



光华管理学院  
Guanghua School of Management

北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告之六

# 中国公募REITs发展研究 —投资者的视角



2018年10月

## 中国公募 REITs 发展研究—投资者的视角<sup>1</sup>

摘要：REITs 对于一、二级投资者、机构与个人投资者都具有重要的意义。从全球 REITs 市场的发展经验看，REITs 是高收益风险比、具有分散化价值、流动性良好的金融资产。对于绝大部分地区，REITs 市场至少表现为弱信息有效。REITs 价格在短期内受股票市场波动的影响较大，而从长期看与不动产价格之间关联紧密。REITs 市场的价格变动领先于不动产市场，可以成为不动产市场价格的“锚”。中国类 REITs 市场是以债务属性为主体，面向机构投资者的市场。为了建设一个健康、高效的公募 REITs 市场，我们建议：应增加 REITs 产品透明度，强化 REITs 的信息披露，建立合理的交易机制，在 REITs 市场健全基于持有期限的股息征税差异化制度，鼓励长期投资和价值投资。

我们在 REITs 系列研究报告中指出，REITs 是中国金融服务供给侧改革的重要抓手。REITs 作为一种高比例分红、高收益风险比的长期投资工具，是高质量的、成熟的、具有普惠性的金融产品，为居民财产性收入提供了新的大类资产。根据我们的研究

---

<sup>1</sup> 北京大学光华管理学院“光华思想力”REITs 课题组，课题组成员包括：刘俏、张峥、刘晓蕾、杨云红、周芊、李文峥、徐爽、何亮宇、范熙武、朱元德、于嘉文等。本报告执笔人：张峥、刘俏、周芊、李文峥、李尚宸。特别感谢闫云松博士作为学术顾问对本文提供的建议。

结果，中国公募 REITs 市场规模未来可达 4 万亿至 12 万亿元，发展空间极为广阔。

对于任何一种金融产品，只有能够长期、稳定地为广大投资者创造价值，才可能实现自身的繁荣和发展，乃至实现其对于社会经济发展的推动作用。一方面，从投资者的视角审视 REITs，衡量 REITs 这一大类对于各类投资者的价值，有助于明确 REITs 广阔的发展前景，推动 REITs 尽快出台；另一方面，从投资者的角度审视 REITs，聚焦投资者在 REITs 投资中关心的核心问题，有助于更好地建设 REITs 相关制度，创造一个真正能为投资者创造价值的 REITs 市场。

中国公募 REITs 市场的推出对于各类投资者均极具意义。金融资产的收益、风险和流动性是投资者进行投资决策的核心要素，基于我们对全球 REITs 市场收益、风险和流动性的研究，说明 REITs 是具有高收益风险比、具有组合分散化价值、流动性良好的长期投资工具。我们汇总和分析了 REITs 市场的价格发现能力和信息有效性的相关研究，说明 REITs 是一个至少满足弱信息有效条件的市场，长期的价格表现与不动产市场之间具有一定的关联。基于对中国类 REITs 市场的分析，我们认为，中国公募

REITs 市场建设，应通过提升产品透明度、完善信息披露、完善交易和税收机制、加大投资者教育等方式，提升未来中国 REITs 市场的有效性。

## 一、中国公募 REITs 的推出对于投资者的意义

大类资产，是指具有某种类似性质的一类可投资金融资产。常见的大类资产包括现金、股票、债券、外汇、金融衍生品、大宗商品、不动产及实物类投资等。其中，不动产是十分重要的一类大类资产，基础资产包括土地、附着在土地上的建筑物和基础设施等。相比于其他大类资产，不动产具有固定性、耐久性、独特性、长期稀缺性等特点，赋予其独特的投资价值。据相关研究，在全球的市场投资组合中，不动产这一大类资产的市值占比达到 5%<sup>2</sup>。不动产投资信托基金（REITs），是对不动产这一大类资产进行投资的重要形式。REITs 通过发行收益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益，按比例分配给投资者。

在金融市场中，按投资主体的性质区分，可将投资者分为机构投资者和个人投资者：机构投资者是在金融市场进行投资活动

<sup>2</sup>DOESWIJK R, LAM T, SWINKELS L. "THE GLOBAL MULTI-ASSET MARKET PORTFOLIO, 1959-2012": [J]. FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL, 2014, 70(4):9-9.

的法人机构，包括保险公司、养老基金、共同基金、主权投资基金、捐赠基金等；个人投资者则以自然人的身份在金融市场中进行投资活动。按参与投资的环节区分，可将投资者分为一级市场投资者和二级市场投资者。按照投资标的的性质区分，可将投资者分为实物资产投资者和金融产品投资者。无论是对于机构投资者亦或是个人投资者，二级市场投资者亦或是一级市场投资者，实物资产投资者亦或是金融产品投资者，中国公募 REITs 产品的推出都具有重要意义。

### 一级市场投资者

对于一级市场投资者而言，资本的收益和退出是社会资本考虑是否介入不动产项目的两个重要问题，而 REITs 为社会资本提供了新的退出渠道。

对于租赁住房等不动产项目的投资者和开发商，租赁住房用地的开发投资资金量巨大，且不能靠销售回笼，租金回笼通常需要很长的时间，拿地企业在项目建成 2-3 年后往往构成巨大资金压力，限制其持续发展。这类租赁住房 REITs 是权益型的成熟资产持有平台，可为住房租赁企业提供最有效的退出渠道，从而使企业做到不累积负债的同时，形成项目开发和退出的闭环，获得

资金用于新项目开发，企业同时还可以通过持有部分 REITs 份额，享受分红和物业升值收益，形成可持续发展的“开发、运营、金融”的低成本、低杠杆新模式，促使不动产行业由重资产向轻资产转型。

基础设施作为一类重要的不动产，PPP 项目为基础设施 REITs 提供大量的优质并购标的，从而使得基础设施 REITs 成为 PPP 项目投资者的退出通道之一。基础设施 REITs 的推出，结合税收等优惠政策，将会增加 PPP 项目对社会资本投入的吸引力，最终支持基础设施项目建设。

## 二级市场投资者

作为单一投资品种，REITs 为希望投资于不动产的二级市场投资者提供了几乎完美的替代途径，REITs 相比直接不动产投资有着更高的流动性、更低的交易成本和更低的交易门槛。REITs 产品有着十分可观的长期收益率。过去 5 年，美国、欧洲、日本、新加坡、香港 REITs 指数的年化复合总收益率分别达到了 7.5%、8.3%、8.7%、11.3%、10.8%，略高于同期各国家股票市场的收益率。

从投资组合整体表现的角度，REITs 产品有着出色的风险分

散的属性，可以帮助二级市场投资者优化投资组合有效边界，使之成为股票、债券和现金之外的第四个大类资产配置类别。不动产 REITs 的基础资产非常广泛，不仅包括写字楼、零售物业、酒店公寓、厂房货仓、医院、养老院等，还包括机场、港口、输电塔、管道、数据中心等基础设施。美国权益型 REITs 与标普 500、巴克莱美国债券指数之间的相关性分别为 0.62、0.19，抵押型 REITs 与标普 500、巴克莱美国债券指数之间的相关性分别为 0.39、0.23，由于基础资产类型多样，无论是权益型 REITs 产品还是抵押型 REITs 产品相关系数都远低于 1，投资风险得以有效分散。

由于 REITs 产品的基础资产具有显著的地域特点，相比于股票，REITs 是投资者分散地域风险更为有效的工具，有利于投资者进行海外资产配置。美国 REITs 市场与英国、德国、法国 REITs 市场之间的相关性分别为 0.61、0.14、0.77，而美国股票市场与英国、德国、法国股票市场之间的相关性高达 0.90、0.86、0.87。

### 机构投资者

不动产是机构投资者重要的资产配置大类。根据康奈尔大学

和 Hodes Weill 联合发布的《2017 年机构不动产配置报告》<sup>3</sup>，机构不动产配置的目标比率呈逐年上升的趋势，在 2017 年达到了资产配置 10.1%。在各类机构投资者中，公共养老金最青睐配置不动产，其配置不动产的比重最大，达到了 12%。

如今，中国的资产管理行业已进入“新时代”。截至 2017 年底，包括银行理财、信托、保险资管、券商资管、公募基金、基金公司、私募基金等在内的资产管理市场总规模约 120 万亿元人民币。从资管行业资金的供给看，中国经济 40 年来的高速增长致使中国家庭财富总量和财富人群数量快速提升。根据招商银行和贝恩公司《2017 中国私人财富报告》的估计：2017 年底中国家庭所持有的可投资资产规模达到 188 万亿人民币，年复合增长率达到 21%，其中高净值人群持有的可投资资产规模达到 58 万亿人民币，可投资资产 1 千万人民币以上的中国高净值人士数量达到 187 万人，年复合增长率达到 23%。家庭财富和可投资资产的增长为资产管理行业创造了巨大的需求缺口，也要求资管市场能够提供更多类型的金融产品，形成差异化、全序列的投资产品

---

<sup>3</sup>DOESWIJK R, LAM T, SWINKELS L. "THE GLOBAL MULTI-ASSET MARKET PORTFOLIO, 1959-2012": [J]. FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL, 2014, 70(4):9-9.

线，更好地匹配不同投资者的风险偏好、满足投资收益需求以及流动性需求。

与此同时，中国资管市场正面临着资产同质化和优质资产荒的双重挑战。一方面，出现了大量多层嵌套的通道型业务，监管套利频繁，提高社会融资成本。另一方面，资管机构大量投资透明度较低、流动性较弱的非标产品，部分投向限制性领域，影子银行特征明显，加大了金融市场的风险。2018年4月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称“资管新规”）正式发布，“资管新规”将消除多层嵌套作为基本原则，对非标产品投资进行了进一步严格的规范，为资管机构的主动管理能力、寻找更优质的投资资产提出了更高的要求。REITs作为一种高比例分红、高收益风险比的长期投资工具，是高质量、成熟的、标准化的金融产品，符合监管的精神和要求，可以成为机构投资者的新选择。

中国公募 REITs 的推出对于中国养老体系的建设也具有重要意义。养老保障体系通常包括三大支柱：基本养老保险、企业年金、商业养老保险。现阶段，中国企业年金的覆盖率仍较低，国家基本养老保险辅以个人商业养老保险是养老体系的主要支柱。

对于第一、第三支柱养老金等长投资期限、风险偏好稳健的基金，以优质不动产为基础资产的公募 REITs 能够在长期限内提供稳定可靠的现金流，并实现不错的回报率，满足该类资产的投资需求，缓解养老金亏空的压力。

由于不同地区 REITs 市场相关性较低，综合配置不同地域 REITs 产品，能够避免地域风险，其对于国际投资者也具有重要的配置价值，中国版 REITs 的产生，对于推动全球化，吸引外资助力中国经济，发挥中国对世界的影响力，都具有重要意义。

### 个人投资者

普惠性是金融发展的重要目标。普惠金融要求有金融投资者需求的社会各阶层和群体都能以可负担的成本进行适当、有效的金融投资，使得普通的个人投资者也能够享受国家发展的红利。随着中国经济的飞速发展和居民收入的逐步提升，房地产成为了近 20 年来国内升值较快且具备长期稀缺性的投资品种，是众多百姓希望进行投资的大类资产。然而，直接购买房地产对于个人投资者的收入和财富水平有着很高的要求，高昂的购买门槛使得众多有不动产大类投资需求的个人投资者望而却步。公募 REITs 的推出降低了不动产投资的参与门槛，为居民的财产性收入提供

大类资产，充分体现了普惠性。

房价问题一直以来困扰着中国的广大投资者。想要购买的房子是否合理定价，其价格是否存在泡沫是每个百姓都关心的重要问题。REITs 与不动产有着类似的底层资产，REITs 的推出有望成为不动产资产合理定价的“锚”，在引导房价合理定价的同时，辅助投资者进行房价的预判和房地产投资的决策。在影响不动产价格的因素发生变化之后，REITs 因为更低的交易门槛和更好的流动性会先于不动产市场进行价格调整，帮助不动产市场进行价格发现，回归其合理的定价。

## 二、全球 REITs 市场概况：收益、风险与流动性

金融资产的收益、风险、流动性是投资者进行投资决策的核心要素。

### *收益与风险*

本文计算了美国 30 年来 REITs、股票、债券的收益率、波动率和风险调整收益比率，其结果如表 1 所示。本文的数据选自 Bloomberg 数据库，时间截至 2018 年 5 月 31 日。其中，收益率采用年化的平均总收益率，包括分红收益率和资本利得收益率；波动率的计算取决于期限，1 年的年化波动率由日收益率的波动

计算而成，3 年的年化波动率由周度收益率的波动计算而成，5 年及以上期限的波动率由月度收益率的波动计算而成；风险调整收益比率的计算通过收益率除以波动率计算而成。

若以 5 年的短周期为投资期限：美国权益型 REITs 的 5 年年化收益率为 7.6%，抵押型 REITs 的年化收益率为 9.7%，均低于美国股市的收益率，但高于高收益债券的收益；REITs 的波动率与纳斯达克指数的波动率相似，略高于道琼斯指数和标普 500 的波动率；REITs 的风险调整收益比率不及美国股市、债市。

若将投资周期拉长到 20 年：权益型 REITs 的年化收益率高达 11.4%，远高于同期限美国股市、债市的收益率；REITs 的波动率同样高于美国股市、债市的波动率；权益型 REITs 的风险调整收益比率为 0.56，高于同期限标普 500 的风险调整收益比率 0.53，但不及美国债市的风险调整收益比率。

表 1 美国 REITs 收益率、波动率、风险调整收益比率

指数	指标	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y
Nareit Composite	收益率	2.8%	6.3%	7.5%	9.8%	12.1%	10.8%	11.6%	10.9%
	波动率	12.0%	14.0%	12.5%	23.3%	21.3%	19.6%	18.1%	17.1%
	风险调整								
	收益比率	0.24	0.45	0.60	0.42	0.57	0.55	0.64	0.64
Nareit All Equity REITs	收益率	2.7%	6.2%	7.6%	10.0%	12.9%	11.4%	12.1%	12.0%
	波动率	12.4%	14.4%	12.9%	24.6%	22.2%	20.4%	18.8%	17.8%
	风险调整								
	收益比率	0.22	0.43	0.59	0.41	0.58	0.56	0.64	0.67
Nareit Mortgage REITs	收益率	4.8%	9.7%	8.5%	9.1%	4.9%	8.2%	10.1%	8.4%
	波动率	11.3%	13.6%	11.2%	14.6%	19.1%	21.0%	19.9%	18.8%
	风险调整								
	收益比率	0.43	0.71	0.76	0.62	0.26	0.39	0.51	0.44
Nareit Real Estate 50	收益率	1.6%	5.5%	6.9%	9.3%	12.7%			
	波动率	12.2%	14.2%	12.8%	23.7%	21.6%			
	风险调整								
	收益比率	0.13	0.38	0.54	0.39	0.59			
Dow Jones	收益率	18.9%	13.8%	13.0%	11.1%	10.9%	8.7%	11.6%	12.3%
	波动率	13.2%	12.7%	10.5%	14.2%	12.6%	14.5%	14.1%	13.9%
	风险调整								
	收益比率	1.43	1.09	1.24	0.78	0.86	0.60	0.82	0.89
S&P 500	收益率	14.4%	11.2%	13.2%	10.7%	10.6%	7.9%	10.8%	11.6%
	波动率	12.3%	12.3%	9.8%	14.9%	13.1%	14.8%	14.2%	14.0%
	风险调整								
	收益比率	1.17	0.91	1.35	0.72	0.80	0.53	0.76	0.82
Nasdaq	收益率	21.3%	15.6%	18.4%	14.3%				
	波动率	14.8%	15.1%	11.9%	17.1%				
	风险调整								
	收益比率	1.44	1.04	1.55	0.84				
Bloomberg Barclays Aggregate	收益率	-0.4%	1.4%	2.0%	3.8%	3.8%	4.8%	5.3%	6.3%
	波动率	2.8%	3.0%	2.8%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.7%
	风险调整								
	收益比率	-0.14	0.47	0.71	1.15	1.13	1.42	1.49	1.71
Bloomberg Barclays Corporate High Yield	收益率	2.3%	5.0%	5.0%	8.3%	8.3%	6.9%	7.6%	8.4%
	波动率	11.9%	5.4%	5.2%	10.5%	9.0%	9.1%	8.4%	8.5%
	风险调整								
	收益比率	0.20	0.94	0.97	0.79	0.92	0.75	0.91	1.00

对于美国以外推出 REITs 的主要国家和地区，本文计算了其 REITs 与股票市场的收益率、波动率、风险调整收益比率，其结果如表 2 所示，数据的计算方法与表 1 相同。

以近 5 年为投资周期：欧洲、英国、新加坡、澳大利亚的 REITs 收益率均高过股票收益率 1%~3%，香港 REITs 收益率与股市收益率十分接近，只有日本的 REITs 收益率不及股市；日本、香港 REITs 的波动率低于股票市场的波动率，新加坡 REITs 的波动率与股票市场十分接近，欧洲、英国、澳大利亚的 REITs 波动率则高过股市；新加坡、香港、澳大利亚 REITs 的风险调整收益比率远超过股市，而欧洲、英国、日本的 REITs 风险调整收益比率不及股市。

以近 10 年为投资周期：除日本 REITs 收益率略低于股市以外，欧洲、英国、新加坡、澳大利亚的 REITs 收益率均高过股票收益率 1%~3%，而香港的 REITs 收益率则超过股市收益率 10%，达到了惊人的 21%；日本、香港 REITs 的波动率低于股市，而欧洲、英国、新加坡、澳大利亚 REITs 的波动率高于股市波动率；考虑单位风险的收益，新加坡、香港 REITs 的风险调整收益比率远超股市，欧洲、英国、日本、澳大利亚股市和 REITs 的收益率则十分接近。

表 2 全球 REITs 收益率、波动率、风险调整收益比率

国家	指数	指标	1Y	3Y	5Y	10Y
欧洲	FTSE EPRA/NAREIT Europe REITs	收益率	2.7%	-1.0%	9.0%	8.2%
		波动率	10.8%	16.2%	15.2%	19.1%
		风险调整收 益比率	0.25	-0.06	0.59	0.43
	FTSE EUROTOP 100	收益率	-0.9%	1.2%	7.6%	5.9%
		波动率	10.6%	15.2%	11.9%	14.5%
		风险调整收 益比率	-0.09	0.08	0.63	0.41
英国	FTSE EPRA/NAREIT UK REITs	收益率	8.5%	0.9%	9.5%	8.0%
		波动率	11.8%	15.0%	15.0%	22.0%
		风险调整收 益比率	0.72	0.06	0.64	0.36
	FTSE 100	收益率	5.9%	8.2%	7.6%	5.4%
		波动率	10.1%	13.7%	10.5%	13.8%
		风险调整收 益比率	0.58	0.60	0.72	0.39
日本	TSE REIT	收益率	2.7%	1.3%	9.2%	8.7%
		波动率	10.0%	15.4%	11.5%	19.6%
		风险调整收 益比率	0.27	0.08	0.80	0.45
	NIKKEI 225	收益率	14.0%	5.6%	13.5%	9.5%
		波动率	14.3%	19.7%	15.4%	20.0%
		风险调整收 益比率	0.98	0.28	0.88	0.48
新加坡	FTSE EPRA/NAREIT Singapore REITs	收益率	9.0%	7.8%	7.2%	8.4%
		波动率	9.6%	11.0%	11.3%	19.5%
		风险调整收 益比率	0.94	0.71	0.64	0.43
	Straight Times Index	收益率	9.6%	5.1%	4.8%	5.4%
		波动率	10.9%	13.2%	11.4%	18.0%
		风险调整收 益比率	0.88	0.39	0.43	0.30
香港	Hang Seng Reit	收益率	14.5%	13.3%	11.7%	21.0%
		波动率	7.8%	10.4%	10.8%	14.9%
		风险调整收 益比率	1.86	1.28	1.08	1.41
	Hang Seng Index	收益率	22.8%	10.1%	12.1%	11.2%
		波动率	15.6%	17.5%	16.2%	18.3%
		风险调整收 益比率	1.46	0.57	0.74	0.61
澳大利亚	S&P/ASX 200 A-Reit	收益率	4.3%	7.5%	11.8%	7.7%
		波动率	12.7%	13.6%	12.0%	17.7%
		风险调整收 益比率	0.34	0.55	0.98	0.44
	S&P/ASX 200	收益率	9.4%	6.1%	8.9%	6.5%
		波动率	9.7%	12.8%	10.9%	13.6%
		风险调整收 益比率	0.97	0.48	0.82	0.48

## 相关性

REITs 的投资价值不仅体现在其作为单一资产的优良“风险 - 收益”性质。对于一个多元化的投资组合，将 REITs 作为股票、债券、现金之外的第四类资产加入其中，可以体现 REITs 的分散化价值，帮助投资组合前沿向外延伸。本文计算了美国 REITs 与股票和债券市场之间的相关性、各国 REITs 与股票市场相关性、全球各 REITs 市场之间的相关性，其结果如表 3 所示。其中，除美国市场 REITs 与标普 500、巴克莱债券之间相关系数的计算为 20 年月度收益率的相关系数，其余均用 10 年的月度收益率计算。涉及香港的相关系数，由于香港 REITs 指数设立较晚，采用 9 年的月度收益率数据计算。

美国 REITs 与股票、债券市场之间的相关性很低，REITs 投资对于投资组合而言有着很好的分散化价值。近 20 年来，美国权益型 REITs 与标普 500 指数、债券指数之间的相关系数仅为 0.58、0.19，抵押型 REITs 与标普 500 指数、债券指数之间的相关系数仅为 0.37、0.23。在其他主要国家和地区，REITs 与股市的相关性高于美国市场，其相关系数在 0.6 至 0.85 之间，这对于投资组合而言依旧是有益的，对于同时在某一国家或地区进行

股票和REITs投资的投资者,REITs投资可以改善投资者组合前沿。

对于能够进行资产全球配置的投资者来说,REITs还可以起到通过地域差异来分散风险的作用。根据表2计算得到的全球各REITs市场之间的相关性,相关系数在0.3至0.8之间,在全球市场进行REITs资产配置能够分散风险。特别是在亚洲市场进行REITs配置时,其与欧美REITs市场之间的收益相关系数很低,如日本REITs与美国REITs、英国REITs之间的相关系数分别只有0.41、0.28,凸显了跨区域REITs资产全球配置的价值。

表3 REITs相关性

美国 REITs 与股票、 债券市场相关性	相关系数	巴克莱						
		S&P 500	Nasdaq	债券				
	权益型 REITs	0.58	0.70	0.19				
抵押型 REITs	0.37	0.51	0.23					
各国 REITs 与股票市 场相关性	相关系数	美国	欧洲	英国	日本	新加坡	香港	澳大利亚
	REITs 与股市	0.58	0.81	0.68	0.62	0.82	0.77	0.69
全球各 REITs 市场之 间相关性	相关系数	美国	欧洲	英国	日本	新加坡	香港	澳大利亚
	美国	1	0.74	0.80	0.41	0.61	0.52	0.61
	欧洲		1	0.91	0.32	0.52	0.43	0.61
	英国			1	0.28	0.43	0.32	0.60
	日本				1	0.51	0.32	0.40
	新加坡					1	0.72	0.53
	香港						1	0.32
	澳大利亚							1

## 流动性

交易成本是影响投资回报的另外一个重要的因素，因此，市场流动性是其重要的思考维度。本文计算了主要国家和地区 REITs 与股票市场的流动性，其结果如表 4 所示。用月度成交额与市值的比值衡量 REITs 与股市的流动性，本文的数据来自 Bloomberg 数据库。可以看出，在日本以外的其他主要市场或地区，REITs 月度成交额与 REITs 总市值的比值均高于对应股市成交额与股市市值的比值。相比于股市，REITs 的成交更为活跃，具有更好的流动性，适合投资者进行资产配置。Amihud (2002) 提出，可以用个券日内收益率的绝对值与成交额的比值刻画单位交易额对价格波动的影响，并在一个时期之内取平均，以衡量个券在该时期的流动性。Cannon 等 (2010) 的研究指出，随着美国 REITs 市场的发展，市场的流动性不断提升，至 2007 年 Amihud 流动性指标已经减小至 0.001。Lou 等 (2013) 的研究计算发现，美国股票市场的 Amihud 流动性指标同样在 0.001 左右。这说明了 REITs 市场的流动性充足，其单位交易额对价格波动的影响和股票十分相近。

表 4 REITs 市场流动性

国家或地区	对应月度交易额/总市值 <sup>5</sup>	1Y	3Y	5Y	10Y
美国	FTSE NAREIT All Equity REITs	0.11%	0.11%	0.12%	0.24%
	S&P 500	0.05%	0.06%	0.06%	0.13%
欧洲	FTSE EPRA/NAREIT Europe REITs	0.83%	0.74%	0.63%	
	FTSE EUROTOP 100	0.36%	0.44%	0.46%	
英国	FTSE EPRA/NAREIT UK REITs	1.76%	1.54%	1.31%	
	FTSE 100	0.83%	0.94%	0.89%	
日本	TSE REIT	0.000%	0.000%	0.000%	0.000%
	NIKKEI 225	0.005%	0.008%	0.009%	0.012%
新加坡	FTSE EPRA/NAREIT Singapore REITs	2.95%	2.81%		
	Straits Times Index	0.86%	1.06%		
香港	Hang Seng Reit	0.19%	0.22%	0.25%	
	Hang Seng	0.23%	0.25%	0.25%	
澳大利亚	S&P/ASX 200 A-Reit	1.18%	1.28%	1.60%	3.8%
	S&P/ASX 200	0.70%	0.82%	0.84%	1.3%

### 三、REITs 市场的价格发现能力与信息有效性

诺奖得主罗伯特·默顿教授认为（Merton, 1992），金融体系具有以下六大基本功能：第一、提供了便利商品、劳务和资产交易的清算支付手段；第二、通过提供各种机制，汇聚资金并导向大规模的无法分割的投资项目；第三、提供了促使经济资源跨时间、地域和产业配置的方法和机制；第四、提供了控制风险的

<sup>5</sup> 数据来源 BLOOMBERG。

手段及途径；第五、信息提供和价格发现功能，通过提供价格信号，帮助协调不同经济部门的非集中化决策；第六、为在金融交易双方拥有不对称信息及委托代理问题提供解决方案。REITs 市场的信息有效性如何，是否能够提供一个良好的价格发现机制，从而成为不动产资产合理定价的“锚”，一直是 REITs 市场建设的重要问题。

根据 Jirasakuldech 等( 2005 )、Fang( 2013 )等的研究结果，从整体上看，对于世界上绝大部分的地区和种类，REITs 市场是有效的，至少可以满足弱信息有效的要求，投资者难以凭借历史价格的信息根据技术分析来交易获利。REITs 市场价格与不动产价格间的关系、REITs 市场的投机与泡沫、REITs 相对 NAV 的折溢价现象是倍受关注的三个问题。

### *REITs 市场价格与不动产价格的相关性*

对于投资者来说，REITs 市场价格与不动产价格之间的关系是一个重要的问题。由于不动产与其他金融资产之间的相关性较低，投资不动产往往可以为投资者带来巨大的分散化价值。相比于直接投资不动产，投资 REITs 的基础资产相同，却有着更好的流动性、更低的交易成本和购买门槛、更易进行不动产投资的分

散化，如果 REITs 市场价格与不动产价格走势之间有着高度的同步性和相关性，REITs 将成为投资不动产的优选方式。

现有文献中，实证研究应用误差修正模型来研究 REITs 价格与不动产价格的长期均衡关系和短期波动关系。从短期看，一个共识性的结论是：REITs 价格与不动产价格之间的相关性较低，受到股票市场波动的影响较大。由于 REITs 在市场上公开交易，可能会受到股市噪音、短期投机、市场情绪和资金面等因素的干扰，使其价格偏离不动产市场的价格。从现有文献也可观察到，随着 REITs 市场的不断成熟，越来越能够体现其真实的内在价值，与不动产价格之间的差异在缩小（Clayton and MacKinnon, 2001），与股票市场之间的相关性也在下降（Hoesli and Serrano, 2007）。从不动产的类别看，Pavlov 等（2011）研究了不同类别的 REITs 价格与其对应的不动产价格之间的关系，只有办公室类型的 REITs 价格与不动产价格之间有着显著的联系，而零售 REITs、住宅 REITs、工业 REITs 与其对应的不动产价格之间均无显著关联。从地域的差异看，根据 Hoesli 等（2012）的研究，REITs 与不动产价格的长期联系在美国、英国较为明显，但在澳大利亚不显著，在一定程度上说明了英美的 REITs 市场相

比其他地区发展得更加完善，更能体现不动产的内在价值。

从长期看，根据 Pagliari 等（2005）、Serrano 等（2011）的研究结果，REITs 市场的价格与不动产的价格之间从长期看有着十分紧密的关联，可以将长期 REITs 投资作为长期直接不动产投资的替代。一方面，股市噪音的整体影响随时间趋近于零，另一方面，由于具有相同的底层资产，REITs 和不动产市场最终都会调整自身的价格与变化的基本面相一致。REITs 价格还具有领先于不动产市场的价格的特点。在影响不动产价格的因素发生变化之后，由于流动性好、交易量大、交易成本低，REITs 相比不动产市场更加信息有效，Giliberto(1990)、Geltner 等（1998）、Pagliari 等（2005）、Li 等（2009）验证了 REITs 市场的价格变动先于不动产市场，不动产市场的价格调整更为缓慢，因此 REITs 市场具有价格发现的功能，可以成为不动产市场价格的“锚”。

中国在推动 REITs 政策的进程中，决策机构高度关注不动产市场和 REITs 之间的风险传导问题。一方面会担忧 REITs 作为新融资工具的出现，可能会助长房地产市场的泡沫，另一方面，又担心房地产价格的波动，会引起公募 REITs 的剧烈波动，导致中小投资者的损失。前述实证研究表明，从短期和即期看，REITs

与股票市场的相关性较大；REITs 与实体不动产市场的相关性主要体现在长期和跨期上。这反映了 REITs 的风险收益特征，其强调长期租金收益和分红，而非不动产短期的资产价格波动。国外实践表明，REITs 通常不会引起房价进一步上涨，相反，在房地产市场出现严重泡沫时，REITs 作为专业的市场参与者，开始出售资产，或被私有化，增加不动产市场的供给，从而平抑房价，并传递房地产泡沫的准确信号。如美国在 2006 - 2007 年房地产泡沫高峰期，REITs 是市场的净卖家，净卖出 86 亿美元商业物业；该期间 REITs 被私有化的规模也创新高，金额分别为 350 亿和 870 亿美元。

同样，REITs 具备抵御不动产市场短期波动风险的能力。REITs 的资产成熟且质量较高，租金收入稳定，财务稳健，遵循长期投资的策略，其投资者往往也是长期投资机构，因此，不动产市场价格短期调整对 REITs 影响较小。以新加坡为例，在 2008 年的金融危机之时，其房地产价格出现大幅下跌，但稳定的租约和经常性收入使 REITs 的分红能力基本未受影响，REITs 市价的下跌更多是因为金融市场流动性造成，到 2009 年中，新加坡 REITs 未出现破产和抛售资产的情况，其市价亦快速恢复，

投资者通过金融危机进一步认识了 REITs 的抗风险特征。

### *REITs 市场的投机性与泡沫*

由于 REITs 市场流动性好、交易成本低，对于那些不动产价格的投机者，REITs 市场的交易特性促使其成为不动产投机的天然温床。于是产生了另一个引起广泛关注的问题：REITs 市场是否存在着大量的投机现象，是否会产生投机性泡沫？

有两个原因可能导致 REITs 市场产生投机性泡沫。第一个原因在于 REITs 在某种程度上是不动产资产的证券化，而不动产市场时有泡沫出现。第二个原因在于，对于大多数的 REITs 而言，投资者做空 REITs 的方式受限、成本较高，REITs 市场的有效性受到影响，负面信息不能很好地反映在价格之中。而从另一个角度看，REITs 与其他上市公司的股票相比，有着明确的基础资产，同时其经营活动和股利发放受到严格的制度约束，如净利润的最低分配比率、收入结构中来自不动产经营的最低比重、资产结构中持有不动产的最低比重等等，这些刚性的要求明确其价值取决于未来股利对应现金流的折现，减小了 REITs 的不确定性和信息不对称程度，不利于投机者进行炒作从而形成泡沫。

现有的研究成果对于 REITs 市场是否存在投机泡沫尚未形成

明确的共识，Payne 等（2007）认为不同的检验方法对于 REITs 市场是否存在泡沫得到不同的结论。Jirasakuldech 等（2006）、Xie 等（2015）的研究未发现权益型 REITs 存在投机泡沫。Blau 等（2014）研究指出，尽管美国 REITs 市场存在投机行为，且在不动产的景气周期中理性投资泡沫会增加，但这些投机行为没有导致投机泡沫，即投机行为的多寡不能预测未来 REITs 市场的收益率。Payne 等（2005）的研究指出，美国抵押型 REITs、混合型 REITs 的市场存在着周期性崩塌的负向泡沫。Brauers 等（2013）的研究则指出，美国的住宅类权益型 REITs 在 2003-2007 年的期间存在投机泡沫。Nneji 等（2013）的研究同样支持美国 REITs 市场在 2003-2007 年间逐渐积累了投资泡沫，至 2007 年不动产市场泡沫崩溃时 REITs 价格相比其基础资产被高估了 40%。

### *REITs 市场的折溢价*

折溢价是封闭式基金交易中十分常见的现象，由于封闭式基金份额只能在二级市场中进行交易，不能直接赎回，其交易价格往往不等于其净资产的价值，现实中往往存在着 10%-20% 幅度不等的折溢价。对于 REITs 投资者而言，REITs 以确定的不动

产作为基础资产，有着明确的经营管理和收益分配规则，能够较好的进行净资产价值的评估，如果 REITs 市场中存在折溢价，则说明从相对定价的角度，其价格偏离了内在价值。

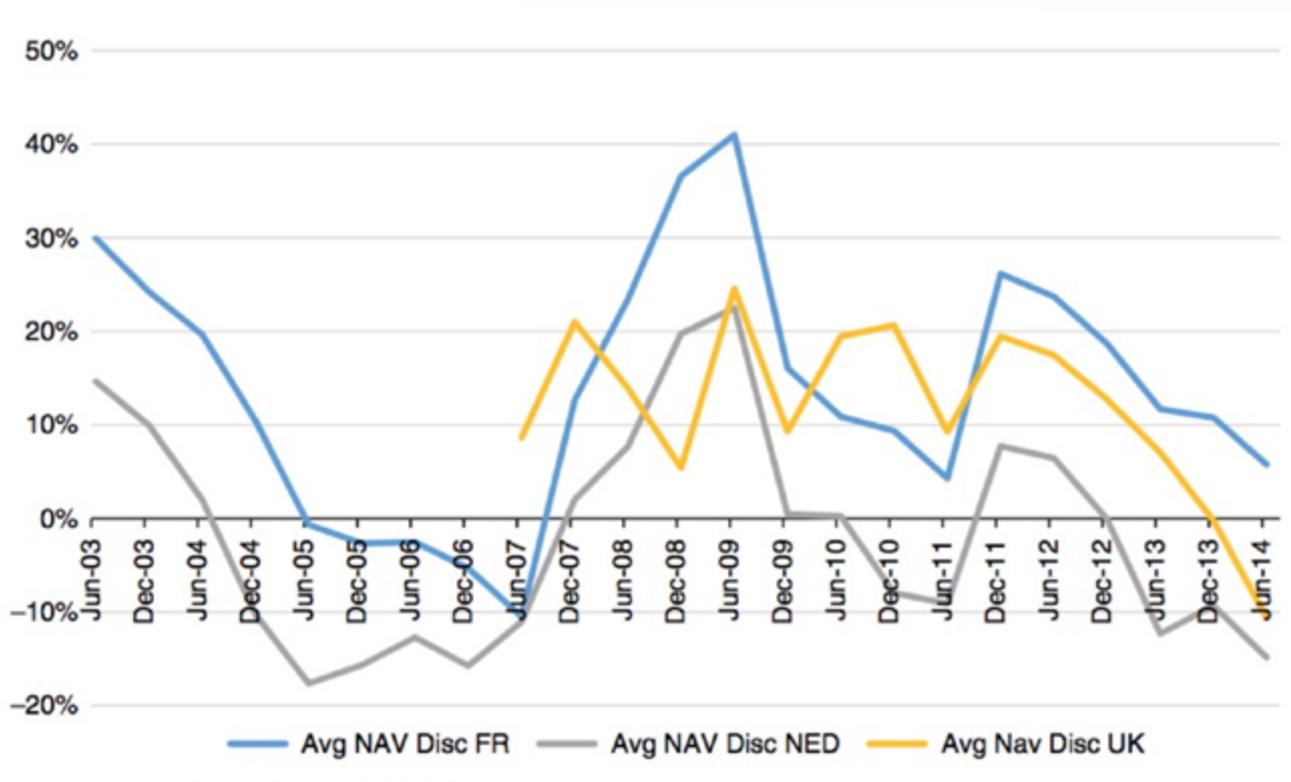
在现实市场中，REITs 价格与每单位净资产（NAV）之间并不存在一致性的折价现象或者溢价现象，市场折溢价情况随地区和时间不同而不同。截至 2017 年第二季度，香港 REITs 整体呈现折价状态，平均折价率为 34.7%，新加坡和日本 REITs 整体平均来看则略有溢价，溢价率分别为 5.2% 和 2.8%。<sup>6</sup>Nareit 估计美国 REITs 的折价率在 9% 左右。<sup>7</sup>根据 Brounen 等（2013）的研究，在 2008 年金融危机爆发之前，美国的 REITs 价格相比 NAV 存在明显的溢价，而金融危机之后，REITs 价格相比 NAV 存在明显的折价。下图是根据 Morri 等（2016）的研究，法国、荷兰、英国 REITs 的平均折价率，可以看出三个国家的 REITs 价格整体呈偏折价的状态，荷兰的折价率相对较低，金融危机期间的折价率相对较高。

---

<sup>6</sup> 中国房地产业协会和戴德梁行联合发布的《2017 年亚洲房地产投资信托基金研究报告》

<sup>7</sup> NAREIT, VALUING REITS IN 2017: STOCK PRICE PREMIUM/DISCOUNT TO NET ASSET VALUE, 2017-8-2

图 1 REITs 折价率



对于 REITs 价格与 NAV 之间可能存在的折溢价，主要的理论解释有三。第一方面，REITs 市场相对于不动产市场更加有效，其可以更快的根据新信息调整价格，使得 REITs 的价格与 NAV 之间发生偏离。在这个意义上，折溢价本身有着对于不动产市场价格发现的功能。若 REITs 相对于 NAV 存在溢价，说明不动产市场还有未实现的上涨动力，反之若 REITs 相对与 NAV 存在折价，则说明不动产市场还有未实现的下跌动力。第二方面，REITs 与不动产市场相比有着更好的流动性，因此投资者愿意为 REITs 投

资支付额外的溢价。第三方面，投资者情绪同样是造成 REITs 市场出现折溢价的重要原因。相对来说，REITs 的投资者中个人投资者比例要高于不动产资产的直接投资者。因此，REITs 二级市场的噪声交易者风险较高，对于风险厌恶的理性投资者，则会要求一定程度的折价。市场的具体表现出折价还是溢价，则取决于那个原因的影响力。

REITs 个券的折溢价程度会受到 REITs 的管理水平、杠杆率、规模等因素的影响。管理水平越高，过往表现越好，投资者越愿意为 REITs 支付相对于 NAV 额外的溢价。杠杆率的差异可能产生不同的代理成本，投资者在熊市和牛市中对于杠杆率也存在着不同的偏好，这使得各支 REITs 的折溢价存在差异。REITs 的规模同样会影响折溢价水平，规模大的 REITs 往往有着更好的流动性，有着规模化和融资方面的优势，但由于底层资产的构成更为复杂难以被投资者进行评估。关于 REITs 市场折溢价的实证研究结果表 5 所示。

表 5 REITs 市场的折溢价

作者	时间	样本	主要结论
Barkham and Ward	1999	英国 REITs, 1993-1995	资本利得税率、公司规模、流动性、过往业绩影响 REITs 折价率；噪声交易者的参与增大了价格波动的风险，增大了 REITs 的折价率
Clayton and MacKinnon	2001	美国权益型 REITs, 1996-1999	杠杆率、公司规模、流动性的增加会增大 REITs 的溢价；噪声交易者对 REITs 的溢价产生影响
Morri and Benedetto	2009	意大利 REITs, 2003-2007	对于根据公司杠杆调整后的 NAV, 杠杆率越大, REITs 的折价程度越低
Patel et al.	2009	英国 REITs, 1988-2007	REITs 折价率在 20%附近波动，波动率的增大会增加风险溢价从而加大 REITs 的折价
Biasin et al.	2010	意大利 REITs, 2006-2008	更好的流动性、更高的杠杆率、常规性的召开股东降低 REITs 的折价
Pattitoni et al.	2013	意大利 REITs, 2009	分析师的评估不是导致 REITs 折价的原因
Brounen et al.	2013	美国权益型 REITs, 2006-2008	卖空的力量对 REITs 的溢价具有重要影响
Lee et al.	2013	新加坡 REITs, 2005-2010	REITs 的折溢价收到投资者情绪的影响。上一期的交易规模越大, REITs 的溢价越大
Morri and Boccarin	2016	法国、荷兰、英国 REITs, 2003-2014	经营风险增加 REITs 的折价, 业绩表现降低 REITs 的折价

#### 四、中国类 REITs 市场分析

中国目前尚未推出海外成熟资本市场的公募 REITs 产品，但国内监管部门和各市场主体在不动产证券化方面的探索却一直没有停止过。一方面，中国在境外市场尝试发行以国内资产为投资标的的 REITs 产品，截至 2018 年 6 月 15 日，以越秀 REITs、凯德商用中国 REITs 等为代表的 15 支 REITs 已经在港交所、上交所上市。另一方面，在中国现有监管法律框架下推出在功能上与

成熟市场上的标准 REITs 具有一定相似性的“类 REITs”产品。

中国境内“类 REITs”主要包括两种模式，一种是以鹏华前海万科 REITs 为代表的公募类 REITs，但受限于现有的法律框架，该类基金投资于不动产资产的比例不得超过基金资产的 50%，持有的不动产资产也不是商业物业的产权，而是有固定期限的 BOT 收益权，导致投资者不能享受不动产增值的收益。基于上述问题，在鹏华前海万科 REITs 之后，再无同类型的公募类 REITs 产品问世。

以中信启航 REITs 为代表的私募类 REITs 产品是中国更主流、更具规模的类 REITs 模式，其实质是以资产支持专项计划为载体的不动产资产证券化，以私募方式发行，在交易所、银行间、机构间私募产品报价与服务系统等交易场所挂牌交易。本报告根据 Wind 数据库的数据，整理了截至 2018 年 6 月 15 日境内全部已发行类 REITs 的情况，如表 6 所示。截至当日，全国已发行的 REITs 共 36 单，总规模 764.83 亿元；已获批待发行类 REITs 共 8 单，总规模 473.10 亿元。从期限来看，类 REITs 的期限通常较长，期限最长可达 18 年，并在中间一些时点含有优先级投资者的回售权。从结构看，目前多数已发行的类 REITs 产品中优先级份额

对外发售，而权益级份额多由原始权益人或其关联主体持有，从对外募资的资金属性上看，类 REITs 仍主要作为固定收益的投资工具，缺乏权益投资的属性。权益级份额的设计一方面满足了原始权益人对资产增值收益享受的要求，另一方面也为未来权益级份额转让（包括上市或其他对外转让）留好对接端口。

从“收益 - 风险 - 流动性”的视角，ABS 模式下的类 REITs 属于典型的“高收益 - 低风险 - 低流动性”的债权类资产。图 2 展示了新发行类 REITs 最优先级的到期收益率与 5 年期 AAA 企业债到期收益率，AAA 评级的类 REITs 的利差与同等级企业债在几十个 bp 到一百多个 bp 不等，体现出类 REITs 优先级在收益率方面的优势；同时，类 REITs 产品的风险较低，已发行的类 REITs 中最优先级的评级仅有两支是 AA+，其余均为 AA 级 A，非最优先级也多为 AA+ 产品。由于类 REITs 在产品设计方面具有结构化的特点，劣后级可以对优先级起到内部增信的作用。发起人在发行类 REITs 产品时也往往同时进行外部的增信，如包括基于优先购买权的权利维持费、差额支付、流动性支持、各类触发机制等，以保障优先级能够保本保收益；类 REITs 的流动性很差，在二级市场的交易十分稀少，也难以用于质押融资，这也决定了

持有至到期并收取高额票息是投资者投资类 REITs 产品的主要策略，额外的收益率相当于为流动性不足所补偿的溢价。

图 2 类 REITs 到期收益率与企业债利差



就优先级的部分，从不同类型的投资者角度看，银行理财资金是目前类 REITs 市场最大的需求者，在资管新规出台之前，银行理财资金有较强的类 REITs 产品配置意愿，银行可以通过资金池运作规避类 REITs 流动性差、难以进行质押融资的负面影响；尽管资管新规对银行的资金池业务加以限制，但类 REITs 由于其低风险、高收益的特性对于银行理财资金仍具吸引力，由于资管新规对非标产品的严格管控收紧了持有不动产的重资产企业通过

非标产品融资的通道，在交易所挂牌的类 REITs 产品由于其标准化属性并不受到资管新规的影响，成为了重资产企业获得银行资金的新的通道。

银行自营资金是目前类 REITs 市场的另一大投资方，由于银行自营投资 AA- 以上评级的企业 ABS 产品的风险权重仅有 20%，而类 REITs 投资对银行资本金的占用较少，相比风险权重 100% 的信用债优势明显，收益率较同期限同等级信用债高近 100 个 BP，而优先级的违约风险很小，叠加类 REITs 具有规模大、重资产的特性，使其备受银行自营资金青睐。

在公募基金的层面，具有两项特征的基金有更大的动机参与类 REITs 投资，一是在缺乏可行的增强收益途径，二是资金来源比较稳定，流动性需求相对较低。资金来源较为稳定的中长期纯债型基金最符合上述特征，特别是对于不能投资股市、可转债的纯债基金而言，选择资质较好的类 REITs 能够成为获取超额收益的有效方式。然而纯债基金对流动性通常也有一定要求，目前投资策略中，仅有愿意承受低流动性风险的中长期纯债型基金愿意配置少量类 REITs 产品。

对于券商自营、券商资管等资金成本较高的机构投资者，其

对于高收益的类 REITs 的配置意愿较强，但对项目的筛选比较严格。而就劣后级的部分，主要以类 REITs 的发起人自持为主，少部分产品有一定比例对外销售，购买者主要是券商自营、高风险资管账户、私募基金等风险偏好较高的投资者，此部分投资人较优先级投资人需承受更大的估值风险，因而其对收益的要求也相对更高。

类 REITs 产品对于各类投资者的投资价值和吸引力仍有局限性：其一，类 REITs 均为面对机构投资者的私募发行，个人投资者难以参与，无法体现金融资产的普惠性；其二，类 REITs 市场的流动性严重不足，这就限制了风控体系严格、流动性需求较高、负债端稳定性不足的各类机构投资者参与类 REITs 投资；其三，类 REITs 的债权属性浓厚，而权益属性严重不足，劣后级比例较低且多为发起人自持，使得类 REITs 投资者难以分享不动产增值的收益，也限制了权益类投资者参与 REITs 市场。与类 REITs 市场相比，标准化的公募 REITs 是具有普惠性的、高收益风险比、高流动性的权益类大类资产，能够解决类 REITs 市场存在的诸多问题。从这个角度，在类 REITs 市场基础之上，建设一个真正有效的标准化公募 REITs 市场意义重大。

## 五、有关中国公募 REITs 市场建设的建议

一个健康、有效的公募 REITs 市场能够帮助投资者降低风险、实现收益，为投资者创造更大的价值。提升 REITs 市场的信息有效性，抑制 REITs 市场投机，避免泡沫的产生，使得 REITs 价格能够反应出底层资产的价值，不出现过高的溢价，对于一个健康的 REITs 市场具有重要意义。基于此，我们对于中国 REITs 市场的建设提出以下建议：

其一，应当增加 REITs 产品透明度，强化 REITs 的信息披露。公募 REITs 作为以不动产为基础资产的特殊权益型产品，对于 REITs 的主体和运营有着诸多限制和规定，如净利润的最低分配比率、最少股东人数、前五大股东的最大股权集中度、收入结构中来自不动产经营的最低比重、资产结构中持有不动产的最低比重等等，这些规定使得 REITs 成为适合的长期价值投资标的。通过完善相关信息的审计审查和信息披露，增加信息透明度，减小投资者和管理层之间的信息不对称程度，有助于帮助投资者建立注重内在价值的 REITs 估值和投研体系，利于 REITs 市场进行价格发现，推动投资者进行长期价值投资。

其二，应当进一步加大 REITs 投资的投资者教育，特别是加

强对于机构投资者的培养。散户的投资者教育是避免其跟风参与 REITs 投机的重要保障，在投资者教育的过程中，一定要避免宣传 REITs 投资是炒作房地产的替代方式，而是宣扬其是一种高股息收益率的、长期回报较高的、有分散化价值的金融产品。对于机构投资者，应当逐步加强其对于 REITs 市场的理解，提升其对于 REITs 市场的投研水平，培养机构投资者的投资能力。REITs 由于其高流动性的特点，其价格变化将对不动产市场的宏观政策十分敏感，可能会产生比实际不动产市场更迅速、更激烈的波动，这需要监管部门在楼市等宏观政策的制定中具有有一致性，比起突发的政策变化，应逐步引导市场形成政策形成、政策风险的预期，让预期渐进的体现在 REITs 价格之中，真正发挥 REITs 市场价格发现的功能。

其三，应当在 REITs 市场建立健全基于持有期限的股息征税差异化制度。有别于股票类证券，REITs 投资的收益率结构中股息收益的占比远超资本利得，甚至可以达到总收益的 80%。中国现阶段不对资本利得征税，但存在股息税，基于股息征税的差异

化税制可以降低短期投机者的收益，有效减少 REITs 市场的短期投机，使市场回归长期投资的本源。2015 年，中国制定了上市公司股息红利差别化个人所得税政策，对于个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票，持股期限在 1 个月以内的，其股息红利所得全额计入应纳税所得额；持股期限在 1 个月以上至 1 年的，暂减按 50% 计入应纳税所得额；而持股期限超过 1 年的，股息红利所得暂免征收个人所得税。我们认为，由于 REITs 的高股息率，这一政策将在 REITs 市场之中发挥出更大的作用和功效，也值得在 REITs 中进一步细化。

其四，应当建立合理的交易机制，特别是建立行之有效的做空机制。相比于直接的不动产交易，证券市场交易的一大优势在于为卖空提供了可能性。合理的做空机制能够帮助 REITs 市场实现多空两方面力量的平衡，使得 REITs 价格不过分脱离其内在价值。证券市场中，常见的做空机制包括两种，一种是在允许投资者在现券市场融券卖出，另一种是建立对应指数的期货市场、期权市场，使得投资者能够利用期货和期权做空。全球市场来看，美国、香港、日本、新加坡、英国等 REITs 现券市场都具有卖空制度。我们认为，在中国 REITs 市场建设的初期，设立融券卖出

机制相比于 REITs 指数的期货、期权更为合理有效。期货、期权市场采用杠杆交易，为部分投机者提供了不动产投机的新渠道，在市场初期反而会加大 REITs 市场的波动，起不到防范 REITs 泡沫的理想效果。相对而言，允许 REITs 成为股票、债券、证券投资基金以外的第四大类融券标的，可以借鉴现在交易所关于融资融券制定的相关规则，在给予 REITs 投资者做空途径的同时，降低融券卖出可能造成的风险。

## 六、总结

REITs 作为不动产投资的重要方式，对于二级投资者亦或一级投资者，机构投资者亦或个人投资者，都具有十分重要的意义。对于二级投资者来说，REITs 以其流动性好、投资门槛低、易于分散化的特点，可以成为直接不动产投资的理想替代。对于一级投资者来说，REITs 为社会资本提供了新的退出渠道，可以推动不动产企业由重资产模式向轻资产模式转型升级。对于机构投资者来说，REITs 作为一种高比例分红、高收益风险比的长期投资工具，是高质量、成熟的、标准化的金融产品，可以成为机构投资者在资管新规之下的新选择。对于个人投资者来说，REITs 的普惠性使得普通的个人投资者能够分享国家快速发展、不动产市

场增值的红利。

从全球 REITs 市场的经营看，REITs 是高收益风险比、具有巨大分散化价值、流动性良好的金融资产。美国权益型 REITs 的 20 年年化投资收益率高达 11.4%，远高于同期限美国股市、债市的收益率，风险调整收益比率为 0.56，高于同期限标普 500 的风险调整收益比率 0.53。在全球主要的 REITs 市场中，除日本之外，欧洲、英国、新加坡、香港、澳大利亚 REITs 10 年的年化收益率均超过本国股市收益率 1%~3%，香港、新加坡 REITs 的风险调整收益比率高于本国股票市场，而欧洲、英国、日本、澳大利亚 REITs 与股票市场的风险调整收益比率相似。REITs 与股票、债券市场之间的相关性很低，近 20 年美国权益型 REITs 与标普 500 指数、债券指数之间的相关系数仅为 0.58、0.19。REITs 还可以分散地域风险，日本 REITs 与美国 REITs、英国 REITs 之间的相关系数分别只有 0.41、0.28，凸显了 REITs 资产全球配置的价值。REITs 也是高流动性的资产，在日本以外的其他主要市场或地区，REITs 月度成交额与 REITs 总市值的比值均高于对应股市成交额与股市市值的比值。

从整体上看，对于世界上绝大部分的地区和种类，REITs 市

场是有效的，至少可以满足弱信息有效的要求。从短期看，REITs 价格与不动产价格之间的相关性较低，受到股票市场波动的影响较大。而从长期看，REITs 市场的价格与不动产的价格之间关联十分紧密。REITs 市场的价格变动先于不动产市场，具有价格发现的功能，可以成为不动产市场价格的“锚”。

以资产支持专项计划为载体的不动产资产证券化是中国类 REITs 产品最主要的模式，截至 2018 年 6 月 15 日总规模达到 764.83 亿元。中国类 REITs 产品属于高收益、低风险、流动性差的资产，投资者往往采用持有至到期的投资策略，最受银行理财资金、银行自营资金的青睐。缺乏权益属性、仅面向机构投资者、产品流动性差限制了类 REITs 的投资价值，也使得建立一个健康、高效的公募 REITs 市场更加重要。

完善 REITs 市场的价格发现机制，提升 REITs 市场的信息有效性是中国公募 REITs 市场建设的关键。我们建议：应当增加 REITs 产品透明度，强化 REITs 的信息披露；应进一步加大 REITs 投资的投资者教育，特别是加强对于机构投资者的培养；应在 REITs 市场建立健全基于持有期限的股息征税差异化制度；应建立合理的交易机制，特别是建立行之有效的做空机制；从而促进

形成一个健康高效的 REITs 市场，让 REITs 真正成为普惠广大投资者的金融资产，既是投资者之幸事，亦是中国金融市场发展的福祉。

### 参考文献

Barkham R, Ward C. Investor sentiment and noise traders: Discount to net asset value in listed property companies in the UK[J]. *Journal of Real Estate Research*, 1999, 18(2): 291-312

Biasin M, Giacomini E, Grazia Quaranta A. Public REITs' governance and regulatory structure: effects on NAV discount: Evidence from the Italian market[J]. *Journal of European Real Estate Research*, 2010, 3(3): 161-181.

Blau B M, Whitby R J. Speculative Trading in REITs[J]. *Journal of Financial Research*, 2014, 37(1): 55-74.

Brauers M, Thomas M, Zietz J. Are there rational bubbles in REITs? New evidence from a complex systems approach[J]. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2014, 49(2): 165-184.

Brounen D, Ling D C, Prado M P. Short Sales and Fundamental Value: Explaining the REIT Premium to NAV[J]. *Real Estate Economics*, 2013, 41(3):481–516.

Cannon S E, Cole R A. Changes in REIT Liquidity 1988–2007: Evidence from Daily Data[J]. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 2011, 43(1-2):258-280.

Clayton J, MacKinnon G. The time-varying nature of the link between REIT, real estate and financial asset returns[J]. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2001, 7(1): 43-54.

Clayton J, MacKinnon G. Departures from NAV in REIT pricing: The private real estate cycle, the value of liquidity and investor sentiment[J]. Real Estate Research Institute, Working Paper, 2002.

Fang H, Lee Y H. Are the global REIT markets efficient by a new approach?[J]. *Panoeconomicus*, 2013, 60(6): 743-757.

Giliberto M. Equity REITS and portfolio diversification[J]. *Journal of Real Estate Research*, 1990, 5: 259-64.

Geltner D, Kluger B. REIT-Based Pure-Play Portfolios: The Case of Property Types[J]. *Real Estate Economics*, 1998, 26(4): 581-612.

Hoesli M, Oikarinen E. Are REITs real estate? Evidence from international sector level data[J]. *Journal of International Money and Finance*, 2012, 31(7): 1823-1850.

Jirasakuldech B, Knight J R. Efficiency in the Market of REITs: Further Evidence.[J]. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2005, 11(2).

Jirasakuldech B, Campbell R D, Knight J R. Are There Rational Speculative Bubbles in REITs?[J]. *Journal of Real Estate Finance & Economics*, 2006, 32(2):105-127.

Jr J L P, Scherer K A, Monopoli R T. Public Versus

Private Real Estate Equities: A More Refined, Long-Term Comparison[J]. *Real Estate Economics*, 2005, 33(1):147-187.

Lee N J, Sing T F, Tran D H. REIT Share Price and NAV Deviations: Noise or Sentiment?[J]. *International Real Estate Review*, 2013, 16(1): 28-47.

Li J, Mooradian R M, Yang S X. The Information Content of the NCREIF Index[J]. *Journal of Real Estate Research*, 2009, 8(09):S10-S10.

Lou X, Shu T. Price Impact or Trading Volume: Why is the Amihud (2002) Measure Priced?[J]. *Social Science Electronic Publishing*, 2013.

Morri G, Baccarin A. European REITs NAV discount: do investors believe in property appraisal?[J]. *Journal of Property Investment & Finance*, 2016, 34(4):347-374.

Morri G, Benedetto P. Leverage and NAV discount: evidence from Italian real estate investment funds[J]. *Journal of European Real Estate Research*, 2009, 2(1): 33-55.

Nneji O, Brooks C, Ward C. Commercial real estate and equity market bubbles: Are they contagious to REITs?[J]. *Urban Studies*, 2013, 50(12): 2496-2516.

Pavlov A, Wachter S. REITs and Underlying Real Estate Markets: Is There a Link?[J]. 2011.

Patel K, Pereira R A M G, Zavodov K V. Mean-reversion in REITs discount to NAV & risk premium[J]. *The Journal of Real*

Estate Finance and Economics, 2009, 39(3): 229.

Pattitoni P, Petracchi B, Spisni M. NAV discount in REITs: the role of expert assessors[J]. Applied Economics Letters, 2013, 20(2): 194-198.

Payne J E, Waters G A. Have equity REITs experienced periodically collapsing bubbles?[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2007, 34(2): 207-224.

Payne\* J E, Waters G A. REIT Markets: Periodically collapsing negative bubbles?[J]. Applied Financial Economics Letters, 2005, 1(2): 65-69.

Serrano C, Hoesli M. Forecasting EREIT returns[J]. Journal of Real Estate Portfolio Management, 2007, 13(4): 293-310.

Serrano C, Wang K. The Long-Run Dynamics between Direct and Securitized Real Estate[J]. Journal of Real Estate Research, 2011, 33(1):73-103.

Shleifer A, Thaler R H. Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle[J]. Journal of Finance, 1991, 46(1):75-109.

Xie Z, Chen S W. Are there periodically collapsing bubbles in the REIT markets? New evidence from the US[J]. Research in International Business & Finance, 2015, 33:17-31.

Yakov Amihud. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects ☆ [J]. Journal of Financial Markets, 2002, 5(1):31-56.

附表 1 中国已发行类 REITs 情况

项目名称	基础资产	发行人	债券名称	评级	发行金额 (万元)	发行总额 (万元)	利率	计息	期限
								起始日	
华泰佳越-苏宁云新一期资产支持专项计划	14 个城市核心地段的苏宁门店物业	苏宁电器集团有限公司	佳越 A	AAA	185,300	349,200	6.50%	2018/6/8	18
			佳越 B	AA+	162,900		7.50%		18
			佳越次	-	-		-		18
中联前海开源-碧桂园租赁住房一号第一期资产支持专项计划	5 处租赁住房	碧桂园集团	碧桂园 1 优	AAA	154,530	171,700	5.75%	2018/4/27	18
			碧桂园 1 次	-	17,170		-		18
皖新光大阅嘉一期资产支持专项计划	安徽 19 处书店物业资产	皖新传媒	18 皖新 1A	AAA	35,500	55,500	6.10%	2018/3/30	18
			18 皖新 1B	AA+	20,000		6.50%		18
中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	10 处租赁住房	保利地产	保利 R1 优	AAA	154,530	171,700	5.50%	2018/3/13	18
			保利 R1 次	-	17,170		-		18
中联东吴-新建元邻里中心资产支持专项计划	苏州工业园区 10 处邻里中心物业	新建元集团	新建元 1A	AAA	145,000	205,000	5.80%	2018/2/9	5
			新建元 1B	-	60,000		-		5
西安迈科大厦资产支持专项计划	迈科国际大厦	西安盈宇	17 迈科 1A	AAA	24,000	54,000	7.00%	2017/12/22	18
			17 迈科 1B	AA	26,000		8.50%		18
			17 迈科 1 次	-	4,000		-		18
招商创融-海富通-步步高资产支持专项计划	步步高新天地 ( 吉林、合川 )	步步高集团	步步高 A	AA+	58,000	124,000	7.00%	2017/12/21	18
			步步高 B	AA	53,500		7.00%		18
			步步高 C	-	12,500		-		18
苏宁广场 2017 年资产支持专项计划	苏宁广场	苏宁商通	17 苏宁广场 A	AAA	49,000	195,000	6.50%	2017/12/21	18
			17 苏宁广场 B	AA+	117,000		7.50%		18
			17 苏宁广	-	29,000		-		18

项目名称	基础资产	发行人	债券名称	评级	发行金额 (万元)	发行总额 (万元)	利率	计息起始日	期限
场 C									
新派公寓权益型房托资产支持专项计划	北京新派公寓 CBD	洋部落 (北京)	新派优先级	AAA	13,000	27,000	5.30%	2017/11/3	5
			新派权益级	-	14,000		-		5
渤海汇金-中信资本悦方 ID Mall 资产支持专项计划	湖南长沙悦方 ID Mall 购物中心	中信资本	悦方优先 A	AAA	140,400	277,000	5.50%	2017/10/20	4
			悦方优先 B	AA+	41,600		5.80%		4
			悦方特别级	-	6,000		-		0.5
			悦方权益级	-	89,000		-		4
畅星-高和红星家居商场资产支持专项计划	天津 2 处红星美凯龙家居商场	畅和信投资	红星优 A	AAA	136,800	265,000	5.70%	2017/9/13	5
			红星优 B	AA+	43,200		6.10%		5
			红星次	-	85,000		-		5
天风光大-亿利生态广场二期资产支持专项计划	亿利生态广场	首誉光控	亿利 2A	AAA	37,000	73,600	6.40%	2017/7/28	18
			亿利 2B	AA+	13,000		7.00%		18
			亿利 2C	-	10,000		7.00%		18
			亿利 2 次	-	13,600		-		18
中联前海开源-勒泰一号资产支持专项计划	石家庄勒泰中心	勒泰房开	17 勒泰 A1	AAA	100,000	350,000	5.70%	2017/8/3	5
			17 勒泰 A2	AA+	210,000		6.90%		5
			17 勒泰次	-	40,000		-		5
中信-金石-碧桂园凤凰酒店资产支持专项计划	碧桂园旗下 14 家酒店	增城碧桂园	17 凤凰酒店 A	AAA	95,000	351,000	6.00%	2017/7/12	9
			17 凤凰酒店 B	AA+	220,900		6.80%		9
			17 凤凰酒店 C	-	35,100		-		9
招商创融-福晟集团资产支持专项计划	福州福晟国际中心写字楼	福晟集团	17 福晟 A	AA+	85,000	170,000	-	2017/6/28	18
			17 福晟 B	AA	80,000		-		18
			17 福晟次	-	5,000		-		18
开源-北京海航实业大厦资产支持	北京海航实业大厦	海航实业	实业 A	AAA	100,000	220,000	5.15%	2017/3/16	18
			实业 B	AAA	100,000		6.23%		18

项目名称	基础资产	发行人	债券名称	评级	发行金额(万元)	发行总额(万元)	利率	计息	期限
								起始日	
专项计划			实业 C	AAA	20,000		6.90%		18
中银招商-北京凯恒大厦资产支持专项计划	北京凯恒中心	中锋置业	凯恒优 A	AAA	160,000	300,500	4.60%	2017/3/15	10
			凯恒优 B	AA	85,000		5.20%		10
			凯恒次	-	55,500		-		10
恒泰弘泽-广州海航双塔资产支持专项计划	广州海航大厦	海航旅游	双塔 A	AAA	113,000	270,000	5.00%	2017/3/2	18
			双塔 B	AAA	152,000		6.50%		18
			双塔 C	AAA	5,000		7.00%		18
兴业皖新闻嘉一期房地产投资信托基金资产支持证券信托	安徽 8 处书店物业资产	皖新传媒	17 兴业皖新 REIT1A	AAA	33,000	55,350	4.80%	2017/2/20	18
			17 兴业皖新 REIT1B	AA+	22,350		5.40%		18
恒泰弘泽-华远盈都商业资产支持专项计划	北京盈都大厦 D 座	华远地产	华远盈都商业 A	AAA	29,000	73,600	5.80%	2017/1/24	18
			华远盈都商业 B	AA	43,600		6.30%		18
			华远盈都商业 C	AA	1,000		6.49%		18
天风光大-亿利生态广场一期资产支持专项计划	北京亿利生态广场	首善光控	亿利 1A	AAA	59,000	107,682	5.20%	2017/1/17	18
			亿利 1B	AA+	21,500		5.60%		18
			亿利 1C	-	13,000		7.00%		18
			亿利 1 次	-	14,182		-		18
平安苏宁广场资产支持专项计划	成都苏宁生活广场	苏宁置业	16 苏广 A	AAA	35,000	168,000	5.20%	2016/12/27	21
			16 苏广 B	AA+	110,000		6.00%		9
			16 苏广次	-	23,000		-		21
长江楚越-中百一期资产支持专项计划	武汉中心百货大楼以及江夏中百广场	中百百货	16 中百 A	AAA	45,000	104,000	5.10%	2016/12/26	5
			16 中百 B	AA	33,000		6.00%		5
			16 中百次	-	26,000		-		5
中信皖新闻嘉一期资产支持专项计划	安徽 8 处书店物业资产	皖新传媒	16 皖新 1A	AAA	36,000	55,500	4.20%	2016/12/13	18
			16 皖新 1B	AA+	19,500		4.70%		18

项目名称	基础资产	发行人	债券名称	评级	发行金额(万元)	发行总额(万元)	利率	计息起始日	期限
中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划	南京国际金融中心	三胞集团	16 三胞 A	AAA	157,500	305,300	3.80%	2016/11/28	24
			16 三胞 B	AA	147,800		6.95%		4
首善光控-光控安石大融城资产支持专项计划	重庆观音桥大融城购物中心	上海雷泰	大融城 A	AAA	130,000	250,000	3.80%	2016/8/5	7
			大融城 B	AA+	30,000		4.30%		7
			大融城 C	-	90,000		-		7
中信华夏苏宁云商资产支持专项计划	苏宁云商 6 个物流仓储物业	苏宁云商	云享优先	AAA	120,000	184,700	4.00%	2017/6/24	4
			云享权益	-	64,700		-		4
东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划	上海青浦吾悦广场	新城控股	16 吾悦 A	AAA	50,000	105,000	5.35%	2016/6/16	5
			16 吾悦 B	AA	25,000		6.50%		5
			16 吾悦 C	-	30,000		-		5
天风-中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划	昆明爱琴海购物中心	中航信托	航星 A	AAA	68,000	140,000	4.90%	2016/6/14	18
			航星 B	AA+	62,000		7.00%		5
			航星 C	-	10,000		-		18
恒泰浩睿-彩云之南酒店资产支持专项计划	北京酒店和版纳酒店	云南城投	恒浩云 A	AAA	77,000	580,000	4.49%	2015/12/23	18
			恒浩云 B	AA+	493,000		6.39%		9
			恒浩云 C	AA+	10,000		7.99%		9
招商创融-天虹商场(一期)资产支持专项计划	深圳天虹鼎诚大厦裙楼	天虹商场	天虹优先	AAA	94,250	145,000	5.24%	2015/12/11	4
			天虹次级	-	50,750		4.35%		4
恒泰浩睿-海航浦发大厦资产支持专项计划	上海浦发大厦	海航实业	恒浩航 A	AAA	153,100	250,000	5.30%	2015/12/2	18
			恒浩航 B	AA+	96,900		-		3
中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划	苏宁云商 14 家零售店面	苏宁云商	151 苏宁 A	AAA	167,700	333,500	5.60%	2015/6/29	18
			151 苏宁 B	AA+	165,800		-		4

项目名称	基础资产	发行人	债券名称	评级	发行金额 (万元)	发行总额 (万元)	利率	计息	期限
								起始日	
中信华夏苏宁云创资产支持专项计划	苏宁云商11家零售店面	苏宁云商	14 苏宁 A	AAA	208,500	439,500	6.17%	2014/12/16	18
			14 苏宁 B	AA	231,000		-		4
中信启航专项资产管理计划	中信证券北京、深圳总部大楼	中信证券	启航优先	AAA	365,000	521,000	7.00%	2014/4/25	5
			启航次级	-	156,000		-		5
天津市房地产信托集团有限公司2012年度第一期资产支持票据	天津3万余套保障性住房	天房集团	12 津房信 ABN001A	-	34,000	200,000	5.75%	2012/8/24	1
			12 津房信 ABN001B	-	36,000		6.25%		2
			12 津房信 ABN001C	-	40,000		6.75%		3
			12 津房信 ABN001D	-	44,000		7.74%		4
			12 津房信 ABN001E	-	46,000		8.23%		5

附：报告 1 <http://www.gsm.pku.edu.cn/1.pdf>

报告 2 <http://www.gsm.pku.edu.cn/2.pdf>

报告 3 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/33333.pdf>

报告 4 <http://www.gsm.pku.edu.cn/444.pdf>

报告 5 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/7890.pdf>

“光华思想力”是北大光华的智库平台，旨在立足新时代中国，遵规范的学术标准，循前沿的科学方法，做世界水平的中国学问。“光华思想力”扎根中国大地，紧紧围绕中国经济和商业实践开展研究；提供政策建议和咨询，服务经济社会发展；研究市场规律和趋势，服务企业前沿实践；讲好中国故事，提升商学教育，支撑中国实践，贡献中国方案。



北京大学光华管理学院

网址: <http://www.gsm.pku.edu.cn>

邮件: [media@gsm.pku.edu.cn](mailto:media@gsm.pku.edu.cn)

电话: 010-62747137

地址: 北京市海淀区颐和园路 5 号