

芳林新叶催陈叶，REITs的天时地利

摘要

- **从基建到保障房，两个角度的 REITs 扩围。**近期有关加快推进 REITs 发展的政策频出，REITs 扩围有纵向和横向两个角度：纵向上，针对基础设施 REITs，一方面拓宽试点范围，引入更多新的优质项目；另一方面，在已上市项目的基础上，制定存量 REITs 扩募规则，促进 REITs 规模增长。横向上，从基础设施到保障性租赁住房 REITs，我国公募 REITs 将在范围、领域上有所扩围。此外，税收优惠值得关注和期待。从海外 REITs 经验看，相关优惠政策是激活海外较成熟 REITs 市场的重要原因之一，2022 年 1 月，财政部、税务总局发布《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》，拉开了公募 REITs 税收优惠序幕，后续税收优惠政策或扩展至其他税种和项目，若全面落地，将对我国公募 REITs 发展带来较大激励。
- **全球紧缩浪潮，从历史和当下看 REITs 表现。**通过对比历史中加息背景下的 REITs 表现，发现 REITs 与利率并不是单一的同向或反向变动关系，在加息期间，REITs 大多情况实现正回报，且与股市相比，REITs 在加息后 12 个月的表现更好。REITs 不仅跟利率变动有关，还受其他因素作用，如债务水平、股息支付、租金等。REITs 中子行业特征不一，在加息期间对应的表现也各异。从子行业在金融危机后的表现，以及与股市债市相对波动看，住宅、仓储等子行业在波动较大期间变现较稳定。本轮紧缩浪潮，支撑 REITs 表现有三点：其一，与过去相比，REITs 已加强其资产负债表；其二，从美国 REITs 债务平均期限看，未来几年仍可享受低利率的红利；其三，从海外情况看，房地产需求较旺盛，通胀攀升背景下房地产回报可期。
- **海外养老基金中上市 REITs 配置较低，未来比例或升高。**近年 REITs 市值和范围增长较快。截至 2021 年末，全球上市 REITs 总股本市值约为 2.5 万亿美元。机构投资者参与房地产投资主要有 REITs 或 CMBS 等形式，且 REITs 也有私募与公募等多种形式，但养老基金对于公募 REITs 配置占比相对较低。近期海外养老基金对上市公募 REITs 配置有加速增长态势，其一在于 REITs 可投资的范围逐渐拓宽，包括数据中心、信号塔以及工业、物流设施、医疗保健等更有发展机会的领域；其二在于较可观的收益，公募 REITs 在超过两个十年的时间里跑赢了房地产私募股权基金，且风险调整后回报更好。上市 REITs 与股市和债市的相关性较低，与房地产私募股权基金高度相关。
- **未来可期：我国 REITs 的细分赛道。**我国基建 REITs 驶入发展快车道，借鉴海外经验和我国自身发展特点，从基建和房地产分别看，我们认为我国 REITs 未来或将助力基建中的三大领域，分别是水利建设项目、新基建中的新型电力系统和工业互联网、交通基础设施。房地产中有两个大方向可以重点关注，分别是保障性租赁住房 REITs，以及包括养老地产在内的医疗保健相关房地产 REITs。
- **风险提示：**海外紧缩节奏超预期，国内复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 地缘政治下，如何看大宗商品与通胀？
(2022-04-06)
2. 接棒“稳增长”：新消费时代来临
(2022-03-18)
3. 纵有疾风起——2022 年二季度宏观经济与政策展望 (2022-03-08)
4. 常态化回归，效能型“稳增长”开启——2022 年政府工作报告解读
(2022-03-05)
5. “稳增长”与“寻突破”——全国“两会”前瞻 (2022-02-23)
6. 遇见 REITs，在最好的时节
(2022-02-15)
7. 乘风破浪，驶向万亿蓝海——2022 养老金融市场展望 (2021-12-09)

目录

1 从基建到保障房，两个角度的 REITs 扩围.....	1
2 全球紧缩浪潮，从历史和当下看 REITs 表现.....	6
2.1 加息期间 REITs 跑赢的逻辑.....	6
2.2 当下紧缩浪潮，全球 REITs 的支撑点.....	8
3 海外养老基金中上市 REITs 配置较低，未来比例或升高.....	9
4 未来可期：我国 REITs 的细分赛道.....	11

在上一篇关于 REITs 及房地产产业链的专题《遇见 REITs，在最好的时节》中，我们梳理了我国 REITs 的发展现状及政策导向，海外 REITs 发行的经验及侧重方向，未来我国 REITs 的发展潜力。近期多地从需求端释放房地产政策边际宽松信号，且出台 REITs 扩围的相关指示，这既是对上一篇专题主要观点的印证，也进一步说明房地产产业链变化正在进行。本篇专题从近期扩围的保障性租赁住房 REITs 入手，从资产纵深上研究 REITs 在整个房地产产业链的作用，并结合近期的全球紧缩浪潮，比较加息时期 REITs 的表现特点，对未来 REITs 的发展作出进一步判断。

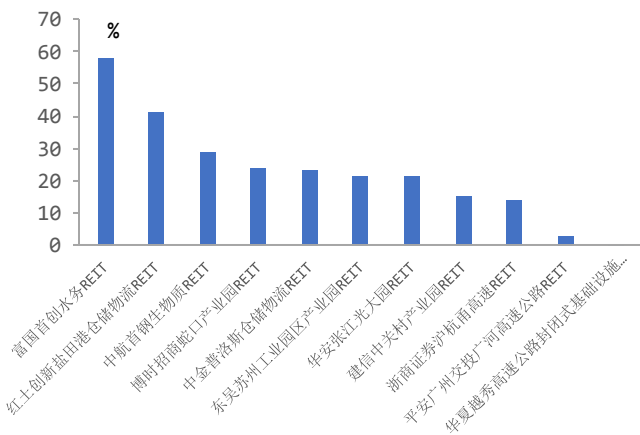
1 从基建到保障房，两个角度的 REITs 扩围

近期加快推进 REITs 发展的相关政策频出：3月28日，国家发改委发布《关于进一步做好社会资本投融资合作对接有关工作的通知》提出，推动更多符合条件的存量项目发行基础设施 REITs；3月18日，证监会表示正会同相关部委，进一步深入推进基础设施 REITs 试点，完善制度机制，拓宽试点范围，并指导沪深交易所研究制定 REITs 扩募规则；沪深交易所均表示，正紧锣密鼓地进行相关业务的技术准备工作，积极引导有扩募需求的 REITs 做好资产筛选，扩大标杆产品规模。据统计，目前全国正在实质性推进基础设施 REITs 发行准备的项目接近 100 个，从项目范围看，可以引入 REITs 模式的基础设施项目主要包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，污染治理、信息网络、产业园区等其他基础设施，其中高速公路、产业园区、能源等类别的项目可能成为未来一段时期公募 REITs 扩容的主要方向。

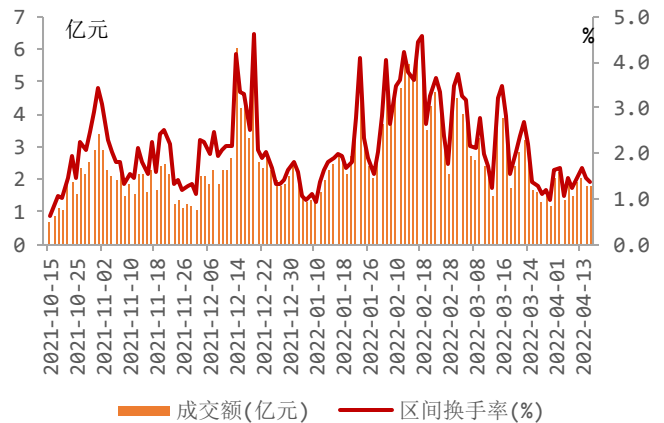
纵向上，针对基础设施 REITs，在扩大试点范围的基础上，引入扩募机制。在基础设施 REITs 发展上，一方面拓宽试点范围，引入更多新的优质项目。3月23日，华夏中国交建高速公路封闭式基础设施证券投资基金正式获批，是 2022 年首单获批的公募 REITs，行业首单央企高速公路 REITs 项目，31 日公告称华夏中国交建 REIT 于 2022 年 4 月 7 日正式发售，募集总规模为 93.99 亿元，成为目前市场上发行规模最大的公募 REITs 产品；此外，鹏华深圳能源清洁能源封闭式基础设施证券投资基金也已于前期正式上报至深交所。从地域政策看，北京、上海、广州、苏州、南京、成都、西安、无锡、天津等市政府或发展改革部门，针对基础设施 REITs 出台专项支持政策，鼓励本地区项目积极参与试点；此外，国务院印发的“十四五”现代综合交通运输体系发展规划、支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见，发改委、商务部印发的深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入若干特别措施等多份文件中，明确提出推进基础设施 REITs 工作，形成良好的政策氛围。

另一方面，在已上市项目的基础上，制定存量 REITs 扩募规则，促进 REITs 规模增长。从已上市公募 REITs 项目看，项目本身较成熟优质且多为行业中领先的基础设施龙头，总发行规模为 364.13 亿元，与海外成熟 REITs 市场的千亿、万亿规模相比，我国供给相对较少。截至 4 月 15 日，上市的 12 只公募 REITs（除华夏中国交建外）平均涨幅为 22.86%，其中富国首创水务 REIT 涨幅最多为 57.97%，华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT 涨幅最低为 0.29%，今年以来日均换手率为 2.29%，相对其他发展程度较高的欧美市场，收益率较可观，换手率相对更高。根据德勤 2021 年 REITs 发展报告显示，截至 2020 年一季度，美股 REITs 有 219 只，市场规模达到了 1.33 万亿美元，其中基础设施 REITs 市值占比为 16.53%，基建 REITs 占比较少；截至 2020 年，新加坡有 44 支 REITs，总市值超过 800 亿美元。与其他市场相比，我国 REITs 管理规模较低，以至于部分交易型资金的涌入，在推

高 REIT 价格的同时,也使得风险增加。从海外经验来看,扩募是较常见的做法,也是 REITs 规模增长的主要途径。在原本项目较优质的基础上,引入扩募机制一方面推动实现优质资产的持续注入,有助于原始权益人实现盘活优质存量资产和新增项目投资的投融资良性循环;另一方面,推动市场规模稳步增长,改善流动性,降低风险波动;再者,规模的扩大利于优质项目形成品牌效应和规模效应,提高市场关注度和参与度,对 REITs 定价和流动性起到进一步正向支持作用,逐渐体现 REITs 定价的“锚”的作用。

图 1: 已上市 REITs 收益情况


数据来源: Wind、西南证券整理

图 2: 我国上市 REITs 成交情况


数据来源: Wind、西南证券整理

横向上,从基础设施 REITs 到保障性租赁住房 REITs,我国公募 REITs 将在范围、领域上有所扩围。保障房规模方面,根据《“十四五”公共服务规划》的要求及我们的测算,2022-2025 年新建加改造总规模可达 4.4 万亿元,年均超过 1 万亿元(详见《遇见 REITs,在最好的季节》)。政策方面,2021 年 7 月,国务院办公厅发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》,国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》,将保障性租赁住房纳入公募 REITs 试点范围;2022 年 2 月,央行、银保监会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》,明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理,鼓励银行业金融机构加大对保障性租赁住房发展的支持力度;3 月,证监会发布《深入推进公募 REITs 试点,进一步促进投融资良性循环》,重点提到了下一阶段的重点工作之一为推动保障性租赁住房项目落地。此外,近期地方政策也较密集,多地房地产政策边际放松,例如降低首付比例和贷款利率,同时多省市提出将保障性租赁住房作为住房建设的重点任务,14 个“双万”城市陆续推出与保障性租赁住房相关的征求意见稿或正式意见。2022 年 3 月北京市政府印发《北京市关于加快发展保障性租赁住房的实施方案》,明确提出北京争取在“十四五”期间建设筹集保障性租赁住房 40 万套(间),占新增住房供应总量的比例达 40%。从项目上看,部分相关企业正在积极筹备租赁住房相关 REITs 项目落地工作。市场上已经有批量租赁住房领域类 REITs 产品上市。3 月 9 日,深圳市人才安居集团有限公司关于 2022 年保障性租赁住房公募 REITs 资金托管和监管银行评选项目的公告。

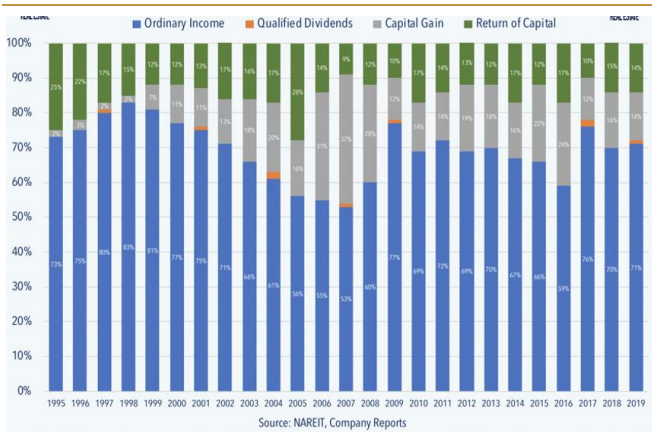
表 1：14 城关于保障性租赁住房及 REITs 的主要文件

序号	城市	文件名称	发布时间	主要内容	关于公募 reits 的内容
1	北京	北京市关于加快发展保障性租赁住房的实施方案	2022/3/17	“十四五”期间，争取建设筹集保障性租赁住房 40 万套(间)，占新增住房供应总量的比例达到 40%。	支持社会资本与市、区属国有企业合作，通过设立基金、合作经营、参股投资等方式参与保障性租赁住房建设运营，培育壮大一批专业化、规模化住房租赁企业。
2	上海	关于加快发展本市保障性租赁住房的实施意见	2021/11/9	“十四五”期间，计划新增建设筹措保障性租赁住房 47 万套(间)以上，达到同期新增住房供应总量的 40%以上；到“十四五”末，全市将累计建设筹措保障性租赁住房 60 万套(间)以上，其中 40 万套(间)左右形成供应。	通过长期贷款、发行债券和发行基础设施不动产投资信托基金(REITs)等三项支持政策为保障性租赁住房融资。
3	广州	广州市人民政府办公厅关于进一步加强住房保障工作的意见	2021/8/30	到 2025 年，全面完成 66 万套保障性住房建设筹集任务(含公租房 3 万套、保障性租赁住房 60 万套、共有产权住房 3 万套)。	支持商业保险资金按照市场化原则参与保障性租赁住房建设。积极支持保障性租赁住房项目开展基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点。
4	深圳	《深圳市住房发展“十四五”规划》	2022/1/7	“十四五”期间，深圳建设筹集住房 89 万套(间)，其中，建设商品住房 35 万套；建设筹集公共住房 54 万套(间)，包括公共租赁住房 6 万套(间)、保障性租赁住房 40 万套(间)、共有产权住房 8 万套。“十四五”期间，深圳供应分配住房 65 万套(间)，其中，供应商品住房 31 万套；供应分配公共住房 34 万套(间)，包括公共租赁住房 6 万套(间)、保障性租赁住房 20 万套(间)、共有产权住房 8 万套。	加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度；支持银行业金融机构发行金融债券；支持符合条件的企业发行公司信用类债券。将符合条件的项目分类纳入全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点。鼓励具备条件的相关主体率先发行保障性租赁住房投资信托基金。支持住房公积金参与本市发行的保障性租赁住房投资信托基金项目的配售和投资。
5	重庆	重庆市人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见	2022/2/16	预计“十四五”时期，重庆新筹建保障性租赁住房 40 万套(间)。保障性租赁住房租金应低于同地段同品质市场租赁住房标准，年涨幅不超过 5%。	支持商业保险资金按照市场化原则参与保障性租赁住房建设，开展保障性租赁住房基础设施 REITs 试点。
6	苏州	苏州市保障性租赁住房建设实施办法	2021/9/9	单个项目租赁住房数量原则上不少于 50 套(间)。鼓励利用轨道交通 TOD、公交场站等地块建设保障性租赁住房。用作建设保障性租赁住房的土地可采取出让或划拨的方式供应，采用出让供应的。	/
7	成都	成都市人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见	2021/8/14	“十四五”期间计划筹集建设保障性租赁住房 25 万套(间)，其中 2021 年计划筹集建设 6 万套(间)。	/
8	杭州	杭州市加快发展保障性租赁住房实施方案	2021/10/25	“十四五”期间，将发展保障性租赁住房作为住房建设的重点任务，力争建设筹集保障性租赁住房 33 万套(间)。	支持符合条件的保障性租赁住房建设运营企业在银行间市场发债融资。支持符合条件的保障性租赁住房项目申报基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点。
9	武汉	《市人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	2021/10/27	“十四五”期间，计划建设筹集保障性租赁住房 25 万套(间)。保障性租赁住房的租金，将	/

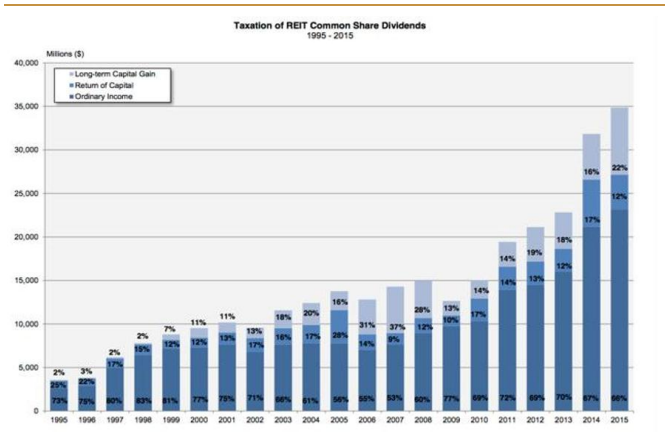
序号	城市	文件名称	发布时间	主要内容	关于公募 reits 的内容
		住房的意见》		按不高于同地段同品质市场租赁住房租金的 85% 评估确定。	
10	西安	《西安市“十四五”保障性租赁住房发展规划》	2022/2/11	加大保障性租赁住房供应，将加快发展保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点任务，力争新增保障性租赁住房达到 30 万套（间），占新增住房供应总量的 30% 以上。前期（2021 年-2022 年）预计完成筹建保障性租赁住房 11 万套（间）。中期（2023 年-2024 年）相比前一阶段房源供给翻一番，预计完成筹建保障性租赁住房 13 万套（间）。后期（2025 年），预计完成筹建保障性租赁住房 6 万套（间）。	/
		《西安市人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	2022/2/21	保障性租赁住房由政府给予土地、财税、金融等政策支持，充分发挥市场机制作用。支持专业化规模化住房租赁企业建设和运营管理保障性租赁住房。鼓励国有企业带头开展保障性租赁住房建设运营工作，建立健全国有企业通过多种方式参与保障性租赁住房建设和运营的考核机制，充分发挥国有企业引领示范作用。	加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度；支持银行业金融机构发行金融债券；企业持有运营的保障性租赁住房具有持续稳定现金流的，可将物业抵押作为信用增进，发放住房租赁担保债券；支持保障性租赁住房建设、运营企业按国家有关规定发行不动产投资信托基金（REITs）融资。
11	郑州	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	2022/3/4	一、合理确定保障对象；二、坚持小户型标准；三、按照要求，保障性租赁住房租金应低于同地段同品质市场租赁住房租金。	
12	青岛	《山东省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	2021/11/15	科学制定全省“十四五”保障性租赁住房规划目标，初步考虑是 40 万套（间），其中济南 15 万、青岛 20 万、9 个过 100 万人口的城市 4.5 万、其余 5 个城市 0.5 万。把明年作为重点突破年。	/
		青岛市住房和城乡建设局发布了《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	2021/11/11	尚未出台正式文件	/
13	天津	《天津市加快发展保障性租赁住房实施方案（征求意见稿）》	2022/1/7	尚未出台正式文件	/
14	长沙	长沙市人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见	2022/1/10	“十四五”规划期间，全市筹集保障性租赁住房 15 万套。具体任务分解如下：区县（市）及国家级园区筹集 12 万套，市属国有企业筹集 3 万套。	加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度。支持商业保险资金按照市场化原则参与保障性租赁住房建设。支持保障性租赁住房建设、改造、运营企业发行不动产投资信托基金（REITs）融资。

数据来源：各省市官网、公开资料、西南证券整理

在其他配套政策上，税收优惠值得关注 and 期待。从海外 REITs 经验看，相关优惠政策是激活海外较成熟 REITs 市场的重要原因之一，很多发达国家 REITs 市场采取税收中性政策，当 REITs 满足收入分配比例、资产来源比例等要求后，对分红部分的收益在 REITs 层面免征所得税，强制分红比例一般在 90% 以上。在美国，REITs 的基本组织和运作形式在 1900 年前后就已初具雏形，但因“双重征税”的问题，发展一度受阻，直到 1960 年 REITs 制度才以税法的形式确定下来；在亚洲，REITs 制度通常属于集体投资计划中的一个部分，针对 REITs 的税收政策则通过税务部门的政策另行规定。如新加坡 2001 年国内税务局 (IRAS) 出台《REITs 所得税处理条款》，明确了“穿透征税”的原则，新加坡 REITs 才得以快速发展。对我国来说，前期虽然国家为鼓励企业重组先后出台了一些土地增值税和契税等方面的优惠政策，但并不能完全适用于 REITs，以至于现阶段 REITs 存在设立环节交易税费高昂，运营持有环节重复征税，设立和持有环节印花税较大等问题。2022 年 1 月 29 日，财政部、税务总局发布了《关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告》，拉开了公募 REITs 税收优惠的序幕，税负减轻主要是针对底层资产的剥离和置入 REITs 架构的环节。公告提出了两项主要针对原始权益人的税收优惠政策，在基础设施 REITs 的发行设立和存续运营环节的所得税问题，给予了政策支持，规定可适用特殊性税务处理或递延缴纳。其一，在 REITs 设立前，原始权益人将底层资产重组，划转到单独设立的项目公司名下过程中可能产生的企业所得税，可以适用特殊性税务处理，资产增值部分不交所得税。特殊性税务处理优惠政策有利于降低发行人的税负成本，从而提高发行积极性；其二，在 REITs 设立阶段，原始权益人因战略配售而认购的基金份额抵减转让项目公司股权所取得的增值收益，该部分纳税义务递延至实际转让基金份额时。此部分税收的递延可避免重复纳税，进一步降低了原始权益人的税收负担。后续税收优惠政策如何进一步扩展到所得税以外的其他税种，扩展到跨境项目以及非基础设施公募 REITs、类 REITs 项目，仍然值得期待，若全面落地，将对我国公募 REITs 发展带来较大激励。

图 3：美国 REITs 股息税收情况


数据来源：NAREIT、西南证券整理

图 4：美国 REITs 收入税收情况


数据来源：HOYA CAPITAL、西南证券整理

2 全球紧缩浪潮，从历史和当下看 REITs 表现

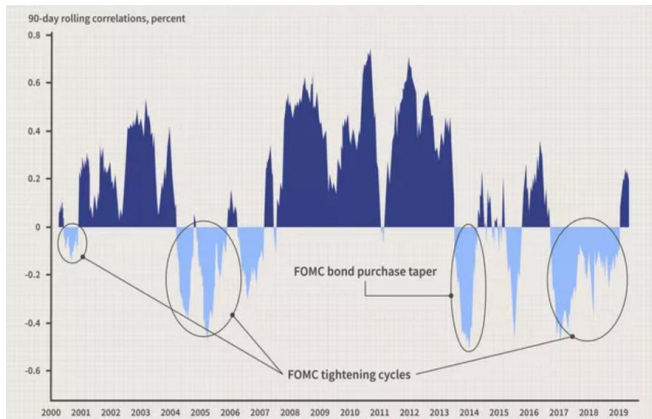
REITs 作为一类资产，兼具固定收益、权益和不动产等多重特征，在加息周期中的表现与股市和债市不同，随着美联储 3 月开始加息，全球紧缩浪潮开启，我们通过对比历史中加息背景下的 REITs 表现，对本轮紧缩浪潮给出配置建议。

2.1 加息期间 REITs 跑赢的逻辑

从 REITs 与利率看，并不是单一的同向或反向变动关系。REITs 的底层资产为住宅、商业地产、数据中心、基础设施等不动产，REITs 的变动受底层资产和金融市场等多重影响，包括资本化率与 10 年美债收益率的息差、经济增长前景、房地产市场基本面等都会对 REITs 表现产生影响。在经济增长时期，REITs 往往会随着利率上涨，主要由于此阶段需求拉动下底层资产价格上升，伴随更高的入住率、更强劲的租金增长以及向投资者支付的股息增加，推动 REITs 价格上涨；同时融资需求的增加，对利率产生正面影响。而在经济放缓的背景下，当央行采取收紧的货币政策时，短期 REITs 与利率的关系转为负向。央行加息缩表等操作提升利率，但需求回落影响资产价格下跌，空置率升高、股市波动加大，受实体经济和金融市场波动影响，REITs 表现欠佳。以美国为例，在 2000 至 2019 年间，大多情况下 REITs 回报与 10 年期国债收益率呈正相关关系（2001-2004 年间及 2008-2013 年间），而 2004 年、2013 年以及 2016 年美联储实行紧缩的货币政策，REITs 与 10 年期美债收益率呈负相关关系。根据标普 500 对 1970 年至 2010 年间六个加息时期的分析（1976 年 12 月至 1981 年 9 月、1983 年 1 月至 1984 年 6 月、1986 年 8 月至 1987 年 10 月、1993 年 10 月至 1994 年 11 月、1998 年 10 月至 2001 年 1 月、2003 年 6 月至 2006 年 6 月），在加息期间，在此期间 10 年期美债收益率上行 1.8% 到 8.5% 不等，平均上涨 3.42%，REITs 在其中 4 个时期取得正回报，其中在 1976 年 12 月至 1981 年 9 月，2003 年 6 月至 2006 年 6 月期间，REITs 回报分别为 137.4% 和 108.2%，超过股市收益 91.4 和 70.6 个百分点；另外，6 个加息期间中 3 个表现超过股票市场。

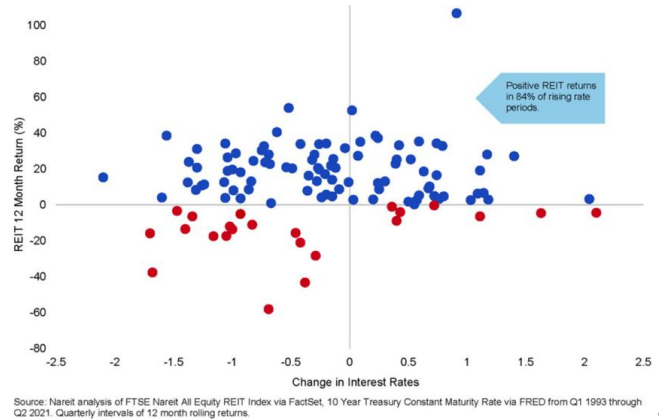
在加息期间，REITs 大多情况实现正回报，且在加息后 12 个月的表现更好。按季度频率看，根据 NCREIF 的数据，在 1996 年至 2017 年间，有 19 个季度受到利率上升的影响，期间商业地产取得了正回报。另外，1993 年一季度至 2021 年二季度期间，在 10 年期国债收益率上行的区间，FTSE Nareit All Equity REIT 指数在 84% 的月份中实现了正回报。通过 REITs 与股市的表现对比，在 1993 年一季度至 2021 年二季度期间，REITs 在大多情况下表现优于标普 500 指数，其中在 REITs 更优中 48% 的时间落在 10 年期美债收益率上行阶段。在加息前后表现方面，加息后 REITs 表现更优。通过对过去 20 年加息期间 REITs 和美股表现的统计，可发现在加息前两者表现差距较小，加息前 12 个月、6 个月和 3 个月，REITs 较美股大盘年化收益率涨幅低 1.9、高 0.3 和高 0.4 个百分点，而加息后 3 个月、6 个月和 12 个月，REITs 较美股年化收益率涨幅高 1.5、3.4 和 7.7 个百分点，且加息后 12 个月 REITs 表现更佳。REITs 在加息后表现更好的逻辑在于，它的表现不仅跟利率变动有关，还有其他因素作用，如债务水平、股息支付、租金等。与股市相比，有其他利好因素的支撑。而且在利率上升期间，部分不动产子行业，如黄金地段购物中心租金受影响较小，对应的 REITs 靠其稳定现金流支撑，表现更好。

图 5：美国 REITs 与 10 年期美债收益率大多情况呈正相关



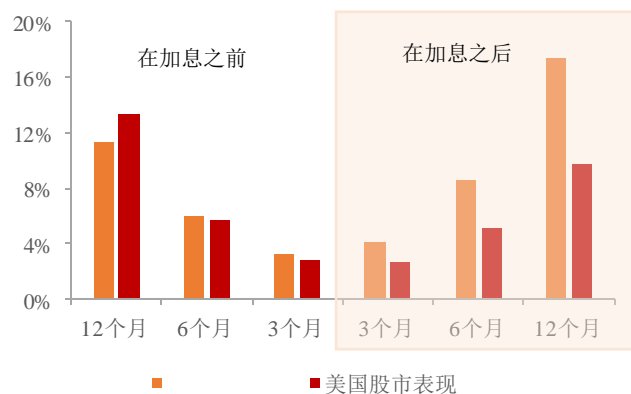
数据来源：Cohen & Steers research report, 西南证券整理

图 6：FTSE REIT 指数在 10 年美债收益率上行时表现



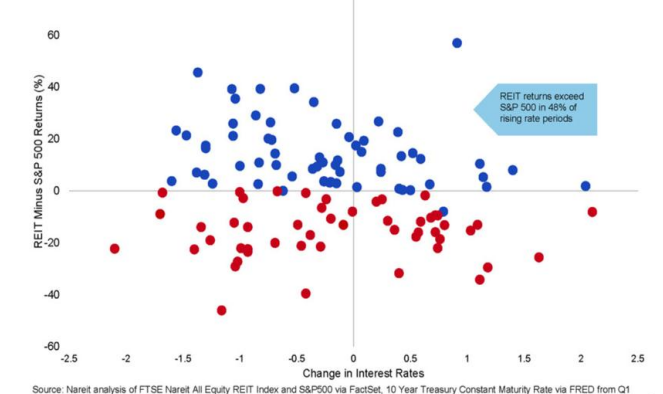
数据来源：NAREIT、西南证券整理

图 7：美股与美国 REITs 在加息前后表现



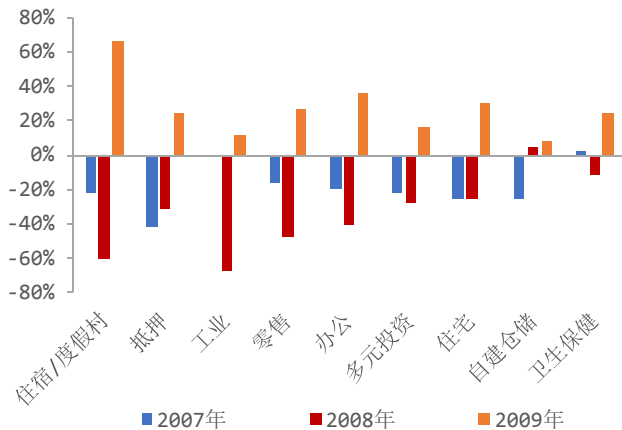
数据来源：Realtymogul、西南证券整理

图 8：美国 REITs 更多情况比标普 500 表现好

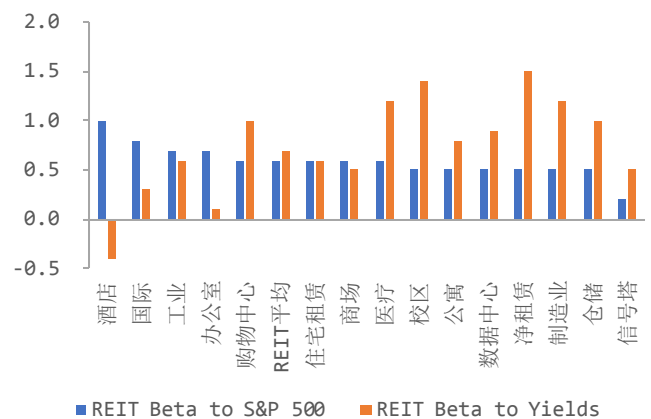


数据来源：NAREIT、西南证券整理

REITs 中子行业特征不一，在加息期间对应的表现也各异。在主要发达市场国家中，REITs 侧重的行业根据其各自的经济特点发展（详见《遇见 REITs，在最好的时节》）。不同子行业因其自身特点，如商业地产与消费、经济发展等相关性更强，办公室更与就业情况关系密切。在 2008 年金融危机后，REITs 相关子行业中，自助仓储和医疗保健等防御性领域表现最好，波动相对较小，而旅游度假、抵押贷款房、工业地产波动最大，子行业对经济环境的反应程度不同。从 REITs 对标普 500 和 10 年美债收益率 Beta 看，只有酒店与标普 500 的波动相同，REITs 整体相对标普 500 的波动系数为 0.6；购物中心与美债收益率的波动程度相同，REITs 整体相对美债收益率的波动系数为 0.7。另外，不同子行业的债务状况也各异，其偿债能力及还债时间也受利率环境的影响。从子行业在金融危机后的表现，以及与股市债市相对波动看，住宅、仓储等子行业在波动较大期间变现较稳定。

图 9：REITs 不同子行业在金融危机中的表现


数据来源：Simply Safe Dividends、西南证券整理

图 10：REITs 不同板块相对标普 500 的 Beta


数据来源：NAREIT、西南证券整理

2.2 当下紧缩浪潮，全球 REITs 的支撑点

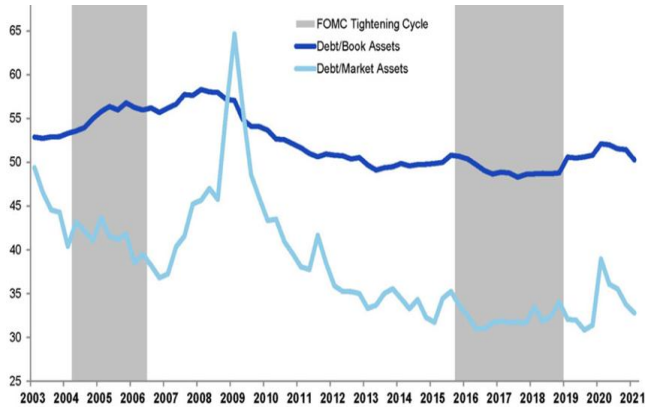
本轮紧缩浪潮，支撑 REITs 表现有三点。新冠肺炎疫情期间，房地产是受打击最严重的行业之一，2020 年 2 月及 3 月，每个房地产板块均下跌 25% 或更多；2020 年 3 月末开始到 2020 年 11 月上旬，美国 REITs 走势稳中有升，从 3 月 23 日到 11 月初，数据中心和基础设施 REITs 的总回报率分别为 53.5% 和 39.7%，有物流设施的工业房地产 REITs 的总回报率为 58.6%，这些行业从最初的低迷中完全恢复，回到疫情前的水平，其他子行业在此期间实现部分复苏；之后，随着疫情逐渐企稳、房价上升等因素，REITs 涨势较好。后疫情时期，全球紧缩浪潮开启，但总得来看，支撑 REITs 表现的有三个因素。

其一，与过去相比，REITs 已加强其资产负债表。自 2008 年金融危机以来，美国 REITs 行业继续保持较低的杠杆率，2021 年第一季度末，账面负债率为 50.3%，在疫情及后续复苏期间保持稳定；债务与市场资产的比率为 32.8%。杠杆率的下降意味着利息支出对 REITs 收益的影响较小。2021 年第一季度，利息支出占净营业收入的 21.6%，低于大流行高峰时的 25.7%。

其二，从美国 REITs 债务平均期限看，未来几年仍可享受低利率的红利。虽然加息伴随利率走高，但 REITs 的利息支出剧增的概率较低。这主要因为 REITs 的大部分借款为固定利率债务，且其债务的平均期限为 87 个月以上，这就意味着未来几年仍将锁定低利率。

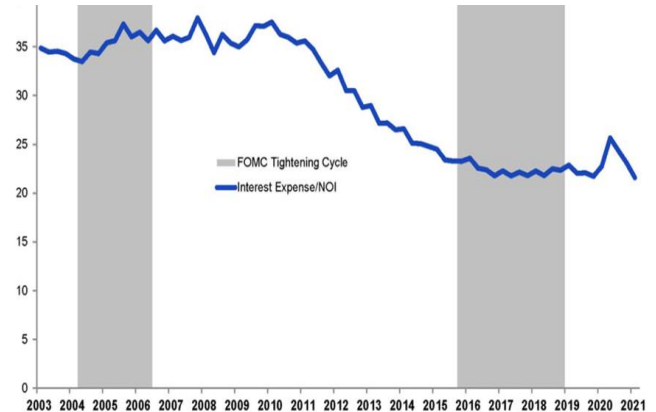
其三，从海外情况看，房地产需求较旺盛，通胀攀升背景下房地产回报可期。后疫情时期，美国住房需求高涨，房屋供应不足，2021 年美国住房存量价值飙升了 6.9 万亿美元，达到 43.4 万亿美元，涨幅 18.9%，较 10 年前增长了一倍多。2022 年 1 月的标普凯斯-席勒 20 城房价指数在连续四个月的减速之后，重新加速上涨 19.1%，高于之前一个月的 18.6%，近几个月美国房屋销售有所减弱，但房价却不降反升，目前住宅需求仍强劲。

图 11: REITs 债务比率在相对历史低位



数据来源: NAREIT、西南证券整理, 灰色底色为美联储紧缩周期

图 12: 利息占 NOI 比例回归疫情之前水平

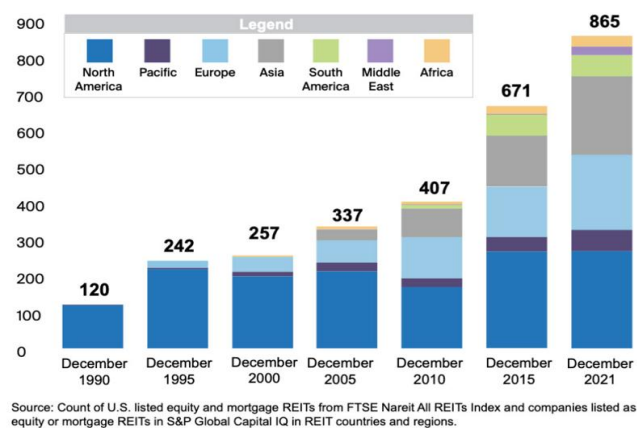


数据来源: NAREIT、西南证券整理, 灰色底色为美联储紧缩周期

3 海外养老基金中上市 REITs 配置较低, 未来比例或升高

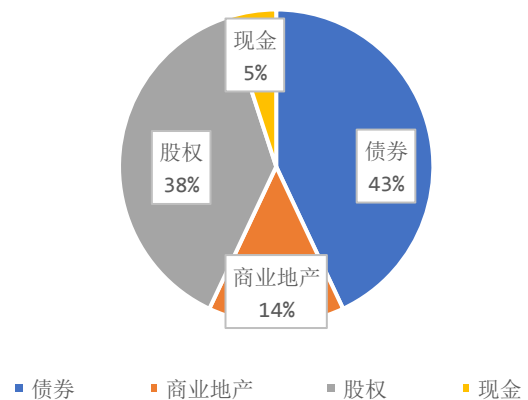
近年 REITs 市值和范围增长较快。截至 2021 年末, 全球上市 REITs 总股本市值约为 2.5 万亿美元。在过去的 30 年里, REITs 的数量和股票市值都有了巨大的增长, 从两个国家 120 个上市 REITs 到 40 多个国家和地区的 865 个上市 REITs。全球房地产投资信托基金的市值稳步增长, 其中北美增长最快, 从 1990 年的 87 亿美元增至 2021 年的 1.8 万亿美元; 亚洲地区 REITs 从 2005 年 6 个国家和地区的 31 个增长到 2021 年 11 个国家和地区的 216 个; 自 2015 年以来, 随着沙特和阿曼的 REITs 的加入, 中东地区的表现也出了显著的增长。随着 REIT 模式的发展, 目前拥有 REIT 的国家和地区占全球 GDP 的比例从 1990 年的 28% 上升到 2020 年的 85%。在此期间, REIT 国家和地区的 GDP 从 65 亿美元增长到近 72 万亿美元。从美国市场看, 2020 年底资本市场可投资的大类资产, 权益、固定收益、商业房地产、现金类分别占比 38%、43%、14% 和 5%。

图 13: REITs 模式在全球发展较快



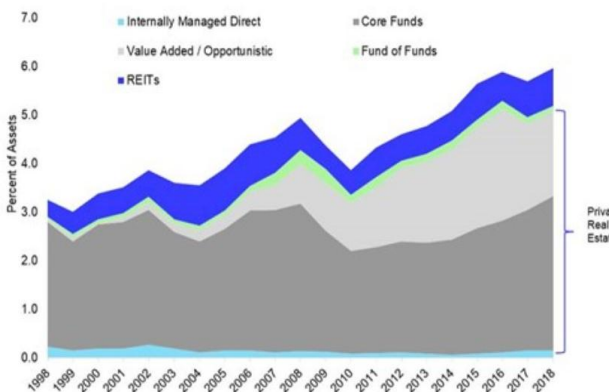
数据来源: NAREIT, 西南证券整理

图 14: 2020 年美国可投资大类资产占比

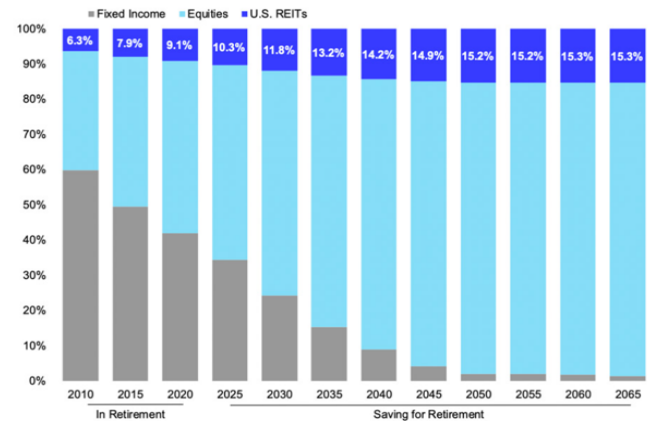


数据来源: NAREIT, 西南证券整理

机构投资者参与房地产投资多元化，但养老基金对于上市 REITs 配置占比相对较低，近期趋势有所变化。与个人投资者不同，机构投资者如大型养老基金在投资房地产行业时（美国市场），通常采用 REITs 或商业抵押贷款支持证券(CMBS)等形式。REITs 的股息一般高于标普 500 指数股票，且流动性较高，但 REITs 对股市和利率波动都较为敏感；CMBS 则与债券类似，在 2020 年之前，CMBS 可为投资者带来较为稳定的回报（1.3%和 2.6%之间），但疫情对商业房地产造成沉重打击，2020 上半年美国 CMBS 出现了 121 亿美元的违约，共 536 笔贷款；2021 年上半年，125 笔 CMBS 贷款违约，总额 33 亿美元，但美国 CMBS 累计贷款违约率上升至 18.3%，超过了 2020 年 18.2% 的创纪录峰值。除公募基金外，海外保险机构对房地产行业的投资资金体量较大，主要有房地产私募股权基金和上市 REITs 等模式。从配置比例看，上市 REITs 在养老基金中投资占比相对较低。1998-2018 年间，养老基金对上市公募 REITs 的投资较稳定，相较于房地产私募股权基金投资占比则有所增加。2018 年，REITs 占美国养老金总资产的 0.78%，而投资于私募房地产的资产则为 5.19%。然而，在美国 2022 年养老金计划年度调查中显示，美国最大的 200 个退休计划中的 REITs 资产同比增长了 22%，达到 342 亿美元，而房地产私募股权基金在同时间段仅增长 13.4%；近 5 年间，上市 REITs 基金也超过了私募基金，其资产增长了 47.4%，超过后者 6.9 个百分点。根据 Nareit 和 Preqin 的数据分析，使用 REITs 作为其房地产战略一部分的 DB 养老金计划的份额从 2016 年的 55% 增长到 2021 年年中的 67%。

图 15：美国养老基金投资房地产中上市 REITs 较少


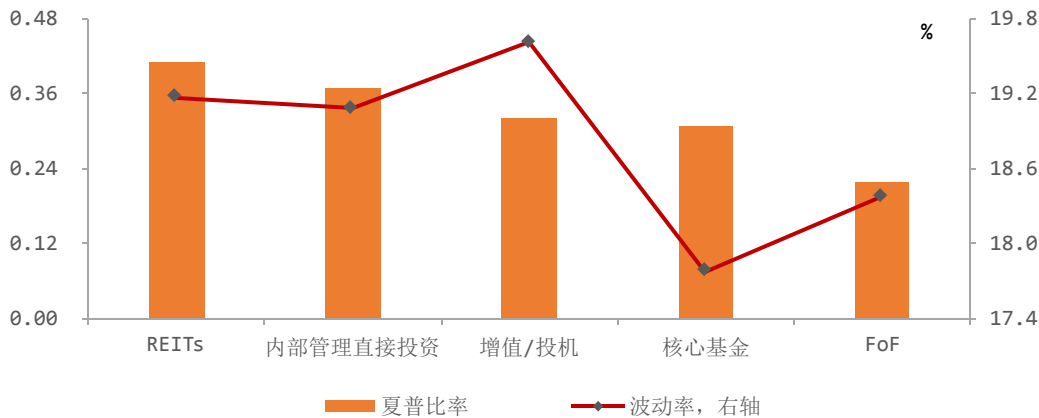
数据来源：NAREIT、西南证券整理

图 16：未来养老计划中 REITs 投资比例或逐渐提高


数据来源：Wishire Funds Management、西南证券整理

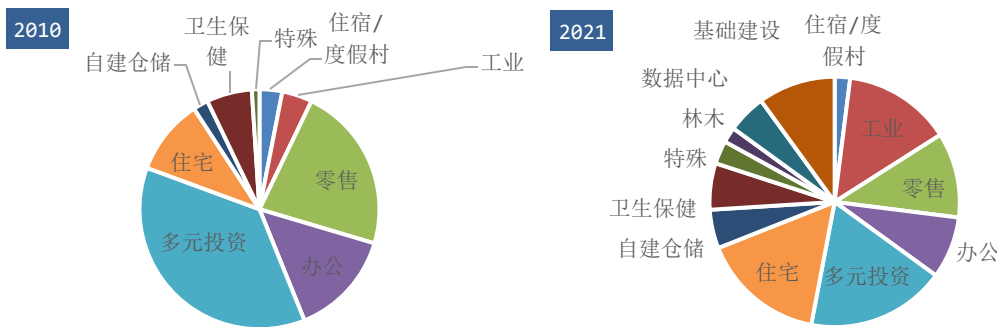
近期海外养老基金对上市 REITs 配置有加速增长态势，除了创新因素外，收益是主要因素。上市 REITs 的配置价值增强主要有两个因素，其一在于与时俱进的发展。从 REITs 的发展看，可投资的领域范围逐渐拓宽，2021 年超过 35% 的 FTSE Nareit REIT 指数市值由为电子商务和数字经济提供动力的房地产组成，包括数据中心、信号塔以及工业和物流设施。此外，上市 REITs 还可投资于医疗保健和生命科学行业，新经济地产领域等。而 2010 年，传统的办公室、公寓占绝大多数比例。其二在于较可观的收益。上市 REITs 在超过两个十年的时间里跑赢了房地产私募股权基金，且风险调整后回报更好。在 1998-2018 年期间，上市 REITs 投资的年均净回报率为 10.2%，比房地产私募基金的年均净回报率高 2.7 个百分点。从相关度看，上市 REITs 与股市和债市的相关性较低，与房地产私募股权基金高度相关。根据夏普比率衡量，上市 REITs 为 0.41，而房地产私募基金为 0.30。

图 17：房地产及另类投资波动性和风险调整收益率



数据来源：CME Benchmarking、西南证券整理

图 18：REITs 投资品类多元化



数据来源：Wishire Funds Management、西南证券整理

4 未来可期：我国 REITs 的细分赛道

目前，我国基建 REITs 驶入发展快车道，借鉴海外经验和我国自身发展特点，从基建和房地产分别看，我们认为我国 REITs 未来或将助力基建中的三大领域，同时房地产中有两个大方向可以重点关注。

基建领域之一：水利建设项目。根据水利部数据，2021 年全国落实水利建设投资 8028 亿元，较上年增长 4.2%。2022 年 3 月，水利部表示，今年要积极推进水利基础设施建设，力争水利投资规模超过 8000 亿元，投资于已纳入规划、条件成熟的项目，包括南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程；各地要加强与发展改革、财政等部门沟通，努力争取加大财政投入，千方百计增加使用地方政府债券；同时，要争取银行贷款，吸引社会资本投入水利。且近期水利部将同有关部门、金融机构，研究制定金融支持重大水利工程建设、推进水利领域 REITs 试点工作的文件。目前多省市已开启水利工程建设 REITs 项目试点和招标，2021 年 12 月，河南水利投资集团有限公司发布关于 2021 年度基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）其他中介机构项目招标公告，明确四阶段任务。预计到 2025 年，水利工程建设投资体量较大，引入 REITs 模式盘活资金，加大民间融资渠道的概率较大，可重点关注。

基建领域之二：新基建中的新型电力系统和工业互联网。从结构看，新基建相关板块增速较快，以电热板块为例，过去几年的增速均超过了基建投资整体增速，2022年前两个月达到了11.7%的增长，是基建投资细分领域中增速最高的板块。在碳达峰碳中和的大背景下，能源电力化、电力清洁化是最为核心的两大必经之路，相关行业中长期利好。其中，新型电力系统领域，“源网荷储”四大部分有较大机遇。建议重点关注风电、光伏、核电为代表的新能源；新型电网系统中电力电子、数字化、智能化等的投资机会。从光伏装机量看，2022年有所释放，2021年国内光伏总装机增长5%-10%，但经过数据测算，2022年光伏的全球装机量大约在230GW，同比增长或能达到48%；国内，预计2022年装机量有望达到80GW，同比增长60%。2021年7月，958号文明确试点区域放开全国范围，符合条件均可申报，新增能源基础设施、水利设施等资产范围，国内首次提出了光伏、风电等清洁能源项目可申报REITs。光伏发电项目可在4个直辖市和29个人口净流入大城市、跨区域多地多项目打包申请REITs，能源基础设施以风电、光伏发电等新能源设施为主，试点范围明确限定在4个直辖市和29个人口净流入大城市。此外，**工业互联网政策多，REITs参与或可期。**2021年9月，国常会审议通过“十四五”新型基础设施建设规划，提出要加强信息基础设施建设。主要包括推动国家骨干网和城域网协同扩容，推进新一代移动通信网络商业化、规模化应用，以及完善卫星通信、导航、遥感等空间信息基础设施。在资金来源上，会议明确鼓励多元投入，推进开放合作，支持民营和境外资本参与新型基础设施投资运营。近三年来，为推动行业发展，国家针对工业互联网制定多项政策，2021年2月，工信部工业互联网专项工作组印发《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023年）》，明确到2023年为我国工业互联网的快速成长期，提出五方面、11项重点行动和10大重点工程，多省市也在其政府工作报告中披露5G基站的建设目标。

基建领域之三：交通基础设施。目前，包括正在上市进程中的华夏中国交建高速REIT外，已上市3支交通基础设施公募REITs，从项目特征来看，4支交通基础设施REITs项目都是经营性高速公路，具备位置较好、规模大、经营稳定等特点。从上市发行规模看，交通基础设施REITs发行规模最大，为156多亿元。支撑交通基础设施REITs发展第一在于若REITs存量扩募规则出台，已上市的规模最大的交通基础设施REITs或先有受益；第二受制于疫情，公路等发展速度较慢，但未来随着国内疫情逐渐稳定，公路、高速等将有恢复性反弹。另外，此领域不乏待上市的新项目，2022年3月25日，新疆交通投资有限责任公司发布明水（甘新界）至哈密段公路项目基础设施REITs项目服务招标公告，全线长178公里。

房地产方向之一：保障性租赁住房。在上篇专题（详见《遇见REITs，在最好的时节》），我们指出传统房地产链条已发生转变，传统地产作为带动经济增长的动能减弱，保障性租赁住房及房地产REITs或构成新链条来支撑房地产企业。前文我们已论证在“十四五”期间，我国保障性租赁住房潜力较大，将成为未来短期REITs扩围的重点之一。3月，上交所表示高度重视保障性租赁住房公募REITs试点工作，积极支持专业化、规模化的住房租赁企业开展试点，深入调研了北京、上海等多地10余家保障性租赁住房企业，统筹推进优质项目开展试点工作，包括华润有巢、北京保障房中心、重庆地产等；深交所相关业务负责人介绍，保障性租赁住房REITs政策发布后，深交所通过线上线下等多种方式对接了深圳、北京、广州、重庆、厦门等城市的保障性住房租赁企业。目前，深交所会同深圳人才安居集团、深圳市创新投资集团有限公司已基本完成保障性租赁住房资产梳理、REITs产品方案论证、保障性租赁住房政策探讨等前期准备工作，预计很快将进入正式申报阶段。

房地产方向之二：包括养老地产在内的医疗保健相关房地产 REITs。随着全球老龄化程度的加深，养老相关产业带来的银发经济发展潜力较大（详见《乘风破浪，驶向万亿蓝海》）。从海外经验看，医疗 REITs 类别中有五个子行业，每个子行业都有独特的风险回报特征，分别是养老地产、门诊设施及技能护理、医院、医疗办公室、生命科学创新和研究设施以及专业护理设施。美国的医疗保健支出在 2019 年达到 3.8 万亿美元的峰值，但由于疫情影响下 2020 年下降了 2%。然而在 2021 年再次开始增长，并有望在 2028 年达到 6 万亿美元。对医疗保健相关房地产的需求或将继续增长，REITs 也将受益于现有养老地产租金以及新开放地产的上涨。驱动美国医疗保健 REITs 快速增长的因素之一为婴儿潮一代的老龄化，对于国内来说，1962 年出生的人口在今年进入退休年龄，未来十年中国人口老龄化进程将持续加速，2030 年 60 岁及以上的老年人口占比或将达到 25%左右，2055-2060 年老年人口将达到峰值。根据测算，未来 5-10 年，中国老年人口数量快速增加将带来老年消费增长和养老产业的快速扩容，2030 年养老产业的市场规模有望达到 6.4 万亿元。老年人口的增加将推动我国对老年住房和专业护理设施的需求，带动相关 REITs 发展。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn