长城财富保险资管-另类投资市场分析报告

（2025 年三季度）

【摘要】

1、 **金融产品市场：** 2025 年以来，受央行调控、股市持续上涨等因素影响，10 年期国债收益率呈现较大波动，非标市场受监管要求趋严、企业融资需求不旺、发行市场竞争激烈等因素影响，优质高评级的非标收益率仍处于下行态势，部分非标最低投资收益率已降至近 2.30%。2025 年 4 月以来，中美关税谈判虽取得一定成果，但美方关税政策反复，仍存在较大不确定性，对国内经济发展带来较多不确定影响。2025 年 9 月，美联储降息 25 个基点，根据市场预期，年内仍有降息可能，国内 9 月 LPR 虽未作调整，但四季度仍具备降准降息的条件。从资产配置角度来看，市场整体仍处于“资产荒”的状态，大多机构处于资产欠配状态。叠加多重因素影响，非标融资渠道的融资成本难以在短期内实现扭转，预计 2025 年非标金融产品的收益率易下难上。

2、 **公募 REITs 市场：**三季度公募 REITs 市场遭遇了今年以来最大幅度最长周期的震荡回调，从 6 月 20 日算起截止 9 月底，中证 REITs 全收益指数最大回撤为 6.42%，其中 8 月份为单月跌幅最大的月份。目前 REITs 市场情绪偏弱，二级表现有偏离基本面的现象，不少基本面稳健或有利好数据支撑的 REITs 也出现持续回调情况。展望四季度，内外部扰动（如宏观经济及地缘政治不确定性等）或仍影响大类资产价格波动，REITs 或在波动中寻底，部分基本面稳健的标的二级市场估值已具备性价比。

3、 **不动产市场：**2025 年 1-8 月，国民经济运行总体平稳，受中美贸易和关税政策的不确定性，对国内经济发展带来较多不确定影响，对甲级写字楼市场的复苏也将产生一定的影响。从研究机构数据来看，2025 年三季度，一线城市甲级写字楼市场的延续以价换量，市场需求缓慢恢复，面对持续新增供应，市场继续承压。2025 年四季度仍将有大量的新增供应，存量项目去化难度较大，预计短期内仍将呈现以价换量的态势。

4、 **仓储物流市场：**2025 年第二季度，全国高标仓市场租金延续调整态势。受需求增长放缓和新增供应持续的影响，市场竞争日趋激烈。为了争取存量客户资源和有限的增量需求，业主采取较为激进的定价策略，包括加大租金优惠力度等。本季度多数城市平均租金录得负增长，其中空置率较高的城市租金下行压力更为显著。具体来看，空置率超过 25%的北京、上海、苏州、常熟、天津、嘉兴、廊坊等城市，租金同比跌幅普遍在 10%以上。区域市场分化特征显著，虽然二季度全国新增供应总量保持稳定，但各城市供应节奏差异导致空置率表现明显分化。持续的高供应与空置率攀升使多数城市仓储租金承压下行，预计年内市场去化压力将进一步加大，业主方或将加快调整价格策略以应对市场变化。

目 录

一、金融产品市场分析.....1
1、保债计划登记、缴款及收益率情况.....1
2、保债的主要交易对手情况.....2
3、保险债权投资计划的收益.....3
4、展望2025年四季度走势.....4
二、REITs市场分析.....6
1、公募REITs2025年Q3市场情况.....6
2、2025年Q2资产经营情况.....8
3、估值分析.....9
三、不动产市场分析.....10
1、2025年写字楼市场Q3动态.....10
2、2025年市场展望.....12
四、仓储物流市场分析.....14
1、2025年上半年市场整体情况.....14
2、市场供应分化显著，空置率表现各异.....15
3、竞争加剧推升租金下行压力，业主积极调整定价策略.....15
4、未来展望.....16

一、金融产品市场分析

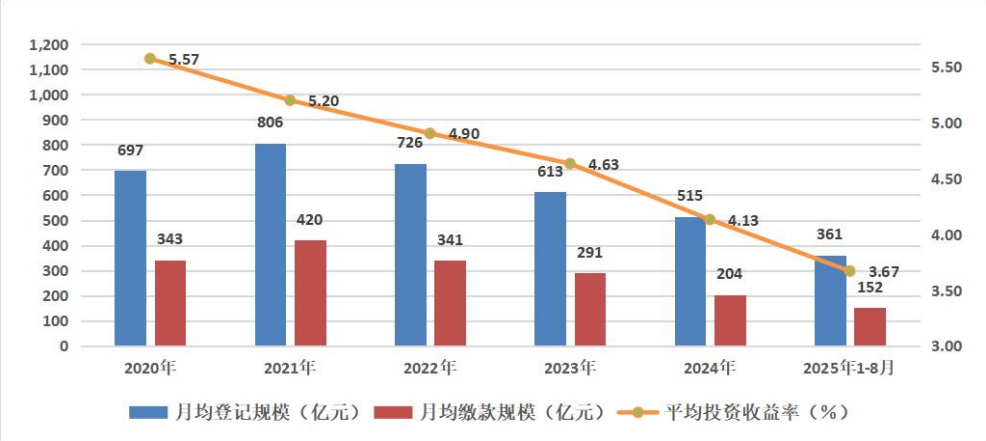
由于保险资金投资的金融产品以保债计划为主，我们以保债计划的市场运行情况进行分析。

1、保债计划登记、缴款及收益率情况

2020 年-2024 年，保债计划月均登记规模处于 460 亿元-810 亿元之间，月均缴款规模处于 200 亿元-420 亿元之间，月均缴款比例总体维持在 40%-50%左右，2024 年月均缴款比例降至 40%，处于较低水平。从投资收益率来看，月均投资收益率呈显著下行趋势。

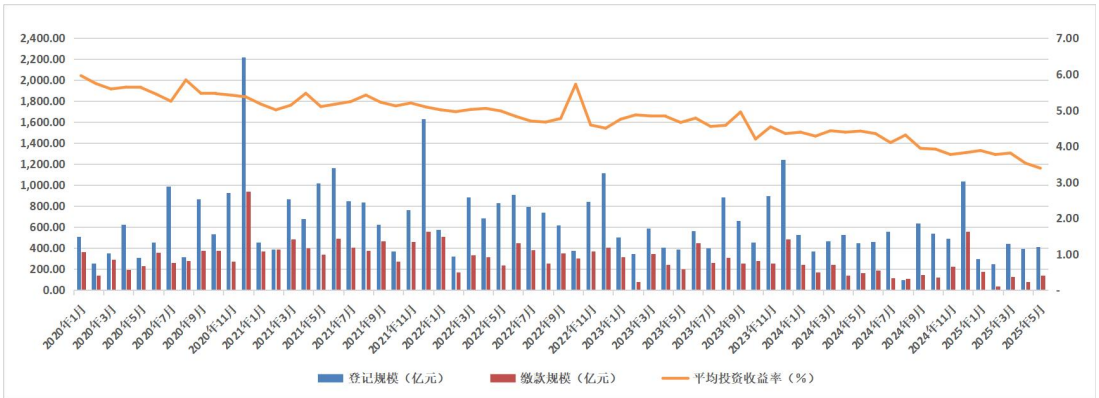
2025 年 1-8 月，保债计划月均登记规模与缴款规模同比大幅下降，月均投资收益率下跌趋势仍未改善。

2020 年-2025 年 8 月保债计划月均登记、缴款及收益率情况



（数据来源：保险资管业协会，长城财富保险资管整理）

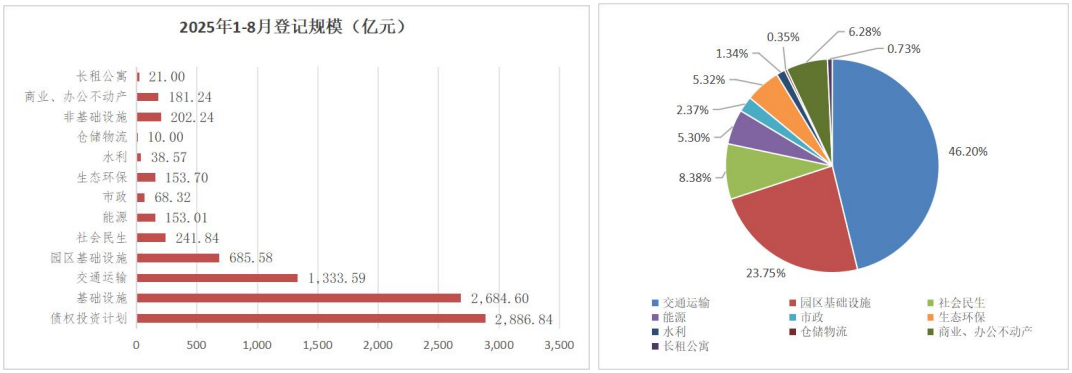
2020 年-2025 年 8 月保债计划登记、缴款及收益率明细



（数据来源：保险资管业协会，长城财富保险资管整理）

从保债计划投资行业分布来看，2025 年 1-8 月，投资项目为基础设施的占比 93%，其中交通运输、园区基础设施、社会民生三大类合计占比 78%。

2025 年 1-8 月保债计划投资行业分布情况



（数据来源：保险资管业协会，长城财富保险资管整理）

从近年来投资行业对比来看，市政、交通、商业不动产一直以来都是保债计划投资的重点行业。2025 年行业结构有所调整，主要是 2024 年开始单独统计了园区基础设施、社会民生行业。

2020 年-2025 年 8 月保债计划投资行业分布对比

	2020 年占比	2021 年占比	2022 年占比	2023 年占比	2024 年占比	2025 年 1-8 月占比
市政	19.60%	27.72%	25.99%	29.58%	2.77%	2.37%
交通	32.16%	30.42%	36.78%	32.74%	44.02%	46.20%
商业不动产	16.40%	23.86%	22.82%	17.55%	11.05%	6.28%
能源	23.91%	13.12%	9.06%	7.55%	7.70%	5.30%
水利	3.26%	1.85%	3.04%	3.68%	2.11%	1.34%
其他	4.67%	3.04%	2.32%	8.90%	32.35%	38.52%
合计	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**

（数据来源：保险资管业协会，长城财富保险资管整理）

2、保债的主要交易对手情况

据协会披露的数据，截至 2025 年 8 月，近 12 个月登记保债计划规模前十大交易对手如下：

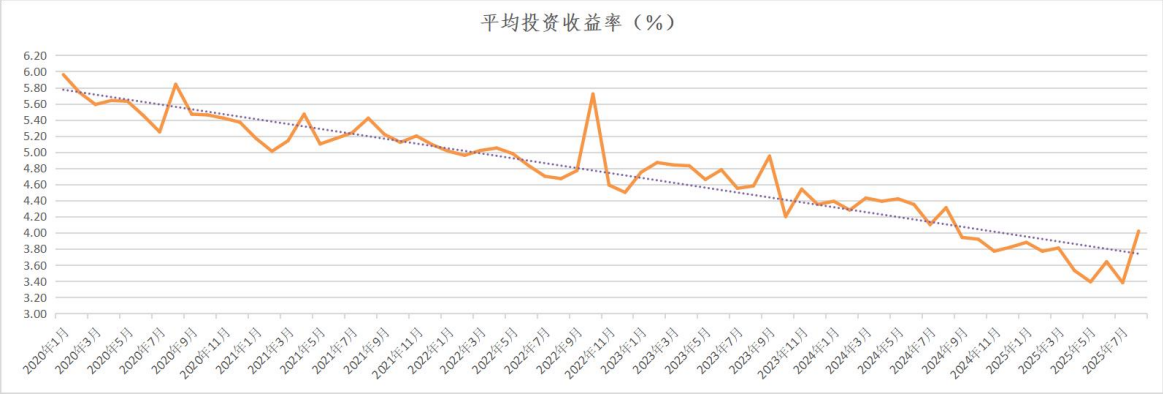
序号	交易对手	截至 2025 年 5 月排名
1	合肥市建设投资控股（集团）有限公司	1
2	四川发展（控股）有限责任公司	5
3	成都轨道交通集团有限公司	3
4	河钢集团有限公司	
5	郑州发展投资集团有限公司	
6	武汉地铁集团有限公司	10
7	河南交通投资集团有限公司	6

8	山东高速集团有限公司	
9	珠海交通控股集团有限公司	8
10	中国保利集团有限公司	9

（数据来源：保险资管业协会，长城财富保险资管整理）

3、保险债权投资计划的收益

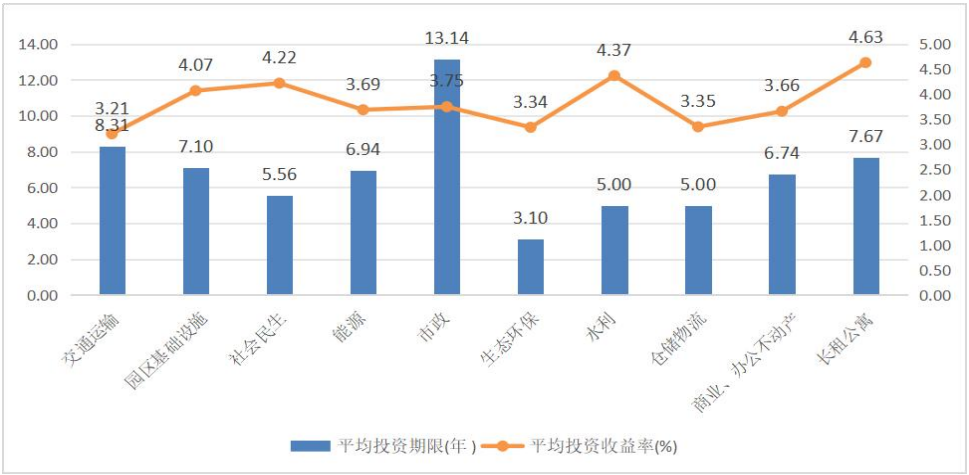
2020 年-2025 年 8 月，保债计划的登记的平均投资收益率呈显著下行趋势，2025 年 8 月保债计划登记平均收益率为 4.02%，环比有所回升。



（数据来源：保险资管业协会，长城财富保险资管整理）

从投资期限来看，2025 年 1-8 月登记保债计划的期限仍以中长期为主，整体平均期限为 7.34 年，市政、交通运输等平均期限在 8 年以上；对比不同行业的平均收益率来看，园区基础设施、社会民生、水利、长租公寓平均收益率相对略高于综合平均收益率，交通运输、生态环保、仓储等平均收益率相对低于综合平均收益率。

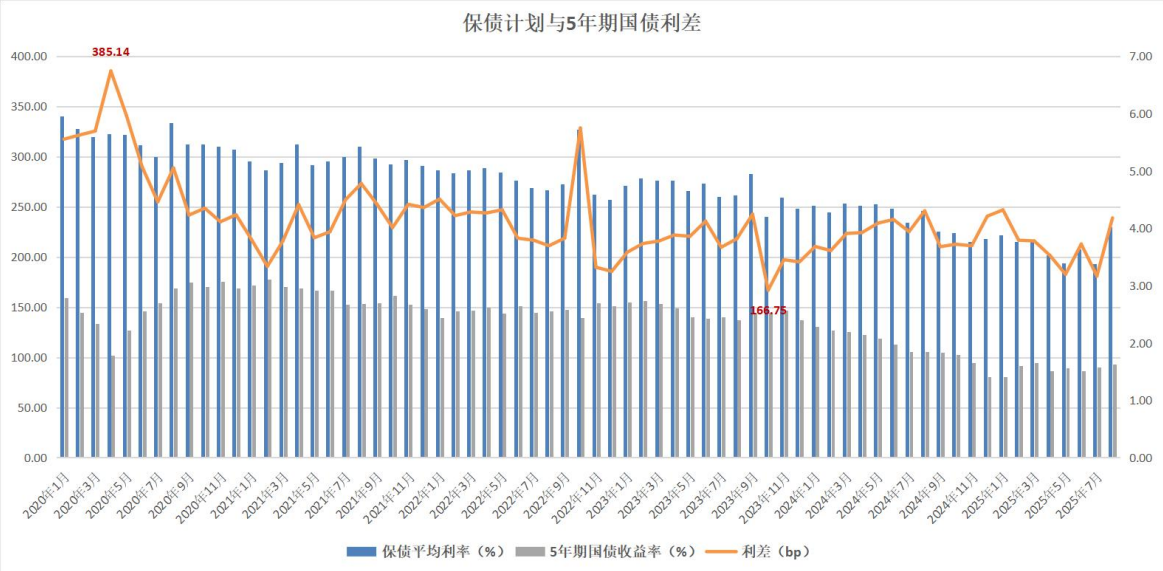
2025 年 1-8 月保债计划各行业期限及投资收益率情况



（数据来源：保险资管业协会，长城财富保险资管整理）

利差方面，考虑到所有保债计划的平均投资期限，在此选取了中债 5 年期国债到期收益率作为比较基准，保债计划的利差处于持续收窄状态且保持在低位波动，受风险偏好降低，优质产品供不应求的影响，利差持续处于低位。

2024 年，受国债收益率下行影响，保债平均利率与 5 年期国债收益率利差略有攀升；2025 年 1-8 月，受国债收益率小幅波动影响，保债平均利率与 5 年期国债收益率利差有所波动。



（数据来源：保险资管业协会，wind，长城财富保险资管整理）

4、展望 2025 年四季度走势

2025 年前三季度，受央行调控等因素影响，10 年期国债收益率呈现较大波动，2025 年 1 月 6 日达到阶段性低点的 1.597%，3 月 18 日升至 1.89%，4 月 7 日降至 1.63%，此后二季度处于低位震荡；三季度回升至年内高点 1.90%。

虽然 10 年期国债收益率呈现了较大的波动，但非标市场受监管要求趋严、企业融资需求不旺、发行市场竞争激烈等因素影响，优质高评级的非标收益率仍处于下行态势，部分非标总成本中标利率已突破 2.40%，投资收益率履创新低。

2025 年 4 月 2 日，美国政府宣布实施所谓对等关税政策，对全球贸易发展影响巨大，随着中美关税谈判取得一定成果，对国内产业发展有一定积极影响，当年仍存在较大不确定性，对国内经济发展带来更多不确定影响。2025 年 9 月，美联储降息 25 个基点，根据市场预期，年内仍有降息可能。根据中央经济工作会议精神，2025 年将会采取更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节，虽然我国 9 月 LPR 未作调整，但四季度具备降准降息的条件。从资产配置角度

来看，市场整体仍处于“资产荒”的状态，大多机构处于资产欠配状态。叠加多重因素影响，非标融资渠道的融资成本难以在短期内实现扭转，预计 2025 年非标金融产品的收益率易下难上，同时，考虑到 10 年期国债收益率以及企业债收益率总体上行，以及 2025 年三季度股票市场表现较好，短期内保险资金持续降低收益率配置非标的难度较大，预计短期内非标产品的融资总成本下行空间有限。

二、REITs 市场分析

1、公募 REITs2025 年 Q3 市场情况

1）reits 市场总市值

截止三季度末，公募 REITs 市场共 75 只 REITs，合计总募集规模 2043.65 亿元（较年初增长 377.41 亿元，增幅达 22.65%），总市值 2209.8 亿元。按大类别看，产权类 REITs 总市值 1309.05 亿元，累计分红 67.17 亿元，经营权类 REITs 市值 900.75 亿元，累计分红 186.55 亿元。高速公路板块仍是 REITs 市值第一大类资产，总市值为 579.72 亿元，占总市值 26.23%。

（数据来源：中金研究）

2）市场表现

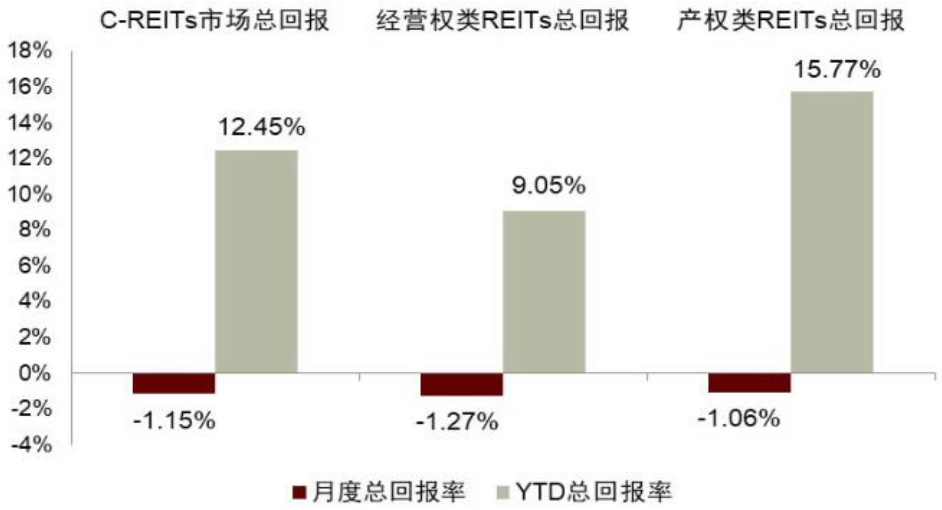
7 月，中证 REITs 全收益指数本月下跌 0.30%，价格指数下跌 0.70%；美国、新加坡和中国香港 REITs 总回报指数本月分别-0.98%、+2.61%、+4.22%。中证 REITs 全收益指数从 6 月 23 日盘中高点 1124.91 点位震荡下行，至 7 月 23 日盘中最低触及 1081.11（为 5 月 21 日以来最低），之后企稳反弹至月底收盘的 1102.15，收复近半失地。分板块来看，本月消费+4.35%、市政环保+0.08%、产业园-0.10%、仓储物流-0.34%、高速公路-0.58%、能源-1.92%、保租房-2.10%，消费板块月末反弹力度较大，保租房板块受长端利率上行影响本月跌幅较大。

中证 REITs 全收益指数 8 月上中下旬分别呈现震荡下行、放量下跌、企稳反弹走势，盘中最低触及 1050-1055 支撑位，月末收于 1073.33。分板块来看，数据中心板块（本月新增）收涨 36.55%、仓储物流-0.80%、能源-1.56%、高速公路-1.75%、

市政环保-1.92%、产业园-2.77%、消费-2.90%、保租房-5.45%，保租房板块受长端利率上行影响连续第二个月领跌且跌幅扩大。

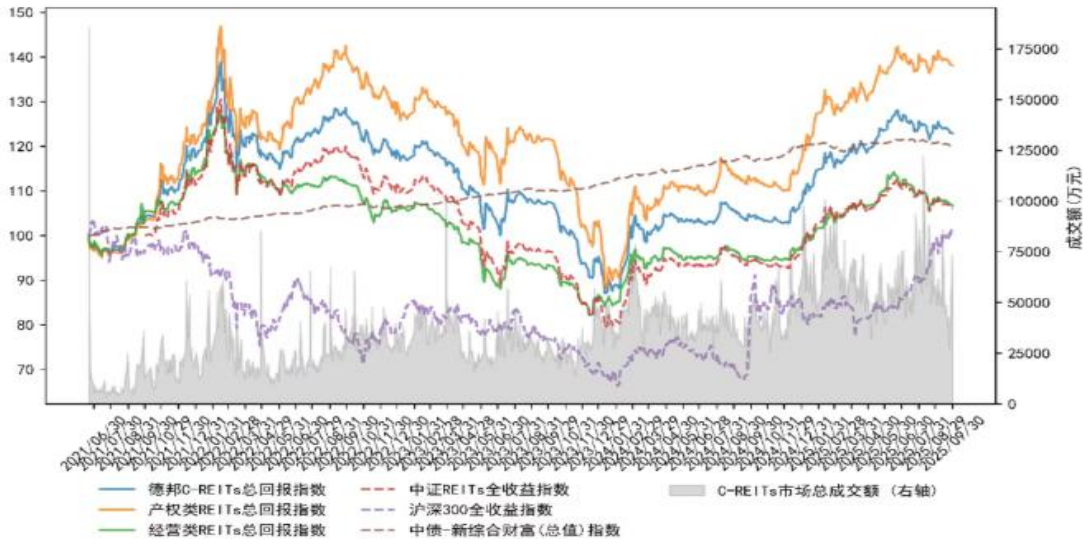
9 月市场缩量下行，连续第 3 个月收跌，但跌幅环比收窄。分板块来看，数据中心+0.05%、能源-0.23%、仓储物流-0.57%、保租房-0.97%、消费-1.17%、市政环保-1.30%、产业园-1.49%、高速公路-1.73%，数据中心作为下半年新增资产类型走势较为独立。

C-REITs 市场收益情况



（数据来源：中金研究）

自 2021 年 6 月 21 日以来 REITs 及主要股债指数走势情况



（数据来源：wind ，德邦资管）

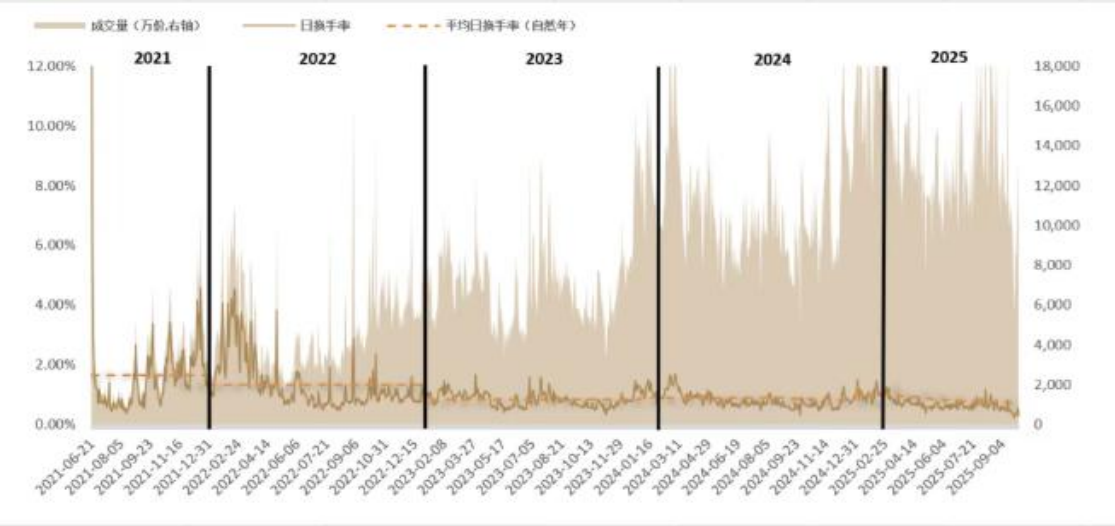
3）产品流动性方面

7 月市场整体成交活跃度连续第二个月略有修复，市场日均换手率 0.65%，环比上升 0.03ppt，本月全市场日均成交额 6.05 亿元（环比+6.8%），但剔除本月新发项目后为 5.61 亿元（环比-0.9%）。

8 月市场整体成交活跃度连续第三个月略有修复，市场日均换手率 0.70%，环比上升 0.05ppt，本月全市场日均成交额 6.96 亿元（环比+15%）。

9 月市场成交活跃度连续 3 个月略有修复后本月大幅下降，市场日均换手率 0.46%，环比下降 0.24ppt，本月全市场日均成交额 4.37 亿元（剔除新上市项目），环比下降 37%。

上市以来 C-REITS 市场换手率和成交量



（数据来源：中金点睛）

2、2025 年 Q2 资产经营情况

项目基本面波动分化，经营压力部分释放。1）产业园：产业园项目仍需时间去消化新增供给以及需求收缩带来的经营压力，最终达到新的“租金水平-出租率”平衡点。结构上，二线城市商务园区面临的竞争更为激烈。2）物流仓储：物流仓储项目二季度出租率维持高位（平均为 94.3%），租金水平虽普遍承压，但整体韧性好于我们预期。3）保租房：保租房为二季度收入波动最小的板块，出租率及租金水平整体保持稳定。行业层面，全国租金持续下行，一线城市相对抗跌，集中式房源跌幅低于个人租赁房源。4）消费：传统销售淡季背景下，6 单购物中心项目收入环比下滑 5.5%，联营占比较高项目季节性波动更为明显。中长期维度应审慎评估

项目经营增长前景。5）高速：路网变化带来的影响持续，高速项目表现分化明显；分客货来看，货车整体表现好于客车。6）市政环保：污水处理基本面稳健，垃圾发电处置量环比企稳，供热季节性特征凸显。7）能源：风资源改善，海风较为亮眼，表现好于燃气/水电，京能光伏电量下行明显但保理支撑分配表现。

二季度可供分配金额同环比均有所下滑。本季度可供分配金额实现情况随项目经营变化，出现同环比下滑（统计可比口径下，REITs 可供分配金额同比下滑 3.1%，环比下滑 5.4%），部分项目通过调整项平滑可供分配压力。可比口径下，板块可供分配同比表现排序来看，消费>保租房>高速＞仓储物流>产业园>能源＞市政环保。

3、估值分析

估值方面，随着三季度 REITs 市场继续回落，整体 P/NAV 持续走低，市场平均 P/NAV 从二季度末的 1.32 回落至 1.28，REITs 整体估值水平有所压降，但整体上所有板块估值倍数尚大于 1。分板块看，数据中心板块、保障房板块、消费板块、环保能源板块、产业园板块、高速公路板块、仓储物流板块分别为 1.63 倍、1.45 倍（前值 1.62 倍）、1.44 倍（前值 1.50 倍）、1.49 倍（前值 1.42 倍）、1.19 倍（前值 1.20 倍）、1.1 倍（前值 1.17 倍）、1.17 倍（前值 1.20 倍）。

三、不动产市场分析

1、2025 年写字楼市场 Q3 动态

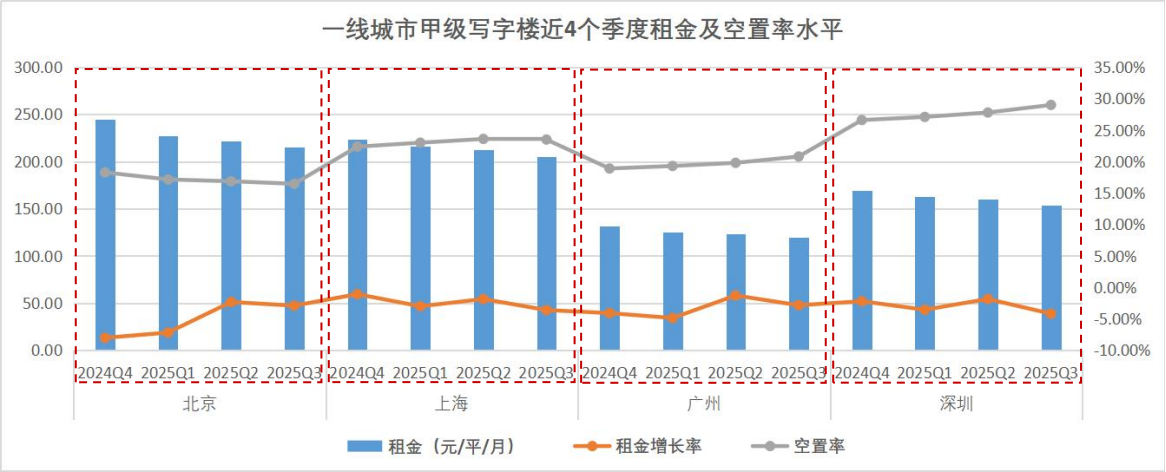
根据国家统计局数据，2025 年 1-8 月，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%。8 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.4%，企业生产经营活动预期指数为 53.7%。1-8 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.9%，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 0.5%。2025 年 9 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，环比上升 0.4 个百分点，制造业景气水平继续改善。

总体来看，2025 年 1-8 月份，国民经济运行总体平稳，转型升级稳步推进，高质量发展取得新成效。同时，外部环境不稳定不确定因素较多，我国经济运行仍面临不少风险挑战。

从研究机构数据来看，2025 年三季度，一线城市甲级写字楼市场的延续以价换量，市场需求缓慢恢复，空置率仍维持历史较高水平。

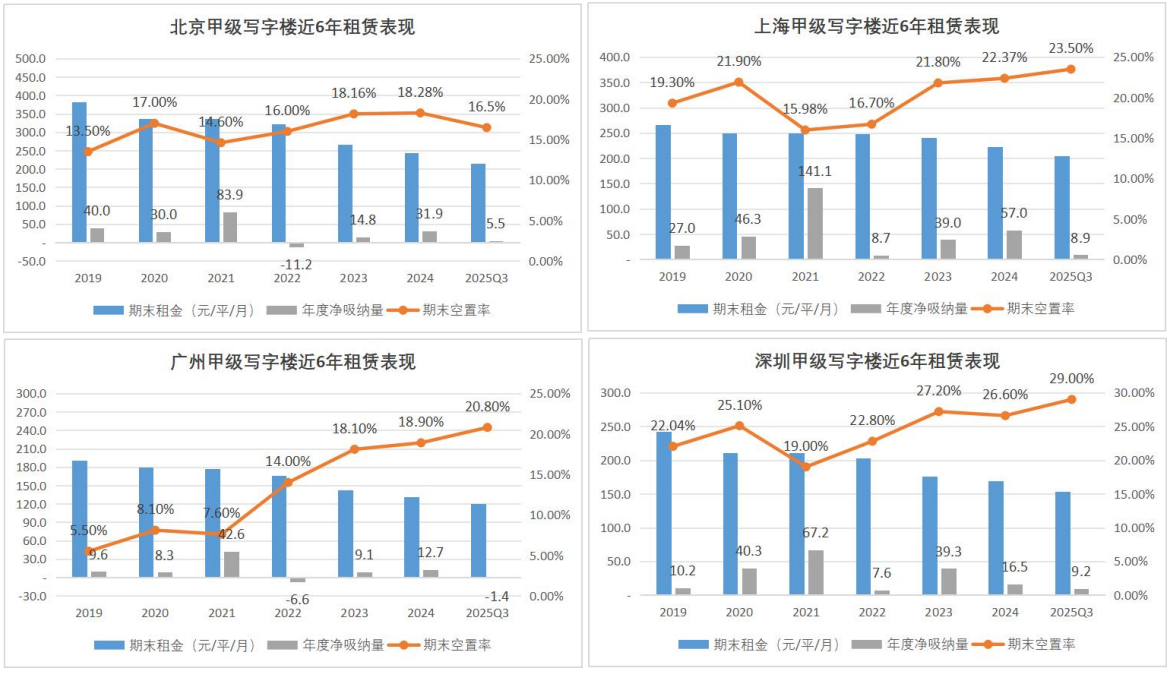
一线城市甲级写字楼 2025 年 Q3 租赁情况：

- **租金水平：**一线城市甲级写字楼延续以价换量，四大一线城市甲级写字楼租金水平继续下行，平均降幅 3.38%，环比有所扩大。
- **空置率：**一线城市甲级写字楼空置率仍处于较高水平，四大一线城市平均空置率超过 22%，其中北京和上海市场甲级写字楼空置率小幅下降，市场表现有所好转；广州、深圳整体空置率仍表现为上升态势，均创历史新高。
- **净吸纳量：**一线城市甲级写字楼净吸纳量环比表现有所提升，随着以价换量持续实施，进一步带动市场租赁去化。



（数据来源：戴德梁行，长城财富保险资管整理）

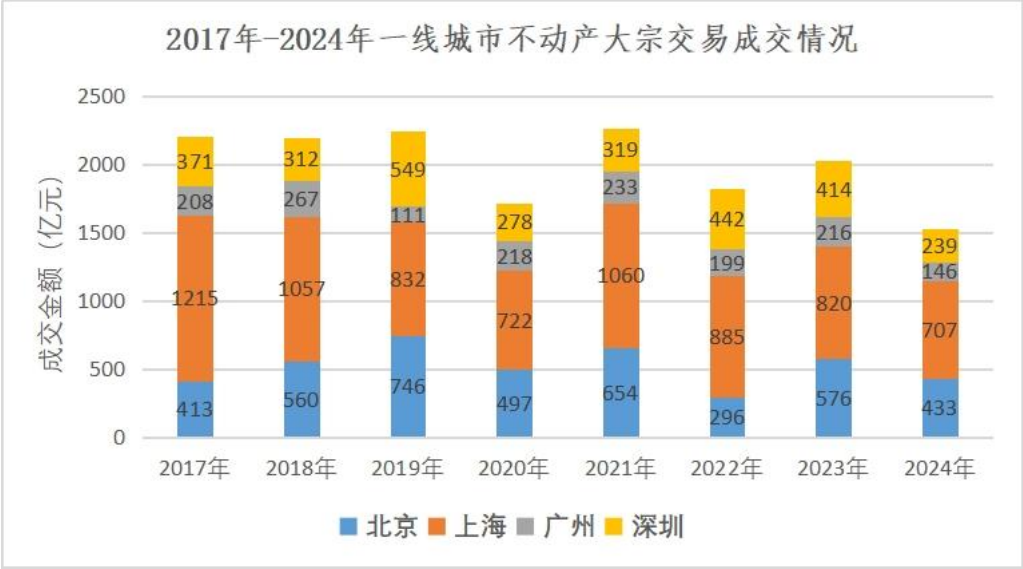
从近六年数据来看，国内一线城市甲级写字楼租金单价持续下跌，创近六年来新低；空置率方面处于近六年来相对较高水平运行，其中北京市场空置率改善显著；从净吸纳量来看，北京、上海、广州三城的净吸纳量自 2022 年以来保持小幅增长态势、深圳的净吸纳量呈显著波动。



（数据来源：戴德梁行，长城财富保险资管整理）

一线城市不动产大宗交易情况：

根据戴德梁行统计数据，2024 年，一线城市不动产大宗交易成交金额 1525 亿元，同比减少 24.73%。



（数据来源：戴德梁行，长城财富保险资管整理）

根据高力国际统计数据，2025 年上半年，全国商业地产大宗交易成交 140 宗，成交金额 687 亿元，同比大幅下降。大宗交易资产类型主要为办公、物流/厂房、公寓/酒店、零售、综合体、商务园区。以上海市场为例来看，2025 年上半年上海市场成交金额 258 亿元，其中典型案例为上海博华广场，业态为办公，成交标的为博华广场 50%股权，成交面积 15.37 万方，卖方为外资美国汉斯及阿布扎比投资局，买方为中邮保险（50%）及阿布扎比投资局（40%）联合投资的基金。

根据市场分析，2025 年三季度，一线城市商办市场大宗交易将迎来企稳回升，以上海市场为例，戴德梁行统计数据显示，上海大宗交易市场在外资阶段性离场的背景下，以内资力量为核心引擎推升大宗交易，143.6 亿元的单季成交额环比增长 67%。

2、2025 年市场展望

2025 年 1-8 月，国民经济运行总体平稳，转型升级稳步推进，高质量发展取得新成效。同时，受中美贸易和关税存在较大不确定性的背景下，对国内经济发展带来较多不确定影响，对甲级写字楼市场的复苏也将产生一定的影响。

从2025年三季度一线城市甲级写字楼市场表现来看，租金单价持续下滑，整体空置率攀升，2025年四季度仍将有新增供应，存量项目的去化难度较大，预计2025年四季度将延续以价换量的态势。

- **北京**

2025年四季度，北京甲级写字楼市场暂无新增供应入市，以价换量的去化策略影响下，租金持续下降，出租率有所改善。未来三年，将会有大量新增供应，对存量市场有一定影响。

- **上海**

2025年四季度，上海市场预计有3个项目竣备交付，共计26万方新增供应量，对存量市场租赁去化带来一定压力。

- **广州**

2025年四季度至2028年，广州市场将持续有新增供应入市，且体量较大，其中主要位于国际金融城和琶洲，全市甲级写字楼空置率仍有上升压力，租金单价预计仍将继续下行。

- **深圳**

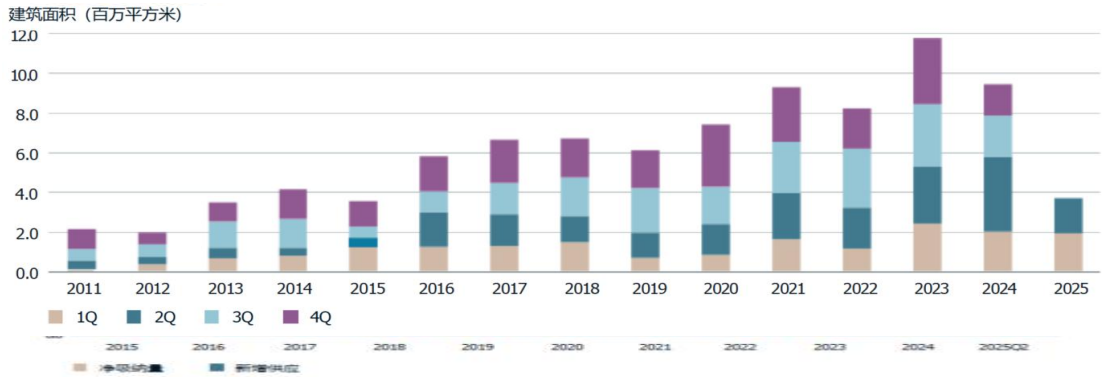
2025年四季度以及2026年，深圳市场将持续有新增供应入市，整体去化压力较大。从区域来看，福田、南山科技园净吸纳量保持良好水平，出租率趋于稳定，其他趋于空置率较高，去化压力较大。

四、仓储物流市场分析

1、2025 年上半年市场整体情况

2025 年上半年，尽管消费信心尚未完全恢复，中国社会消费品零售总额仍实现 5%的同比增长，带动物流地产需求温和回暖。二季度消费同比增速虽较一季度有所提升，但整体复苏动能仍显不足，呈现出消费升级与性价比需求并存的结构性特征。其中，家具、家电及通讯器材等非时效性商品消费恢复较为明显，线上消费渗透率持续提升带动快递业务量保持近 20%的同比增长，促进了国内电商平台与第三方物流企业的租赁需求回升。与此同时，跨境电商企业基于全球战略调整，普遍放缓了国内仓储扩张步伐。

非保税物流地产新增供应及净吸纳量



（数据来源：仲量联行研究部）

2025 年二季度，中国物流仓储市场延续了低位复苏态势。本季度追踪的 21 个主要物流市场数据显示，当季实现净吸纳量约 190 万平方米，虽然同比显著回落，但仍小幅超越 179 万平方米的新增供应量。在各类促消费政策推动下，消费逐步恢复带动了第三方物流企业和国内电商平台的仓储需求回暖，同时企业降本驱动的搬迁需求也成为租赁市场的重要支撑。值得注意的是，跨境电商因全球业务战略调整放缓了国内仓储扩张计划，尤其在华南地区的仓储租赁需求出现回调。

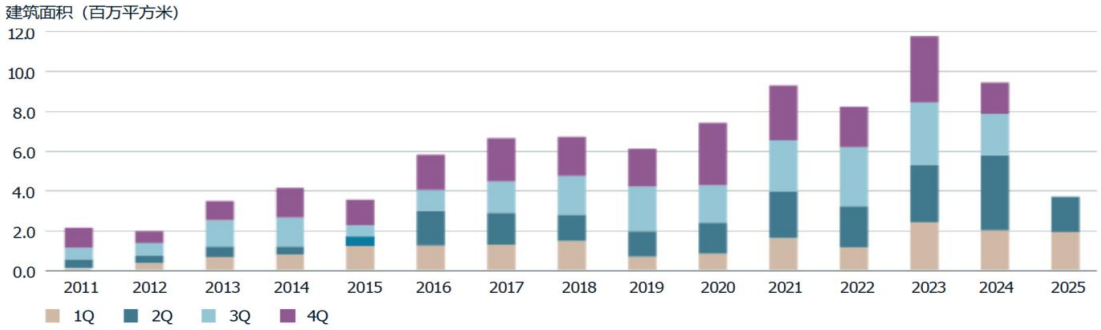
区域市场分化格局持续深化：华北地区租赁活动以成本导向型外迁为主，部分北京成熟子市场的租户向平谷、廊坊等租金洼地转移；华东地区需求相对稳定，主要由寻求降本的租户驱动；华南地区需求主力重回国内电商和第三方物流企业；华西地区则因消费升级和迭代趋势，二级及以上能效家电、数码产品及汽车等升级类商品产业链的仓储需求显著提升，推动当地物流地产市场持续整合与发展。

2、市场供应分化显著，空置率表现各异

1）非保税物流地产供应量

2025 年第二季度，全国物流地产市场供应端呈现整体稳定与区域分化并存的格局，合计新增供应总量约 179 万平方米。其中，上海和北京继续面临供应压力，空置率保持高位；佛山和惠州单季供应量均突破 40 万平方米，但凭借良好的预租去化表现，两地空置率均维持在合理区间；成都虽迎来较大规模新增供应，但在消费类需求支撑下空置率保持稳定。总体而言，本季度多数城市新增供应压力相对可控，空置率呈现温和改善趋势。

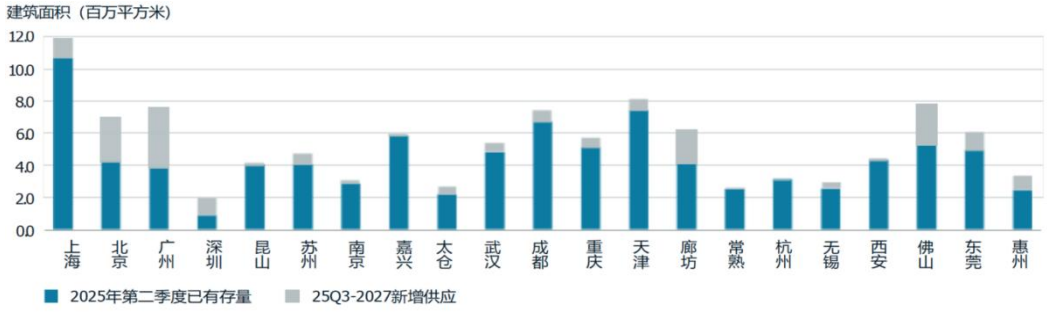
非保税物流地产供应量



（数据来源：仲量联行研究部）

2）非保税物流地产现有存量和预测总量

非保税物流地产现有存量和预测总量



（数据来源：仲量联行研究部）

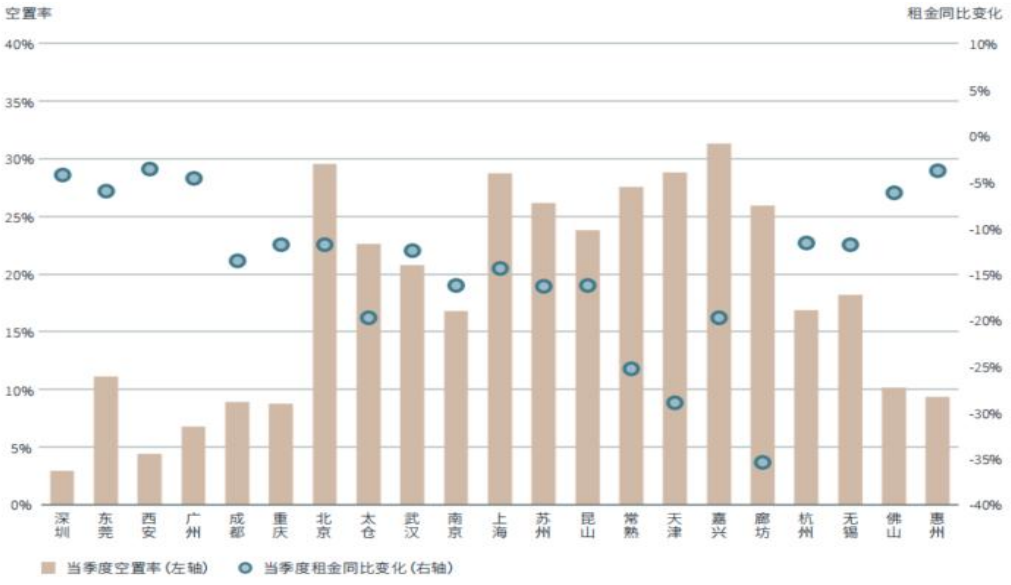
3、竞争加剧推升租金下行压力，业主积极调整定价策略

2025 年第二季度，全国高标仓市场租金延续调整态势。受需求增长放缓和新增供应持续的影响，市场竞争日趋激烈。为了争取存量客户资源和有限的增量需求，

业主采取较为激进的定价策略，包括加大租金优惠力度等。追踪的主要市场中，本季度多数城市平均租金录得负增长，其中空置率较高的城市租金下行压力更为显著。具体来看，空置率超过25%的北京、上海、苏州、常熟、天津、嘉兴、廊坊等城市，租金同比跌幅普遍在10%以上。

短期内，中国物流地产市场仍面临多重挑战。租户成本控制意识持续增强，需求端复苏动能相对不足，加之新增供应集中入市，预计市场整体空置率将继续承压。在此背景下，业主方或将延续灵活的租赁策略，通过租金调整、延长免租期等多元举措应对市场波动，提升项目竞争力。不过，随着新增供应逐步被吸纳、空置率见顶回落，以及区域市场差异化发展的显现，部分城市租金有望在2026年下半年率先实现企稳回升。

2025年二季度非保税物流地产空置率和租金同比变化



数据来源：仲联量行

4、未来展望

区域市场分化特征显著，虽然二季度全国新增供应总量保持稳定，但各城市供应节奏差异导致空置率表现明显分化。持续的高供应与空置率攀升使多数城市仓储租金承压下行，预计年内市场去化压力将进一步加大，业主方或将加快调整价格策略以应对市场变化。