

完善我国公募REITs二级市场建设研究

吴晶 罗心然 杨宗杭

(深圳证券交易所研究所, 广东 深圳 518038)

摘要: 本文分析我国公募不动产投资信托基金(REITs)上市以来的交易运行情况, 总结REITs二级市场运行值得关注的要点, 研究其背后的原因, 为促进我国公募REITs市场健康发展提供参考。研究发现, REITs市场运行总体平稳, 呈现价格走势相对稳健、流动性较好、波动性较小、以机构投资者交易为主等特征。当前, 我国公募REITs市场处于发展初期, 市场关注度较高, 相关制度安排还有待市场进一步检验, 叠加外部环境等各种因素影响, 可能发生局部交易热度较高、限售股解禁影响流动性、底层资产受到超预期影响导致价格波动等异常情况, 值得关注。发展公募REITs是资本市场服务实体经济、服务高质量发展的重要举措, 建议下一步继续推动公募REITs市场发展壮大, 完善市场配套制度, 积极培育各类投资者, 充分发挥公募REITs的功能作用, 进一步促进投融资良性循环, 助力实体经济高质量发展。

关键词: 公募不动产投资信托基金; 基础设施; 配套制度; 二级市场

Abstract: This paper analyzes the trading operation of publicly-traded Real Estate Investment Trusts(REITs) in China since their listing, summarizes the key points that are worth paying attention to in the operation of the secondary market of REITs, and studies the reasons behind them, in order to provide reference for promoting the healthy development of publicly-traded REITs market. The study finds that the REITs market has generally operated smoothly, showing the characteristics of relatively stable price trend, good liquidity, less volatility, and mainly institutional investors trading. At present, the publicly-traded REITs market is in the early stage of development, which is highly concerned by the market. The relevant institutional arrangements need to be further tested by the market. Superimposed by various factors such as the external environment, there may be abnormal situations such as overheating of the trade of certain REITs, liquidity affected by the lifting of restricted shares, and price fluctuation caused by unexpected impact on underlying assets, which are worth paying attention to. The development of publicly-traded REITs is an important measure for the capital market to serve the real economy and high-quality development. It is suggested to continue to promote the development and growth of publicly-traded REITs market, improve the market supporting system, actively cultivate various investors, give full play to the functions of the publicly-traded REITs, further promote the virtuous circle of investment and financing, and promote the high-quality development of the real economy.

Key words: publicly-traded Real Estate Investment Trusts, infrastructure, supporting system, secondary market

作者简介: 吴晶, 女, 经济学博士, 供职于深圳证券交易所研究所, 研究方向: 产品创新与交易制度。罗心然, 女, 经济学博士, 供职于深圳证券交易所研究所, 研究方向: 产品创新。杨宗杭, 信息系统学博士, 供职于深圳证券交易所研究所, 研究方向: 投资者行为、交易制度与产品创新。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

自2021年6月21日深沪两市首批公募REITs上市以来, 底层资产运营良好, 交易活跃度较高, 市场总体运行平稳。本文分析我国首批公募REITs上市以来二级市场运行情况, 总结其中值得关注的要点, 梳理其背后原因, 研究相应解决方案, 提出关于完善公募REITs二级市

场建设、促进市场健康发展的建议。

一、公募REITs二级市场运行情况

本文将2021年6月21日首批上市的9只公募REITs采用按价格平均的方法, 构建了公募REITs指数¹(以发行价

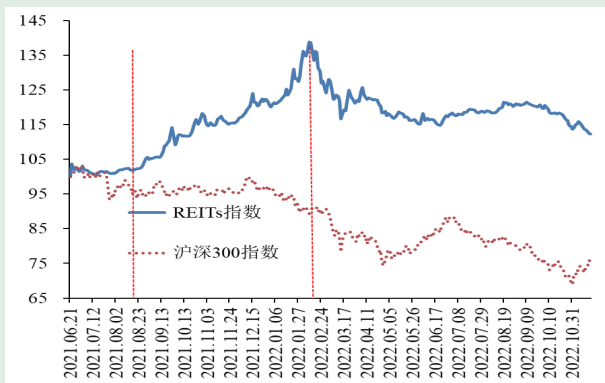


图1 我国公募REITs上市以来二级市场表现

格为基点,初始点数为100),用以考察REITs市场的整体情况。结果表明,我国公募REITs上市后价格走势较为稳健,流动性较好,波动性较小,市场以机构投资者为主。

(一)价格走势

1.首批公募REITs上市以来价格走势相对稳健

整体来看,首批公募REITs上市至今²,REITs指数走势(见图1)经历了平稳期(2021年6月至8月)、上行期(2021年8月至2022年2月)、下行调整期(2022年2月以后),指数收益率最高达到38.75%,同期沪深300指数收益率为-10.58%,说明公募REITs产品具有一定的财富效应。上市至今,公募REITs指数整体收益率为12.26%,同期沪深300指数收益率为-24.67%,公募REITs价格表现相对稳健。

2.公募REITs与股票、债券收益率的相关性较小,具有一定的风险分散效应

上市至今,REITs指数收益率与同期沪深300指数、中证综合债券指数收益率的相关系数分别为0.28、0.02,说明公募REITs收益率与股票收益率、债券收益率的整体相关性不大,是构建资产组合分散风险的良好工具。

(二)流动性和波动性

1.公募REITs换手率高于境外市场,流动性相对较好

本文将换手率定义为成交金额与流通市值的比值,以衡量REITs市场的流动性。首批公募REITs上市首日换手率最高(见图2),达到23.85%;随后4个交易日逐渐下降,分别为5.52%、2.65%、2.11%和1.84%。上市至今,我国公募REITs日均换手率为1.55%,高于同期美国(0.81%)、日本(0.33%)、香港(0.06%)等境外REITs市场的换手率³,流动性相对较好。

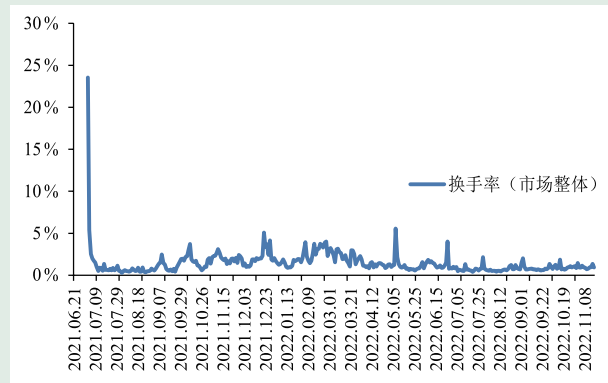


图2 我国公募REITs上市以来每日换手率

2.公募REITs波动率小于A股市场,波动性相对较小

本文用日收益率的标准差衡量波动性大小。研究表明,首批公募REITs产品上市至今,REITs指数波动率为0.84%,低于同期沪深300指数波动率(1.22%),高于中证综合债券指数波动率(0.06%),表明我国公募REITs产品整体波动性介于股票和债券之间,属于相对稳健的投资产品。

(三)投资者结构

1.从持有份额看,以机构投资者为主,个人投资者持有占比逐步上升

从首发的投资者结构看,以深市REITs为例,Wind数据显示,个人投资者持有份额占比约5%~10%,机构投资者持有份额占比约90%~95%。从2022年中报公布的投资者结构看,上市后,大部分REITs产品个人投资者持有份额占比上升,增长幅度最高达15个百分点。

2.从交易金额看,机构投资者交易占比超六成,其中流动性服务商交易占比超四成

以深市REITs为例,从交易结构看,上市以来,机构投资者交易占比超过六成,其中,流动性服务商交易占比超过四成,其他机构投资者交易占比超过两成;个人投资者交易占比不到四成。

二、当前公募REITs二级市场的关注点及原因

公募REITs是一种不同于现金、股票、债券的新产品,收益现金流、分红较为稳定,理论上价格波动应相对较小;从实际情况看,其二级市场运行也确实较为平稳。但是,当前,我国公募REITs市场处于发展初期,市场关注度较高,相关制度安排还有待市场进一步检验,叠加外部环境等各种因素影响,可能发生局部交易热度

较高、限售股解禁影响流动性、底层资产受到超预期因素的影响导致价格波动等情况，值得关注。

(一)二级市场运行的主要关注点

1.部分时期交易过热，可能引发市场异常波动

在公募REITs上市首日和部分交易区间(比如2021年8月20日至2022年2月15日，以下简称交易过热期间)⁴，一些REITs产品价格涨幅较大，交易活跃度高，受到市场与媒体的广泛关注。

一是部分REITs上市首日收益率较高甚至涨停，10个交易日内价格逐渐趋于平稳。公募REITs上市首日的涨跌幅限制为30%，截至2022年11月16日已上市的21只公募REITs中，除11月15日上市的华泰江苏交控REIT之外，有6只REITs(华夏合肥高新、国泰君安临港创新产业园、中金厦门安居、华夏北京保障房、建信中关村、红土深圳安居)在上市首日均达到30%涨停；3只REITs(国泰君安东久新经济、华夏越秀高速、鹏华深圳能源)在上市首日价格涨幅超过20%，分别为27.15%、22.76%和21.52%(见表1)。整体来看，公募REITs上市首日平均收益率为15.04%，上市2~5日、5~10日平均收益率分别为

表1 公募REITs上市初期价格涨幅(按上市首日收益率排序)

序号	代码	场内简称	上市首日 收益率	上市2~ 5日收益率	上市5~ 10日收益率
1	180102	华夏合肥高新 REIT	30.00%	-6.11%	-1.31%
2	508021	国泰君安临港创新产业园 REIT	30.00%	4.74%	-1.14%
3	508058	中金厦门安居 REIT	30.00%	0.24%	1.95%
4	508068	华夏北京保障房 REIT	30.00%	3.34%	0.59%
5	508099	建信中关村 REIT	30.00%	7.93%	-1.87%
6	180501	红土深圳安居 REIT	29.99%	5.42%	0.41%
7	508088	国泰君安东久新经济 REIT	27.15%	5.49%	-0.42%
8	180202	华夏越秀高速 REIT	22.76%	4.98%	0.52%
9	180401	鹏华深圳能源 REIT	21.52%	4.03%	3.78%
10	180101	博时蛇口产业园 REIT	14.72%	-9.17%	-0.50%
11	180801	中航首钢绿能 REIT	9.95%	-4.30%	-0.29%
12	508000	华安张江光大 REIT	5.89%	-3.63%	0.16%
13	508001	浙商沪杭甬 REIT	4.97%	-3.70%	1.17%
14	508006	富国首创水务 REIT	4.95%	0.00%	0.18%
15	180301	红土盐田港 REIT	2.91%	-1.82%	-0.60%
16	508018	华夏中国交建 REIT	2.20%	-0.56%	0.26%
17	508056	中金普洛斯 REIT	2.11%	-1.59%	-0.33%
18	508027	东吴苏园产业 REIT	0.70%	-0.51%	0.00%
19	180201	平安广州广河 REIT	0.68%	-0.48%	-0.68%
20	508008	国金中国铁建 REIT	0.28%	-0.14%	0.15%
		平均值	15.04%	0.21%	0.10%

0.21%、0.10%，说明上市2~10个交易日内，REITs价格整体较为平稳，部分REITs价格开始回调。

二是上市后REITs价格走势出现分化，部分REITs在交易过热期间的价格涨幅超过50%。首批上市的9只REITs在上市次日至2021年8月19日价格出现回调(见表2)，平均下跌3.11%。在交易过热期间，价格平均上涨46.57%，不同产品的涨幅出现分化，其中，富国首创水务、红土盐田港、博时蛇口产业园、华安张江光大REITs价格涨幅超过50%，分别为89.12%、77.75%、56.50%、50.60%；东吴苏园产业、中航首钢绿能、中金普洛斯REITs价格涨幅超过30%，分别为42.39%、37.87%、35.67%；浙商沪杭甬、平安广州广河REITs相对平稳，价格分别小幅上涨17.29%、11.96%。

三是交易过热期间，部分REITs产品换手率明显增大。在交易过热期间，公募REITs平均日换手率从前期的0.81%上升至1.88%，平均增幅达到131%(见表3)。部分REITs换手率较前期大幅提高，首批上市的9只REITs

表2 首批公募REITs上市次日至交易过热期间价格变化(按交易过热期间涨幅排序)

序号	代码	场内简称	上市次日至 2021.8.19	交易过热期间 (2021.8.20至2022.2.15)
1	508006	富国首创水务 REIT	1.78%	89.12%
2	180301	红土盐田港 REIT	-2.58%	77.75%
3	180101	博时蛇口产业园 REIT	-11.51%	56.50%
4	508000	华安张江光大 REIT	-5.05%	50.60%
5	508027	东吴苏园产业 REIT	-1.89%	42.39%
6	180801	中航首钢绿能 REIT	-1.59%	37.87%
7	508056	中金普洛斯 REIT	-1.06%	35.67%
8	508001	浙商沪杭甬 REIT	-1.54%	17.29%
9	180201	平安广州广河 REIT	-4.54%	11.96%
		平均值	-3.11%	46.57%

表3 首批公募REITs交易过热前后日均换手率(按增幅排序)

序号	代码	场内简称	交易过热前	交易过热期间	增幅
1	508056	中金普洛斯 REIT	0.51%	2.33%	354%
2	508006	富国首创水务 REIT	0.94%	3.10%	229%
3	508027	东吴苏园产业 REIT	0.44%	1.34%	202%
4	508000	华安张江光大 REIT	0.74%	1.85%	149%
5	180801	中航首钢绿能 REIT	0.92%	2.00%	118%
6	180201	平安广州广河 REIT	0.82%	1.72%	110%
7	508001	浙商沪杭甬 REIT	0.56%	1.09%	93%
8	180301	红土盐田港 REIT	0.85%	1.44%	70%
9	180101	博时蛇口产业园 REIT	1.53%	2.04%	33%
		平均值	0.81%	1.88%	131%

注：交易过热前为2021年7月1日至2021年8月19日，下同。

中，6只REITs的换手率较前期增幅超过100%，还有2只REITs的换手率增幅超过70%，交易活跃度明显提升。

2. 战略配售份额解禁后可能对流动性产生冲击

根据相关规则，参与公募REITs战略配售除原始权益人或同一控制下的关联方以外的专业机构投资者(以下简称普通战略投资者)持有份额的限售期为12个月。首批公募REITs普通战略投资者持有的限售股已于2022年6月21日解禁。从此次解禁情况看：

一是解禁规模与流通份额接近甚至更大，解禁后流通份额大幅增加。从解禁数量看，首批9只公募REITs普通战略投资者的解禁规模与流通份额相当，甚至大于流通份额(见表4)。比如，中金普洛斯、平安广州广河、富国首创水务、红土盐田港REITs此次分别解禁7.80、1.96、1.25、3.20亿份，解禁规模均大于或等于流通份额，解禁后流通份额分别增加186%、133%、104%、100%。首批9只公募REITs的普通战略投资者解禁后，流通份额合计增加105%。

二是此次解禁对REITs价格影响较小，但未来首发和扩募限售股解禁可能对流动性带来冲击，导致价格下跌。目前公募REITs属于稀缺产品，供不应求，且收益具有一定吸引力，因此，此次解禁后普通战略投资者的持有意愿仍然较强，大部分公募REITs价格并未明显下跌，甚至出现小幅上涨。比如，解禁后一周内，中金普洛斯、平安广州广河、富国首创水务和博时蛇口产业园REITs价格涨幅分别为3.53%、0.74%、4.06%和2.09%。但长期来看，随着我国公募REITs市场规模扩大、投资者关注度

表4 首批公募REITs普通战略投资者解禁情况(按增幅排序)

序号	代码	场内简称	发行 份额 (亿份)	解禁前 流通份额 (亿份)	解禁 份额 (亿份)	解禁后 流通份额 增幅
1	508056	中金普洛斯 REIT	15.00	4.20	7.80	186%
2	180201	平安广州广河 REIT	7.00	1.47	1.96	133%
3	508006	富国首创水务 REIT	5.00	1.20	1.25	104%
4	180301	红土盐田港 REIT	8.00	3.20	3.20	100%
5	180101	博时蛇口产业园 REIT	9.00	3.15	2.97	94%
6	508000	华安张江光大 REIT	5.00	2.23	1.77	79%
7	508001	浙商沪杭甬 REIT	5.00	1.29	0.77	60%
8	180801	中航首钢绿能 REIT	1.00	0.40	0.20	50%
9	508027	东吴苏园产业 REIT	9.00	3.60	1.80	50%
合计			64.00	20.74	21.71	105%

注：解禁前流通份额 = 发行份额 - 战略投资者配售份额。

下降、相对其他金融产品的吸引力下降等情况变化，在REITs首发和扩募的限售股解禁后，普通战略投资者的集中卖出行为可能导致部分公募REITs价格下跌，造成市场波动，值得提前关注和预防。

3. 底层资产受到超预期因素影响，对价格形成冲击

公募REITs底层资产运营可能受到一些超预期因素的影响，产品收益可能不及预期，导致二级市场价格波动。主要体现在：一是受到疫情影响，车流量回落可能导致高速公路类REITs项目通行费收入出现下跌，造成二级市场价格波动；二是为纾解受疫情影响企业的困难，国务院国资委、部分地方出台国企减免租金政策⁵，园区和物流仓储等公募REITs底层资产经营压力提升，可能会影响REITs收益；三是其他不可抗力因素导致REITs底层资产现金流减少，比如地震、台风、洪水、火灾等不可抗力因素对REITs收益造成不利影响，进而影响二级市场表现。

(二) 上述关注点产生的原因

1. 公募REITs收益率有吸引力，市场关注度高

当前，我国公募REITs市场处于发展初期，出现部分时期交易过热的现象，即从2021年8月中旬开始，部分REITs产品的价格涨幅较大，交易活跃度高，受到市场与媒体的广泛关注。这一现象与市场风险偏好下降和REITs产品涉及热点概念等原因有关。

一是市场风险偏好下降背景下，REITs收益率具有较大吸引力。在交易过热阶段的初期(2021年8月中旬至10月底)，首批上市9只公募REITs中，中金普洛斯、红土盐田港、中航首钢绿能REITs价格涨幅分别为28.9%、25.2%、22.8%，还有5只REITs涨幅超过10%，平均涨幅达到17.3%，远高于同期10年期AAA级企业债收益率(3.76%)，对投资者具有较大吸引力。2021年下半年开始我国经济增速下滑、股市波动加大，资金缺乏保值增值的投资渠道，市场避险情绪上升，促使资金流入收益相对较高的REITs产品。

二是部分REITs产品涉及碳中和、电价上涨、海运等热点概念。以深市为例，中航首钢绿能REIT在交易过热期间上涨37.87%，与以下两个因素有一定关系：第一，其主营的垃圾焚烧发电属于生物质能源业务，随着“碳中和”“碳达峰”等概念多次被市场提及并认可，涉及相关概念的产品受到市场关注；第二，2021年10月国家发改委

发布文件，明确将扩大电价浮动范围，市场预期电力企业的盈利状况将得到改善，A股电力股票同期大幅上涨，万得电力指数涨幅达24.5%。红土盐田港REIT在交易过热期间价格上涨77.75%，与其涉及景气度较高的海运业务有关：2021年9月我国进出口总额同比增长23.3%，增速超出市场预期，海运运力供不应求，而红土盐田港REIT的主要设施为港口仓储物流中心，受到投资者追捧。

2.市场发展初期规模较小，投资者认知不足

目前，我国首批公募REITs上市至今只有一年多时间，市场处于发展的初期阶段，市场规模有待提升，投资者认知有待加强。未来，随着公募REITs市场不断发展壮大，上述市场发展的短期因素有望得到改善。

一是公募REITs作为新的投资产品，目前流通规模较小，受到投资者广泛关注，市场供不应求。交易品种的供求失衡是交易过热的主要原因之一，如果某一品种供不应求，则容易引发价格持续上涨。截至2022年11月16日，深沪两市目前仅上市了21只公募REITs产品，发行份额130亿份，其中战略投资者配售份额88.14亿份，占发行份额的67.80%，其他投资者可获发行份额相对较少。新的公募REITs产品上市即受到投资者广泛关注，市场处于供不应求状态。

二是发行规模较小的产品更容易被资金驱动而发生价格大幅波动。交易过热期间价格涨幅最大的富国首创水务、红土盐田港、博时蛇口产业园、华安张江光大REITs的发行规模分别为18.50、18.40、20.79、14.95亿元，远小于同期涨幅最小的平安广州广河REIT(发行规模91.14亿元)。发行规模较小的产品，流通规模更小，在同样规模的资金推动下价格涨幅可能更大。

三是投资者对公募REITs产品的认知不足。公募REITs底层资产主要为成熟优质、运营稳定的基础设施项目，现金流预期相对明确，理论上来说价格波动有限，适合长期持有。但很多个人投资者对公募REITs这一新产品的认知不足，仍以“炒股”的心态进行交易，在交易过热期间，个人投资者是主要的交易力量。以深市REITs为例，在此次交易过热期间，个人投资者的交易金额大幅上升，涨幅较大的3只REITs产品(红土盐田港、博时蛇口产业园、中航首钢绿能)中，个人投资者交易占比达到50%，大幅高于公募REITs上市以来个人投资者交易占比

平均水平(不到四成)，其他机构投资者(除流动性服务商)交易占比则下降至二成左右，个人投资者认知不足、跟风交易，对此次交易过热起到了一定的推动作用。

3.REITs市场目前处于初建阶段，相关制度有完善空间

在疫情冲击和其他超预期因素的影响下，我国公募REITs底层资产收益可能不及预期，导致二级市场价格波动。这与公募REITs市场处于发展初期有关，相关制度安排还有进一步优化空间。随着公募REITs市场配套制度的完善，价格异常波动、底层资产收益风险等问题将有所缓解。

一是内生价格稳定机制需要增强。为抑制公募REITs交易过热、减少价格异常波动、保护投资者权益，目前已采取一些措施进行有效控制，比如设置了涨跌幅限制、临时停牌制度等价格稳定制度，对交易过热的产品，基金管理人及时披露风险提示公告，提醒投资者关注投资风险等。但长远来看，公募REITs市场多空平衡机制还有待完善，融资融券业务尚未开展，内生稳定机制还需要进一步加强。

二是对底层资产风险的应对制度需要完善。针对疫情冲击、减租政策、不可抗力等超预期因素影响公募REITs收益，尚缺乏明确的制度规范，目前仅有个别案例。以深市为例，为响应国家抗疫纾困政策、承担社会责任，博时蛇口产业园REIT决定采取减租措施，对小微企业租户进行3个月的租金减免。减免租金由博时资本(计划管理人)先行代缴。博时基金(基金管理人)、博时资本(计划管理人)、招商创业(运营管理机构)和招商物业(物业管理机构)按照各自所收管理费或酬金比例进行分摊。上述博时蛇口产业园REIT的减租方案仅为个例，随着我国公募REITs市场不断扩大，对超预期因素的应对方案还有待完善。

(三)可选的应对措施

结合境外REITs市场发展经验和我国REITs市场实际情况，针对市场交易过热、解禁导致的流动性冲击、底层资产风险等情况，有以下可供选择的应对措施。

1.缓解交易过热方面

一是设置涨跌幅限制、熔断制度等外生价格稳定机制，给予投资者冷静时间。如前所述，我国公募REITs设置了涨跌幅限制、临时停牌制度等价格稳定制度。美国、日本、新加坡、中国香港REITs市场是国际公认发

展较为成熟的市场，这些成熟市场REITs的价格稳定机制与股票基本一致，其中，亚洲市场价格稳定机制相对严格。比如，美国没有涨跌幅限制，而采取指数熔断、个股熔断(limit up/limit down)。亚洲市场的价格稳定机制相对比较严格，比如，日本采取涨跌幅限制、特别报价(special quotes)、相继交易报价(sequential trade quote)等制度对价格上下区间进行控制，中国香港对纳入恒生综合大/中/小型股指数的REITs实施市场波动调节机制等。

二是积极培育各类投资者，促进投资者策略多元化，增强市场内生稳定机制。以美国为例，1994年以前，受限于“前5名投资者合计持股不得超过50%”的集中度要求，养老金等大型机构投资者进入REITs市场受到限制。美国国会在1994年1月修改了税收条例，允许穿透计算养老金的投资者人数⁶，豁免了“前5名投资者合计持股不得超过50%”的集中度要求。此项改革促进养老金投资REITs产品，REITs中机构投资者持有占比从1993年以前的15%~20%上涨至1994年的45%。1997年，美国财政部更新了现代税法协议，准许持股比例较低的海外投资者减免15%的普通股利预提税⁷，加速了海外投资者进入美国REITs市场。新加坡也出台了一系列优惠政策，吸引全球大型基金公司总部和高净值群体“落户”本地，并将REITs列入其投资范畴，丰富REITs投资者类型。机构投资者已成为境外成熟REITs市场的主要投资者群体，截至2022年8月，美国、日本、澳大利亚等REITs市场的机构投资者占比均超过50%。多样化的投资者类型带来多元化交易策略，使得境外REITs市场的换手率较为稳定。自2020年初新冠肺炎疫情暴发以来，美国、日本和中国香港REITs的日均换手率⁸分别为0.89%、0.31%和0.08%，并没有因新冠肺炎疫情影响而产生较大的波动(新冠肺炎前1年的换手率分别为0.68%、0.34%和0.10%)。

2.减少流动性冲击方面

多数境外REITs市场设有锁定期制度，但由于市场规模较大、通过多项制度提高流动性等原因，限售股解禁带来的流动性冲击并不大。比如，美国对REITs锁定期没有强制性规定，公司与承销商签署锁定期协议一般约定为6~12个月；中国香港REITs控股股东受限于6个月禁售期、禁售期满后6个月内不得丧失控股股东地位的要求，基石投资者禁售期至少6个月；新加坡交易所主

板和SESDAQ上市的REITs最低锁定期分别为6个月和12个月⁹；日本对于Mothers板块上市的REITs没有锁定期要求。境外REITs市场面临解禁带来的流动性冲击并不大，原因在于：一方面，境外REITs市场发展时间相对较长，市场体量较大，解禁规模相对流通规模而言较小；另一方面，境外市场通过一定制度设置，提高REITs二级市场流动性，流动性越好的市场，一定金额的交易带来的流动性冲击就越小，具体来看：

一是运用做市商激励机制，提高二级市场流动性。为促进市场充分交易和价格发现，美国、日本、新加坡和中国香港REITs市场均采用做市商制度提高流动性。各交易所都明确规定了做市商的报价维持时间、连续报价时间、最小报价量、询价回应时间、询价应答率等，并设置了激励机制。比如，新加坡REITs做市商的职责是提供富有竞争性的买入价和卖出价以改善流动性；作为奖励，新交所将基于REITs的报价表现及流动性水平，为做市商提供清算费补偿。¹⁰

二是编制REITs指数并将REITs逐步纳入知名指数，积极发展相关ETF和衍生产品，促进市场配置REITs产品，提高市场流动性。编制REITs相关指数或者将REITs纳入知名指数都有助于提升指数中REITs的知名度，增强市场对REITs的配置力量。以美国为例(见表5)，一方面，富时罗素、标普道琼斯、明晟公司积极编制普通、杠杆、反向及针对各类基础资产的REITs系列指数；另一方面，逐步将REITs纳入知名指数，如2001年标普500指数开始纳入REITs，截至2022年10月底共有27只REITs成为标普500指数成分股。据NAREITs统计，美国约有60%的投资者通过ETF等被动权益型基金投资REITs。以新加坡为例，新交所也积极编制REITs指数，并发展基于REITs指数的ETF基金和期货产品。截至2022年6月底，新交所共有5只ETF的成分股包含了S-REITs，在管资产合计8.3亿新元。2020年，新交所推出新加坡富时EPRA Nareit亚洲指数期货和新交所iEdge S-REIT领先指数期货，这两只期货所追踪的REITs指数均包含S-REITs。

3.应对底层资产风险方面

一是合理控制REITs资产负债率，保障REITs稳定运营。为保障REITs稳定运营，可以将REITs资产负债率(总负债/总资产)控制在合理水平，防止杠杆过高引致风险。

表5 境外市场主要REITs指数

市场	编制方	指数名称
美国	Nareit&富时罗素	FTSE Nareit All REITs Index
	Nareit&富时罗素	FTSE Nareit All Equity REITs Index
	Nareit&富时罗素	FTSE Nareit Equity REIT Index
	标普道琼斯	S&P U.S. REIT Index
	标普道琼斯	Dow Jones U.S. Select REIT Index
	标普道琼斯	Dow Jones U.S. Select Short-Term REIT Index
	MSCI	MSCI U.S. REIT Index
日本	东京证券交易所	TSE REIT Index
	东京证券交易所	TSE REIT Core Index
	东京证券交易所	TSE REIT Logistics Focus Index
	东京证券交易所	TSE REIT Residential Index
	东京证券交易所	TSE REIT Office Index
	东京证券交易所	TSE REIT Retail & Logistics Index
新加坡	新加坡交易所	iEdge S-REIT Index
	新加坡交易所	iEdge S-REIT 20 Index
中国香港	恒生指数	Hang Seng REIT Index

比如,新加坡、中国香港规定资产负债率上限为45%;印度、泰国和中国台湾要求资产负债率上限分别为49%、35%和35%;美国对资产负债率无限制,但实践中一般不超过50%;日本没有设置资产负债率限制,但仅可以向合格的机构投资者借贷;我国规定基金总资产不得超过基金净资产的140%,即资产负债率不超过28.57%。

二是建立有效的监管和治理机制,引导基金管理人采取措施保护投资人利益。面对类似新冠疫情等“黑天鹅”事件,有效的REITs监管和治理机制有助于促使基金管理人采取措施保护投资人利益。以中国香港上市的招商局REIT(HK01503)为例,其设置了业绩承诺条款,为降低在可预见未来的收益不确定性,发行人与房托管理人签订了未来3年的收益分派承诺:瑞嘉(招商蛇口离岸旗舰子公司之一)承诺当年化暂定每基金单位分派低于相应期间的年化每基金单位分派承诺时作出付款,以确保按年化每基金单位分派承诺进行收益分派。以新加坡上市的美鹰酒店REIT为例,2020年,由于主要租户拖欠租金¹¹,美鹰酒店REIT的3.41亿美元银团贷款¹²构成违约。3月24日,美鹰酒店信托¹³申请停牌,3月30日,美鹰酒店REIT受到贷款条例限制,不能在原定派息日支付利息给信托单位持有人。2020年4月20日,为了保障美鹰酒店REIT持有人的利益,新加坡金融管理局和新加坡交易所监管公司发布联合公告,要求:第一,信托经理必

须在取得受托机构的批准之后,才能动用信托资金进行付款;第二,受托机构需要确保在该信托把款项支付给任何人之前,均应得到受托机构的批准;第三,受托机构需要采取一定行动,以保护单位持有人利益。按联合公告要求,为了保护持有人利益,2020年9月23日,美鹰酒店信托向18个酒店房地产的主要租户发出终止租约的通知,并寻找新投资者注资,逐步缓释风险;同时表示,对于主要租户拖欠的款额和租约下的义务,美鹰酒店信托不会放弃索取赔偿。

三是REITs管理人通过破产保护、债务重组等制度,有效处置风险。以美国为例,次贷危机期间,美国资本和信贷市场功能显著受限,REITs发生流动性冲击,触发债务违约以及交叉违约条款。负债率高企是美国REITs陷入经营和破产困境的重要因素¹⁴,高负债REITs管理人通过破产保护申请、债务重组以及分拆上市等制度和及时引导市场预期,逐步走出困境。以GGP REIT为例,GGP管理人在次贷危机前大规模举债扩张,且大量债务集中于2009—2011年到期。随着2008年次贷危机爆发,GGP面临巨大的偿债压力。¹⁵2009年4月,GGP申请破产保护,为稳定经营管理赢得时间。2011年11月,GGP在债务重组后重新IPO上市,并获得Ackman等机构注资,逐步恢复至正常经营水平。¹⁶

四是危机时期政府主动干预,稳定市场信心和融资环境。以美国房地产REITs为例,房地产REITs基础资产较为集中,与房地产市场的发展息息相关。2008年次贷危机期间,美国政府积极干预房地产市场,注入财政资金救市,为稳定房地产REITs发挥了重要作用:第一,联邦住房金融局(FHFA)接管“两房”、财政部为“两房”注入1875亿美元救助金,恢复房地产行业市场信心和改善其融资环境;第二,2008年11月—2010年4月,美联储共购买1.25万亿美元的抵押贷款支持证券,有力支持了MBS市场;第三,2008—2017年美联储实行量化宽松政策,通过降息、购买国债为市场注入了大量流动性,保证了房地产行业的融资能力。

三、关于完善我国公募REITs二级市场建设的思考

推动公募REITs健康发展,是“十四五”规划的一项重要部署,对于有效盘活存量资产、创新投融资机制、

拓宽权益融资渠道、增强资本市场服务实体经济能力等具有十分重要的意义。2021年6月，我国首批基础设施公募REITs上市以来，公募REITs市场规模稳步提升，二级市场运行总体平稳，呈现价格走势相对稳健、流动性较好、波动性较小、以机构投资者交易为主等特征。与此同时，由于我国公募REITs市场处于发展初期，市场关注度较高，相关制度有待市场进一步检验，叠加外部环境等因素影响，可能发生局部交易热度较高、限售股解禁影响流动性、底层资产受超预期因素影响导致REITs价格波动等情况，值得提前关注和预防。

公募REITs是资本市场服务实体经济、服务高质量发展的重要举措，建议下一步继续推动公募REITs市场发展壮大，完善市场配套制度，积极培育各类投资者，更好激发市场活力，充分发挥公募REITs的功能作用，进一步促进投融资良性循环，助力实体经济高质量发展。

(一)促进市场发展方面

一是支持更多公募REITs上市和扩募，稳步做大我国

REITs市场。2022年9月29日，沪深证券交易所正式受理首批REITs扩募项目，标志着我国REITs市场在打造全链条生态、支持盘活存量资产、促进投融资良性循环方面又迈出重要一步。建议下一步深化“放管服”改革，支持民间投资等更多项目参与公募REITs试点；稳步推动更多公募REITs上市，为市场提供更多资产类型的REITs投资标的；鼓励原始权益人拿出优质基础设施项目发行公募REITs，促进并购活动，支持REITs通过扩募、购买资产等方式做大做强。

二是推动REITs指数编制和ETF产品开发，提高市场流动性。随着公募REITs产品逐渐增多、市场体量不断增大，建议积极推动编制多元化REITs指数，鼓励相应ETF产品的研究开发，丰富投资者参与REITs市场的渠道，进一步提高市场流动性，减少限售股解禁等情况可能带来的市场冲击。

(二)完善配套制度方面

一是完善融资融券、流动性服务商等配套制度，抑

(上接第49页)

专业投资机构对一线城市商务园区(研发办公)类资产的资本化率预期在4.5%~5.5%，而根据本文方法估值的一线城市研发办公物业的资本化率在4.4%~5.0%(深圳蛇口产业园4.4%、北京建信中关村5.0%)，说明估值结果和专业投资人预期基本相符。而对于二线城市的商务园区资产，根据本文方法估值的资本化率水平(东吴苏园4.7%)和投资人预期(5.5%~6.1%)有一定偏差，这和资产所在区域的产业聚集度及资产本身的优势因素有关。在实际交易中，位于二线城市产业聚集核心区域的商务园区资产，因其具有稳定的租金收益与价值增长预期，投资人通常也愿意接受以较低的资本化率进行投资。

综上，大宗交易案例与专业投资机构调研是市场提取资本化率的两个主要参考。对于大宗交易比较活跃的业态，提取实际成交案例的资本化率；对于交易相对不活跃或者交易案例之间差异性较大的业态，通过对专业投资人的调研获取市场认可的资本化率水平。通过以上对比验证，可以看出REITs产权类资产发行时资本化率水平与市场提取资本化率水平接近，估值具有合理性。

四、结论与启示

本文从现金流折现法的技术路径出发，探讨了REITs产权类资产的估值逻辑，提出收益年期、运营毛收入、出租率、租金增长率、运营净收入以及报酬率等核心参数选取的原则与方法，并分析其在已发行REITs产权类资产估值中的应用情况。研究发现，该方法下的产权类资产估值基本接近市场真实交易水平或符合市场预期，具有较高的合理性。

本文的研究结果表明：第一，合理选取核心参数是REITs资产合理估值的前提。在核心参数选取过程中需关注资产的剩余收益年期、资产所在区位的行业发展及市场供需状况、资产历史和当前的运营情况、同区域同类资产的运营情况等。第二，通过资本化率对估值结果进行验证是判断估值合理性的重要途径。目前行业普遍认可的方法是将估值的资本化率与大宗交易提取以及市场预期的资本化率进行对比，但这一方法也受到市场上各类资产大宗交易的数量有限以及资产本身可能存在交易限制的影响，需进一步研究和探索。 ■

(责任编辑：吴金宴)

制大幅波动、提高市场流动性。在制度设置方面，研究公募REITs开展融资融券业务的可行性，进一步完善内生价格稳定机制，防范市场大幅波动风险。研究优化流动性服务商机制，调整评级考核周期安排，优化考核指标设计，定期披露考核结果，进一步发挥流动性服务商对REITs市场的支持作用。

二是强化风险提示公告披露及停复牌机制，减小解禁后二级市场波动。对于价格异常波动产品及时采取相关措施：第一，建议强化临时信息披露和风险提示，针对涨跌较快的产品，基金管理人发布风险提示公告，提醒投资者理性投资；第二，建议考虑制定并严格执行公募REITs二级市场停复牌机制，对触发特定情形产品按要求及时停牌，冷却市场情绪，促进价格回归理性。

三是研究增加运营业绩承诺或补偿等商业化条款设置，防范底层资产风险。为更好应对不可抗力对REITs底层资产收益的影响，可以考虑采取以下防范措施：第一，针对新申报REITs项目，研究引导基金管理人增加运营管理机构运营业绩承诺等商业化条款，为租金补贴等特殊情形提供条款依据，保护投资者利益；第二，进一步完善重大事项等决策机制，明确决策程序，细化决策事项内容和要求，为应对各重大事项提供合同条款依据。

(三) 培育投资者方面

一是拓宽公募REITs投资者范围，培育多样化投资者。公募REITs具有分红较为稳定、价格波动相对较小、与其他资产相关性弱等特征，适合追求稳健投资的长期投资者，也为机构投资者进行大类资产配置提供了新的资产类别，有利于其优化投资组合。建议加快推动社保基金、养老金、企业年金等机构投资者参与REITs投资，鼓励保险机构、银行理财、公募基金等机构加大配置力度，继续支持QFII、RQFII投资境内REITs产品，培育专业REITs投资者群体。未来，适时探索REITs加入互联互通，进一步提升REITs市场开放水平。

二是坚持以民为本，持续做好投资者服务，增强投资者对公募REITs产品的认识。第一，引导投资者理性交易。加强投资者服务，做好公募REITs知识的普及推广，使投资者更为全面、客观和深入地了解REITs产品，提醒投资者理性交易，避免盲目跟风炒作。第二，引导投资者理性看待限售解禁。建议持续做好投资者服务和宣传工作，增强个人投资者对REITs产品及解禁安排的认识，加强正面理性引导，重点提示个人投资者限售份额解禁后由于流通份额增加市场行情短期内可能出现一定程度下跌是常规现象，不代表产品基本面发生变化，避免产生恐慌情绪和错误判断。 ■

注释

※本文仅代表作者个人观点，与所在单位无关。感谢深圳证券交易所研究所何鹏飞博士对本文的指导和帮助。

1. 公募REITs指数仅为说明公募REITs整体价格走势，不构成任何投资参考和建议。以2021年6月21日为基期，设为100点。为衡量首批REITs上市以来的价格变化，指数仅包含首批9只公募REITs，暂未包括后续新上市的REITs。

2. 除特别说明外，本文最新数据截至2022年11月16日。

3. 数据来源为Wind。

4. 交易过热期间是指整体公募REITs涨幅较大、交易活跃度较高的时间段，并非指2021年8月20日至2022年2月15日为每只REITs持续上涨期间，中间可能存在部分回调时段。

5. 比如，2022年3月23日，国资委办公厅发布《关于做好2022年服务业小微企业和个体工商户房租减免工作的通知》；10月12日，国资委办公厅发布《关于进一步做好2022年服务业小微企业和个体工商户房租减免工作的通知》。

6. 美国要求REITs至少有100个投资者，并允许穿透计算养老金投资者人数，提高了REITs对养老金的吸引力。

7. 1997年现代税法协议允许持有公募REITs份额的5%或更低份额的海外机构投资者或持股低于10%的海外个人投资者对普通股支付15%的预提税，之前是30%的预提税。

8. 换手率=成交量/流通股本×100%，运用整体法计算各市场REITs日均换手率，数据来源为Wind。

9. 新加坡交易所对特定IPO项目(如SPAC)有阶段性锁定期要求，即锁定期分为两个阶段，大股东50%的股份有6个月的锁定期，减持后剩余50%还有6个月的锁定期。

10. 参见姜瑜. 国际成熟市场REITs交易机制[J]. 中国金融, 2021, 964(22): 94-95.

11. 美鹰酒店信托的主要租户Urban Commons LLC无法履约缴足全额的保证金以及2019年12月开始未及及时支付租金。

12. 银团贷款又称为辛迪加贷款(syndicated loan)，是由获准经营贷款业务的一家或数家银行牵头，多家银行与非银行金融机构参加而组成的银行集团(banking group)采用同一贷款协议，按商定的期限和条件向同一借款人提供融资的贷款方式。

13. 美鹰酒店信托(Eagle Hospitality Trust)是由美鹰酒店房地产投资信托(Eagle Hospitality REIT)和美鹰酒店商业信托(Eagle Hospitality Business Trust)组成。

14. 截至2008年底，美国REITs负债率平均为57%，其中54%、34%和10%的REITs负债率超过55%、60%和70%。

15. GGP过度扩张股价下降了99.64%，2009年3月GGP现金仅1.69亿美元，61亿美元债务已逾期或触发偿还条件。

16. 破产重组后的GGP甩掉了大量负债包袱，并依托其自身稳定的现金流，股价从跌至0.24美元上升至25美元。

(责任编辑：卢一宣)