



分化中寻机REITs市场从规模扩张迈向价值深耕

2026年中期REITs投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

1. 2025年三季度以来REITs表现走弱，各板块分化加剧

2025上半年REITs板块表现大幅优于股，政策红利、利率环境及资金配置共同驱动REITs市场实现较高的超额收益。2025年6月30日至2026年5月15日，中证REITs全收益下跌10.5%；沪深300指数上涨23.5%；中证综合债指数上涨1.1%，2025年三季度以来，REITs表现明显弱于债券，主要由于（1）无风险利率上行压制REITs估值，（2）市场风险偏好转移，资金从REITs流向股市，（3）部分板块业绩承压。当利率上行、股市强势、基本面承压、止盈盘涌出四重因素同时叠加时，REITs承受了远超债券的调整压力。

2. 商业不动产REITs试点“破冰”，多元化趋势明显

2025年以来，REITs政策端核心是构建“资产端扩容+资金端开源”的新格局。最大的亮点是正式开启商业不动产REITs试点，标志着市场从基础设施领域向全业态的跨越，同时配套资金引入、审核优化等多项制度落地。2026Q1，商业不动产REITs有17单项目申报，拟发行规模超600亿元，极大地丰富了资产类型。截至2026Q1，公募REITs市场累计共发行80只公募REITs基金，总规模累计达2079亿元，总规模相较2025Q1增长20.2%。

3. REITs运行态势及发展趋势展望

2025年以来，REITs板块分化态势明显。消费类REITs以超30%的平均涨幅领跑，物流REIT收益水平相对较高，产业园、保障房总体平稳。环保、高速公路、能源REITs受基本面和市场关注度影响，整体趋势向下。进入2026年，市场延续震荡筑底态势，板块轮动从全线上涨转向结构性分化，定价逻辑从流动性驱动回归基本面。2025年12月证监会推出商业不动产REITs试点，涵盖商业综合体、写字楼、酒店等全门类资产，供给压力预期成为压制二级市场的重要因素。2026年REITs投资拥有低利率环境+资产荒+政策红利加持，我们判断全年震荡筑底、结构性行情为主。

4. 投资建议

我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，当前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会。受益资产（1）核心配置：高股息保障房、消费REITs。（2）波段机会：利率敏感型资产（高速、产业园）在利率下行期或更具弹性。

5. 风险提示

（1）利率上行风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）商业不动产REITs供给冲击；（4）项目长期分派率不及预期。

目录

CONTENTS

- 1 REITs板块政策及趋势
- 2 REITs板块整体逻辑复盘
- 3 REITs板块分化态势解读
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 2025年以来，REITs政策端核心是构建“资产端扩容+资金端开源”的新格局。最大的亮点是正式开启商业不动产REITs试点，标志着市场从基础设施领域向全业态的跨越，同时配套资金引入、审核优化等多项制度落地。

表1：政策端信号释放：商业不动产REITs准入，资产范围不断扩充

日期	部门	文件	内容
2015/4/24	十二届全国人民代表大会常务委 员会	《中华人民共和国证券投资基金法》	立法目的和适用范围，基金管理人和托管人的职责，基金的募集，交易和申购赎回，基金的运作与信息披露，基金合同的变更，终止与财产清算，法律责任等
2020/4/24	中国证监会	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	明确重点区域与行业，交易结构采用“公募基金+资产支持证券（ABS）”模式，完善制度规范，明确管理人职责、投资者保护机制等，加强资产质量审核，构建监管框架，防范市场风险。
2023/10/20	中国证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引》	明确产品定义与运作模式，压实机构主体责任，严控基础设施项目质量、明确基金份额发售方式，规范基金投资运作，加强风险管控，夯实投资者保护机制，明确证监会监督管理和相关自律组织管理职责，强化违规行为约束。
2024/2/8	中国证监会	《监管规则适用指引——会计类第4号》	只要基础设施REITs是不可避免现金分红义务和强制清算义务，即可明确其权益属性。
2024/7/31	国家发展改革委	《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）	首次将REITs的资产行业范围进一步拓宽至养老设施、储能设施项目、清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目、4A级景区（原为5A级景区）和市场化租赁住房；此外，允许园区REITs、消费REITs中的酒店、商办配套比例不高于30%（特殊情况不超过50%）的资产入池。REITs资产范围不断拓宽，资产类别趋于全面，有利于REITs一级市场提质扩容。取消了分派率IRR的要求，预示着在无风险利率下行的背景下，REITs底层资产的估值有望增长，从而增强其股性。
2024/9/12	国家发展改革委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》（发改办投资〔2025〕782号）	积极推动新资产类型项目推荐发行。积极研究探索铁路、港口、特高压输电、通信铁塔、市场化租赁住房、文化旅游、专业市场、养老设施等尚无推荐发行案例的新资产类型项目的发行路径，加大力度协调解决难点堵点问题，帮助项目尽快满足发行条件。
2025/12/31	中国证监会	《关于推动REITs市场高质量发展有关工作的通知》（证监发〔2025〕63号）	结合商业不动产特点，明确商业不动产REITs市场化准入安排，覆盖百货商场、购物中心、写字楼等业态，初步明确“1+3+N”框架安排，支持符合条件的公募基金将REITs纳入投资范围，标志着我国REITs市场进入了“商业不动产与基础设施并行发展”的新阶段，向着全门类、全资产的成熟方向迈进。

资料来源：中国政府网、证监会官网、国家发改委官网等、开源证券研究所

- 2025年12月推出商业不动产投资信托基金试点后，沪深交易所发布配套审核指引，产品正式名称从“基础设施证券投资基金”改为“不动产投资信托基金”，标志着从基建单行道迈入双轨并行。

图1：公募REITs的资产类型扩容经历了三个阶段



资料来源：中国政府网、证监会官网、国家发改委官网等、开源证券研究所

- 对比消费基础设施REITs和商业不动产REITs，商业不动产REITs对净回收资金用途、发起人等要求相对宽松，政策灵活性、包容性更强。本质上消费REITs侧重消费业态面积 $\geq 70\%$ ，审核更加严格；商业不动产REITs是独立的试点新赛道，不强调公共服务属性，范围扩宽至写字楼、酒店等。首批4只商业不动产REITs从1月下旬-2月中旬受理，到4月24日获批，全程不到3个月，核心原因就是去掉了发改委前置推荐环节，审核链条从三级缩短为两级。

表2：2025年年初以来，保障房REITs板块行情展现出股债双重特性

维度	消费基础设施REITs	商业不动产REITs
政策定位	保民生、促消费、服务内需	盘活存量、市场化运作
资产属性	公共服务+民生消费	纯市场化商业运营
底层资产	购物中心、社区商业、农贸市场、文体商旅综合体	写字楼、酒店、零售物业、奥特莱斯、商业综合体
业态限制	消费业态 $\geq 70\%$ ，混合业态受限	无特别限制，范围更宽
审核路径	省发改委→国家发改委推荐→交易所→证监会注册	直接交易所审核→证监会注册
审核周期	12-24个月	4-6个月
申报主体	以地方国企、城投平台为主	全面放开，民企、外资均可
法规依据	基础设施REITs指引+发改委行业清单	证监会商业不动产REITs试点公告+交易所业务办法
回收资金	限民生消费类项目及债务偿还，不可扩张商业地产	可用于主营业务投资、存量收购、偿债，严禁购置住宅用地
扩募规则	审核更严格	更灵活、市场化程度高

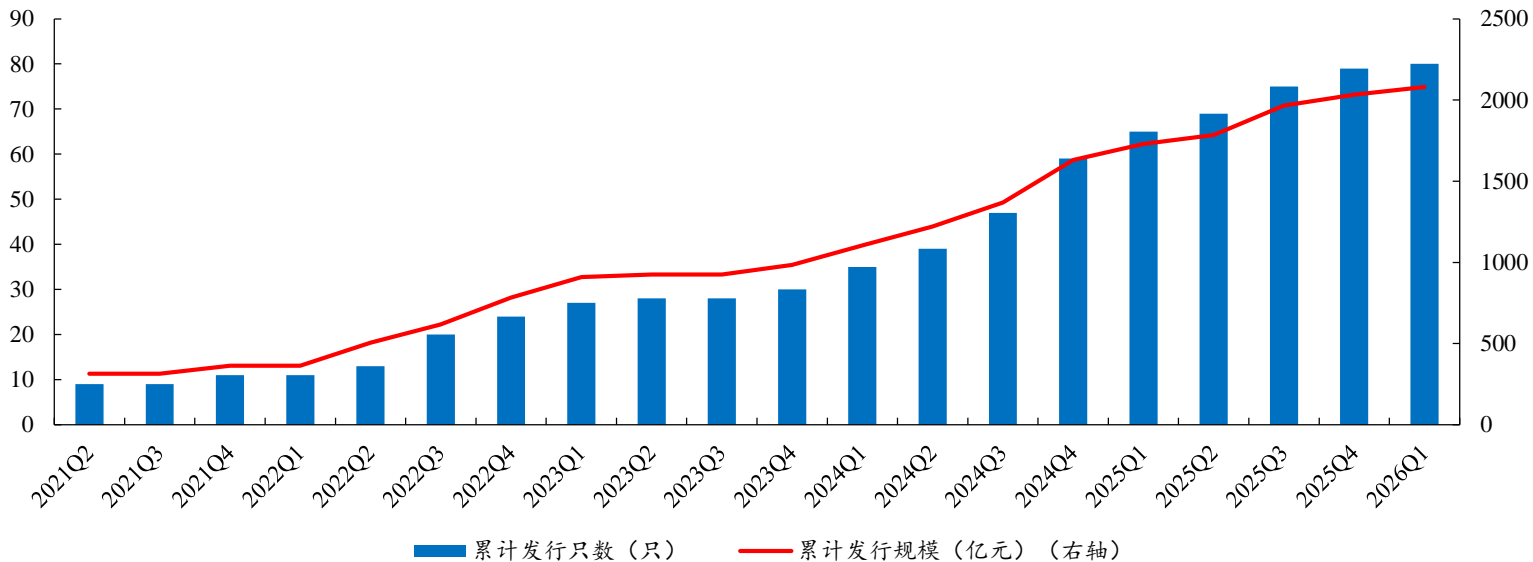
资料来源：中国证监会、上交所等、开源证券研究所

- 2026年一季度，政策面完成了历史性的框架搭建，为市场从单纯追求数量到注重质量奠定了制度基础。
- **资产类型扩容：**商业不动产REITs试点正式落地，标志着市场从过去以基础设施为主，迈入商业不动产+基础设施双轮驱动的新阶段。2026Q1有17单项目申报，拟发行规模超600亿元，极大地丰富了资产类型。
- **发行审核趋严：**一季度公募REITs市场出现多起项目中止审核的情况，监管在扩容的同时强调规范，对资产质量、运营能力和信息披露提出了更高要求，标志着市场进入严准入的高质量发展阶段。
- **扩募成为主线：**头部REITs不再单纯依赖上新，而是通过扩募来做大做强。例如，华安张江光大园REIT、华夏华润商业REIT等纷纷启动扩募，这要求管理人具备持续挖掘和培育优质资产的能力。

规模趋势：扩围扩容持续进行，总规模四年复合增长率超50%

- 截至2026Q1，公募REITs市场累计共发行80只公募REITs基金，总规模累计达2079亿元，总规模相较2025Q1增长20.2%。2022Q1-2026Q1四年间，公募REITs总规模年均复合增长率54.6%，维持规模扩张趋势。

图2：截至2026Q1，公募REITs市场累计共发行80只公募REITs基金，总规模累计达2079亿元

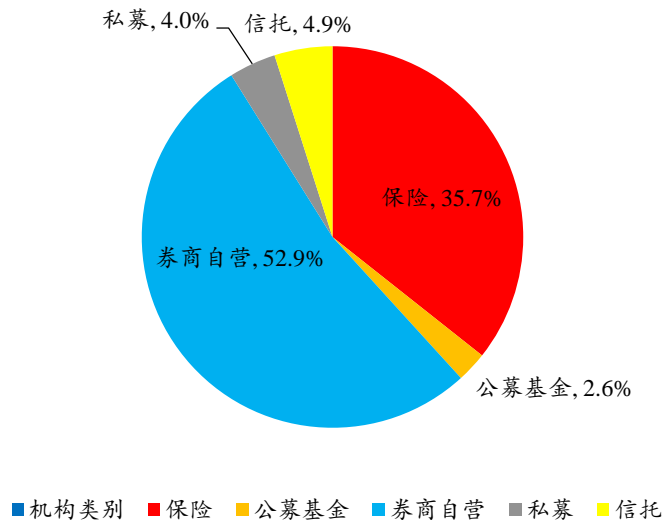


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 机构行为：保险、券商自营配售占比高

- 截至2026年4月30日，公募REITs配售中配售金额超2.5亿元的机构中，券商自营占比52.9%，保险占比35.7%，信托占比4.9%，私募占比4.0%，公募基金占比2.6%。整体来看，券商自营和保险在配售金额超2.5亿元的机构中占比达88.5%，券商自营看重REITs可观的打新收益和二级市场的波段交易机会，能有效增厚自营业务收入，并可利用会计处理平滑波动；而保险资金则更着眼于长期，将其作为超越传统债市收益的类固收资产，其稳定且可持续的分红现金流的类债属性能较好地匹配保险机构所期望的久期结构。

图3：截至2026年4月30日，从REITs配售金额结构看，保险、券商自营配售占比高



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：图为对配售金额大于2.5亿元的机构统计）

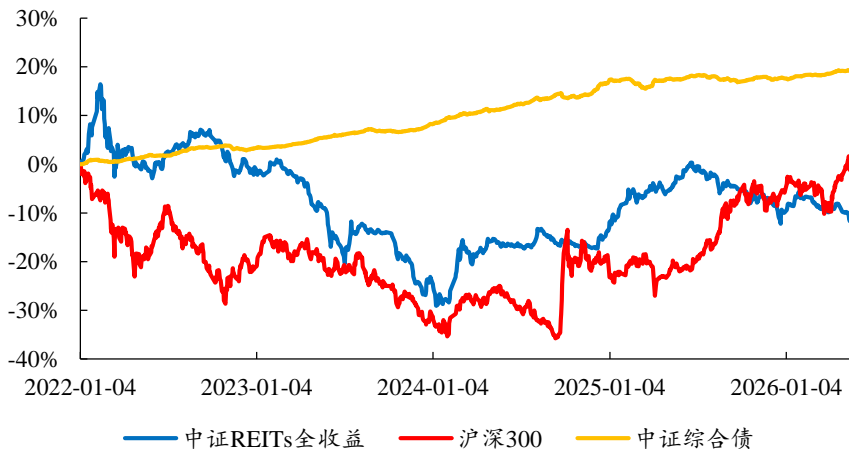
目录

CONTENTS

- 1 REITs板块政策及趋势
- 2 **REITs板块整体逻辑复盘**
- 3 REITs板块分化态势解读
- 4 投资建议
- 5 风险提示

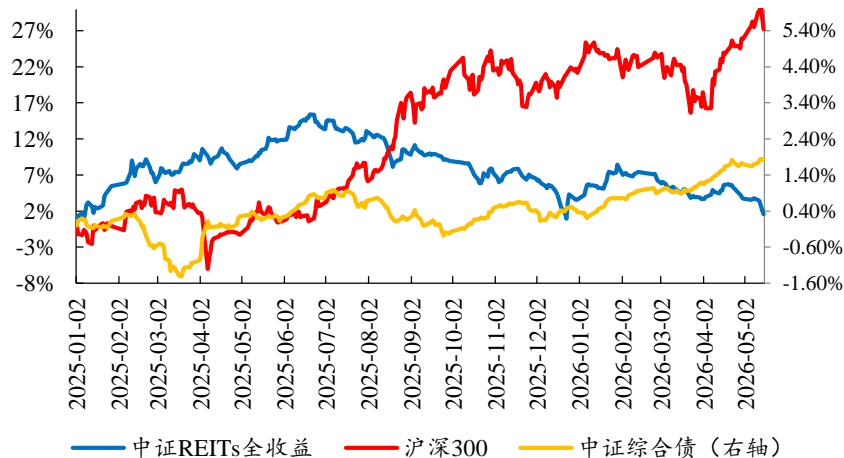
- 2025上半年REITs板块表现大幅优于股，政策红利、利率环境及资金配置共同驱动REITs市场实现较高的超额收益。
- 2025年6月30日至2026年5月15日，中证REITs全收益下跌10.5%；沪深300指数上涨23.5%；中证综合债指数上涨1.1%，REITs板块债性在2025Q3至今明显凸显，长端利率明显上行，削弱了REITs的相对配置价值。

图4：2025年，REITs板块上半年表现优于股，下半年债性凸显



数据来源：Wind、开源证券研究所

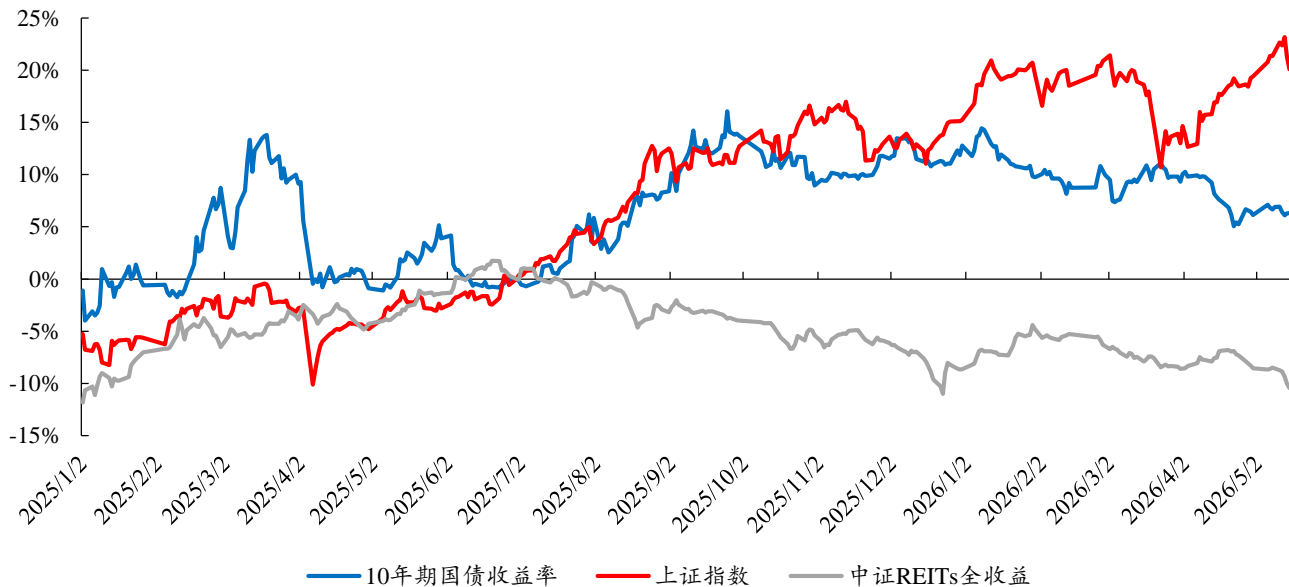
图5：长时间维度看，REITs资产与股债的相关性偏弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2025年下半年开始，上证指数与十年期国债收益率变化趋势呈现高度正相关性；而与此同时，中证REITs全收益走势则明显与股指、十年期国债收益率表现出明显的反向走势，预计2026年利率压制仍在+资金回流支撑双向拉扯，REITs板块表现仍将震荡。

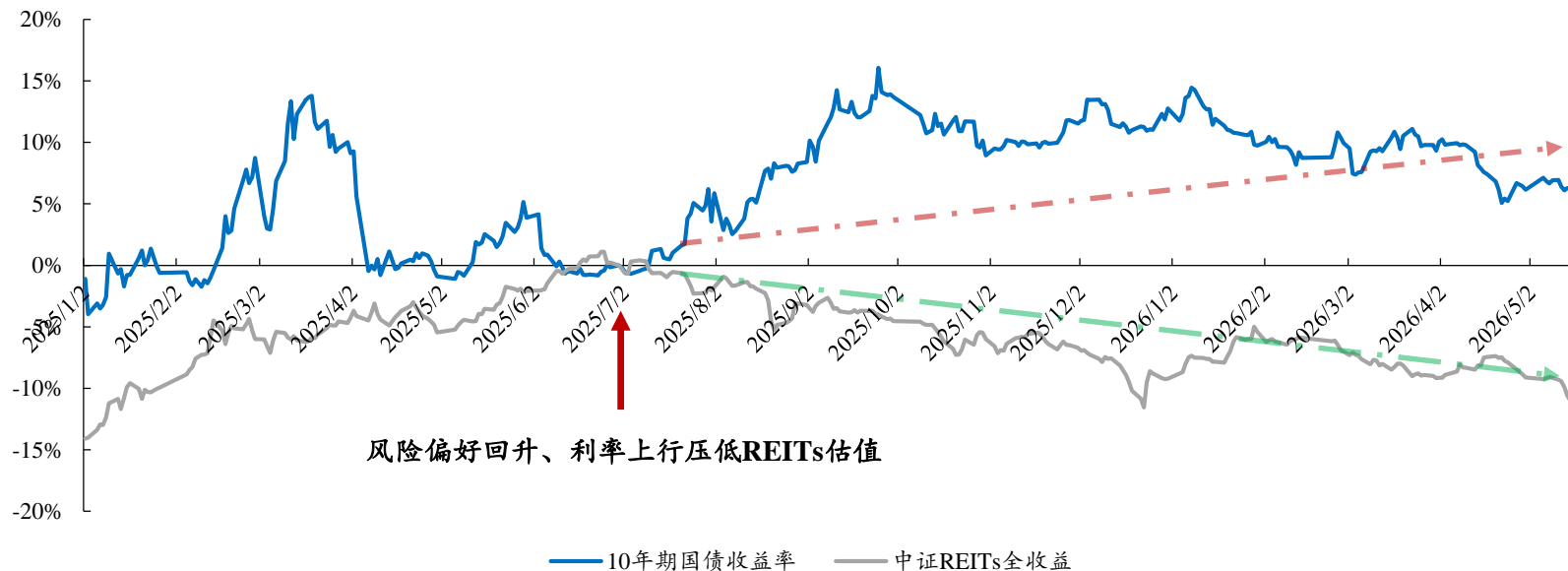
图6：2025年下半年以来，利率与股指高度正相关，Reits行情呈现反向变化趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

- REITs 兼具股债双重特性，其类固收属性使其估值对利率环境高度敏感，核心源于其以现金流折现为核心的估值逻辑。2025年7月反内卷政策引发市场对通胀回升与名义价格水平增速上行的预期，推动无风险利率中枢上移，而REITs的内在价值依赖未来现金流与折现率的匹配。

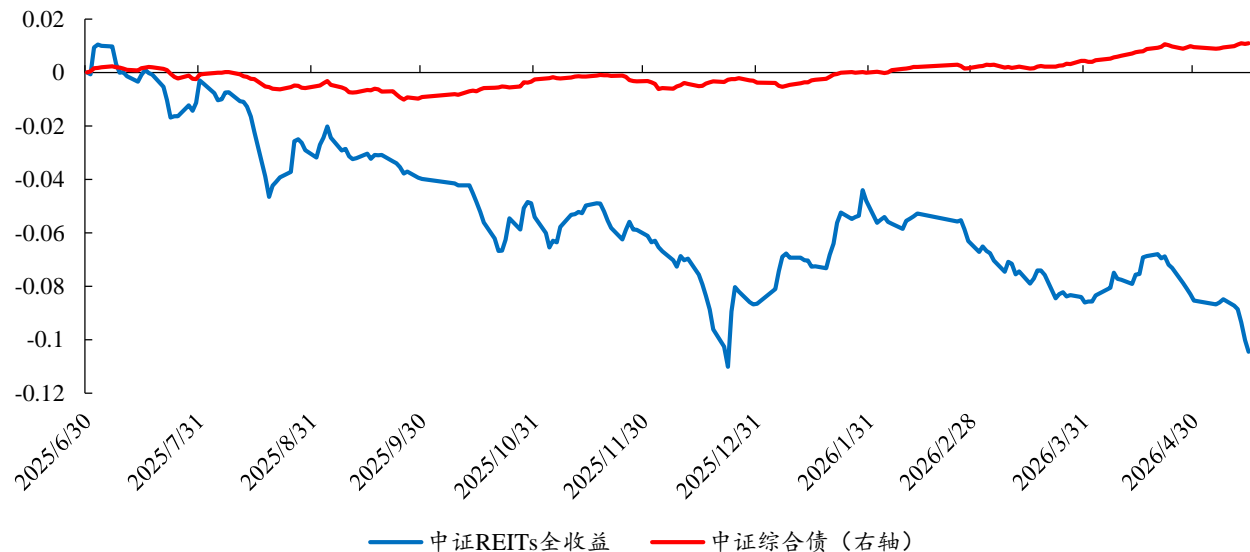
图7：2025年7月风险偏好回升、利率上行压低REITs估值，REITs板块走势与10年期国债收益率反向变化



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

- 2025年三季度以来，REITs表现明显弱于债券，主要由于（1）无风险利率上行压制REITs估值，（2）市场风险偏好转移，资金从REITs流向股市，（3）部分板块业绩承压。当利率上行、股市强势、基本面承压、止盈盘涌出四重因素同时叠加时，REITs承受了远超债券的调整压力。

图8：2025年三季度以来风险偏好回升、利率上行压低REITs估值，REITs表现明显弱于债券



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

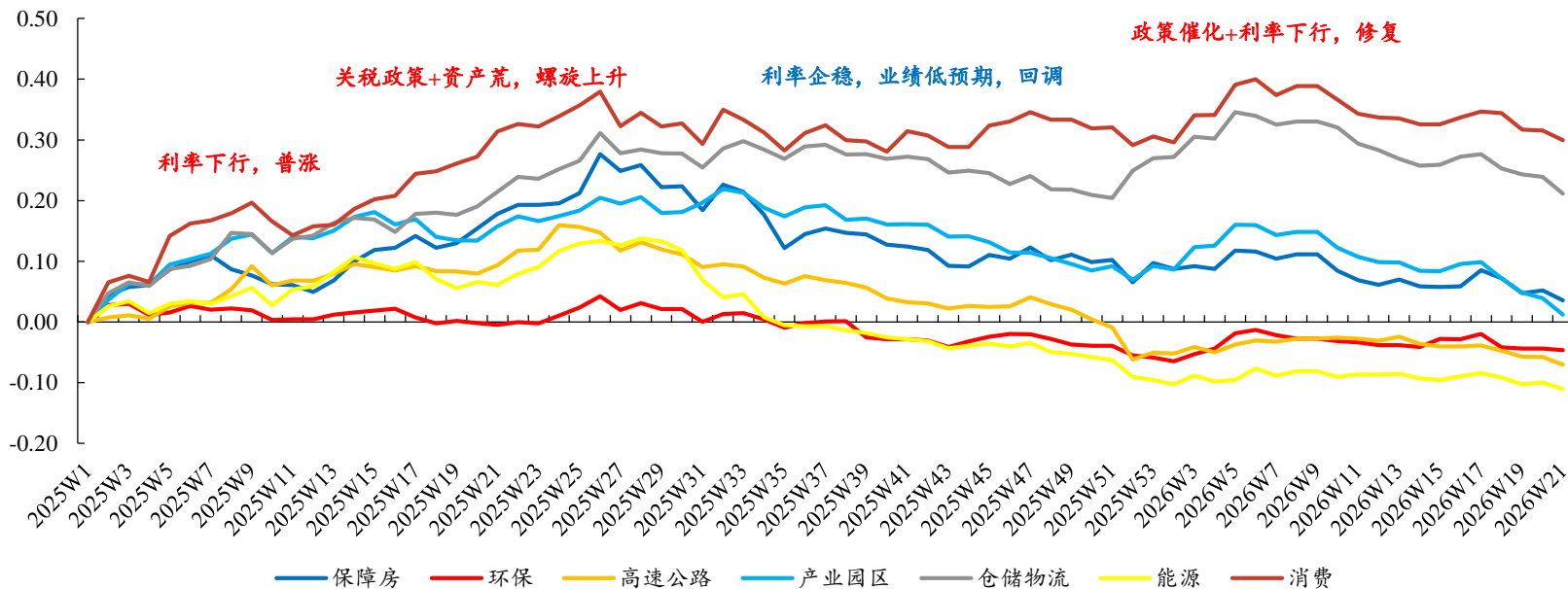
目录

CONTENTS

- 1 REITs板块政策及趋势
- 2 REITs板块整体逻辑复盘
- 3 **REITs板块分化态势解读**
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 2025年以来，REITs板块分化态势明显。消费类REITs以超30%的平均涨幅领跑，仓储物流REIT收益水平相对较高，产业园、保障房总体平稳。环保、高速公路、能源REITs受基本面和市场关注度影响，整体趋势向下。

图9：2025年以来，REITs板块分化态势趋于明显

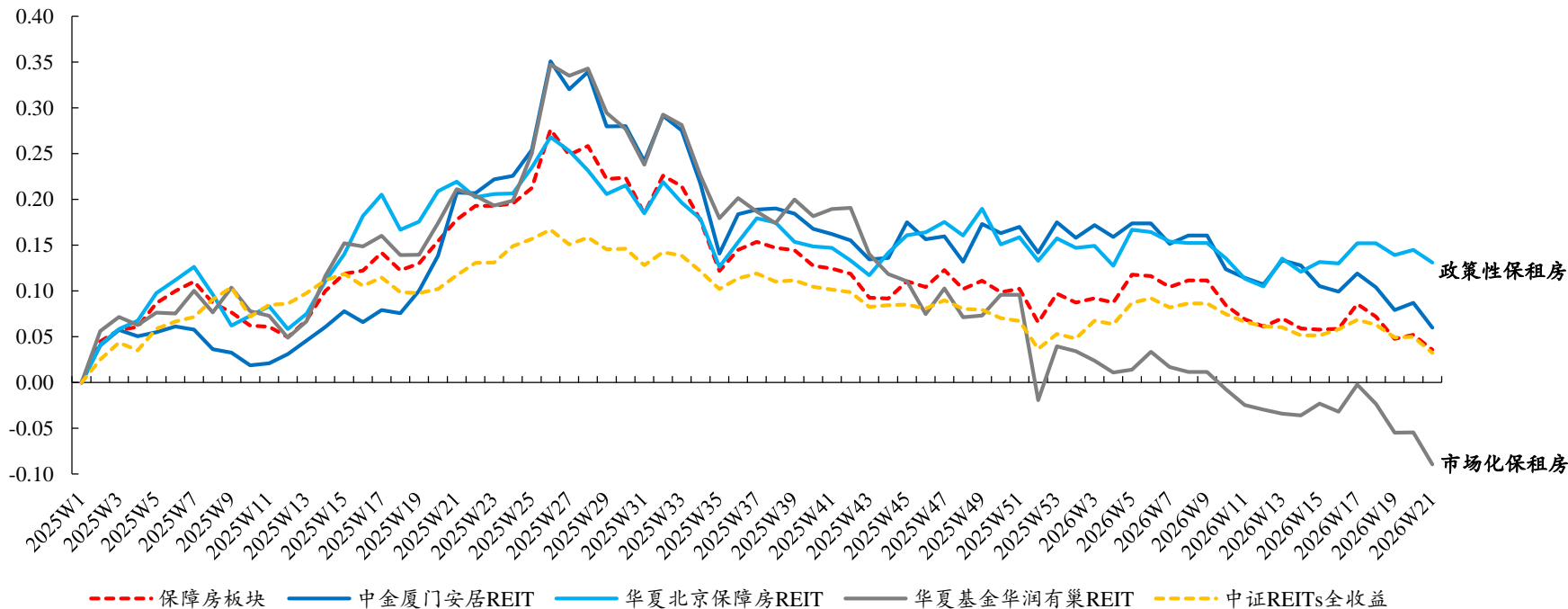


数据来源：Wind、开源证券研究所（图中数据为2025年以来累计涨跌幅，基准2025-01-01）

保障房REITs：上半年涨幅领跑板块，下半年至今回调明显

- 截至2026年4月30日，保障房REITs已上市9只，其中中航北京昌保租赁住房REITs为2026年3月末询价上市，国泰海通中国建筑租赁住房REITs和中金杭州安居保租房REITs待发行。

图10：2025年下半年以来，保障房REITs板块政策性保障房相比于市场化保租房超额收益更加稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所（图中数据为2025年以来累计涨跌幅，基准2025-01-01）

➤ 保障房REITs的分化本质上是政策性保障房的稀缺性溢价和市场化保障房的竞争性折价。未来随着供给扩容和补贴退坡，这个分化预计还会加剧。

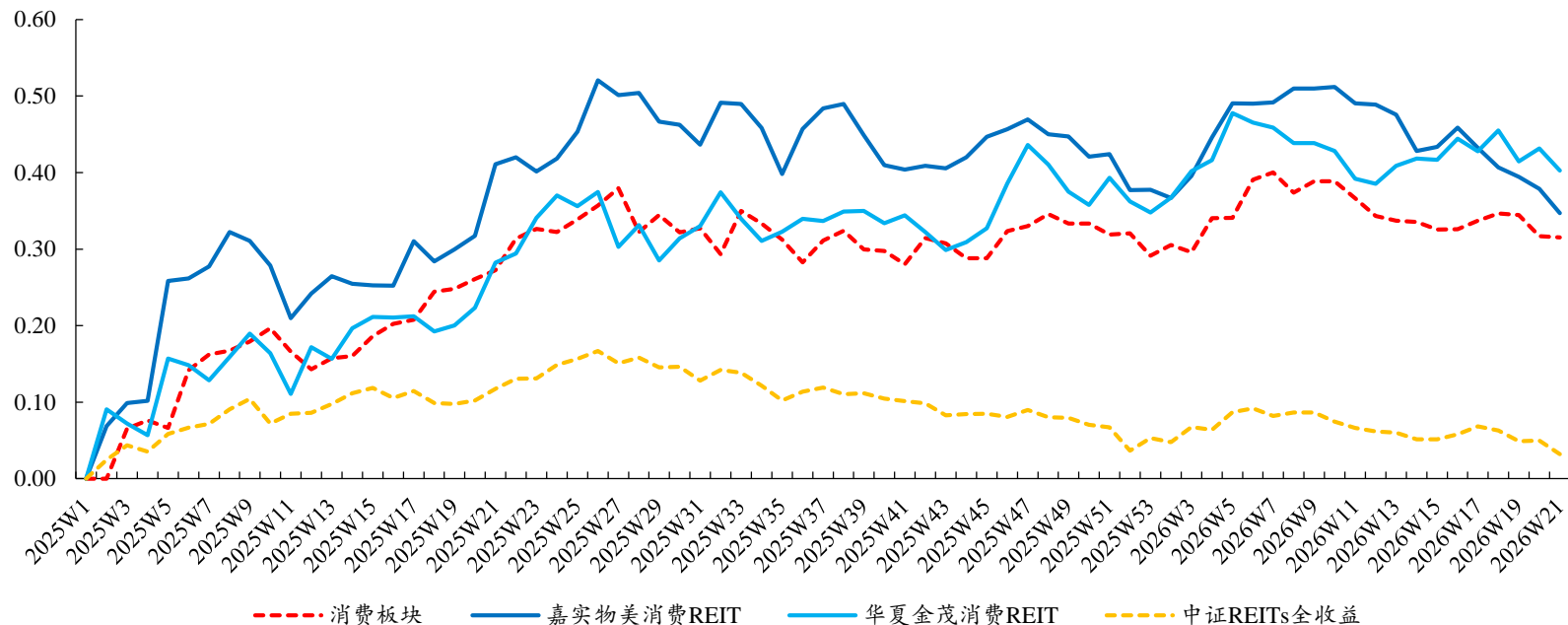
表3：2025年年初以来，保障房REITs板块行情展现出股债双重特性

	中债REITs估值 收益率	现金分派率			出租率		租金单价 (元/平/月)		2025年初至 2026/5/15涨跌
		2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025	
中金厦门安居REITs	3.91%	4.55%	3.16%	2.79%	99.7%	99.7%	33.3	34.0	6.1%
红土创新深圳安居REITs	3.07%	4.00%	2.99%	2.70%	96.3%	97.6%	60.7	61.1	1.1%
国泰君安城投宽庭保租房REITs	4.92%		3.61%	3.29%	92.5%	92.4%	132.7	131.9	2.5%
华夏基金华润有巢REITs	4.58%	4.92%	3.38%	1.80%	94.3%	95.0%	66.6	65.4	-10.2%
华夏北京保障房REITs	3.64%	4.26%	3.00%	2.53%	94.4%	94.5%			12.6%
招商基金招商蛇口租赁住房REITs	3.26%		1.07%	3.20%	79.0%	95.4%	107.5	102.9	9.3%
汇添富上海地产租赁住房REITs	3.97%			2.90%		91.8%		85.2	-5.8%
华泰苏州恒泰租赁住房REITs	3.49%			2.09%		98.0%		26.4	0.3%

数据来源：Wind、各REITs项目公告、开源证券研究所

- 截至2026年4月30日，消费REITs已上市12只，从收益端看2025年以来消费REITs是所有板块里表现最好的，叠加了提振消费、以旧换新的政策东风，同时消费还有中美关税冲击下的避风港溢价。

图11：2025年年初以来，消费REITs板块行情受政策基本面影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所（图中数据为2025年以来累计涨跌幅，基准2025-01-01）

- 消费REITs整体表现较强势的核心原因是底层资产表现稳健，据我们统计，2024年发行上市的7只消费REITs整体出租率稳定超96%、平均分派率超4%，支撑了估值水平，也验证了消费+不动产模式的可行性。

表4：2025年年初以来，保障房REITs板块行情展现出股债双重特性

	底层资产	中债REITs估值 收益率	现金分派率		出租率		租金单价（元/平/月）		2025年初至 2026/5/15涨跌
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	
嘉实物美消费REIT	北京四项目	0.22%	5.25%	4.38%	96%	96%	121.06	118.32	33.2%
华夏华润商业REIT	青岛万象城	3.12%	3.75%	3.72%	99%	99%	397.73	426.61	17.4%
中金印力消费REIT	杭州西溪印象城	4.41%	3.72%	4.18%	98%	98%	248.48	255.98	23.5%
华夏金茂商业REIT	长沙览秀城	3.35%	4.39%	3.86%	99%	99%	91.61	86.87	38.8%
华安百联消费REIT	上海又一城购物中心	1.96%	2.66%	4.86%	96%	96%	253.00	228.00	28.1%
华夏首创奥特莱斯REIT	武汉、济南首创奥莱	3.35%	1.84%	4.05%	98%	99%	175.66	168.62	36.8%
华夏大悦城商业REIT	成都大悦城	2.39%	1.64%	3.96%	98%	98%	360.10	362.75	28.6%
易方达华威农贸市场REIT	福州华威西营里	2.23%		5.01%		95%		129.53	21.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 商业不动产REITs：政策支持下发行量井喷

- 2026Q1全市场已受理17只商业不动产REITs，合计拟发行规模突破600亿元，这一规模已超过2025年全年基础设施REITs的发行总量。底层资产类型丰富，包含商业综合体、办公（含配套商业、车位）、零售商业（奥特莱斯、购物中心）、酒店等，具有房地产开发企业背景的企业有保利发展、首开、新城控股等企业，涵盖了央企、地方国企和民营房企。

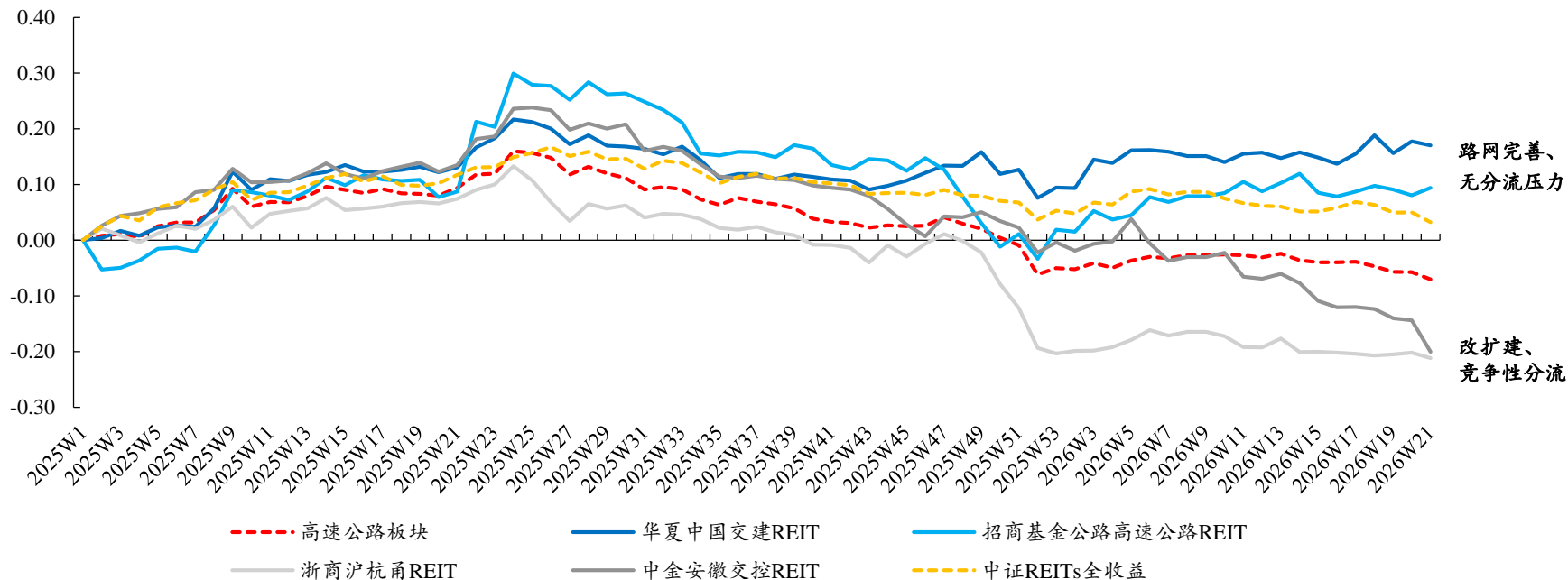
表5：2026年年初以来全市场已受理17只商业不动产REITs

专项计划名称	项目状态	受理日期	主要原始权益人
国泰海通资管砂之船商业不动产1期资产支持专项计划	已反馈	2026-01-30	砂之船(西安)购物广场有限公司
汇添富资本-上海地产商业不动产1号资产支持专项计划	已反馈	2026-01-29	上海世博发展(集团)有限公司
中金-唯品会商业不动产资产支持专项计划	已反馈	2026-01-29	杉杉商业集团有限公司
中信建投-首农商业不动产1期资产支持专项计划	已反馈	2026-02-12	北京元创联商业企业管理中心(有限合伙)
第一创业-北京国资商业不动产1期资产支持专项计划	已受理	2026-04-02	北京市国有资产经营有限责任公司
深创投-星河集团商业不动产1号资产支持专项计划	已问询	2026-03-13	星河实业(深圳)有限公司
太保资产-复星不动产1号资产支持专项计划	已受理	2026-03-30	海南亚特兰蒂斯商旅发展有限公司
瑞元资本新城吾悦商业不动产资产支持专项计划	已反馈	2026-03-06	吾悦顺瑞(上海)商业经营管理有限公司
嘉实首开商业不动产资产支持专项计划	已反馈	2026-03-02	北京首都开发股份有限公司
国泰海通-崇邦商业不动产1号资产支持专项计划	已反馈	2026-02-12	泛全有限公司
光大保德信光大安石1号资产支持专项计划	已反馈	2026-02-05	上海光翎投资中心(有限合伙)
中信证券-银泰百货1号资产支持专项计划	已反馈	2026-01-30	银泰百货有限公司
华安资产陆家嘴商业不动产1号资产支持专项计划	已反馈	2026-01-30	上海前滩国际商务区投资(集团)有限公司
中信证券-凯德商业不动产1号资产支持专项计划	已反馈	2026-01-30	CAPITALANDMALLASIALIMITED
华泰资管-华住安住商业不动产1号资产支持专项计划	已问询	2026-02-05	上海安住此间商务信息咨询有限公司
中信证券-保利发展商业不动产1号资产支持专项计划	已反馈	2026-01-30	保利发展控股集团股份有限公司
华安资产-锦江商业不动产1号资产支持专项计划	已反馈	2026-01-29	上海锦江资产管理有限公司

数据来源：Wind、各REITs项目公告、开源证券研究所

- 截至2026年4月30日，高速公路REITs已上市15只，合计发行规模占比较高，是公募REITs市场的压舱石，板块分化主要在于路网环境的稀缺性以及运营的稳健程度。

图13：2026年以来，高速公路REITs板块行情弱于REITs整体表现

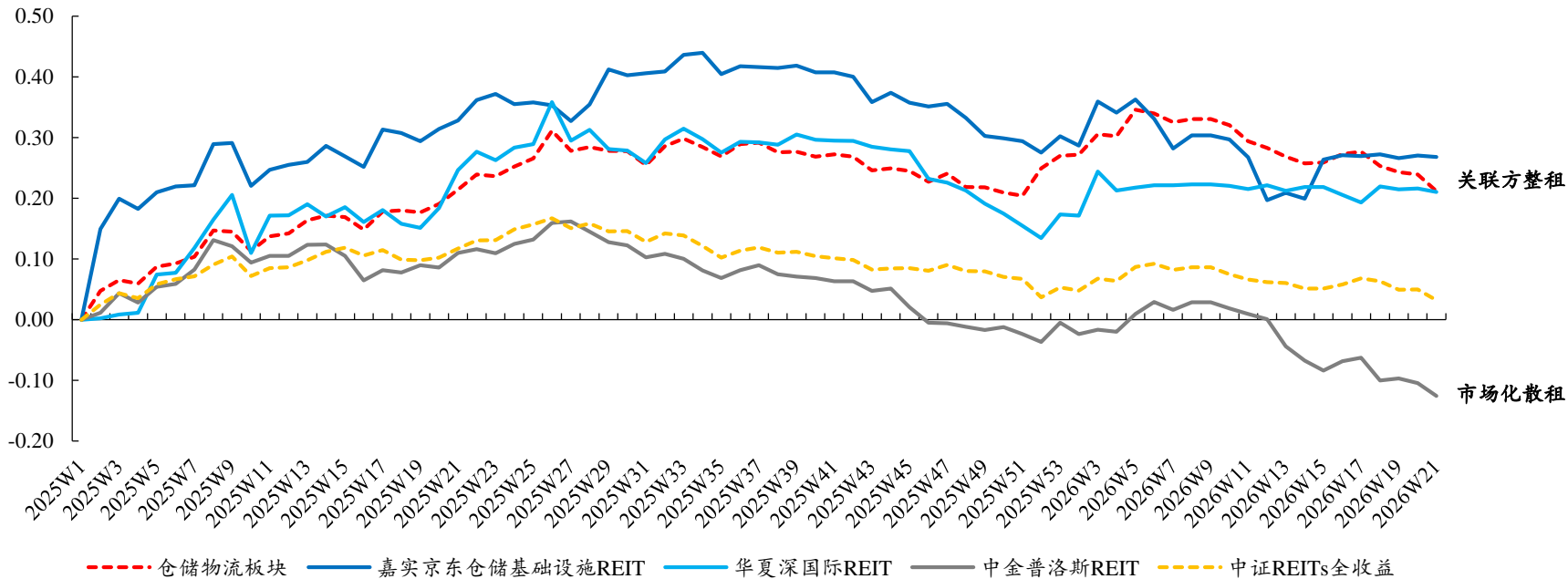


数据来源：Wind、开源证券研究所（图中数据为2025年以来累计涨跌幅，基准2025-01-01）

仓储物流REITs：空置率仍较高，整租型低位布局

- 截至2026年4月30日，仓储物流REITs已上市11只，分化逻辑在于市场化租赁和关联方整租的差异。行业层面仓储空置率仍然较高，但供给已经开始放缓，筑底信号初显。

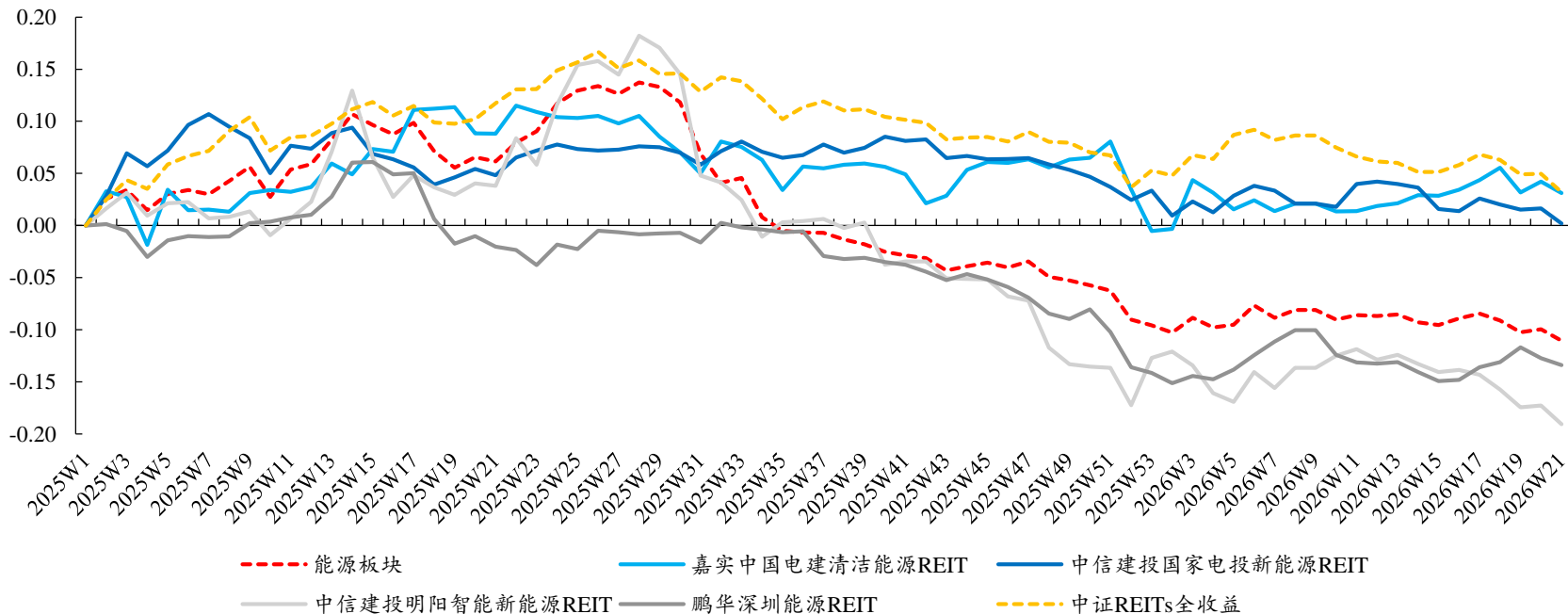
图14：2025年以来，仓储物流REITs板块行情优于REITs整体表现



数据来源：Wind、开源证券研究所（图中数据为2025年以来累计涨跌幅，基准2025-01-01）

- 截至2026年4月30日，能源REITs已上市9只，其风电板块整体承压最明显，水电板块业绩修复明确。2026年是“136号文”落地首年，新能源项目全电量进入市场化交易，电价机制成为分化核心变量。

图15：2025年下半年以来，能源REITs板块行情弱于REITs整体表现



数据来源：Wind、开源证券研究所（图中数据为2025年以来累计涨跌幅，基准2025-01-01）

目录

CONTENTS

- 1 2025年REITs板块逻辑复盘
- 2 REITs板块分化态势解读
- 3 REITs未来发展趋势展望
- 4 **投资建议**
- 5 风险提示

全年展望：扩容+分化逻辑持续演绎

- 2025年中国公募REITs二级市场走出典型的“倒V型”行情，全年消费和仓储物流板块表现稳健，环保和能源板块收益率较低。进入2026年，市场延续震荡筑底态势，板块轮动从全线上涨转向结构性分化，定价逻辑从流动性驱动回归基本面。
- 2025年12月证监会推出商业不动产REITs试点，涵盖商业综合体、写字楼、酒店等全门类资产，供给压力预期成为压制二级市场的重要因素。

表6：我们预计2026年REITs扩容+分化逻辑持续演绎

板块	2025完成度	2026Q1景气度	核心矛盾	分化线
保障房	高（平均超额完成）	稳健，出租率较高	政策性租金刚性 vs 市场化租金回落	政府配租型 vs 市场化型
消费	较高	旺季强劲，收入同比连续四个季度提升	运营能力差异导致业绩分化	头部运管（华润/奥莱） vs 其他
产业园	较高	量价探底，环比转负	需求弱+供给多，租金压力待出清	厂房 vs 研办（厂房明显好于研办）
仓储物流	较高	整租型迎调整，市场化租金环比企稳	关联方整租溢价回归+换租浪潮	市场化租赁 vs 关联方整租
高速公路	多数不及预期	车流量企稳，收入微幅回落	路网分流 vs 引流	引流型 vs 分流型
能源	与国补回款相关	季节性回落，项目间分化显著	资源禀赋×电价机制×补贴回款	水电改善/化石稳健/风电承压
市政环保	较高	垃圾处理冲高回落，水务稳健	区域竞争+回款周期	生物质增价稳/水务饱和运转

资料来源：各REITs项目公告、开源证券研究所

- 2026年 REITs 投资仍具有资产荒及政策红利加持，我们判断全年震荡筑底、结构性行情为主。
- 一是消费类REITs如社区商业、奥莱等底层资产，或者如华夏北京保障房 REIT 等政策倾斜标的，凭借刚性需求支撑与租金补贴加持，预计业绩韧性显著；二是布局高壁垒新兴业态，医药仓储、数据中心、智慧物流等领域，依托行业准入门槛与数字化转型需求，成长潜力预计优于传统板块。区域布局侧重两类资产，核心城市群（北上深科技带、成渝双城经济圈）项目或受益产业协同效应，地方特色项目则借政策扶持有望获得差异化收益。
- 操作层面需动态平衡估值与分派率，优先选择运营稳健、扩募能力强的标的，同时警惕长端利率上行与商业不动产REITs 供给放量对市场情绪的短期冲击，通过分散配置降低波动风险。

- 我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，当前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会。
- 受益资产：
 - 核心配置：高股息保障房、消费REITs。
 - 波段机会：利率敏感型资产（高速、产业园）在利率下行期或更具弹性。

目录

CONTENTS

- 1 2025年REITs板块逻辑复盘
- 2 REITs板块分化态势解读
- 3 REITs未来发展趋势展望
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 利率上行风险：若国内通胀超预期，国债收益率上行将直接压缩产权类REITs估值，尤其对保障房、数据中心等长久期高估值品种冲击最大。
- 调控政策超预期变化，行业波动加剧：政策调整会直接影响底层资产所在行业的盈利与成本结构，进而传导至REITs产品。
- 商业不动产REITs供给冲击：首批上市可能分流存量市场资金，且商业不动产底层资产（写字楼/酒店/商业综合体）在当前经济环境下经营压力较大，定价风险不可忽视。
- 项目长期分派率不及预期：项目长期分派率不及预期，当底层资产长期收益能力不达标，会引发投资者赎回并拖累产品价格与后续发展。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券