

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

电话：

Email: zhouyue@r.qizq.com.cn

联系人：朱佳妮

电话：

Email: zhujn@r.qizq.com.cn

相关报告

投资要点

- 近期基础设施建设 REITs 引起了市场的高度关注，作为舶来品，REITs 的发行和投资在海外市场已较为成熟，REITs 也是大类资产配置中的重要品种。本文对国内外 REITs 的组织模式、物业类型及市场发展情况进行全面介绍，以供投资者参考。
- REITs 即房地产信托投资基金，是通过汇集投资者资金持有并经营收益性不动产，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托制度，同时具备金融机构性质和管理机构性质。
- 海外 REITs 市场发展较成熟，产品种类呈多样化，组织类型主要分为契约型、公司制、有限合伙制，其中契约型 REITs 载体为基金或信托；根据收入来源不同，REITs 划分为权益型和抵押型，权益型 REITs 持有物业所有权，而抵押型 REITs 是投资房地产抵押贷款，本身并不持有物业；依据资金的期限长短，可以将 REITs 划分为封闭式和开放式；根据发行方式不同，还可将 REITs 分为私募 REITs 和公募 REITs。
- 经过半个世纪发展，权益型 REITs 凭借高流动变现能力、较强抗风险能力打败抵押型 REITs，成为市场主流模式。以美国为例，截止 2019 年末，全美总计有 217 只 REITs 产品，总市值达 1.74 万亿美元，其中，权益型 REITs 数量为 175 只，市值规模在整体中占比达 95.6%。此外，由于法律体系存在差异，各地区 REITs 产品的组织类型有所区别，美国以伞形结构和公司制为主，而亚洲主要采用契约型。
- 过去十年全球 REITs 收益率均值为 10.27%，美国作为最成熟的 REITs 市场，其产品收益水平相对亚洲和欧洲更高；分种类来看，权益型表现优于抵押型。REITs 总收益由资本利得和分红派息两部分构成，不同于股价的较高波动性，REITs 派息比率长期稳定在 3%到 5%之间，且各地区差异不大，说明投资者持有期间现金流有保障。
- 将 REITs 的收益情况与其他综合指数做比较发现，过去 20 年美国 REITs 平均收益显著高于体现股市整体行情的标准普尔 500 指数和罗素 2000 指数，更加高于债券指数 ML Corp/Govt；绝大部分时间 REITs 的分红收益率高于同期美国十年期国债收益率。整体来看，REITs 兼具股票和债券的优势，既可获得物业增值带来的资本利得，又可通过租金收入分配获取较稳定的期间现金流，使得长期内 REITs 收益表现同时优于权益和债券，是良好的抵御通胀金融工具。
- 风险提示：1) 资产证券化政策收紧；2) 海外疫情超预期蔓延，国内经济失速下滑；3) 房地产市场出现较大波动；4) 国内税法等制度不利于 REITs 发展。

内容目录

一、什么是 REITs?	- 3 -
1. REITs 的定义	- 3 -
2. REITs 的结构	- 3 -
3. REITs 的法律特征	- 4 -
二、REITs 的组织模式	- 5 -
1. 契约制 REITs	- 5 -
2. 公司制 REITs	- 6 -
3. UPREITs	- 7 -
4. DOWNREITs	- 9 -
三、不同性质下的 REITs 分类	- 10 -
1. 按收入来源分类	- 10 -
2. 按基金期限分类	- 12 -
3. 按发行方式分类	- 13 -
四、REITs 的主要物业类型	- 15 -
1. 工业 REITs	- 16 -
2. 办公 REITs	- 16 -
3. 零售 REITs	- 17 -
4. 住宅 REITs	- 18 -
5. 住宿/度假 REITs	- 18 -
6. 医疗 REITs	- 19 -
7. 基础设施 REITs	- 19 -
五、REITs 收益情况分析	- 20 -
1. 全球 REITs 总收益率与分红情况	- 20 -
2. REITs 收益率与其他综合指数对比	- 21 -
3. REITs 与国债收益率对比	- 22 -
六、总结	- 22 -

近期基础设施建设 REITs 引起了市场的高度关注，作为舶来品，REITs 的发行和投资在海外市场已较为成熟，REITs 也是大类资产配置中的重要品种。本文对国内外 REITs 的组织模式、物业类型及市场发展情况进行全面介绍，以供投资者参考

一、什么是 REITs?

1. REITs 的定义

REITs 是房地产信托投资基金 (Real Estate Investment Trusts) 的英文简称。REITs 中的房地产主要指商业地产，海外 REITs 的底层资产通常是能提供稳定租金回报的物业，而符合这一特征的物业大部分是商业地产和政府公共资产。**住宅地产一般不属于此类产品，但住宅抵押贷款可以作为 REITs 的基础资产之一。**

REITs 起源于美国，其主要指从事房地产权益投资 (包括绝对物业所有权和租赁收益权)、房地产抵押贷款投资和混合型房地产投资——两者兼营的公司、信托、协会或者其他法人，汇集诸多投资者的资金，持有并经营公益事业、购物中心、写字楼和仓库等收益性不动产，由专门投资机构进行投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托制度。

这一定义包括了 REITs 两方面的性质：**一方面是金融机构性质**，REITs 是政府批准成立的基金，募集社会大众的资金，并将资金投资于特定产业 (即房地产行业)，所获得的收益按基金份额分配给基金持有人；**另一方面是专业的管理机构性质**，按照专门的法律程序从事房地产物业运作的机构，例如权益 REITs 是从商业地产采购、开发、管理维护、销售过程中取得租金和销售收入。

具体来说，REITs 就是项目机构将持有的物业的股份或者受益单位分售给投资者，信托机构将房地产全部对外出租，取得租赁费后向投资者发放股利收益，或者信托机构直接在市场上出售房地产，将所得价款分配给投资者，以此取得资本利得。

2. REITs 的结构

(1) REITs 中的主要主体

REITs 中的主要主体有发起人/委托人、托管人、基金管理人、基金单位持有人、特殊目的载体和物业管理人。

发起人/委托人主要的职责是选定证券化资产并转移给特殊目的载体 (SPV)，同时拥有向 SPV 请求拟定发售资产取得对价的权利；托管人一般为银行或者附属的信托公司，接受 REITs 的委托，以信托的方式为基金持有人拥有不动产并监管管理人；基金管理人接受 REITs 的委任，负责 REITs 资产的管理和运营；基金单位持有人拥有 REITs 的资产并对

其有最终决定权，对 REITs 产生的收益拥有受益权；特殊目的载体主要是出于隔离风险、避税等方面考虑；物业管理人负责信托所持房地产的维护、管理。

图表 1: REITs 中的主要主体

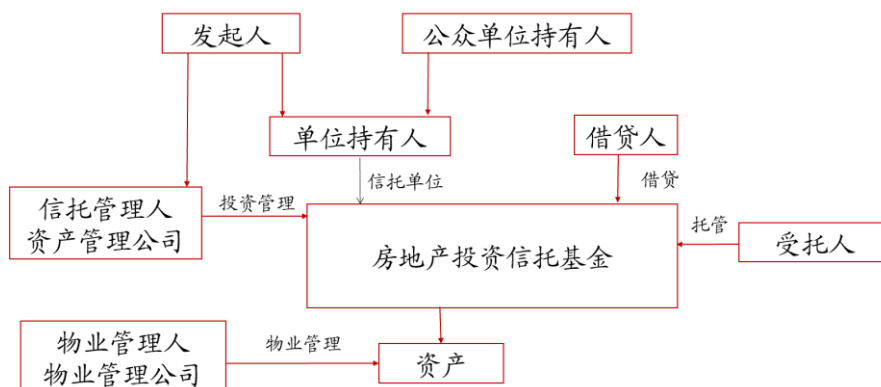
主要主体	职责
发起人/委托人	选定证券化资产并转移给特殊目的载体 (SPV)，同时拥有向 SPV 请求拟定发售资产取得对价的权利。
托管人	接受 REITs 的委托，以信托的方式为基金持有人拥有不动产并监管管理人，一般为银行或者附属的信托公司。
基金管理人	接受 REITs 的委托，负责 REITs 资产的管理和运营，包括对外以资产为基础的借款及其限额、投资性的房地产项目、管理基金资产产生的现金、确定股息支付的时间、管理基金资产的物业及修缮、负责出租及租金收取事宜等，而且需与受托人保持相对独立性。
基金单位持有人	拥有 REITs 的资产并对其有最终决定权，对 REITs 产生的收益拥有受益权。
特殊目的载体	主要是出于隔离风险、避税等方面考虑。
物业管理人	负责信托所持房地产的维护、管理。

来源：《REITs：颠覆传统地产的金融模式》，中泰证券研究所

(2) REITs 的结构图

REITs 是资产证券化的衍生品，该结构的关键是 REITs 或者其相关机构是否能够作为特殊目的载体 (SPV)，隔绝风险，保护投资者并享受免税待遇。所有的管理人、受托人、发起人等都是围绕着 REITs 来展开，下图为 REITs 实际运行中的管理结构。

图表 2: REITs 结构图



来源：中泰证券研究所整理

3. REITs 的法律特征

REITs 起源于商业信托，保留有信托的一般特征，即信托财产的独立、所有权与收益权相分离、有限责任公司和信托管理的连续性。而作为现代化的新型房地产的信托结构，REITs 还具有以下法律特征和法律组织要求：

1) REITs 必须分配 90% 的年度应税收入（资本利得的除外）作为股息

给其份额持有人。2) REITs 必须将其资产的 75%投资于不动产、抵押贷款、其它 REITs 的份额、现金或是政府证券。3) REITs 必须从租金、抵押贷款利息、不动产物业出售实现的利得中获得总收入的至少 75%。REITs 收益的 95%必须从这些资源加上股息、利息及证券出售的利得中获得的。4) REITs 的 90%以上的总收入必须是租金或利息收入、出售资产或其他信托组织的股息收入, 以及其它源于房地产渠道的收入。5) REITs 的份额持有人至少要 100 人以上, 并且集中在任意 5 人或更少的人手中的现存份额必须小于该信托已发行股票价值总额的 50%。6) REITs 必须是房地产投资者, 而不是经纪商。

二、REITs 的组织模式

以较为成熟的美国市场为例, 美国 REITs 的组织类型主要分为**契约型、公司制、有限合伙制**。

1950 至 1960 年, 美国为了解决当时房地产融资问题, 正式颁布了法案承认 REITs 的法律地位, 此时的 REITs 多为契约制的商业信托模式, 在以得到税收优惠为主要目的的因素下, REITs 快速发展。

此后在 1976 年颁布的税制改革法案中规定, 房地产信托可以为公司制, 而并非必须是非法人商业信托组织。允许房地产投资信托持有, 经营和管理收益性房地产, 这令 REITs 拥有了很大的物业控制权, 调动了房地产开发商及运营商参与组建 REITs 的积极性; 后来衍生出了 UPREITs 与 DOWNREITs, 这些新型的有限合伙 REITs 结合了信托的税收优惠和有限合伙的有限责任优点, 在美国 REITs 市场上成为主流。

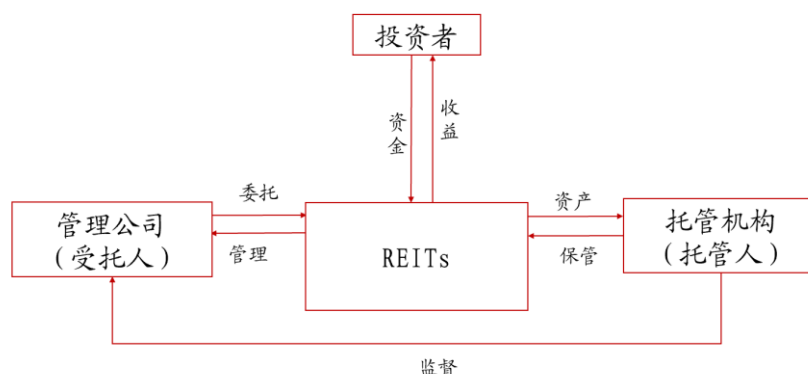
1. 契约制 REITs

契约型的房地产投资信托, 是把投资人、经营管理商业信托的组织如投资银行或信托公司等以及独立第三方托管人(通常为商业银行) **通过签订合同而形成的信托法律关系**。

根据是否有固定的期限和资金总额限制, 一般契约型的 REITs 分为封闭式投资信托和开放式投资信托。在封闭式投资信托中, 规定有一定的募集期限, 期满之后不再接受资金投入, 且投资人一旦投入资金, 直至契约期限届满, 否则不得抽回投资。而开放式投资信托则在期限上和对投资人的投入及退出都有比较灵活的规定, 无期限限制也无总额限制。

在契约制 REITs 中, 投资人所出资形成独立的信托资产, 由管理人(投资银行或信托公司)进行经营, 由托管人进行维持和保管, 最终的投资收益由投资人获得, 而管理人和托管人分别获得按一定百分比的管理费和保管费。契约制 REITs 组织架构如图所示:

图表 3: 契约制 REITs 组织架构



来源：中泰证券研究所整理

治理结构上，契约制的房地产投资信托是最初 REITs 使用的模式，其适合信托法律规定较为简单和明确的时期，在组织成本上，其优点是：**首先，所有当事方的权利义务由所签订的契约设定，组织架构清晰明确；其次，投资人的预期收益一般会在合同中规定，有一定的预期性；最后，没有债务连带责任。**

其缺点是：**签约成本较高**，因为没有专业的 REITs 公司，寻求合适的管理人和托管人并不容易。而且组织架构虽然清晰，但因为合同条款所限，**就失去了管理上的灵活性**。在代理成本上，因为所有当事人的权利和义务均由契约设定，契约制的房地产投资信托在监督和纠纷解决上较为明晰，但是其缺乏灵活性，**所以在激励和惩罚机制上较差，对提高运作效率无益**。比如，受托人在完成契约中规定的投资回报率即可，无动力进行更高效的投资决策和安排，使投资人无法预期更高的回报。另外，因为最终的投资决策还是由管理人做出，投资人缺乏专业性知识，再加上投资人在管理人的组织中没有发言权，**就会产生很高的道德风险**。

2. 公司制 REITs

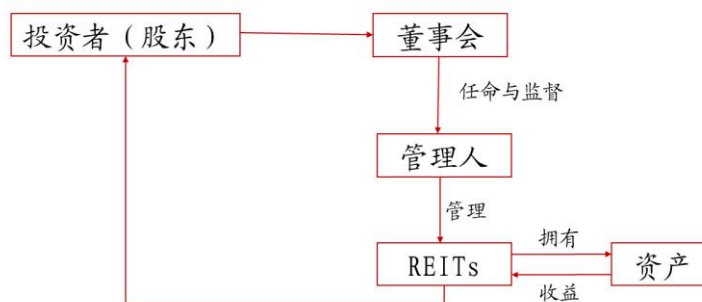
在《1976 年税制改革法案》以后，因为法律的放开，房地产投资信托在美国可以是公司制也可以是契约制的商业信托。

公司型 REITs 是通过发行股份的方式募集资金成立投资公司，具有法人资格。股份持有人既是公司型 REITs 的投资者，又是公司股东，依照法律和公司章程的规定享受权利，承担义务。投资人为公司股东，拥有了公司事项的重大决策权，可以选出董事会成员来代表其利益行事，并获得公司分红，与公司制 REITs 形成股东和公司的关系。而投资人出资形成的资产由 REITs 公司所有，一般由投资人选出的董事会进行持有，并代表投资人行事。

在管理方式上，REITs 公司可以选择进行内部管理或者是聘请外部专业公司进行经营。但在此，内部管理部门或是外部管理公司只拥有对法人财产的经营权，并对董事会负责，接受董事会的监管，管理者的报酬为

按一定比例计算的管理费用，有时，还会依照收益提成比例获得奖励报酬。另外，为了信托财产的独立性，公司制 REITs 还应将由投资人出资形成的资产存放在独立的托管机构（一般是商业银行），保管机构依照公司制 REITs 董事会的命令行事，负责保管，执行交易和过户等命令。这其中的管理模式，权利义务，纠纷解决一般依照公司法来执行。公司制 REITs 组织架构如下图所示：

图表 4：公司制 REITs 的组织架构



来源：中泰证券研究所整理

从治理结构上来看，公司制是在发展阶段房地产信托所普遍采取的模式，总的来说，在组织成本上，公司制 REITs 有以下几个优点：**首先，签约成本低；其次，组织结构稳定，不易轻易变化；最后，管理专业化较强，尤其是外部管理式公司制 REITs。**

其缺点是：权利义务方面没有契约制 REITs 那样清晰和明确，且运营成本较高、税务负担重。外部管理公司制 REITs 为了分工专业化的目的，采用了委托代理的管理模式，就不可避免的会产生与一般公司一样的代理成本和道德风险，即受托人可能不会全心全意为委托人利益行事，易产生关联交易等损害股东利益的情况。

3.UPREITs

有限合伙制 REITs 结合了公司的有限责任和合伙企业的免征企业所得税的双重优势，是目前房地产投资信托业最受青睐的组织架构结构。

随着金融创新的加快，REITs 也迎来发展新模式，伞形合伙房地产投资信托（Umbrella Partner, UPREIT）于 1992 年诞生并迅速占领市场大量份额。在伞形合伙 UPREIT 中，存在着一个经营性合伙，其英文为 Operating Partnership，以其出资成为经营合伙人，参与合伙企业的管理并收取相应的管理费以及投资收益，可以说，经营合伙人即是受托人又是受益人。而房产所有人则以其持有的房地产出资成为这个经营合伙的有限合伙人，不参与经营合伙的管理，拥有合伙收益分配权，并以其投资份额为限承担合伙债务。

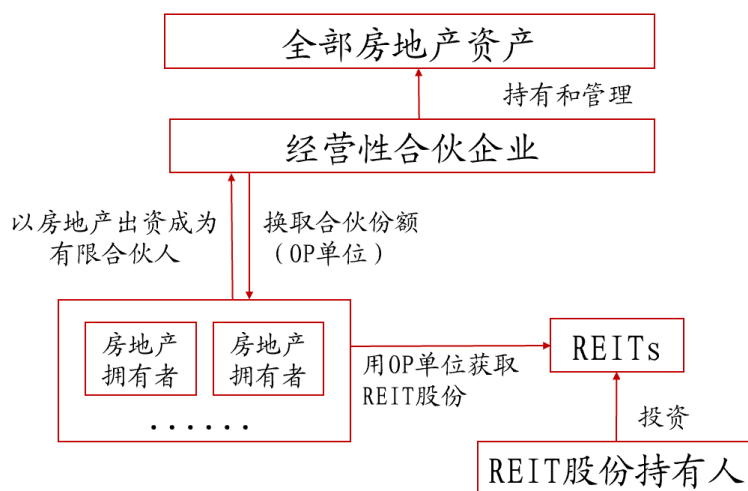
在这种房地产信托模式中，房地产资产由经营合伙来持有，而不像其他

模式那样由 REIT 本身持有房地产资产，房地产业主因为加入合伙企业而获得份额（OP Unit），也可以换成 REITs 股份，实现了其融资的目的和流动性。有限合伙 REITs 的结构如下图所示：

图表 5: UPREITs 的基本情况

主体名称	出资额	资金经营管理	债务连带责任	收益
有限合伙人	一般为 99%	不参与资金的运营管理	以出资额为限承担责任	来自 REITs 的净利润
经营合伙人	一般为 1%	负责资金的运营管理	无限连带责任	来自 REITs 净利润的分成和管理

来源：中泰证券研究所

图表 6: UPREITs 的组织架构


来源：中泰证券研究所整理

由合伙关系和信托法律关系形成的有限合伙 REITs 是在现代化房地产信托中最受欢迎的模式，也是金融制度创新的结果。综合来看，有限合伙 REITs 具有以下几个优点：

- 1) 在设立上比公司制简单易行。** 房地产公司想设立房地产资产证券化项目时，只需要以房地产出资成为有限合伙制 REITs 的有限合伙人，换取合伙份额（OP 单位），即可以通过专业的 REITs 公司来打理其物业项目，并实现在资本市场上的融资目的。
- 2) 组织效率较高。** 集合了有限合伙人（房地产物业持有人）的资产优势和经营合伙人的专业能力，一举两得。
- 3) 更容易达到扩张目的。** 因为公司制 REITs 所有收益中的 90% 需分派给股东，所以用以企业扩张的自由资金来源很有限，故利用合伙单位来购买更多的房地产或其他项目是其实现扩张的主要途径，而伞形合伙通过有限合伙人（房地产持有人）的出资使得 REITs 轻易达到扩张目的。
- 4) 税收优势。** 因为房地产所有人交给经营合伙的房地产是其出资，所

以不构成法律主体间的资产交易，所以不会被征收资本交易所得税，再加上合伙企业不必缴纳企业所得税，因此，伞形合伙 REITs 在税收上比公司制 REITs 更有优惠。并且就美国市场而言，房地产所有者以房地产出资成为有限责任合伙人，换取合伙权益凭证（OP 单位）这一交易行为不需要纳税，可以在其转换成现金流或 REITs 股票时纳税，这在一定程度上使伞形合伙 REITs 具有了税收延迟功能。

5) **更容易达成法律规定**。REITs 在法律上有“5 人以下持有的 REITs 股份不得超过 50%”的规定。这对于公司制 REITs 是一个难题，而 UPREITs 则很容易达成。

6) **分散投资风险**。持有多个物业使得 UPREITs 分散投资分险，符合现代企业的健康发展模式。

7) **隐形代理成本有所减少**。在代理成本上，从经营性合伙的层面上，有限合伙 REITs 较公司型 REITs 在隐形代理成本上有所减少，因为 REITs 作为经营性合伙的普通合伙人，经营合伙的表现与其利益息息相关，且由于 REITs 一般管理资产金额庞大，即使 1% 的出资额对于经营合伙人也是较大的金额。所以 REITs 会为了谋求更高的合伙收益而在经营管理上加倍努力，作出更加高效的投资决策和安排。

基于以上优势，UPREITs 获得市场的青睐，根据 SNL Financial 披露，截止 2016 年末，UPREITs 的公司数量和净市值在 REITs 整体中占比分别为 64.7% 和 61.1%，在当前市场中起到主导作用。

以上三种模式是 REITs 的主要组成模式，三种组织模式的比较如下：

图表 7：三种组织模式的对比

	契约型 REITs	公司型 REITs		UPREITs
		外部顾问模式	自我管理模式	
显性成本	签约成本高，运营成本一般	签约成本低，运营成本一般	签约成本低，运营成本一般	签约成本较高，运营成本较低，税负较低
隐性成本	激励和约束机制较差，运作效率较低	激励和约束机制较差	激励和约束机制较为有效	激励和约束机制较好，运作效率较高
税负	税收负担各国不同	税负较高	税负较高	税负较低
代理成本	道德风险较高	道德风险较高，容易发生内部人控制	道德风险较低	机制健全，有效降低代理问题
债务连带责任	无债务连带责任	无债务连带责任	无债务连带责任	任何经营合伙人都承担无限连带责任

来源：中泰证券研究所

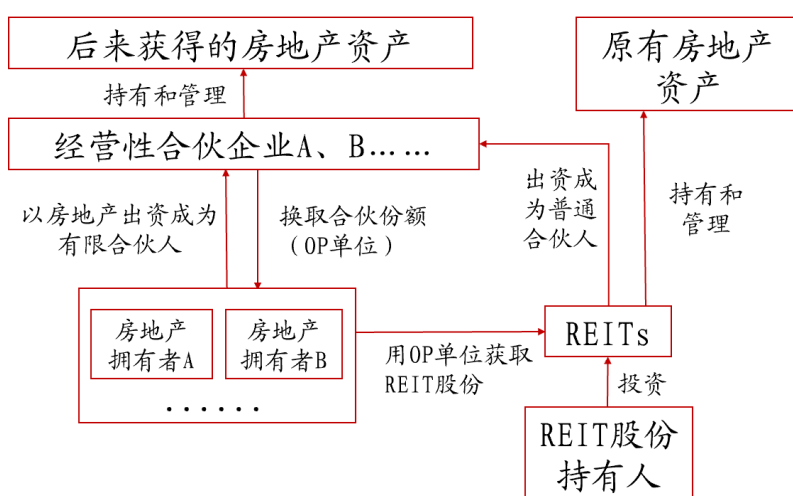
4.DOWNREITs

DOWNREITs 结构是由 UPREITs 结构演变而来。1994 年，为了即获得

UPREITs 的优点，又克服 UPREITs 在两方争夺 UPREITs 于合并与收购中的控制权的问题，在 UPREITs 的结构基础上创制出了一种新结构，即 DOWNREITs。该结构便于将房地产所有者组成一个个经营性合伙企业，达到上市便利和谋求规模效应的目的。

DOWNREITs 结构并不要求有一个中心的运营合伙，而是为每一宗想获取的交易形成一个新合伙，在每一宗通过 DOWNREITs 结构而达成的交易中，新形成的合伙与该 REITs 都作为普通合伙人。因此，DOWNREITs 结构是集中于其 REITs 层面，而不像 UPREITs 结构是集中于其伞型合伙层面。

图表 8: DOWNREITs 的组织架构



来源：中泰证券研究所整理

下 REITs 在物业购置方面的优势与 UPREITs 结构相类似。其与 UPREITs 相比的优势在于：一家 DOWNREITs 的结构可以同时拥有多重的合伙关系，而且能以 REITs 和合伙公司的形式持有房地产。由于它可以与每一宗所购置的房地产形成合伙关系，在这种松散的合作中，有限合伙人倾向于比在典型的 UPREITs 结构中拥有更少的控制权，因而在 DOWNREITs 结构中的利益冲突较 UPREITs 更小。因此 DOWNREITs 结构比 UPREITs 结构具有更大的经营灵活性，利益冲突更小。

但纳税成本较大。当一家 DOWNREITs 有多家合伙公司时，或者通过发行经营性合伙公司的单元股份来购置物业时，DOWNREITs 要保持的纳税成本就相当大，所以 DOWNREITs 结构的必要交易成本大于 UPREITs 结构。目前来看，资本市场依然更青睐于 UPREITs 结构。

三、不同性质下的 REITs 分类

1. 按收入来源分类

从收入来源可以将 REITs 划分为权益性、抵押型和混合型 REITs。

■ 权益型 REITs

权益型 REITs (equity REITs) 直接投资拥有房地产，其收入主要来源于旗下房地产的经营收入。权益型 REITs 的投资组合根据其战略的差异有很大不同，但通常主要持有购物中心、公寓、办公楼、仓库等受益型房地产，业务范围涉及房地产投资的方方面面，包括房地产的管理租赁、物业开发和客户服务等。

因其属股权投资，所以不能直接要求返还本金。但是 REITs 的流通性比较强，信托资金可以通过股权等转让方式随时退出，较传统的房地产投资具有更强的流通性和变现性。

通过股权投资的方式入股房地产公司，其投资收益受房地产公司的经营状况影响大，因此该类型的房地产投资信托的风险的收益均较高。如果该国资本市场完善的话，投资者可以从二级市场退出，否则只能私下进行股权转让。

总的来说，权益性 REITs 的优点在于通过资金的“集合”，为中小投资者提供投资于利润丰厚的房地产行业的机会；专业化的管理人员将募集的资金用于房地产投资组合，可以分散房地产投资的风险；通过上市，投资者所拥有的股权也可以转让，具有较好的变现性。

1986 年美国颁布的《税收改革法案》迅速推动了 REITs 的发展，《税收改革法案》不仅使 REITs 的投资收益免税，而且还允许 REITs 操作和经营多种类型的收益性商业房地产。经过半个多世纪的发展，抵押型 REITs 由于杠杆过高，经历了大起大落，而权益性 REITs 经受住了考验，发展非常迅猛。截止 2021 年末，美国权益型 REITs 为 175 单，净市值总计 1.66 万亿美元。

■ 抵押型 REITs

抵押型 REITs (mortgage REITs)，顾名思义，抵押本身并不会直接拥有物业，而是把资金通过抵押或是借贷的方式实现交易，以此来获得房地产的抵押款债券。抵押型 REITs 扮演的角色类似于金融中介，它将所募集的资金用于发放各种抵押贷款，其中收入主要来源于抵押贷款利息，发放抵押贷款所收取的手续费以及通过发放参与抵押贷款所获取的部分房地产租金和增值收益。

当 REITs 有足够的抵押贷款，那么 REITs 将这些抵押贷款打包证券化，发行股票在资本市场上融资。由于抵押贷款在 20 世纪 70 年代的激进行为受到严重打击，现在抵押型 REITs 在美国市场的占比很小。截止 2021 年末，共计有 42 单产品，净市值为 757.54 亿美元。

■ 混合型 REITs

混合型 REITs (hybrid REITs) 指综合拥有权益型 REITs 业务和抵押型

REITs 业务的 REITs。混合型 REITs 是两者的混合，权益型投资和抵押型投资的比例，一般由基金经理人根据市场前景各种因素进行调整。2010 年以后市场中不再有混合型 REITs 产品。

■ 三种 REITs 的占比及特点

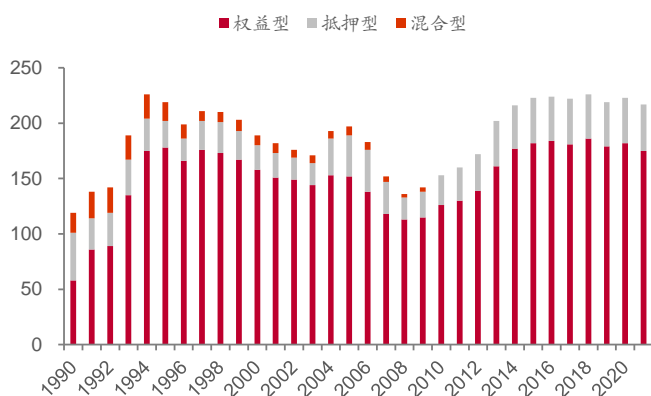
权益型 REITs 主要投资房地产本身，抵押型 REITs 主要投资于抵押债券及相关证券，混合型 REITs 两者皆投资，下表是三种 REITs 的占比及特点总结：

图表 9：三种类型 REITs 的特点

主体名称	权益型 REITs	抵押型 REITs	混合型 REITs
投资形态	直接参与房地产投资、经营	发放抵押债券赚取	两者混合
投资标的	房地产本身	抵押债券及相关证券	两者混合
影响收益主要因素	房地产景气与否和经营业绩	利率	两者混合
收益稳定性	一般	较高	中
平均投资收益	较高	较低	中

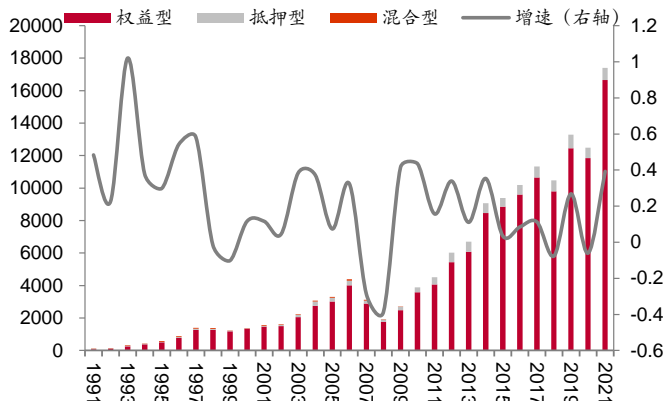
来源：《房地产投资信托运营之道》，中泰证券研究所

图表 10：市场中大部分为权益型 REITs (只)



来源：NAREIT，中泰证券研究所

图表 11：各种类产品市值情况 (亿美元)



来源：NAREIT，中泰证券研究所

2. 按基金期限分类

对于契约型 REITs 来说，依据资金的期限长短，可以将 REITs 划分为封闭式和开放式。根据开放式基金和封闭式基金的划分，开放式 REITs 和封闭式 REITs 的区分标准是基金运作方式的不同，即投资者能否追加投资或者投资者能否随时要求发起人赎回证券。这种分类方法的法律依据是《1940 年投资公司法》的相关规定。

■ 封闭式 REITs

封闭式 REITs (close-end REITs) 是指基金的发起人在设立基金时，限定了基金单位的发行总额，筹足总额后进行封闭，基金即宣告成立并在一定时期内不再接受新的投资，在封闭期内发行总额固定不变，资本总

额不得随时增减。也就是说，此种 REITs 成立后不得再募集资金，因而能保障投资人的权益不被稀释。封闭式 REITs 的发行规模较小，投资者若想买卖此种投资信托证券，只能在公开市场上竞价交易，而不能直接同 REITs 进行净值交易。同时，为保障投资者的权益不被稀释，封闭式 REITs 成立后，原则上不允许在设立期间增减资产或筹集资金，不得任意发行新的份额。

封闭式 REITs 有两个非常重要的特点：一是只能投资于房地产领域；二是其估价相对容易，资产价值不必像开放式产品那样需要每月清算；封闭式 REITs 的经营期限一般在 3 年以上。如果在此期限内投资者需要赎回，信托管理者一般会对其持有的信托份额资金打一个较大的折扣。

■ 开放式 REITs

开放式 REITs (open-end REITs) 也被称为追加型 REITs，因为其发行规模可以做灵活的调整，投资人按照基金单位的净值要求向信托投资公司赎回或向信托投资公司购买认购权证。虽然其灵活度高，但开放式 REITs 对管理者的水平以及资本市场的发达程度要求也相应的高。投资者若想买卖此种投资信托证券，可以直接同 REITs 进行净值交易。

由于发行规模可灵活调整，基金管理人管理物业资产同样具有灵活性，通常管理人会依据市场行情收购优质资产，并提高投资收益。

图表 12: 两种方式 REITs 对比

适合投资主体		基本情况	适用市场	管理难度
封闭式 REITs	机构投资者	买卖价格随市场供求关系波动，信息不对称，对投资者风险更大	适用于开放程度低、交易规模小的市场	较小
开放式 REITs	中小投资者	买卖价格由其净资产决定，信息比较透明，风险较低	适用于开放程度高、成熟的市场	较大

来源：中泰证券研究所

3.按发行方式分类

根据发行方式不同，可以将 REITs 分为私募 REITs 和公募 REITs。

■ 私募 REITs

私募 REITs 是从 2000 年开始在美国市场兴起，其组织依据美国 REITs 法律设立，份额不在公开市场交易。私募 REITs 的投资者一般包括保险公司、养老基金等机构投资者以及与发行人有特殊关系的个人等。总体上说，私募 REITs 的发行程序比公募 REITs 简单，可以节约发行时间及成本，其投资更具灵活性，可以发掘优质群体，而且就股息收益而言，一般较之公募的股息收益更高。但私募 REITs 监管不如公募 REITs 透明，且要出售非公开的 REITs 份额时需要打一个比较大的折扣。

■ 公募 REITs

公募即公开发行的募集，是指发行人通过中介机构向不特定的社会公众广

泛地发售证券，通过公开营销等方式向没有特定限制的对象募集资金的业务模式。公募 REITs 具有如下特点：

1) 公募 REITs 信息披露要求准确、及时、完整，遵循公平、公正、公开的原则进行募集资金活动。2) 由于公募 REITs 面对的投资者结构较为复杂，不同的投资者对投资变现的要求也不一致，这就客观上要求公募 REITs 在运作上要有较高的可变现能力。3) 公募 REITs 的募集群体使社会公众，这就要设法保障广泛投资者的利益，需要严格的法律加以约束和规范。

■ 美国 REITs 市场的发行方式

美国 REITs 在募集资金时，可以选用的发行方式主要分为公募上市型 (Public Listed)、公募非上市型 (Public Nonlisted) 和私募型 (Private) 三种类型，目前公募型 REITs 的发行方式在美国 REITs 市场中居于绝对的统治地位，约占美国整个 REITs 市场份额的 90%，这主要是由公募型 REITs 的特点所决定的。因此，为了解公募型 REITs 为何如此流行，需对 REITs 的三种发行方式进行比较，结构如下图所示。

图表 13: 美国三种发行方式对比

发行方式	公募上市型 REITs	公募非上市型 REITs	私募型 REITs
总体特征	在 SEC 注册且在交易所交易	在 SEC 注册但不在交易所交易	不在 SEC 注册且不在交易所交易
流动性	股票上市并每日进行场内交易，有最低流动性标准	股票不在公开交易所交易，股票赎回程序因公司而异，并有一定限制	股票不在公开交易所交易，股票赎回程序因公司而异，并有一定限制
董事独立性	要求设立独立董事	要求设立独立董事	没有规定
公司管制	按照《证券交易法》规定	根据北美证券市场管理者协会规定	没有规定
信息披露要求	要求向公众披露年报和季报等相关信息并报送证监会	要求向证监会披露年报和季报等相关信息	没有规定
表现评价	有独立的业绩评估标准	没有独立的业绩评估标准	没有独立的业绩评估标准

来源：《美国 REITs 市场的发展状况及对中国的启示》，中泰证券研究所

公募型 REITs 在各个方面具有较显著优势：

1) 从对投资者的保障性来看，公募型 REITs 需在美国证券交易委员会 (SEC) 进行注册，而私募型 REITs 并未注册，故与私募型 REITs 相比，公募型 REITs 更能保护投资者的相关权益。

2) 从流动性来看，公募上市型 REITs 有最低的流动性标准，可以保证 REITs 产品交易的流畅性，而私募型 REITs 的股票赎回程序通常具有一定的限制，不利于交易的顺利完成。

3) 从最低投资额来看，公募上市型 REITs 的入门门槛较低，仅需 1 股便可参与到 REITs 产品的投资之中，而私募型 REITs 的入门门槛相对较高，会将部分小额投资者拒之门外。

4) 从董事独立性来看，公募型 REITs 要求设立独立董事，便于对所筹

集资金的运作加强监督管理，而私募型 REITs 则没有相关规定，因而所筹集资金的稳定性相对较差。

5) 从信息披露要求来看，公募型 REITs 要求向公众披露年报和季报等相关信息并报送证监会，这样便有助于投资者及时了解 REITs 的经营状况，方便投资者进行投资决策。

6) 从表现评价来看，公募上市型 REITs 有独立的业绩评估标准，可以让投资者对 REITs 的经营业绩一目了然，而私募型 REITs 却没有独立的业绩评估标准，因而投资者将很难确切了解 REITs 的经营状况。

四、REITs 的主要物业类型

REITs 不仅投资于住宅、办公和零售物业，也还投资于更多更广阔的物业形态。REITs 在美国可以投资并持有多种不同的物业形态，包括公寓小区、购物中心、写字楼、工业仓储、餐饮酒店、健康护理设施以及其他种类的物业。以下图表是底层资产为不同物业类型的美国权益型 REITs 基本情况。

图表 14: 各物业类型 REITs 基本情况 (截止 2022 年 3 月)

物业类型	REITs 数量 (只)	市值 (亿美元)	市值占比 (%)	收益率 (%)	标准差 (%)
工业类(Industrial)	14	2,072.80	12.69	12.10	22.18
办公类(Office)	21	1,176.66	7.2	15.75	23.08
零售类(Retail)	37	1,939.16	11.87	12.09	22.49
购物中心(ShoppingCenters)	21	725.25	4.44	11.03	23.27
地区商业中心(RegionalMalls)	3	465.58	2.85	14.62	30.91
单租户(FreeStanding)	13	748.33	4.58	13.53	15.23
住宅类(Residential)	22	2,553.89	15.64	14.41	20.57
公寓(Apartments)	17	1,817.85	11.13	14.21	21.44
预制房(ManufacturedHomes)	3	357.20	2.19	14.98	18.10
单户住宅(SingleFamilyHomes)	2	378.84	2.32	19.66	23.20
多样类(Diversified)	17	390.08	2.39	9.33	19.79
住宿/度假(Lodging/Resorts)	16	430.52	2.64	12.71	19.46
医疗类(HealthCare)	16	1,329.53	8.14	9.30	30.56
仓储类(SelfStorage)	6	1,243.11	7.61	18.83	21.76
木材(Timber)	4	382.18	2.34	12.14	20.65
基建类(Infrastructure)	6	2,348.34	14.38	19.46	14.71
数据中心(DataCenters)	2	1,063.63	6.51	18.99	19.26
特殊类(Specialty)	9	687.47	4.21	12.72	18.46

来源: Nareit, 中泰证券研究所

图表 15: 基础设施 REITs 单位风险收益最高, 医疗类最低


来源: Nareit, 中泰证券研究所整理

1. 工业 REITs

工业地产包括以下类型: 物流中心、仓库、轻型制造公司、研究公司、小型写字楼或用于销售行政等相关功能弹性空间。工业地产的显著优势在于建造并出租需要花费的时间较短, 因此比其他领域更快、更加灵活, 通常不会出现过度建设的问题, “建以致用”是工业类 REITs 主要的开发策略。而且其建造成本相对低, 容易出现较好的投资回报率。

工业类 REITs 虽然容易获得较高资本收益率, 但也具备一些不稳定因素。比如工业资产相对于其他资产的土地贬值速度较快, 因此其分红收益实质上可以被视为包括了收益和本金的偿还。而且工业类 REITs 的租金不稳定性较高, 由于工业类 REITs 的租户一般以个人及小企业为主, 随着经济不断整合升级, 这种类型的 REITs 的租金来源不够稳定。

在美国市场, 工业地产通常都建设在交通枢纽, 依靠于能够提供最佳场所和最快运输速度的物流设施, 这逐渐受到空间使用者的青睐。一些旧的主要用于存储的仓库工业设施, 会对已有和未来的租户的吸引力降低, 工业类 REITs 已经收到了越来越广泛的重视和应用。目前零售 REITs 已经成为垄断型行业, 住宅办公类 REITs 竞争情况也比较明显, 工业类 REITs 也越来越受到中小型开发商的重视。

截止 2022 年 3 月末, 工业 REITs 总计有 14 只产品, 股票市值 2072.80 亿美元, 在 REITs 整体 (包含抵押类) 中占比 12.69%。风险收益方面, 1994 年至 2021 年间, 工业 REITs 包含股价变动和股息分配的总收益平均值为 12.10%, 收益标准差 22.18%, 波动水平在所有物业类型中偏大, 主要源自股票价格波动。受疫情冲击, 2020 年一季度工业 REITs 收益率下滑至 -6.11%, 派息比率为 2.97%。

2. 办公 REITs

办公类 REITs 通常是指持有并运营办公楼，这是最典型的 REITs 之一，市值在 REITs 中占比 7.88%。其收入来源主要为租金费用与管理费用。写字楼的物业租金一般都是长期的，在经济下滑的时候，长租期会保护业主的现金流。但是，由于大型写字楼从开工到完成建设需要较长的时间，很可能会因为短期的高预期刺激，产生过度建设的问题，且该类 REITs 对于有实力、有规模的租户及公司的议价能力较弱。办公类 REITs 的经营影响因素有：

■ 地理位置

区域决定了进驻物业的租户类型及租金收益率。比较市郊写字楼与中心区域办公楼，前者物业的建设成本及运营成本更低，一般资本化率更高；后者由于资源稀缺、地价成本高，对新竞争者的行业壁垒较高，故更容易形成物业垄断的形态，应对经济下行时期也更具稳定性与抗周期波动性。

■ 配套设施

设施环境及交通便利性高，如目标 REITs 距离地铁站、主要公路或运输港等交通枢纽较近，会更好吸引人才公司入住。

■ 物业管理水平

好的装潢水平和物业团队更能够取得租户的信任，吸引更好的公司及团队。

截止 2022 年 3 月末，办公 REITs 总计有 21 只产品，股票市值 1176.66 亿美元，市值占比 7.20%。1994 年至 2021 年间，办公 REITs 收益均值为 15.75%，标准差 23.08%，由于办公类 REITs 受经济环境影响较大，波动程度较高。一季度最新收益率为 2.76%，派息率为 3.28%。

3.零售 REITs

零售类 REITs 不仅仅局限于购物，也有更复杂的综合性商场，包括大都会购物中心、区域性购物广场、社区生活中心及品牌折扣中心等。根据富时全球房地产指数口径，零售类 REITs 由购物中心、地区商业中心和单租户构成。

零售类 REITs 与其他类型产品存在一定区别，因为 REITs 与租户之间的关系是互相依存的，双方协同作战，共生关系体现在租赁合同中即零售类 REITs 包含“销售分成”条款，租户向 REITs 支付一定比例提前商量好的销售收入，作为回报 REITs 将利用这部分资金举办促销活动促进客户在该租户的商铺消费。

对于零售类 REITs 而言，地理位置、配套环境等外部因素毫无疑问非常重要，但相比于其它类型的 REITs 而言，零售类 REITs 更加看重物业公司的经营水平。零售行业中商业地位至关重要，同一块地皮，不同的物业公司经营将呈现出两种不同的经营效果，经营方案也需要精心设计。

截止 2022 年 3 月末，全美零售 REITs 总计有 37 只股票，市值总计为 1939.16 亿美元，市值占比 11.87%。其中，购物中心、地区商业中心和单租户股票分别为 21 只、3 只和 13 只，市值占比分别为 4.44%、2.85% 和 4.58%。

风险收益方面，近 27 年零售 REITs 平均收益率为 12.09%，收益标准差 22.49%。其中，地区商业中心受区域经济和大环境影响严重，收益波动显著高于其他物业类型，标准差达 30.91%；而由于独立租户主要为大品牌或行业龙头，抗风险能力较强，单租户 REITs 呈现出高收益、低风险的特征。今年一季度以来，受供给冲击与通胀压力的影响，居民消费能力有所下滑，一季度零售 REITs 收益下降 6.71%，购物中心、地区商业中心和单租户降幅分别为 0.83%、16.09%和 5.12%，

4.住宅 REITs

住宅类 REITs 底层物业由公寓、预制房和单户住宅构成，收入来源与办公类 REITs 类似，除了通过为租户提供居住空间获得租金收入，同时还负责物业的日常维护和运营，收取一定的比例的租金作为管理费用。租约在 6 个月到 2 年之间，相对办公类 REITs 5 年-15 年的租约时间较短，但由于租户众多实现风险分散，住宅类 REITs 体现出较强稳定性。

对于租户而言，如果有能力买房大概率不会租房，所以公寓类 REITs 的景气程度一定程度上与住宅的销售成反比。对比亚洲市场与美国市场，亚洲市场对于买房更为看重，因此住宅类 REITs 发展程度不如美国。

截止 2022 年 3 月末，住宅 REITs 总计有 22 只，股票市值为 2553.89 亿美元，市值占比 15.64%。其中绝大部分为公寓 REITs，数量和市值分别为 17 只和 1817.85 亿美元。由于风险分度程度较高，住宅 REITs 收益稳定性较好，过去 25 年平均收益为 14.41%，标准差 20.57%。

5.住宿/度假 REITs

住宿/度假 REITs 底层物业主要涉及为商务人士、休闲旅游者、团体会议参加者及聚会提供食宿供应的酒店项及度假村。地域特征较强，旅游型城市的住宿/度假 REITs 一般会更发达。主要特征包括：

1) 土地成本较高、建设周期长、建造成本大。2) 酒店和住宿行业的季节周期性非常强，与当地的旅游季节密切相关。3) 运营成本固定且无长期租约，一旦遇到流行性疾病及恐怖袭击等意外事件，对旅游行业的冲击巨大。4) 当经济情况较差的时候，由于旅行消费并非消费者必需品，经济下滑对其需求影响较大；而当市场状况好的时候，酒店持有人则有较强的议价能力。

建设运营高成本叠加现金流低稳定性，住宿/度假 REITs 抗风险能力弱。截止 2022 年 3 月末，全美共有 16 只住宿/度假 REITs，市值总计 430.52

亿美元，占比 2.64%，单笔产品规模较小。历史平均收益为 12.71%，收益标准差 19.46%。由于疫情影响减弱，旅游出差活动恢复，今年一季度住宿/度假 REITs 收益率上升 6.89%。

6. 医疗 REITs

医疗健康 REITs 专注于一些健康护理类的地产，包括养老院、疗养院、医疗类写字楼建筑、医院和生命科学写字楼以及实验室物业。这类 REITs 并不直接从事健康护理的业务，而是直接将物业出租给从事健康护理业务的公司。主要有以下特征：

1) 与地区的人口结构密切相关。老龄化严重的国家医疗健康相关物业需求越强，伴随需要照料和特殊护理的老年人数量不断增加，健康护理、老年公寓类设施的需求也不断提升。2) 租约期限较长，而且由于医疗为生活必需品，医院的租金具有很强稳定性。3) 医疗行业并购机会较多。在美国及新加坡市场，医疗并购整合资源较为常见，会为投资者传递更多的利好，有助于产业更好发展。4) 行业依赖政策扶持。像美国这样的高医疗费用国家，全民医疗消费很大程度受政府政策和医疗保险制度影响。如果政府愿意负担更多的费用或放宽保险覆盖范围，医疗消费将有所提高。

截止 2022 年 3 月末，美国医疗 REITs 有 16 只，市值总计 1329.53 亿美元，占 REITs 整体的 8.14%。过去 27 年平均收益率为 9.30%，标准差 30.56%，波动率较高。

7. 基础设施 REITs

除了以上传统物业，近年来基础设施和数据中心也纳入 REITs 物业范畴。由于美国基础设施 REITs 主要位于无线通讯行业，因此高收益与近些年通讯行业高速发展有关，伴随各 REITs 公司纷纷布局 5G，预计未来高收益还将延续。

与可选消费不同，基础设施呈现出刚需特征，且租赁合同期限较长，因此具备较强抗风险能力，今年一季度基础设施类 REITs 收益率仅下降至 -0.69%，受疫情冲击不明显。

截止 2020 年 3 月末，美国基础设施 REITs 共 6 只股票，市值总计 2348.34 亿美元，占 REITs 整体市值比例为 14.38%，为仅次于住宅外的第二大物业，平均单笔规模偏大，其中美国电塔 AMT 是全美市值最大的 REITs 产品。2012 年起，基础设施类 REITs 指数开始报价，历史平均收益率为 19.46%，收益水平仅次于住宅类-单户住宅的物业类型，且收益标准差仅有 14.71%，在所有物业类型当中波动性最低。

图表 16: 美国基础设施 REITs 基本情况

公司名称	简称	市值 (亿美元)	主要业务
American Tower Corporation	AMT	1140.03	拥有超过 17 万个通信网站, 提供通信铁塔租赁和其他网络部署服务
Crown Castle International Corp	CCI	797.82	美国最大的共享无线基础设施提供商, 提供塔楼、小网络和光纤租赁服务
SBA Communications Corp	SBAC	376.26	无线通信基础设施的所有者和运营商, 在西半球拥有约 3 万座通信塔, 提供塔楼长期租赁
Uniti Group Inc	UNIT	32.48	无线基础设施运营商, 截止 2019 年末 Uniti 在美国拥有 630 万股光纤, 约 670 座无线塔
Power REIT	PW	1.30	能源和交通设施运营商, 提供铁路、土地和温室出租服务, 规模较小
Cor Energy Infrastructure Trust	CORR	0.46	提供能源资产租赁服务, 包括储存设施、管道和电力资产等

来源: Nareit, 各公司官网, 中泰证券研究所

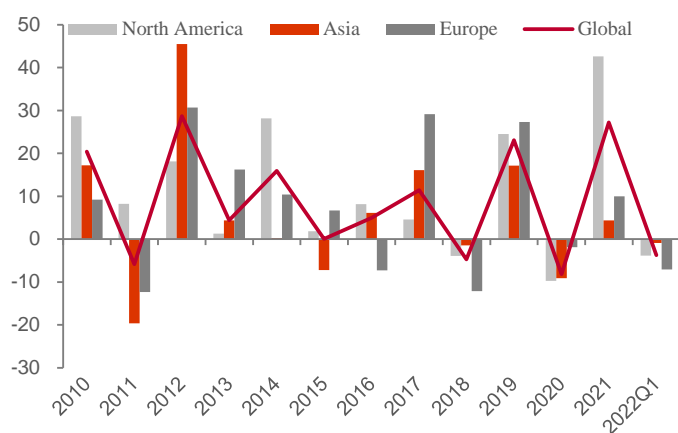
五、REITs 收益情况分析

1. 全球 REITs 总收益率与分红情况

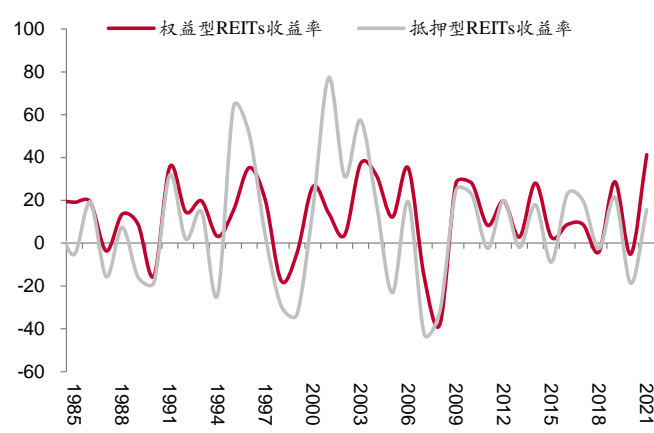
■ REITs 全球总收益率比较

根据 NAREIT 数据, 近 10 年来, 即 2012~2021 年间, 全球 REITs 总收益率均值为 10.27%, 收益率标准差为 13.14%, 其中美国、亚洲和欧洲收益率均值分别为 11.56%、7.60%和 10.91%, 收益率标准差分别为 16.34%、15.84%和 15.15%。综合来看, 美国作为最成熟的 REITs 市场, 其收益率水平最高, 但波动程度相对较大; 而亚洲作为新兴市场, REITs 产品收益较低, 但波动率仅次于美国市场。

美国 REITs 总收益由资本利得和股息分配两部分构成, 收益波动主要源自股价变动, 而派息相对较稳定。分大类来看, 过去十年美国权益型 REITs 平均收益为 13.15%, 收益标准差为 15.56%; 抵押型 REITs 平均收益较低为 8.53%, 收益波动程度为 15.07%。

图表 17: 全球不同区域 REITs 总收益率比较 (%)


来源: NAREIT, 中泰证券研究所

图表 18: 权益型 REITs 抗风险能力更强 (%)


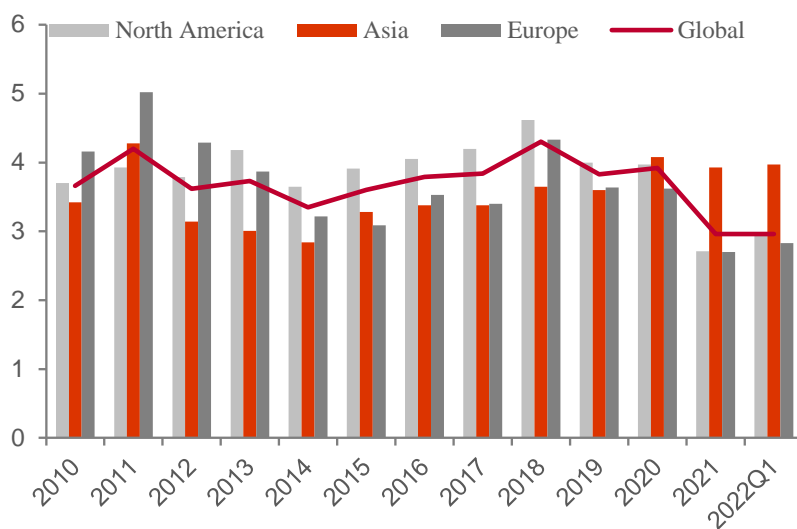
来源: NAREIT, 中泰证券研究所

■ REITs 全球分红比较

REITs 底层物业收入基本全部用于分红，是投资者可获取的稳定现金流收益。派息比率是衡量分红水平的指标，计算公式是分红金额与股票市值之比，因此一定程度上与股价反向相关，比如 2008 年金融危机股价大幅下跌，而租金收入相对较稳定，导致当年派息比率攀升至 7%。

正常情况下，全球各地区 REITs 派息比率均主要分布于 3%到 5%之间。过去十年间，全球 REITs 派息比率平均为 3.69%，波动幅度较小，标准差仅为 0.36%。其中，美国、亚洲和欧洲的派息比率均值分别为 3.91%、3.43%和 3.57%，可见，美国分红率相对最高，但全球各地区差异不大，同时均表现稳定，说明投资者持有期间的现金流有保障。

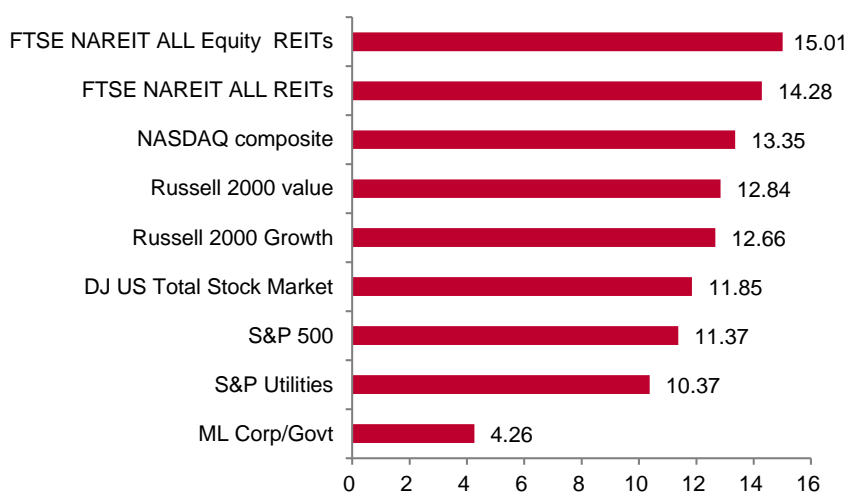
图表 19: 近年来美国 REITs 分红水平相对较高 (%)



来源: NAREIT, 中泰证券研究所整理

2. REITs 收益率与其他综合指数对比

过去 20 年 (2003 年 3 月-2022 年 3 月) 美国 REITs 平均年收益率为 14.28%，权益型 REITs 更高为 15.01%，产品收益表现显著高于其他类型的金融工具。体现股票市场整体行情的标准普尔 500 指数和罗素 2000 指数 (价值型) 过去 20 年间的平均年收益仅为 11.37%和 12.84%，债券指数 MLCorp/Govt 为 4.26%。可见，REITs 表现出低风险和高收益的特征。

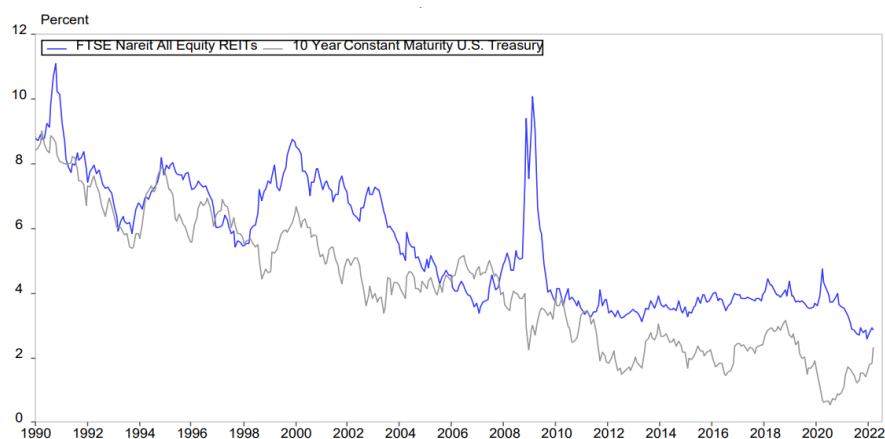
图表 20: 过去 20 年间不同指数的平均收益率比较 (%)


来源: NAREIT, 中泰证券研究所整理

3. REITs 与国债收益率对比

将 REITs 与同期美国十年期国债收益率对比, 发现在 1990 年-2022 年间, 绝大部分时间 REITs 的分红收益率表现明显优于同期国债。由于有实体经济保障, 多数时候 REITs 派息率波动幅度小于国债收益率, 2008 年出现大幅波动主要由股价下跌所致。

整体来看, REITs 兼具股票和债券的优势, 既可获得物业增值带来的资本利得, 又可通过租金收入分配获取较稳定的期间现金流, 使得长期内 REITs 收益表现同时优于权益和债券, 是良好的抵御通胀金融工具。

图表 21: REITs 分红收益率与同期美国国债收益率比较 (%)


来源: NAREIT, 中泰证券研究所整理

六、总结

REITs 即房地产信托投资基金, 是通过汇集投资者资金持有并经营收益性不动产, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托制度, 同

时具备金融机构性质和管理机构性质。

海外 REITs 市场发展较成熟，产品种类呈多样化，权益型 REITs 凭借高流动变现能力、较强抗风险能力打败抵押型 REITs，成为市场主流模式。过去十年全球 REITs 收益率均值为 10.27%，美国作为最成熟的 REITs 市场，其产品收益水平相对亚洲和欧洲更高；分种类来看，权益型表现优于抵押型。REITs 总收益由资本利得和分红派息两部分构成，不同于股价的较高波动性，REITs 派息比率长期稳定在 3%到 5%之间，且各地区差异不大，说明投资者持有期间现金流有保障。

将 REITs 的收益情况与其他综合指数做比较发现，过去 20 年美国 REITs 平均收益显著高于体现股市整体行情的标准普尔 500 指数和罗素 2000 指数，更加高于债券指数 ML Corp/Govt；绝大部分时间 REITs 的分红收益率高于同期美国十年期国债收益率。整体来看，REITs 兼具股票和债券的优势，既可获得物业增值带来的资本利得，又可通过租金收入分配获取较稳定的期间现金流，使得长期内 REITs 收益表现同时优于权益和债券，是良好的抵御通胀金融工具。

参考文献：

- [1]高旭华,修逸群.REITs 颠覆传统地产的金融模式[M].中信出版集团.
- [2]Bobby Jayaraman,投资 REITs 积累财富[M].中信出版集团.
- [3]梁凯文,陈玟佑,梁俐菁.全球 REITs 投资手册[M].中信出版集团.
- [4]朱明星.关于亚洲与美国 REITs 发展模式的比较[J].世界经济.
- [5]黄世达.美国 REITs 市场的发展状况及对中国的启示[C].东北财经大学学报.
- [6]Michael Orzano.The Impact of Rising Interest Rates on REITs [R].GreenStreet.

风险提示：1) 资产证券化政策收紧；2) 海外疫情超预期蔓延，国内经济失速下滑；3) 房地产市场出现较大波动；4) 国内税法等制度不利于 REITs 发展。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。