

相关研究

《市场热度上升，板块分化加剧——REITs 四季报解读&市场表现分析》
2024.02.07

《扩容增类，修复态势延续——REITs 三季报解读&市场表现分析》2023.11.08

《稳中向好，分化延续——REITs 二季报解读&市场表现分析》2023.08.02

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:张紫睿

Tel:(021)23185652

Email:zrz13186@haitong.com

证书:S0850522120001

周期视角看海外 REITs 表现

投资要点:

- 本文以美国和日本 REITs 为主要案例，判断 REITs 与其他大类资产的相关性，总结驱动其行情变化的宏观因素，并以周期视角分析海外 REITs 在不同阶段下的收益表现。
- 1) REITs 的收益与债券、商品、房地产等大类资产相关性不高，与股票相关性较高，且与股票同属高波动、高收益资产，收益特征更具股性，在投资组合中有一定风险分散能力。
- 2) 从美国和日本的历史行情复盘来看，经济增长稳定、利率水平较低的宏观环境更利于 REITs 取得良好收益表现。比如美国与日本市场的 2003 年-2006 年、2010 年-2019 年，REITs 指数均获得显著增长。此外，REITs 行情对利率环境变动较为敏感，历史经验表明美联储加息周期结束后 REITs 会获得明显的收益提升。
- 3) 根据 PMI、CPI、10 年美国国债利率的变动将宏观周期划分为八阶段。整体上看，美国 REITs 在高景气度阶段的收益全面优于低景气度阶段，在利率下行环境的收益优于利率上行阶段。此外，REITs 的抗通胀特性使其在高通胀阶段取得相对优秀的收益表现。
- 4) 疫情冲击对海外 REITs 造成显著负面影响，办公楼等资产的经营业态仍未恢复，但数据中心、通信等板块 REITs 的配置价值有望随人工智能领域的发展持续上升，未来 REITs 收益的周期性特点或将有所改变。
- **风险提示:** 周期划分方式、样本期选取范围或有待商榷，数据统计存在遗漏或偏差。

目 录

1. 海外 REITs 更具“股性”.....	5
2. 低利率+经济增长驱动 REITs 行情.....	7
3. 周期轮动下的 REITs 表现对比	11

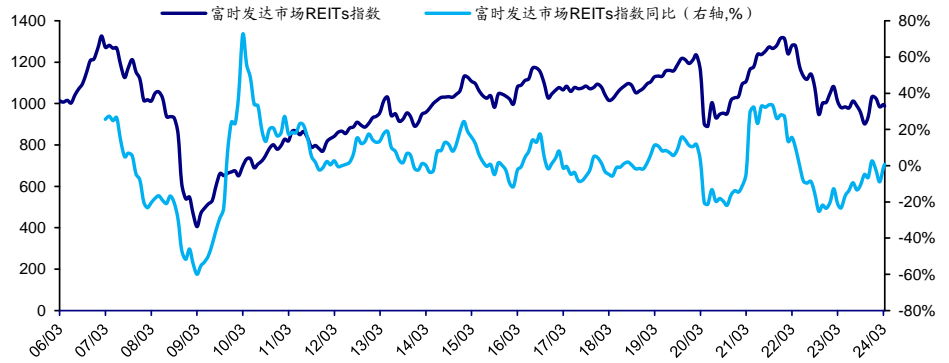
图目录

图 1	海外发达市场 REITs 收益呈现周期性特征.....	5
图 2	美国 REITs 指数走势与房价一致，波动性强于房价	6
图 3	美国 REITs 在风险收益比上与股票接近	6
图 4	美国 REITs 与股市走势对比（2000.01 指数=100）	6
图 5	日本 REITs 与股市走势对比（2003.03 指数=100）	6
图 6	新加坡 REITs 与股市走势对比（2003.03 指数=100）	7
图 7	香港 REITs 与股市走势对比（2005.11 指数=100）	7
图 8	美国权益 REITs 走势各阶段分析	8
图 9	疫情后美国 REITs 空置率显著上升（%）	9
图 10	日本 REITs 走势各阶段分析.....	10

表目录

表 1	美国权益 REITs 收益与股市相关性相对较高	5
表 2	疫情前后美国不同种类权益 REITs 风险收益对比	9
表 3	美联储加息周期终止后，美国权益 REITs 会有更好的收益表现	11
表 4	不同经济阶段下的美国 REITs 与股指表现对比	12

REITs 起源于上世纪六十年代的美国，随后在全球范围内逐渐发展。截至 2024 年 3 月 31 日，全球 47 个国家/地区存量 REITs 产品规模超两万亿美元，其中美国拥有最多的 REITs 数量与市值规模（213 只、1.35 万亿美元），英国、法国、加拿大、日本、新加坡等地也是海外主要 REITs 市场。从富时发达市场 REITs 指数看，海外 REITs 收益走势呈现出较为明显的周期性。我们以美国和日本 REITs 为主要案例，判断 REITs 与其他大类资产的相关性，总结驱动其行情变化的宏观因素，并以周期视角分析海外 REITs 在不同阶段下的收益表现。

图1 海外发达市场 REITs 收益呈现周期性特征


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所；2006.3.31-2024.3.31

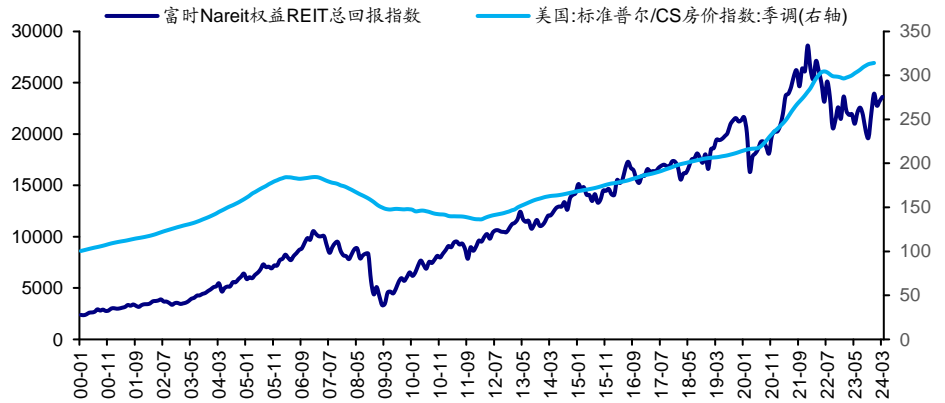
1. 海外 REITs 更具“股性”

REITs 的收益来源于资本利得和分红，兼具股性和债性，相对而言股性更强。在各项大类资产中，美国 REITs 与商品、房地产、美元等资产的收益相关性较低。虽然 REITs 底层资产为各类不动产，且长期来看美国 REITs 总回报指数与房价指数走势一致，但 REITs 指数波动性较强，二者收益的相关性并不高。美国 REITs 和美国债券的收益相关性也比较弱，与彭博美国综合债券指数相关性仅有 0.3，与高收益公司债相关性相对较高。美国 REITs 与主要股指的收益相关性更高，与标普 500 相关性为 0.66，与道琼斯指数相关性为 0.61。因此，REITs 收益的股性要强于债性，在投资组合中也具有一定的风险分散能力。

表1 美国权益 REITs 收益与股市相关性相对较高

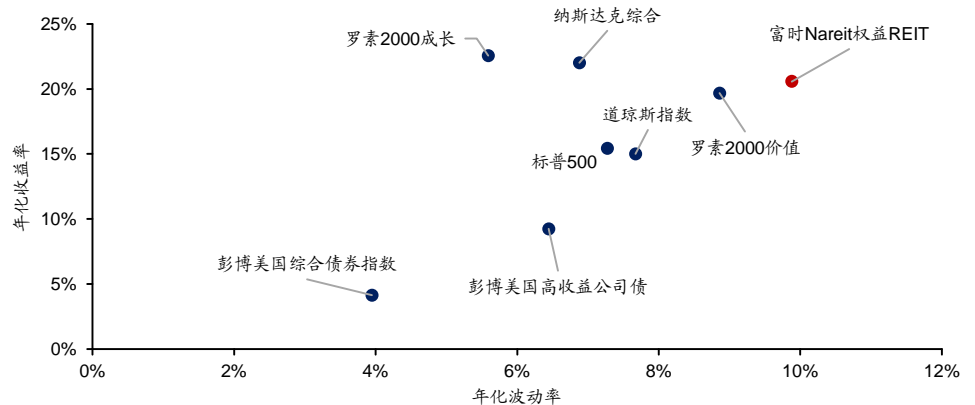
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 富时Nareit权益REIT全收益指数	1.00													
2 工业REITs	0.86	1.00												
3 住宅REITs	0.91	0.70	1.00											
4 办公楼REITs	0.92	0.77	0.84	1.00										
5 零售REITs	0.92	0.76	0.80	0.87	1.00									
6 自助仓储REITs	0.78	0.67	0.71	0.67	0.67	1.00								
7 标普500全收益指数	0.66	0.57	0.58	0.64	0.60	0.41	1.00							
8 道琼斯指数	0.61	0.50	0.54	0.60	0.57	0.36	0.95	1.00						
9 纳斯达克综合	0.50	0.45	0.42	0.48	0.45	0.33	0.87	0.75	1.00					
10 彭博美国综合债券指数	0.30	0.29	0.24	0.27	0.26	0.29	0.11	0.06	0.08	1.00				
11 彭博美国高收益公司债指数	0.65	0.59	0.52	0.63	0.63	0.39	0.68	0.62	0.62	0.29	1.00			
12 标普/CS房价指数	0.14	0.10	0.13	0.13	0.14	0.13	0.10	0.08	0.04	-0.13	0.02	1.00		
13 标普高盛商品全收益指数	0.21	0.17	0.16	0.24	0.25	0.09	0.34	0.32	0.24	-0.08	0.36	0.19	1.00	
14 名义美元指数：广义	-0.34	-0.35	-0.28	-0.34	-0.33	-0.19	-0.32	-0.30	-0.27	-0.18	-0.45	-0.05	-0.38	1.00

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所；1999.12.31-2024.3.31。

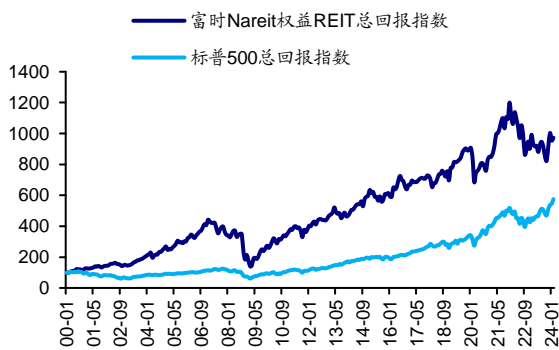
图2 美国 REITs 指数走势与房价一致，波动性强于房价


资料来源：Bloomberg，Wind，海通证券研究所测算；2000.1.31-2024.3.31

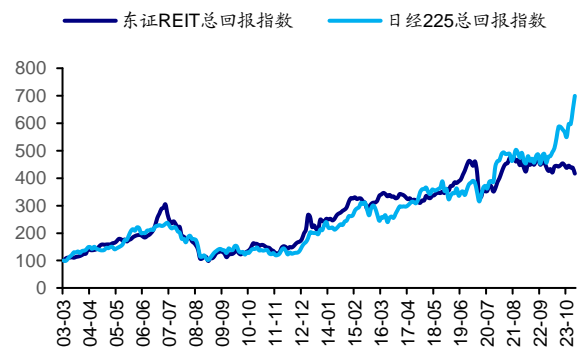
美国 REITs 的收益特征也与股票相似，同属高收益高波动资产。对比各类资产的总回报指数，从 2000 年以来的市场表现来看，美国权益 REITs 收益水平低于科技股和成长股、略高于价值股，同时有着最高的波动水平。在行情走势上，各地区 REITs 指数与股指有着较为相似的趋势。因此，后续我们在 REITs 历史行情复盘和周期收益计算时，均以股指进行对标分析。

图3 美国 REITs 在风险收益比上与股票接近


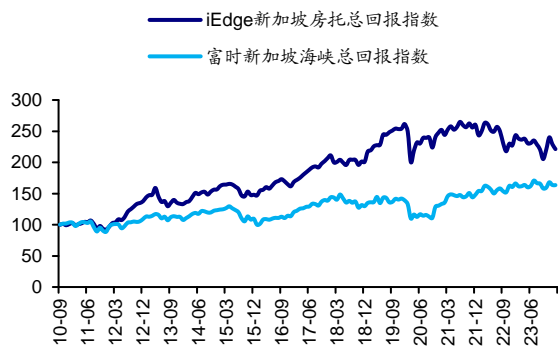
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所测算；1999.12.31-2024.3.31

图4 美国 REITs 与股市走势对比（2000.01 指数=100）


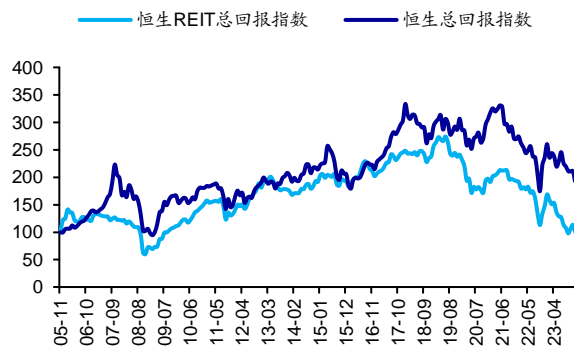
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所；2000.1.31-2024.3.31。

图5 日本 REITs 与股市走势对比（2003.03 指数=100）


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所；2003.3.31-2024.3.31

图6 新加坡 REITs 与股市走势对比 (2003.03 指数=100)


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所; 2010.9.30-2024.3.31。

图7 香港 REITs 与股市走势对比 (2005.11 指数=100)


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所; 2005.11.30-2024.3.31

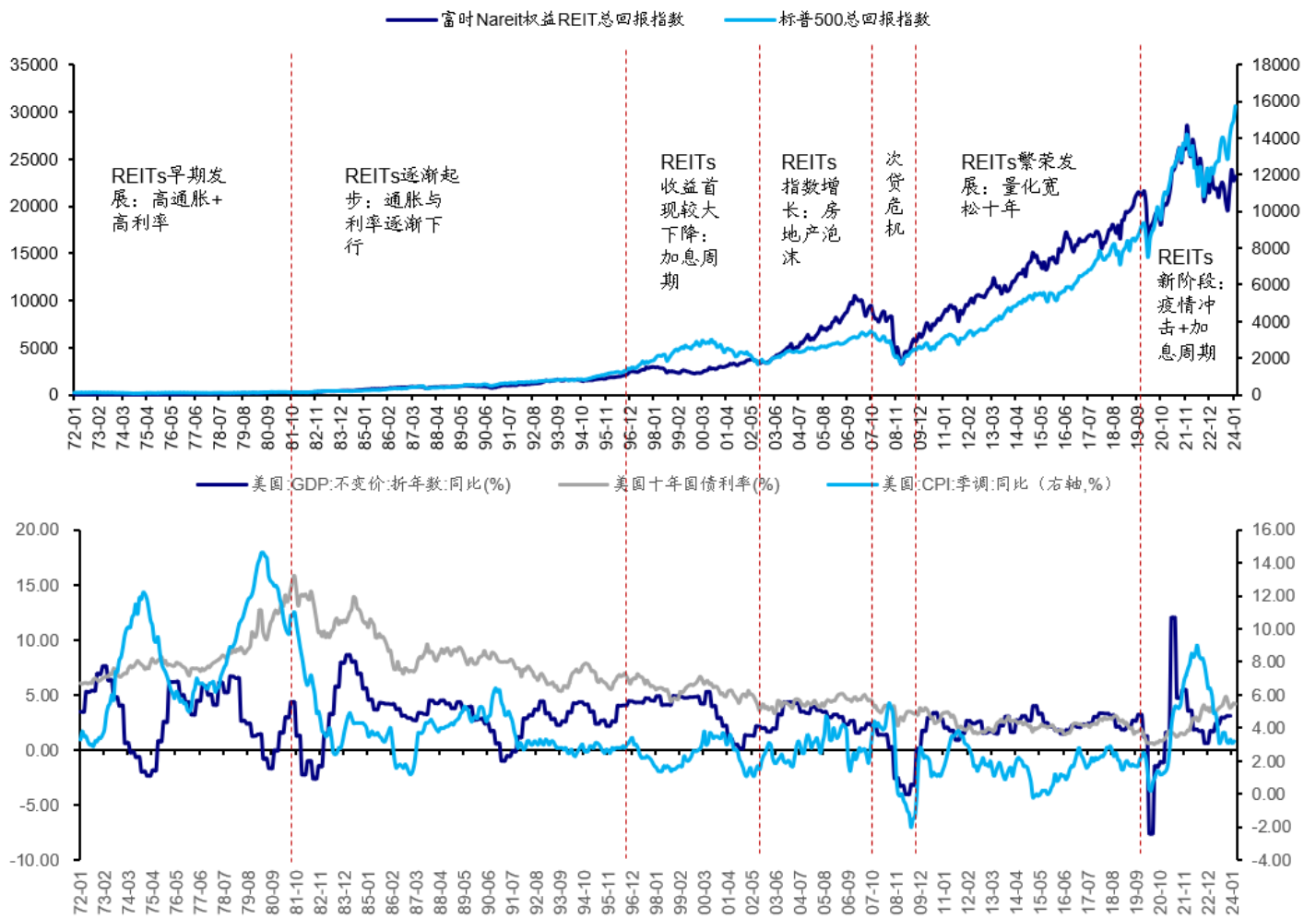
2. 低利率+经济增长驱动 REITs 行情

我们以美国和日本两大主要 REITs 市场为例, 总结不同阶段驱动其行情变化的宏观因素。总体上看, REITs 有着良好收益表现的阶段往往对应着低利率、经济增长稳定的宏观环境。

自 1972 年至二十世纪末, 美国 REITs 指数处于缓慢增长的早期阶段。七十年代美国在滞胀中反复, 72-74 年、78 年-80 年均是经济增长下滑、通胀上升的状态, 同时利率逐步上升。八十年代后, 通胀与利率开始走低, 宏观环境开始逐渐利于 REITs 底层资产以较低成本实现融资和扩张, REITs 指数增速较之前也略有加快。1998 年起, REITs 指数增长暂时受挫。彼时正值美国互联网泡沫兴起, 互联网泡沫虹吸大量资金, 对 REITs 资产表现形成一定负面影响。随后美联储于 1999 年 6 月开启加息周期, 而随着互联网泡沫的破裂、加息周期的结束, REITs 指数增长再度回到先前的稳定节奏。

2002 年之后, 在美国房地产泡沫的背景下, REITs 指数增长明显加快, 并在次贷危机中遭遇低谷。随后, 美国开启量化宽松, 在低通胀、低利率的环境下, REITs 指数再度迎来高速增长期, 其表现持续优于标普 500 全收益指数。

图8 美国权益 REITs 走势各阶段分析



数据来源: Bloomberg, Wind, 海通证券研究所, 1972.1.31-2024.3.31。

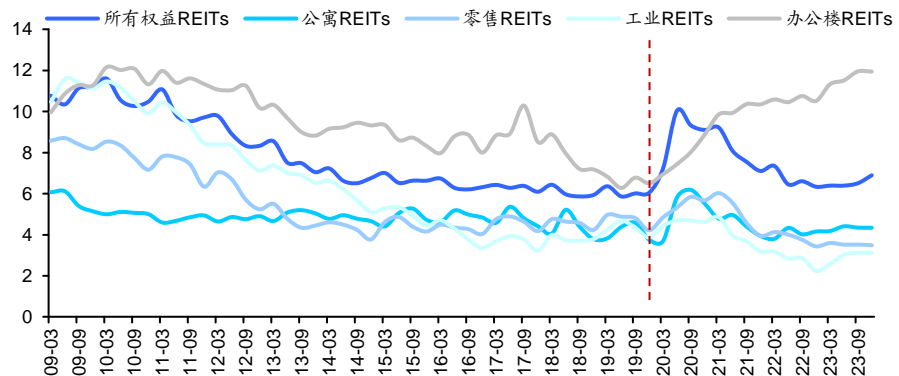
2020年后,美国REITs走势遭遇出现较大波动,受疫情影响出现较大回撤,而2021年后的行情修复未能持续,又在美联储新一轮加息周期内震荡下行。我们将2020年1月后至2024年3月定义为疫情后阶段,总体而言,美国各板块REITs在疫情后阶段普遍收益下滑、波动率上升,不同资产种类REITs表现分化。其中,办公楼类REITs收益状况恶化较为严重,疫情后阶段的夏普比率为所有种类中最低。疫情阶段兴起的线上办公模式显著改变了企业与员工的工作场地需求,该影响在疫情恢复后仍然持续,办公楼类REITs的空置率近年来持续上升。工业、住宅、多元(指资产类型多元化,如办公楼+住宅)、酒店/度假村、电信等种类REITs的收益水平同样明显下滑,从夏普比率层面看表现相对坚挺的是自助仓储、数据中心与特种(如剧院、农场、户外广告牌等)等板块。此外,零售板块的购物中心与区域性商场板块收益由负转正,独立商店由正转负,我们认为美国政府发放现金的刺激政策促进了大型消费基础设施的经营修复,但小体量的独立商店从中获益有限。

表2 疫情前后美国不同种类权益 REITs 风险收益对比

	2016年1月-2019年12月			2020年1月-2024年3月			2016年1月-2024年3月		
	年化收益率 (%)	年化波动率 (%)	夏普比率	年化收益率 (%)	年化波动率 (%)	夏普比率	年化收益率 (%)	年化波动率 (%)	夏普比率
全部权益REITs	9.87	12.72	0.78	2.39	21.81	0.11	5.95	17.96	0.33
工业	22.93	16.17	1.42	10.14	26.12	0.39	16.17	21.80	0.74
办公楼	7.55	15.42	0.49	-10.29	31.51	-0.33	-2.04	24.99	-0.08
零售	0.27	15.59	0.02	2.19	33.24	0.07	1.25	26.03	0.05
购物中心	-0.46	18.17	-0.03	3.03	36.91	0.08	1.32	29.15	0.05
区域性商场	-6.03	17.36	-0.35	7.17	44.84	0.16	0.56	34.07	0.02
独立商店	14.42	17.65	0.82	-1.13	26.98	-0.04	6.13	22.86	0.27
住宅	10.74	13.67	0.79	1.11	22.06	0.05	5.67	18.41	0.31
公寓	8.72	14.22	0.61	0.05	23.56	0.00	4.17	19.52	0.21
预制房	24.05	14.01	1.72	-0.58	22.69	-0.03	10.68	19.07	0.56
单户住宅	17.43	17.00	1.02	8.06	23.37	0.34	12.50	20.47	0.61
多元	4.57	16.09	0.28	-7.88	30.43	-0.26	-2.04	24.45	-0.08
酒店/度假村	7.66	21.62	0.35	0.03	42.29	0.00	3.66	33.44	0.11
健康保健	8.76	17.86	0.49	-1.96	27.68	-0.07	3.10	23.36	0.13
自助仓储	2.77	16.88	0.16	12.88	26.30	0.49	7.86	22.15	0.35
林业	6.27	24.73	0.25	7.59	32.99	0.23	6.95	29.15	0.24
电信	22.63	15.92	1.42	-1.83	24.92	-0.07	9.35	21.16	0.44
数据中心	19.07	18.30	1.04	9.83	23.52	0.42	14.21	21.11	0.67
特种	12.71	16.28	0.78	14.19	27.86	0.51	13.47	22.86	0.59

数据来源：Bloomberg，海通证券研究所测算。

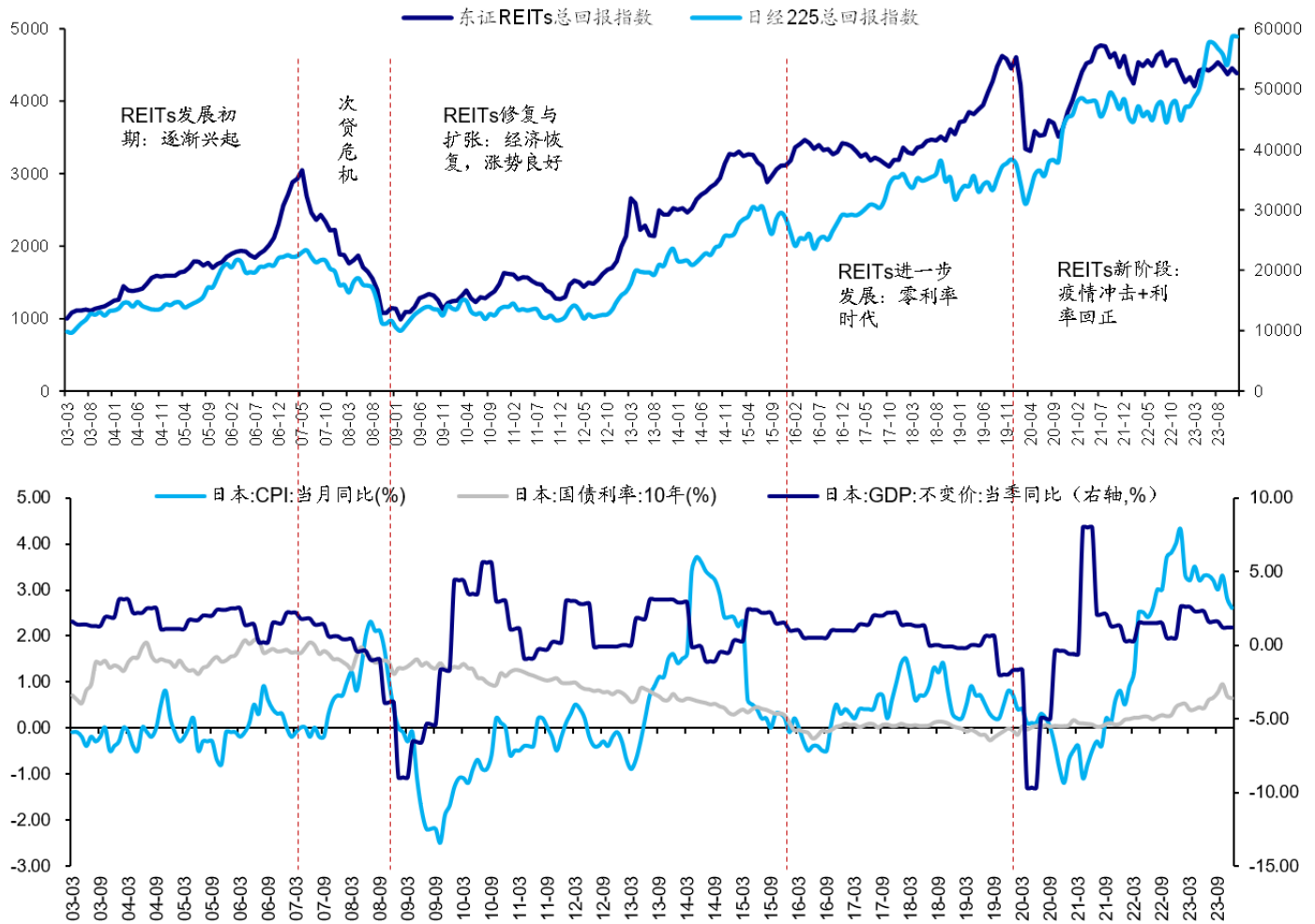
注：娱乐类 REITs 数据自 2023 年 1 月起披露，不在上表中展示。

图9 疫情后美国 REITs 空置率显著上升 (%)


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所；2009.3.31-2023.12.31

日本 REITs 的诞生背景为上世纪九十年代初的地产泡沫破裂。1998 年至 2000 年，为解决房地产企业融资困境，日本对不动产证券化进行了立法准备。日本 REITs 正式起步于 2001 年，随后东京证券交易所于 2003 年推出东证 REITs 指数。截至 2024 年 3 月 31 日，日本 REITs 市场共有产品 58 只，市值 15.4 万亿日元，底层资产包括办公楼、住宅、零售、物流、酒店、医疗等。除次贷危机和新冠疫情冲击阶段外，日本东证 REITs 总回报指数长期保持增长，主要得益于持续宽松的利率环境。不断下行的利率有效降低购房成本和开发商借贷成本，推动房地产价格上升；尤其 2016 年后日本进入零利率/负利率时代，房地产资产相对于固收资产的收益进一步扩大，REITs 的配置价值不断提升。

近年来，日本利率环境逐渐由松转紧；日本央行于 2024 年 3 月 19 日宣布加息，并取消收益率曲线控制 (YCC) 政策，货币政策环境由松转紧。在此背景下，东证 REITs 指数近来呈现震荡下行。

图10 日本 REITs 走势各阶段分析


数据来源: Bloomberg, Wind, 海通证券研究所, 2003.3.31-2024.3.31。

从历史回顾看, REITs 指数收益良好的阶段共性在于经济良好发展与和宽松的利率环境。这种阶段特征从供需两方面对 REITs 形成正面作用: 一方面, 低利率环境利于不动产和 REITs 以较低成本扩大融资和生产; 另一方面, 低利率对购房、租房、消费形成刺激, 经济的良好运转也产生稳定需求, 利于 REITs 底层资产的运营。

美国与日本市场的 2003 年-2006 年、2010 年-2019 年两阶段内, REITs 都保持着上涨趋势。日本市场所展现出的规律更为明朗, 其利率持续处于下行状态, REITs 指数保持上涨态势, 期间的短期下行都跟随在 GDP 同比下滑之后。美国市场情况稍显复杂, 美联储为控制通胀会实行加息调控, 在上述两个阶段内实际都存在着加息周期, 但整体 GDP 增速表现较其他时间段更为稳定, 且拉长周期来看利率处于下行趋势, REITs 底层资产的运营环境较为良好。此外, 美联储加息周期结束后 REITs 往往会取得更好的收益表现。以 2000 年后四次美联储加息周期为例, 美国 REITs 在加息结束后六个月内的绝对与相对收益表现均优于加息周期结束前六个月。2000 年 5 月的情况较为特殊, 由于市场对加息周期结束的预期较为充分, 美国国债利率在 2000 年 2 月左右已经见顶, 彼时 REITs 指数也处于相对低位, 随后在 3 月至 7 月出现较大程度的反弹。

表3 美联储加息周期终止后，美国权益 REITs 会有更好的收益表现

	加息停止时点	2023年7月	2018年12月	2006年6月	2000年5月
加息停止前 6个月	年化收益率	-9.02%	-10.14%	27.76%	29.51%
	年化波动率	14.35%	15.65%	15.78%	9.68%
	夏普比率	-0.63	-0.65	1.76	3.05
加息停止后 6个月	年化收益率	4.87%	42.67%	42.65%	14.41%
	年化波动率	27.38%	15.52%	9.33%	13.14%
	夏普比率	0.18	2.75	4.57	1.10

数据来源：Bloomberg, Wind, 海通证券研究所测算。

3. 周期轮动下的 REITs 表现对比

第二部分我们从海外 REITs 历史行情复盘初步归纳出 REITs 取得良好收益的阶段特征。接下来我们将进一步依据宏观指标划分出周期中的不同阶段，以周期视角分析海外 REITs 的收益特征。

我们以 ISM 供应管理协会制造业 PMI、CPI 同比、美国十年国债利率的上行和下行对经济进行阶段划分，并分别计算每个阶段内权益 REITs 和标普 500 的绝对与相对收益水平。可以看到，美国 REITs 在 PMI 指数上升的阶段中的收益表现全面优于 PMI 下降阶段，表明经济景气度的改善对 REITs 的良好表现有着显著影响。具体对比前四列，给定 PMI 指数和 CPI 同比两项指标状态不变，REITs 在利率下降阶段的收益表现均优于利率上升阶段。

REITs 绝对和相对收益最佳的两个阶段分别为 PMI 上行、CPI 上行、利率下行与 PMI 上行、CPI 下行、利率下行。若以美林时钟的分类思路，前者的经济与通胀双上行表明经济处于过热阶段，利率下行表明流动性环境仍然宽松，此时 REITs 底层资产受益于经济环境而运营良好，且通胀上行使得 REITs 的抗通胀属性凸显，投资者更倾向于投资与不动产收益挂钩的 REITs；后者的经济上行、通胀下行表明经济处于复苏阶段，而利率下行表明刺激性货币政策仍在作用中，REITs 底层资产的运营跟随经济修复。这两种阶段中，REITs 的表现均显著优于标普 500 全收益指数。

PMI 和 CPI 双下行的阶段可被称为衰退期，此时 REITs 表现不佳，但利率下行期的表现要优于利率上行期，表明刺激性政策的生效。 PMI 下行、CPI 上行阶段可被称为滞胀，滞胀阶段股市表现最差。仅在滞胀时期，REITs 利率上行期的收益表现优于下行期。滞胀+利率上行的组合对应的历史阶段为 2004 年 10 月-2006 年 8 月、2016 年 8 月-2018 年 11 月、2021 年 12 月-2022 年 11 月，均为通胀水平已经较高、美联储正以加息进行平抑的阶段，此时 REITs 的抗通胀属性再度凸显，使其获得相对较为坚挺的收益表现。

表4 不同经济阶段下的美国 REITs 与股指表现对比

阶段划分	PMI指数 CPI同比 10Y国债利率 本阶段月数	上升	上升	上升	上升	下降	下降	下降	下降
		上升	上升	下降	下降	下降	下降	上升	下降
		62	24	10	42	60	24	42	39
FTSE Nareit权益 REIT总回报指数	年化收益率	12.42%	33.46%	8.20%	17.73%	3.99%	1.18%	-1.49%	8.44%
	年化波动率	13.78%	14.58%	13.76%	15.44%	27.80%	20.36%	25.48%	18.70%
	最大回撤	-14.58%	-5.55%	-4.86%	-6.62%	-23.06%	-9.07%	-31.67%	-12.72%
	夏普比率	0.90	2.29	0.60	1.15	0.14	0.06	-0.06	0.45
标普500全收益 指数	年化收益率	17.40%	17.46%	37.04%	9.64%	4.07%	16.16%	-9.94%	1.62%
	年化波动率	9.79%	17.56%	15.60%	13.77%	18.79%	12.82%	17.99%	14.45%
	最大回撤	-6.25%	-12.80%	-2.66%	-28.36%	-28.84%	-10.21%	-52.26%	-24.39%
	夏普比率	1.78	0.99	2.37	0.70	0.22	1.26	-0.55	0.11

数据来源: Bloomberg, Wind, 海通证券研究所测算; 1998.12.31-2024.3.31。

注: PMI 与 CPI 同比均取 12 月移动平均

综上, 海外 REITs 与债券、地产、商品等大类资产收益相关性较低, 与股票收益相关性较高, “股性” 突出又兼具风险分散能力。从历史行情看, REITs 的收益表现与经济景气程度有着较为紧密的关联, 宽松的流动性环境也有利于 REITs 获得良好收益。REITs 本身的抗通胀特性也在高通胀阶段尤为突出, 使之在经济过热和滞胀阶段均具备不错的相对配置价值。此外, REITs 未来的收益特征或将随经济环境转变及其自身资产属性发生变化。近日, 美股因人工智能发展浪潮不断上涨, 美国 REITs 虽在本轮加息周期内表现不佳, 办公楼等部分板块经营仍未从疫情冲击后恢复, 但数据中心、通信等板块 REITs 的配置价值有望随人工智能的发展而持续上升。

风险提示: 周期划分方式、样本期选取范围或有待商榷, 数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

郑子勳 固定收益研究团队
张紫睿 固定收益研究团队

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。

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经营范围包括证券投资咨询业务。