



公募REITs策略专题

从Beta到Alpha的配置体系构建

分析师：赵 佳 执业编号：S1130524070003

分析师：田露露 执业编号：S1130521110001

国金证券金融产品研究部

国内公募REITs上市运作至今已有四年，全市场REITs数量接近70只、市场规模趋近两千亿关口、底层资产类型扩充至10个大类，已逐步成为资产配置环节中不容忽视的组成部分；2025年以来，低利率格局凸显，在资金寻求收益增厚、进行泛红利投资的诉求下，REITs资产关注度明显提升，一级打新胜率走高叠加二级市场交投情绪高涨持续催化REITs系统性行情。本篇报告回顾梳理了一、二级市场重要变化以及市场投资者结构、资产评估、分红等维度，并出于跟踪二级市场结构性机会的目的，创新性提出观察不同行业REITs投资拥挤度变化以及行业轮动情况的指标；在策略部分，立足于自上而下视角，从择时到标的选择对REITs配置体系进行了再梳理，为尚未入市的投资者提供相应参考。

□ 市场回顾

一级市场方面，REITs常态化发行阶段已开启，业态共荣之下扩容增量处于进行时状态；新发项目受益于二级市场赚钱效应回暖，认购价格高于询价下限的幅度扩大至11%，网下中签率不足1%进一步凸显抢配热度。二级市场方面，市场风险偏好以及债市收益率走势成为2025年以来影响REITs贝塔行情的关键变量，二级市场走势与纯债及红利资产的比价效应有所增强；行业板块层面，本文构建的拥挤度及行业轮动速度等指标显示，上半年保障房、环保水务/市政类交易拥挤度更为明显，而行业平均轮动速度有小幅下降，主要系消费、保障房持续走出独立行情所致，但5月中下旬以来，轮动速度快慢互现，单一行业行情持续性有限。

□ 从Beta到Alpha的配置体系构建

➤ Beta收益之择时

择时部分重点落脚于如何确定REITs仓位中枢以及如何判断短期择时信号两个维度，中枢的确定对于多资产组合运作是首要问题，本文主要借助风险平价理念，根据模型推导得到的结果来看，对于REITs+纯债的组合，REITs仓位约为8%-9%，对于股票+REITs+纯债的组合，三类资产仓位约为5%-10%-85%。在短期择时信号的判断上，由于REITs底层资产运营特征相对稳定，在短期择时方面参考基本面等中低频指标的意义有限，本文主要从资产比价以及估值面、情绪面纵向点位两个维度构建可参考的择时指标，从当前各类指标呈现的状态来看，整体指向中性偏谨慎信号，近期已看到市场出现回调，下半年行情演绎仍需观察分子端的修复情况以及分母端利率下行空间是否开启。

➤ Alpha收益之标的选择

本文根据底层资产现金流特征，将存量REITs划分为稳定类及周期类，并在每类下提出相应的择券指标，其中对于保租房、环保水务、能源电力、水利及供热设施等稳定类板块，由于影响分母端现金流的参数变动可控，在择券时需重点关注估值比价情况；对于消费、产业园区、仓储及高速公路等周期类板块，需结合中高频指标判断行业所处周期以及基本面修复信号，且择券更需自下而上视角；同时本文延续此前报告中对于量化视角的探索，进一步扩充指标、寻找更为有效的因子作为主观择券的补充。此外，在Alpha收益获取部分，本文还针对网下打新进行收益及胜率的测算，并从后视镜视角寻找提升胜率的线索。

风险提示：政策调整风险、项目运营风险、流动性风险、估值波动风险、基金治理风险。

注：基金相关信息及数据仅作为基金研究使用，不作为募集材料或者宣传材料；本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。

目录

01

回顾：聚焦2024年以来一二级市场变化

02

解析：年度评估、投资者结构、分红梳理

03

策略：从Beta到Alpha的配置体系构建

01 回顾： 聚焦2024年以来一二级市场变化

1.1

一级市场：常态化发行+多样化业态，扩容增量进行时

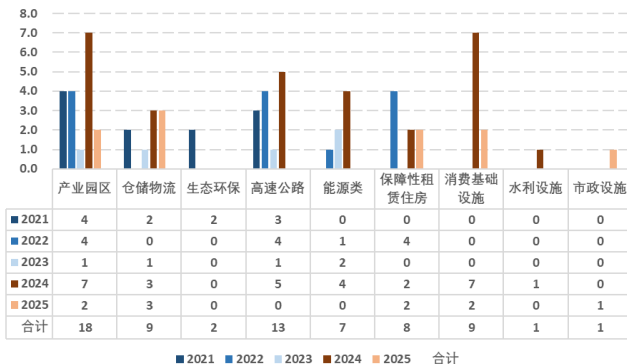


➤ “1014号文”开启REITs常态化发行阶段，业态共荣下市场规模趋近两千亿关口

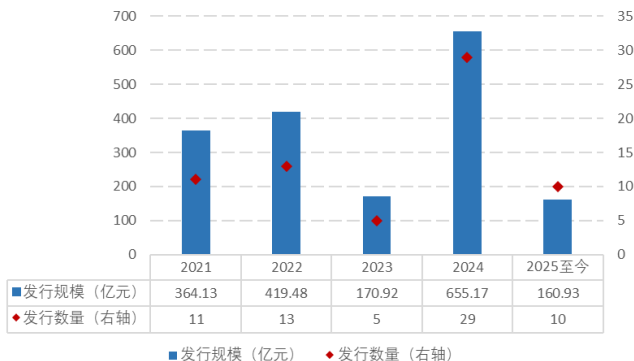
❑ 截至2025/6/30，全市场共发行68只公募REITs产品、发行规模为1770亿元，产业园区、高速公路、仓储、消费为发行数量靠前的类型；从发行节奏来看，2024年7月26日发改委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目常态化发行的通知》（即1014号文）后，一级市场项目供给及发行速度进一步加快，全年合计发行上市29只REITs产品，其中除园区等存量类型外，底层资产类型也进一步拓展至消费、水利设施、市政设施。

❑ 此外，交易所目前在审项目共计14单，包括10单首发及4单扩募资产，其中除了保租房、仓储、园区、消费等已有业态外，热电联产、数据中心等新业态已经出现，未来文旅、养老设施等类型项目也已有入市预期；扩募方面，今年已有华夏北京保障房REIT、国泰君安临港产业园REIT完成扩募，考虑到国内REITs积累到一定数量后仍需依靠扩募机制实现市值规模的提升，未来在常态化发行中扩募也将是不容忽视的一环。

各行业类型REITs历史各年份发行数量统计



历史各年份公募REITs发行数量及发行规模



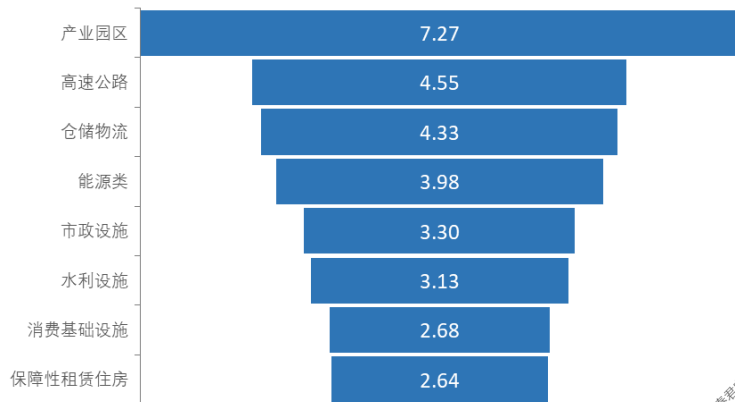
处于交易所审批阶段的REITs项目一览

类型	REITs简称	项目类型	受理日期	底层项目	项目估值 (亿元)
首发	建信金风新能源REIT	风电	2023/9/4	位于江西省赣州市的全南天排山风电项目	8.81
	建信建融家园租赁住房REIT	保租房	2024/3/1	分别位于北京大兴、上海宝山、江苏苏州的保障房项目	9.86
	华夏万纬仓储物流REIT	仓储物流	2024/3/1	位于广州市南海项目、浙江的绍兴诸暨项目和浙江的湖州德清项目，均为高标准物流仓储项目	11.49
	中信建投沈阳国际软件园REIT	产业园区	2024/11/1	位于辽宁省沈阳市浑南区，包括沈阳国际软件园昂立信息园、沈阳国际软件园一期、二期三个园区	11.84
	华夏华电清洁能源REIT	能源类	2025/3/12	位于浙江省杭州市钱塘区的江东项目	16.03
	华夏凯德商业REIT	消费基础设施	2025/4/18	位于湖南省长沙市雨花区的长沙凯德广场·雨花亭购物中心以及广东省广州市白云区的广州凯德广场·云尚购物中心	27.65
	中金唯品会奥特莱斯REIT	消费基础设施	2025/5/9	位于宁波市海曙区的杉井奥特莱斯	29.72
	创金合信电子城产业园REIT	产业园区	2025/5/20	位于北京的科技大厦、研发A1楼及国电总部4号楼三个产业园区项目	11.10
	华夏中核清洁能源REIT	能源类	2025/6/10	位于新疆和田喀拉喀什河波拉娜水电站	13.72
	华夏中海商业资产REIT	消费基础设施	2025/6/26	位于广东省佛山市南海区的佛山映月湖环宇城项目	13.15
扩募	华夏安博仓储物流REIT	仓储物流	2025/6/30	位于广州市的开发区项目、东莞市的石排项目和洪梅项目	22.49
	中金厦门安居REIT	保租房	2025/5/9	位于福建厦门的林边公寓、仁和公寓	6.86
	国泰君安东久新经济REIT	产业园区	2025/3/31	东久(南通)智造园、东久(重庆)智造园一期	4.20
	中航京能光伏REIT	能源类	2024/4/1	位于云南腾冲的苏家河口水电站项目、松山河口水电站项目	28.60
	华夏基金华润有巢REIT	保租房	2024/11/11	位于上海闵行的有巢马桥项目	10.37

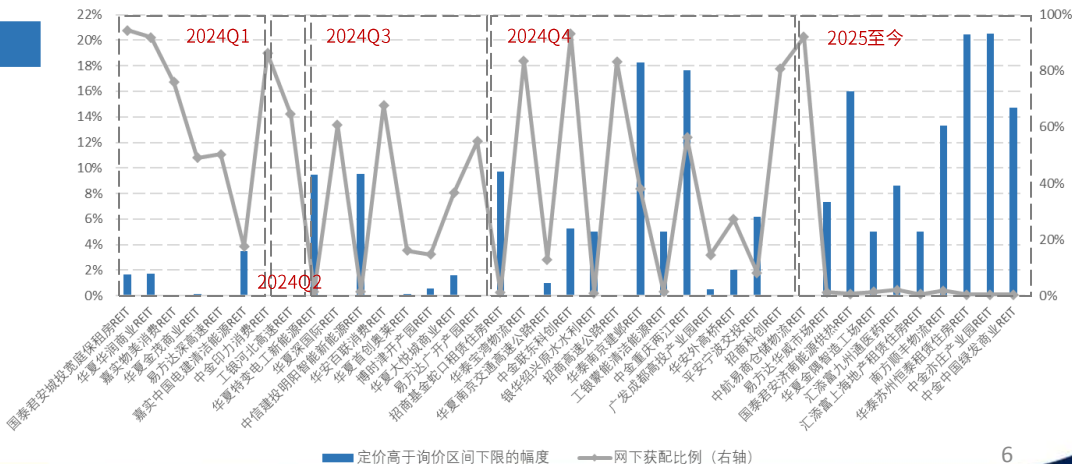
➤ 2025年以来新发项目定价超询价下限幅度明显，极低中签率凸显网下抢配热度

- 从2024年以来发行REITs在交易所的审批时长来看，不同类型项目分化明显且与底层资产基本面、二级市场表现有所挂钩，其中基本面稳健、二级市场交投情绪较优的保障房、消费以及关注度较高的水利、市政等新业态审批节奏相对较快，平均在2-3.5个月。
- 从公募REITs一级市场的有效报价及定价情况来看，2025年以来，伴随REITs市场贝塔走强、赚钱效应回暖，一级网下认购情绪也同步提升，结合一级定价来看，认购价格高于询价区间下限的平均幅度由2024年平均的3.41%提升至11.1%（2021年、2022年、2023年这一数值分别为7.47%、6.34%、2.67%），同时网下获配率多数在2%以下，体现出今年市场对于参与一级新发机会的积极性。此外网下配售方面，今年网下配售份额限售安排有所变化，自汇添富上海租赁住房REIT开始，网下配售份额是否存在限售安排会根据剔除无效报价后网下投资者拟认购份额数量总和是否为网下初始发售份额的100倍而定，若超过则不设定限售期，若不超过，上市后前三个交易日可交易份额不超获配份额的50%，自第四个交易日起全部份额可自由流通。

2024年以来发行REITs交易所审批时长（月）-各行业类型平均



2024年以来发行REITs定价高于报价区间下限幅度&网下获配率变化



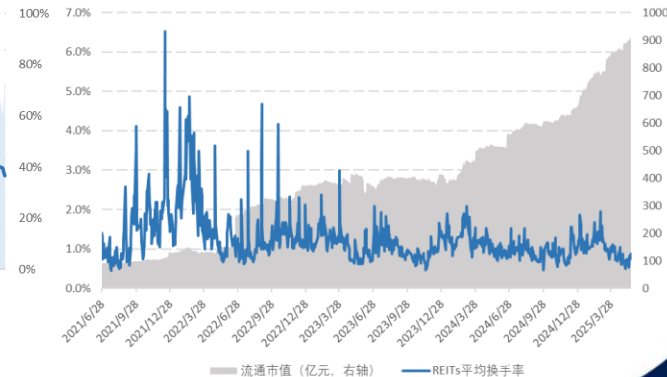
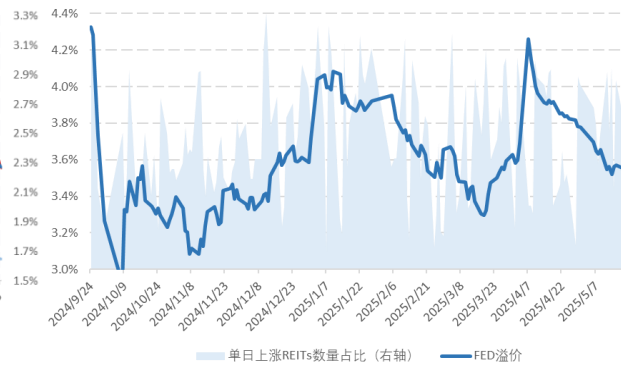
➤ 市场风险偏好以及债市收益率走势成为影响REITs贝塔行情的关键变量，利率“1%+”时代承接配置资金外溢需求

- ❑ 2024年以来国内债市收益率下行态势较为流畅，纯债资产收益空间持续压缩，在收益率进入“1.0”阶段后，REITs凭借相对稳定的高分红属性，在资产荒格局下成为配置型资金外溢的主要方向；结合REITs加权价格指数走势来看，2024年由于不同业态REITs分化明显，其中保障房及部分能源环保REITs持续创新高，而顺周期资产表现低迷，带动指数层面呈现横盘震荡走势；而2024年12月以10Y国债为代表的债市收益率突破“1.0”并进入快速下行通道后，REITs指数同步呈现出陡峭上行趋势，与债市走势关联度愈发明显。
- ❑ 除利率走势影响REITs二级市场表现外，权益市场风险偏好以及红利资产涨跌也同步有所体现，其本质原因或为当下阶段REITs投资者结构中稳健类资金仍占主导位置，REITs资产一定程度被视为红利风格投资，当市场风险偏好下降、权益风险溢价扩大，如今年3-4月中美关税事件对国内风险偏好产生压制的阶段，REITs普涨概率伴随红利资产的上涨同步走高，贝塔行情可观。
- ❑ 此外，伴随市场持续扩容，截至2025/6/30，REITs流通市值已达到948.17亿元，若考虑下半年40+亿份的解禁份额后，流通盘体量有望超1000亿元，资金容纳度将进一步打开。交投方面，今年以来市场日均换手率多在1%以上，单日累计成交额多在5-9亿元，较2024全年有所提升。

REITs价格指数&红利指数&10Y国债收益率走势对比

“924”权益资产预期提升后市场风险溢价及REITs上涨标的数量占比变化

REITs二级市场流通市值及市场平均换手率变化



➤ 今年以来消费REITs走出独立行情，保障房、环保水务/市政类交易拥挤度更为明显

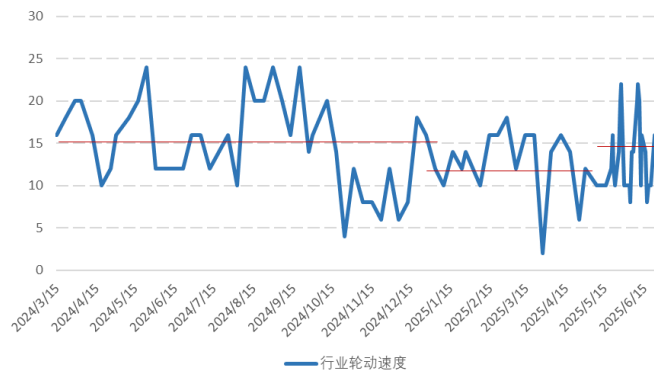
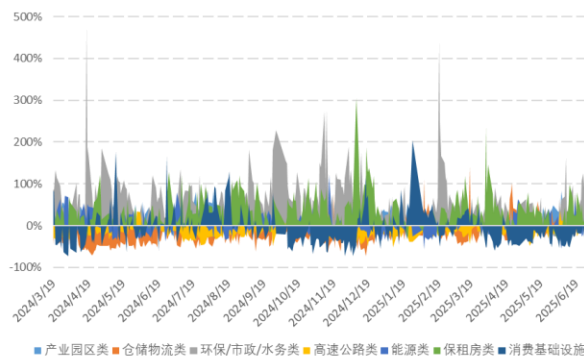
□ 细分至不同行业类型REITs的二级市场表现来看，分化特征仍然明显，2023年以来伴随宏观周期的探底，现金流具备较强稳定性的板块，如保障房、环保水务、能源类板块持续领涨，而周期类板块表现则相对较弱；此外，部分产权类项目，二级市场表现较其底层资产运营基本面变化而言往往呈现出一定的滞后性，比如园区、仓储REITs指数明显回落均发生于部分项目季报经营业绩下滑后，消费REITs指数走高则是经过三期季报业绩验证后，上述情形一定程度表明对于中观板块景气度的高频跟踪或者领先性研究在二级市场投资中的重要性逐步凸显。

□ 近两年REITs市场结构性行情持续演绎，为了进一步观察不同行业REITs交易拥挤度及市场整体行业轮动情况，本文构建交易拥挤度与行业轮动速度指标，其中交易拥挤度主要侧重通过比较单一行业成交额占比与流通市值占比的相对变化来衡量，从今年以来拥挤度变化来看，保障房拥挤度在所有行业中最明显，其次是环保水务等公用事业类，消费REITs交易拥挤度自3月以来有所走低，由于可回溯期并不长，目前尚未观察到拥挤度指标是否具备领先于各行业涨跌方向的有效性。行业轮动方面，从构建的相关指标来看，今年以来平均轮动速度有小幅下降，主要系消费、保障房持续走出独立行情所致，但5月中下旬以来伴随前述板块超涨、资金视角切至其他方向后，轮动速度快慢互现，表明单一行业行情持续性有限。

不同行业类型REITs价格指数走势

不同行业REITs拥挤度变化

REITs二级市场行业轮动速度变化



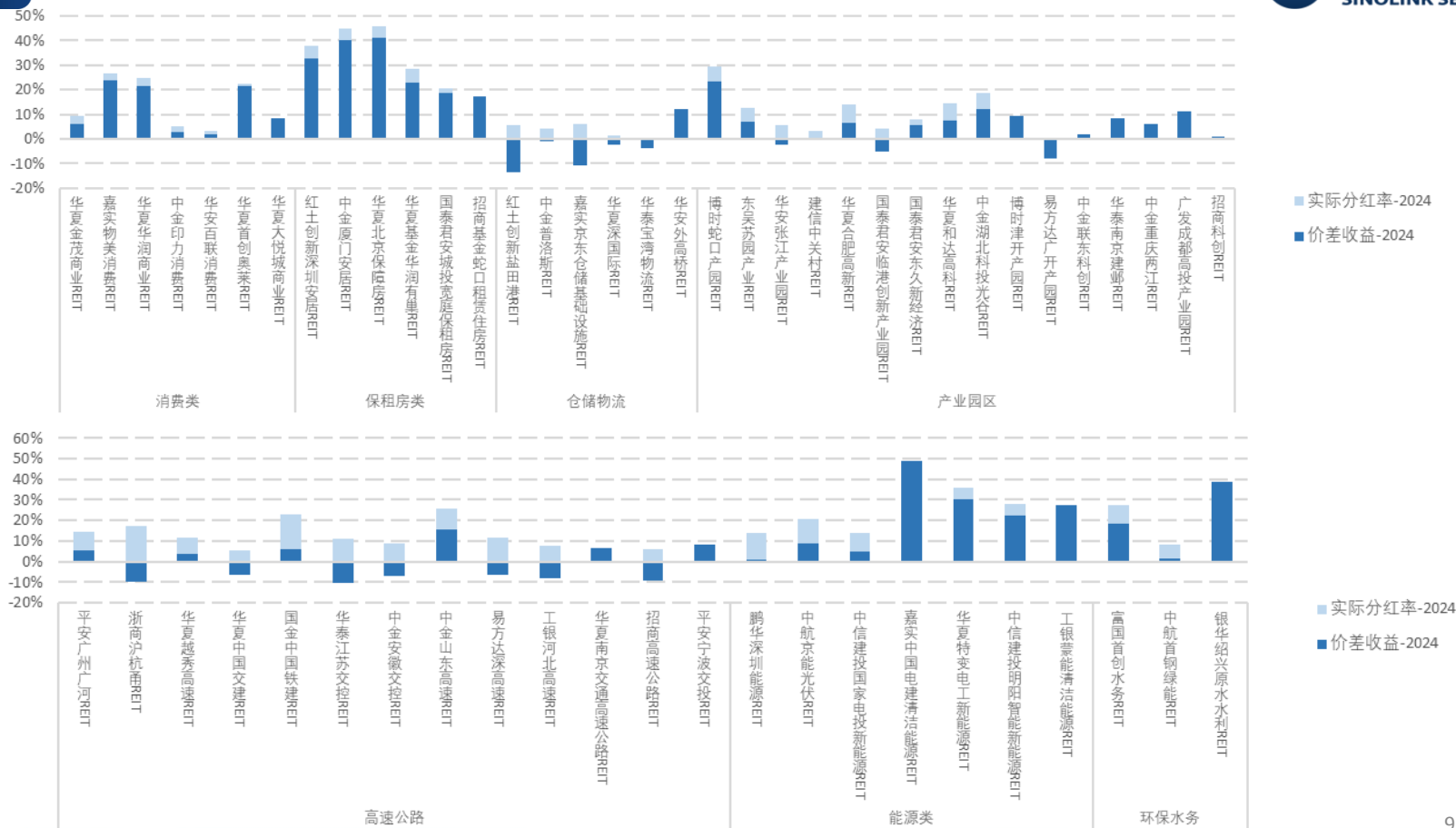
注1: REITs行业拥挤度= (行业成交额全市场占比-行业流通市值全市场占比) / 行业流通市值全市场占比;

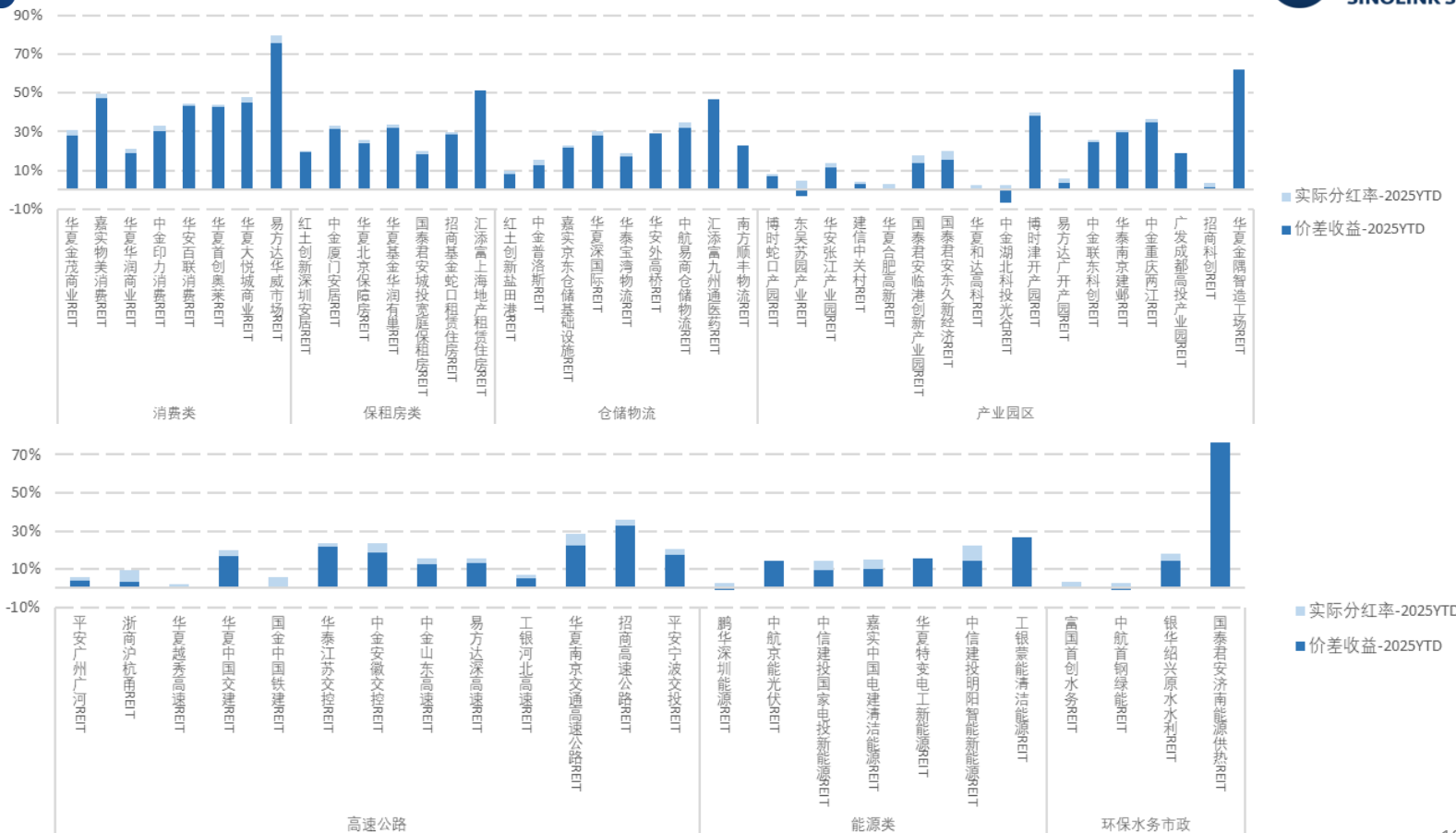
注2: REITs行业轮动速度衡量方式: 对应行业REITs周度涨跌幅排名变动绝对值加总值

注3: 为了让拥挤度指标与行业轮动速度指标纵向可比, 需保证行业数量不变, 因此上述统计区间采用首单消费REITs上市日期作为起始日

1.2

二级市场（附）：2024年收益情况





02 解析： 年度评估、投资者结构、分红梳理

2.1

年度评估情况：园区仓储估值多有下调，分子端为下修来源



- 从2024年末资产评估报告披露的估值结果来看，除保租房与消费REITs多数实现了估值提升外，包含园区、仓储在内的其余产权类资产对应价值与未来经营预期继续承压下行，估值相较前一评估期有所回落，其中产业园区内部估值同比下调幅度明显的REITs有东吴苏园REIT、建信中关村REIT、华夏和达高科REIT、中金湖北科技光谷REIT，仓储内部估值下调幅度明显的有盐田港REIT、普洛斯REIT。

简称	上市日期	行业类型	底层资产评估价值 (亿元)				折现率 (%)			未来租金增速 (%)		
			2022	2023	2024	估值变动幅度	2022	2023	2024	2022	2023	2024
红土深圳安居REIT	2022/8/31	保障性租赁住房	11.60	11.70	11.72	0.19%	6	6	6	【安居百泉阁/安居锦园/凤凰公馆】前十年两次租金调整，现存租赁合同期满后第二、三个合同期起始年增长2 【保利香槟苑】两次租金调整，合同到期后的第一、二个合同起始年各增长2		
中金厦门安居REIT	2022/8/31	保障性租赁住房	12.23	12.27	12.28	0.08%	6.5	6.5	6.5	前十年两次租金调整，现存租赁合同期满后第二、三个合同期起始年增长2		
华夏北京保障房REIT	2022/8/31	保障性租赁住房	11.54	11.57	11.58	0.09%	6	6	6	【文龙家园】2024年调整至55元/平方米/月，后续每三年调增4 【熙悦尚郡】2024年调整至64元/平方米/月，后续每三年调增4		
华夏基金华润有巢REIT	2022/12/9	保障性租赁住房	11.10	11.17	11.11	-0.54%	6.25	6.25	6	【文龙家园】2024年7月1日调整至55元，后续每三年调增4 【熙悦尚郡】自2027年起每三年调增4		
国泰君安城投宽庭保租房REIT	2024/1/12	保障性租赁住房	-	30.58	30.62	0.13%	-	6	6	0-2.5		
招商基金蛇口租赁住房REIT	2024/10/23	保障性租赁住房	-	12.46	12.41	-0.40%	-	6	6	2026-2027年度增长率为2.25，2028-2032年度增长率为2，2033年至收益期满的增长率为2		
华夏金茂商业REIT	2024/3/12	消费基础设施	-	10.65	10.65	0.00%	-	7.25	7.25	【太子湾】2.2 【林下】1.8		
嘉实物美消费REIT	2024/3/12	消费基础设施	-	10.02	10.30	2.79%	-	7	7	主力店为3 专门店在3-4		
华夏华润商业REIT	2024/3/14	消费基础设施	-	81.47	81.50	0.04%	-	7	7	3-3.5		
中金印力消费REIT	2024/4/30	消费基础设施	-	39.59	39.59	0.00%	-	7	7	租期内3.31，租期外预测期内每年2.5		
华安百联消费REIT	2024/8/16	消费基础设施	-	23.32	22.41	-3.90%	-	6.5	6.5	专门店市场租金增长率为第2-3年增长率为6，第4-5年为5，第6-8年为4，后续年为3；主力店市场租金增长率为3		
华夏首创奥莱REIT	2024/8/28	消费基础设施	-	19.73	20.32	2.99%	-	【济南】8.25 【武汉】8	【济南】8.25 【武汉】8	主力店：2；专门店、次主力店：2024-2026年5，2027-2029年4，后续年度3		
华夏大悦城商业REIT	2024/9/20	消费基础设施	-	32.43	32.47	0.12%	-	7	7	专门店、次主力店：2026年5，2027-2029年4、预测期内后续年度为3；主力店部分为2		
										3		
										【济南】3-6 【武汉】2-6		
										【济南】2.5-3 【武汉】1-3		
										专门店：3-6 次主力店：3-4 主力店：0-2		
										专门店：3-6 次主力店：3-4 主力店：0-2		

注：上表参数部分用红色字体显示表明变动方向利于估值增长，绿色字体显示表明不利于估值增长，后文同

数据来源：Wind，REITs年报，国金证券研究所

2.1

年度评估情况：园区仓储估值多有下调，分子端为下修来源（续）



简称	行业类型	底层资产评估价值 (亿元)				估值变动幅度	折现率 (%)				未来租金增速 (%)			
		2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
红土创新盐田港REIT	仓储物流	17.28	21.31	20.94	20.15	-3.78%	7	7	7	7	2.5-3	2.5-3	首发：前5年每年3，第6年起每年2.5 扩募：前5年每年5，第6-10年每年3，第11年起每年2.5	【现代物流中心】前5年每年3，第6年起每年2.5 【世纪物流园】前5年每年5，第6-10年每年3，第11年起每年2.5
中金普洛斯REIT	仓储物流	54.20	70.14	68.70	66.36	-3.41%	7.5-8.5	7.5-8.5	7.5-8.75	7.25-8.5	3.0-5.0	3.0-5.0	3.0-5.0	3.0-5.0
嘉实京东仓储基础设施REIT	仓储物流	-	15.65	14.44	14.20	-1.66%	-	8	8	7.75	-	重庆项目2026以前2.0，2026及以后3.0，其余项目3.0	2.75	2.5
华夏深国际REIT	仓储物流	-	-	14.88	14.74	-0.94%	-	-	【贵州】8.75 【杭州】8	【贵州】8.5 【杭州】7.75	-	-	3.0-4.0	【深国际贵州综合物流港】3 【深国际杭州综合物流港】4-3
华泰宝湾物流REIT	仓储物流	-	-	11.99	12.08	0.75%	-	-	【天津&南京宝湾】8 【嘉兴宝湾】8.25	【天津&南京宝湾】7.75 【嘉兴宝湾国际物流中心】8	-	-	2.75	2.5
博时蛇口产业园REIT	产业园区	25.34	36.83	36.11	35.03	-2.99%	6	6	首发：6 扩募：6.25	【万海大厦、万融大厦】6 【光明加速器二期】6.25	2.5-4.0	3.0-4.0	首发：3.0-4.0 扩募：研发办公2-3；研发厂房3-4	【万海大厦、万融大厦】2.0-4.0 【光明加速器二期】研发办公2.0-3.0； 研发厂房3.0-4.0
东吴苏园产业REIT	产业园区	33.60	33.60	32.57	30.13	-7.49%	6.5	6.5	6	6	【国际科技园五期】2.0-5.0 【2.5产业园】2.0-4.0	【国际科技园五期】3.0-5.0 【2.5产业园】2.0-4.0	【国际科技园五期】2.0-3.0 【2.5产业园】2.0-3.5	【国际科技园五期】2.0-4.0 【2.5产业园】2.0-4.0
华安张江产业园REIT	产业园区	14.80	29.48	28.07	27.05	-3.63%	6	6	6	6	3	3	首发：3 扩募：3.5	【张江光大园】3 【张润大厦】3.5
建信中关村REIT	产业园区	30.73	30.76	28.01	24.16	-13.7%	6	6	6	6	-	【孵化加速器】1-2年0，3-10年假设签约三年首年不增，后两年每年2.5 【互联网创新】1-2年0，3-10年3 【协同中心】1-10年每2年5	研发用房2024-2026年不增长，2027年开始2.75	研发用房2025-2027年不增长，2028年起2.75
华夏合肥高新REIT	产业园区	-	13.67	14.00	13.22	-5.57%	-	6.5	6.5	6.5	-	【办公类房产】2023-2024维持不变，2026-2033：3，2034-2048：2.5，2049-收益期结束：2	【办公类房产】2026-2033：3，2034-2048：2.5，2049至收益期结束：2	3
国君临港创新产业园REIT	产业园区	-	7.39	7.41	7.36	-0.67%	-	8	8	7.75	-	3-5	3-5	3-5
国君东久新经济REIT	产业园区	-	13.88	13.90	13.90	0.00%	-	8.0-8.5	8.0-8.5	【东久金山智造园】7.75 【东久昆山/无锡智造园】8 【东久常州智造园】8.35	-	【东久金山/昆山智造园】3.0-5.0 【东久无锡/常州智造园】3.0-4.0	【东久金山/昆山智造园】3.0-5.0 【东久无锡/常州智造园】3.0-4.0	【东久金山智造园】3.0-5.0 【东久昆山/无锡/常州智造园】3.0-4.0
华夏和达高科REIT	产业园区	-	14.24	14.24	13.33	-6.39%	-	6.5	6.5	6.5	-	【和达药谷一期】2.5-3.0 【孵化器】3.0-4.0	0.0-3.0	0.0-3.0
中金湖北科技光谷REIT	产业园区	-	15.40	14.94	14.06	-5.89%	-	6.5	6.5	6.5	-	【光谷软件园】2.5-3.5 【互联网+项目】2.5-3	【光谷软件园】1.5-3.5 【互联网+项目】1.5-3	【光谷软件园】0-3.5 【互联网+项目】0-3
博时津开产业园REIT	产业园区	-	-	11.99	11.99	0.00%	-	-	【数字产业园】7.5 【大陆汽车厂房】8	【数字产业园】7.5 【大陆汽车厂房】7.75	-	-	每两年增加4	自2026年起每两年增加4
易方达广开产业园REIT	产业园区	-	-	20.10	19.92	-0.90%	-	-	6.5	6.25	-	-	2025-2033年每年递增3.5	3.5
中金联东科创REIT	产业园区	-	-	16.17	16.11	-0.37%	-	-	【大兴/马坡】7.5 【房山奥得赛】7.75	【大兴/马坡】7.5 【房山奥得赛】7.75	-	-	2.75	2.75

数据来源：Wind，REITs年报，国金证券研究所

2.1

年度评估情况：经营权资产折现率调降不足以覆盖分子端影响



□ 经营权资产随着剩余经营期限的降低，资产评估减值符合其自身特性，但不同项目减值幅度存在差异，差异主要源于分子端未来经营预期以及分母端折现率的变化；结合2024年末的评估结果来看，国内无风险利率的下行带动多数REITs的折现率有所调降，部分能源类折现率上调主要源于新能源新政下发电量需全量入市，由固定电价转为市场电价，资产经营风险敞口增加；此外，部分高速REITs估值下降幅度明显，更多源于分子端现金流的变化，未来通行费收入预测值的调减成为主导资产减值的原因。

简称	行业类型	底层资产评估价值（亿元）					折现率（%）			
		2021	2022	2023	2024	估值变动幅度	2021	2022	2023	2024
平安广州广河REIT	高速公路	96.72	96.38	95.59	81.58	-14.65%	8	8	8	8
浙商沪杭甬REIT	高速公路	44.50	42.18	39.36	35.55	-9.68%	8.2	8.41	8.18	8.09
华夏越秀REIT	高速公路	22.86	23.39	22.45	21.56	-3.96%	9.72-14.16	8.86-14.30	9.33-13.63	8.36-8.57
华夏中国交建REIT	高速公路	-	101.51	95.64	89.26	-6.67%	-	8.24	8.11	7.51
国金中国铁建REIT	高速公路	-	45.16	42.72	41.45	-2.98%	-	2022-2030: 9.15 2031-2034: 10.37	2024-2030: 8.60 2031-2034: 9.30	2025-2030: 8.22 2031-2034: 9.03
华泰江苏交控REIT	高速公路	-	28.52	28.07	25.30	-9.87%	-	8.31	-	-
中金安徽交控REIT	高速公路	-	111.98	107.21	88.71	-17.26%	-	8.5	8.18	8.1
中金山东高速REIT	高速公路	-	27.90	27.97	25.56	-8.62%	-	9	8.7	8.55
易方达深高速REIT	高速公路	-	-	21.02	18.56	-11.70%	-	-	10.08	11.4
工银河北高速REIT	高速公路	-	-	55.18	51.06	-7.47%	-	-	10	9.41
华夏南京交通高速公路REIT	高速公路	-	-	29.96	29.21	-2.50%	-	-	8	8
招商高速公路REIT	高速公路	-	-	37.75	36.32	-3.79%	-	-	9.01	8.92
富国首创水务REIT	环保水务	16.22	15.87	14.68	13.82	-5.87%	8.28	-	9.19	5.28
中航首钢绿能REIT	环保水务	9.13	8.38	8.14	7.03	-13.63%	7.9	-	10.27	9.28
银华绍兴原水水利REIT	水利设施	-	-	15.93	16.27	2.13%	-	-	7.48	7.35
鹏华深圳能源REIT	能源类	-	36.27	32.83	31.28	-4.71%	-	2024-2031: 7.07 2032-2037: 9.07	2024-2031: 6.4 2032-2037: 8.4	7.6
中航京能光伏REIT	能源类	-	24.54	23.21	20.53	-11.55%	-	榆林项目: 9.03 晶泰项目: 9.89	榆林项目: 8.92 晶泰项目: 9.77	榆林项目: 8.85 晶泰项目: 9.75
中信建投国家电投新能源REIT	能源类	-	71.65	71.63	71.13	-0.70%	-	8.69-9.45	9.21	9.29
嘉实中国电建清洁能源REIT	能源类	-	-	10.33	10.27	-0.58%	-	-	8.07	2025-2030年为7.64, 2031-2058年10月为8.31
华夏特变电工新能源REIT	能源类	-	-	10.39	11.19	7.70%	-	-	9.59	9.59
中信建投明阳智能新能源REIT	能源类	-	-	13.25	11.86	-10.49%	-	-	【洁源】 1.5 【克旗】 2	【洁源】 2 【克旗】 2.5

2025年一季度REITs仓位靠前的公募FOF产品

代码	FOF名称	FOF类型	REITs仓位	持仓规模(万元)
016170.OF	中欧盈选平衡6个月持有A	偏债混合型	5.53%	702.36
015999.OF	中欧预见稳健养老一年持有A	偏债混合型	3.81%	778.26
007241.OF	中欧预见养老2050五年A	目标日期型	2.74%	1915.35
020835.OF	招商进取策略优选3个月持有A	偏股混合型	2.69%	178.83
016974.OF	招商智安稳健配置1年持有A	偏债混合型	2.30%	112.07
017267.OF	招商乐颐和惠养老目标日期2035三年持有	目标日期型	2.22%	33.15
016669.OF	招商和享均衡养老目标三年持有A	平衡混合型	2.05%	482.10
006321.OF	中欧预见养老2035三年A	目标日期型	1.67%	1945.94
016079.OF	华夏福泽养老目标2035三年持有A	目标日期型	1.67%	124.33
016660.OF	招商和惠养老2045五年持有A	目标日期型	1.62%	188.62
012190.OF	汇添富添福盈和稳健养老目标一年持有A	偏债混合型	1.51%	2167.62
014796.OF	华夏均衡养老三年持有	平衡混合型	1.51%	19.58
015535.OF	创金合信佳和平衡3个月持有A	平衡混合型	1.44%	14.23
013467.OF	华夏安盈稳健养老目标一年持有A	偏债混合型	1.22%	176.56
015297.OF	华夏聚泓优选一年持有A	偏债混合型	1.05%	51.99

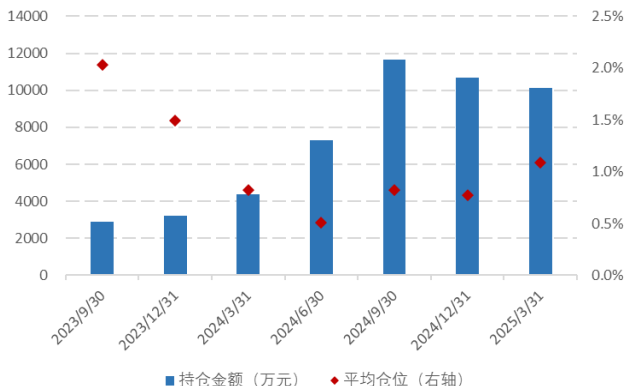
注：2025年一季度末共有34只公募FOF产品投资REITs，上表仅展示仓位靠前的15只FOF产品

➢ 持仓REITs规模超亿元，中欧、汇添富、华夏旗下FOF参与力度明显

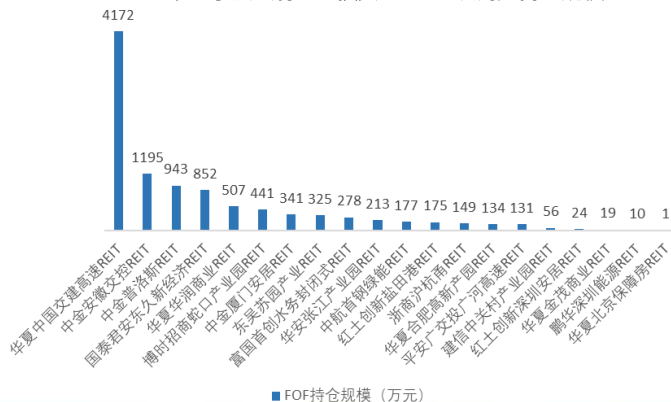
❑ 从二级市场增量资金来看，公募FOF是2023年下半年以来持续入市的一类账户，对REITs的参与程度逐步提升，2024年三季度持仓规模超过1亿元，截至最新一期，持仓规模为1.01亿元；仓位方面，参与REITs投资的FOF产品平均持有REITs的比例不超过3%，最新一期为1.09%，其中仓位较高的FOF产品主要集中于中欧、招商、华夏旗下，仓位多在2%以上。在基金公司层面，2025年一季报显示共9家基金公司的公募FOF产品投资REITs，其中参与力度靠前的是中欧、汇添富、华夏、招商、易方达。

❑ 在REITs层面，从最新一期FOF持仓规模靠前的REITs来看，多为分派率方面占据相对优势的高速以及具备一定防御属性的保租房REITs，在周期类板块中主要投向基本面相对稳健且原始权益人资源禀赋突出、平台运营能力较强的消费、产业园、消费REITs。

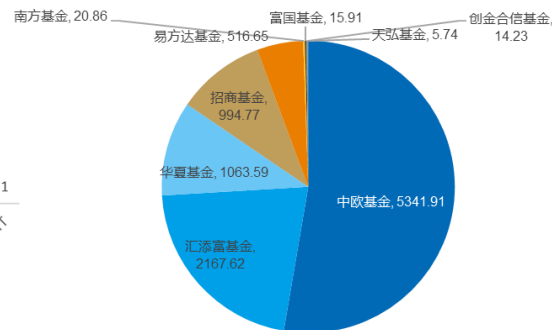
公募FOF持仓REITs金额及平均仓位变化



2025年一季度公募FOF投资的REITs及对应持仓规模



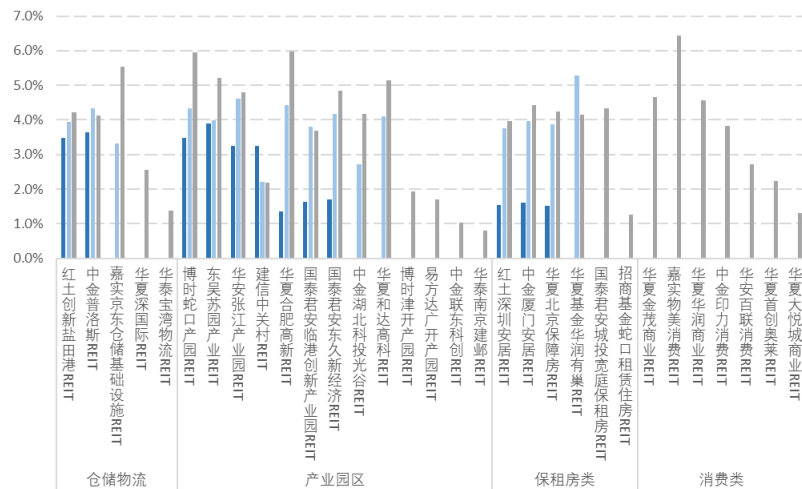
2025年一季度基金公司旗下FOF持仓REITs规模统计



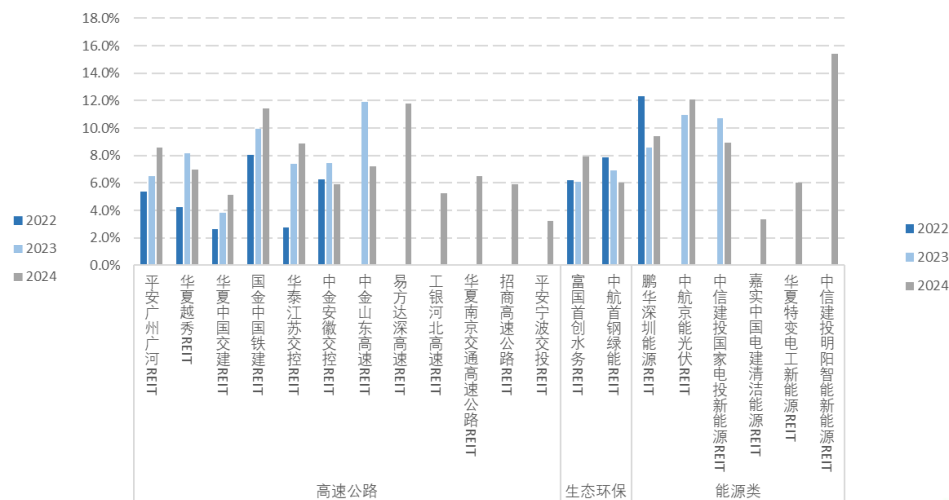
➤ 2024年产权REITs平均分红率3.6%，经营权REITs平均为7.8%

- 结合2022-2024三个完整年度的实际分红率来看，REITs上市后在分红兑现方面相对平稳，不少仓储、园区、保障房及高速REITs分红率稳中有升，但考虑到分红率的提升有分子端增加或分母端降低两方面的作用，对于更看重分红的OCI账户而言，除了观察分红率绝对数值的高低外，也需结合底层资产经营态势判断分红率的可持续性。
- 从分子端实际分配金额增加带动分红率提升的角度来看，产权REITs内部仅博时蛇口产业园REIT、华安张江产业园REIT、中金厦门安居REIT、华夏北京保障房REIT实现了分派金额的同比增长；经营权REITs方面，仅华泰江苏交控REIT、中航京能光伏REIT通过分派金额的增长实现了分红率的提升，此外中金安徽交控REIT、中航首钢绿能REIT、鹏华深圳能源REIT分红率所波动。

产权类REITs近3年实际分红率纵向对比



经营权类REITs近3年实际分红率纵向对比



注：实际分红率=分配基准日在对应年份的实际分配金额/对应年度年初市值规模（年内成立的为发行规模），对于上市时间不满一年的REITs，该年分红率未做年化处理

03 策略： 从Beta到Alpha的配置体系构建

► 以REITs+纯债资产为例，风险平价模型对应的组合在回撤及风险收益比方面占据优势

□ 立足当前国内大类资产配置现状来看，一方面伴随无风险收益率进入“1.0”时代，固收类资产的实际与预期回报均迎来下调，对于以绝对收益为导向的资金而言，寻求可替代的类固收资产或策略成为守住安全边际的重点；另一方面，国内权益类资产波动不减、结构性行情持续演绎之下，对于追求较优夏普比的资金而言，通过多元配置降低潜在波动成为破局方向；在上述背景下，国内公募REITs资产的配置价值进一步凸显。在资产配置视角下，对于两类资产及以上的组合而言，如何确定各类资产配置中枢是首要考虑的问题，传统的大类资产配置模型包含恒定比例、均值方差/B-L模型、风险平价模型、因子配置模型等，本文尝试利用风险平价理念探讨多资产组合中REITs的配置中枢，该模型以“风险”作为核心，不再考虑难以预测的收益，只考虑将风险均衡分配到各个资产类别，确保各类资产对于组合波动率的贡献相同。

□ 在风险平价模型下，可借助资产历史波动率数据进行配置权重的计算；以REITs和纯债构建的组合为例，风险平价组合累计收益较恒定权重组合更占优，2025年以来，伴随REITs资产贝塔走强、纯债收益空间压缩后，虽然与恒定权重组合的收益差距在收窄，但相比之下风险平价组合在回撤和卡玛方面仍占据绝对优势。从推导得到的REITs配置中枢来看，在仅包含REITs+纯债的组合中，REITs仓位不超过10%，且今年以来伴随纯债波动上升，REITs仓位呈现抬升趋势，由8%→9%；进一步若构建股票+REITs+纯债的组合，三类资产仓位约为5%-10%-85%。

风险平价模型的简单推导过程

风险平价组合VS恒定权重组合的风险收益对比

$$A \text{ 资产风险贡献度} = \frac{W_A^2 \sigma_A^2 + W_A W_B \text{cov}(A, B)}{\sigma_P}$$

$$B \text{ 资产风险贡献度} = \frac{W_B^2 \sigma_B^2 + W_A W_B \text{cov}(A, B)}{\sigma_P}$$

两资产风险贡献度相等：

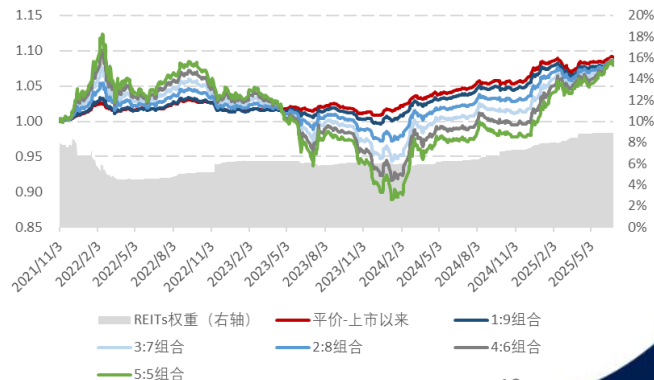
$$\begin{cases} W_A^2 \sigma_A^2 = W_B^2 \sigma_B^2 \\ W_A + W_B = 1 \end{cases}$$

$$W_A = \frac{\sigma_B}{\sigma_A + \sigma_B}$$

风险收益指标	年化收益	年化波动率	最大回撤	卡玛比
风险平价组合	3.60%	1.26%	-2.17%	1.66
1:9组合	3.37%	1.53%	-3.60%	0.94
2:8组合	3.36%	2.45%	-7.87%	0.43
3:7组合	3.33%	3.48%	-12.39%	0.27
4:6组合	3.28%	4.56%	-16.75%	0.20
5:5组合	3.21%	5.65%	-20.90%	0.15
REITs	2.59%	11.20%	-39.02%	0.07
纯债	3.36%	1.10%	-2.05%	1.64

注：REITs采用中证REITs全收益指数作为代理，纯债采用中债-新综合全价（总值）指数作为代理；上述指标的统计区间为2021/11/3-2025/6/30

风险平价组合VS恒定权重组合的累计收益对比



3.1 Beta收益之择时：资产比价与纵向点位判断短期信号

➤ 资产比价效应增强，短期择时需关注市场估值面与情绪面变化

- 近年来基于宏观因子进行大类资产配置的难度有所上升，中短期视角下支撑择时和仓位调整的决策依据更多体现在资金行为以及交投情绪等高频指标。对于REITs资产而言，由于底层资产运营特征相对稳定、中长期具备一定抗周期性，在短期择时方面参考基本面等中低频指标的意义有限，结合近两年二级市场走势逻辑，本文从资产比价以及估值面、情绪面的纵向点位两个维度构建可参考的择时指标（每个维度下指标的构建方式及历史变化见后文）；今年以来REITs市场贝塔行情持续演绎，在分子端底层资产现金流尚未发生明显边际变化的前提下，分母端的利率下行成为行情的主要催化剂，但当市场对分母端定价已相对充分后，不可忽视上涨背后的潜在风险，尤其是偏高估状态下的估值风险。从当前各类指标呈现的状态来看，整体指向中性偏谨慎信号，近期已看到市场出现回调，下半年行情演绎仍需观察宏观经济的修复情况以及利率下行空间是否开启。

短期择时指标汇总

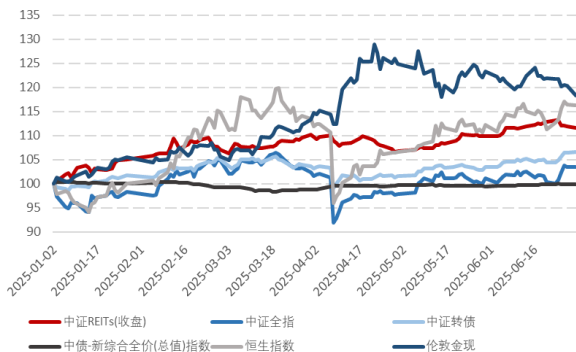
综合信号判断	维度	指标	最新值	历史走势	当前状态	短期信号
中性偏谨慎	资产比价	REITs派息率-10Y国债收益率	330.06BP		正利差，处于历史中性水平	中性
		REITs派息率-中证红利指数股息率	-63.12BP		负利差，与红利股相比性价比比较低	谨慎
	估值面	产权类P/NAV分位数	81.50%		历史高位，偏高估状态	谨慎
		经营权IRR分位数	95.90%		历史高位，偏高估状态	谨慎
	情绪面	价格偏离度	-1.35%		6月平均值0.60%，小幅正偏离	中性
		折溢价率分位数	85.90%		历史高位，偏溢价状态	谨慎
		资金流入额分位数	43.00%		买入情绪处于中性水平	中性

3.1 Beta收益之择时：横向资产比价维度

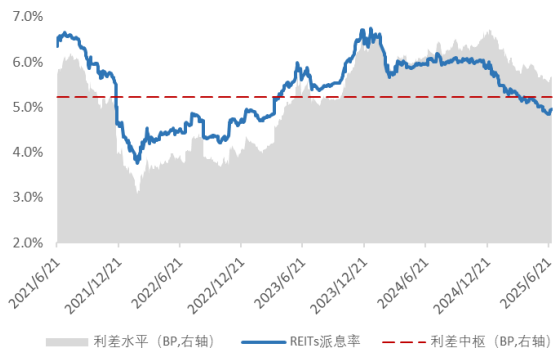
➤ 资产比价：低利率格局下REITs与纯债资产及红利股的比价效应增强

- 2024年末债券收益率快速下行叠加REITs派息率与长端收益率的利差走扩至历史高位的格局共同点燃此轮REITs近半年的贝塔行情，期间中美贸易摩擦引发的外部不确定性阶段性提升资金的避险诉求，进一步催化REITs上涨行情。立足当前点位，可基于资产比价视角探讨REITs投资性价比，在资产的选择上，以纯债及红利股为重点比价对象，其中选取纯债一方面是考虑到参与REITs市场的资金以追求绝对收益、实现长期稳健增值的账户居多，存在固收资产替代的诉求，另一方面从REITs定价的角度来看，分母端的无风险收益率走势也会影响其估值高低；选取红利股则主要是考虑到REITs定位为权益属性资产，其高分红特征与红利股类似，在红利风格占优阶段里或将受益。
- 基于上述比价资产的选择逻辑，可重点跟踪REITs派息率与长端收益率及红利股股息率的利差走势来进行择时的参考。从下方图表来看，REITs与10Y国债收益率仍存在正利差，今年以来由于REITs上涨较快而长端利率下行空间有限，导致二者利差迅速收窄，但结合历史水平来看仍位于中枢水平以上，处在45%分位数的相对中性位置；与红利股今年以来整体为负利差，且处于历史中枢水平以下，呈现较低性价比。

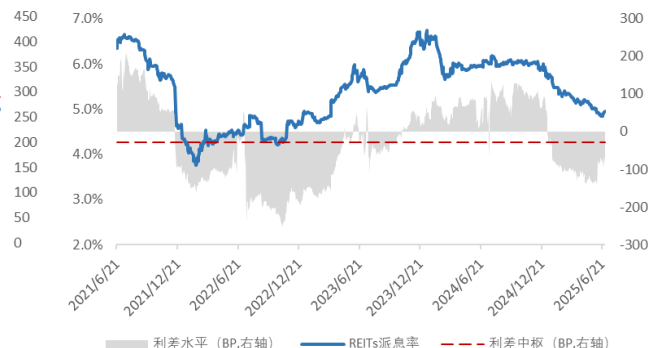
2025年上半年各大类资产累计收益走势对比



REITs与纯债资产比价：分派率与10Y国债收益率利差



REITs与红利股比价：分派率与中证红利指数股息率利差



3.1 Beta收益之择时：纵向市场点位维度

➤ 纵向点位：结合情绪面与估值面判断短期信号

国内REITs底层资产多分布于基础设施领域，经营基本面相对稳健，行业景气度在中短期视角下基本不会发生明显变化，且受制于信披频率等要素，REITs价格所反映的底层资产基本面变化在某种程度上有一定滞后，这意味着短期若要进行仓位调整，视角需要更多置于估值以及市场情绪面等高频可观测的指标。其中在情绪面维度，本文构建价格偏离度、折溢价率以及资金流入额三类指标，结合历史走势重点判断当下交投情绪状态；价格偏离度方面，可从长短期两个视角判断，长期上下限阈值在 $\pm 6\%$ 左右，短期在 $\pm 2\%$ 左右，当最新点位接近该阈值则表明市场情绪处于相对极致位置；折溢价率与资金流入额指标则主要结合分位数进行纵向判断；当上述三类指标均指向情绪过热或过冷时，可进行适当的防御或进攻操作。

估值方面，结合产权类与经营权REITs各自相对适用的估值指标判断当前位置及参与的安全边际，从截至6月末的结果来看，两类指标均处于历史90%左右的分位数水平，指向相对偏高估状态。

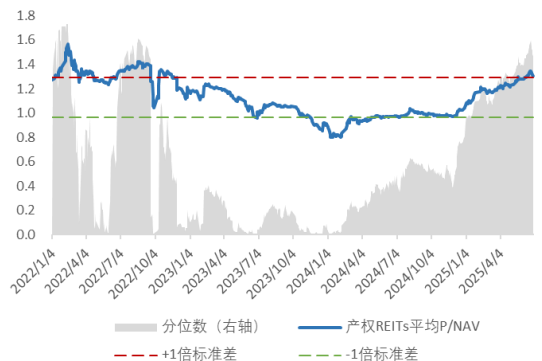
REITs上市以来价格指数&市场平均价格偏离度（移动10日平均）



REITs上市以来资金流入额与折溢价率分位数变化



产权类REITs平均P/NAV及分位数变化



经营权REITs平均IRR及分位数变化

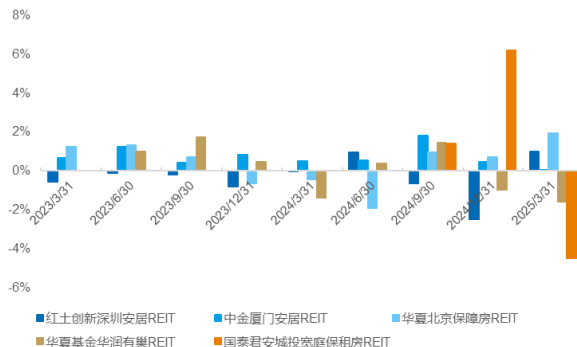


➤ 稳定类板块：基本面中短期波动有限，盈利稳健支撑类债属性

目前在国内公募REITs覆盖的行业方向下，保租房、环保水务、能源电力、水利及供热设施等板块在价、量、费三端的变动较为稳定，其中价格端在政府引导下定价机制相对刚性，量端在需求弹性较低的情形下波动可控，费用端在固定成本主导下相对平稳，因此上述板块凭借较为稳健且预测性强的现金流特征呈现出相较其他板块更强的类债属性，也成为近两年宏观下行周期里资金进行防御投资的首选。

结合REITs的定价逻辑来看，若影响分母端现金流的参数变动可控，REITs估值将更多由分子端的折现率主导，而风险溢价的部分在常态下不会发生大幅波动，那么关键变量将由无风险收益率所体现，这也是近两年稳定类板块REITs的走势与债市收益率联动愈发明显的缘由。基于上述分析，在择券时可结合分派率、IRR等绝对估值指标判断，其中对于保租房REITs可重点跟踪分派率与10Y利差的合理性，对于其余行业REITs可结合IRR及所处历史分位数判断当下投资的安全边际，目前能源、市政REITsIRR已行至1.5%以下，考虑到这类资产基本面并无足够的提升空间消化估值，需警惕止盈压力。

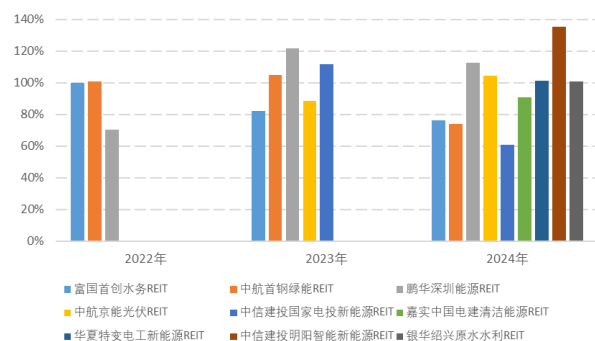
保租房REITs季度收入环比变动幅度



保租房REITs分派率及利差走势



环保水务/能源/水利/市政设施REITs可供分配金额年度完成率



环保水务/能源/水利/市政REITs中债IRR走势

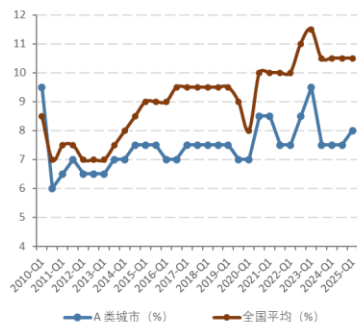


➤ 周期类板块：消费及高速基本面修复预期提升，园区、仓储仍有承压

■ 相比于前文所分析具备一定防御属性的稳定类板块，公募REITs目前所涉及的其他基础设施领域，包括消费商业地产、产业园区、仓储及高速公路，在价、量两端的变动受宏观经济的影响较大，呈现出较强的顺周期属性，在进行REITs标的选择时更需聚焦于中观板块基本面的变化；考虑到REITs的信披频率较低，对于基本面的跟踪存在一定滞后性，因此结合部分中高频指标判断中观行业所处周期成为板块内部择券的第一步。

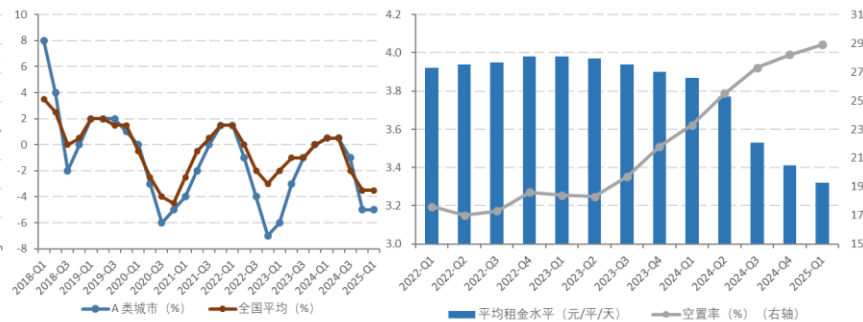
■ 结合右侧列示的量价类指标来看，整体来看消费及高速基本面修复预期提升，园区、仓储仍有承压。其中消费商业地产空置率仍处高位、但受益于内需政策发力带动租金价格出现止跌企稳迹象；产业园区租金及出租率仍处于下行态势；仓储板块租金及空置率从2022年下半年开始面临挑战，目前尚未看到反转迹象；高速公路受益于今年以来货运量边际改善、客运量相对平稳，成为基本面修复预期相对最强的周期类板块。

全国消费商业地产空置率（左）及首层租金同比（右）变化

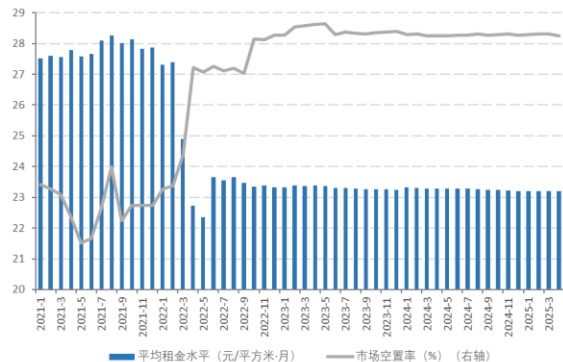


注：A类城市指北上广深

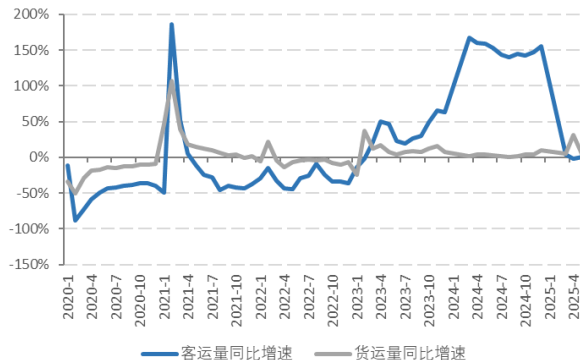
产业园区（以上海为例）租金水平及空置率变化



全国通用仓储租金及空置率变化



全国公路客运量及货运量同比增速



注：客运量同比增速在2024年高增源于计算口径改变，公路客运量包括班车包车、公共汽车、出租汽车城际城乡客运量

3.2

Alpha收益之标的选择：周期类板块择券更需自下而上视角

➤ 周期类板块：REITs层面有所分化，基本面择券可更多落脚于平台运营能力、区域禀赋等维度

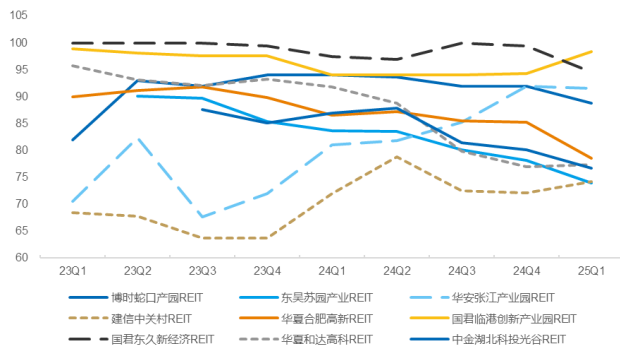
❑ 除了部分板块由于基本面修复预期提升存在投资机会外，其余板块在面临Beta挑战的过程中若要寻找alpha收益更需自下而上视角，其中在偏主观的基本面维度，可通过定期披露的关键运营指标跟踪板块内部资产的运营情况，结合园区、仓储及消费REITs历史出租率来看，处于高位且波动可控的多为具备平台优势、运管能力较强的资产，如仓储方向的京东仓储REIT、消费方向的华润商业REIT等；高速公路方面，过往基本面分化主要由客货车结构所致，其中客车占比较高的公路近两年车流量及通行费收入较为稳定，而货车居多的公路历史波动较大，在择券时可结合全国客运及货运量变化寻找相对受益的方向。

高速公路RRITs近两年车流量变化

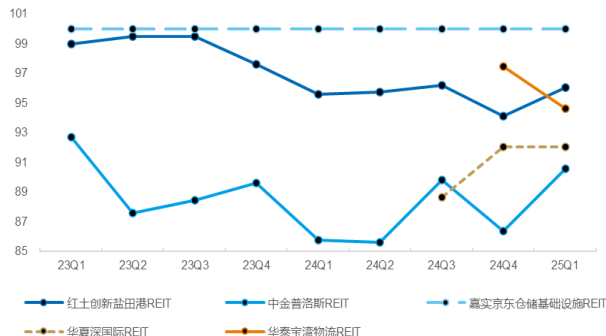
简称	客货车结构	日均车流量（万车次）									
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	季度变化
平安广州广河REIT	客车为主	13.95	13.76	15.52	13.87	13.62	12.84	15.18	13.37	13.46	
浙商沪杭甬REIT	客车为主	13.18	14.79	15.35	15.11	14.22	15.03	15.27	15.66	15.54	
华夏越秀REIT*	客车为主	3.70	3.01	3.53	2.93	3.34	3.09	3.53	2.99	3.8	
华夏中国交建REIT	均衡偏货	3.18	2.31	2.65	2.29	2.42	2.16	2.81	2.34	2.75	
国金中国铁建REIT	客车为主	2.52	2.52	2.57	2.43	2.73	2.46	2.45	2.43	2.51	
华泰江苏交控REIT	客车为主	4.94	4.69	4.80	3.45	3.63	3.37	4.07	5.10	4.26	
中金安徽交控REIT*	客车为主	2.88	2.26	2.37	1.96	2.29	1.88	2.09	1.84	2.53	
中金山东高速REIT	均衡偏货	-	-	-	-	2.29	2.24	2.52	2.20	1.93	
易方达深高速REIT	客车为主	-	-	-	-	-	5.03	6.36	5.17	5.08	
工银河北高速REIT	均衡偏货	-	-	-	-	-	-	1.85	1.34	1.14	
华夏南京交通REIT	均衡偏客	-	-	-	-	-	-	-	3.70	4.02	
招商高速公路REIT	均衡偏客	-	-	-	-	-	-	-	1.36	1.70	
平安宁波交投REIT	均衡偏货	-	-	-	-	-	-	-	-	5.44	

注1：客货车结构根据招募书及定期报告披露的客车及货车车流量或通行费占比判断，客车或货车占比超70%判定为主要特征；
注2：标*表示该REIT客车占比从历史情况来看有逐步下降态势。

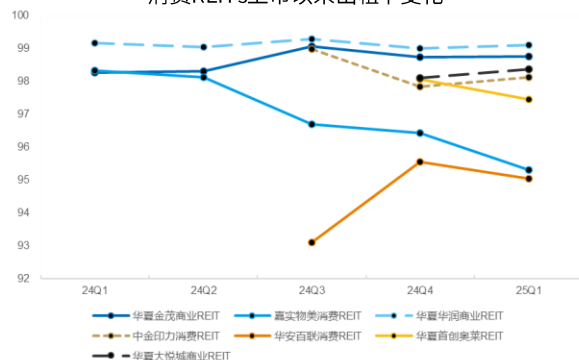
产业园区REITs近两年出租率变化



仓储REITs近两年出租率变化



消费REITs上市以来出租率变化

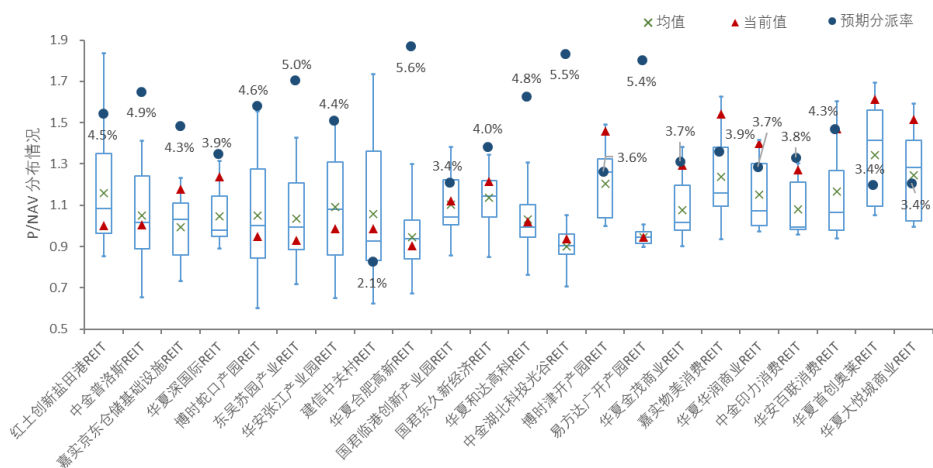


3.2 Alpha收益之标的选择：周期类板块择券更需自下而上视角（续）

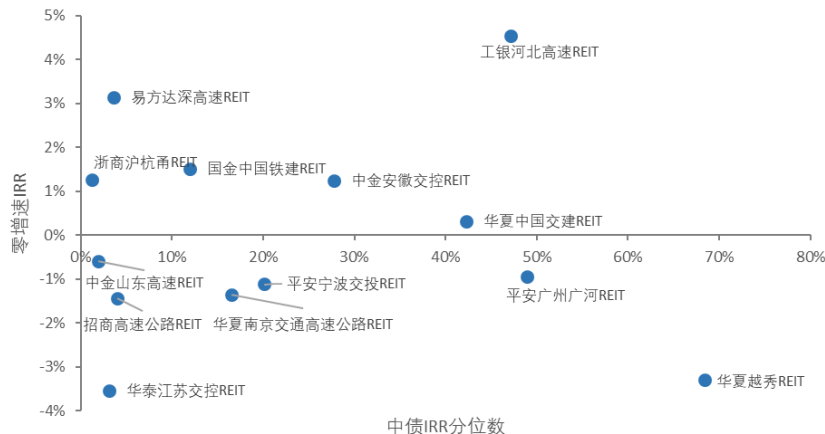
➤ 周期类板块：估值维度需因地制宜寻找适用性较强的指标，产权以P/NAV、分派率为主，高速以IRR为主

❑ 周期类板块择券除了自下而上深入跟踪标的基本面以外，估值也是不可忽视的要素，择券时需要关注估值与基本面的匹配，以基本面相对稳定、估值仍有安全边际的REITs为主要配置方向。其中对于园区、仓储、消费这类产权REITs，可结合P/NAV及预期分派率进行判断，以6月末时点的估值数据来看，P/NAV处于历史较低水平且具备一定分派率保护的REITs包括红土盐田港REIT、博时蛇口产业园REIT、东吴苏园REIT、华安张江REIT、华夏合肥高新REIT；消费类REITs经历了今年以来的快速上涨，目前P/NAV处于历史高位，且分派率回落至4%以下，安全边际持续收窄。对于高速公路REITs，由于底层资产存续期限不同，叠加本金摊还问题，P/NAV等相对估值指标参考性较弱，而分派率指标更适用于OCI账户或视角偏短期、仅考虑当年分红收益的资金，因此在横向可比的前提下，IRR可作为重点跟踪指标，一方面可以通过测算保守预期、即零增速情形下REITs的IRR来度量下行风险下的回报，另一方面也可结合最新IRR所处历史分位数判断估值上下空间，警惕IRR为负且处于历史相对高估状态的标的。

园区&仓储&消费REITs P/NAV及预期分派率情况



高速公路REITs零增速IRR及当前IRR分位数分布



注：IRR分位数越低表明处于上市以来越高估的状态

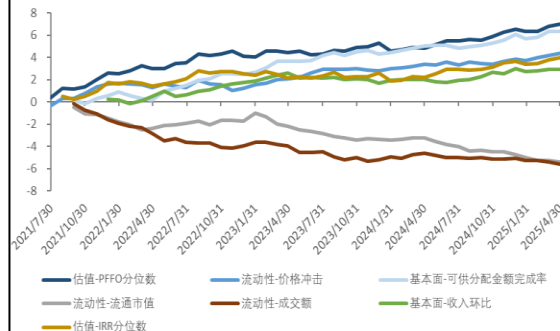
国内公募REITs市场可回溯的数据期已有四年，本文延续去年《公募REITs投资策略：资产分层、量化赋能，多视角解锁策略选择》中对于量化视角的探索，从基本面、估值及流动性三个维度进一步扩充了用于预测REITs未来收益的因子指标（具体分类及指标如右图所示）并进行单因子有效性检验，目的是借助定量视角识别二级市场投资特征，并与主观选券视角进行印证与补充。

结合IC、ICIR及IC>0的概率衡量单因子的有效性，其中IC主要用于判断该因子对下期收益的预测能力；ICIR及IC大于0的概率主要用于判断该因子预测能力的稳定性；在有效性的检验标准上，因子需同时满足IC均值大于5%、ICIR大于0.3、正向因子IC>0概率在60%以上/负向因子IC>0概率在40%以内。从有效性结果来看，基本面维度下的收入环比变动、可供分配金额完成度，估值维度下的P/FFO分位数、IRR分位数，流动性维度下的价格冲击、成交额及流通市值通过检验；将上述有效因子等权复合，从复合因子的分组测试结果来看，呈现较明显的单调性，表明上述因子具备较强的REITs筛选能力。

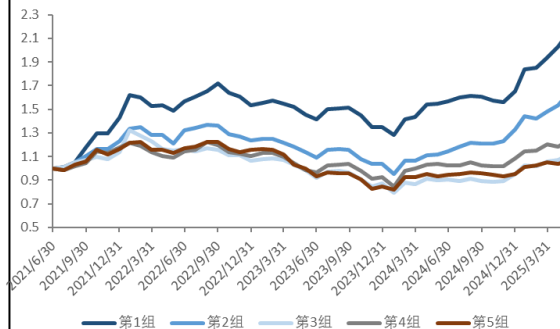
REITs市场多因子量化体系及单因子预测表现汇总

因子维度	因子类型	因子指标	IC均值	ICIR	IC>0概率
基本面	营收层面	收入同比变动	10.88%	0.36	58.06%
		收入环比变动	7.37%	0.30	67.50%
	盈利层面	可供分配金额完成度	14.71%	0.53	69.77%
		预期现金分派率	-0.08%	0.00	46.81%
	分红层面	实际现金分派率	-0.95%	-0.02	52.50%
估值	二级市场层面	P/FFO	0.96%	0.03	54.35%
		P/FFO分位数	15.27%	0.49	67.39%
		P/NAV	-3.21%	-0.11	42.50%
		P/NAV分位数	7.36%	0.28	62.50%
		IRR	-4.05%	-0.13	48.89%
		IRR分位数	8.93%	0.30	62.22%
		股息率-TTM	-6.97%	-0.18	42.86%
		单位交易额对价格的冲击	9.88%	0.38	61.70%
		价格偏离度（5日）	3.27%	0.11	51.06%
		价格偏离度（10日）	2.85%	0.09	54.35%
流动性	量价层面	价格偏离度（20日）	3.85%	0.12	52.17%
		换手率	5.50%	0.20	61.70%
		成交量	-6.73%	-0.24	40.43%
		成交额	-13.93%	-0.54	31.91%
		波动率	2.95%	0.10	57.45%
	动量反转	前一周涨跌幅	0.74%	0.03	52.17%
		前两周涨跌幅	2.85%	0.13	57.45%
		前一月涨跌幅	7.05%	0.23	54.35%
	规模层面	流通市值	-13.62%	-0.52	25.53%
		流通盘占总发行份额比例	-3.28%	-0.12	34.04%
	资金流层面	净买入量占比	1.64%	0.07	55.32%

通过有效性检验的因子累计IC走势（衡量预测能力的稳定性）



利用有效因子等权复合后进行的分组测试结果

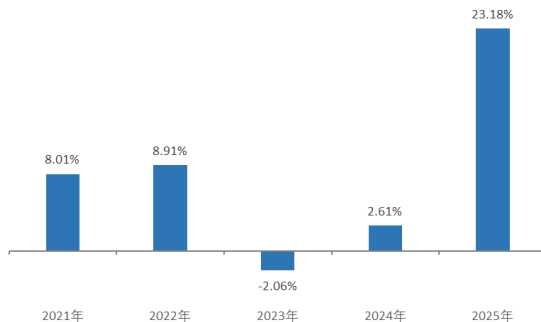


➤ 打新胜率与二级市场整体表现存在较强联动

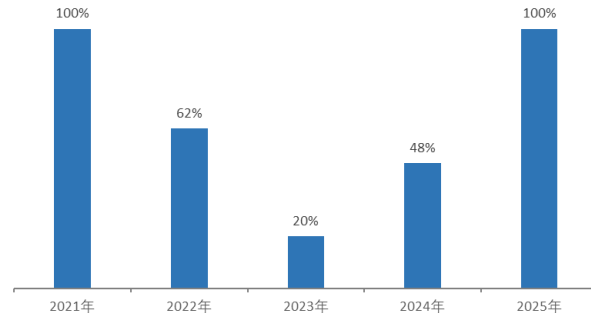
□ 2024年以来，随着公募REITs赚钱效应增强，一级市场网下打新热度也相较此前有所提升，尤其自2025年二级市场贝塔行情逐步显现后，带动新发REITs网下抢筹情形持续演绎，打新作为安全边际较高的套利手段，其胜率也迎来明显放大。本文结合已上市REITs的网下配售规则进行打新收益率测算，测算过程中涉及到的参数包括网下获配率、配售份额锁定期、资金占用期、资金占用期的机会成本，其中配售份额锁定期根据各REITs实际配售安排而定，若涉及前三个交易日份额流通受限的情形，则按照上市第四个交易日均价卖出作为持有期收益的计算前提；资金占用期则根据实际缴款期（均采用募集结束日）至上市后份额可自由流通日作为统计区间，占用期的机会成本取货币基金平均7日年化收益率。

□ 从已上市REITs的打新收益测算结果来看，不同年份以及不同类型下，REITs打新收益呈现分化，其中在二级表现突出、一级供给节奏中性偏缓的年份下，打新胜率较高；行业板块方面，历史平均打新胜率超过50%的类型顺次为环保/水利/市政、能源、产业园、仓储、保障房。

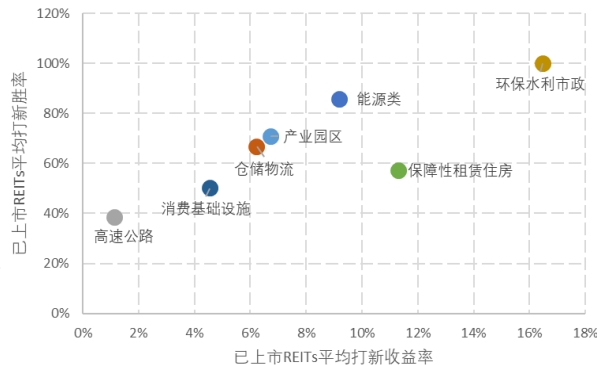
历史各年度上市REITs打新收益率均值



历史各年度上市REITs打新胜率均值



各行业板块已上市REITs平均打新收益率与打新胜率分布



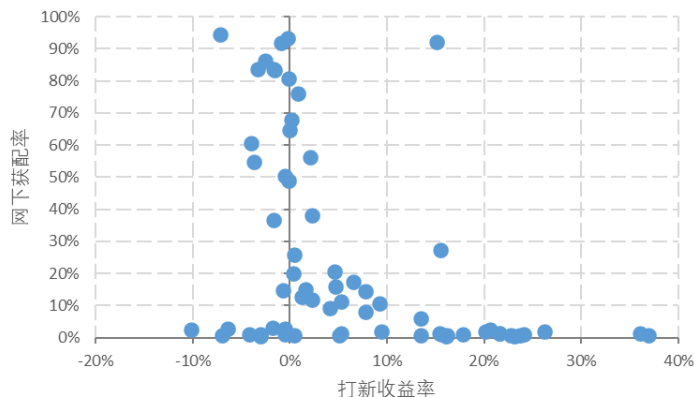
历史各年度不同行业REITs平均打新胜率统计

行业类型	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
产业园区	100%	100%	0%	43%	100%
仓储物流	100%	-	0%	33%	100%
高速公路	100%	0%	0%	40%	-
环保水利市政	100%	-	-	100%	100%
能源类	-	100%	50%	100%	-
保障性租赁住房	-	75%	-	0%	100%
消费基础设施	-	-	-	43%	100%

3.4 Alpha收益之网下打新：从后视镜视角寻找提升胜率线索

- 关注询价缴款前一个月市场及所处板块涨跌幅，以及REITs拟募集规模、分派率同类排名或能更好预判打新确定性
- ❑ 如前文所述，REITs网下打新收益率与正收益概率在不同年份以及不同类型上有所分化，在二级市场交投情绪及赚钱效应突出阶段，打新所带来的确定性较高，而在市场震荡或趋弱阶段，若要提高打新胜率，标的选择比无差别参与更为重要。结合已上市REITs的打新收益率数据来看，与网下获配率、资金占用期等影响因素关联度较高，尤其对于网下获配率而言，与打新收益负相关程度更为明显，但这类影响要素发生在机构实际参与后，对于事前预判REITs打新收益作用有限，因此本文从二级市场、中观板块、个券层面分别寻找可能会影响打新收益的指标，并测算与打新收益的相关性情况，从而在如何提升打新胜率、选择标的方面给到投资人一定启示。
- ❑ 从下表统计结果来看，根据相关性分析的判定标准，将相关系数绝对值在0.3以上的指标视为与打新收益有一定相关性，其中相关性较强的要素包括REITs发行前一个月二级市场涨跌幅、所处板块前一个月涨跌幅以及所处板块IRR估值分位数，进一步结合相关性方向来看，若在询价缴款前至少一个月内REITs指数层面及对应板块整体实现正收益（即估值处于上市以来相对高位）的情形下，打新收益确定性会更高；此外，在呈现弱相关的指标中，拟募集规模、分派率同类排名呈负相关指向，网下配售比例呈现正相关指向，即规模较小、分派率排名越靠前、网下配售份额占比越高的标的，打新确定性更强。

公募REITs网下打新收益率与网下获配率的分布



可能影响REITs打新收益率的指标对应的相关性情况

维度	指标	与打新收益率的相关系数测算
市场整体	募集期前一个月涨跌幅_基于加权价格指数	0.46
	募集期前一个月换手率	0.01
中观板块	对应板块已发行数量占比	-0.26
	板块指数前一个月涨跌幅	0.51
	所处板块IRR估值分位数	-0.49
REITs标的层面	拟募集规模	-0.33
	拟募集规模相较评估价值的超募比例	0.14
	网下配售比例	0.33
	分派率在所处板块中的排名	-0.31
	询价上限较下限的超出幅度	0.12

- 1、政策调整风险：REITs相关政策规定存在不确定性；
- 2、项目运营风险：项目运营受市场或团队变动等影响可能不及预期；
- 3、流动性风险：二级市场流动性不足风险；
- 4、估值波动风险：经济冲击等导致项目估值波动的风险；
- 5、基金治理风险：外部委托管理模式下可能存在的利益冲突风险等；

注：基金相关信息及数据仅作为基金研究使用，不作为募集材料或者宣传材料；本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

Thanks
