

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。

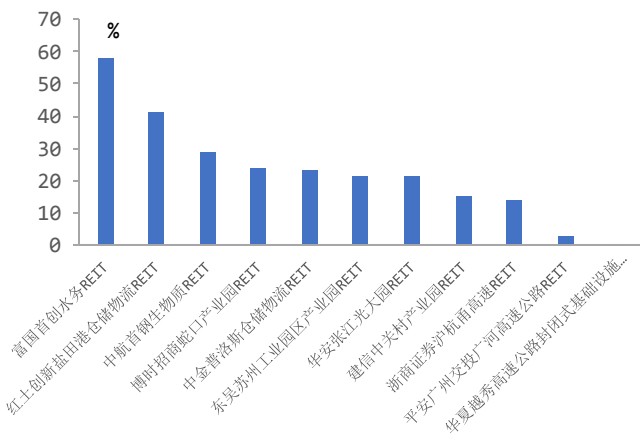
1 从基建到保障房，两个角度的 REITs 扩围

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。

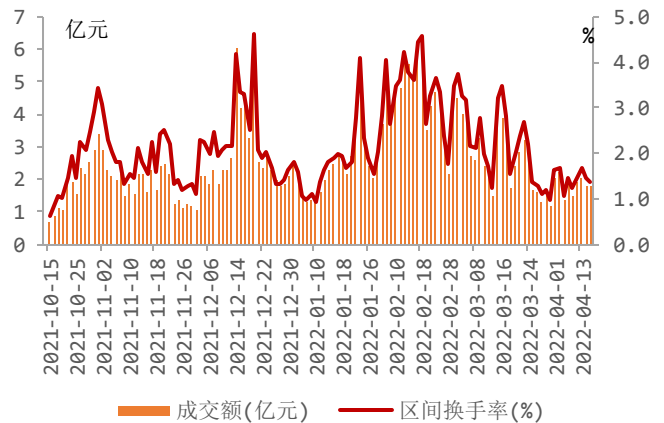
纵向上，针对基础设施 REITs，在扩大试点范围的基础上，引入扩募机制。在基础设施 REITs 发展上，一方面拓宽试点范围，引入更多新的优质项目。3月23日，华夏中国交建高速公路封闭式基础设施证券投资基金正式获批，是 2022 年首单获批的公募 REITs，行业首单央企高速公路 REITs 项目，31 日公告称华夏中国交建 REIT 于 2022 年 4 月 7 日正式发售，募集总规模为 93.99 亿元，成为目前市场上发行规模最大的公募 REITs 产品；此外，鹏华深圳能源清洁能源封闭式基础设施证券投资基金也已于前期正式上报至深交所。从地域政策看，北京、上海、广州、苏州、南京、成都、西安、无锡、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。

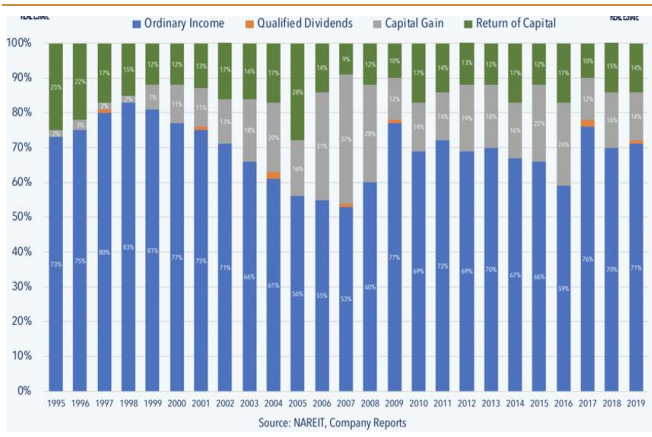
表 1：14 城关于保障性租赁住房及 REITs 的主要文件

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	/

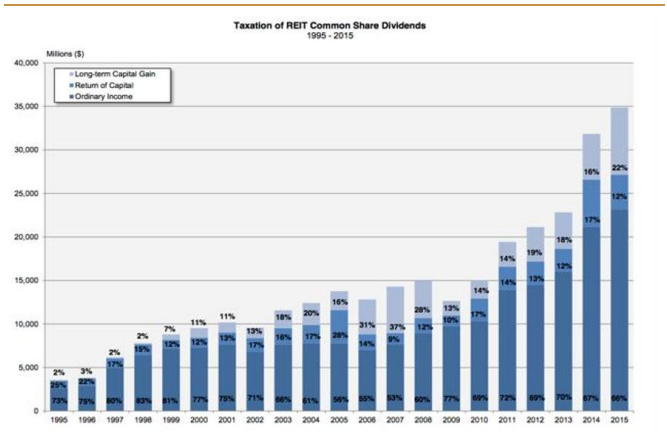
序号	城市	文件名称	发布时间	主要内容	关于公募 reits 的内容
		住房的意见》		按不高于同地段同品质市场租赁住房租金的 85% 评估确定。	
10	西安	《西安市“十四五”保障性租赁住房发展规划》	2022/2/11	加大保障性租赁住房供应，将加快发展保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点任务，力争新增保障性租赁住房达到 30 万套（间），占新增住房供应总量的 30% 以上。前期（2021 年-2022 年）预计完成筹建保障性租赁住房 11 万套（间）。中期（2023 年-2024 年）相比前一阶段房源供给翻一番，预计完成筹建保障性租赁住房 13 万套（间）。后期（2025 年），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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40455

