



策略专题

证券分析师

吴开达

资格编号: S0120521010001

邮箱: wukd@tebon.com.cn

张冬冬

资格编号: S0120521020004

邮箱: zhangdd@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

1. 《资金活跃度有所降低, 增持成长类形成共振》, 2021.6.22
2. 《“固收+”绝对收益产品新策略——基于首批公募 REITs 上市的思考》, 2021.6.21
3. 《上沿勿躁, 把握 REITs 二级市场》, 2021.6.20
4. 《七一献礼, 开启中国 REITs 新时代——战略看多首批公募 REITs 系列研究合集 V1.0-》, 2021.6.19
5. 《过会数量大幅增加, 询价关注英科再生——周观新股 2021 年 6 月第 3 周-》, 2021.6.19

REITs 生命周期

全分类收益率相关性分析

投资要点:

- **REITs 是股还是债?** REITs 的收益与风险特征使其兼具股债属性, 是独立于股、债、商品以外的第四类资产配置。美国 REITs 在近 40 年中的年化复合回报率高达 11.57%, 高收益的背后也伴随着显著的周期波动。数据中心接近两倍国债的 BETA 值来自于高息票与长久期, 伴随着降息周期的推进, 收益率的弹性也随之放大。林场、酒店度假村与特殊地产的底层资产业绩受经济景气度影响较大, 部分资产以商业模式为主的 REITs 会受市场大环境的影响而产生波动, 因此受整体经济因素的影响高于大盘, 从而使其股价较为敏感、系统风险较高, 故而在资本市场中会表现出较强股性。活动房屋、独立店面、仓储为典型的中性 REITs, 该类 REITs 防御性较强, 长期来看与经济景气程度的关联度较低。
- **REITs 的盛衰兴废。** 美国权益型 REITs 总收益率与大多数宏观指标相关系数都很低, 通过以稳定股息率为表征属性的利差分析, 降息周期中的 REITs 收益率普遍呈现较高水准。货币政策的转向往往伴随 REITs 收益的显著变化。REITs 收益率领先于对外贸易景气度, 无明显线性关系。就业水平是影响 REITs 收益率的重要因素, 非农失业率与权益 REITs 收益率有较强的正相关性。REITs 收益率与股票市场收益率较为同步, 整体权益型 REITs 偏股型特征显现。REITs 具有抗通胀属性, 不动产长期回报率能够覆盖通胀属性。GDP 与 REITs 收益率呈现一定程度负相关。造成这一现象的原因一方面在于 GDP 高增长的市场一般被高估, 从而导致较低的收益率; 另一方面, GDP 低增长时政府往往会采用积极的货币政策和财政政策, 对 REITs 的收益率可能会产生正向作用, 这也说明 REITs 最佳的投资期处于降息环境下。美国 REITs 不动产占比高, 房地产市场繁荣程度可反映 REITs 整体表现。
- **全分类收益率相关性分析。** 货币供应可抬高多类 REITs 收益水平, 如办公、零售、住宅、酒店/度假村等。货币供应量提升一方面可以促进生产, 提高销售收入及利润; 另一方面, 多余的社会购买力将投入股市, 抬高股价, 促进多个行业 REITs 收益率的提升。进出口贸易水平可正向影响基建 REITs 收益率; 房地产发展对林业 REITs 间接产生正向作用; 利差与个人抵押贷款 REITs 相关度最高; 失业率与社区商业中心 REITs 有一定的正相关性, 与特殊地产类 REITs 有较强的负相关性; 独栋、基础设施和特殊地产 REITs 与核心 CPI 的相关性较强; 独栋和特殊地产 REITs 收益率都和 GDP 增长率具有较强的正相关性。
- **基建 REITs 收益几何?** 美国是 REITs 的发源地, 其 REITs 市场相对完善。其中基础设施建设与数据中心分别完美对应了国内的传统基建与新基建。从历史变化趋势来看, 美国电塔转为 REITs 之后 (2012.1.1 至今) 的股价走势呈明显的增长趋势。美国纯基建型 REITs 产品收益率绝大多数时候跑赢 FTSE 全美权益型 REITs 指数, 对投资者较有吸引力。随着数字经济时代的到来, 为了支撑数字化产业的发展, 以 5G、大数据、人工智能等为主的新型基础设施已成为数字时代发展的基石。以美国数据中心 REITs 为例, 目前美国上市 IDC REITs 有 5 支, 在美国权益类 REITs 里数量占比为 3%。易昆尼克斯 (EQIX.N) 成立于 1998 年, 于 2015 年 1 月 1 日起正式成为 REITs。在 2020 年疫情的冲击下, 公司股价甚至达到了新高。美国的数据中心型 REITs 是新基建 REITs 产品的典型代表, 其收益率优于股票市场跑赢标普 500。
- **风险提示:** 基础设施项目经营风险、管理机构的履约风险、内部人控制风险。



内容目录

1. REITs 是股还是债？	4
1.1. REITs 是二级市场新蓝海	4
2. REITs 的盛衰兴废	5
2.1. 权益型 REITs 的投资周期.....	6
2.1.1. 货币供应量 M2.....	6
2.1.2. 对外贸易景气度	6
2.1.3. REITs 股息率-10 年期国债利率差额	7
2.1.4. 非农失业率.....	7
2.1.5. 标普 500.....	8
2.1.6. 核心 CPI.....	8
2.1.7. GDP.....	9
2.1.8. 美国房地产市场景气度.....	9
2.2. 分行业 REITs 研究	10
3. 基建 REITs 收益几何？	11
3.1. 传统基建.....	12
3.2. 新基建	13
4. 风险提示.....	14

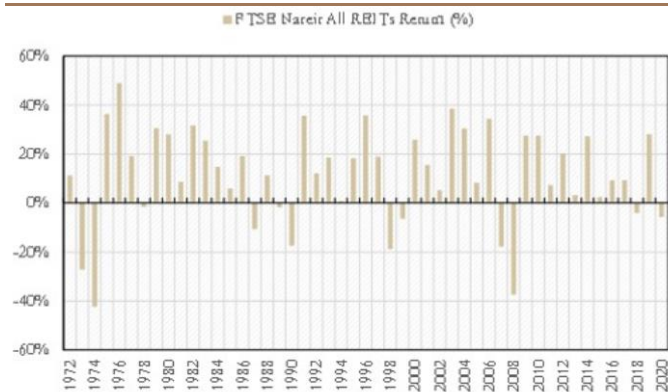
图表目录

图 1: REITs 收益波动较大	4
图 2: 近 40 年复合年化回报率高达 11.57%	4
图 3: 全种类 REITs 股债贝塔值分析	5
图 4: 权益型 REITs 与各类指标相关性与时效性	6
图 5: 货币政策转向往往伴随 REITs 收益的显著变化	6
图 6: 对外贸易景气度与 REITs 收益率无明显关系	7
图 7: REITs 股息率-10 年期国债利率与 REITs 收益率有较强负相关性	7
图 8: 非农失业率与权益 REITs 有较强的正相关性	8
图 9: REITs 收益率与股票市场收益率较为同步	8
图 10: REITs 具有抗通胀能力	9
图 11: GDP 与 REITs 收益率呈现一定程度负相关	9
图 12: 房地产市场繁荣程度可以反映 REITs 整体表现	10
图 13: 细分行业 REITs 与各指标相关系数	11
图 14: 转型 REITs 过后的 AMT 股价长期处于上行阶段	12
图 15: 基建 REITs 在 2015 年后回报率高于权益型 REITs 收益水平	12
图 16: 数据中心 REITs 在疫情影响股价仍创新高	13
图 17: 数据中心类 REITs 长期收益率优于标普 500	13
图 18: 数据中心类 REITs 上市虽晚, 但整体收益水平较高	14

1. REITs 是股还是债？

REITs 的收益与风险特征使其兼具股债属性，是独立于股、债、商品以外的第四类资产配置。美国 REITs 在近 40 年中的年化复合回报率高达 11.57%，高收益的背后也伴随着显著的周期波动。

图 1：REITs 收益波动较大



资料来源：Nareit，德邦研究所

图 2：近 40 年复合年化回报率高达 11.57%

	FTSE Nareit		S&P 500	Russell 2000	Nasdaq Composite	Dow Jones Industrial Average
	All REITs	All Equity REITs				
2021: YTD	8.48	8.32	6.17	12.70	2.95	8.29
1-Year	36.94	34.24	56.35	94.85	73.40	53.78
3-Year	10.35	10.78	16.78	14.76	24.54	13.61
5-Year	7.19	7.19	16.29	16.35	23.44	15.99
10-Year	9.27	9.35	13.91	11.68	18.22	13.09
15-Year	6.46	6.74	10.02	8.83	12.25	10.28
20-Year	10.10	10.43	8.47	9.76	10.37	8.83
25-Year	9.83	10.28	9.59	9.36	10.46	7.36
30-Year	10.26	10.73	10.42	10.44	11.68	8.42
35-Year	8.94	9.95	10.82	9.66	10.72	8.63
40-Year	9.95	11.29	11.63	10.44	10.91	9.12
1972 - 2021	9.56	11.57	10.90	-	8.76	7.61

资料来源：Nareit，德邦研究所

REITs 的税收优惠，使得美国不少普通股票成功转型从而免收公司税，标的要求符合 75% 以上的总资产投资于不动产，且最低股息分派比率高达 90%。REITs 的底层资产一般已具有较为成熟的经营模式与运营能力，所以可保证较为稳定的收益来源。与此同时，REITs 的强制高比例分红机制保证了 REITs 每年较为稳定的现金流入，其可持续稳定获利的收益特征与分红率类似于债券派息，所以与债券等固收类产品有一定相似性，进而体现出 REITs 债性的特点。

从另一角度而言，消费者购买 REITs 产品时本质购买的是股权，其价格波动受股市影响较大，体现了股性的特征；虽然 REITs 的底层资产升值会带来股权升值，但其底层资产的净值会因经济周期与项目运营情况的变化而有所波动，影响二级市场中的基金份额净值。结合 REITs 的收益特征与风险特性来看，公募 REITs 可被视为一种介于股票与债券之间的金融产品。

1.1. REITs 是二级市场新蓝海

REITs 是 A 股市场新蓝海，兼具股性与债性。将不同类 REITs 的 BETA 值作为风险收益率，并分别与股票市场和债券市场进行敏感性分析，从而更好确定其属性以分析后续不同经济周期中的收益表现。

债券市场中 BETA 值最高的分别为数据中心与基础设施类 REITs，BETA 值分别为 1.78 和 1.29，远高于其自身股市 BETA 值，因此体现出债性更强的特点。股票市场中 BETA 值最高的为林场、酒店度假村与特殊地产，分别达到 1.48、1.31 与 1.11，其 BETA 值均大于 1，故而风险收益率均高于股市平均风险收益率，在资本市场中有较强股性。而仓储、独立店面及活动房屋类 REITs 的股债相关性都不高，资本表现更倾向于中性。

数据中心接近两倍国债的 BETA 值来自于高息票与长久期，伴随着降息周期

的推进，收益率的弹性也随之放大。基础设施类 REITs 的底层资产主要依靠设备的租赁（美国）因此现金流较为稳定且可对未来现金流进行估值，所以其波动性较低，流动性风险较小且预期分派收益率较高，从而体现出债性特点。

林场、酒店度假村与特殊地产的底层资产业绩受经济景气度影响较大，部分资产以商业模式为主的 REITs 会受市场大环境的影响而产生波动，因此受整体经济因素的影响高于大盘，从而使其股价较为敏感、系统风险较高，故而在资本市场中会表现出较强股性。股性较强的 REITs 还包括办公、工业及多样化，其股市 BETA 值均远大于债市 BETA 值，反映出其较高的风险收益率。

活动房屋、独立店面、仓储为典型的中性 REITs，股债 BETA 值均不高。该类 REITs 防御性较强，长期来看与经济景气程度的关联度较低。同时，中性 REITs 的底层资产受周期波动影响较小，因此收益率和业绩较为稳定，长期回报率较高，而敏感性于股市而言也相对较弱。

图 3：全种类 REITs 股债贝塔值分析

REITs分类	股市beta	债市beta	资本市场属性
林场（2011）	1.48	-1.20	股
酒店度假村（1995）	1.31	-1.02	股
特殊地产（2015）	1.11	-0.83	股
工业（1995）	0.96	0.19	股
零售-社区商业中心	0.94	-0.48	股
零售-购物中心	0.85	-0.03	股
办公（1995）	0.85	-0.21	股
多样化（1995）	0.84	-0.18	股
零售（1995）	0.83	-0.14	股
住宅-独栋（2015）	0.80	-0.22	股
住宅-公寓（1995）	0.68	-0.13	股
住宅（1995）	0.67	-0.09	股
医疗（1995）	0.62	0.42	股
零售-独立店面（1995）	0.54	0.39	中性
住宅-活动房屋（1995）	0.52	0.40	中性
仓储（1995）	0.43	0.32	中性
基建（2012）	0.37	1.29	债
数据中心（2015）	0.26	1.78	债

资料来源：Wind, Nareit, Bloomberg, 德邦研究所

2. REITs 的盛衰兴废

REITs 具有股性和债性的双重特性为 REITs 的收益带来更多可能性，在不同的经济状态下 REITs 会表现出不同性质，经过研究发现，REITs 在降息周期中可以获得更好的投资回报。与标普 500 的相关性高度正相关，说明 REITs 在很多情况下表现出较强的股性；同时 REITs 在政府部门采取积极的货币政策和财政政策时能获得更好的投资回报，为具体探究 REITs 的投资周期，我们对关键经济指标与 REITs 的相关性进一步研究。

2.1. 权益型 REITs 的投资周期

美国权益型 REITs 总收益率与大多数宏观指标相关系数都很低，通过以稳定股息率为表征属性的利差分析，降息周期中的 REITs 收益率普遍呈现较高水准。

图 4：权益型 REITs 与各类指标相关性与时效性

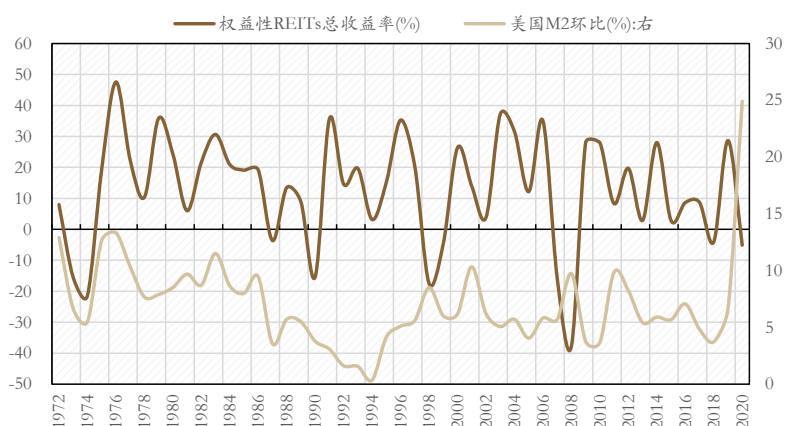
权益型REITs总收益率	相关性	相关系数	领先/滞后
货币供应量M2同比变动	负	-0.03	-
对外贸易景气度	正	0.10	领先
REITs股息率-10年期国债利率	负	-0.26	滞后
非农失业率	正	0.30	滞后
S&P500收益率	正	0.53	-
核心CPI	正	0.01	-
GDP同比变动	负	-0.23	领先
房地产市场景气度	正	0.40	-

资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.1.1. 货币供应量 M2

货币政策的转向往往伴随 REITs 收益的显著变化。美国权益型 REITs 与货币供应量 M2 无显著相关性；但可以发现，每当货币政策出现转向时，权益 REITs 的收益率也会出现显著变化，但变动方向暂无规律可循。具体研究近些年发生的货币政策转向，排除疫情因素，2014-2016 年和 2018-2019 年货币供应量由减转增都伴随权益 REITs 收益的提升；2017-2018 年货币供应量的减少伴随着权益 REITs 收益的降低。

图 5：货币政策转向往往伴随 REITs 收益的显著变化



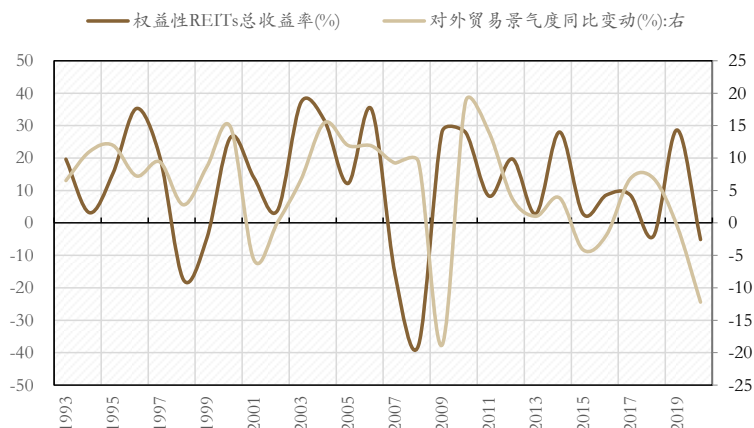
资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.1.2. 对外贸易景气度

REITs 收益率领先于对外贸易景气度，无明显线性关系。对外贸易景气度同比变动与权益型 REITs 的相关性很低，对外贸易景气度同比变动不会造成权益类 REITs 的收益率的显著变化；但 REITs 收益率领先于对外贸易景气度，在 2001-2003 年间和 2009-2010 年间，REITs 的收益率上行，随后对外贸易景气度

扭减为增；而 2007-2008 年间 REITs 收益率快速下跌，紧接着对外贸易景气度也随之下跌。

图 6：对外贸易景气度与 REITs 收益率无明显关系

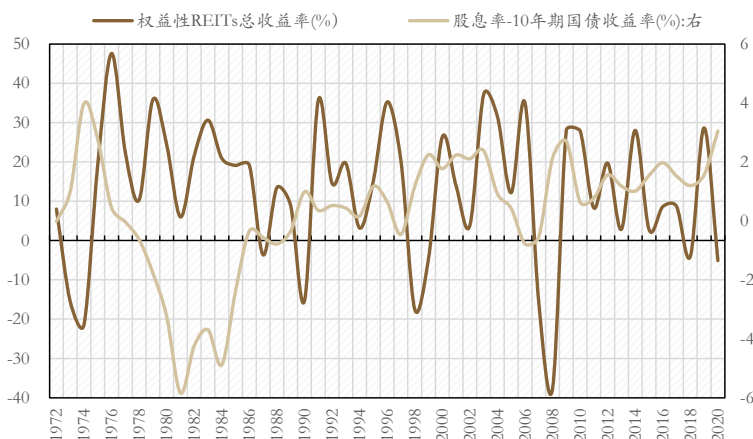


资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.1.3. REITs 股息率-10 年期国债利率差额

REITs 股息率减 10 年期国债利率的利差与 REITs 收益率有较强负相关性。REITs 股息率-10 年期国债利率可以用来衡量 REITs 股息率的风险溢价，说明当 REITs 股息率的风险溢价降低时，即市场无风险收益率提高时（承担相同的风险但收益率低了），REITs 的资本利得下降，此时 REITs 的股性较强，其收益受价格的影响较大，例如加息时 REITs 的价格往往会下降，导致收益降低。

图 7：REITs 股息率-10 年期国债利率与 REITs 收益率有较强负相关性

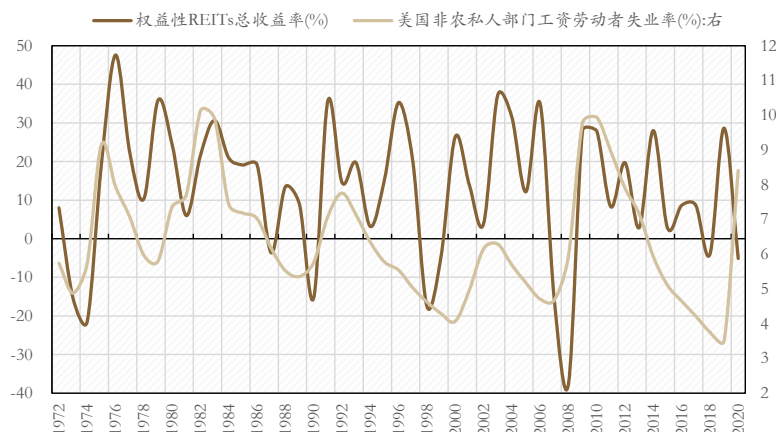


资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.1.4. 非农失业率

就业水平是影响 REITs 收益率的重要因子，非农失业率与权益 REITs 收益率有较强的正相关性。失业率的上升通常会伴随权益性 REITs 收益率的提升，并有一定的滞后效应。其滞后效应可能是由于失业率上升时，政府部门采取的扩张性财政政策和货币政策会推高 REITs 的收益率。

图 8：非农失业率与权益 REITs 有较强的正相关性



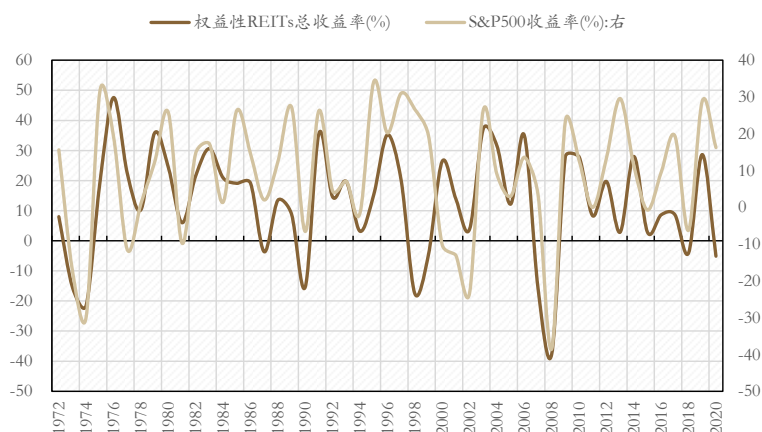
资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.1.5. 标普 500

REITs 收益率与股票市场收益率较为同步，整体权益型 REITs 偏股型特征显现。标普 500 指数收益率变动与权益型 REITs 收益率变动高度正相关，1972-2020 年内基本呈现同趋势变动，这是由于 REITs 同时具有股票和债券的双重属性，而标普 500 指数与 REITs 的高相关性也验证了 REITs 的股性。

投资者选择证券产品除了依赖上市公司基本面及财务业绩，同时更加关注市场中释放的各种经济信号，而股市可以说是经济的晴雨表，投资者一方面关注 REITs 分红收益情况，另一方面也会重视股票市场的变化情况。当股票市场繁荣，一定程度上反应上市公司的估值及收益表现良好，同时也反映了国家相对宽松的货币政策，REITs 的预期分红收益率将会增加，造成需求增加且市场中 REITs 供不应求，投资者进而获得更高的资本利得。

图 9：REITs 收益率与股票市场收益率较为同步



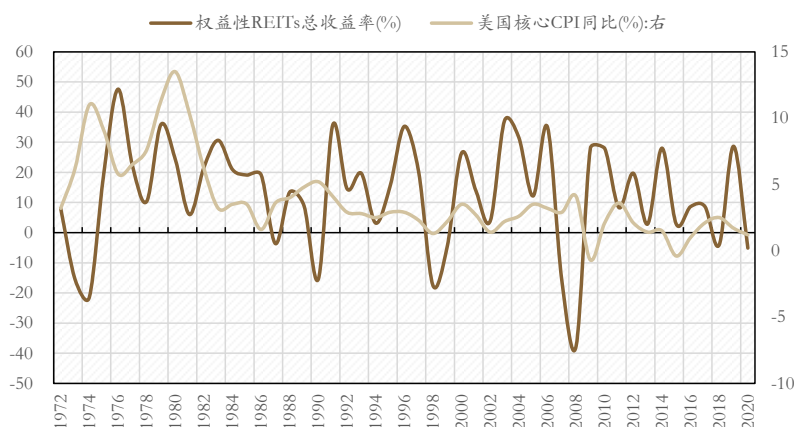
资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.1.6. 核心 CPI

REITs 具有抗通胀属性，不动产长期回报率能够覆盖通胀属性。CPI 一定程度上可以反映通货膨胀水平，根据美国核心 CPI 与权益型 REITs 长期相关系数估算结果，在美国 REITs 市场上 REITs 收益率与通货膨胀水平存在长期正相关性，

且 1972-2020 年间，在绝大多数年份 REITs 的回报率均跑赢通胀，说明 REITs 存在一定的抗通胀能力，这也与其自身的特殊属性有关。房地产主要收入来源包括租金收入和资产增值两部分，一个地区住房租金的增速可以体现通胀增速，房地产资产的抗通胀属性进而会传导至 REITs。

图 10：REITs 具有抗通胀能力

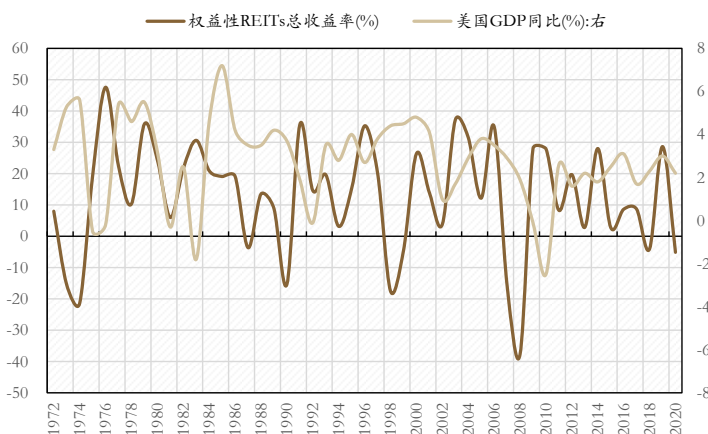


资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.1.7. GDP

GDP 与 REITs 收益率呈现一定程度负相关。根据美国 GDP 同比变动长期相关系数估算结果，GDP 同比变动率与权益型 REITs 收益率呈现一定程度的负相关，相关系数-0.23。造成这一现象的原因一方面在于 GDP 高增长的市场一般被高估，从而导致较低的收益率；另一方面，GDP 低增长时政府往往会采用积极的货币政策和财政政策，对 REITs 的收益率可能会产生正向作用，这也说明 REITs 最佳的投资期处于降息环境下。

图 11：GDP 与 REITs 收益率呈现一定程度负相关



资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

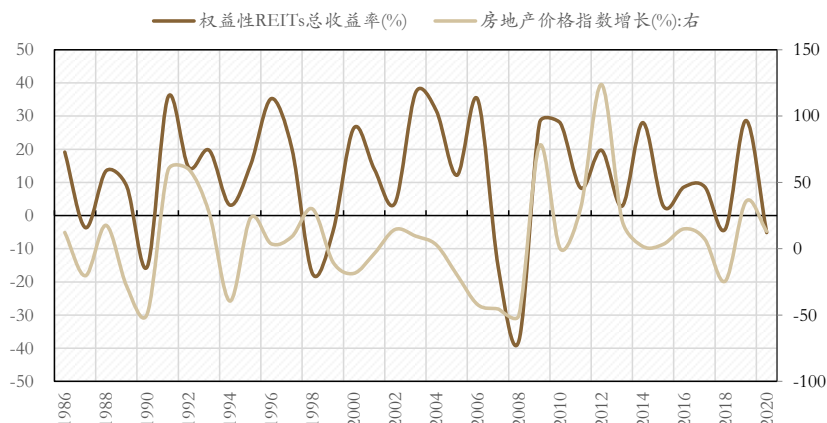
2.1.8. 美国房地产市场景气度

美国 REITs 不动产占比高，房地产市场繁荣程度可反映 REITs 整体表现。根据房地产市场景气指数长期相关系数估算结果，美国房地产市场景气指数与权益型 REITs 收益水平存在一定正相关性，相关系数为 0.21，这与 REITs 更偏向于类

似股票、债券，不是纯粹的房地产直接投资工具有关。当房地产市场繁荣，资产估值增加，导致银行对 REITs 的风险评级降低，进而降低贷款成本，增加可分派收入；投资者情绪方面，房地产市场繁荣，资产价格上涨，供求紧张，投资者可通过 REITs 投资房地产，获得资产增值的收益。

住房市场指数降幅最大出现在 2007 年美国发生次贷危机时，这场危机是一起典型的由住房消费引起的信任危机和经济危机，对房地产市场造成了巨大冲击，REITs 收益率也相应大幅下滑，呈现同趋势变动。

图 12：房地产市场繁荣程度可以反映 REITs 整体表现



资料来源：Wind, Nareit, 德邦研究所

2.2. 分行业 REITs 研究

货币供应可抬高多类 REITs 收益水平。货币供应量 M2 与权益型 REITs 虽无显著相关性，但与多个细分行业相关性较强，如办公、零售、住宅、酒店/度假村等，相关系数均达到 0.3 以上。货币供应量提升一方面可以促进生产，提高销售收入及利润；另一方面，多余的社会购买力将投入股市，抬高股价，促进多个行业 REITs 收益率的提升。

进出口贸易水平可正向影响基建 REITs 收益率。贸易景气度与细分行业 REITs 收益率整体相关性不强，如独立店面、医疗、工业、社区商业中心 REITs 收益水平与贸易量水平不存在显著的长期相关关系，这是由资产属性的不同造成的：独立店面的运营效益更多取决于美国民众的品牌及消费习惯的偏好，与进出口贸易关联较小；医疗属国民医疗卫生板块，取决于国家的医疗技术发展水平，外贸体系未有明显传导机制；货物或服务外贸均与之无明显关联性；工业和社区商业中心更多取决于工业、建筑业发展水平。而基建 REITs 与贸易景气度相关度较高则是由于美国基础设施竞争力落后于很多国家，《中国对外承包工程发展报告 2015》显示，美国已成为中国企业对外承包工程的十大市场之一，借用国外较强的工程建设能力可以快速提升本国的基建水平。

房地产发展对林业 REITs 间接产生正向作用。房地产景气度与个别 REITs 收益水平存在正相关性，相关系数达到 0.2 以上，包括办公、工业、零售及林场等，其中零售包括购物中心、社区商业中心和独立店面，这些工业及商业地产均与房地产景气度息息相关；由于原材料木材的供应处于行业上游，是产业链中较为重要的一环，所以林业对 REITs 收益率产生间接的正向作用。

利差与个人抵押贷款 REITs 相关度最高。权益型 REITs 收益率与利差的相关系数为-0.26，而个人抵押贷款 REITs 与利差呈现正相关，相关系数 0.34，这是由于利差的上升意味着无风险利率的下降，从而促进房屋抵押贷款的发展。

失业率与社区商业中心 REITs 有一定的正相关性,与特殊地产类 REITs 有较强的负相关性。当失业率上升时,经济下行,居民消费能力下降,特殊地产 REITs 持有的电影院,赌场等资产的收益降低使得特殊地产 REITs 收益率降低,表现出与失业率的负相关性。

多种 REITs 与标普 500 具有强相关性。工业、独立门面、住宅、活动房屋、独栋、多样化、酒店度假村、林场、基础设施、数据中心、特殊地产、商业抵押贷款 REITs 等都和标普 500 有较强的相关性,说明上述 REITs 的股性都较强,同时也说明上述 REITs 与经济的相关性较高。其中数据中心 REITs 与标普 500 相关性最高,相关系数高达 0.96;而办公室 REITs 与标普 500 的相关性很低。

独栋、基础设施和特殊地产 REITs 与核心 CPI 的相关性较强。其中特殊地产 REITs 的相关性最强。当核心 CPI 增长时,即由需求拉动的消费价格上涨,反映出经济增长,居民收入提高,消费能力增强,特殊地产 REITs 持有的电影院,赌场等资产的收益提升使得特殊地产 REITs 收益率提高。

独栋和特殊地产 REITs 收益率都和 GDP 增长率具有较强的正相关性。当 GDP 增长率上升时,经济上行,房地产市场随之繁荣,使得独栋 REITs 的收益率增长,同时经济的增长带来居民收入的提升,消费需求上升,使得特殊地产 REITs 持有的电影院,赌场等资产的收益率提高,进一步使得特殊地产 REITs 的收益率上升。

图 13: 细分行业 REITs 与各指标相关系数

REITs分类	M2同比(%)	进出口额同比(%)	房地产景气度同比(%)	利差(%)	失业率(%)	S&P500收益率(%)	核心CPI同比(%)	GDP(%)
办公	-0.38	0.28	0.54	0.12	-0.20	0.00	0.09	0.04
工业	-0.20	0.00	0.29	-0.13	-0.08	0.52	-0.02	0.00
零售	-0.36	0.10	0.24	-0.15	0.20	0.28	-0.17	-0.20
购物中心	-0.34	0.21	0.23	-0.24	0.02	0.28	-0.05	-0.08
社区商业中心	-0.41	0.02	0.21	-0.10	0.31	0.24	-0.19	-0.25
独立店面	-0.34	0.07	0.11	-0.08	0.13	0.32	-0.08	-0.30
住宅	-0.34	0.20	0.00	-0.15	0.12	0.33	-0.27	-0.19
公寓	-0.37	0.24	-0.01	-0.17	0.12	0.30	-0.26	-0.18
活动房屋	-0.24	-0.20	0.12	0.08	0.11	0.44	-0.29	-0.26
独栋	-0.08	-0.06	-0.24	0.04	-0.28	0.85	0.43	0.53
多样化	-0.35	0.19	0.07	-0.19	0.06	0.36	-0.07	-0.10
医疗	-0.19	0.06	-0.12	-0.10	0.07	0.10	0.04	-0.09
酒店度假村	-0.39	0.04	0.11	-0.10	0.22	0.45	-0.14	-0.25
仓储	-0.01	0.13	0.06	-0.05	0.23	0.05	-0.08	-0.08
林场	0.13	-0.08	0.40	0.16	0.14	0.72	0.17	-0.09
基础设施	-0.20	0.39	0.14	-0.17	-0.29	0.48	0.36	-0.16
数据中心	0.18	-0.19	-0.08	0.29	-0.01	0.96	0.13	0.28
特殊地产	-0.43	0.24	-0.19	-0.29	-0.57	0.64	0.59	0.54
抵押型REITs	-0.13	-0.11	0.10	0.21	0.07	0.19	0.09	-0.13
个人抵押贷款REITs	-0.13	-0.20	0.08	0.34	-0.02	0.04	0.09	-0.03
商业地产抵押贷款REITs	-0.16	0.11	0.46	0.07	-0.05	0.40	-0.16	-0.05

资料来源: Wind, Nareit, Bloomberg, 德邦研究所

3. 基建 REITs 收益几何?

REITs 产品可以根据其不同业态的底层资产及其组合细分为多种不同类型的信托基金,其中以基础设施项目为底层资产的基础建设型 REITs 是重要组成部分。2020 年中共中央政治局常务委员会召开会议,提出“要选好投资项目,加强用地、用能、资金等政策配套,加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度”,将“新基建”的部署逐步深入。

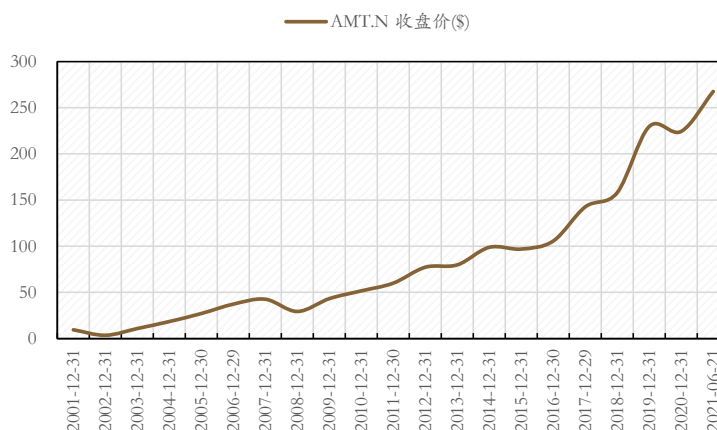
美国是 REITs 的发源地,其 REITs 市场相对完善。美国市场将 REITs 产品

细分为 12 大类,其中基础建设与数据中心分别完美对应了国内的传统基建与新基建。因此,对于我国的基础设施 REITs 可以对标国外产品发展,以美国基础设施建设型 REITs 和数据中心型 REITs 发展看我国新旧基建未来发展方向。

3.1. 传统基建

传统基建指的是物理状态的国家基础设施,如建设矿井、公路、铁路、桥梁、农田水利等。传统基建让国家具备了稳定的基本框架,是国家现代化发展的支撑。以传统基建项目为底层资产的 REITs 是纯基建型 REITs。目前美国上市的基础设施 REITs 一共有 6 只,其中市值最大的是美国电塔 (AMT.N)。美国电塔 (AMT.N) 于 1995 年创建,并于 2011 年最后一天正式转为 REITs,它是目前美国最大的 REITs。从历史变化趋势来看,美国电塔转为 REITs 之后 (2012.1.1 至今) 的股价走势呈明显的增长趋势。从 2011 年的 60 美元一直上涨至 2021 年的 267 美元,期间走势非常稳健,而之前的股价横向波动较多,也不稳定。

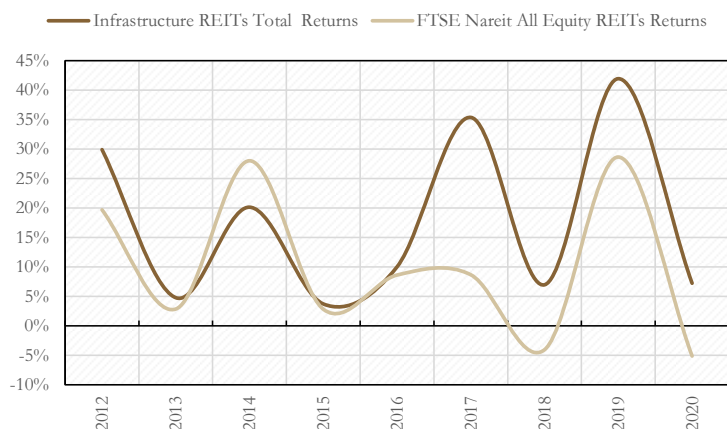
图 14: 转型 REITs 过后的 AMT 股价长期处于上行阶段



资料来源: Wind, 德邦研究所

美国纯基建型 REITs 产品收益率绝大多数时候跑赢 FTSE 全美权益型 REITs 指数,对投资者较有吸引力。

图 15: 基建 REITs 在 2015 年后回报率高于权益型 REITs 收益水平



资料来源: Nareit, 德邦研究所

3.2. 新基建

随着数字经济时代的到来，为了支撑数字化产业的发展，以 5G、大数据、人工智能等为主的新型基础设施已成为数字时代发展的基石。新基建与传统基建的最大区别在于它不仅仅是基建，还是新产业增长支柱、创新投资渠道与新的消费。根据中共中央的表述中国新基建共有七大领域：5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网。

以美国数据中心 REITs 为例，目前美国上市 IDC REITs 有 5 支，（CoreSite Realty Corporation, CyrusOne, Inc., Digital Realty Trust, Inc., Equinix, Inc., QTS Realty Trust, Inc. Class A），在美国权益类 REITs 里数量占比为 3%。其中，最大的是 Equinix (EQIX.O)，其还被纳入标普 500 指数。易昆尼克斯(EQIX.N)成立于 1998 年，于 2015 年 1 月 1 日起正式成为 REITs。易昆尼克斯转为 REITs 之后的股价走势（2015.1.1 至今）也很稳健，在 2020 年疫情的冲击下，公司股价甚至达到了新高。

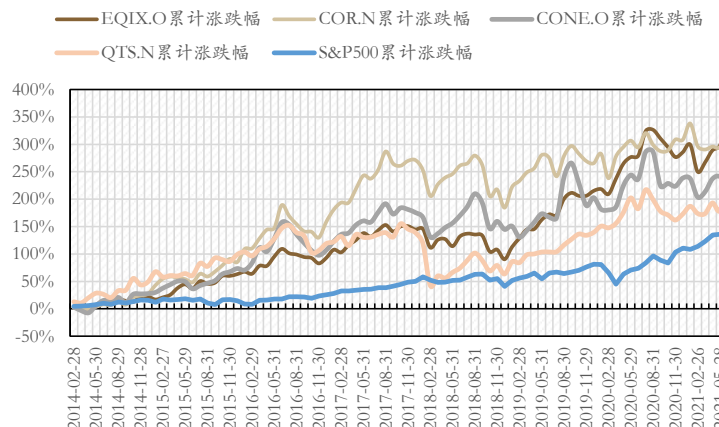
图 16：数据中心 REITs 在疫情冲击下股价仍创新高



资料来源：Wind，德邦研究所

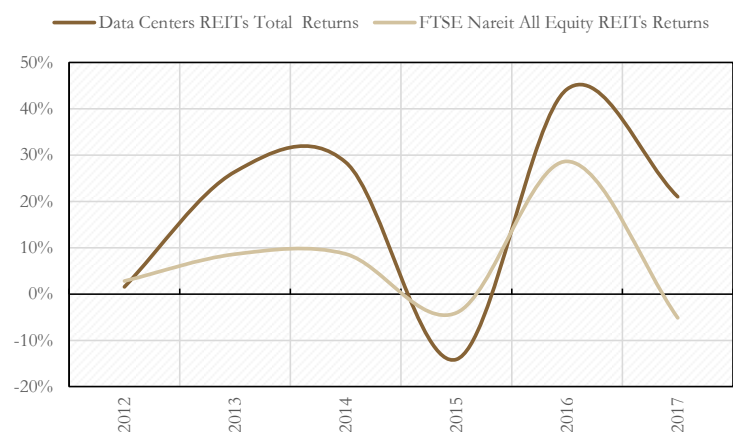
美国的数据中心型 REITs 是新基建 REITs 产品的典型代表，其收益率优于股票市场跑赢标普 500 涨幅且绝大多数时候跑赢 FTSE 权益型 REITs 指数。

图 17：数据中心类 REITs 长期收益率优于标普 500



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18: 数据中心类 REITs 上市虽晚, 但整体收益水平较高



资料来源: Nareit, 德邦研究所

4. 风险提示

基础设施项目经营风险、管理机构的履约风险、内部控制风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

张冬冬，德邦证券研究所策略分析师，于策略知行团队主要负责微观流动性领域研究，3 年策略研究经验，买卖双方研究经验交叉。曾任华安证券、华鑫证券策略分析师，覆盖范围从流动性、估值、行业比较、基金研究到大势研判、金股筛选、主题投资等。力求以微观资金的边际变化与交易结构做可验证、可交叉、可辨伪的实体化策略研究，2020 年 Wind 金牌分析师策略组第五名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。