



疫情下的美国REITs市场 及对我国的启示

American REITs amid the Covid Pandemic and China's Experience

。 戚 铭 崔雅强 常柏芃 穆亭林

摘 要：本文通过考察美国REITs市场在疫情防控期间的表现，证明中国REITs市场拥有巨大发展前景且不会受到疫情防控常态化的影响，尤其观察到目前拟定的重点支持行业在疫情防控期间美国REITs市场的表现，无论收益回报、市值还是增发情况都好于疫情前。另外通过对比目前美国REITs市场主流外部融资手段，提出形成REITs扩募细则将是我国公募REITs市场发展的必要条件。

关键词：公募REITs 新冠肺炎疫情 基础设施 REITs扩募

Abstract: This paper aims to demonstrate the growth potential of the REITs market in China and the relatively limited impact of COVID by tracking the performance of the U.S. REITs market throughout the pandemic. The critical sectors likely to receive support from the Chinese government have in particular seen better outcomes during the pandemic in terms of market performance, market capitalization, investment returns, and the amount of capital raised. By studying the mainstream fund-raising channels in the U.S., this paper concludes that a rollout of detailed guidelines on secondary offerings is imperative to the advancement of the REITs market in China.

Keywords: REITs, COVID, Infrastructure, REITs Second Offerings

作者单位：招商证券股份有限公司投资银行委员会。



美国和中国REITs市场发展概况

美国REITs市场分行业发展现状

REITs起源于美国，目前已经发展成为全世界范围规模最大的REITs市场。截至2021年末，美国（公募可交易型）REITs存量市值超过1.4万亿美元，数量超200家。

按照底层资产类型来看，美国REITs产品可以分为12个类型，分别是：自助仓储、基础设施、数据中心、工业、办公、零售、住宅、林地、医疗保健、酒店、多元化、特殊类。

办公REITs持有并管理办公类物业，包括办公园区、写字楼等。不同的办公REITs的经营领域重点有区别，有一些根据办公楼所在区域如中央商务区或郊区来区分自己的专注领域；有一些根据租户类型如政府机构或互联网科技公司来区分自己的专注领域。很多美国的大公司如Salesforce、亚马逊都在使用REITs所拥有的办公楼。

工业REITs持有并管理厂房、仓库、配送中心等工业类物业。工业REITs在快递物流服务中发挥着重要作用，帮助电子商务行业实现快速交付。亚马逊、家得宝和沃尔玛等公司正依靠着这些REITs进行最后一公里配送。

零售REITs持有并管理零售类物业，包括大型区域性商场、奥特莱斯中心、以食品杂货为主的购物中心和以大卖场为主

按照底层资产类型来看，美国REITs产品可以分为12个类型，分别是：自助仓储、基础设施、数据中心、工业、办公、零售、住宅、林地、医疗保健、酒店、多元化、特殊类。

的大型户外购物中心等。

酒店REITs持有并管理酒店类物业，包括酒店、度假村等。根据酒店的服务水平和设施等特点，酒店REITs拥有众多不同类型酒店，范围广泛。包括万豪、希尔顿和丽思卡尔顿等许多知名酒店品牌，都在REITs拥有的物业之上运营。

住宅REITs持有并管理各种形式的住宅，包括公寓楼、学生住房、预制房屋和单户住宅等。一些住宅REITs专注于特定的细分市场，例如特定的地理区域或特定的租户群体。

林地REITs持有并管理各种类型的林地，主要从事木材采伐和销售。

医疗保健REITs持有并管理各种医疗保健相关物业，包括养老院、医院、医疗办公大楼、疗养院、专业护理机构等。

自助仓储REITs持有并管理仓储设施，并将仓储空间出租给租户，包括公司和个人。

基础设施REITs持有并管理基础设施类物业，包括通讯、能源等方面的基础设施。

数据中心REITs持有并管理用于储存



表 1 美国与其他主要 REITs 市场的市值规模分行业对比 (单位: 亿美元)

行业类型	美国	日本	新加坡	中国香港
工业	1 848.90	267.22	237.16	3.32
办公	1 063.41	225.61	68.79	5.27
零售	1 861.15	47.79	76.21	48.92
住宅	2 416.25	136.83	—	—
多元化	369.42	635.37	310.55	225.36
酒店/度假	418.03	44.84	52.85	6.16
医疗保健	1 192.98	4.72	23.55	—
自助仓储	1 131.96	—	—	—
林地	388.68	—	—	—
基础设施	2 111.87	—	—	—
数据中心	1 130.36	—	—	—
特殊用途	646.91	—	40.40	—
小计	14 579.91	1 362.38	809.51	289.04

数据来源: NAREIT、www.japan-reit.com、SEX、HKEX^①。

数据的设施,提供一系列产品和服务来帮助保护服务器和数据的安全,包括提供不间断电源、风冷式冷水机和物理安全等。包括IBM、Ubisoft和AT&T在内的众多公司都使用REITs拥有的数据中心。

多元化REITs持有并管理上述多种物业类型的组合。

特殊REITs持有并管理较为特殊的物业类型,这些房地产不属于上述任何类型,如电影院、监狱、农田、户外广告牌等。

表1列示了主要国家和地区各行业上市REITs的市场规模。整体看,美国方面,基础设施与住宅REITs,市值分别已超

2 000亿美元。另外办公、零售、医疗保健、自助仓储、数据中心REIT市值均在1 000亿美元以上。

中国REITs市场的发展

2020年4月30日,随着《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》和《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)两个核心指引文件的发布,中国版REITs有了规范性文件,正式进入试点阶段。文件限定了基础设施领域,对项目要求、融资用途限制、产品的载体和发行方式进行了规定。

① 美国数据截至2022年2月28日,日本截至2022年3月31日,新加坡截至2022年2月28日,中国香港截至2022年3月31日。



2021年6月，我国境内首批9只基础设施公募REITs在沪深交易所上市，标志着公募REITs试点正式启动，此后基础设施公募REITs项目稳步推进。2022年4月，华夏中国交建高速公路REITs挂牌后，我国境内已上市基础设施公募REITs达到12只，底层资产涉及产业园区、高速公路、仓储物流、污水处理等。未来证监会将研究制定我国境内基础设施公募REITs扩募规则，并抓紧推动保障性租赁住房公募REITs试点项目落地。

新冠肺炎疫情暴发前后美国REITs市场表现

疫情前后美国REITs表现

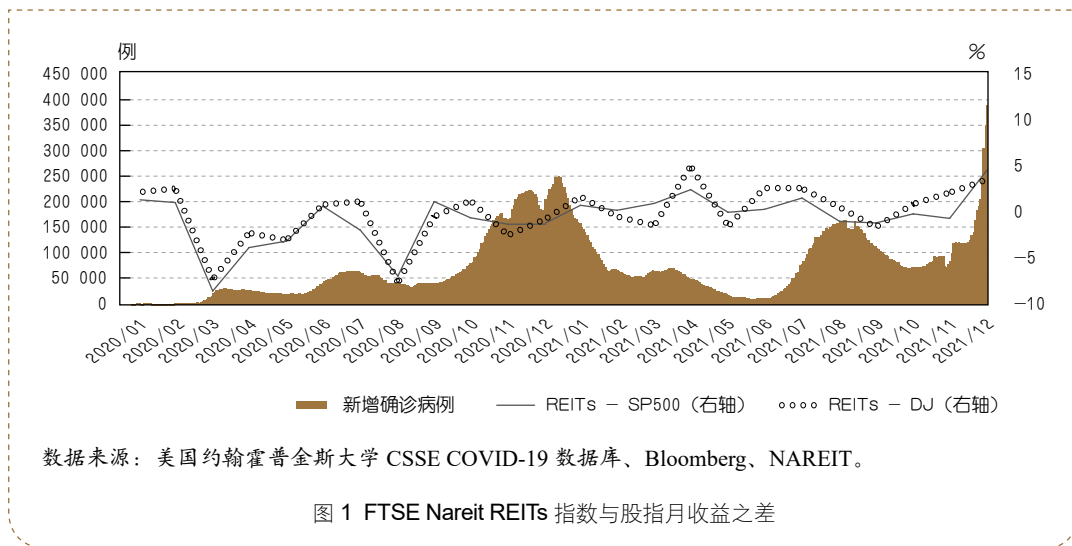
整体收益变化

2020年2月新冠肺炎疫情暴发，严

重打击对多种商业地产的需求，REITs的表现大大落后于美国股票。2020年FTSE Nareit REITs指数回报率-5.86%，S&P500回报率18.4%，D&J回报率9.72%。美国的商业房地产市场在2021年出现相当强劲的复苏，2021年FTSE Nareit REITs 指数回报率39.88%，S&P500回报率28.71%，D&J回报率20.95%（图1）。

各细分行业收益率、市值、扩募变化

回报率方面：尽管疫情之后回报率总体下降，但仍有相当一部分行业回报率要高于疫情前的水平。自助仓储、工业、数据中心、基础设施是疫情后回报率最高的行业；林地、住宅、特殊、零售这些行业同样表现不俗，其疫情后的年化回报率均超过其疫情前回报水平；医疗保健、多元化、办公、酒店这些行业受挫严重，疫情





以来均回报不佳，且低于其疫情前的回报水平（图2）。

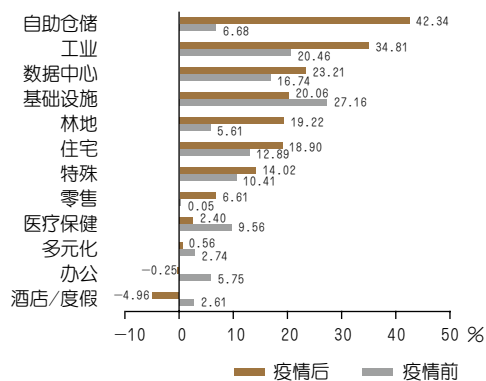
市值方面：受疫情影响，2020年末的美国REITs市值总体来看较上年有大幅下降，零售、酒店、多元化行业市值均出现了20%以上的下滑，而数据中心行业较上年增长35.01%，工业、自助仓储、林地、基础设施行业市值也分别实现了13.66%、9.64%、8.63%、6.49%的增长（图3）。此外，在2021年的复苏中，所有行业2021年末的市值较上年都有不同程度的增长，其中又以自助仓储、零售、工业增幅最大，均超过60%。

扩募方面：总体来看，2020年总扩募规模较上年有所减小，医疗保健、住宅、酒店、特殊等行业扩募规模均有下降，其中又以医疗保健、住宅行业下降

最为明显，分别减少52.24亿美元、38.42亿美元的扩募规模；此外，数据中心、基础设施、办公、零售、自助仓储等行业扩募规模都有所上升，办公、自助仓储行业疫情后的扩募规模连续两年保持增长（图4）。

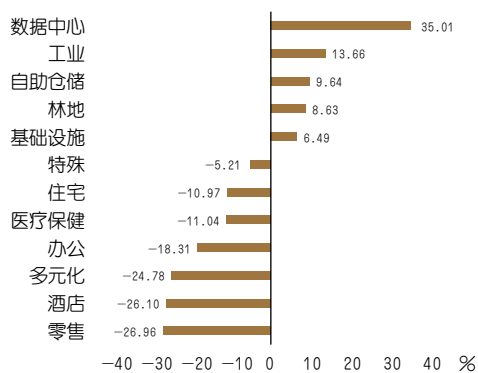
疫情前后美国REITs细分行业表现

以2020年新冠肺炎疫情暴发为节点，统计2017—2019年各行业的年化回报率、市值以及扩募，与疫情防控期间做比较，可以将美国REITs细分行业按照变化趋势分为三大类：回报高于疫情前的水平，市值增长且扩募增加：自助仓储、工业、数据中心、零售；回报低于疫情前的水平，市值下滑且扩募减少：医疗保健、酒店/度假；回报低于疫情前的水平，市值下滑但扩募增加：办公。



数据来源：NAREIT、Bloomberg。

图2 美国REITs各行业疫情前后年化回报率



数据来源：NAREIT。

图3 美国REITs各行业2020年末较上年市值增长率



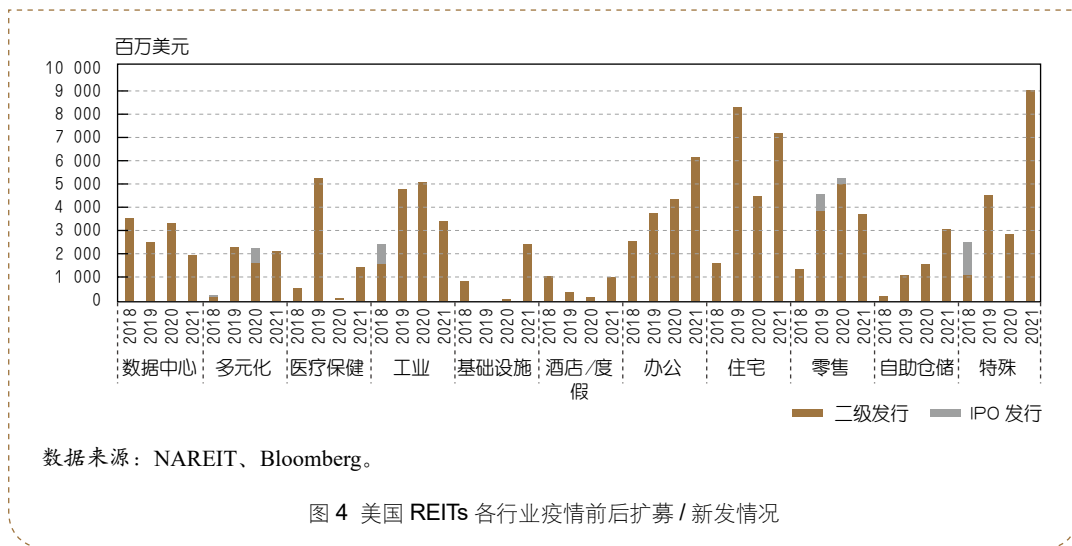
疫情后，自助仓储、工业、数据中心、零售这些行业表现亮眼，回报高于疫情前的水平，市值增长且扩募增加

自助仓储是REITs在新冠肺炎疫情中表现最佳的一个细分行业，在2021年还达到79.43%的总回报，远超疫情前的回报水平。自助仓储行业的需求通常来自于人们生活的变化，比如搬家找工作、结婚、离婚、上学等，在此时人们往往需要更多的存储空间。而疫情驱使人们远程办公和学习，需要在家中腾出额外空间。此外加之强劲的住房市场和房屋销售的影响，且企业方面也需要空间囤积以备不时之需的库存，自助仓储的需求激增，占用率和租金均创历史新高。

数据中心同样是受益于疫情防控期间社会封锁限制的行业之一。疫情后的年化

回报是23.21%，高于疫情之前16.74%的水平，市值同样增长很快，扩募方面也有明显增加。数据中心REITs持有并管理存储数据的网络基础设施，对数据中心的需求来自于数据使用量的增长。疫情暴发后，随着人们的活动从商场、公园办公室、学校转移到网上，互联网的使用率飙升，大量数据流量产生，催生了对数据中心的需求。此外，尽管2021年社会生活陆续从封锁中恢复，但部分社会行为已发生一些潜在的永久性变化，如远程办公这一模式仍为许多企业所保留，这些行为将助力互联网流量的持续增长，从而增加对数据中心的需求。

工业行业涉及主体持有并管理工业类物业，包括厂房、仓库、配送中心等，在电子商务中发挥着重要作用。得益于疫情





防控期间电子商务的发展，工业REITs也实现了较高的回报。2021年工业REITs全年回报率62.03%，年末市值较上年末大增65.42%，同样远超疫情前水平。从实体零售向在线购物的转变助长了对仓库、分销中心、配送中心等物流空间的需求，支持了工业REITs的收益。

零售行业疫情后的平均回报水平同样高于疫情之前，主要驱动力来自2021年零售业的复苏，在2021年总回报率接近52%，年末市值较上年末增长64.72%。此外，零售行业2020年扩募规模达50.41亿美元，较2019年增长30.69%，另还有2.51亿美元的首次公开募资。尽管在疫情初期，由于封锁限制，商场、购物中心等大规模关闭极大拉低了线下零售销售额，且线下零售还面临着电子商务的不断冲击，但随着商店重新开张，报复性购物和亲身体验型购物者的回归促进了零售REITs的复苏，支持了零售REITs收益的恢复。

基础设施行业在疫情后的表现相当稳健，尽管未超过疫情前回报率的峰值，但已实现了疫情背景下各行业中位列前茅的回报水平，2020年末基础设施REITs市值为20.25亿美元，较上年末增长6.49%，扩募规模较上年也有所增加。基础设施REITs专注于电信塔、光缆和无线基础设施等物业。在家办公的趋势加速了对高速互联网连接的需求，因为大量数据的使用需要改进现有网络基础设施

和额外的蜂窝塔。

尽管大部分行业已趋于稳定并回升至疫情前的水平，但医疗保健、酒店、度假回报和市值低于疫情前的水平，且扩募有所减少

酒店/度假行业在疫情之后年化回报率约-5%，低于疫情之前2.6%的平均水平，2020年末市值较上年末下滑26.10%，扩募规模也较上年减少了57.84%，为受新冠疫情影响最大的行业之一。疫情暴发后，封锁措施和旅行限制减少了对休闲和商务旅行的需求。出于安全原因，线上会议而非面对面的会议受到青睐，这进一步损害了酒店行业的收益和扩张。美国旅游协会2021年7月的一份报告预测，商务旅行要到2024年才能达到疫情前的水平。且由于部分商旅、会议可能持续保持线上进行，这一板块或将出现无法彻底复苏的长期结构性变化。

医疗保健行业在疫情之后年化回报率2.4%，低于疫情之前9.6%的平均水平，2020年末市值较上年下降11.04%，扩募规模由2019年的52.87亿美元断崖式下降至0.63亿美元。新冠病毒已被证明对老年人

从实体零售向在线购物的转变助长了对仓库、分销中心、配送中心等物流空间的需求，支持了工业REITs的收益。



办公室仍将作为商业活动的中心，灵活的混合办公模式或减少对办公空间的需求，但对社交距离和个人空间的高度关注导致的对办公空间需求的增加也许会与之相抵消，使所需办公面积达到与疫情之前相当的水平。

来说影响尤为严重，并且在群体环境中更容易传播。因此，随着疫情在美国蔓延，以老年住房为重点的医疗保健物业遭受打击尤其严重，老年住房和专业护理设施面临新居住客户的需求延迟和发病率导致的入住率下降的压力。同时，由于新冠肺炎疫情导致医疗机构大面积关闭，随之而来的裁员压力、加速采用远程医疗等变化也极大限制了医疗保健租户的收入，使得医疗保健行业面临破坏。

办公行业回报和市值低于疫情前的水平，但扩募增加

办公行业同样是受疫情影响最严重的行业之一。在疫情之后年化回报率约-0.25%，低于疫情之前5.75%的平均水平，然而扩募规模不减反增，2020年、2021年的扩募规模分别较上年增长16.71%、41.35%。疫情促使远程办公模式成为常

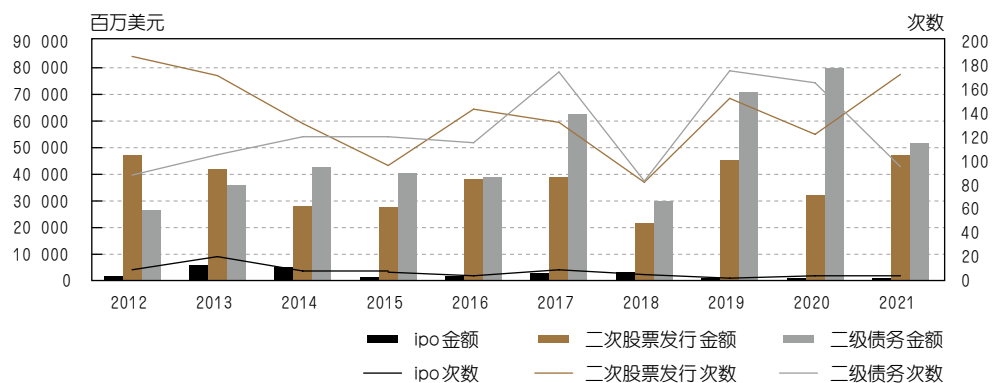
态，办公楼当仁不让成为直接受影响的行业。2020年5月，美国460万员工因新冠疫情在家办公。办公楼空置率的增加直接导致租金收入下降、停车场收入减少以及向租户发放的租金减免金额增加。然而，近期一些主要科技公司签署的新租约证实，办公室仍是商业模型的重要组成部分。随着远程工作模式的持续进行，许多组织开始看到生产力和团队协作受到影响。办公室仍将作为商业活动的中心，灵活的混合办公模式或减少对办公空间的需求，但对社交距离和个人空间的高度关注导致的对办公空间需求的增加也许会与之相抵消，使所需办公面积达到与疫情之前相当的水平。

启示

疫情防控期间美国REITs市场的表现支持《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》^①中涉及的重点行业

通过比较疫情前后美国各个行业REITs的收益率变化、市值变化及扩募情况，可以发现：自助仓储、工业、数据中心、零售四个行业回报高于疫情前的水平，市值增长且扩募增加，表明市场对于这几类行业充分认可。而《通知》提到的重点支持行业就包括仓储物流、收费

① 下文简称《通知》。



数据来源: <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/reit-capital-offerings>。

图 5 2012—2021 年美国 REITs 市场融资额

公路等交通设施,水电气热等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目,信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等。除基础设施外,仓储物流对应美国REITs分类中的工业,信息网络对应数据中心,而数据中心和工业REITs都在疫情防控期间迎来了大发展。即使是基础设施行业,在疫情后的表现也相当稳健,尽管未超过疫情前回报率的峰值,但已实现了疫情背景下各行业中位列前茅的回报水平,2020年末基础设施REITs市值为20.25亿美元,较上年末增长6.49%。2021年基础设施类REITs也实现

了大幅扩募,远超疫情前2018、2019年水平。因此结合目前政策指引及疫情防控期间美国存续REITs表现,传统基础设施、仓储物流及信息网络等行业REITs在疫情新常态下会迎来重大发展。

中国REITs市场潜力巨大

根据美国经济分析局和Nareit的数据,美国REITs存量市值占美国固定资产净存量的比例在2020年达到1.84%,而根据中国国家统计局数据,我国REITs试点相关基础设施行业在2003—2017年的累计投资达119.17万亿元,因此对标美国粗略估计,中国仅试点行业基础设施REITs市场金额就可以突破2万亿元人民币,而我

① 数据来源: Wind, 截至2022年3月31日。



国目前存量的11只REITs市值仅441.44亿元^①。中国庞大的基础设施资产规模足以支撑我们发展起一个巨大的公募REITs市场。

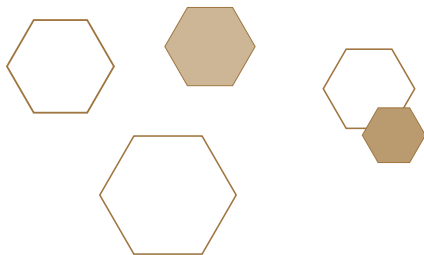
REITs扩募细则的明确是公募REITs市场发展的必要条件

根据《美国证券法》及相关规定，美国公开发行的REITs，与普通公司发行证券遵循一样的规则。现阶段美国公开REITs市场已经相当成熟，现在主要的外部融资手段以二次增发为主，IPO占比较小。2012—2021年，美国公募REITs市场共计IPO72次，募集金额236.7亿美元。作为对比，二次增发共计1 388次，募集金额合计3 678.31亿美元（图5）。

因此当我国REITs市场发展到一定规模之后，扩募将是市场体量进一步发展的主要力量。我国现有的基础设施公

募REITs规则明确基础设施基金可进行扩募，但是REITs再次扩募的规则尚未确定，根据证监会《深入推进公募REITs试点 进一步促进投融资良性循环》，研究制定基础设施REITs扩募规则将是下一阶段的重点工作。扩募规则的确定将从顶层设计上完善和保证REITs市场健康有序发展，保障广大投资人利益，同时为扩募发售方式保留充分的灵活性。^[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献：

- [1]程昱,李帅,杨冰,陈健恒.REITs: 海外实践和与中国制度[R/OL].中金固收.2020.
- [2]发展改革委.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(发改投资[2021]958号)[EB/OL].https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202112/t20211231_1311123.html?code=&state=123.
- [3]高旭华,修逸群,高仪.REITs: 颠覆传统地产的金融模式(第二版)[M].北京:中信出版集团.2021:158-170,203-211.
- [4]林华中国REITs操作手册(第二版)[M].北京:中信出版集团.2021:14-23,47-73,87-103.
- [5]孟明毅.不动产信托投资基金的美国经验借鉴[J].金融研究.2020(1):124-135.
- [6]证监会.公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)[EB/OL].<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101877/c1029531/content.shtml>.
- [7]证监会.深入推进公募REITs试点 进一步促进投融资良性循环[EB/OL].http://www.gov.cn/xinwen/2022-03/20/content_5680044.htm.
- [8]John Worth.2022 Outlook for the Economy,Commercial Real Estate, and REITs[N/OL].Nareit.<https://www.reit.com/data-research/research/nareit-research/2022-reit-outlook-economy-commercial-real-estate>.
- [9]Travel Forecast[N/OL].U.S.Travel Association.<https://www.ustravel.org/research/travel-forecasts>.