



热点研究

当前我国公募 REITs 市场分析与展望

我国基础设施 REITs 市场运行已满两年，发行规模接近千亿，进入“常态化发行+扩募”双轮驱动发展阶段。今年上半年 REITs 二级市场呈现持续下行态势，多只产品跌破首发价，市场情绪悲观，不过 7 月以来有好转迹象。本文对今年以来 REITs 市场表现进行回顾和分析，就市场一些特性问题提出思考，并对未来市场发展和投资进行展望。

一、今年以来我国 REITs 市场回顾

（一）政策支持力度持续加强

我国 REITs 的相关政策框架体系已基本成型且日趋成熟。顶层设计层面，发改委、证监会不断总结实践经验，持续优化制度细节，积极拓展资产覆盖类型；上市交易层面，沪深交易所及时出台相关业务指引，进一步规范 REITs 产品在上市发售、交易、扩募等各环节的操作细节；配套支持层面，银保监会、财政部、税务总局等相关部门也已相继发布政策通知，在资金端、税收等方面给予支持。

今年以来，监管又相继出台了一系列积极政策，进一步推动制度优化和市场发展。2 月，发改委发文将 REITs 资产端扩容至消费类基础设施，分类调整项目收益率和资产规模要求，细化回收资金的使用要求，提升项目申报推荐效率，推进常态化发行；发改体系和证监体系多次发声，鼓励 REITs 产品创新，加大制度供给，支持民营企业参与 REITs 试点，引导社会资金入市；中国人民银行等部门继续鼓励运用 REITs 支持住房租赁企业发展；等等。

（二）一级市场：“常态化发行+扩募”双轮驱动发展

截至目前，我国公募 REITs 市场共有 28 只已发行上市的产品，其中今年上半年共上市 4 只新 REITs 产品，并有首批 4 单 REITs 完成扩募发售。在政策支持鼓励下，我国 REITs 市场已进入“常态化发行+扩募”双轮驱动发展阶段。

1、首发上市节奏放缓，配售结构与此前较为一致

相比 2022 年来看，今年 REITs 一级市场上新节奏有所放缓。首先从数量上来看，2022 年新上市产品共有 13 只，而今年截至目前完成上市的新产品仅有 4 只。其次，项目获批通过后到成功上市前的筹备周期有所延长，4 只新上市产品平均筹备周期为 55.25 个工作日，而 2022 年多数上市新品的筹备周期都小于 40 个工作日，最快的华夏北京保障房 REIT 仅 6 个工作日就完成了上市操作。持续低迷的二级市场表现及脆弱的市场情绪传导至一级市场，是上市节奏趋缓的主要原因。

从一级市场配售情况来看，今年新发 REITs 的首募投资者结构与此前项目情况大体相同，战略配售部分参与较多的仍为保险资金以及基金、证券的资管账户，网下认购主力仍为险资和机构自营。

2、首次扩募助力市场可持续发展，扩募资产总体质量较高

今年 6 月，四单 REITs 扩募份额正式于交易所上市，对我国 REITs 市场的可持续发展可谓意义重大。回顾本次扩募历程，REITs 扩募流程已较为清晰，可为市场后来者提供宝贵经验，流程主要包括：（1）基金管理人内部决策；（2）发改委申报推荐；（3）证监会准予注册；（4）交易所审核；（5）基金持有人大会通过；（6）扩募发售；等等。

本轮扩募资产质量总体较高，4 只产品扩募完成后现金分派率均有所提升，盐田港 REIT 与张江 REIT 扩募后估值也实现了小幅提升。不过，受到二级市场情绪不佳的影响，扩募发行认购热情较低，4 只产品每份额定价平均为基准日前 20 日均价的 0.91 倍（监管要求下限为 0.90 倍），除盐田港 REIT 外，其余三单产品均按 0.90 倍的底价发售。

（三）二级市场：上半年整体表现低迷，但积极信号已现

上半年 REITs 市场经历深度回调，自 2 月中下旬以来持续下探，7 月以来才有所回暖。上半年 REITs 加权指数累计下跌 19.11%，在股票、债券、商品等大类资产中的表现相对靠后。截至 6 月末，有 11 只 REITs 产品跌破首发价。上半年市场持续低迷的原因主要包括债市调整、部分底层资产业绩不达预期、市场流动性不足、机构投资者占比高且行为趋同等多重因素。

不过，近期市场的一些积极信号已开始显现。首先是 6 月以来，相关监管持续发声，引导社会资金进入 REITs 市场，持续助力市场发展。然后是 7 月 5 日晚，易方达、南方、天弘等多家基金管理人发布公告称，公司旗下部分 FOF 基金将公募 REITs 纳入投资范围。监管发声和 FOF 基金入场一方面提振市场信心，另一方面市场增量资金也有望缓解流动性不足的问题。另外，随着近期上市 REITs 半年报的发布，底层资产运营基本面表现出持续改善趋势。据统计，今年上半年多数 REITs 产品业绩超预期，仅 7 只产品营业收入不及预期，9 只产品可供分配金额完成率不及预期，主要是部分产业园区和高速公路项目。

二、关于一些 REITs 市场特性问题的讨论

（一）属性介于股和债之间

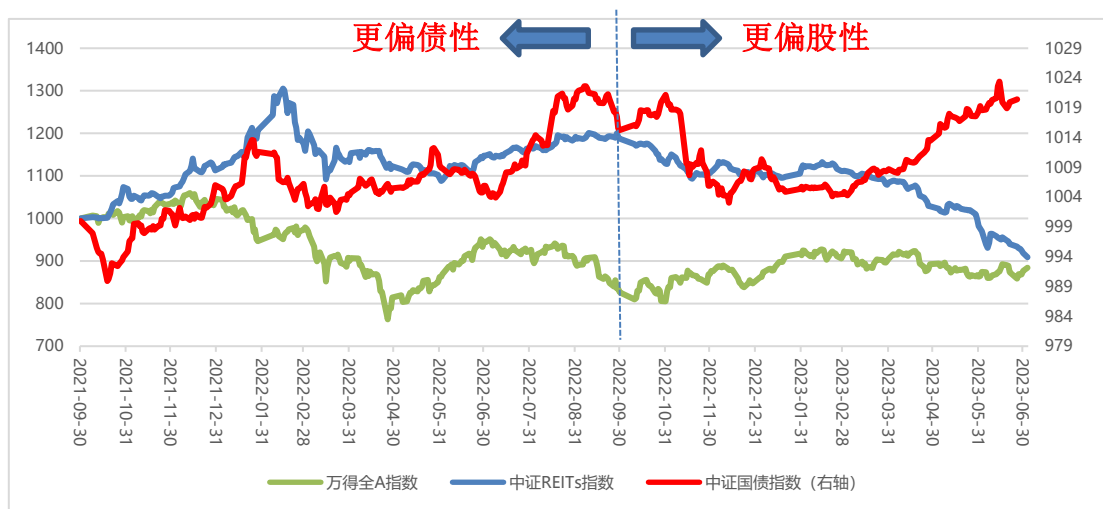
REITs 是兼具股性和债性的一类特殊产品。海外 REITs 市场与权益市场关联性更强。而在我国，市场前期普遍认为，由于 REITs 底层资产质量高、原始权益人资质强，REITs 将更具债性。市场前期的表现也确实如此，在 2022 年底之前，REITs 指数与中证国债指数和中证企业债指数的相关系数分别为 0.63 和 0.39，而与万得全 A 指数和沪深 300 指数的相关系数则分别为 -0.25 和 -0.31，表明 REITs 更偏债性。不过自今年以来，伴随着经济下行压力加大和弱复苏现实，REITs 更体现出股性，截至 7 月 3 日，REITs 指数与

万得全 A 指数和沪深 300 指数的相关系数达到 0.70 和 0.77，而与中证国债指数和中证企业债指数的相关系数为-0.96 和-0.87。

表 1：海外权益指数、债券指数、REITs 指数之间的相关系数

	标普 500 指数	纳斯达克综合指数	NAREIT 股票 REIT 总回报指数	美国美元高收益	美国国债指数
标普 500 指数	1				
纳斯达克综合指数	0.95	1			
NAREIT 股票 REIT 总回报指数	0.74	0.68	1		
美国美元高收益	0.73	0.71	0.72	1	
美国国债指数	-0.26	-0.25	-0.06	-0.21	1

数据来源：平安证券，截至 2022 年 5 月 31 日



数据来源：Wind，中诚信托投研部

图 1：2021 年 9 月 30 日-2023 年 7 月 3 日我国万得全 A 指数、
中证 REITs 指数和中证国债指数

表 2：我国 REITs 指数与权益指数、债券指数之间的相关系数

	2021. 09. 30-2022. 12. 31	2023. 01. 01-2023. 07. 03
REITs 指数	1	1
万得全 A 指数	-0.25	0.7
沪深 300 指数	-0.31	0.77
中证国债指数	0.63	-0.96
中证企业债指数	0.39	-0.87

数据来源：Wind，中诚信托投研部

（二）市场估值中枢尚未达成共识

国内公募 REITs 上市时间仅短短两年，可供参考的估值“锚”尚未形成。另外相较于传统的产权类 REITs，国内还存在经营权类 REITs 这一到期后资产价值归零的特殊产品类型。因此国内 REITs 估值体系更具本土特色且并不成熟。参考海外契约型 REITs 市场的运作经验，REITs 估值将受外部宏观环境、资产业态、项目基本面、管理方运营水平等多重因素影响。从国内市场运行经验来看，REITs 估值的变化逻辑除上述因素外，还受到二级市场交易价格以及交投情绪、市场流动性、扩募等要素的影响。

（三）市场流动性受限放大价格波动

公募 REITs 自 2022 年四季度以来整体进入持续性回调通道，伴随着二级市场价格持续下行，市场流动性问题更加凸显。2023 年以来市场换手率呈现底部震荡态势，大多时间市场换手率已不足 1%，同时 Amihud 指标（日均涨跌幅的绝对值/日均成交额）今年以来持续走强，且在 6 月初市场加速下跌阶段急剧拉升，表明彼时市场价格波动很可能是受少量资金的短期抛售行为所影响。阶段性供需失衡使市场流动性受限问题更加恶化，进一步放大了市场价格波动。一方面，REITs 发行后 60%-70% 的战略配售份额被锁定，导致市场流通盘较小，流通性不足。另一方面，现阶段二级市场投资者以机构为主且结构相对单一，增量资金不足，机构投资者行为趋同，更易形成市场“踩踏”。

三、展望市场未来发展和投资

（一）市场展望

经过两年多时间的发展，我国 REITs 市场已初具规模，市场环境日趋成熟，试点范围不断拓展，制度建设持续完善，表明基础设施 REITs 试点工作取得了阶段性成效。展望未来，国内 REITs 底层项目类型将持续丰富，投资者将更加多元，相关立法、信息披露、退市、税收优惠等各环节制度建设有望逐步完备，这些都将助推 REITs 市场良性可持续发展。当前 REITs 市场尚处于初级阶段，未来发展和改革红利仍较大且有待释放。受多重因素叠加影响，今年以来较为集中的风险暴露和出清，虽引发剧烈动荡，但也使市场重新回归理性和关注，进一步明晰 REITs 的价值定位，推动 REITs 发展进入新阶段。

（二）投资展望

市场短期趋势回调并不影响 REITs 的中长期投资价值。首先，随着经济发展逐渐回归正轨，底层资产基本面修复预期的确定性较高，披露的一二季报数据已反映出这个趋势，短期可关注市场企稳后的左侧布局机会。其次，当下 REITs 在各类资产中的配置投资价值逐渐显现。与固收类资产相比，REITs 收益性更突出。截至 6 月末，产权类 REITs 现金分配率和投资级企业债到期收益率的利差约为 83bp，处于 99.80% 分位数水平，与 AAA 级企业 ABS 的息差也持续走阔并来到历史最高值；经营权类 REITs 2023 年现金分

派率更是达到 9.6%。与权益市场相比，REITs 分红率更高、波动率更低。过去一年里，REITs 分红收益率达到 3.75%，高于沪深 300 的 2.98%，分项来看除保租房以外所有资产类型的 REITs 分红收益率均较高；REITs 平均波动率 16.01%，小于沪深 300 的 21.87%，体现出其风险相较于股票市场或更小。再者，FOF 等增量资金和更多优质资产的入市，也将带动市场活跃度的改善和估值的提升，促进市场良性循环和可持续发展。

执笔人：韩鸣飞