证券研究报告

宏观经济展望和REITs配置机会

宏观首席分析师　梁中华

SAC号码：S0850520120001

2022年07月05日

概要

1. 经济：复苏的高度在哪？

2. 政策：系统性的“转机”

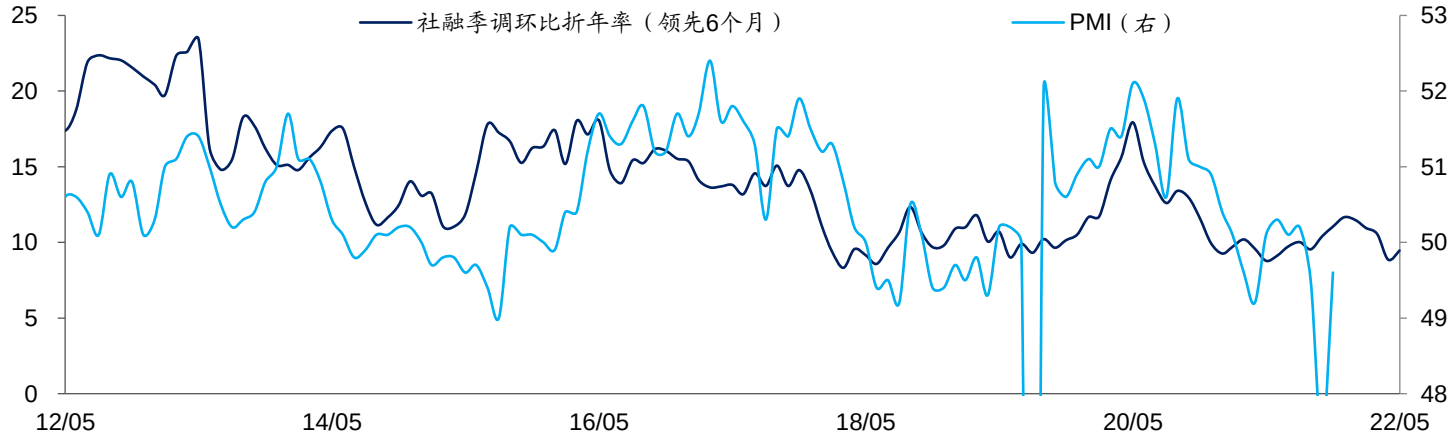
3. 大类资产和REITs配置

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

经济本已在恢复，但被疫情打断

- 从历史规律来看，融资是我国经济的领先指标，通常领先经济两个季度左右。如果用连续三个月的社融季调环比增速来看，本轮融资增长最快的时候是在2020年5月份，所以2020年11月PMI达到最高点后开始下降。
- 社融最低点是在2021年5月份，环比折年增速只有8.7%，之后开始回升。截至今年5月份，社融增速仍然有10.5%。而且目前央行仍在发力宽信用。
- **所以，如果没有新一轮疫情发生，随着政策不断积极，经济已经处于恢复通道。PMI在去年10月份达到49.2%的最低点后，也在不断回升。**

融资指标对经济指标的领先性（%）



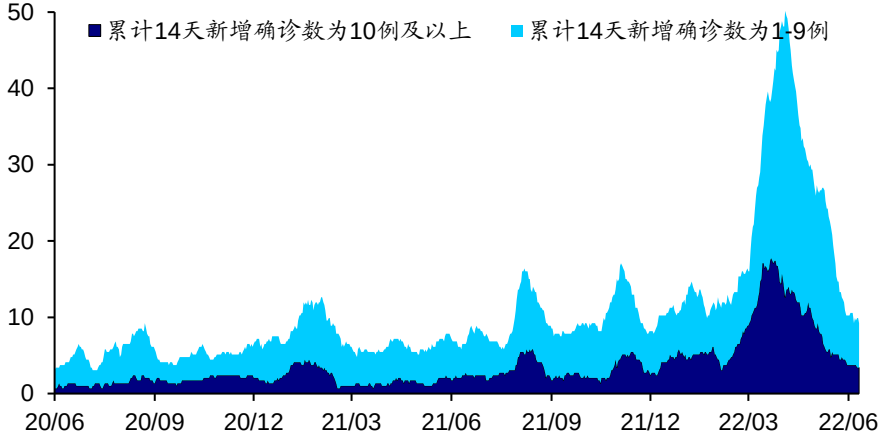
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

经济上的影响：暂时告一段落

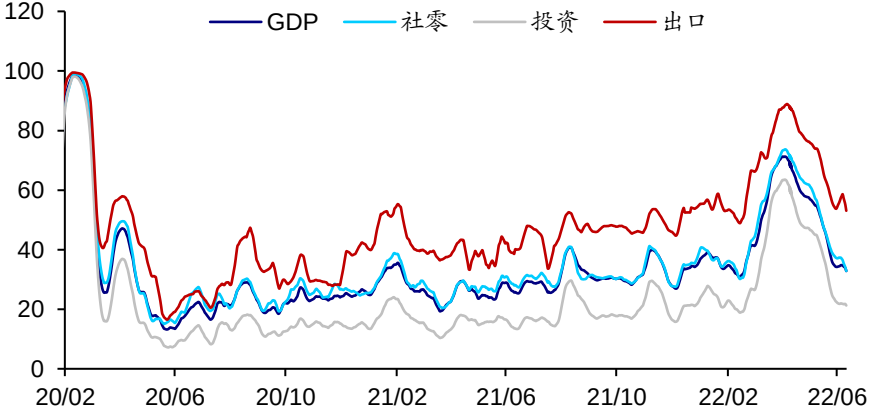
- 本轮国内疫情冲击最大的阶段集中在4月份，日均新增确诊病例数达到2160例，日均新增无症状感染数量为17918例。从4月下旬以来，新冠感染病例数大幅减少，截至6月11日，全国新增本土确诊病例数回落至122例，新增无症状感染回落至74例。从疫情影响的城市范围来看，受影响的城市数量从147个降至27个，这些城市在全国的GDP占比从70%以上降至30%左右。

新冠疫情涉及的城市数量（个）



资料来源：Wind，CEIC，海通证券研究所

出现病例城市的GDP及重要分项占全国的比重（%）



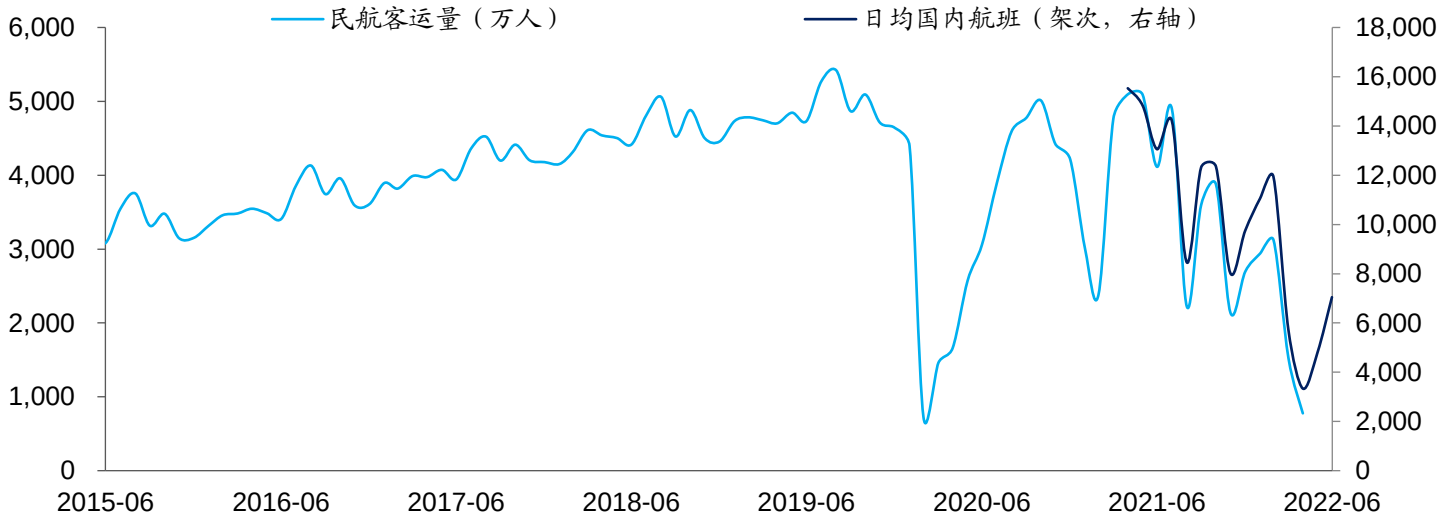
资料来源：Wind，CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

城市间人口流动：也受到一定限制

- **跨区域的人口流动也有改善，但仍然受到疫情较大影响。**例如，从2020年新冠疫情发生后，我国民航客运量都没有回到正常水平。今年4月份国内日均航班数降至3340架次，而去年同期是1.55万架次，同比减少了近79%。而事实上，去年的每天1.55万架次，也没有回到正常的水平。今年5月份国内日均航班数回升至4811架次，6月份继续回升至7046架次。

国内飞机航班数量同比跌幅仍有近70%

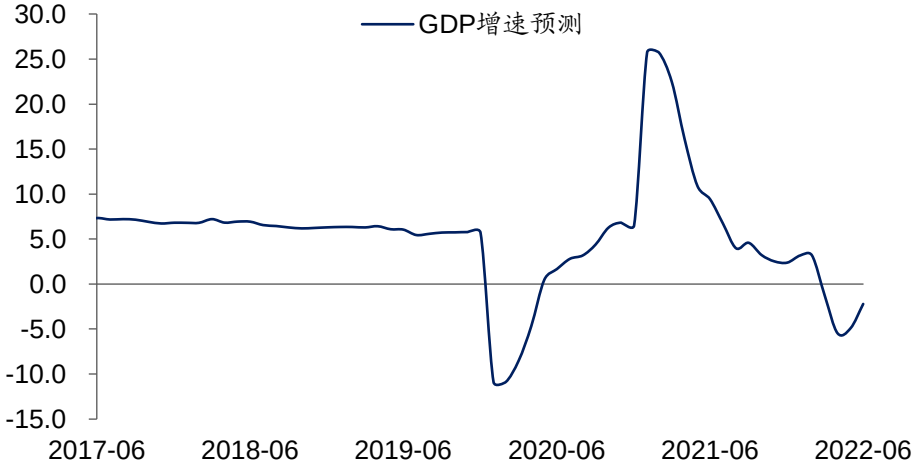


资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

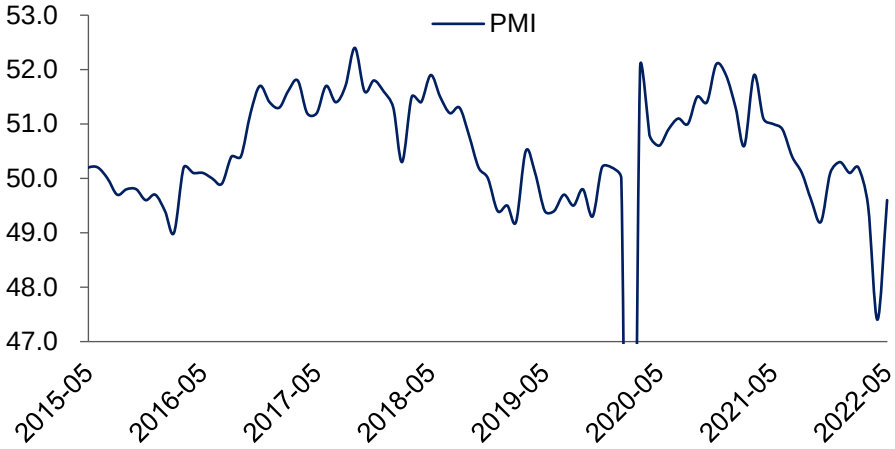
二季度经济努力正增长

我国月度GDP同比增速估算（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

制造业PMI指数（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

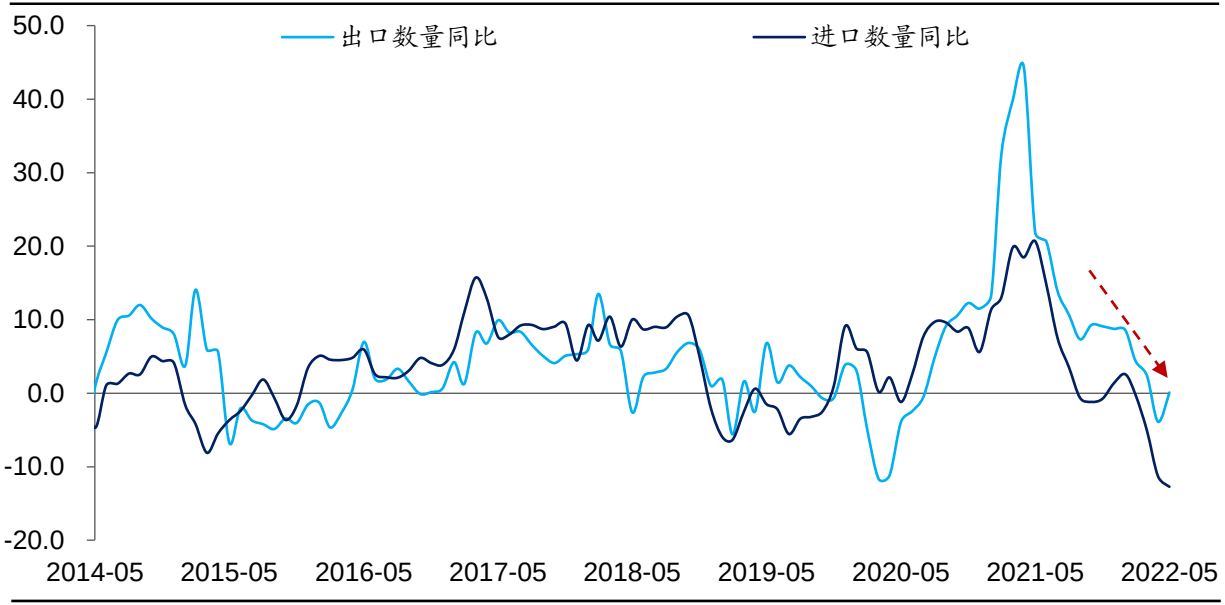
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

出口回落的趋势

- 我国出口增速和美国耐用品增速相关性较高，而美国耐用品增速在去年一季度就已经见顶回落，这和我国出口数量见顶的时间是一致的。

- 在2022年的疫情发生前我国出口增速已经在回落。4月出口增速负增长，5月略有反弹。但整体出口大概率继续回落。

进出口数量增速（%）



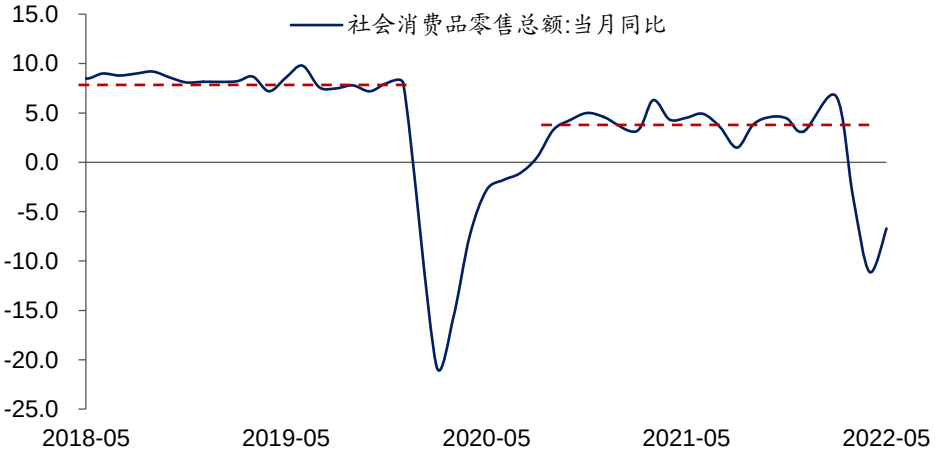
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

消费：边际有所改善

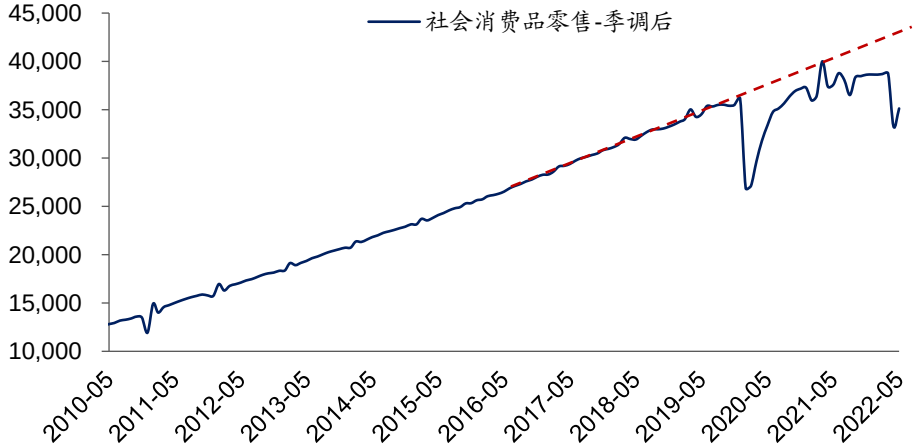
- **4月社会消费品零售增速-11.1%，5月边际回升至-6.7%。**在2020年疫情发生前，消费增速的中枢在7.7%附近，而在疫情发生后，去年消费中枢在4%附近（主要受到疫情的抑制），考虑到居民收入下滑等因素，即使出行回到正常，估计可能也只在5%附近。

社会消费品零售增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

季调后社会消费品零售总额（亿元）



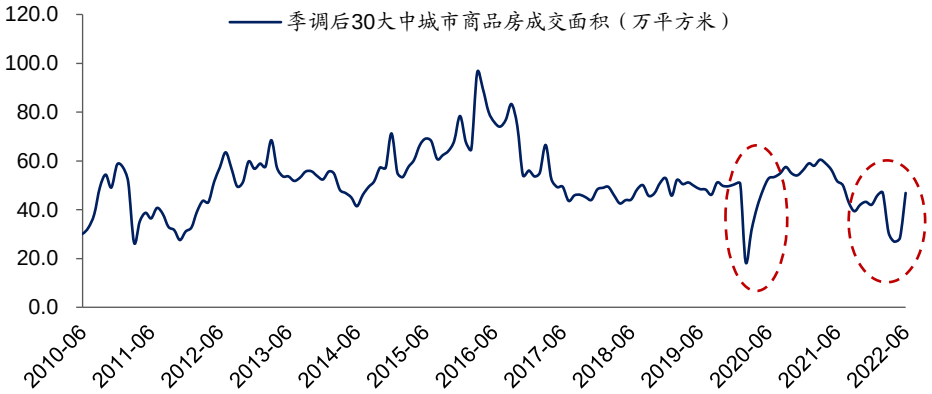
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

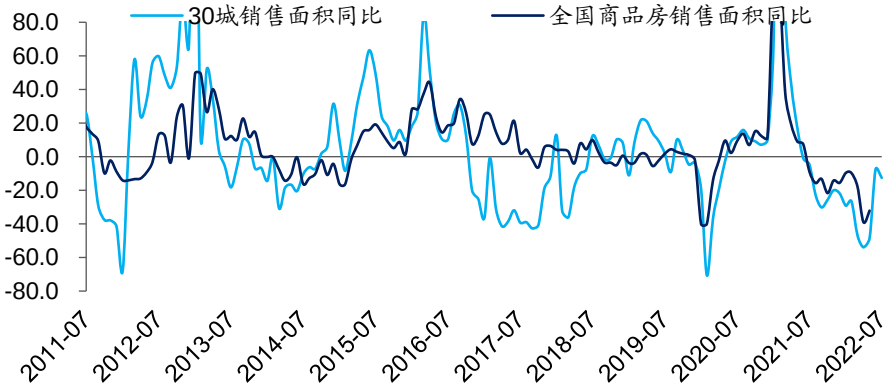
近期地产状况：边际改善

- 从环比趋势看，30城房地产销售最差的时候是去年9月份，已经过去了，之后几个月已经回升。全国销售面积跌幅最大的时候，是在去年10月份，之后跌幅有收窄。但从2月下旬以来，疫情的冲击，使得房地产销售全面下滑。
- 6月以来，房地产销售端加速改善。

季调后的30大中城市商品房成交面积（万平方米/天）



全国商品房销售当月同比增速（%）



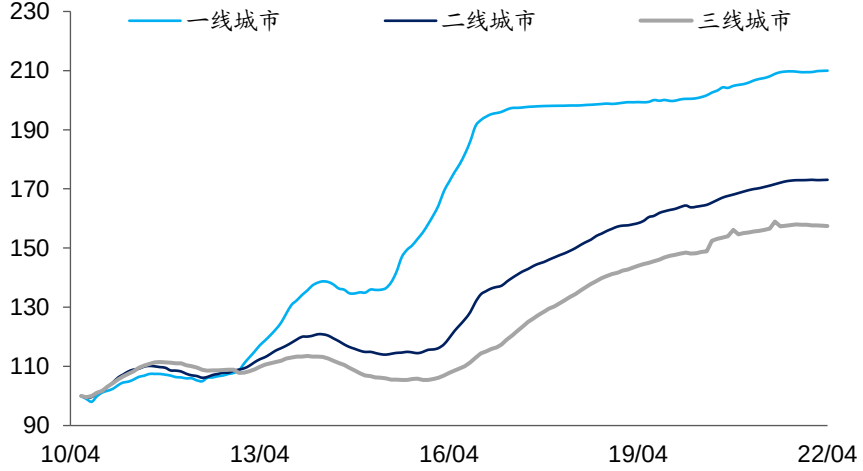
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

房地产的压力：是中长周期的

- 即使疫情过去了，有些经济恢复可能还是会受到限制。整体来说，我国房地产市场需求端在2014年就已见顶，之后明显回落；2015-2018年棚改货币化等的影响下，推升房价；2018年以后，房地产市场整体在消化泡沫阶段。受疫情影响，2020年相对货币宽松，也仅是大城市房地产市场略有回暖。
- 我们认为，2020年的疫情只是加速了房地产下行趋势，即使疫情过去了，房地产或仍然需要去泡沫化。

百城住宅价格指数（2010年6月=100）



资料来源：Wind，海通证券研究所

百城中房价下跌的城市数量（个）

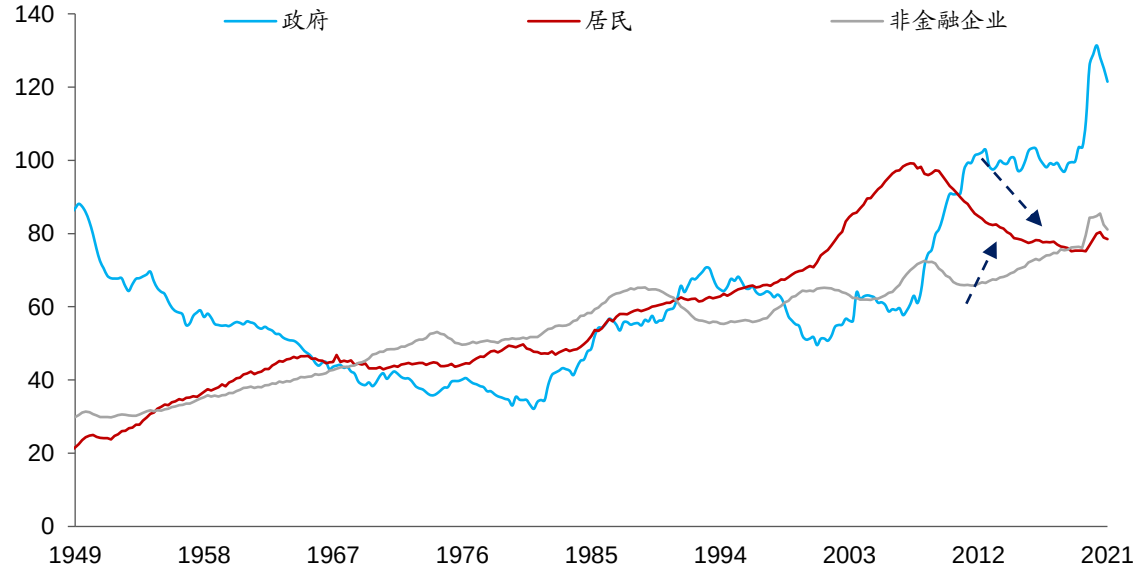
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

美国去杠杆模式：快速出清模式

- 面对房地产泡沫，美国2007年后采取了快速出清的模式，居民、企业大量违约，债务减记，政府大幅加杠杆、托底经济，之后开启再通胀，美国经济从2012年开始恢复。

美国各部门杠杆率变化（%）



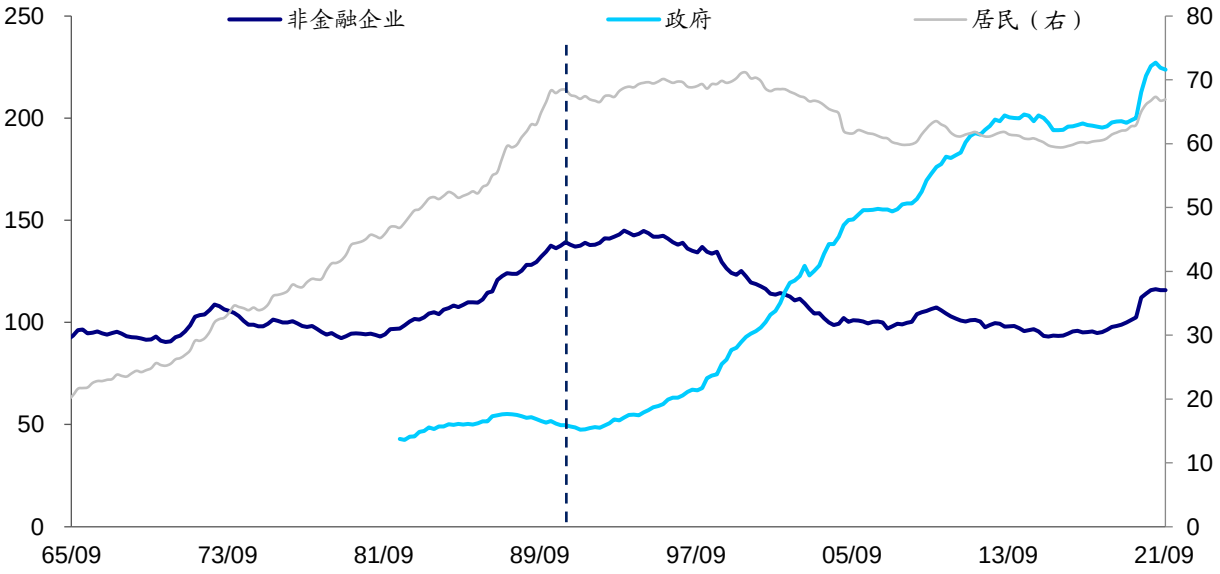
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

日本去杠杆模式：缓慢消化

- 日本的房价从1991年开始暴跌，整个90年代房地产市场都处于低迷状态。
- 但在房地产泡沫破灭期间，日本居民、企业杠杆率的下滑是很小的，这是因为日本没有进行大量快速的债务减记，而是让实体慢慢消化债务压力。日本经济增速也一直比较低迷。

日本各部门杠杆率变化（%）



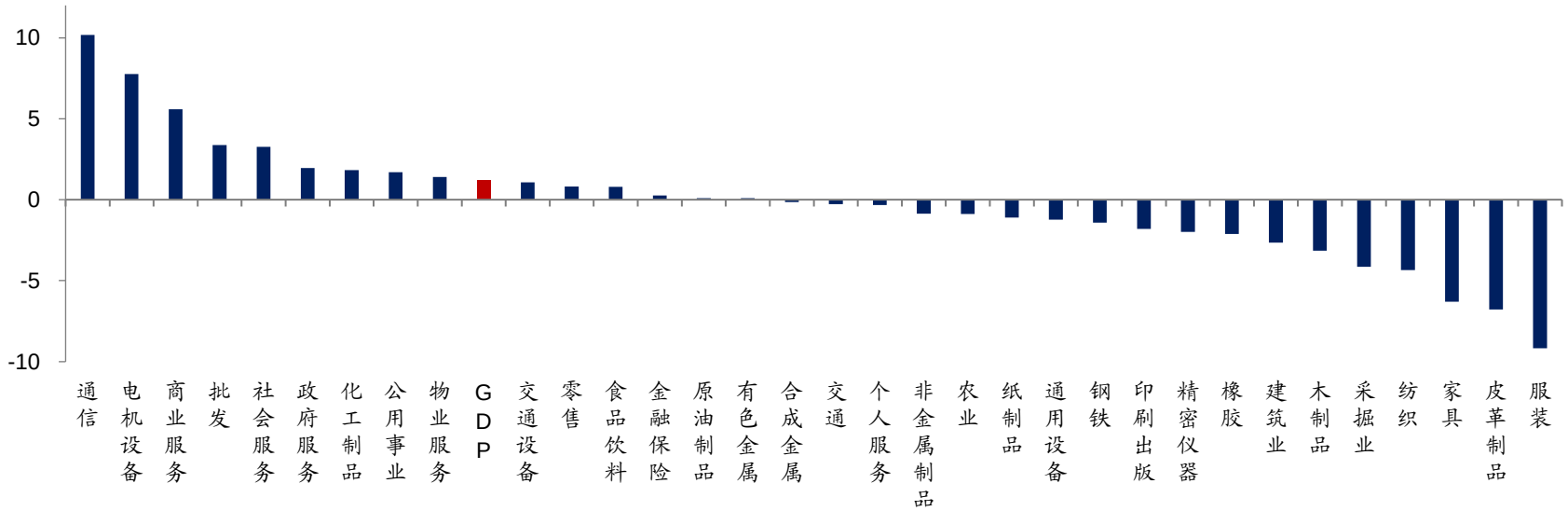
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

日本的90年代：哪些行业增长较好？

- 从1990年到2000年，日本平均经济增速为1.2%，与房地产相关的家具、采掘、木制品、建筑业、钢铁等行业都出现负增长。与此同时，通信、电机设备、化学化工增长较快，商业服务、社会服务、政府服务、物业服务增长相对较快。这说明，在告别高增长模式后，经济必须转型。

日本1990-2000年各行业增加值年均增速（%）



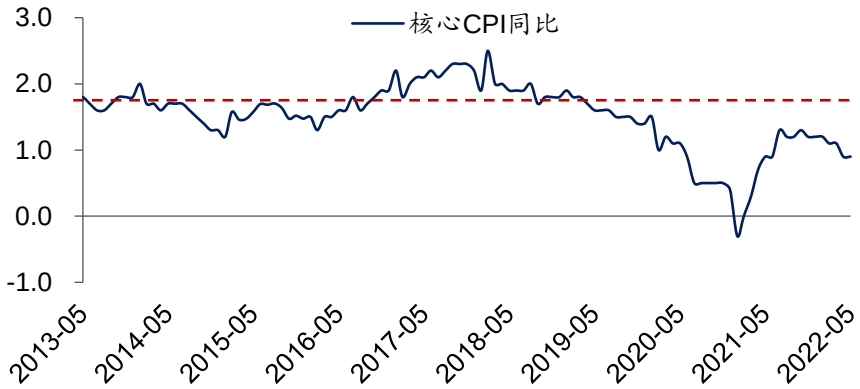
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

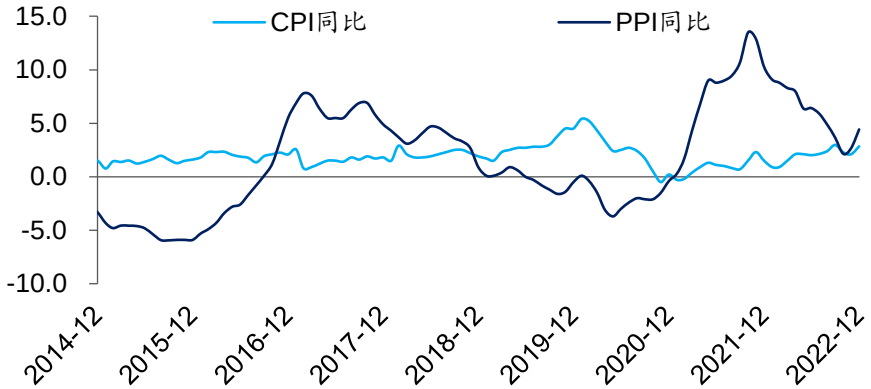
我国短期通胀压力不大

- 从2020年新冠疫情发生以来，我国核心消费需求都受到比较大的影响，政策端也是注重保障供给，过去两年多消费都没有回归正常，所以即使经济恢复后，核心CPI同比都处于1%附近的位置，明显低于疫情之前的水平。
- 2020年时，我国房地产回升、海外大宗商品价格上涨，带来PPI上行压力。但随着去年我国房地产调控的趋严，PPI的压力也逐步得到缓解。
- 往前看，如果疫情完全过去，经历了三年供给侧改革的核心消费领域可能会面临涨价压力，但这种通胀压力或更多体现在明年。

我国核心CPI同比仍在1%附近（%）



我国通胀同比和预测（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所测算

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

概要

1. 经济：复苏的高度在哪？

2. 政策：系统性的“转机”

3. 大类资产和REITs配置

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

“市场化”、改革开放的“红利”

- 在去年底的经济工作会议中，就明确定调“以经济建设为中心”。关于共同富裕，首先是“把‘蛋糕’做大做好”，然后是“通过合理的制度安排把‘蛋糕’切好分好”。
- 我们认为，市场化、改革开放的大方向不会动摇。
- 制造业和服务业的支持，服务业是吸纳就业的重要载体。
- 政策需要稳增长、稳就业。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

疫情基调不动摇，执行层面兼顾经济

- **3月17日常委会会议已经明确定调：**从严抓好疫情防控工作；坚持就是胜利。要加强组织领导，克服麻痹思想、厌战情绪、侥幸心理、松劲心态，以时不我待的精神抓实抓细疫情防控各项工作。

- **5月份的重要变化：**国家医保局要求，常态化核酸检测费用由各地政府承担。

- **6月初，国家卫健委要求：**在毫不动摇坚持“外防输入，内防反弹”总策略和“动态清零”总方针的前提下，各地要更加高效统筹疫情防控和经济社会发展，进一步提高防控措施的科学性、精准性、针对性，**坚决防止简单化、一刀切和层层加码**等现象，坚决做到**“九不准”**。

- **国务院联防联控机制综合组和相关部门对于违反“九不准”的典型案例进行曝光。**

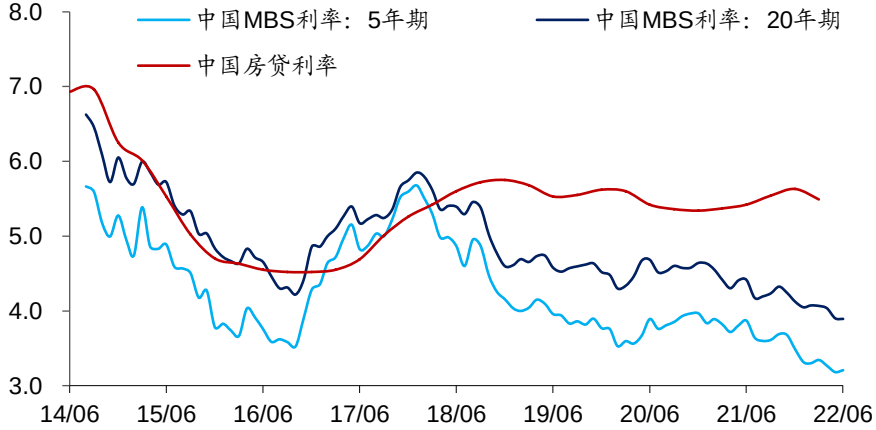
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币政策：降息降准空间打开

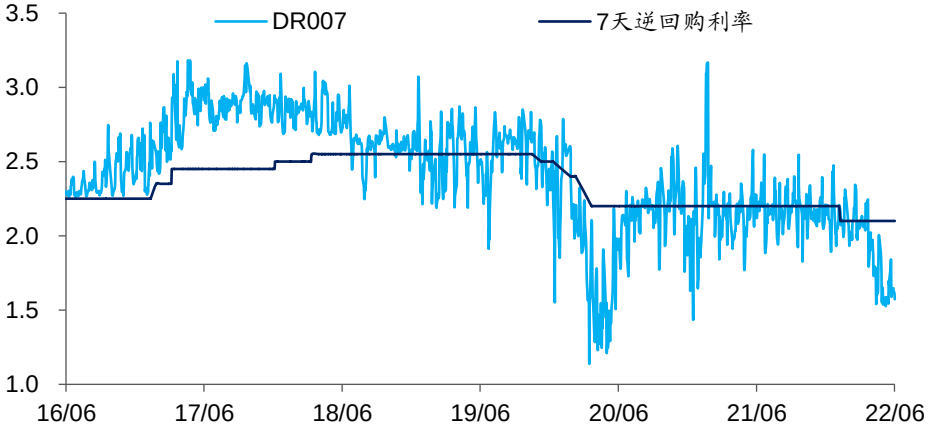
- 在货币政策方面，考虑到经济的下行压力，降息、降准的空间打开。

- 央行继续发力宽信用，尤其是以定向宽信用为主，加大对“小微企业、科技创新、绿色发展”的支持。

房贷利率明显高于市场利率（%）



DR007已经持续低于逆回购利率（%）



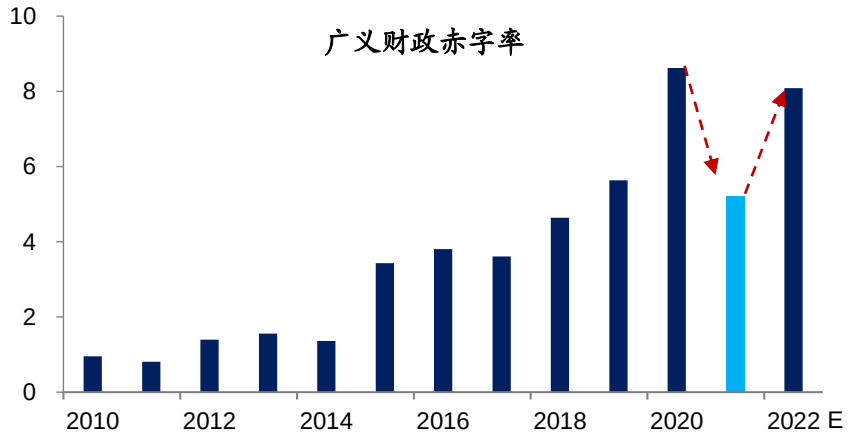
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

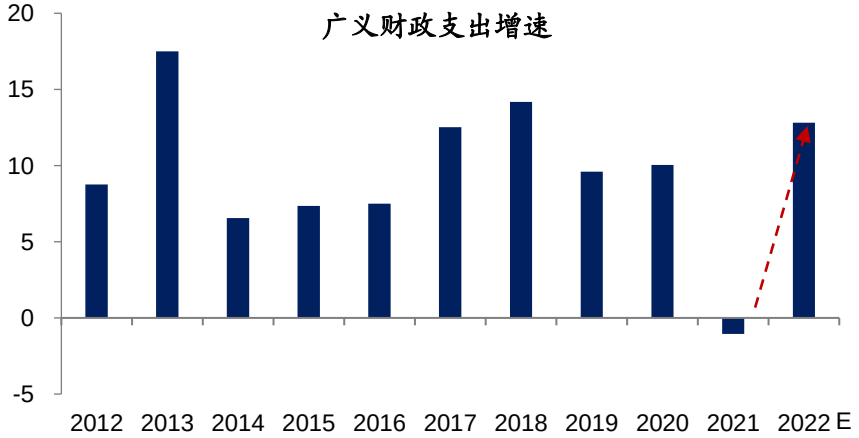
广义财政赤字率：从5.2%升至8.1%

- 2022年预算赤字率2.8%，相比去年下调0.4个百分点；专项债额度3.65万亿，与去年持平。如果我们将公共财政预算和政府性基金作为广义财政来考虑，**今年广义财政赤字率上升至8.1%，相比去年的5.2%有明显提升，接近2020年的8.6%。今年广义财政支出增速达到12.8%，涨幅更为明显，且显著高于相应的收入增速2.7%。**
- **接下来，重点是用好专项债，专注基建领域。**

广义财政赤字率升至8.1%（%）



广义财政支出增速回升至12.8%（%）



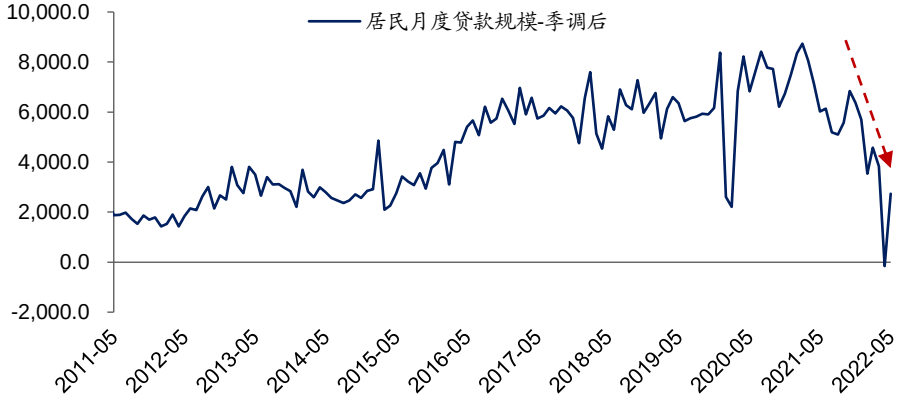
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

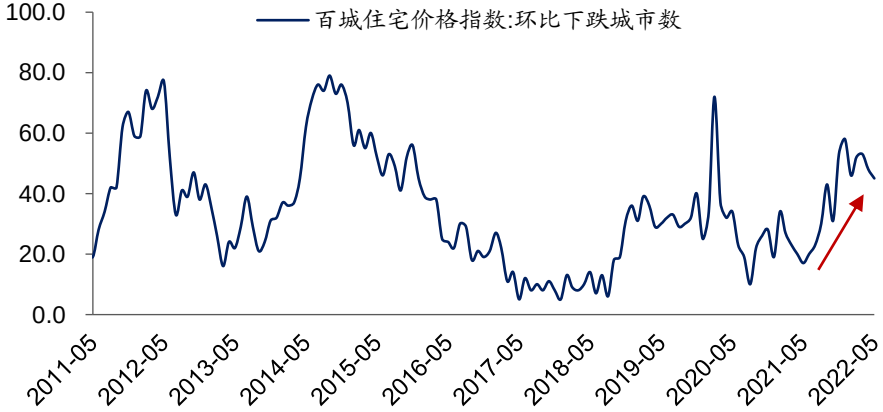
房地产政策：全面放松趋势

- 我们认为，后续房企和居民融资政策、各地方因城施策政策都有望边际放松，房地产税或延后。但房地产面临两方面问题：
- 需求端问题：居民收入和就业、房价上涨的预期。
- 供给端问题：房企破产的问题，需要偏系统性的方案来解决。

季调后的居民贷款月度规模（亿人民币）



百城住宅价格指数:环比下跌城市数（个）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

对互联网平台态度：明显变化

- 今年强调“要发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用”，提出“要为资本设置‘红绿灯’”的同时，也“要支持和引导资本规范健康发展”，“毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展”。**我们认为这是规范和发展并重的体现，去年对互联网平台企业规范监管后，长期还是会支持其健康发展。**

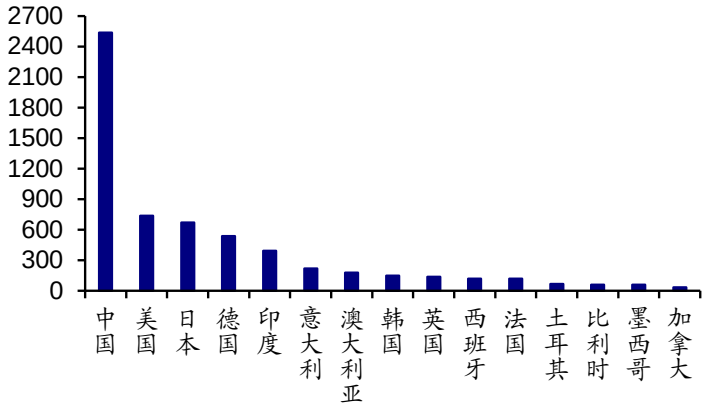
- **总理在5月份提到：支持平台经济、数字经济合法合规境内外上市融资**

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

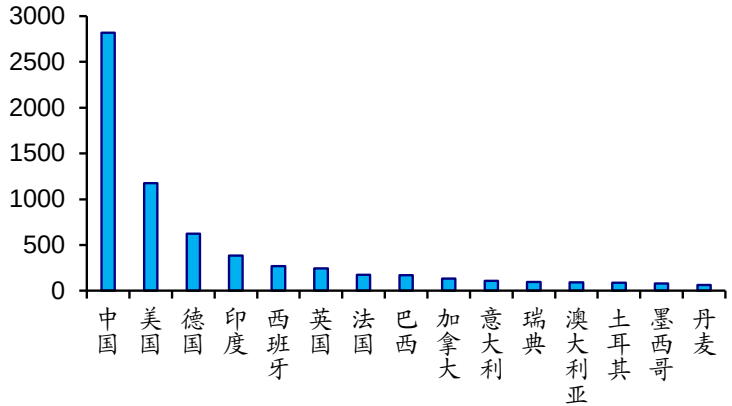
新能源：长期确定的支持方向

- 我国双碳工作的三个目标：2025年奠定坚实基础；2030年碳排放达峰后稳中有降；2060年碳中和目标顺利实现。非化石能源消费：2020年15.5%，2025年20%，2030年25%，2060年80%以上。（2020年全球16.8%，美国18.3%，欧盟28.9%）
- 风电、太阳能：发电总装机组容量在2030年达到12亿千瓦以上，2020年为5.3亿千瓦，未来10年每年装机6700万千瓦。水电："十四五"、"十五五"分别新增水电装机容量4000万千瓦左右，西南地区以水电为主的可再生能源体系基本建立。核电：积极推动高温气冷堆、快堆、模块化小型堆、海上浮动堆等先进堆型示范工程。加快建设新型电力系统。
- 政策上提出：**适度超前进行基础设施建设**。我们理解这不仅仅是传统基础设施，更主要的还是新基建。经济稳增长压力增大时，基础设施的投资也有望增大。

2020年世界主要国家太阳能光伏装机容量（亿瓦特）



2020年世界主要国家风电机组装机容量（亿瓦特）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

概要

1. 经济：复苏的高度在哪？

2. 政策：系统性的“转机”

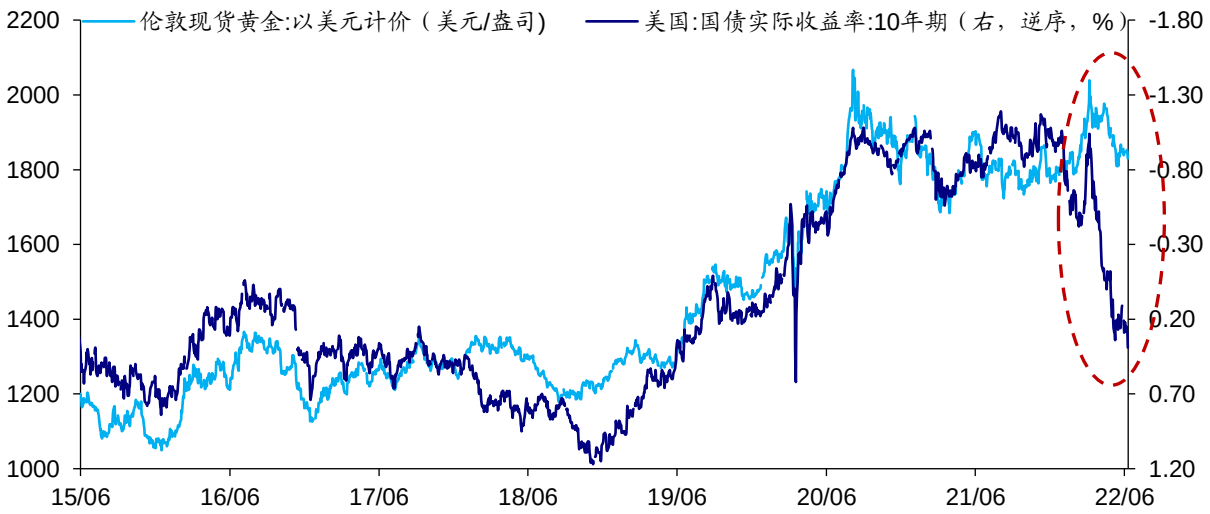
3. 大类资产和REITs配置

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

黄金价格：和美债实际利率背离

- 当货币不再超发，纸币回报率攀升。今年以来美债实际利率大幅上行，反映纸币的实际回报率在提升，截至7月1日，美债10年期实际利率已经达到0.5%。所以理论上来说黄金价格应该承受下跌压力。但事实是，金价非但没有下跌，还出现了上涨，这主要是地缘风险发酵在支撑。

黄金价格和美债实际收益率明显背离



资料来源：CEIC，海通证券研究所

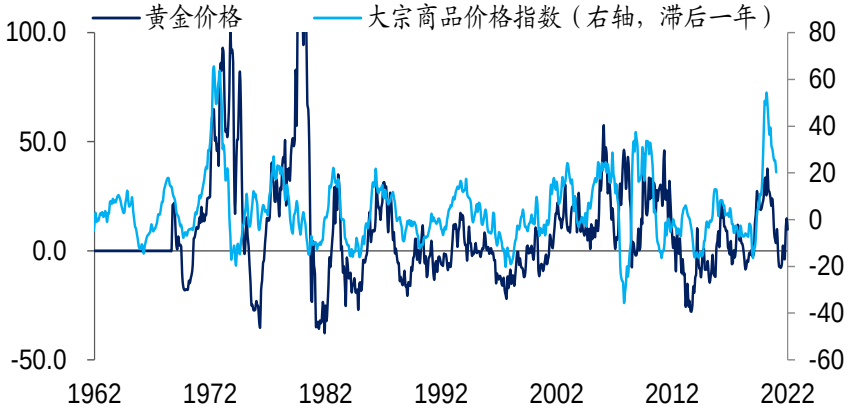
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

大宗商品：关注供给端冲击

- **单纯货币超发对商品价格的推升作用是有限的，而供给端的冲击明显放大了通胀的压力。** 70年代商品价格的上涨时点主要是在两次能源危机，持续的供给端冲击，才会导致持续涨价。如果没有大的供给端冲击，大宗商品价格可能会维持高位震荡，很难进一步大涨。
- **结构上来看，受到气候、贸易保护影响的农产品领域或仍有涨价动力。**

黄金和大宗商品价格走势

黄金和其它大宗商品价格同比涨幅（%）



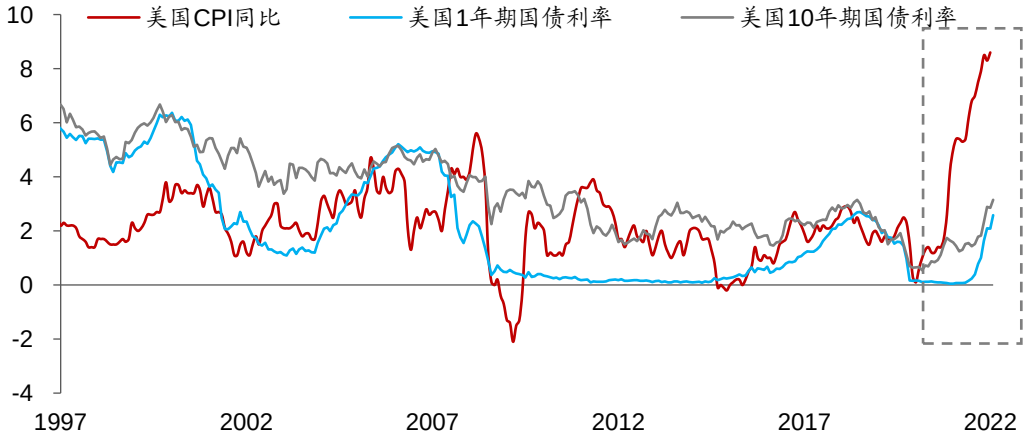
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

美债：利率未见顶，但中长期配置价值显现

- 在70-80年代滞胀期间，美国CPI同比在1980年3月就已经见顶回落，但由于通胀绝对水平仍然很高，美联储的货币政策继续收紧，10年期美债利率的见顶时间是在1981年9月，滞后通胀顶点一年多时间。
- **参考当时的情况，目前由于基数原因，美国通胀同比会有回落，但美联储加息继续，支撑美债利率进一步上行。当然后续长债利率的上行速度或会慢于短债利率，美元长债利率的中长期配置价值在逐渐增加。**

通胀、货币和美债利率（%）



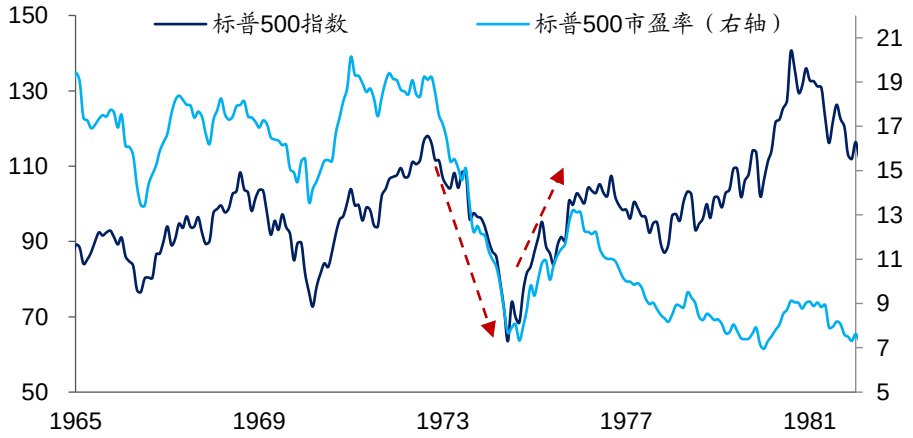
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

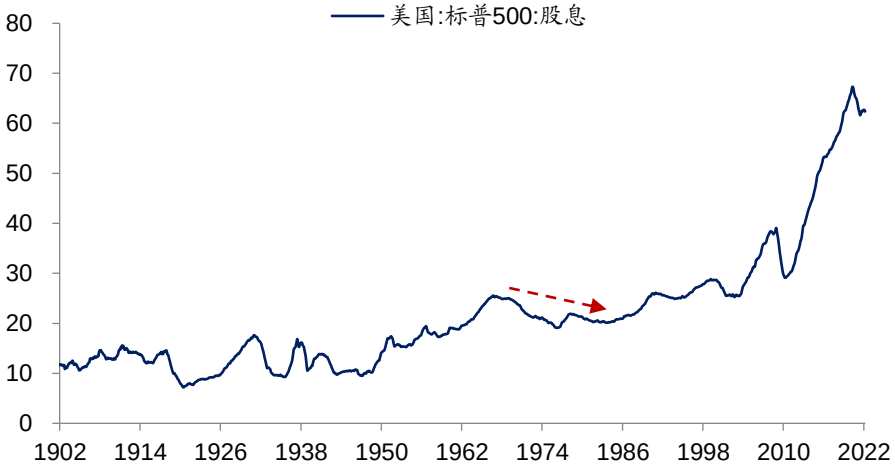
70年代美股表现惨淡

- **当时标普500指数从1973年开始下跌，最大跌幅高达46%，直到1974年9月以后才开始触底回升，下跌时间1年9个月。**一方面，大宗涨价推升经济成本，冲击企业盈利，在整个滞胀期间，美股股息明显下滑；另一方面，利率的大幅上升，打压权益资产的估值，标普500市盈率从最高时的18倍以上，最低降至只有7倍附近。

美国股票指数和估值走势（倍）



美股股息走势（美元）



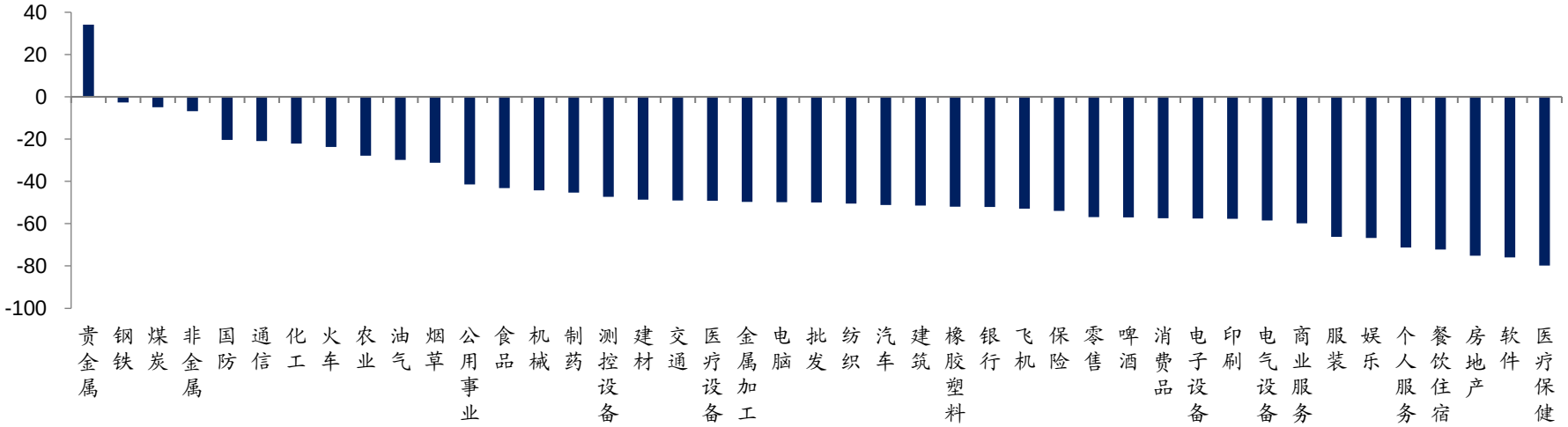
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

滞胀期间的美股结构：商品 > 刚需 > 可选

- 在1973-1974年美股大跌期间，大宗商品、国防表现相对较好，一些刚需领域如烟草、食品、制药跌幅相对较小，可选消费领域表现最差，例如房地产、住宿餐饮、娱乐等，但几乎大多数行业的跌幅都在50%以上。其实最关键的还是看各行业的溢价能力，看需求是否支持价格有效传导。

1972年12月-1974年9月美股各板块涨跌幅（%）



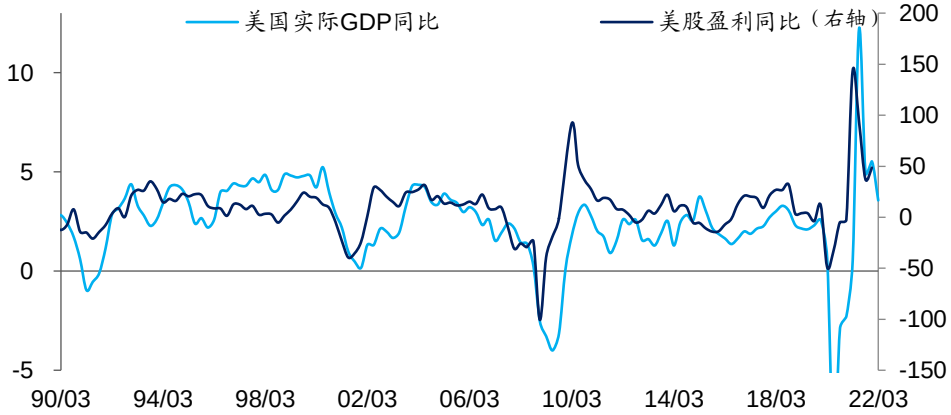
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

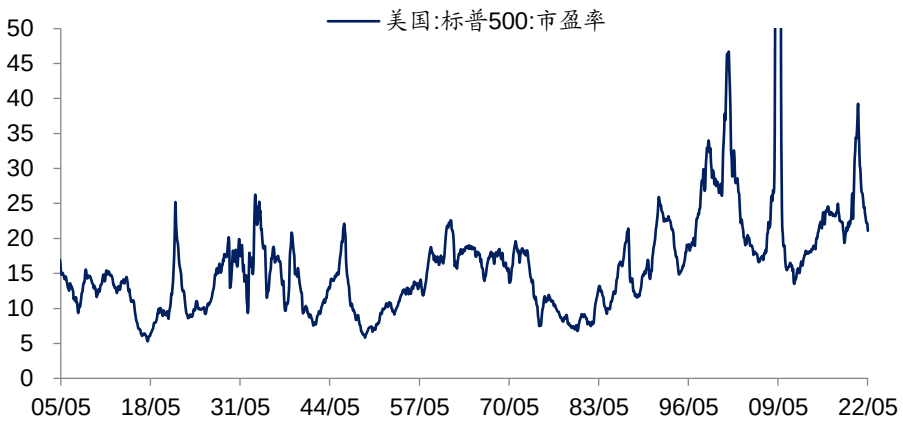
当前的美股：仍有较大压力

- 从宏观面来看，美国需求端相对还比较强劲，当前经济还处于典型的通胀阶段，但未来经济实际增长回落的可能性比较大，即慢慢也陷入滞胀的困境。参考之前的经验，高利率、高通胀、低增长的滞胀环境，并不利于权益类资产的表现。而且当前权益估值还处于历史高位，或依然存在一定的调整压力。

美国GDP和美股盈利增速（%）



美股估值回到20倍附近（倍）



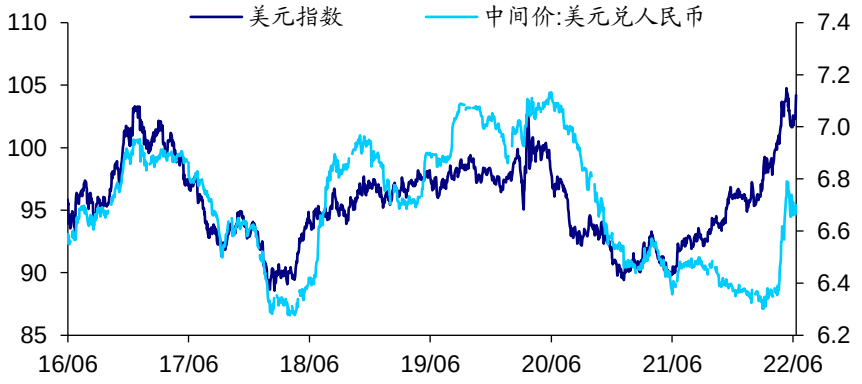
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

我国汇率或有贬值

- 在海外货币政策收紧的情况下，我国作为大国经济，货币政策是可以做到“以我为主”的，如果汇率出现一定幅度的贬值，或为国内政策打开空间。

人民币和美元的背离



资料来源：CEIC，海通证券研究所

国内美元池资金变化（亿美元）

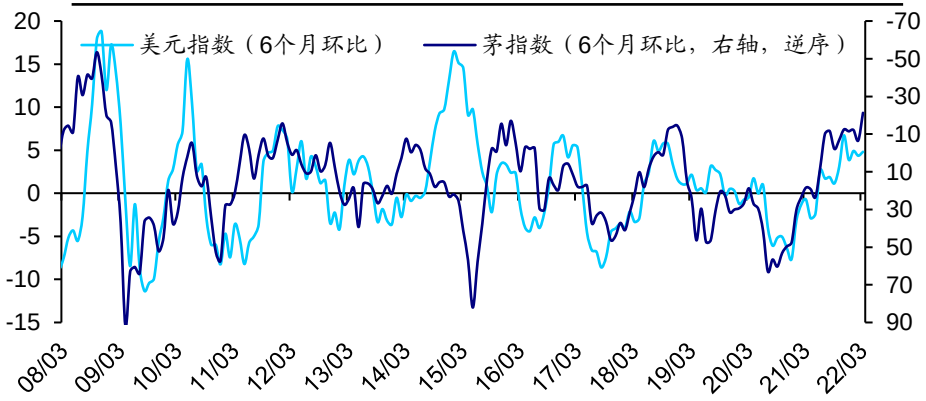
资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

我国权益资产：政策的“系统性”积极带来的机会

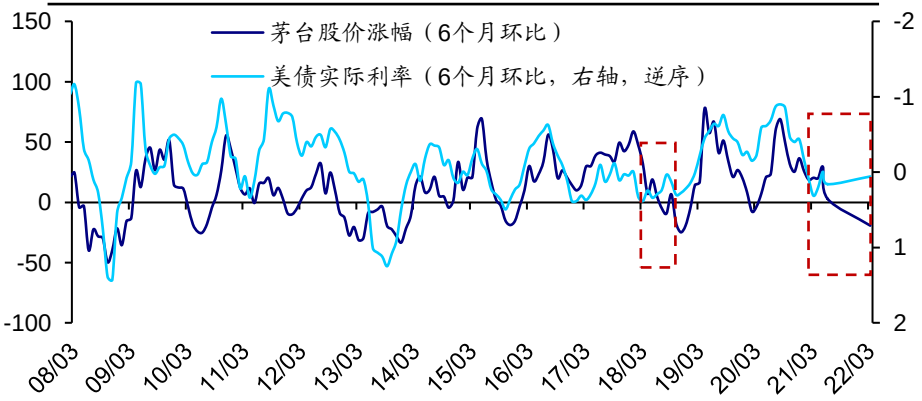
- 从资产估值来说，我国权益资产估值处于低位。去年下半年的一些政策，已经提前大幅度的释放了核心资产的风险。
- 接下来，政策更加偏重稳增长，继续推进市场化改革开放，可以偏乐观看待权益资产。

美元指数和茅指数（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

美债实际利率和贵州茅台股价（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

重点关注几个方向

- **核心资产**：A股的“茅台”类和港股的互联网平台。
- **新能源：**政策支持的长期逻辑进一步得到强化。
- **疫情受损板块：**餐饮、旅游、机场、酒店等。
- **农产品：**地缘政治和气候影响，以及猪周期。

部分核心资产的修复

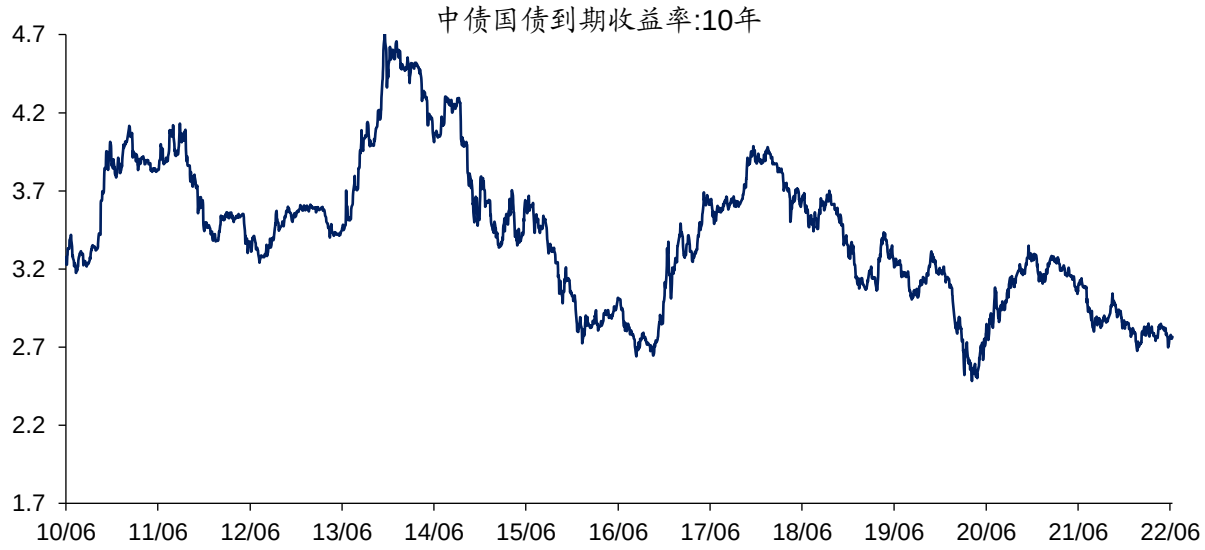
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

国债利率：整体偏震荡

- 基本面的下行已经有预期。
- 货币政策重点是宽信用。
- 下半年，10年国债利率震荡区间或在2.7-3.1%。

国债利率走势及预测（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所测算

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

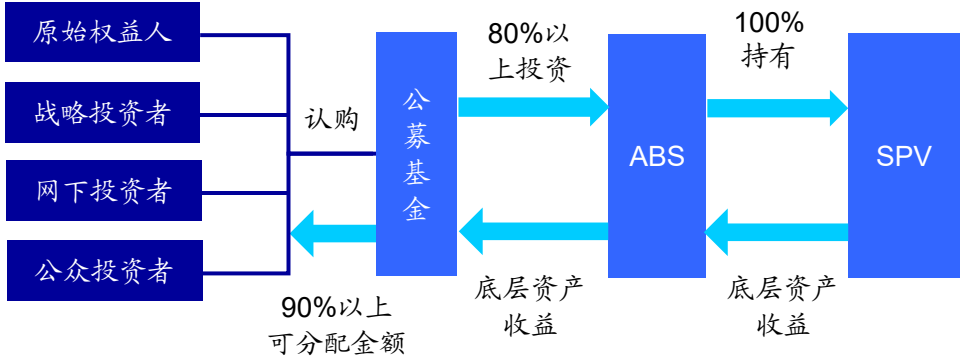
REITS基本概念与架构

- REITs的英文全称为“Real Estate Investment Trusts”，是一种以发行收益凭证的方式，汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构**从事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的信托基金。REITs的底层资产类型较为丰富，其收入来源可源于租金或基础设施使用产生的费用。简言之，REITs作为资产证券化产品，可以让资产“活”起来。

- 按照资金募集方式不同，可以分为私募REITs和公募REITs。我国2021年试点基础设施公募REITs，在资金的募集和使用形式上，采用“公募+ABS”的方式，投资REITs公司，满足我国公募投资的相应监管需求。在底层资产方面，**除商业地产外的多种基础设施及保障性租赁住房项目均可采用REITs形式。**

- **在资金配置要求方面**，我国公募REITs要求80%以上的基金资产投资于基础设施资产支持债券；收益分配上，我国公募REITs要求分红比例不低于可供分配利润的90%。

公募REITs一般形式



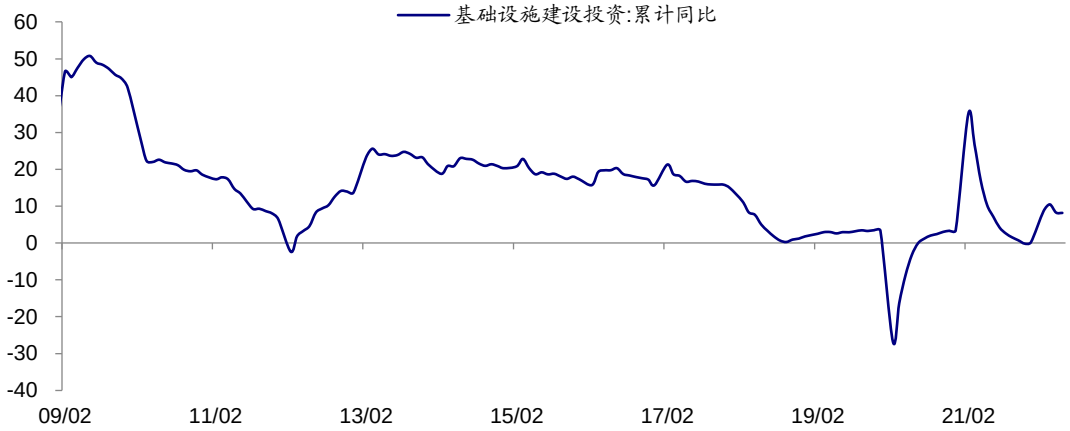
资料来源：红土创新盐田港REIT募集说明书，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

推出背景：基建稳增长受资金制约

- **首先，今年以来我国稳增长压力较大，基建成为重要的抓手。**经过二三十年的高速发展，我国的基建建设已经逐步迈入存量时代。2018年以来，受资管新规严格限制非标的影响，基建投资增速已经连续处在5%水平以下。制约我国基建领域长期增长的一个核心因素是资金来源不足。像美国除了财政、市政债券外，同时还有许多基金或信托资金、保险资金、REITs等作为基础设施投资的渠道。和美国相比，我国资金渠道比较狭窄，特别是民间资本参与度不高。

近年基建投资增速连续在5%以下（%）



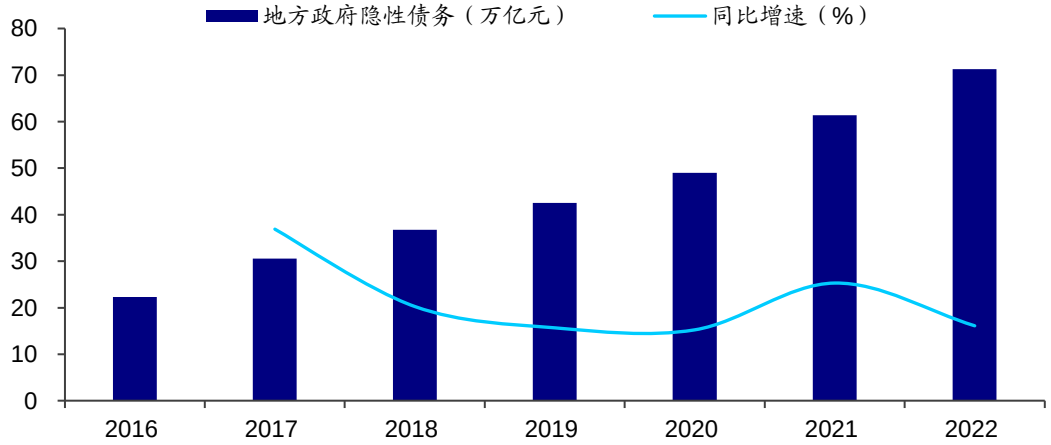
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

推出背景：地方政府隐债压力大

- **其次，地方政府隐性负债化解压力较大。**为了缓解我国地方政府面临的债务负担风险，2017年首次提出严控地方政府债务增量以来，对隐性债务的监管持续趋严。2021年的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》要求，严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。地方政府债务压力较大，也使得基建资金来源受限，投资动力不高。
- **REITs的推出，一方面可以为基建等提供增量的民间资金，另一方面也能够降低地方政府债务压力。**近些年我国基础设施建设规模很大，如果把原来已经建成的资产通过证券化的方式卖给投资机构，从而让政府能拿回资金，去投资新的基建项目，这种投资循环就可以更好发挥基础设施投资拉动经济的作用。同时REITs能够带来增量资金来源，民间资本也可以参与基础设施建设，降低财政掣肘，有助于经济稳增长。

地方政府隐性债务余额及增速



资料来源：IMF《中国2021年第四条磋商工作人员报告》，海通证券研究所，2021/2022年数据为预测值

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

我国REITs市场发展历程

- 2020年4月30日，发改委与证监会联合发布的《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》**正式拉开了我国在基础设施领域建设公募REITs市场的帷幕。**此前我国市场也推出过一些具有部分REITs特点的“类REITs”产品。
- 2021年5月27日，首批9只公募REITs产品结束询价工作，于5月31日公开发售。
- 2022年5月25日，国务院在《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》中，将REITs作为盘活存量资产的方式，肯定其维护产业链稳定、强化民生保障的作用。**公募REITs盘活存量资产的作用得到进一步强调。**
- 2022年5月27日，证监会与发改委联合发文《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》。再加上目前已经有2只申报的保障性租赁住房REITs，**或将为我国后续保障性租赁住房建设注入新动力。**

我国REITs政策与市场推进历程

2003：中国香港证监会通过《房地产投资信托基金守则》，宣告中国香港REITs市场起步。

2005：广东越秀集团的一只以国内物业设立的REITs在港交所挂牌上市。

2009：央行联合原银监会、证监会等11个部委成立“REITs试点管理协调小组”。

2014：具有部分REITs特点的“类REITs"产品开始出现，成为了我国REITs新一次试点的前奏。

2020：4月发改委、证监会联合发布的《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》正式启动 REITS试点。8月发布业务指引，9月逐步对业务规则细化。

2021：首批9只公募REITS产品于2021年5月27日结束询价工作，于5月31日公开发售。

2022：5月31日，上交所、深交所同时出台扩募相关指引(试行)，公募REITS体系日趋完善。

资料来源：发改委、央行、证监会、上交所、深交所，中国香港证监会、港交所、中国信托业协会、人民网等，海通证券研究所整理

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

我国REITs市场现状

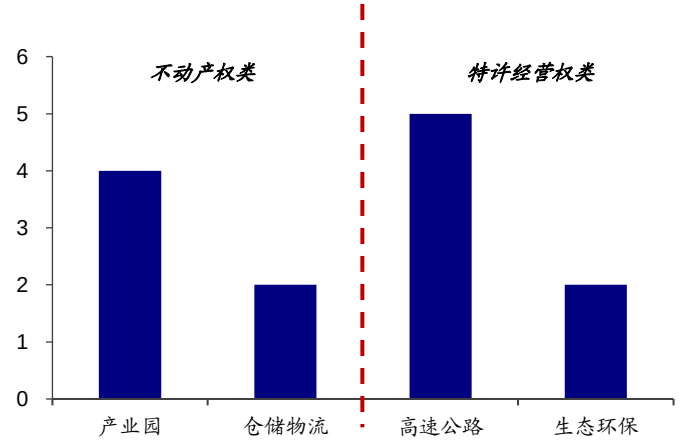
- 截至7月1日，我国公募REITs市场已有12个上市标的，总市值531亿元，覆盖行业包括产业园类4只，高速公路类4只，生态环保类2只，仓储物流类2只；按项目性质分，不动产权类（产业园、仓储物流）和特许经营权类（高速公路、生态环保）各6只。
- 2021年6月，我国首批发行的REITS有9只：中航首钢绿能REIT、东吴苏园产业REIT、华安张江光大REIT、博时蛇口产园REIT、富国首创水务REIT、浙商沪杭甬REIT、中金普洛斯REIT、平安广州广河REIT、红土盐田港REIT。
- 2021年12月又上市了华夏越秀高速REIT、建信中关村REIT，2022年上市了华夏中国交建REIT。另外可以关注的是，虽然国金中国铁建REIT已于近日完成募资，但尚未正式上市。

上市或发售的REITS标的

	证券简称	项目类型	项目性质	发行规模(亿元)	存续期（年）	市值(亿元)	上市日期
1	东吴苏园产业REIT	产业园	产权类	34.92	40	43	2021/6/21
2	华安张江光大REIT	产业园	产权类	14.95	20	20	2021/6/21
3	博时蛇口产园REIT	产业园	产权类	20.79	50	28	2021/6/21
4	中金普洛斯REIT	仓储物流	产权类	58.35	50	77	2021/6/21
5	红土盐田港REIT	仓储物流	产权类	18.4	36	27	2021/6/21
6	浙商沪杭甬REIT	高速公路	特许经营类	43.6	20	45	2021/6/21
7	平安广州广河REIT	高速公路	特许经营类	91.14	99	87	2021/6/21
8	中航首钢绿能REIT	生态环保	特许经营类	13.38	21	17	2021/6/21
9	富国首创水务REIT	生态环保	特许经营类	18.5	26	25	2021/6/21
10	建信中关村REIT	产业园	产权类	28.8	45	41	2021/12/17
11	华夏越秀高速REIT	高速公路	特许经营类	21.3	50	26	2021/12/14
12	华夏中国交建REIT	高速公路	特许经营类	93.99	40	95	2022/4/28
13	国金中国铁建高速REIT	高速公路	特许经营类	47.93	40	已发行但未上市	

资料来源：Wind，海通证券研究所，市值数据截至7月1日

REITs发行数量分布（只）



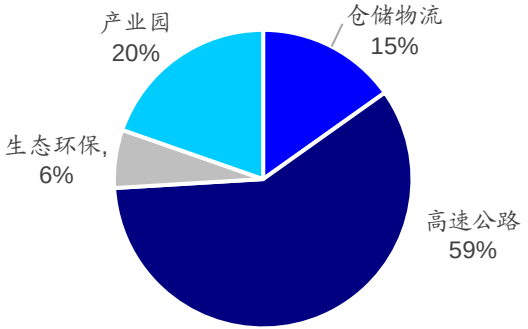
注：统计包括已发售未上市的国金中国铁建REITs

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

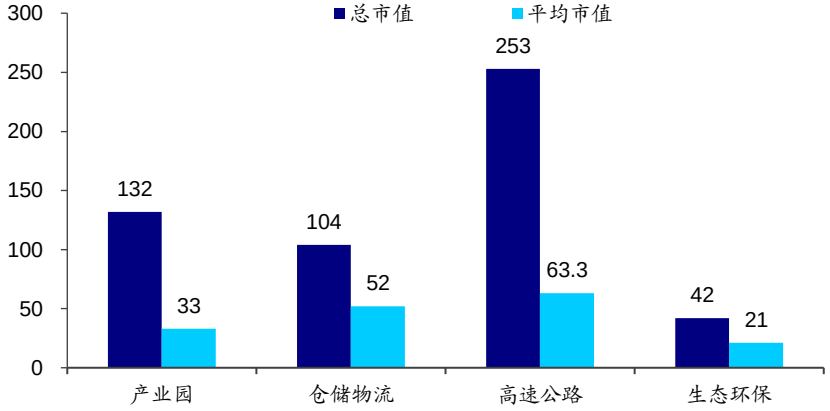
我国REITs市场结构

- 从发行规模看，已发行的13只公募REITs总发行规模达到506亿元（包含未上市的国金中国铁建高速REIT），其中高速公路类发行规模占比接近六成，平均发行规模也最高（59.6亿元）；产业园和仓储物流的总发行分别占20%和15%，仓储物流的平均发行规模也较大，为38.4亿元。
- 从上市标的的市值看，截至7月1日，12只上市REITs标的总市值为531亿元，收盘价平均较发行价上涨26%。其中，高速公路类总市值为253亿元，占总市值的47.6%，平均市值也最大，约63.3亿元。而生态环保类在总市值和平均市值上都是最小的。

13只REITs发行规模份额（按底层资产分类）



12只上市标的市值对比（按底层资产分类，亿元）



注：统计包括已发售未上市的国金中国铁建REITs

资料来源：Wind，海通证券研究所，市值数据截至7月1日

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

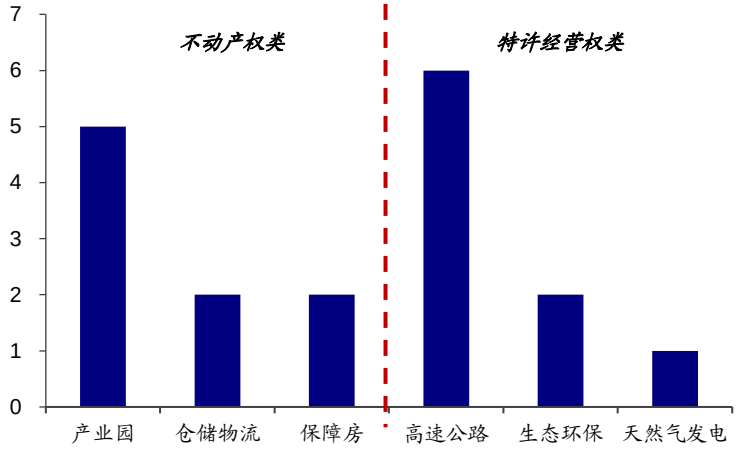
市场潜在REITs标的

- 潜在项目方面，目前已提交材料但尚未发行或上市REITs项目共有5个，包含1只产业园类REITs，1只高速公路类REITs，1只能源基础设施REITs以及2只保障性租赁住房REITs。
- 所以综合已发行和潜在的项目看，高速公路类REITs依然在数量上最为领先（6只），而后是产业园类（5只）。
- 考虑到我国后续保障性租赁住房充足的投资需求，**新申报的2只保障性租赁住房REITs或将开启同品种REITs的蓬勃发展。**

潜在公募REITs信息汇总

名称	项目类型	REITs类型	当前状态	目标规模（亿）	存续期（年）
国泰君安临港东久智能制造产业园REIT	产业园	产权类	已反馈	22.37	40
华泰紫金江苏交控高速公路REIT	高速公路	特许经营类	已反馈	待确定	30
鹏华深圳能源清洁能源REIT	天然气发电	特许经营类	通过	待确定	99
中金厦门安居保障性租赁住房REIT	保障房	产权类	已反馈	待确定	70
红土创新深圳人才安居保障性租赁住房REIT	保障房	产权类	已问询	待确定	至2088

REITs发行及潜在数量分布（只）



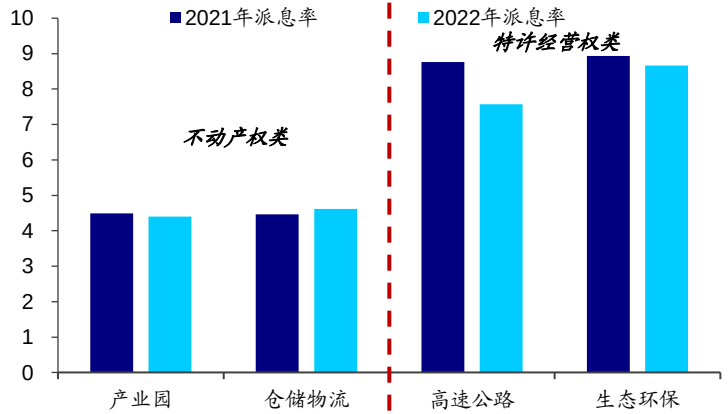
资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

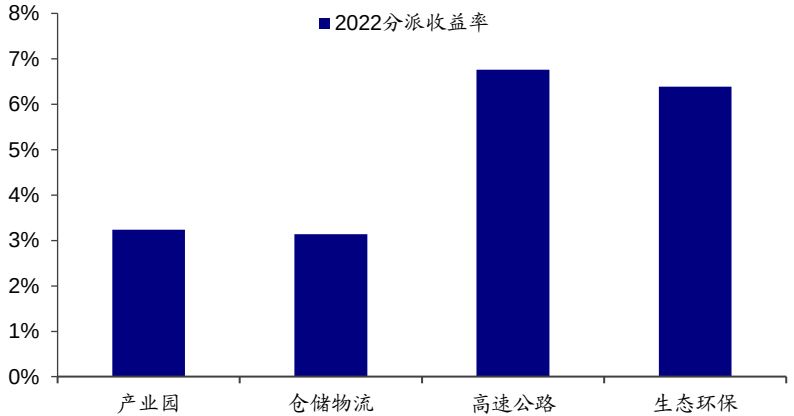
REITs产品收益怎么样？

- **REITs的收益主要来自两部分，一是基于基础资产运营利润的现金分红，二是REITs上市后的价格涨跌。**公募REITs在有利润可分的前提下，每年都会以现金分红的方式向持有人分配不低于90%的年度可分配利润。同时，其封闭期从20年到99年不等，期间不可申赎，但可在二级市场上买卖交易。
- 截至目前已上市的公募REITs产品维持底层资产优质特点，首批9只REITs均完成2021年分红，其中5只进行了两次分红。首批以外，还有建信中关村REIT也已经进行分红。
- 从预期派息率来看，特许经营权类REITs2022年的派息率均值预计在7%以上，不动产REITs的分红比例普遍低于特许经营权REITs，平均在4.5%左右。从现金分派收益率看，按7月1日收盘价计算，12只REITs的平均现金分派收益率约为4.9%，其中高速公路类分派收益率最高，为6.8%，较低的仓储物流类也有3.1%左右。

各类型REITs的预测派息率（%）



上市REITs现金分派收益率（%）



注：分派收益率 = 2022 年每单位可供分配金额/2022 年 7月 1 日收盘价

资料来源：Wind，海通证券研究所，图中均为12只上市标的数据

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

REITs产品收益怎么样？

- 从二级市场表现来看，**截至7月1日，已上市的REITs平均累计收益率可达26%，转化成平均的年化收益率大约在27.5%。**
- 从发售之初到2022年2月份间，公募REITs整体呈平稳上涨态势。其中，2021年12月的第二批REITs发行，板块出现加速增长。到2月中旬开始，市场迎来一波明显的调整。从原因看，由于我国公募REITs整体溢价率水平处于高位，持续上涨的价格势必进一步推升溢价率，从而降低分红带来的收益率，削弱REITs收入自身的债性属性，并降低后续投资的IRR。因此，建信中关村REIT、富国首创水务REIT、华安张江广大REIT、博时蛇口产园REIT先后停复牌，中航首钢绿能REIT、红土盐田港REIT发布溢价风险提示，而后价格出现普遍回调。在4、5月疫情缓和后，产品启动新一轮回升趋势。

REITS 平均累计收益率表现

注：平均收益率为所有已上市REITS累计收益率的算术平均值

资料来源：Wind，海通证券研究所

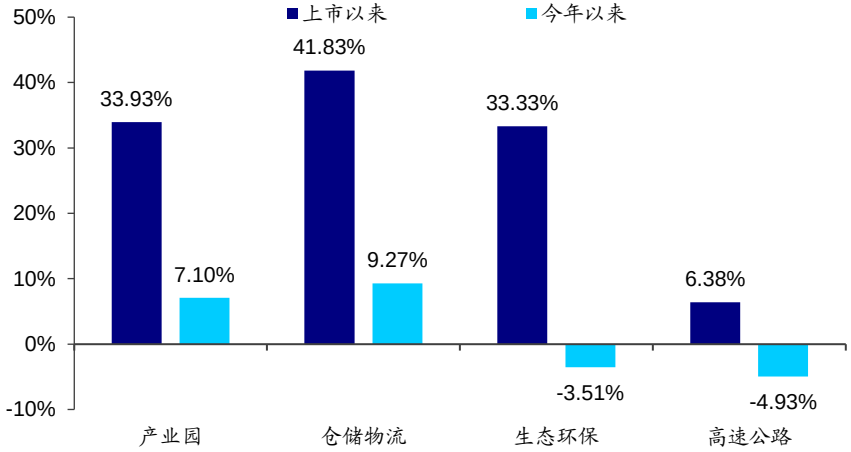
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

REITs产品收益怎么样？

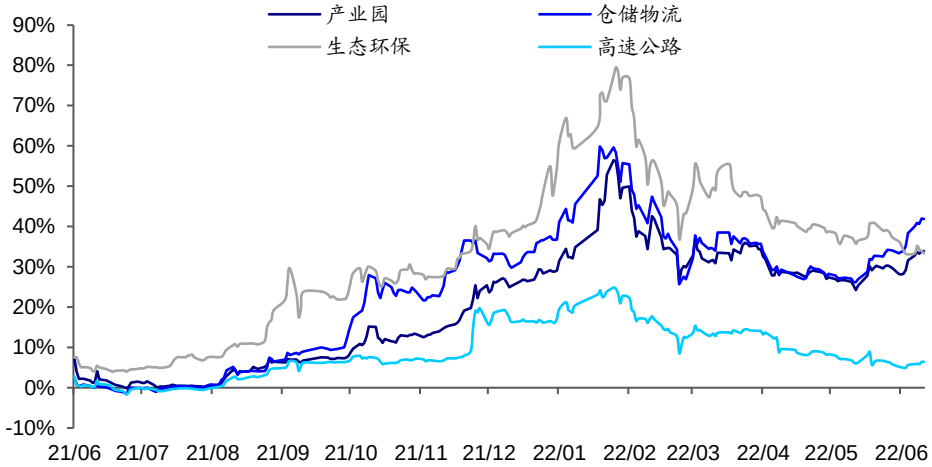
- 从底层资产行业分类，截至7月1日，上市标的价格涨幅最高的是仓储物流类（41.8%），而后依次是产业园、生态环保和高速公路。今年以来，生态环保和高速公路行业的累计收益还在负值区间，不过新一轮疫情以后仓储物流和产业园类价格出现明显回升，比如仓储物流今年的价格涨幅已升到9.3%左右。

- 从价格波动性看，高速公路REITs的价格波动幅度偏小，而生态环保类波动幅度相对较大。

分行业REITs累计收益率对比



分行业REITs累计收益率变化



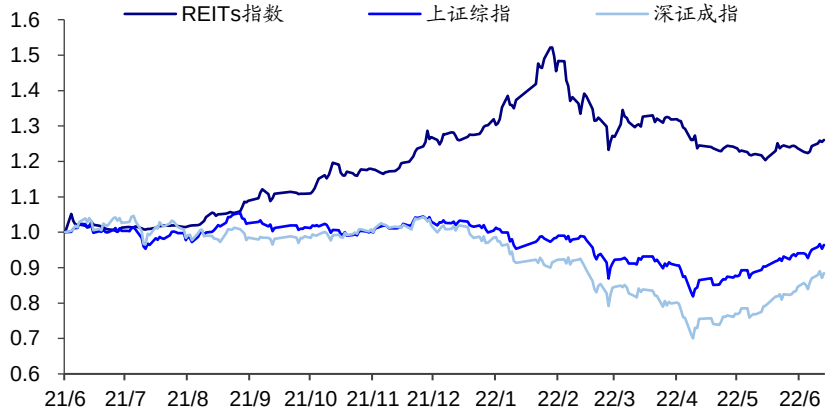
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至2022年7月1日

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

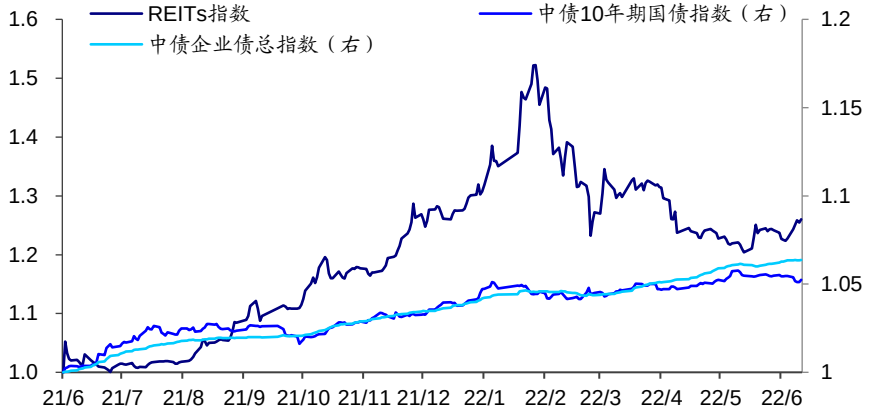
资产配置意义：股债双重特性

- **综合收益率较高。**我国公募REITs市场时间比较短，目前二级市场价格变化带来的平均年化收益率在25%以上。参考海外，海外公募REITs长期年化综合收益率在10%以上，截至2021年底，过去20年美国Nareit 权益REITs指数年化收益率约10.8%，超过同期标普500指数的年化回报率7.4%，接近纳斯达克综指的回报率11%。所以REITs产品本身的综合收益率就比较高。
- **股债双重特性。**公募REITs产品收益由资本利得和分红组成，因而同时具备股性和债性的特征。债性体现在产品有稳定的高比例分红，股性则对应二级市场价格的波动。所以REITs具有相对中等风险、中等收益的特点，而且当前还有税收减免的优势。
- **分散投资风险。**但REITs又与股票和债券明显不同，收益来自底层资产的收入，比如产业园租金、高速公路收费等，所以**在收益表现上和股市、债市的相关度都不高**，是分散投资风险、优化投资组合表现的合意标的。

REITs与股市相关性



REITs与国债和企业债相关性



资料来源：Wind，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师声明和研究团队

分析师声明

梁中华

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

宏观经济研究团队:

宏观首席分析师
梁中华
SAC执业证书编号：S0850520120001
电　话：021-23219820
Email：lzh13508@htsec.com

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

信息披露和法律声明

投资评级说明

	类　别	评　级	说　明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。