成本难完全转嫁	资产估值和开发/收购回报下降	地区多元化、低成本基础
算法定价/竞争法	限制敏感数据协同	收益管理策略调整	合规、诉讼、系统改造	罚款/声誉与数据治理风险	独立定价、数据隔离、法律审查
气候/保险	提高物理损害和可保性风险	停业、租户迁出	保费、自留损失、韧性 Capex	按揭/融资可得性、资产折价	工程韧性、风险分散、充足保险限额

第 10 章 供应链、贸易与地缘风险

10.1 关键投入

本行业没有制造业意义上的持续原材料 BOM，但存在六类关键投入：资本、能源、公用事业、建筑材料与机电设备、专业施工与物业劳动力、保险和数字系统。资本本身是最重要的“投入品”，因为资产购置与长期再融资决定持有成本；能源与保险直接影响物业运营费用；建筑材料和施工能力决定维护、租户改善、能效整改和灾后恢复的速度。

Eurostat 数据显示，欧盟新建住宅施工价格 2015—2025 累计上涨 48.2% ([38])；JLL 办公室装修研究同时指出技术、机电、人工和地缘不确定性仍造成 2%—6% 的年度成本压力 ([36])。因此即使房地产不大量“进口原材料”，供应链冲击仍会通过维护 Capex 和 replacement cost 进入业主现金流。

10.2 供应集中度

供应集中通常是地方性的，而非国家级原材料垄断。电梯、消防、暖通、智能楼宇、专业机电施工等环节可能由少数认证供应商提供；大型物业还依赖本地公用事业、电网容量和专业工程人才。工业物流物业对电力和自动化设备的依赖上升，使“可获得足够电力”成为新的区位约束。办公室装修成本中北美显著高于亚太，反映施工人工、关税、市场竞争和机电复杂度共同造成的区域供给差异 ([36])。

10.3 下游和客户集中

客户集中风险必须在物业层而不是全球行业层衡量。住宅通常拥有数百至数千分散租户，单户违约影响小；办公、工业和净租赁可能由少量大租户贡献大部分租金。信用风险管理应关注 Top 1/Top 10 租户租金占比、租户行业、单一租约到期年份、租户销售或盈利能力以及替换租户所需 Capex，而不是仅看租户数量。

零售物业还存在“生态系统集中”：即使租户数量很多，anchor tenant 或主力店退出也可能降低客流并影响其他租户销售。工业物流则可能高度依赖单一 3PL、电商或制造商。客户集中因此与物业可替代性共同决定损失率——核心区位通用物业即使大租户退租，也更容易重新出租；定制化或弱区位资产则可能长期空置。

10.4 国际贸易与地缘风险

IR-031 本身不以跨境货物贸易为主要收入，因此不存在可与制造业相比的“全球进出口规模”。关税和出口管制通常不是租金收入的直接变量。地缘风险主要通过四条间接路径传导：第一，能源和材料成本推高物业运营与改造支出；第二，长期利率和风险溢价改变资本化率与融资成本；第三，租户所属行业受到贸易或制裁影响，进而影响续租和违约；第四，跨境投资者降低资产配置或提高回报要求，改变交易流动性。

2026 年 8 月 JLL 判断二季度地缘冲突对全球经济构成波动，但房地产需求和资本市场整体仍有韧性；Q2 全球直接房地产投资同比增长 28% ([8])。因此地缘风险在当前阶段更应被视为“成本和资本市场放大器”，而不是本行业直接供应中断。中东市场同时显示明显区域异质性：以沙特利雅得为例，A 级办公租金仍受供给约束和经济多元化支持，但这一市场特征不能直接外推至整个中东地区 ([45])。

10.5 供应链韧性

行业韧性措施包括长期维护框架协议、多供应商采购、关键备件库存、灾害应急供应商、工程承包商备选名单、能源采购和价格对冲、物业保险与业务中断保险，以及在资本结构上保留流动性以应对不可预见 Capex。与制造业不同，恢复时间常受“建筑重新可用”而非“零部件重新到货”约束，因此灾后工程队、保险理赔、许可证和地方基础设施恢复速度同样重要。

地理分散能够降低单一灾害和政策冲击，但也增加监管、税务、汇率和跨境资本管理复杂度。对多国资产组合，应将“本币租金—本币费用—外币债务”的匹配关系独立分析；若物业收入以本币计价而债务以美元或欧元计价，汇率可以绕过物业经营基本面直接放大偿债压力。大型全球平台通常通过本币融资和衍生品降低这种错配，但私人跨境投资者透明度更低。

第 11 章 全球区域差异

11.1 北美

北美是全球最成熟、证券化程度最高的机构地产市场之一。2026Q1 美国上市 REIT 仍显示较高出租率和强 NOI 增长 ([7])；JLL 2026Q2 数据显示美洲直接投资同比增长 26%，美国办公室租赁带动全球办公活动达到疫情后新高 ([8])。但银行端商业地产贷款拖欠率 2026Q1 仍约 1.56%，明显高于 2022—2023 低点；风险集中在高杠杆、到期再融资和旧办公等细分市场，而非所有收益型物业 ([10])。

美国住宅市场还面临保险成本和可得性问题。Treasury FIO 基于 2018—2022 年超过 2.46 亿份保单的 ZIP Code 汇总数据显示，最高 20% 气候预期损失地区的平均住宅保费约 2,321 美元，比最低风险 20% 地区高 82%，非续保率也明显更高 ([46])。该数据属于住宅业主保险，不是机构出租商业保险价格，但说明物理气候风险已经能够通过保险影响房屋持有成本和融资可得性。

11.2 欧洲

欧洲当前的核心特征是“交易和融资逐步稳定 + 改造监管加速”。ECB 2026Q2 BLS 显示商业地产信贷标准在 2026H1 净收紧 6%，为 2021H1 以来最低的收紧幅度，但 CRE 贷款需求仍净下降 4% ([9])。EBA 2026 年 6 月认为欧盟/EEA 银行总体资产质量良好，但 CRE 脆弱性仍在部分国家和组合中集中 ([41])。这意味着欧洲系统层面的风险可控，但不能忽视国家和物业类型分化。

EPBD 把欧洲资产质量差异进一步制度化。低能效商业建筑需要在 2030 和 2033 节点跨过成员国设定的 16%/26% 最差存量门槛，住宅则通过平均一次能源消耗下降路径推进改造 ([11])。未来欧洲优质物业的“绿色溢价”和老旧物业的“棕色折价”可能更多表现为融资、Capex 和可交易性的差异，而不仅是租金差。

11.3 中国

中国需要严格区分“房地产开发销售”与本报告的“持有运营”。国家统计局数据显示，2026 年 1—6 月房地产开发投资同比下降 18.0%，其中办公楼下降 20.4%、商业营业用房下降 23.1%；办公楼新开工面积下降 35.0%，开发企业境内贷款下降 31.7% ([47])。这些指标反映开发、销售和新增供给融资周期，不等于收益型物业运营收入，但对未来供给、资产估值和持有运营主体的收购/处置环境具有重要背景意义。

中国收益型商业地产仍受城市分化、消费与办公需求、租户质量和融资环境影响。若使用 C-REIT 数据，仍须按底层资产穿透，排除与本报告边界不一致的基础设施、数据中心等产品，并避免把 REIT 发行规模视为持有运营行业规模。

11.4 日本和韩国

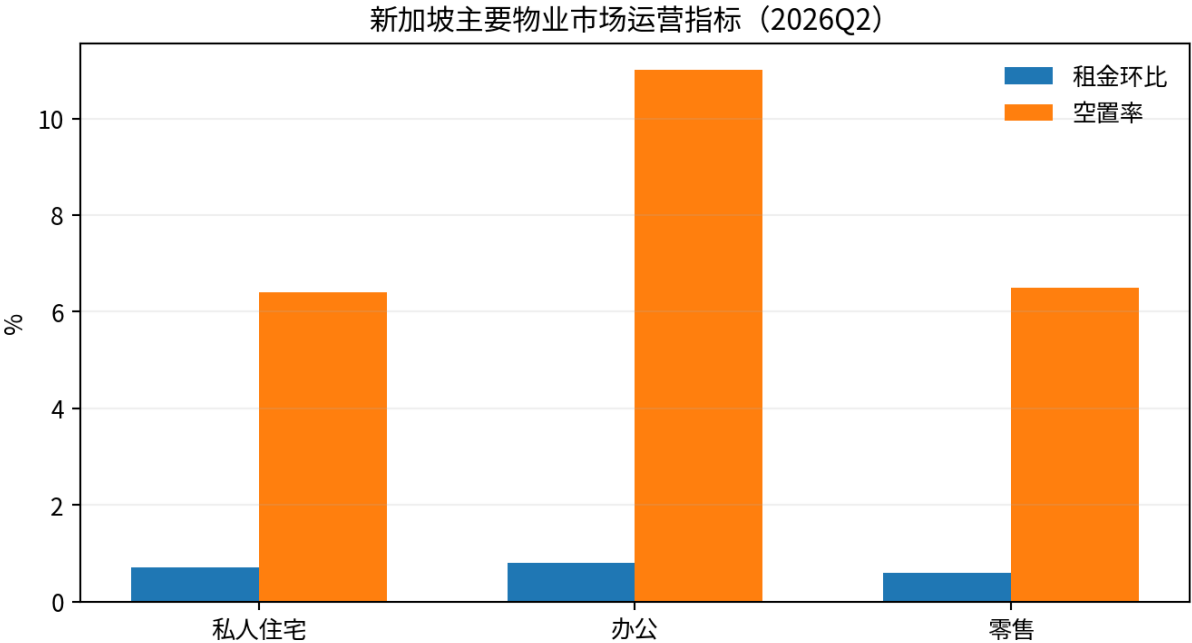
日本和韩国的成熟核心城市在 2026 年呈现与美国二级办公不同的供给条件。JLL 2026 年 8 月全球报告指出日本、新加坡和韩国正在出现办公室供应收紧；亚太 Q2 投资同比增长 38%，日本和澳大利亚领跑流动性 ([8])。CBRE 2026 亚太投资者调查亦将东京列为跨境资本首选目的地之一 ([48])。

韩国首尔同时说明“区域供给并非永远紧”。JLL 2026Q2 报告称，由于市中心大型新项目交付，首尔 Grade A 办公室整体空置率环比上升 2.3 个百分点至 6.6%，为 2022Q1 以来首次超过 5% 的自然空置水平 ([49])。因此日韩应分别看城市和供给 pipeline，而不能以“亚太办公强劲”概括。

11.5 其他亚洲及东盟

东盟和其他亚洲市场受人口、城市化、区域资本流和供应链迁移支持，但市场深度和制度成熟度差异明显。新加坡提供了较高频的官方运营数据：2026Q2 私人住宅租金环比上涨 0.7%、空置率 6.4%；办公租金上涨 0.8%、空置率 11.0%；零售租金上涨 0.6%、空置率 6.5% ([50])。这些数据说明租金仍有韧性，但办公和住宅都存在新增供应/空置变化，需要用供需而非单一租金涨幅判断风险。

图 16 新加坡主要物业市场运营指标 (2026Q2)



定义/口径：私人住宅、办公、零售；租金为季度环比变化，空置率为期末/季度官方口径。

来源：Urban Redevelopment Authority of Singapore, 2Q 2026 real estate statistics ([50])；ApexInsight 整理。

核心结论：成熟亚洲市场可以同时出现租金上涨与空置率上行；这再次说明行业信用分析需要联合观察租金、空置和供应 pipeline。

11.6 中东

中东主要市场的结构性驱动来自人口与企业迁入、经济多元化、政府投资和新开发供给。JLL 2026Q1 沙特报告显示，利雅得 prime/Grade A 办公租金仍受供给约束和金融、科技、专业服务扩张支持，但旧库存面临更强的空置与定价压力 ([45])。区域地缘风险会影响企业新租决策、施工采购和保险，但高质量资产在供给受限时仍可保持较强议价能力。

11.7 拉丁美洲

拉丁美洲的主要风险变量包括汇率、通胀、利率、政治政策和市场流动性，但核心城市优质办公在疫情后出现复苏。JLL 研究显示，2024H2 至 2025H1 拉美办公室净吸纳增长 43%，并呈现明显的 flight to quality ([51])。由于区域资本市场深度较北美和欧洲低，单个城市的融资条件、美元租约比例和跨境资本流变化对资产定价的影响更大。

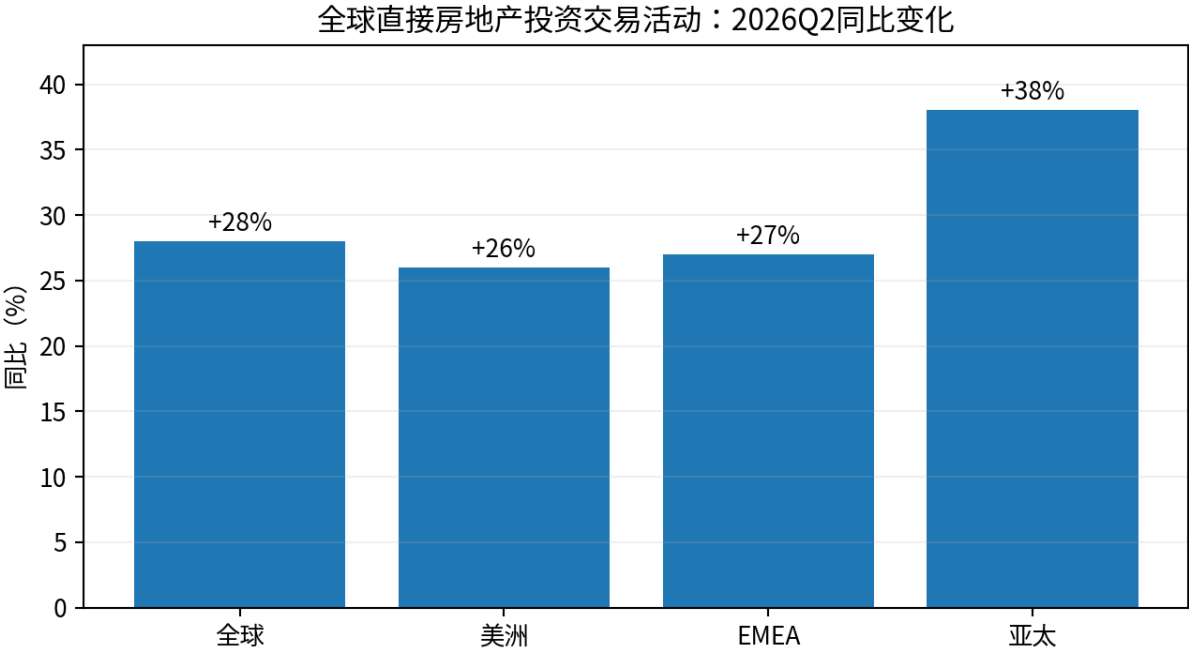
11.8 非洲

非洲机构地产市场覆盖度和透明度相对有限，因此不应构造缺乏可比性的“非洲平均空置率”。南非是较可观察市场：JLL 记录 2025 年商业房地产投资额约 201.5 亿兰特，西开普首次在其十年跟踪中超过豪登省、取得接近一半投资量，反映人口迁移、基础设施和地方经济基本面对资本流的显著影响 ([52])。区域性电力、基础设施、保险、汇率与融资条件仍是重要风险变量。

11.9 大洋洲

澳大利亚和新西兰的核心特征是高建设成本与供应约束。CBRE 2026 Pacific Outlook 预计 2026 投资量增长约 5%，并认为本十年余下时间新开发供应可能比历史水平低 20%—50%；较高 construction cost 支持“buy over build”的相对吸引力（[53]）。供应收缩有利于既有优质资产租金，但也提高更换成本和改造 Capex。

图 17 全球直接房地产投资交易活动：2026Q2 同比变化



定义/口径：直接投资交易额同比变化；JLL 为广义商业地产资本市场口径，可能包含本报告排除的酒店等资产，因此仅作为资本市场流动性指标。

来源：JLL, Global Real Estate Perspective, 3 Aug 2026 ([8])；ApexInsight 整理。

核心结论：2026Q2 全球交易活动明显恢复，亚太增速最高；这一变化支持“流动性改善”，但不能替代物业经营或债务再融资的风险判断。

表 10 全球区域经营与结构性风险差异（截至 2026-08-08）

区域	当前可观察状态	主要支撑	主要脆弱点	融资/监管特征	本报告风险侧重
北美	交易与租赁恢复，上市 REIT 运营指标稳	深厚资本市场、规模化 REIT、低新供给部分支持	旧办公、高杠杆到期、气候保险	银行/债券/CMBS 多渠道；地方租管差异大	债务到期+办公质量+保险
欧洲	CRE 信贷仍净收紧但幅度下降	核心城市、成熟机构资本、交易改善	低能效资产、国家分化、银行 CRE 组合	EPBD 改造约束强化	能效 Capex+融资分层
中国	开发与销售周期仍弱；运营资产需城市/业态区分	超大城市需求、可收购存量机会	开发商信用外溢、办公/零售供需差异	融资与 REIT 制度持续演进	开发背景与持有运营边界严格分开
日本/韩国	部分核心市场供给紧，首尔 Q2 新供给抬升空置	机构资本、核心城市租赁	新供应批次、利率/汇率	跨境资本活跃	城市级 pipeline 与租户结构
其他亚洲/东盟	新加坡租金仍增；区域增长与制度差异大	城市化、跨境资本、供应链迁移	供应周期、透明度、汇率	各国 REIT/产权制度不同	官方高频市场+城市分化
中东	A 级办公/零售在部分核心城市强	经济多元化、人口/企业迁入、政府投资	地缘扰动、供应 pipeline、施工成本	主权/政府项目影响较大	供给兑现与高质量资产稀缺

区域	当前可观察状态	主要支撑	主要脆弱点	融资/监管特征	本报告风险侧重
拉美	核心办公恢复、flight to quality	大城市吸纳恢复、物流需求	通胀/汇率、资本深度、政策波动	美元化程度和本地利率重要	汇率+融资+核心/非核心分化
非洲	市场透明度低，南非最可观察	部分城市人口/基础设施改善	电力、汇率、流动性、保险	融资市场深度有限	避免伪区域平均，采用市场级证据
大洋洲	供应受高建设成本压制	人口增长、核心城市供应约束	高建设成本、利率	机构资本成熟	replacement cost 与低新增供给

第 12 章 当前行业状态和未来 12—24 个月展望

12.1 当前行业状态

数据截止 2026 年 8 月 8 日，全球房地产持有与运营呈现“经营基本面总体有韧性、资本市场明显恢复、融资与资产质量仍分化”的状态。JLL 8 月 3 日数据显示，2026Q2 全球直接地产投资同比增长 28%，办公室全球租赁同比增长 2%、2026H1 较上年同期增长 1%，全球办公室空置率降至 16.5%；北美物流 take-up 同比增长 46%、欧洲增长 20%、亚太吸纳增长 4% ([8])。这些指标显示交易与租赁活动并未陷入全球性衰退。

但融资链尚未完全恢复到低利率时期。ECB 2026H1 商业地产信贷标准仍净收紧 6%，CRE 贷款需求净下降 4%；美国商业房地产银行贷款拖欠率 2026Q1 为 1.56%，较 2024Q1 的 1.21% 高，但远低于 GFC 峰值 ([9]；[10])。美国上市 REIT 2026Q1 固定利率债务占比 89.3%、平均债务期限 5.9 年，说明大型平台有较强缓冲；私人和单体物业无法被这一资本结构代表 ([7])。

当前最重要的结构分化是质量。全球办公室总空置率仍高，但美国新交付预计 2026 年下降 60%，欧洲新供应预计为 2011 年以来最低，日本、新加坡和韩国也在部分市场收紧；与此同时，首尔 Q2 新供应又把 Grade A 空置率推升至 6.6% ([8]；[49])。因此未来 12—24 个月更可能看到“优质/可改造资产改善，低效/高杠杆资产持续出清”，而不是所有物业同步复苏。

12.2 未来 12—24 个月展望

基准判断是：全球持有运营资产的租赁现金流总体维持温和增长或稳定，交易量继续从 2023—2025 低位恢复，新供给受高建设成本和此前融资收紧约束，支持核心城市优质资产的出租率和租金；但长期利率、债务到期、办公室功能性淘汰和能效改造使资产价值恢复慢于经营现金流。对 GISR 2 而言，这一基准并不构成等级变化，只强化“较低整体结构性风险 + 高个体分化”的特征。

上行因素包括长期融资成本进一步下降、交易价格发现恢复、新供给持续低于需求、白领就业/办公室回归强于预期、零售和物流的结构需求持续，以及住宅供给受约束。下行因素包括长端利率再次显著上升、主要经济体衰退、办公企业缩减面积、租户破产增加、保险退出、能源价格上升和能效法规带来的集中改造 Capex。最关键的不确定性不是单一 GDP 预测，而是“NOI 能否在债务到期前增长到足以吸收更高融资成本”。

第 13 章 情景分析与关键监测指标

13.1 情景分析

本报告不对情景赋予主观概率，也不编造统一的行业利润降幅。情景的作用是建立触发条件和风险路径，供 GlobalCheck 在企业层面结合物业类型、地理、LTV、ICR、债务到期和租户结构使用。

表 11 未来 12—24 个月行业情景框架

情景	触发条件	需求/租金	利润与现金流	资本开支	融资/估值	企业分化	可能持续时间
基准	经济温和增长；长端利率高位但不失序；新供给受限	优质住宅/物流/零售稳定；办公温和恢复且质量分化	NOI 温和增长；费用与利息侵蚀部分增量	维护和能效改造保持高位	交易继续恢复；高杠杆再融资仍需补权益	低杠杆/优质资产领先	12—24 个月
温和下行	GDP 放缓、长端利率上升或风险溢价扩大；企业延后租赁	有效租金放缓、空置上升；办公最敏感	NOI 承压，租户改善和免租增加；FCF 下降	可延后项目推迟，必要改造仍发生	cap rate 上行；再融资 LTV 下降、处置增加	高杠杆、集中到期、二级办公明显弱化	约 4—8 个季度
严重压力	衰退 + 长端利率/信用利差冲击 + 银行/NBFI 同步收紧，叠加灾害或保险冲击	多物业需求下降、租户违约和空置上升	NOI 与现金收租同步下滑，利息与维修成本刚性	Capex 被迫削减但灾害/法规支出不可延后	资产价值快速下调、equity gap、强制出售和违约上升	私人高杠杆、单一资产/租户、弱区位受损最大	1—3 年，信用修复更久
上行情景	融资成本下降快于预期；交易与租赁需求同时走强；供给继续受限	核心租金加速、空置下降	NOI/FCF 改善，租户激励下降	改造与收购意愿上升	cap rate 压缩、再融资可得性改善	资本充足平台可加速并购/收购	12—24 个月

13.2 关键监测指标

监测框架应避免重复统计市场规模，而聚焦能在信用恶化前出现拐点的变量。下列指标中，租赁与运营指标优先用于判断现金流，价格/交易指标用于判断抵押品与流动性，融资指标用于判断能否跨越债务到期，政策/能效和保险指标用于识别长期资产搁浅。

表 12 GlobalCheck 房地产持有与运营行业监测指标

指标（英文）	定义	首选数据源	频率	预警方向	适用限制
Same-store NOI growth	可比物业 NOI 同比/环比变化	Nareit/公司法定披露	季度	持续转负=经营现金流恶化	样本定义会变化，不能跨公司无调整比较
Occupancy / vacancy	已出租面积或单元占可出租总量	公司、JLL/CBRE、官方城市统计	季度	空置率持续上升	physical/economic occupancy 口径不同
Effective rent / rent reversion	净有效租金或新旧租约变化	公司/专业市场数据	季度	转负且激励扩大	headline 与 net-effective 不可混

指标（英文）	定义	首选数据源	频率	预警方向	适用限制
Lease expiry / WALE	租约剩余期限及未来到期租金占比	公司年报/补充披露	季度/年度	集中到期+弱需求=预警	break clause 处理差异
CRE price index / cap rate	收益型地产价格或 NOI/ 价值	BIS/Fed/专业数据	月/季	价格下跌、cap rate 上升	国家、物业类型定义差异
Transaction volume	直接地产投资成交额	JLL/MSCI/CBRE	季度	持续低迷=价格发现/流动性弱	不是行业规模，广义资产可能超出 IR-031
LTV	净债务/资产价值或贷款/抵押品价值	公司/贷款披露	季度	上升接近契约/再融资阈值	市值/账面/公允价值口径不同
ICR / fixed-charge coverage	NOI/EBITDA 相对利息和固定支付	公司/银行	季度	下降=偿债缓冲收窄	分子定义差异
Debt maturity & fixed-rate share	未来 1—3 年到期比例、固定利率占比	公司/Nareit	季度	短期到期高、固定比例低	私人市场透明度不足
CRE bank delinquency	银行 CRE 贷款逾期/非应计占比	Fed/FDIC/EBA/ECB	季度	持续上升=信用链压力	口径宽于 IR-031，含开发/自用等
Office telework / utilization	远程办公比例、实际办公室使用率	BLS/工作场所调查	月/季	高位或上升=办公替代压力	国家间定义不可比
Construction / fit-out cost	建筑和租户改善成本指数	Eurostat/JLL	年/季	高于租金增长=改造回报恶化	与物业运营成本不等同
Energy performance / retrofit gap	EPC 等级、改造需求和法规阈值	EU/成员国/公司	年	低能效存量高且期限临近	全球法规不可比
Insurance cost / availability	保费、免赔额、non-renewal、保额缺口	保险监管/公司	年	保费急升或承保退出	商业地产全球可比数据缺口大
Tenant concentration / arrears	Top 租户租金占比与租金拖欠	公司法定披露	季度	集中上升或拖欠恶化	住宅分散组合与净租赁不可同阈值

13.3 GISR 变化触发条件

当前 GISR 仍维持 2 级。未来可能支持上调的长期触发包括：①远程办公/自动化导致多个主要市场的办公需求长期、广泛下降，而不再只是旧楼分化；②银行、债券和私人信贷长期收缩，使正常杠杆主体也难以跨越债务到期；③保险撤出或气候物理风险显著降低大范围资产的可融资性；④能效、租金或其他监管导致大量存量资产在经济上不可出租且改造回报不足；⑤全球主要物业类型出现长期供给过剩与 NOI 持续下行。上述条件必须具有跨周期、跨地区的结构性特征，不能由一两个季度交易下降触发。

可能支持下调的长期触发包括：私人市场系统性去杠杆、债务期限显著延长；现代化改造明显缩小低效存量；市场交易和融资在多轮周期中保持稳定；办公结构性需求不再恶化且旧楼退出速度足以恢复平衡；气候保险和韧性投资形成可持续的风险分担机制。由于 GISR 2 已经属于较低风险区间，进一步下调需要证明这些改善具有全球和长期性质，而不是仅发生在上市 REIT 或少数核心城市。

第 14 章 方法论、局限及使用说明

14.1 GISR 方法论定位

GlobalCheck 全球行业结构性风险等级 (Global Industry Structural Risk Level, GISR) 用于评价一个行业在跨周期、跨企业和跨地区条件下由商业模式、资产结构、需求、技术、政策和外部冲击共同形成的结构性风险。GISR 采用 1—6 级：1 级为很低结构性风险，2 级为较低结构性风险，3 级为中等结构性风险，4 级为较高结构性风险，5 级为高结构性风险，6 级为很高结构性风险。本报告对 IR-031 维持 GISR 2。GISR 不是单个企业信用评级，不等同于违约概率，也不构成投资建议、资产估值或国家风险评价。

14.2 行业映射与边界原则

企业最终适用本报告取决于主营业务和实际风险承担，而不是法律名称或单一工商代码。NAICS 5311、NACE 68.20 及 IAS 40 投资性房地产概念用于提高候选识别准确度，但对 REIT、综合地产集团、共享办公、学生/老年住房等边界主体仍需穿透底层资产、收入来源、服务强度和风险承担。[1][2][3] 数据中心、通信塔、酒店运营、开发销售、第三方物业管理和地产金融等风险画像按本报告边界排除。

14.3 数据口径与主要局限

- 全球不存在一个同时覆盖企业出租经营收入、私人非雇主业主、底层资产穿透并排除自有住房虚拟租金的统一权威 M1 全球市场规模。报告因此将 M1 经营活动、M2 资产存量代理和 M3 资本市场代理分开使用，不进行加总。
- 全球租金、空置率、资本化率和交易量的高质量长序列较多集中在商业数据库。报告仅使用公开网页、监管机构再发布数据或公司法定披露中可复核的数值，不复制受限制的专有图表。
- 私人单体业主、基金 SPV 和非上市组合的杠杆、债务到期和保险成本透明度明显低于上市 REIT，因此上市样本只能作为披露充分的大型主体参照，不能代表行业总体。
- occupancy、same-store NOI、rent reversion、WALE/WALT 等指标的公司定义存在差异；公司样本均保留原始定义和期间，不做未经调整的横向排名。
- 办公 prime/non-prime、气候保险可得性以及部分新兴市场的长期可比数据仍不充分，因此相关结论以重点城市、监管研究和方向性证据表达，不构造缺乏基础的全球平均值。
- 部分公司最新财务披露时间晚于其他样本。表 4 明确保留各公司数据期；例如 Vonovia 使用 2026Q1 可稳定核验数据，不将不同报告期指标作为同期市场比较。

14.4 当前景气、情景与使用限制

结构性风险与当前景气度必须分开解释。报告中的当前状态截至 2026 年 8 月 8 日，未来 12—24 个月情景为条件式行业研究框架，不赋予主观概率，也不等同于企业盈利预测。数据可能因官方修订、汇率、会计政策和统计分类调整发生变化。企业层面使用时还需结合资产质量、租户结构、杠杆、流动性、国家/城市风险及治理因素独立判断。

第 15 章 参考资料

参考资料仅保留最终正文和图表实际使用来源；编号按正文首次出现顺序确定。访问日期均为 2026 年 8 月 8 日。

15.1 国际组织与官方统计

[1] U.S. Census Bureau. 2022 NAICS — 5311 Lessors of Real Estate 及 531110/531120/53131 交叉引用. 2022 分类；页面更新 2026-07-28. <https://www.census.gov/naics/?details=5311&input=5311&year=2022>；访问日期：2026-08-08。

[4] U.S. Census Bureau. Quarterly Selected Services Estimates, First Quarter 2026. 2026-06-11；2024Q4—2026Q1. <https://www.census.gov/services/qss/qss-current.pdf>；访问日期：2026-08-08。

[13] Eurostat. NACE — Statistical classification of economic activities. 2025 起适用 Rev.2.1. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/nace>；访问日期：2026-08-08。

[15] U.S. Census Bureau. 2023 Business Patterns profile — NAICS 5311. 2023；发布 2025/26. https://data.census.gov/profile/5311_-_Lessors_of_real_estate?codeset=naics~5311；访问日期：2026-08-08。

[17] Eurostat. Businesses in the real estate activities sector. 发布页 / 文件更新 2026；数据 2022. <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/SEPDF/cache/10094.pdf>；访问日期：2026-08-08。

[19] Bank for International Settlements. Residential property price statistics, Q4 2025. 2026-05-28；2025Q4. https://www.bis.org/statistics/pp_residential_2605.htm；访问日期：2026-08-08。

[30] OECD. Housing Prices indicator / Analytical House Price Indicators. 当前页面；可按月 / 季更新. <https://www.oecd.org/en/data/indicators/housing-prices.html>；访问日期：2026-08-08。

[38] Eurostat. Residential buildings construction price +48% since 2015 / sts_copi_a. 2026-06-25；2015-2025. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/wdn-20260625-1>；访问日期：2026-08-08。

[44] U.S. Bureau of Labor Statistics. Table A-42: People at work by telework status. 2026-07；2026 年 6 月. <https://www.bls.gov/web/empsit/cpseaa42.htm>；访问日期：2026-08-08。

[47] National Bureau of Statistics of China. Investment in Real Estate Development from January to June 2026. 2026-07-16；2026H1. https://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202607/t20260717_1964157.html；访问日期：2026-08-08。

[50] Urban Redevelopment Authority of Singapore. Release of 2nd Quarter 2026 real estate statistics. 2026-07-24；2026Q2. <https://www.ura.gov.sg/news/media/pr26-57/>；访问日期：2026-08-08。

15.2 政府、监管与标准机构

[2] European Union / EUR-Lex. NACE Rev.2.1 classification, Section M / 68.20. 综合文本 2025-01-01；Rev.2.1. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02006R1893-20250101>；访问日期：2026-08-08。

[3] IFRS Foundation. IAS 40 Investment Property. 现行准则. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-40-investment-property/>；访问日期：2026-08-08。

[5] Federal Reserve Board. Financial Stability Report — May 2026. 2026-05 ; 价格数据至 2026-02. <https://www.federalreserve.gov/publications/2026-may-financial-stability-report-accessibility-tables.htm>; 访问日期: 2026-08-08。

[6] European Central Bank. Financial Stability Review — May 2026. 2026-05 ; 主要数据至 2025Q4. <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202605~50566915a7.en.html>; 访问日期: 2026-08-08。

[9] European Central Bank. The euro area bank lending survey — Second quarter of 2026. 2026-07-21; 2026Q2/H1. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2026q2~baa6b60429.en.html; 访问日期: 2026-08-08。

[10] Federal Reserve Board. Charge-Off and Delinquency Rates on Loans and Leases at Commercial Banks. 更新 2026-05-19; 1985-2026Q1. <https://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/delallsa.htm>; 访问日期: 2026-08-08。

[11] European Union / EUR-Lex. Directive (EU) 2024/1275 on the energy performance of buildings — consolidated. 2024; 综合至 2026-05-24. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02024L1275-20260524>; 访问日期: 2026-08-08。

[12] U.S. Department of Justice. U.S. and Plaintiff States v. RealPage, Inc. / 2025—2026 enforcement updates. 2024—2026; 更新至 2026-07. <https://www.justice.gov/atr/case/us-and-plaintiff-states-v-realpage-inc>; 访问日期: 2026-08-08。

[20] Hong Kong SFC. Key Regulatory Requirements for Real Estate Investment Trusts. 当前页面. <https://www.sfc.hk/en/Regulatory-functions/Products/Real-estate-investment-trusts/Key-regulatory-requirements>; 访问日期: 2026-08-08。

[35] IFRS Foundation. IFRS 16 Leases — issued standard / lessor accounting. 现行准则; 2019 起生效. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>; 访问日期: 2026-08-08。

[39] Federal Reserve Board. Monitoring High Credit Growth: The Link Between Local Deposits and CRE Lending. 2026-05-01; 债务截至 2024、样本 2015-2024. <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/monitoring-high-credit-growth-the-link-between-local-deposits-and-cre-lending-20260501.html>; 访问日期: 2026-08-08。

[40] FDIC. Quarterly Banking Profile — Q1 2026. 2026-05-27 ; 2026Q1. <https://www.fdic.gov/quarterly-banking-profile/quarterly-banking-profile-q1-2026>; 访问日期: 2026-08-08。

[41] European Banking Authority. Risk Assessment Report — June 2026. 2026-06 ; 主要至 2025/Q1 2026. <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/publications/risk-assessment-report-june-2026>; 访问日期: 2026-08-08。

[43] EIOPA. Climate insurance protection gaps: a demand-side challenge. 2026-03-25 ; 损失 1980-2024. https://www.eiopa.europa.eu/publications/climate-insurance-protection-gaps-demand-side-challenge_en; 访问日期: 2026-08-08。

[46] U.S. Treasury, Federal Insurance Office. Homeowners Insurance Costs Rising, Availability Declining.... 2025-01-16 ; 2018-2022. <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2791>; 访问日期: 2026-08-08。

15.3 行业协会与专业组织

[7] Nareit. REIT Industry Tracker Q1 2026. 2026Q1. <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/report/nareit-reit-industry-tracker>; 访问日期: 2026-08-08。

[14] Nareit. Global REITs / REITs by the Numbers. 截至 2024. <https://www.reit.com/investing/global-real-estate-investment>; 访问日期: 2026-08-08。

[16] INREV / ANREV / NCREIF. Fund Manager Survey 2026. 2026-06-09/10 ; 数据 2025 年末 . <https://www.inrev.org/news/inrev-news/global-real-estate-aum-increased-57-ending-three-year-period-decline>; 访问日期: 2026-08-08。

[26] INREV / ANREV / NCREIF. Fund Manager Survey 2022. 发布 2022 ; 数据 2021 年末 . <https://www.inrev.org/news/press/global-real-estate-aum-reaches-record-eu41-trillion>; 访问日期: 2026-08-08。

[27] INREV / ANREV / NCREIF. Fund Manager Survey 2023. 发布 2023 ; 数据 2022 年末 . <https://www.inrev.org/news/press/global-real-estate-aum-reaches-eu39-trillion>; 访问日期: 2026-08-08。

[28] INREV / ANREV / NCREIF. Fund Manager Survey 2024. 发布 2024 ; 数据 2023 年末 . <https://www.inrev.org/news/press/global-real-estate-aum-falls-eu37-trillion>; 访问日期: 2026-08-08。

[29] INREV / ANREV / NCREIF. Fund Manager Survey 2025. 2025-06-03 ; 数据 2024 年末 . <https://www.inrev.org/news/inrev-news/global-real-estate-aum-falls-third-consecutive-year>; 访问日期: 2026-08-08。

[31] Nareit. Office REIT sector data. 2026Q1. <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors/office>; 访问日期: 2026-08-08

[32] Nareit. Retail REIT sector data. 2026Q1. <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors/retail>; 访问日期: 2026-08-08

[33] Nareit. Industrial REIT sector data. 2026Q1. <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors/industrial>; 访问日期: 2026-08-08。

[34] Nareit. Residential REIT performance / sector data. 2026Q1. <https://www.reit.com/news/articles/residential-reit-performance-remains-positive-balance-sheets-show-discipline>; 访问日期: 2026-08-08。

[37] Nareit. REITs Report 21.7% Decline in Earnings in Second Quarter 2020. 2020 ; 2020Q2. <https://www.reit.com/news/blog/nareit-media/reits-report-217-decline-earnings-second-quarter-2020>; 访问日期: 2026-08-08。

[42] Nareit. REIT Earnings Rose 24.6% in 2021, Exceed Pre-Pandemic Levels. 2022 ; 2021Q4/FY2021. <https://www.reit.com/news/blog/media/reit-earnings-rose-246-2021-exceed-pre-pandemic-levels>; 访问日期: 2026-08-08。

15.4 公司法定或正式披露

[21] Prologis / SEC. Q2 2026 Results — Exhibit 99.2. 2026-07 ; 季度截至 2026-06-30. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1045609/000119312526305416/pld-ex99_2.htm; 访问日期: 2026-08-08。

[22] AvalonBay Communities. Q2 2026 Results. 2026-07 ; 季度截至 2026-06-30. <https://investors.avalonbay.com/news-events/press-releases/detail/443/avalonbay-communities-inc-provides-q2-2026->

[results-increases-same-store-outlook-and-suspends-eps-ffo-and-core-ffo-outlook-due-to-proposed-merger](#)；访问日期：2026-08-08。

[23] Simon Property Group. Q1 2026 Results. 2026-05-11；季度截至 2026-03-31. <https://investors.simon.com/news-releases/news-release-details/simonr-reports-first-quarter-2026-results-increases-full-year>；访问日期：2026-08-08。

[24] Link REIT. Annual Results FY2025/26. 2026；年度截至 2026-03-31. <https://www.linkreit.com/en/media/news-releases/link-announces-annual-results-back-to-basics-and-a-focus-on-unitholders>；访问日期：2026-08-08。

[25] Vonovia. Q1 2026 Factsheet / Results. 2026-05；2026Q1. <https://report.vonovia.com/2026/q1/en/factsheet>；访问日期：2026-08-08。

15.5 学术与专业研究

[8] JLL. Global Real Estate Perspective, August 2026. 2026-08-03；2026Q2/H1. <https://www.jll.com/en-us/insights/market-perspectives/global>；访问日期：2026-08-08。

[18] NBER. Work From Home and the Office Real Estate Apocalypse. 2022-09. <https://www.nber.org/papers/w30526>；访问日期：2026-08-08。

[36] JLL. Global Office Fit-Out Costs Guide 2026. 2026-04-16；Q4 2025/2026 预算. <https://www.jll.com/en-ca/guides/global-office-fit-out-costs-guide>；访问日期：2026-08-08。

[45] JLL. KSA Office Market Dynamics, Q1 2026. 2026-05-07；2026Q1. <https://www.jll.com/en-sa/insights/market-dynamics/ksa-office>；访问日期：2026-08-08。

[48] CBRE. 2026 Asia Pacific Real Estate Outlook. 2026-02-23；2026 outlook. <https://www.cbre.com/press-releases/cbre-2026-apac-real-estate-outlook-investment-activity-set-to-increase>；访问日期：2026-08-08。

[49] JLL Korea. Seoul Office Market Trends for Q2 2026. 2026-07-28；2026Q2. <https://www.jll.com/ko-kr/newsroom/seoul-office-market-trends-for-q2-2026>；访问日期：2026-08-08。

[51] JLL. Latin America office market regains momentum, Brazil leads absorption. 2026-01-14；2024H2-2025H1. <https://www.jll.com/en-us/insights/latam-office-market-regains-momentum-brazil-leads-absorption>；访问日期：2026-08-08。

[52] JLL. South Africa investment report 2025/2026. 2026-03-23；2025. <https://www.jll.com/en-us/insights/south-africa-investment-report>；访问日期：2026-08-08。

[53] CBRE. Pacific Real Estate Market Outlook 2026. 2026-01-27；2026 outlook. <https://www.cbre.com/insights/reports/pacific-real-estate-market-outlook-2026>；访问日期：2026-08-08。