仅供内部参考，请勿外传

中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·行业深度

海外 REITs 市场增配资金多元，国内对照路径渐明——REITs 全球视野系列（一）

REITs

核心观点

制度与工具完善拓宽资金来源，关注稳健分派与经营修复机会。C-REITs 供给持续扩容，资金端建设需同步推进。美日经验表明，放宽投资约束有助于扩大配置型资金参与，外资活跃交易影响边际定价，指数工具则拓宽机构与居民的配置渠道。国内可分阶段释放险资、理财及居民需求，逐步完善社保养老参与机制和跨境渠道，引导资金承接能力随供给扩容提升；在相关条件逐步落地的情景下，测算长期配置规模约 9100 亿元。机构间 REITs 较低的收益水平反映资产荒下的配置需求，当前公募 REITs 估值已具备吸引力。建议以保租房、市政环保及数据中心等分派稳健的资产构筑底仓，关注部分仓储物流及高速公路的经营修复机会。

摘要

C-REITs 资产供给迈入新阶段，资金来源与配置渠道亟待新变量。截至 2026 年 9 月，89 只上市 REITs 总市值约 2305 亿元，资产覆盖商业不动产、能源、交通等主要类型。国内主要机构持有人仍集中于原始权益人、产业资本、券商及保险；相较美日以基金、资管和信托账户间接配置为主，资金准入、产品工具和跨境渠道仍有拓展空间。

海外配置型资金：投资约束放宽扩大 REITs 配置需求，逆周期增持增强市场承接。美国养老金持股约束放宽后，持有占比由 1993 年约 12%升至 1998 年约 30%；日本央行 2010—2022 年累计买入约 341 亿元 J-REIT，并在市场承压阶段加大购入。

海外交易型资金：外资增配承接 J-REIT 扩容，活跃交易影响边际定价。2004—2007 年，外资持有占比由约 10%升至 29%；2025 年交易金额占比约 52%，显著高于同年 8 月约 23%的持有市值占比。外资兼具配置与交易属性，跨境渠道有助于拓宽资金来源并增强二级市场流动性。

配置工具：指数产品降低 REITs 组合投资门槛，ETF 拓宽机构配置渠道。2015—2025 年，J-REIT ETF 规模由 0.34 万亿日元增至 2.52 万亿日元，银行持有规模由 0.19 万亿日元增至 1.24 万亿日元，并于 2021 年超过直接持有规模。宽基 ETF 承载近九成市场规模，场外指数基金形成渠道补充；国内可优先培育宽基核心产品，覆盖不同投资者需求。

海外经验借鉴：分阶段拓宽资金来源，低估值布局确定性与修复弹性。短期险资投资规则完善、公募参与扩围及指数工具发展，中长期逐步拓宽社保养老及境外资金渠道，引导资金承接能力随供给扩容提升，测算长期 C-REITs 配置规模约 9100 亿元。机构间 REITs 较低的收益水平反映稳定收益资产的配置需求，当前公募产权类 REITs 平均现金分派率约 4.7%，具备一定配置吸引力。建议以保租房、市政环保及数据中心等确定性资产构筑底仓，兼顾仓储物流及部分高速公路的经营修复弹性。

维持　　强于大市

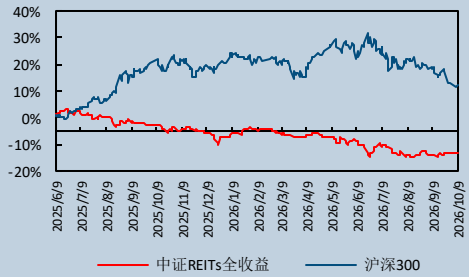
黄啸天

huangxiaotian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070013

发布日期：　2026 年 10 月 22 日

市场表现



相关研究报告

26.07.24	【中信建投 REITs】：承压与超预期并存，分化中寻觅机遇——公募 REITs2026 年二季报业绩综述
26.06.14	【中信建投 REITs】：REITs2026 年中期投资策略报告：商业不动产 REITs 元年，把握下半年供需格局改善机遇
26.06.03	【中信建投 REITs】：“非标”的机构间 REITs 如何进行可比定价？——不动产资产证券化系列（六）
26.03.31	【中信建投 REITs】:购物中心供需格局重塑，看好重奢赛道与下沉龙头——不动产资产证券化系列（五）
26.03.19	【中信建投 REITs】:奥特莱斯行业经营韧性凸显，看好头部运营商及其 REITs——不动产资产证券化系列（四）
26.01.25	【中信建投 REITs】:酒店行业经营规模超过前高，REITs 模式差异或将显著影响估值水平——不动产资产证券化系列（三）
26.01.20	【中信建投 REITs】:寻底写字楼资产周期，关注核心城市复苏契机——不动产资产证券化系列（二）
25.11.10	【中信建投 REITs】:REITs2026 年投资策略报告：关注供需格局及政策红利，把握抗周期、提景气、强扩募三条主线

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、C-REITs 资产供给迈入新阶段，资金来源与配置渠道亟待新变量 3
1.1 C-REITs 规模扩张与业态丰富，承接多元资金已具市场基础 3
1.2 美日 REITs 间接配置特征突出，国内投资者结构仍有多元化空间 4
1.3 资金准入与产品工具协同完善，C-REITs 配置渠道逐步拓宽 6
二、海外配置型资金：美国养老金投资 REITs 约束放宽推动增配，日本央行逆周期增持 9
2.1 美国：供给扩容与养老金持股约束放宽相衔接，机构资金配置规模提升 9
2.2 日本：央行在市场承压阶段增持 J-REIT，政策性资金提供逆周期承接 10
三、海外交易型资金：外资增配承接 J-REIT 扩容，活跃交易影响边际定价 12
3.1 市场扩容与国际指数纳入相衔接，外资逐步成为重要配置力量 12
3.2 外资交易占比明显高于持仓占比，是 J-REIT 边际定价的重要力量 12
四、配置工具：ETF 等指数产品降低 REITs 投资门槛，推动市场显著扩容 14
4.1 J-REIT ETF 成为商业银行增配的重要渠道，机构资金推动产品扩容 14
4.2 头部宽基 ETF 具备规模与流动性优势，差异化安排支撑多产品并存 15
4.3 场外指数基金与 ETF 功能互补，交易与渠道差异支撑分层发展 17
五、海外经验借鉴：分阶段拓宽资金来源，关注确定性与修复机会 18
5.1 增配逻辑与测算假设：短期释放配置需求，中长期拓宽产品及资金来源 18
5.2 增量资金测算：分阶段拓宽资金准入与配置渠道，长期配置需求约 9100 亿元，引导增量资金与供给扩容相衔接 19
5.3 投资建议：增量资金改善供需格局，低估值布局确定性与修复弹性 21
风险分析 1

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1： 中美日三国 REITs 上市数量及市值（亿元人民币） 3
图表 2： 中国公募 REITs 业态类别（单） 4
图表 3： 日本公募 REITs 业态类别（单） 4
图表 4： 美国公募 REITs 业态类别（单） 4
图表 5： 2015-2026J-REIT 投资者结构图 5
图表 6： J-REIT 与 C-REIT 投资者分类对应关系 5
图表 7： 美国 REITs 以基金及资管机构持有为主，主动与被动账户规模接近 6
图表 8： 美国 REIT 与 C-REIT 投资者分类对应关系 6
图表 9： 2022-2026H1 C-REITs 已披露主要机构持有人结构 7
图表 10： C-REITs 资金端制度持续完善，多元资金及配置工具加速扩围 7
图表 11： 90 年代初商业地产投资与价格持续收缩下调 9
图表 12： 中国办公及商业地产开发销售规模持续收缩 9
图表 13： 1985—1997 年美国权益型 REIT 数量及市值 10
图表 14： 养老金及机构投资者持有的上市 REIT 市值占美国 REIT 总市值比重 10
图表 15： 配置房地产的美国 DB 养老金中，近 70%包含 REITs 敞口 10
图表 16： 日本 J-REIT 市场规模及相对 10 年期国债收益率差 11
图表 17： 日本央行 J-REIT 买入规模随货币宽松及市场波动调整 11
图表 18： J-REIT 市场扩容与外资增配进程 12
图表 19： J-REIT 年度日均换手率与外资持有占比 12
图表 20： J-REIT 外资交易占比明显高于持有市值占比 13
图表 21： J-REIT 外资净买入与东证 REIT 价格指数涨跌多数年份同向 13
图表 22： J-REIT 发展过程中 ETF 增量资金入场的里程碑事件 14
图表 23： 商业银行直接持有 J-REIT 与持有 J-REIT ETF 规模（十亿日元） 15
图表 24： J-REIT ETF 产品中宽基产品占比达 88% 15
图表 25： J-REIT ETF 投资者持有结构 15
图表 26： J-REIT 规模前五大 ETF 市占率超 60% 16
图表 27： 主要宽基 J-REIT ETF 投资交易指标比较 16
图表 28： 国内 REITs 指数基金、日本场外 J-REIT 指数基金与 J-REIT ETF 对比 17
图表 29： C-REITs 主要资金增配驱动、阶段假设与配置方向 18
图表 30： C-REITs 各类资金配置规模测算示意图 19
图表 31： C-REITs 各类资金配置规模测算 20
图表 32： 6 月下旬以来 REITs 市场走势 21
图表 33： 公募 REITs 收益率相较红利指数仍具吸引力 21

仅供内部参考，请勿外传

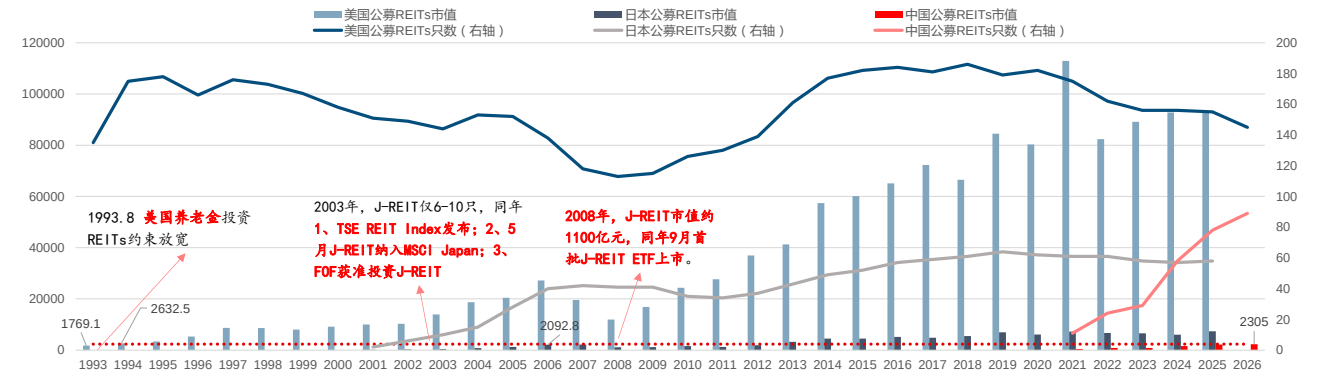
一、C-REITs 资产供给迈入新阶段，资金来源与配置渠道亟待新变量

1.1 C-REITs 规模扩张与业态丰富，承接多元资金已具市场基础

供给端看，中国公募 REITs 已进入具备规模基础的扩容阶段。截至目前，中国公募 REITs 上市数量已达 89 只，总市值约 2305 亿元；从海外历史坐标看，市值规模大致相当于美国 1993—1994 年前后的扩容初期，也已接近日本 2010 年代中前期水平。

借鉴美日经验，当 REITs 市场完成初步扩容后，资金端往往由基础配置渠道逐步向长期化、指数化和国际化方向深化。美国在 20 世纪 90 年代初 REITs 快速扩容过程中，养老金等长期资金配置约束逐步放宽，REIT 进一步进入长期资产配置体系；日本则在市场规模持续扩大的过程中，先后完善 FOF、指数及 ETF 等产品体系，并逐步形成以本土机构长期配置、海外资金积极参与的多元资金结构。当前中国公募 REITs 已具备较为完善的指数基础和公募产品参与渠道，随着市场规模和资产类型持续扩容，进一步推动保险、养老金等长期资金参与，丰富 REIT ETF 等标准化配置工具，并拓展境外资金参与渠道，已具备良好的市场基础。

图表1：中美日三国 REITs 上市数量及市值（亿元人民币）



资料来源：Nareit，中信建投

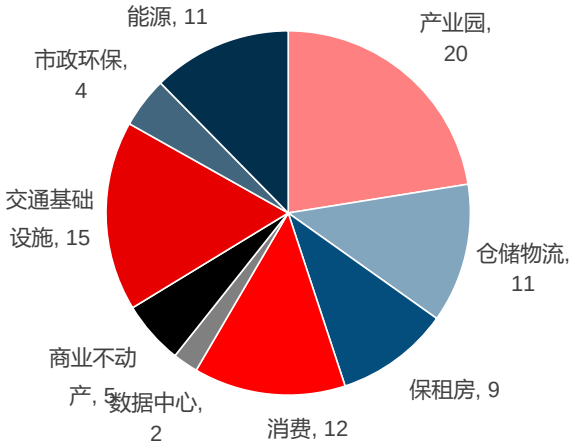
注：中国仅统计中国大陆数据，不含中国香港市场数据

中国公募 REITs 底层资产已形成多元供给格局，政策扩围进一步打开后续资产储备空间。截至目前，89 只上市 REITs 已覆盖产业园、仓储物流、租赁住房、消费基础设施、数据中心、写字楼、酒店、交通、市政环保和能源等主要类别，实际可投资资产已较试点初期明显丰富；现行政策准入范围已进一步延伸至文化旅游、养老、城市更新等尚未充分证券化的资产类型，部分交通和新型基础设施细分领域也仍有较大落地空间。因此，当前市场不仅已具备较为丰富的存量标的，后续资产扩容也拥有较充足的政策储备。

对比美日成熟市场，中国当前资产覆盖广度已具备较好的配置基础。美国 REITs 形成了覆盖住宅、零售、办公、工业、酒店、医疗、自助仓储以及数据中心、通信基础设施、林地、博彩和特殊类资产等高度多元的体系；日本 J-REIT 则主要覆盖办公、住宅、零售、物流、酒店和医疗等传统不动产，并通过综合型 REIT 实现跨业态配置。**不同市场分类标准并不完全一致，但从主要现金流类型看，中国目前已覆盖成熟 REIT 市场的大部分核心资产类别，同时形成能源、交通、市政基础设施等具有本土特色的优质资产。**

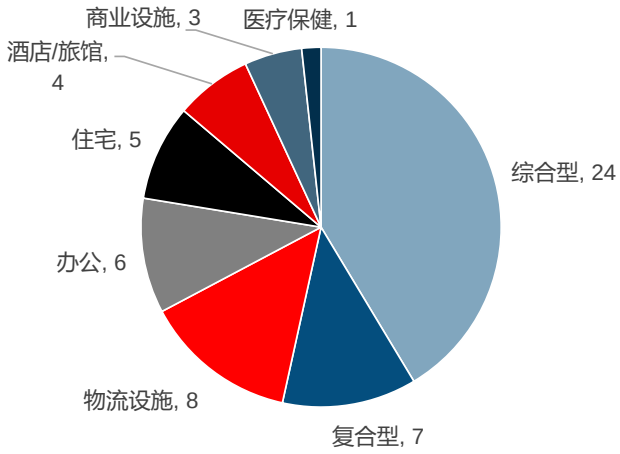
仅供内部参考，请勿外传

图表2：中国公募 REITs 业态类别（单）



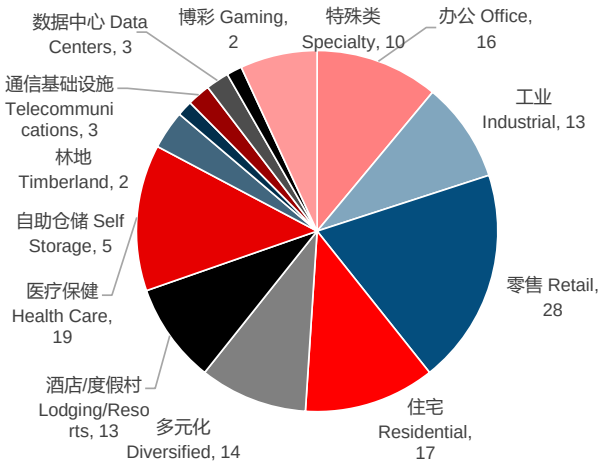
资料来源：iFind，中信建投

图表3：日本公募 REITs 业态类别（单）



资料来源：JPX，中信建投

图表4：美国公募 REITs 业态类别（单）



资料来源：iFind，Nareits，JPX，中信建投

注：中国数据截至 2026/9/3，美国、日本数据截至 2026/7；日本按东京证券交易所 J-REIT“用途区分”统计，投资两类用途的 REIT 合并为复合型，投资三类及以上用途的 REIT 归为综合型

1.2 美日 REITs 间接配置特征突出，国内投资者结构仍有多元化空间

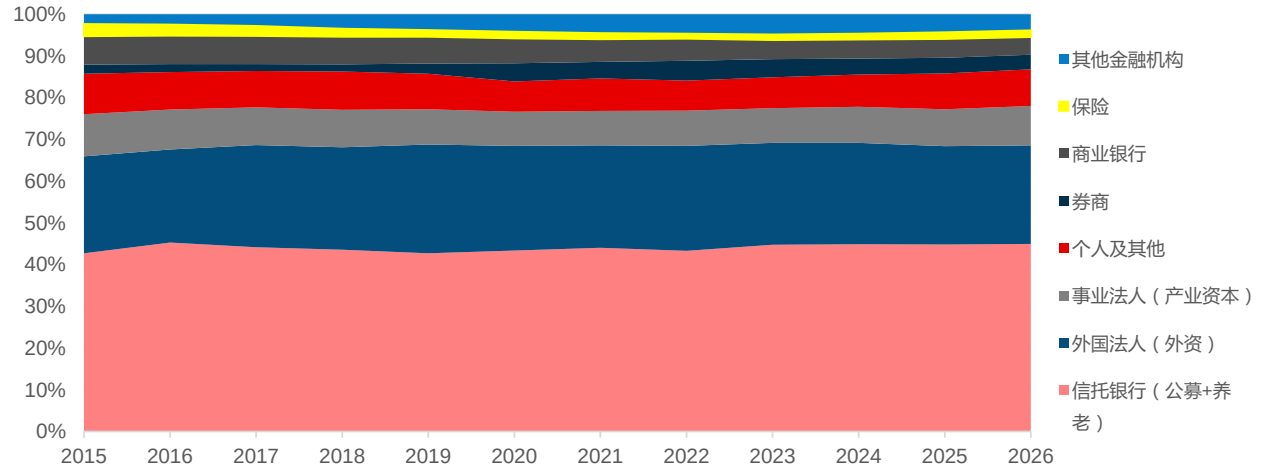
J-REITs 已形成以信托银行及境外资金为主、各类金融机构共同参与的持有格局。2015—2026 年，信托银行持有占比由 42.7%小幅升至 44.9%，外国法人占比由 23.3%升至 23.6%，两者合计长期保持在 65%以上；个人及其他、事业法人、券商和保险资金占比整体变化有限。都银、地银等商业银行的直接持有占比由 6.8%下降至 4.2%，但持有金额仍维持在 0.7 万亿日元左右。

J-REIT 投资者分类以持有人名册中的登记主体为基础，与 C-REIT 统计口径存在差异。都银、地银等可对

仅供内部参考，请勿外传

应大型商业银行与区域性商业银行，事业法人等可对应一般企业及产业资本；信托银行则兼具托管银行与受托机构属性，其中投资信托、养老金信托分别对应基金及资管产品资金、养老金受托账户。进行中日比较时，需要穿透信托账户并按照底层资金属性重新归类，避免高估信托银行作为独立投资主体的实际配置规模。

图表5：2015-2026J-REIT 投资者结构图



资料来源：东京证券交易所，中信建投

图表6：J-REIT 与 C-REIT 投资者分类对应关系

J-REIT 投资者分类	对应 C-REIT 投资者类型
都银、地银等	大型商业银行+区域性商业银行
信托银行	更接近托管银行+受托机构
其中：投资信托（主体）	公募基金、ETF 等基金产品资金
其中：养老金信托（占比极低）	养老金受托账户
保险	保险资金
其他金融机构	其他银行类/合作金融/政策及专业金融机构等
证券公司	券商自营/证券公司账户
事业法人等	一般企业/产业资本
外国法人等	境外投资者
个人及其他	个人投资者及其他未分类账户

资料来源：东京证券交易所，中信建投

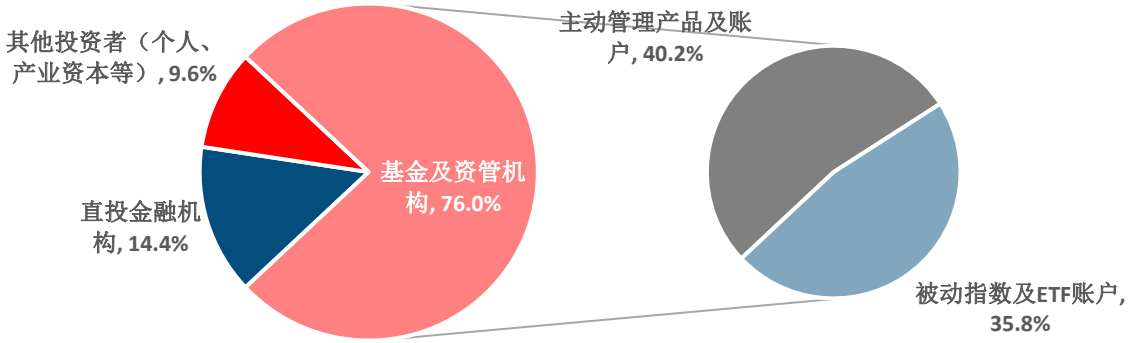
美国 REITs 投资者结构呈现较强的机构化和产品化特征。基金及资管机构持仓占比约 76.0%，是最主要的持股主体，其中主动管理产品及账户占 40.2%，被动指数及 ETF 账户占 35.8%。主动与被动资金规模较为接近，反映美国 REITs 已形成由专业投资机构主导、指数化产品广泛参与的成熟配置体系。

长期资金广泛参与，但更多通过专业资管机构间接配置。银行、养老金、保险及主权财富基金等金融机构

仅供内部参考，请勿外传

直接持仓约占 14.4%，其余个人及产业资本等投资者占比较低。养老金、保险等长期资金通常同时采用直接投资与委托管理，其资金更多体现于共同基金、ETF 和资管账户之中。

图表7：美国 REITs 以基金及资管机构持有为主，主动与被动账户规模接近



资料来源：Capital IQ，中信建投

注：样本为 2025 年末 165 家美国上市权益型 REITs。投资者类型依据 Capital IQ 披露的直接持股机构归类，不代表最终资金来源

图表8：美国 REIT 与 C-REIT 投资者分类对应关系

美国 REIT 投资者分类	对应 C-REIT 投资者类型
基金及资管机构	公募基金、券商资管、基金专户及各类委托账户
其中：主动管理账户	主动公募基金、私募证券基金、专户及委外资金
其中：被动投资账户	指数基金（含 ETF）、及其他指数化账户
直投金融机构	以自身或直接登记账户持有 REITs 的金融机构
其中：银行、投行及券商等	银行自营、券商自营及证券交易账户
其中：养老金	全国社保、基本养老、企业年金及职业年金
其中：主权财富基金	境外主权资金及政府长期投资机构
其中：保险、信托及家族办公室	保险资金、信托资金及家族财富管理账户
其中：对冲基金及 PE/VC	私募证券基金、私募股权及产业投资机构
其他投资者	
企业及产业资本	原始权益人、一般企业、产业资本及战略投资者
个人及自持	个人投资者、管理层及关联自然人

资料来源：Capital IQ，中信建投

注：样本为 2025 年末 165 家美国上市权益型 REITs。投资者类型依据 Capital IQ 披露的直接持股机构归类，不代表最终资金来源

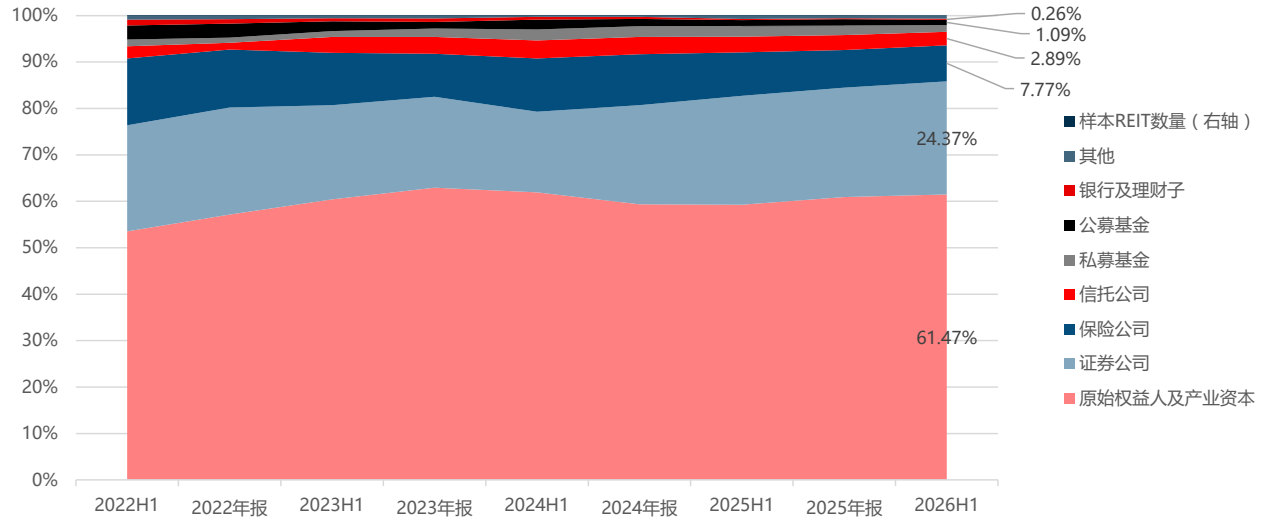
1.3 资金准入与产品工具协同完善，C-REITs 配置渠道逐步拓宽

仅供内部参考，请勿外传

资金端制度建设持续提速，公募产品、长期资金及跨境渠道正逐步完善。近年来，公募基金配置范围持续扩围，首批 REITs 指数基金已正式落地，REIT ETF 进入研究探索阶段；保险资金已成为重要长期配置力量，社保、基本养老及年金参与机制持续推进，REITs 纳入沪深港通也已进入加快准备阶段。整体来看，C-REITs 资金端正在由单一机构配置逐步向产品化、长期化和国际化方向拓展。

从当前持有人结构看，主要机构持仓进一步向原始权益人及产业资本、证券公司集中，多元资金增配潜力大。当前 C-REITs 主要机构持仓仍以原始权益人战略配售及券商战配、自营资金为主，配置型资金中保险占比有所回落，公募基金及银行理财持仓占比较低。2026H1，在 81 只样本中，原始权益人及产业资本、证券公司持仓占比分别为 61.47%和 24.37%，合计达到 85.84%；保险、公募基金和银行及理财子公司占比分别为 7.77%、1.09%和 0.26%。2022H1 至 2026H1，原始权益人及产业资本、证券公司合计占比由 76.39%升至 85.84%，同期保险资金占比由 14.40%降至 7.77%。

图表9：2022-2026H1 C-REITs 已披露主要机构持有人结构



资料来源：REIT 公告，Wind，中信建投

注：依据报告披露的主要持有人统计，非全市场完整持仓口径。

图表10：C-REITs 资金端制度持续完善，多元资金及配置工具加速扩围

资金/产品/工具	当前进展（截至 2026 年 10 月）	关键制度节点
公募基金（FOF、债基等）	FOF 已有较长期配置实践；2026 年以来二级债基等更多公募产品开始明确将 REITs 纳入投资范围，参与范围持续扩围；	2025 年 12 月证监会《关于推动 REITs 市场高质量发展有关工作的通知》明确“支持符合条件的公募基金将 REITs 纳入投资范围”；10 月 9 日发布的公募《运作办法（征求意见稿）》拟明确，基金投资 REITs 不适用投资其他基金的比例限制及 FOF 相关规定

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

仅供内部参考，请勿外传

REITs 指数基金	首批 4 只已于 2026 年 7 月成立，合计募集近 12 亿元，标准化指数配置工具正式落地	2023.8 证监会提出“推出 REITs 相关指数及 REITs 指数基金”；2025.12 进一步形成正式政策支持
REITs ETF	尚处于研究探索阶段；现有指数及场外指数基金已为后续 ETF 产品奠定基础	2024.8 证监会明确将结合市场发展深入研究 REIT ETF；2025.12 正式提出“研究探索跟踪 REITs 指数的 ETF”
保险资金	已形成 REITs 重要长期配置力量；2023 年未穿透 REITs 偿付能力风险因子由 0.6 降至 0.5，配置环境持续优化	2021.11《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》（银保监办发〔2021〕120 号）正式明确投资规则
社保、基本养老及年金	发行端已具备参与基础，政策持续引导其作为配置型长期资金参与；全国社保基金投资制度修订仍在推进	2021 年 REIT 发行规则已明确社保、基本养老、年金可按规定参与网下询价；2023.3 证监发〔2023〕17 号进一步明确推动其参与 REIT 投资
境外资金 / 沪深港通	QFII 等境外机构已有直接参与渠道；REITs 纳入沪深港通正在推进，尚未正式实施	2024.4 证监会五项对港合作措施首次明确“将合资格 REITs 纳入沪深港通”；2026.8 吴清主席表示相关准备工作正在抓紧推进

资料来源：REIT 公告，Wind，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

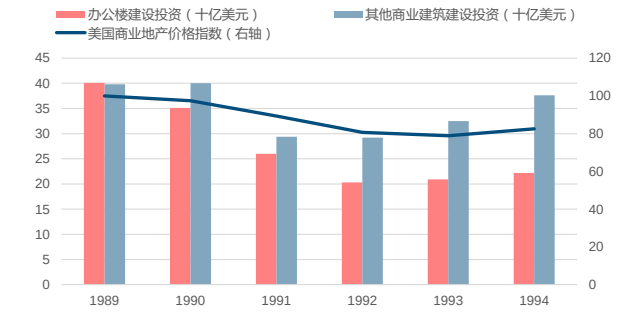
二、海外配置型资金：美国养老金投资 REITs 约束放宽推动增配，日本央行逆周期增持

2.1 美国：供给扩容与养老金持股约束放宽相衔接，机构资金配置规模提升

美国 90 年代初商业地产量价齐跌，1989—1992 年建设投资下降 38%，至 1993 年地产价格指数累计回落 21%。80 年代商业地产持续扩建后，90 年代初供需进入再平衡阶段，开发活动和资产价格同步调整。1989—1992 年，美国办公及商业建筑建设投资由约 799 亿美元降至 495 亿美元，累计下降约 38%；商业地产价格指数则由 1989 年的高点持续回落，至 1993 年累计下降约 21%。地产调整叠加银行体系收缩房地产信贷，使私人地产企业通过公开权益市场补充资本、盘活成熟资产的需求上升。

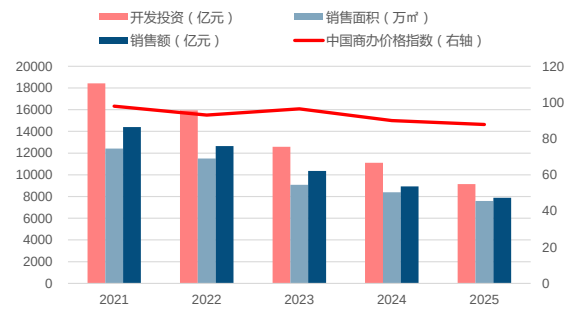
中国商办地产同样步入存量盘活阶段，2021—2025 年开发投资腰斩，销售面积及金额分别下降 39%、45%。2021—2025 年，办公楼及商业营业用房开发投资由 1.84 万亿元降至 0.92 万亿元，销售面积和销售额分别下降约 39%和 45%，商办成交价格中枢亦持续调整。中美地产周期和融资制度并不完全相同，但均体现出去库存与资产权益化需求上升的共性，为 REITs 发挥资产盘活和权益融资功能提供了基础。

图表11：90 年代初商业地产投资与价格持续收缩下调



资料来源：Nareit，中信建投

图表12：中国办公及商业地产开发销售规模持续收缩



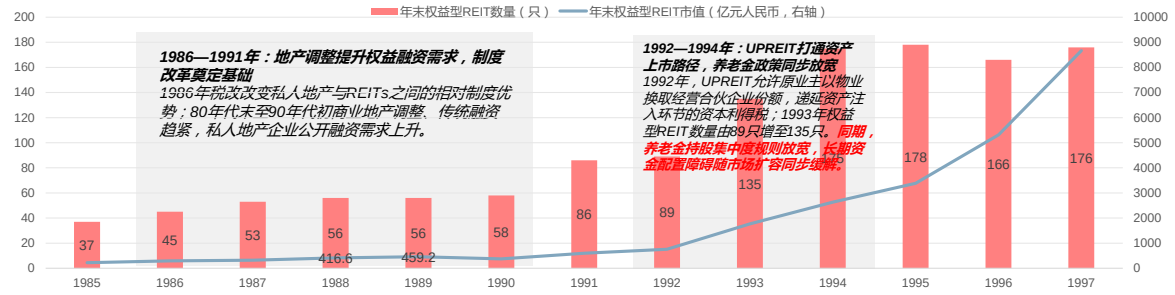
资料来源：国家统计局，中信建投

UPREIT 架构推动美国权益型 REIT 两年内数量近翻倍，市值扩张至 3.5 倍。1986 年税制改革削弱私人地产有限合伙的税收优势，1992 年首单 UPREIT 进一步打通成熟物业证券化渠道。UPREIT 允许原业主以物业出资换取运营合伙企业（OP）份额，将资本利得税递延至后续份额处置或转换环节，显著降低物业注入 REIT 的税务成本。在商业地产调整与权益融资需求上升的背景下，1992—1994 年美国权益型 REIT 数量由 89 只增至 175 只，市值由 758 亿元增至 2633 亿元，实现集中扩容。

1993 年美国修订 REIT 税收资格认定规则，五年内养老金持有市值占比由约 12%升至近 30%。美国《国内税收法典》规定，REIT 须满足“5/50”规则，即纳税年度后半年内，5 名及以内的个人不得合计持有超过 50%的 REIT 权益。**此前合格养老金信托被视为单一持有人，从而限制了大型养老金集中配置。**1993 年美国国会通过《综合预算调节法》，自 1994 年起允许合格养老金信托按受益人权益比例穿透认定持股，降低大额持仓触发 REIT 税收资格限制的风险。学界估算显示，养老金持有 REIT 市值占比由 1993 年的约 12%升至 1998 年的近 30%，同期机构投资者整体持有占比亦由 1992 年的约 16%升至 1996 年的约 41%。

仅供内部参考，请勿外传

图表13：1985—1997 年美国权益型 REIT 数量及市值



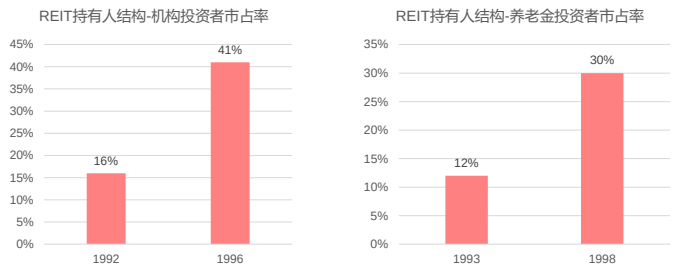
资料来源：Nareit，中信建投

养老金持股约束放宽后，美国养老金持有 REIT 市值占比五年内由约 12%升至近 30%。学界估算显示，养老金持有的 REIT 市值占美国 REIT 总市值的比重由 1993 年的约 12%升至 1998 年的接近 30%；同期，全部机构投资者持有的 REIT 市值占比也由 1992 年的约 16%升至 1996 年的约 41%。

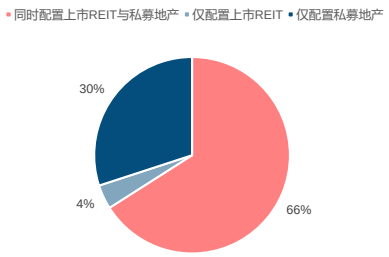
养老金参与 REIT 的范围较广，已配置房地产的 DB 养老金样本中，按规模加权约 70%具有上市 REIT 敞口。约 70%（按规模加权）的样本美国 DB 养老金在房地产投资中使用上市 REIT；对于同时配置上市 REIT 与私募地产的养老金，上市 REIT 平均仅占其房地产组合的 15%。

对 C-REITs 而言，潜在增量资金＝可投资养老金规模×实际参与率×组合配置比例，政策初期未必需要推动养老金大比例配置，更重要的是扩大可参与机构范围。

图表14：养老金及机构投资者持有的上市 REIT 市值占美国 REIT 总市值比重



图表15：配置房地产的美国 DB 养老金中，近 70%包含 REITs 敞口



资料来源：Ciochetti、Craft、Shilling（2000）；Below、Stansell、Coffin（2000）；Wilshire Associates，Nareits，中信建投
注：样本口径为全美投资于房地产的确定给付型（DB）养老金计划；此处“上市 REITs”仅指代权益型 REITs（Equity REITs）；Nareit 基于 Preqin 数据，2025 年 1 月

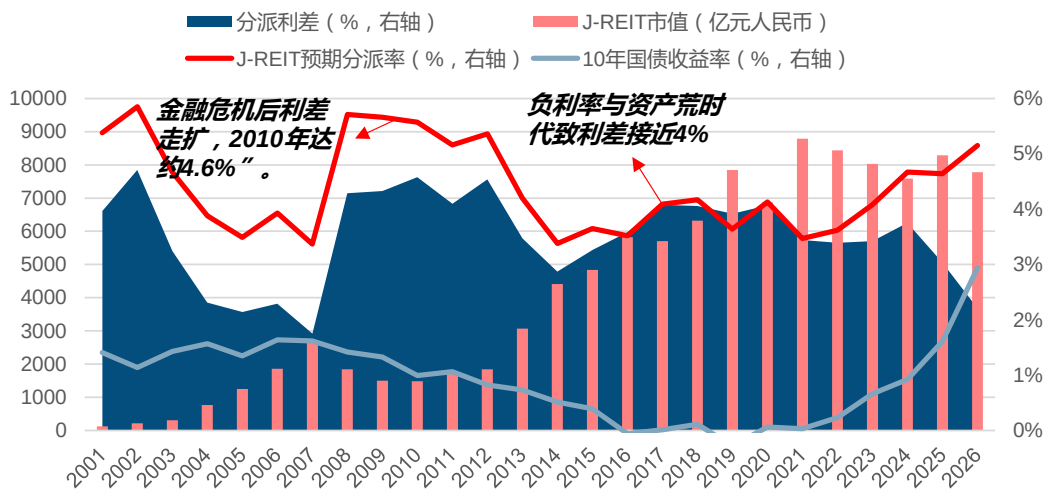
2.2 日本：央行在市场承压阶段增持 J-REIT，政策性资金提供逆周期承接

低利率与资产荒环境凸显 J-REIT 配置价值，2012 年后分派利差再度接近 4 个百分点。2007—2010 年，受全球金融危机及 J-REIT 市场信用事件影响，市场市值由 2692 亿元降至 1484 亿元，分派收益率由 3.37%升至 5.57%，收益率差由 1.75 个百分点扩大至 4.58 个百分点；2012 年后，日本无风险利率持续下探，低利率与资产荒环境下，REIT 利差再次接近 4%，提供了较好的配置吸引力。

仅供内部参考，请勿外传

日本央行通过逆周期增持增强市场承接能力，2010—2022 年累计买入约 341 亿元 J-REIT。日本央行于 2010 年首次买入约 1.1 亿元 J-REIT，2014 年将年度购买目标由 15 亿元提高至 45 亿元；2020 年疫情冲击下全年买入 57.4 亿元，为历年最高。2010—2022 年累计买入约 341.2 亿元，2024 年停止新增购买后，于 2026 年起按每年约 2.5 亿元的节奏缓慢退出。对 C-REITs 而言，长期资金政策除扩大险资、养老金及年金的投资范围外，还需优化考核周期和二级市场配置机制，增强长期资金在供给扩容及市场波动阶段的承接能力。

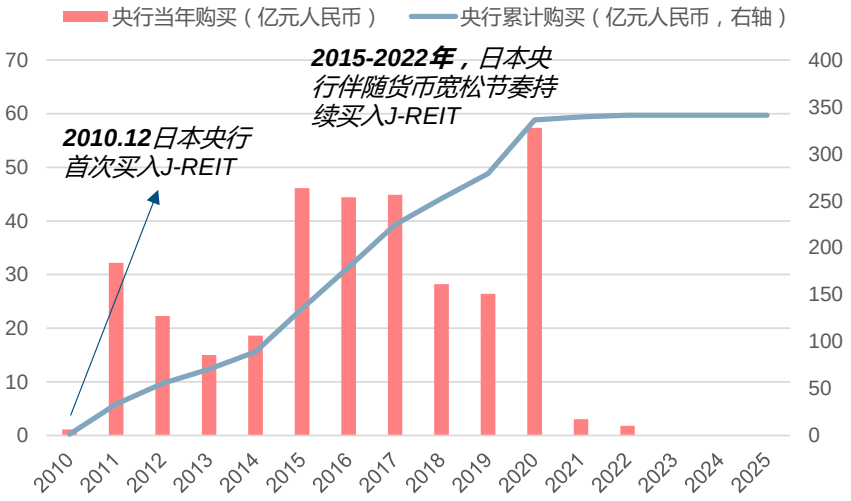
图表16：日本 J-REIT 市场规模及相对 10 年期国债收益率差



资料来源：BOJ，ARES，中信建投

注：市场规模及收益率均取各年 8 月末数据；市场规模按 100 日元兑 5 元人民币换算。

图表17：日本央行 J-REIT 买入规模随货币宽松及市场波动调整



资料来源：BOJ，ARES，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

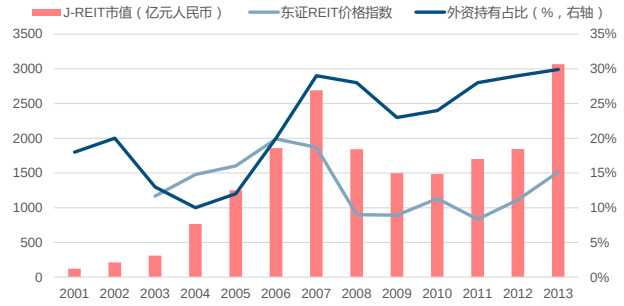
三、海外交易型资金：外资增配承接 J-REIT 扩容，活跃交易影响边际定价

3.1 市场扩容与国际指数纳入相衔接，外资逐步成为重要配置力量

国际指数纳入与市场扩容拓宽外资配置空间，2004—2007 年 J-REIT 市值扩大至 3.5 倍。2003 年 4 月，东证 REIT 指数发布，同年 5 月 J-REIT 首次纳入 MSCI Japan 指数，提升了国际投资者对这一资产类别的关注度，并为跟踪相关基准的资金参与提供条件。此后，上市标的增加、资产类型丰富，市场逐步具备承接机构规模化配置的容量。2004—2007 年，J-REIT 市值由约 764 亿元增至 2692 亿元，外资扩大配置的市场基础随之完善。

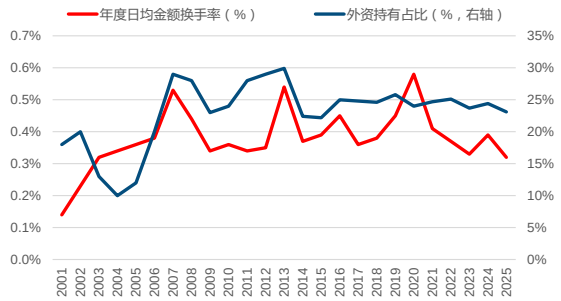
外资集中增配成为 J-REIT 扩容的重要承接力量，2004—2007 年持有占比提升约 19 个百分点。2004—2007 年，外资持有占比由约 10%升至 29%，同期 J-REIT 年度日均金额换手率由 0.34%升至 0.53%，市场扩容与交易活跃度提升同步发生。2005 年后，日本房地产基本面改善，资产价值与租金增长预期增强，外资配置意愿上升，在新上市项目集中增加期间扩大了市场需求来源。我们认为，境外资金参与的价值除承接新增供给外，还在于增加二级市场交易力量，为市场扩容提供流动性支持。

图表18：J-REIT 市场扩容与外资增配进程



资料来源：ARES，中信建投

图表19：J-REIT 年度日均换手率与外资持有占比



资料来源：ARES，中信建投

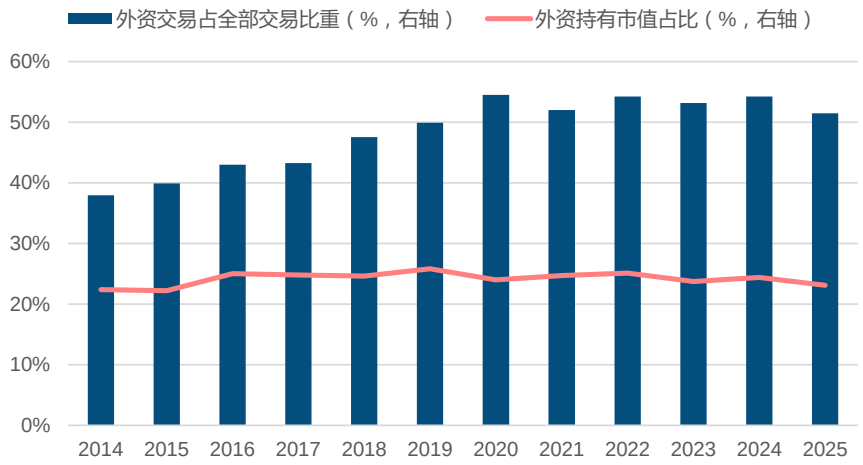
3.2 外资交易占比明显高于持仓占比，是 J-REIT 边际定价的重要力量

外资持仓占比长期维持在两成出头，但交易金额占比已超 50%，边际定价影响突出。2014—2025 年，外资持有 J-REIT 市值的比重由 22.4%小幅升至 23.1%，交易金额占比则由 38.0%升至 51.5%，2020 年以来均超过 50%。外资以约四分之一的持仓贡献约一半的交易，体现出较高的调仓活跃度。我们认为，外资资金进出是影响二级市场边际供需的重要变量，判断其定价作用需要同时关注持有结构与交易行为。

外资净买卖与 J-REIT 市场涨跌多数年份同向，2014—2025 年有 9 年走势一致。2014—2025 年的 12 年中，有 9 年外资净买卖与指数涨跌方向一致。其中，2021 年外资净买入约 130.3 亿元，东证 REIT 价格指数上涨 15.8%；2024 年外资净卖出约 58.3 亿元，指数下跌 8.5%。但 2020 年、2022 年亦出现外资净买入而指数下跌的情况，说明资金流向与价格之间存在双向联系，市场走势还受到利率及资产基本面等因素影响。日本经验表明，长期资金提供持有基础，活跃资金影响边际供需，两类资金共同参与市场定价。

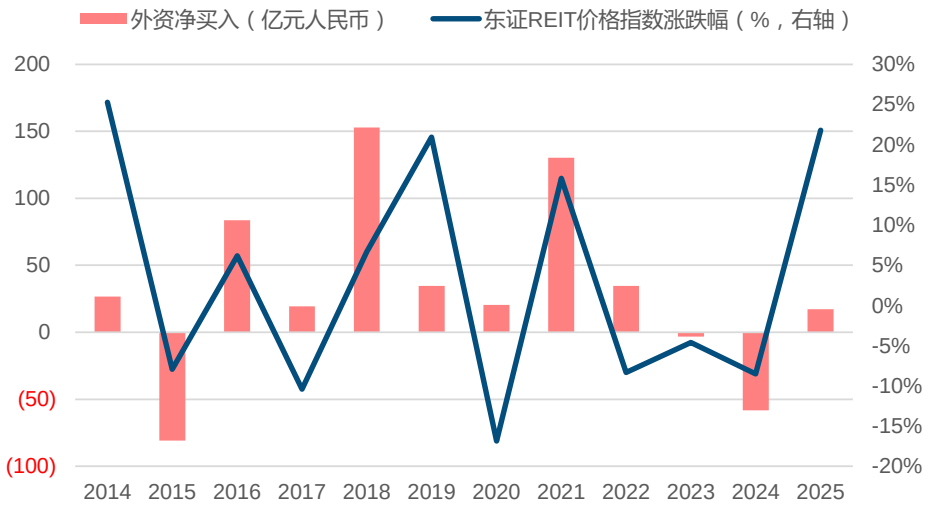
仅供内部参考，请勿外传

图表20：J-REIT 外资交易占比明显高于持有市值占比



资料来源：东京证券交易所，中信建投

图表21：J-REIT 外资净买入与东证 REIT 价格指数涨跌多数年份同向



资料来源：东京证券交易所，中信建投

仅供内部参考，请勿外传

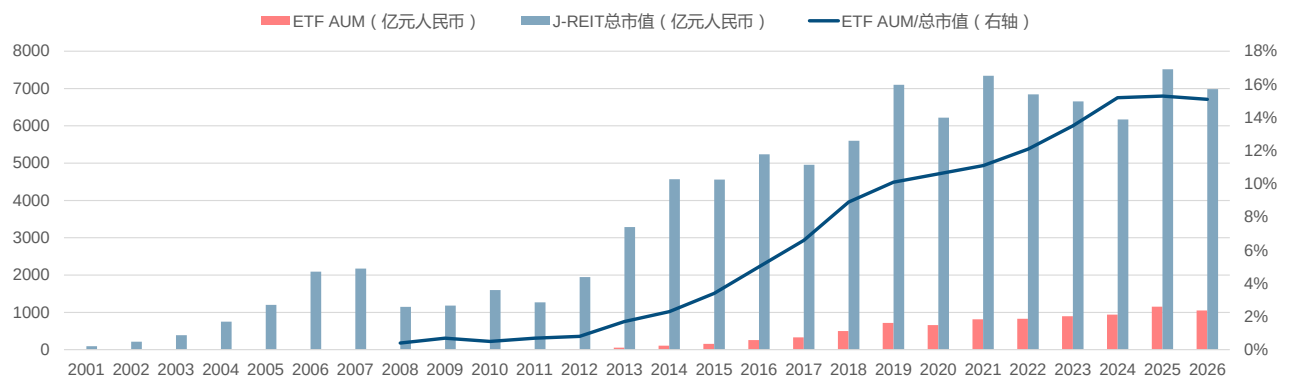
四、配置工具：ETF 等指数产品降低 REITs 投资门槛，推动市场显著扩容

4.1 J-REIT ETF 成为商业银行增配的重要渠道，机构资金推动产品扩容

J-REIT ETF 的发展建立在底层市场扩容和指数体系成熟基础之上，ETF 形成规模后反过来拓宽了市场资金来源。2008 年首批 ETF 上市后受金融危机影响长期处于小规模阶段；2013 年后，随着 J-REIT 市场容量和流动性提升，机构配置需求逐步释放，ETF 发行、指数体系和做市机制同步完善，推动 ETF 进入规模化发展阶段。

海外经验表明，ETF 既是 REIT 市场成熟的结果，也是进一步引入增量资金的基础设施。其核心作用在于将逐只择券需求转化为资产类别 Beta 配置，通过降低研究成本、分散个券风险和提升交易便利性扩大投资者覆盖面。当前 C-REITs 供给已明显丰富，若 ETF 推出能够与指数体系完善、做市机制优化及长期资金准入协同推进，有望形成与供给扩容相匹配的新增配置需求。

图表22：J-REIT 发展过程中 ETF 增量资金入场的里程碑事件



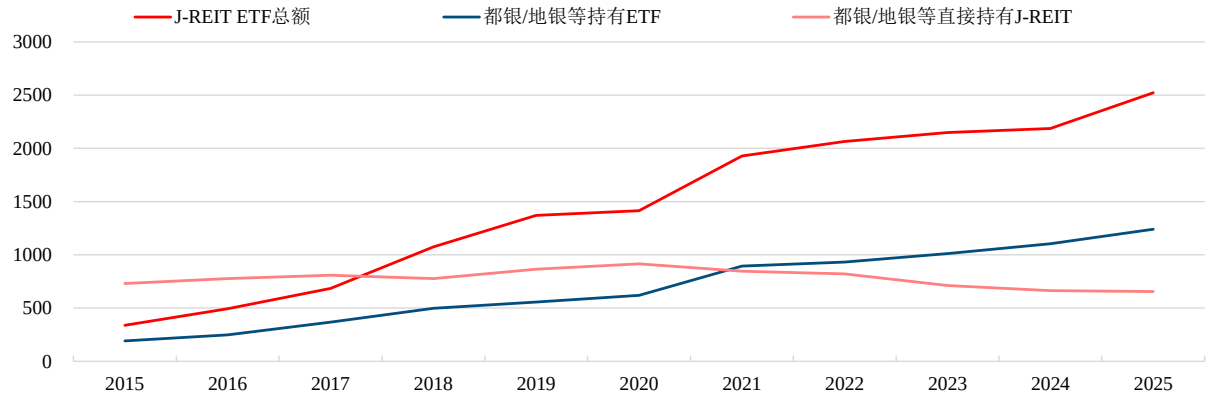
资料来源：东京证券交易所，ARES，中信建投

商业银行成为 J-REIT ETF 扩容的核心力量，2025 年持有规模占 ETF 市场近半。2015—2025 年，J-REIT ETF 规模由 0.34 万亿日元增至 2.52 万亿日元，其中都银、地银等持有规模由 0.19 万亿日元增至 1.24 万亿日元；截至 2025 年，商业银行持有接近一半的 J-REIT ETF，是 ETF 市场最主要的资金来源。

银行新增 REITs 配置逐步向 ETF 倾斜，2021 年 ETF 持有规模首次超过直接持仓。同期，都银、地银等直接持有 J-REIT 的金额整体维持在 0.7 万亿日元左右，持有占比则由 6.8%降至 4.5%；2021 年后，银行持有 ETF 的规模开始超过直接持有个券的规模，显示新增配置更倾向于通过 ETF 进入。ETF 能够降低个券研究成本并分散单一项目风险，更符合区域金融机构的配置需求。

仅供内部参考，请勿外传

图表23：商业银行直接持有 J-REIT 与持有 J-REIT ETF 规模（十亿日元）



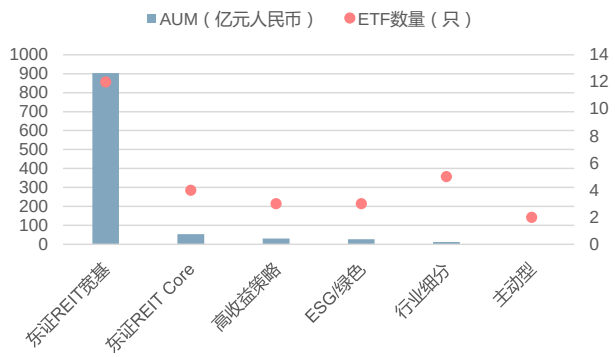
资料来源：东京证券交易所，中信建投

4.2 头部宽基 ETF 具备规模与流动性优势，差异化安排支撑多产品并存

J-REIT ETF 呈现宽基主导、头部集中的格局，宽基产品以约四成数量占据近九成市场规模。当前东证 REIT 宽基 ETF 以约四成的产品数量承载约九成 AUM，规模前五大 ETF 合计占比超过六成，且均为覆盖面广、流动性较好的核心指数产品。**行业、主题及主动 ETF 更多承担差异化配置功能，尚未成为主要资金入口，**反映成熟市场中 ETF 发展的重点并非单纯增加产品数量，而是培育少数具备规模、流动性与机构认可度的旗舰产品。

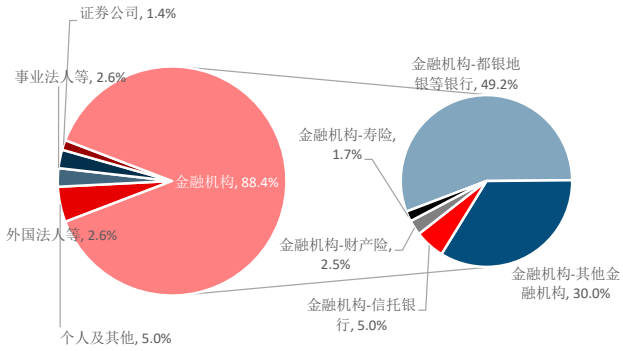
J-REIT ETF 以机构配置为主，金融机构持有占比达 88.4%，其中商业银行贡献近半。金融机构持有 J-REIT ETF 占比达 88.4%，其中银行占比接近一半，ETF 已成为机构获取 Beta、分散个券风险和提升组合管理效率的重要配置工具。对 C-REIT ETF 而言，初期应优先培育宽基核心产品，并同步完善机构准入、指数及流动性机制，使 ETF 真正成为承接增量资金的标准化入口。

图表24：J-REIT ETF 产品中宽基产品占比达 88%



资料来源：ARES，Bloomberg，中信建投

图表25：J-REIT ETF 投资者持有结构



资料来源：ARES，Bloomberg，中信建投

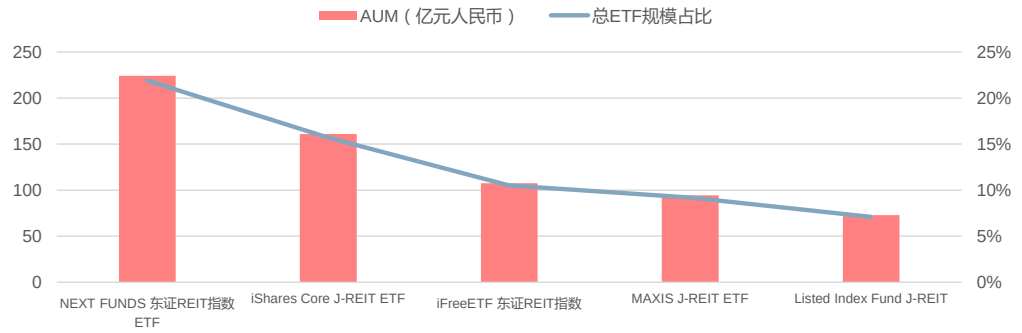
头部宽基 ETF 依托规模与流动性形成正向循环，头部产品买卖价差仅 0.04%。1343 于 2008 年首批上市，截至 2026 年 5 月净资产约 5171 亿日元，并在成交额和买卖价差方面明显领先。规模扩大能够提升做市商配置库存和持续报价的意愿，较窄价差又进一步吸引高频交易和机构大额调仓，形成“规模扩大—流动性改善—资金

仅供内部参考，请勿外传

进一步集中”的循环。因此，尽管主要宽基产品均跟踪东证 REIT 指数、收益率较为接近，二级市场交易仍逐步向 1343 等少数旗舰产品集中。

日本宽基 ETF 并未形成单一产品垄断，其他产品通过低交易门槛、费率及分红安排实现差异化竞争。1476、1488 和 1597 均已支持 1 份起买，当前最低交易金额约 1800 日元，仅为 1343 约 1.9 万日元的十分之一；1597 管理费为 0.1595%，较 1343 低 1.1bp，1488 和 1597 还通过与 1343 错开的分红月份满足投资者现金流管理需求。对 C-REIT ETF 而言，初期应优先培育 1—2 只具有规模和流动性的宽基核心产品，避免同质化产品过早分流有限资金；后续再围绕业态聚焦、收益策略、分红频率和渠道客群发展差异化产品。

图表26：J-REIT 规模前五大 ETF 市占率超 60%



资料来源：东证交易所，中信建投

注：净资产规模截至 2026 年 5 月末；近 90 日平均成交额截至 2026 年 6 月 24 日；买卖价差截至 2026 年 5 月 29 日；管理费率均为含税口径；分配金收益率为近 12 个月口径。不同统计日期可能存在小幅变化。

图表27：主要宽基 J-REIT ETF 投资交易指标比较

代码	产品	净资产规模（亿日元）	近 90 日平均成交额（亿日元/日）	买卖价差	管理费率	近 12 个月分配金收益率
1343.T	NEXT FUNDS 东证 REIT 指数 ETF	5171	16.79	0.04%	0.17%	4.73%
1476.T	iShares Core J-REIT ETF	3690	3.43	0.07%	0.17%	4.87%
1488.T	iFreeETF 东证 REIT 指数	2556	2.55	0.09%	0.17%	4.63%
1597.T	MAXIS J-REIT ETF	2285	2.67	0.11%	0.16%	4.74%

资料来源：东证交易所，中信建投

注：净资产规模截至 2026 年 5 月末；近 90 日平均成交额截至 2026 年 6 月 24 日；买卖价差截至 2026 年 5 月 29 日；管理费率均为含税口径；分配金收益率为近 12 个月口径。不同统计日期可能存在小幅变化。

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

4.3 场外指数基金与 ETF 功能互补，交易与渠道差异支撑分层发展

场外普通指数基金与 ETF 长期并存，日本代表性场外 J-REIT 指数产品规模超 3500 亿日元。指数型 ETF 与场外普通指数基金均属于指数投资工具，主要区别在于交易方式和销售渠道。日本代表性场外产品中，既包括依靠银行渠道和按月分配积累规模的传统产品，也包括费率较低、主要服务定投及长期配置的新型产品。不同产品长期并存，说明投资者对交易便利、销售渠道、分红频率和费率的需求并不相同，ETF 并未完全替代场外基金。

国内首批 4 只 REITs 指数基金已覆盖场外配置需求，未来 ETF 将补充盘中交易与机构大额执行功能。日本 J-REIT ETF 合计规模约 2.52 万亿日元，明显高于代表性场外指数基金规模，主要依靠盘中交易、较低费率及机构大额执行形成差异化优势。国内首批 REITs 指数基金已为居民提供低门槛、分散化配置渠道，后续 ETF 有望进一步满足机构交易及组合管理需求，但仍需底层流动性、申赎及做市机制配套支持。

图表28：国内 REITs 指数基金、日本场外 J-REIT 指数基金与 J-REIT ETF 对比

对比维度	国内场外 REITs 指数基金	日本场外 J-REIT 指数基金	日本 J-REIT ETF
市场规模	首批 4 只产品合计募集近 12 亿元，单只募集上限均为 3 亿元	8 只代表性产品合计约 3500 亿日元，最大单只超过 1200 亿日元	23 只产品合计约 2.52 万亿日元，约占 J-REIT 市值的 15%
渠道	依托银行、基金代销及互联网平台	银行渠道积累时间较长，同时覆盖互联网平台、定投账户和部分养老金账户	主要通过证券账户持有，金融机构占比约 88.5%，更偏机构配置及交易型资金
交易定价	按基金净值交易	按基金净值交易	可以盘中实时成交及限价委托，便于机构控制调仓时点和成交价格
流动性	通过预留现金和当日申赎资金集中轧差，管理人可安排底层资产的交易节奏	渠道资金相对稳定，申赎按日集中处理，成熟产品可依靠长期客户基础平滑资金波动	投资者之间可以直接转让 ETF 份额，只有持续净申赎才会传导至底层资产，二级市场增加一层流动性承接
费率	A/C 类产品层年固定费率约 0.6%/0.8%，最低 1 元起购	产品分层较丰富：低费率积累型约 0.19%～0.28%，传统按月分配型约 0.7%～0.8%	头部产品管理费约 0.16%～0.17%，1343 总费用率约 0.21%，机构大额配置成本较低
优势	低门槛打通一篮子配置 C-REITs 的渠道，适合居民定投及长期配置	同时满足长期积累和定期现金流需求，渠道、分红安排和账户体系形成产品黏性	补充盘中交易、机构大额执行、价格发现及二级市场流动性组织功能

资料来源：东证交易所，中信建投

注：选取持续披露规模、主要跟踪东证 REIT 全收益指数且具有代表性的 8 只公募产品，其中定期分配型包括 Daiwa J-REIT、One J-REIT、AMO J-REIT 及 Amova J-REIT 指数基金，低费率积累型包括 eMAXIS Slim、SMT、Nissay 及 Tawara 国内 REIT 指数基金。数据截至 2026/8。

仅供内部参考，请勿外传

五、海外经验借鉴：分阶段拓宽资金来源，关注确定性与修复机会

5.1 增配逻辑与测算假设：短期释放配置需求，中长期拓宽产品及资金来源

1）短期现有政策逐步起效，资产荒与成本收益约束促使险资、理财率先增配。低利率及优质生息资产相对稀缺的背景下，分派稳定的 REITs 可为险资、理财提供收益补充。10 月 9 日发布的**公募《运作办法（征求意见稿）》**拟明确，基金投资 REITs 不适用投资其他基金的比例限制及 FOF 相关规定，有望拓宽公募参与，但实际配置仍取决于基金合同、产品策略及规则落地。**《保险公司资产负债管理办法》将于 2027 年起施行**，要求人身险综合投资收益、净投资收益对负债资金成本、保证成本的覆盖率分别不低于 100%，强化稳定现金流的配置需求。测算据此适度提高短期险资、理财配置率，并将商业不动产战配等投资规则完善作为后续增配条件。

2）中期 ETF 等产品扩大间接配置，社保养老随准入及考核制度完善逐步参与。日本银行通过 ETF 增配 J-REIT 的经验表明，标准化工具能够降低个券研究及组合管理成本。国内场外指数基金已提供一篮子配置，后续 ETF 可补充盘中交易与机构大额执行功能，其吸引力仍需底层流动性、做市及申赎机制共同完善。社保养老增配则需投资范围、受托管理和长期考核相衔接。2025 年中长期资金入市实施方案提出，全国社保实行五年以上、基本养老及企（职）业年金实行三年以上长周期考核，有助于降低短期净值波动对配置决策的约束；测算仍以各类资金的 REITs 投资制度及内部流程逐步完善为前提，中期仅计入适度配置。

3）长期由社保养老、居民及境外资金共同扩大配置，资产组合成熟与跨境便利拓宽资金来源。证监发〔2025〕63 号明确引导社保、年金等中长期资金入市，并推动 REITs 纳入沪深港通。境外持仓的积累还取决于指数覆盖、交易结算和汇率风险管理的便利程度。供给端通过扩募及购入资产形成多项目组合、提高单只 REITs 规模与风险分散能力，有助于满足机构大额配置需求。长期情景假设全国社保基金、基本养老受托、企业及职业年金各配置自身资金池的 0.6%，居民通过直接参与及基金等工具增加持有，境外资金随跨境渠道拓展积累持仓。

图表29：C-REITs 主要资金增配驱动、阶段假设与配置方向

资金来源	增配逻辑与测算假设	配置方向
保险资金	资产荒及成本收益匹配约束推动增配，商业不动产战配规则完善可拓宽配置范围。短/中/长期占自身资金池 0.12%/0.15%/0.25%。	现金流稳定、运营成熟的消费、仓储物流等资产；商业不动产战配以配套规则完善为前提。
银行理财	收益增强需求与委外、指数工具丰富共同推动增配。短/中/长期占自身资金池 0.06%/0.08%/0.10%。	成熟运营、分派稳定且流动性较好的项目；通过公募基金及后续 ETF 等工具分散配置。
个人投资者	打新及二级交易与基金间接配置共同增长。短/中/长期占 REITs 市场 7.22%/8.63%/10.75%，包含直接与间接持有。	场外基金便利小额长期配置，ETF 补充盘中交易；一篮子投资降低个券研究与组合构建门槛。
社保及养老金	短期暂不计新增；中期社保、基本养老、企（职）业年金分别占自身池 0.15%、0.05%、0.10%，长期均 0.60%。准入、委托管理及长期考核需配套。	运营记录充分、治理规范、估值合理、资产组合分散的 REITs，更重视长期现金流与风险匹配。
境外资金	跨境渠道、国际指数覆盖及交易便利改善后逐步积累持仓。短/中/长期占 REITs 市场 0.50%/2.00%/10.00%。	规模与流动性较好、披露及治理规范的标的；跨境交易及汇率风险管理便利是配置的重要条件。

资料来源：中国证监会、金融监管总局、REITs 公告，中信建投测算

注：涉及 REITs 整体持仓比例的参数，以同期 REITs 供给情景值为分母，短期、中期及长期分别为 3400 亿元、4500 亿元和 9500 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

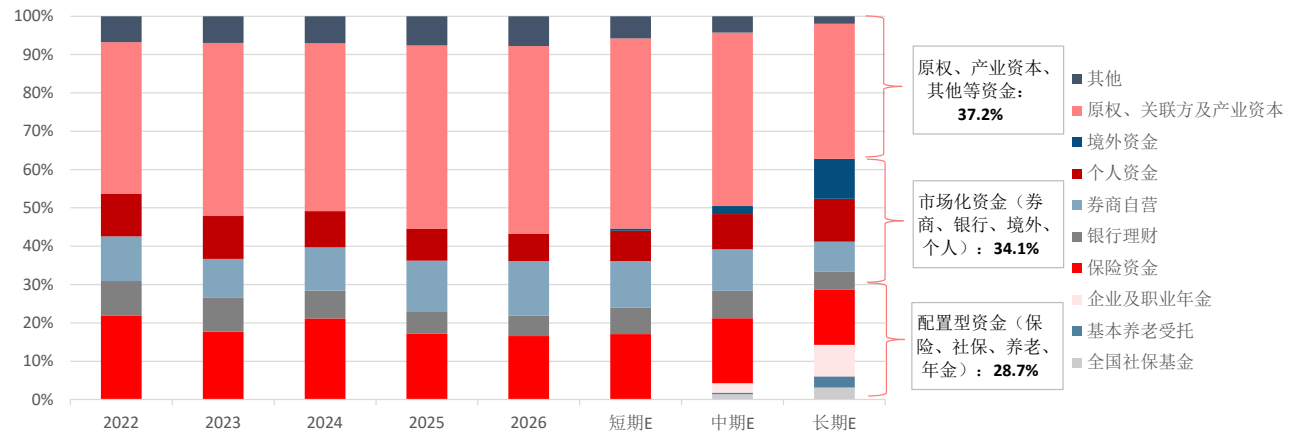
5.2 增量资金测算：分阶段拓宽资金准入与配置渠道，长期配置需求约 9100 亿元，引导增量资金与供给扩容相衔接

1）短期险资、理财及居民资金率先增配。在投资规则逐步完善、配置渠道持续拓宽的情景下，三类资金合计持仓由 666.9 亿元增至 989.4 亿元，较基期增长约 48.4%；各类资金测算持仓合计由 2300 亿元增至 3099.7 亿元，增长约 34.8%。短期增量主要来自已有参与基础的资金，险资与理财配置比例提升、居民直接及间接持仓增加是主要贡献。

2）中期社保养老逐步参与，配置型资金规模进一步扩大。测算中期保险及社保养老资金合计持仓达 895.9 亿元，较基期 381.6 亿元增长约 135%；其中，社保、基本养老受托及企业和职业年金合计贡献约 179.6 亿元配置需求。叠加其他资金增配，各类资金合计配置规模升至 4228.2 亿元，资金来源逐步由现有机构扩展至更多长期投资者。

3）长期多元资金共同增配，配置需求约 9100 亿元，与假设供给规模总体接近。长期情景下，各类资金合计配置规模达 9128.5 亿元，相当于 9500 亿元假设市场规模的约 96%。其中，保险及社保养老等配置型资金持仓约 2621.9 亿元，占假设市场规模的 27.6%，个人及境外资金占比各约 10%。随着外部资金参与扩大，原始权益人及产业资本持有占比逐步下降，市场对原权及券商资金的依赖有所减轻。

图表30：C-REITs 各类资金配置规模测算示意图



资料来源：REIT 公告，中信建投

注： 2022—2026 年参考发行阶段持有人数据库及历年前十大持有人结构变化回推，均非全市场实际持仓统计。各类资金持仓结构占比，以同期各类资金持仓金额合计为分母。其中，短期、中期及长期的测算配置总额分别为 3099.7 亿元、4228.2 亿元和 9128.5 亿元。该口径与图表 29、31 中以 REITs 供给情景值为分母的比例不同。

仅供内部参考，请勿外传

图表31：C-REITs 各类资金配置规模测算

资金类别	指标 / 参数口径	2026	短期	中期	长期
长期配置资金					
全国社保基金	*占自身资金池*	*0.00%*	*0.00%*	*0.15%*	*0.60%*
	持仓金额（亿元）	0.0	0.0	58.7	286.3
基本养老受托	*占自身资金池*	*0.00%*	*0.00%*	*0.05%*	*0.60%*
	持仓金额（亿元）	0.0	0.0	18.1	265.1
企业及职业年金	*占自身资金池*	*0.00%*	*0.00%*	*0.10%*	*0.60%*
	持仓金额（亿元）	0.0	0.0	102.8	751.8
保险资金	*占自身资金池*	*0.09%*	*0.12%*	*0.15%*	*0.25%*
	持仓金额（亿元）	381.6	529.8	716.3	1,318.7
长期配置资金小计		**381.6**	**529.8**	**895.9**	**2,621.9**
市场化配置资金					
银行理财	*占自身资金池*	*0.04%*	*0.06%*	*0.08%*	*0.10%*
	持仓金额（亿元）	122.2	214.3	303.1	418.5
券商自营	*占REITs市场规模*	*14.23%*	*11.07%*	*10.18%*	*7.58%*
	持仓金额（亿元）	327.3	376.4	458.2	720.1
个人资金	*占REITs市场规模*	*7.09%*	*7.22%*	*8.63%*	*10.75%*
	持仓金额（亿元）	163.2	245.4	388.4	1,021.0
境外资金	*占REITs市场规模*	*0.01%*	*0.50%*	*2.00%*	*10.00%*
	持仓金额（亿元）	0.3	17.0	90.0	950.0
市场化配置资金小计		**613.0**	**853.0**	**1,239.7**	**3,109.6**
原权及其他资金					
原权及同控关联方	*占REITs市场规模*	*40.96%*	*39.00%*	*37.00%*	*30.00%*
	持仓金额（亿元）	942.2	1,326.0	1,665.0	2,850.0
其他机构及产业资本	*占REITs市场规模*	*7.99%*	*6.21%*	*5.51%*	*3.87%*
	持仓金额（亿元）	183.7	211.3	248.0	367.4
其他	*占REITs市场规模*	*7.81%*	*5.28%*	*3.99%*	*1.89%*
	持仓金额（亿元）	179.5	179.5	179.5	179.5
原权及其他资金小计		**1,305.5**	**1,716.8**	**2,092.6**	**3,397.0**
资金测算合计		**2,300.0**	**3,099.7**	**4,228.2**	**9,128.5**

资料来源：REIT 公告，中信建投

注：“占自身资金池”以对应类别资金池规模为分母；“占 REITs 供给情景值”以基期 2300 亿元及短期、中期、长期分别 3400 亿元、4500 亿元、9500 亿元为分母。“资金测算合计”为各类资金测算持仓金额之和，短期、中期及长期分别为 3099.7 亿元、4228.2 亿元和 9128.5 亿元，与供给情景值存在差异，因此表内以供给情景值为分母的比例合计不必等于 100%。

仅供内部参考，请勿外传

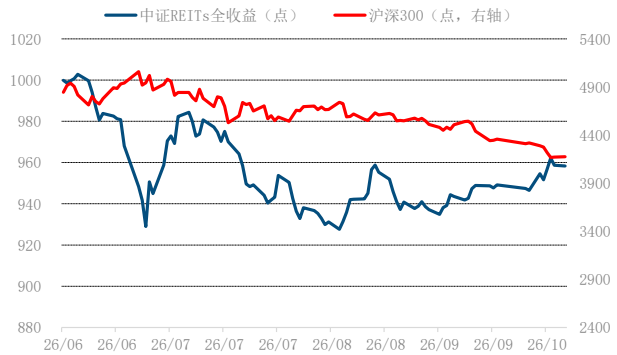
5.3 投资建议：增量资金改善供需格局，低估值布局确定性与修复弹性

增量政策逐步落地，市场供需格局有望改善。首批 REITs 指数基金持续建仓，二级债基投资范围扩容，公募基金运作新规拟进一步拓宽投资渠道；叠加险资配置需求提升及商业不动产 REITs 配售机制优化等政策预期，增量资金有望逐步入场，改善市场供需格局。

低利率环境强化红利配置价值，板块估值仍处相对低位。当前产权类 REITs 平均现金分派率约 4.7%，产业园区、仓储物流分别达 5.9%、5.4%；产权类年内累计下跌 7.16%，产业园区、仓储物流分别下跌 20.9%、13.9%，前期供给及经营压力已有较充分反映，具备一定底部配置价值。**机构间 REITs 的较低收益水平亦从侧面反映资产荒下的配置需求：**近期，某新能源机构间 REITs 全周期 IRR 约 4%，某港口机构间 REITs 项目 2026 年预测现金分派率约 2.6%。

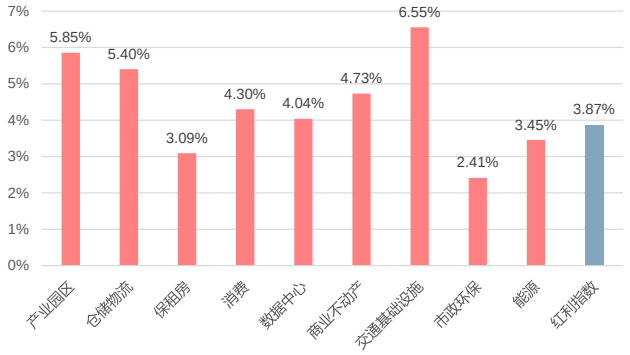
投资建议：以确定性资产构筑底仓，兼顾景气修复弹性。1）确定性方面，受益于低利率环境下的红利配置需求，重点配置现金流稳定、抗周期属性较强的奥特莱斯、保租房、市政环保及数据中心，关注国泰海通砂之船商业 REIT、中金唯品会商业 REIT、中金厦门安居 REIT、富国首创水务 REIT 及南方润泽科技数据中心 REIT 等标的；**2）弹性方面**，关注租赁供需边际改善的仓储物流，以及区域交通需求恢复、经营扰动消退的部分高速公路项目，关注嘉实京东仓储、中航易商仓储、华泰江苏交控及华夏南京交通高速公路 REIT。

图表32：6 月下旬以来 REITs 市场走势



资料来源：Wind,中信建投

图表33：公募 REITs 收益率相较红利指数仍具吸引力



资料来源：Wind，中信建投

注：经营权类采用 IRR，产权类采用现金分派率

仅供内部参考，请勿外传

风险分析

1、 审批及发行进展不及预期的风险：REITs 审批及发行受项目质量、监管审核速度及市场环境等多方面因素影响，若项目成熟度不高、监管审核速度放慢及市场环境低迷，将会使 REITs 审批发行放缓。

2、 政策出台不及预期的风险：我国 REITs 立法、税收及信息披露等多项制度尚待建立及完善，若相关政策出台不及预期，可能会影响 REITs 市场的持续健康发展。

3、 二级市场波动的风险：REITs 的风险特征表现为中等风险及中等收益，历史上 REITs 市场曾受个别资产基本面疫后修复不及预期、整体 REITs 市场投资人类型单一、投资行为趋同等影响，二级市场持续回调，出现较大波动。

仅供内部参考，请勿外传

分析师介绍

黄啸天
中信建投证券地产经营服务及 REITs 行业首席分析师，上海财经大学硕士。2018 年加入中信建投，深入覆盖房地产开发、物业管理、REITs 等领域。2020 年最佳行业金牛分析师奖团队成员，2018、2020 年卖方分析师水晶球奖团队成员，2018-2024 年 Wind 金牌分析师。

研究助理

崔晓夏
cuixiaoxia@csc.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk