

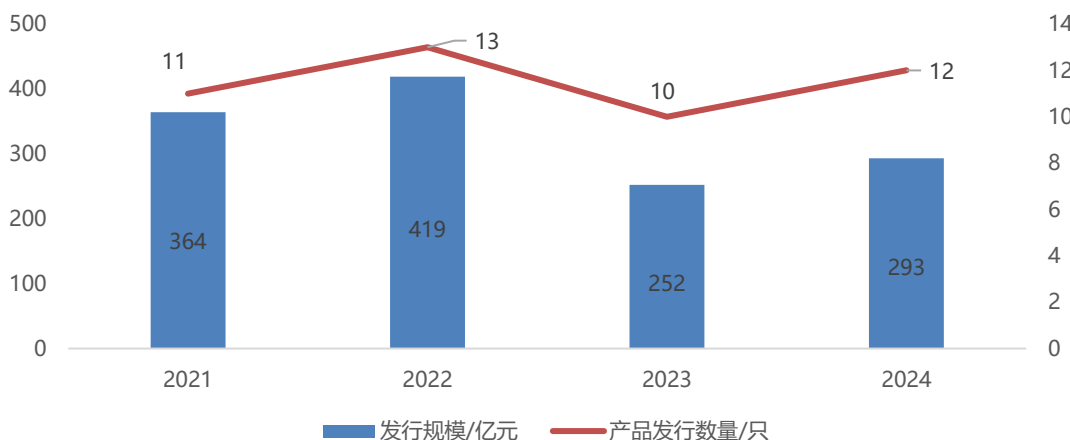
热点研究

关于当前 REITs 市场的一些思考

我国 REITs 试点运行至今，已初步建立并不断完善估值、管理、监管等工作体系。在政策框架和市场环境双重推动之下，REITs 步入常态化发行的新阶段，市场高质量扩容有望进一步提速。同时，我们注意到 REITs 底层资产经营面临着来自宏观、行业等层面的制约，且呈现出明显的分化态势。本文将聚焦当前 REITs 市场发展现状特征，对 REITs 资产配置和市场发展提出思考。

一、REITs 产品进入常态化发行新阶段

自 2021 年 6 月首批 REITs 上市以来，“首发+扩募”双轮模式推动市场规模持续提升。截至 8 月 28 日，我国上市 REITs 产品 41 只，市值规模超过 1200 亿元。7 月 26 日，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕1014 号）（以下简称“1014 号文”），标志着具有中国特色的基础设施 REITs 正式迈入常态化发行新阶段。事实上，今年以来 REITs 上市节奏明显加快。截至 8 月 28 日，今年已发行 12 只 REITs，发行规模合计达到 293 亿元，超过了 2023 年全年 252 亿（含扩募）的募集金额。并且，REITs 储备项目丰富，为市场持续扩容提供支撑。目前，沪深交易所共受理 21 单 REITs 储备项目，其中已获批 8 单，处于待发行状态。根据各公司公告及招标网站公开信息的不完全统计，REITs 潜在项目或超 200 只。

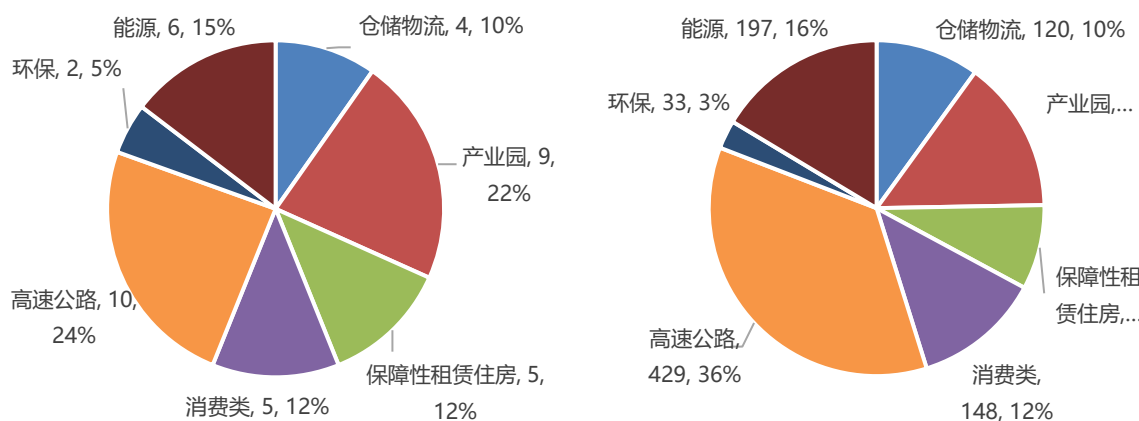


来源：Wind，中诚信托投资研究部整理，截至 2024 年 8 月 28 日

图 1：我国基础设施 REITs 历年发行数量和发行规模（含扩募）

二、REITs 底层资产品类进一步丰富

我国已上市 REITs 产品大体分为产权类 REITs 和经营权类 REITs，数量分别为 23 只和 18 只，市值规模分别为 543 亿元和 659 亿元。REITs 底层资产涵盖了产业园、仓储物流、保障性租赁住房、消费类、高速公路、能源及环保 7 大资产类型，其中高速公路、产业园、能源三类资产的 REITs 产品发行数量和规模最多，环保类 REITs 发行数量和规模最少。1014 号文对 REITs 底层资产范围进行了大幅拓宽，规定行业范围包括交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、新型基础设施、租赁住房、水利设施、文化旅游、消费、养老、其他等 13 大类，新增了文化旅游、水利及养老设施。同时，1014 号文也对各大类中的细分领域进行了拓展和优化，例如：能源领域新纳入“清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目”；租赁住房领域新增公租房、市场化租赁住房、园区配套租赁住房等项目；旅游景区标准从 5A 放宽至 4A；新增养老项目；园区、文化旅游以及消费基础设施领域满足相关要求的关联资产亦可纳入项目底层资产，如酒店、底商、商业办公等；等等。



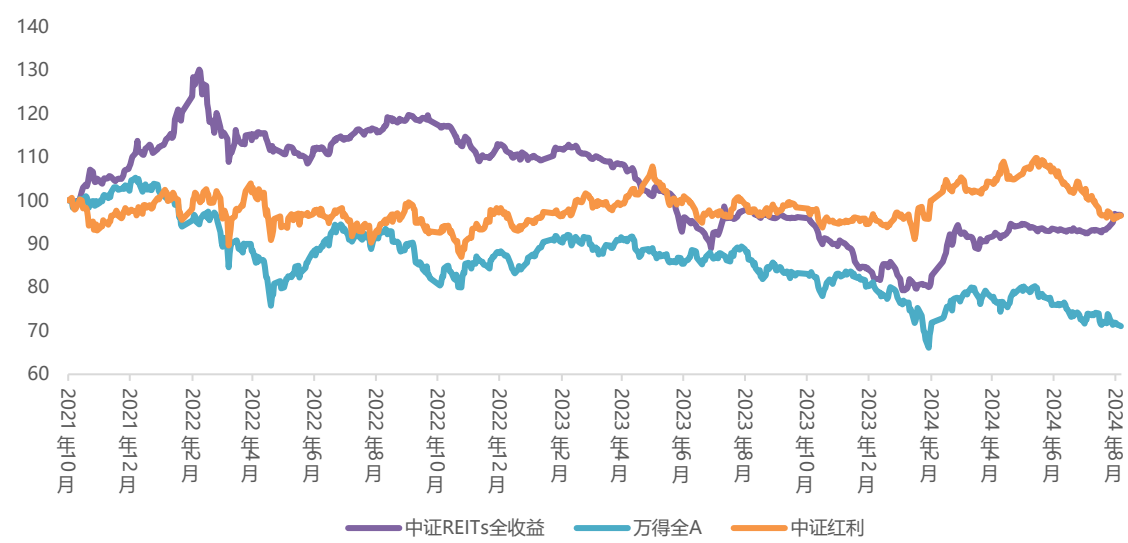
来源：Wind，中诚信托投研部整理

图 2：我国各类型 REITs 产品数量及占比（左图，单位：只，%）、规模及占比（右图，单位：亿元，%）

三、市场经历多轮调整

运行三年多时间以来，REITs 市值经历了多轮调整，市场对 REITs 产品特性有了更深入的理解。2023 年以前，REITs 市场基本经历了两轮大的上涨和下跌周期。这期间 REITs 市场的情绪相对良好、增量资金逐渐布局、基本面相对平稳，整体行情更多由估值驱动。2023 年初至 2024 年 2 月，受部分底层资产基本面不及预期（资产层面）、市场缺乏增量资金（资金层面）、投资者行为趋同（市场层面）等因素影响，叠加在低流动性环境下形成负反馈（日均换手率不足 1%）、部分个券禁售解除增加抛压、扩募规则下存在一定的估值博弈、个别负面舆情事件、权益市场持续走低等种种不利因素，REITs 市场迎来上市以来最长的调整周期。2024 年 2 月以来，底层资产基本面修复叠加

市场红利风格下，REITs 作为另类高分红资产配置性价比凸显，市场逐渐回暖。当前宏观经济弱复苏背景下，得益于交易结构、强制分红以及底层资产稳定经营等特性，REITs 可持续高分红的稀缺性正逐步得到市场的认可。



来源：Wind，中诚信托投资研究部整理

图 3：中证 REITs 全收益、万得全 A、中证红利指数对比（将各指数 2021 年 10 月 08 日的初值统一设为 100）

四、投资者结构趋多元化

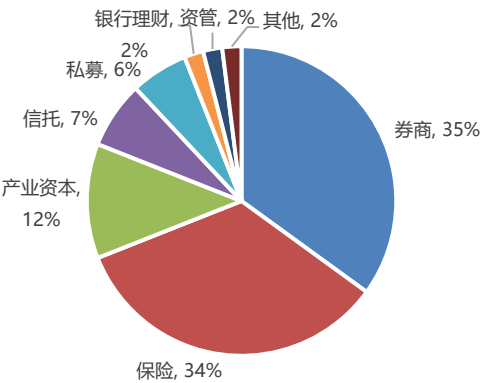
一直以来，REITs 的主要投资者以保险、券商、产业资本为主。保险资金与 REITs 长久期、稳定分红等特性高度契合。券商在现阶段 REITs 发行和存续期中承担财顾、做市商等诸多重要角色，同时通过自有资金深度参与 REITs 的一二级市场。产业资本通过 REITs 实现产融结合，同样具备长期资金属性。另外我们也观察到，伴随市场认知度和投资价值的逐渐提升，公募 FOF 及私募等自由度较高资金的参与热情正逐步提升。2023 年 7 月，FOF 基金开始将 REITs 纳入投资范围。截至 2024 年一季度末，共有 31 家公募基金披露拟参与 REITs 投资，可投资 REITs 的产品数量约 344 只，基金规模约 643.26 亿元；一季度末约有 10 家公募 FOF 持有 REITs 产品规模 4,365 万元。今年以来，信托公司开展 REITs 业务也愈发积极。例如，建元信托发行集合信托计划参与 REITs 战略配售；长安信托、交银国际信托等信托公司发行集合信托计划进行 REITs 投资；中铁信托助力京能集团发行绿色类 REITs 产品；等等。

表 1：2024 年一季度末公募 FOF 持有 REITs 市值情况

基金（FOF）	2024Q1REITs 持有公允价值/万元	占比
汇添富	2,648	60.7%
招商	1,268	29.0%
中欧	226	5.2%
兴证	129	3.0%

华夏	40	0.9%
天弘	21	0.5%
易方达	17	0.4%
富国	15	0.3%
南方	1	0.0%
万家	0	0.0%
总计	4,365	100.0%

来源：中金公司



来源：中金公司

图 4：2023 年末各投资主体持有 REITs 市值占比

五、关于 REITs 资产配置及市场发展的思考

（一）关注 REITs 产品的配置机会

“低利率+资产荒”背景下，REITs 作为高分红、风险适中、低相关性的资产，其配置价值依然较高。首先，经营稳健、业绩确定性高的 REITs 产品（如保障性租赁住房、环保等）仍是首选。若利率水平持续下行，此类高分红高确定性资产价值有望进一步提升。同时建议关注出现阶段性回调后的布局机会。其次，针对经营逐步企稳且具有一定韧性的项目（如部分产业园等），可关注在估值性价比较高时的配置机会。再者，建议积极关注目前市场存在预期差同时运管能力突出的项目（如部分消费基础设施等）。

（二）政策优化助推 REITs 高质量扩容

发改委 7 月 26 日发布的 1014 号文对 REITs 项目发行规则进行大幅优化，保障 REITs 高质量快速扩容。一方面，通过拓展行业范围、简化申报程序及放松部分项目审核条件要求（如放松对未来三年项目收益率的限制、可扩募资产要求、回收资金用途约束，不再对企业内部决策做判断等），全面推动 REITs 的常态化发行，市场扩容进程有望提速。另一方面，通过压实各方责任、明确“退回”制度，保障项目申报的规范性和严

谨性。此外，通过设定项目未来 EBITD 或经营性净现金流的增长率上限和 PPP 项目补贴上限，确保项目自身具备较成熟的商业属性，从而保证上市项目质量。

（三）REITs 发展有利于存量资产的估值和盘活

参考海外经验，REITs 通常创设于经济下行周期，目的是为实体资产提供融资和风险缓释的解决方案。当前我国宏观经济增速趋缓，房企、地方政府等主体陷入流动性困境，客观上为 REITs 市场扩容发展提供了一定条件。扩充底层资产业态范围有望为资产运营方（特别是新纳入业态的资产运营方）带来资产重估的机会；宏观利率下行为 REITs 资产估值提供支撑；放松回收资金用途等约束，房企、地方政府等运营主体或可通过向 REITs 让渡基础设施项目权益，提前回收资金用于项目建设、偿债等，进而缓解压力度过危机。

执笔人：韩鸣飞

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。