

外审意见与作者回复

外审意见

意见 1：熵权法选取的风险因素之间存在一定相关性，例如宏观经济风险与利率风险、法律缺失风险与政府监管风险等，有可能会影响到结果的准确性。建议采取措施解决相关性问题，比如首先进行相关性分析，之后进行聚类分析。

意见 2：在多元回归中，解释变量有募集金额和发行价格，而募集金额是有效认购份额与发行价格的乘积，二者存在高度相关性，可能导致多重共线性问题。

意见 3：在多元回归中，被解释变量为认购倍率，而认购倍率可细分为网下投资者和网上投资者 2 种不同的认购倍率，二者的概念是不同的，不宜统一为认购倍率。

作者回复

意见 1 反馈：本次熵权法选取的风险因素已运用“扎根理论”进行相关性分析和聚类分析，出于论文篇幅限制，未把分析过程呈现在正文中，底稿详见附件。

意见 2 反馈：本文写作中，构建了四个多元线性回归模型，分别检验募集金额、发行价格、标的物评估价值及原始权益人及关联方认购比例对被解释变量认购倍率的影响，因此募集金额和发行价格未出现在一个回归模型中。

意见 3 反馈：本文使用的被解释变量为网下认购倍率作为被解释变量，在本文写作时未进行明确导致歧义，已统一修改表述，感谢评审专家指正。本文使用网下认购倍率有以下考虑：一方面从当前 REITs 发行机制看，网下投资者涵盖范围更广（主要为证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者、商业银行及其理财子公司、符合规定的私募基金管理人以及其他中国证监会认可的专业机构投资者），而基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于公开发售数量的 70%，因此涵盖的主体更广、更能反映发行时期的投资者热情。另一方面从已有研究看，多将网下有效认购倍数作为对于新股“捧场”程度的指标（徐茜. 网下配售特征对 IPO 抑价的影响[D]. 山东大学, 2020. [1]房兆琦. 股票投资者情绪与上证指数互动关系研究[D]. 山东财经大学, 2018.）。

表 5 回归结果

被解释变量	ln(Sub)			
模型	(1)	(2)	(3)	(4)
intercept	6.0325*** (0.4121)	5.1271*** (0.3432)	5.9346*** (0.3739)	4.4463*** (1.1335)
ln(amt)	-0.4904** (0.1361)			
ln(price)		-0.4572 (0.2776)		
ln(value)			-0.4599** (0.1233)	
ln(holder)				0.0475 (0.3272)
First	-2.3155*** (0.1954)	-2.3808*** (0.2079)	-2.2512*** (0.1776)	-2.3737*** (0.2192)
Mode	-0.4720* (0.2326)	0.0366 (0.3452)	-0.1342 (0.1846)	-0.4457* (0.2404)

相关性分析和聚类分析过程

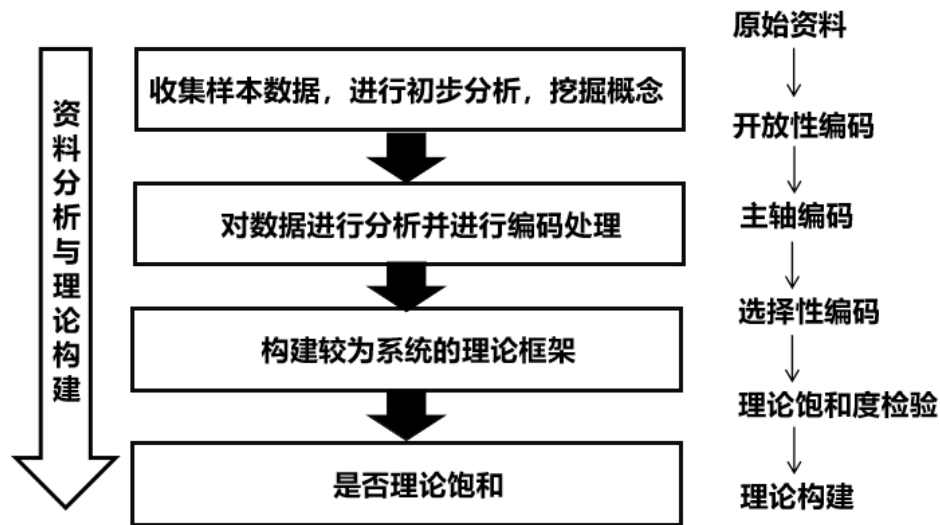
一、仓储物流行业公募 REITs 发行全生命周期影响因素识别

REITs 产品结构复杂，涉及资本管理、资产管理、项目运营等多个专业领域，涉及基金管理人、基金托管人、原始权益人及外部管理方等多方主体。作者综合采用文献、深度访谈及案例分析等方法，基于“扎根理论”初步对仓储物流 REITs 从准入、立项、运营及上市的全生命周期相关影响因素进行归纳总结，其优势在于在质化研究中吸收了量化研究的优点，通过严谨的推导对现有理论进行总结和研究。

(一) 扎根理论

扎根理论是由 GlaserB. G 于 20 世纪中叶创立，其核心是以经验资料为基础构建理论模型。具体而言，研究者需先对研究主体进行资料查阅，进行初步概念厘清与概念归属形成范畴，即为开放性编码。并在此基础上探索范畴之间的逻辑

关系，进一步凝练形成主范畴，进而形成主轴性编码。最终对于部分类属进行升华，使其概括成具有全局统领性的核心范畴，最终形成扎根理论。



（二）数据来源

采用扎根理论进行研究时，需通过深度访谈该领域的专家进行研究数据的采集。公募 REITs 发行全生命周期影响因素识别是一个较为复杂、系统的工程，涉及主体较多、评价要素繁杂。在此背景下，本文一方面依托中国邮政集团内外部资源，深度访谈了曾参与 REITs 试点项目并成功落地的原始权益人、在物流仓储领域具有先进运营管理经验与投融资实践的运营方及在公募 REITs 领域具有丰富实操经验的公募基金管理人、财务顾问等专家 7 人，访谈时间超 15 小时，形成近 10 万字访谈纪要。另一方面，本文通过在知网平台搜索“REITs 风险”“REITs 融资动因”等关键词的学术期刊、硕博论文、深度研报等资料，形成文献资料库，为后续进行分析、概括、提炼出核心范畴打下基础。

（三）开放性编码

1.概念化

利用扎根理论对文献资料及深度访谈资料进行开放性编码，筛选出与研究主体相关的语句，并逐句进行详细分析，共贴出近 300 个标签。本文作者根据相关性、重要性及结果性原则对原始标签库进行概念提取，最终提取 98 个概念。部分标签列表如下所示。

部分概念列表

概念化	原始语句
具有价格黏性	当通货膨胀发生时，投资者会将更多的资金转移至实体经济而非金融资产，同时仓储物流等基础设施基础价格（物流费、租金）等具有价格黏性，相较于其他投资标的而言，REITs 具有较强的抗通胀

	特点。
基于现金流折现的产品	REITs 本质上是基于未来现金流折现的一个产品，具有一定的抗通胀属性。
有效分散组合风险	从今年市场情况来看，REITs 走出了一波独立于沪深 300 与中证指数行情，REITs 与其余大类资产的相关性相对较低，可有效分散组合风险。
受宏观经济波动影响	在经济上行期物流业务量、产业园区出租率等上涨，持续提高相关企业盈利水平，从而提升 REITs 收益水平；经济下行时，基础设施项目发展受限，影响基础设施项目的收益水平，对 REITs 产生负面影响。
利率风险	当利率上升时，一方面基础设施项目融资成本升高，影响底层资产运营，另一方面投资者由于较高的预期收益率选择收益率更高的金融资产，减少对公募 REITs 产品投资。
融资成本相对较低	（我们公司是）民营企业，相较于国有企业面临的成本较高，REITs 是比较好的融资方式。
企业经营特性	银行贷款对于短期偿债能力有要求，（我们公司是）民营企业，难以获得足额贷款。
信贷政策收紧	随着房地产行业监管趋严，地产行业信贷规模不断收紧，导致企业贷款获得不足，需通过其他外源方式进行融资。
发行成功奖励	如成功发行 REITs，政府会给予公司奖励，按净投资规模给予一次性补贴。
当地示范效应	类比 IPO 成功发行给当地带来的示范效应，地方政府给予企业激励补贴、税收优惠及配套支持，对鼓励原始权益人发行 REITs 具有较大的促进作用。
声誉效应	对于已经上市的原始权益人主体，发行 REITs 可带来企业声誉的增益，从而带来股票价格的提升，（因此 REITs）可作为一种拆分上市的手段。
净值提升	他（REITs 原始权益人）每次能够不断扩募的话，每一次扩募其实对他的净值都是有一个比较好的抬升的。
发行规模	单笔融资规模要 10 亿以上，（我们公司）仓都比较小且不连成片，达不到（发行）规模要求。
底层资产特点	发行 REITs 需底层资产产权清晰，符合收益稳定、风险小等特征。

标的物的运营方式	经营权类的 REITs 相较于产权类更受欢迎。
标的物所处领域	产业园受经济影响较大，某园区基础设施类年初出现了退租，这类 REITs 我们就不碰了。
标的物规模	相较于当前标的物规模，（我们）更看重未来扩募的能力。
标的物区位	（我们选择 REITs）产品主要看重区位，保障性租赁住房它都是在大城市，就是它这个租金收入是比较稳定的。
产品特性介于股债之间	REITs 介于股票与债券之间，有比较高的派息率，风险收益也比较适中的。
产品价格波动性	在打破刚性兑付后，产品波动性比较大，而 REITs 有一个比较强的安全边际，对于原有的固收产品具有一定的替代作用。
“打新”效应	在第一批 REITs 推出来的时候，市场热情比较高，上市首日表现较好，具有较高的溢价率。
发行人声誉	基金管理人在 REITs 发行中的角色类比于上市公司“董秘”，对整体 REITs 的发行运作起到关键作用。
税收优惠	如果 (REITs) 与其他产品一样具有节税功能，预期其购买 REITs 的概率将越高。
投资者经验	在不动产或金融市场工作经验越长者，其对购买 REITs 的意愿越高，研究显示投资者在不动产或金融市场时间越久的人，越可能追求长期而稳定的投资报酬，从而偏好投资 REITs 的概率越高。
年龄	相关实证结果表明，有意愿购买 REITs 的投资者趋向年轻化，越年轻的投资者购买概率越高，年龄越高者，购买意愿下降。
流动性风险	当市场低迷或投资者情绪波动时，基金可能面临大规模赎回申请，导致基金净值下降或无法满足赎回要求造成流动性风险。
运营风险	基础设施项目运营过程中的项目运营管理水平、收入收费变化等风险。
合规风险	项目是否符合相关法律和政策规定。
现金流风险	现金流持续、稳定，且来源应合理分散。
资产质量风险	基础资产的权益完整性、产权明确性、债务水平、融资结构等是否存在问题。
委托代理风险	“双资产管理人”模式使得 REITs 比其他类型的公募基金面临更高的潜在委托代理风险。
信息披露风险	比如说有些出租率，是合同的还是每月发生的实际租金、是当月平均数还是时点数、披露频次是披露月末的，还是每个月都披露，目

前没有统一标准。	
投资者教育风险	投资者对产品不了解，投资者偏好的风险。

2.范畴化

在完成对调研资料的整理、分析和贴标签后，对 98 个标签进行概念提取，并根据相关概念之间的相似关系、相关关系和从属关系，最终梳理出 31 个范畴，下表列出了部分范畴提取结果。

部分范畴提取

范畴化	对应的标签
通货膨胀风险	具有价格黏性、基于现金流折现的产品
金融市场波动风险	独立沪深 300 行情、有效分散组合风险
宏观经济风险	项目收益本身受宏观经济波动影响、融资意愿受经济波动影响
利率风险	投资者利率选择、融资方融资工具选择
融资成本与可得性	融资成本相对较低、企业经营特性、信贷政策收紧
融资增益	发行成功奖励、当地示范效应、声誉效应、净值提升
发行门槛	发行规模、底层资产特点
项目属性	标的物的运营方式、标的物所处领域、标的物规模、标的物区位
预期收益率	产品特性介于股债之间、产品价格波动性、“打新”效应
发行人声誉	发行人评级
优惠项目	税收优惠
投资者自身因素	投资者经验、年龄
法律缺失风险	资产证券化的合法性、税务处理、投资者的权益保护
税收政策风险	增值税、企业所得税、个人所得税、土地增值税、契税、印花税
政府监管风险	土地使用政策、环保政策、安全政策
行业政策风险	监管漏洞和灰色地带、监管力度

运营风险	基础设施项目运营过程中与项目运营管理水平、收入收费变化等风险
合规风险	符合相关法律和政策规定
资产质量风险	基础资产的权益完整性、产权明确性、债务水平、融资结构等
委托代理风险	委托代理风险、同一基金控制下信息隔离风险
信息披露风险	披露口径、披露频次
投资者教育风险	投资者偏好

（四）主轴性编码

主轴性编码的目的在于将多个范畴进行联结，以深度探究不同范畴之间的逻辑关系，从而形成主次分明、均衡明晰的范畴体系。例如开放性编码中“运营水平”“合规风险”“资金投向风险”“资产质量”“利益冲突”等副范畴，可理解为 REITs 在产品的设计过程中应重点考虑及风险规避的因素，因此概括在“REITs 产品设计重点考察因素”主范畴中，最终形成了 7 个主范畴，分别为“市场风险因素”“政策风险因素”“原始权利人融资意愿影响因素”“REITs 产品设计重点考察因素”“REITs 产品要素”“投资者自身属性”“二级市场表现情况”等。进一步对主范畴涉及主体及所处 REITs 发行阶段进行分析，在对原始概念标签、范畴系统逐层梳理的基础上，确立了 REITs 发行全生命周期的影响因素，如下表所示。

选择性编码挖掘的核心范畴

核心范畴	主范畴	副范畴	内涵
整体影响 因素	市场风险因素	通货膨胀风险	市场风险是指因股票价格、利率、外汇汇率和大宗商品价格变化等因素而引起的损失不确定性。具体而言，包括宏观经济不确定性风险、利率、通货膨胀及金融市场波动等几个方面。
		金融市场波动风险	
		宏观经济风险	
		利率风险	
	政策风险因素	法律缺失风险	仓储物流 REITs 面临的政策配套风险主要来自于相关政策法规的不完善或缺失，可能导致 REITs 的运作和发展受到限制或挑战。主要表现为政府监管风险、法律缺失风险、税收政策风
		税收政策风险	
		政府监管风险	
		行业政策风险	

			险及行业政策风险。
发行上市前 影响因素	原始权利人融资 意愿影响因素	融资成本与可得性	根据优序融资理论，在存在信息不对称及交易成本时，企业选择融资方式具有一定的优先次序。
		融资增益	
		发行门槛	
	REITs 产品设计重点考虑因素	运营水平	REITs 产品结构与其他证券投资基金相比较为复杂，属于新设的基金品种，因此在设计产品结构时，需要在满足监管审查要点的基础上，对于 REITs 后续运营的各环节进行约定。
		合规风险	
		资金投向风险	
		资产质量	
		利益冲突	
		信息披露风险	
		投资者教育风险	
发行上市后 影响因素	REITs 产品要素	预期收益率	基础设施 REITs 的类型多样，特点不一，标准化程度相对较低，不同 REITs 资产在过往业绩、经营管理、资产前景、扩募潜力等方面各不相同，因此投资者在选择时有不同的偏好。
		发行人声誉	
		委托代理风险	
		优惠项目	
		项目属性	
	投资者自身属性	投资者自身因素	理性投资者在进行投资决策时，将进行一系列分析，而其投资该产品投资意愿、考虑因素受多种因素影响。
二级市场表现情况		实际收益率	

二、主范畴内涵界定

（一）市场风险因素

市场风险是指因股票价格、利率、外汇汇率和大宗商品价格变化等因素而引起的损失不确定性。具体而言，包括宏观经济不确定性风险、利率、通货膨胀及金融市场波动等方面。

1.宏观经济风险

仓储物流行业是周期性行业，其业务量和市场价格与经济周期密切相关。当经济处于上升周期时，生产和贸易活动增加，仓储物流需求随之增加，REITs 的

资产价值和收益也会相应提升；而在经济下行周期，仓储物流行业的业务量可能会减少，REITs 的资产价值和收益也会受到一定的影响。因此宏观经济运行周期性波动、商业地产市场供求关系改变、价格周期性变换，特别是国际国内经济上下行、宏观政策大起大落、地区经济状况变化等因素对商业地产市场即基础设施项目运行产生扰动，引发项目资金链不稳定、不动产资产估值变化等后果，进而影响 REITs 产品投资收益。

2.利率风险

利率是 REITs 产品投资收益水平的一个重要影响因素，在其他条件不变的情况下，更高的利率会降低物业的价值并增加 REITs 的借贷成本，在其租金既定的情况下，产品分红必然降低，进而引起 REITs 产品价格下跌，使得 REITs 的股息与固定收益类产品相比缺乏吸引力。当利率下降时，REITs 分红回报在相对较低的利率环境中更有竞争力。当然也可能存在另一种情况，REITs 在利率上升的环境中表现良好，因为利率上升通常与经济增长和通胀上升密切相关，可能意味着房地产投资环境变好。总体而言，REITs 对利率变化的敏感性会因市场条件和各种因素而异。此外，内地投资者直接或通过 QDII 基金间接投资境外 REITs，都可能面临汇兑、外汇管制以及项目地经济社会环境等其他境外投资的特定风险。

3.通货膨胀风险

通货膨胀对 REITs 的影响，可以从收入和支出两个方面的影响来考量。收入端主要考虑租金增长能否赶上物价水平，而成本端主要考虑债务利息负担因素。租金具有价格黏性，仓储物流等基础设施基础价格（物流费、租金）等需等到合约期满后才能进行调整，因而导致通货膨胀与 REITs 收益呈现负相关关系。从支出端看，面对通货膨胀往往会采取紧缩的货币政策以回流资金、降低物价、抑制经济过热，而 REITs 融资方基本上都是高负债运营，对于杠杆高、利率上升期间到期债务多、浮动利率债占比高的 REITs 项目尤其不利。

与股票、债券等传统大类资产相比，不动产具有强大的抗通胀能力。早在 1977 年，法玛（Fama）等的研究发现，在美国市场，不动产是最重要的抗通胀工具，能够对冲预期和非预期通货膨胀的影响。REITs 是与不动产密切相关的重要金融产品，具有抗通胀属性。REITs 与通胀的关系，已经在多个经济周期中得到佐证。在 1970 年代的美国大通胀期间，CPI 达到了 13.5% 的峰值。当时，REITs 表现相当出色：1979 年交易所上市的全美权益型 REITs 的回报率为 24.4%，其中股息收入平均高达 21.2%，扣除通胀因素（13.5%）后回报率为 10.9%。更长的周期来看，1972 年至 2020 年间，全美 REITs 年均回报率为 9.43%，权益型 REITs 的年均回报率高达 11.45%，高于标普 500 的 10.82%、纳斯达克指数的 8.83% 和道琼斯指数的 7.49%。

4.金融市场波动风险

金融市场中的波动风险是指金融资产价格的变化和涨跌幅度，以及投资者因市场变化而引发的损失概率和幅度。金融市场波动与 REITs 市场存在一定的负相关，具体表现如下：一是 REITs 市场与股票市场具有一定的负相关关系，但是不明显。公募 REITs 和股票存在一定的替代作用。当股票市场持续下跌时，会有一部分资金转移到公募 REITs 市场，带动公募 REITs 市场的上涨，当股票市场持续上涨时，部分资金又会从公募 REITs 市场离开，引起公募 REITs 市场的下跌。由于公募 REITs 与股票的投资属性差异较大，二者不存在完全的替代关系，所以其负相关走势差异较小。二是公募 REITs 市场与十年期国债收益率的走势存在较强的负相关性。市场上通常用十年期国债收益率来代表无风险利率。无风险利率与折现率正相关，无风险利率上行，折现率增加，公募 REITs 的价值下降。从 2021 年 9 月到 2022 年 1 月，十年期国债收益率持续走低，（折现率下降），公募 REITs 的价值增加。2022 年 2 月到 2022 年 7 月，十年期国债收益率小幅震荡，公募 REITs 市场也处于小幅震荡阶段。2022 年 7 月到 2022 年 8 月，十年期国债收益率再次下行，公募 REITs 市场又出现小幅上涨。2022 年 9 月开始至 2022 年末，十年期国债收益率震荡上行，公募 REITs 市场震荡下行。

(二)政策风险

仓储物流 REITs 面临的政策配套风险主要来自于相关政策法规的不完善或缺失，可能导致 REITs 的运作和发展受到限制或挑战。主要表现为政府监管风险、法律缺失风险、税收政策风险及行业政策风险。

1.监管风险

仓储物流 REITs 面临的政府监管风险主要表现在监管制度不健全、监管力度不合适以及政策变化带来的不确定性。首先是监管制度不健全，由于 REITs 在我国还处于试点阶段，相关的监管制度尚不完善，将导致一些不规范的操作和行为出现，影响市场的公平性和透明度。其次是监管力度不合适，政府对 REITs 市场的监管力度也可能会影响市场的健康发展。如果监管力度过轻，将导致市场乱象丛生，增加投资风险；如果监管力度过重，则将限制市场的活力和创新力，阻碍 REITs 市场的健康发展。最后是政策变化带来的不确定性，政府的相关政策可能会对 REITs 市场产生较大的影响。如果政策变化过于频繁或者政策方向不明确，会使投资者对市场的未来发展产生疑虑，从而影响市场的稳定性和吸引力。

2.法律缺失风险

相关法律法规的不完善或缺失，导致 REITs 在运作过程中缺乏必要的法律保障和规范，增加运作风险。由于 REITs 在我国还处于试点阶段，相关的法律法规尚不完善，可能会存在法律漏洞，这将导致一些不规范的行为出现，例如资产证

券化的合法性、税务处理、投资者的权益保护等。即使有相关的法律法规，如果执行不到位或者存在执法不公等问题，也可能会影响 REITs 的合法性和运作稳定性。例如，在 REITs 的资产证券化过程中，如果缺乏对基础资产质量的法律约束，会导致资产质量下降，影响 REITs 的稳定运营。

3.税收政策风险

对于公募 REITs 来说整个过程的涉税环节主要有 3 个，分别是设立收购、持有运营和退出，涉及增值税、企业所得税、个人所得税、土地增值税、契税、印花税等多个税种。由于 REITs 在我国还处于试点阶段，相关的税收政策尚不完善，存在很多不确定性，可能会存在税收漏洞和灰色地带，给 REITs 在运作过程中带来风险，如资产转让、股权转让等环节的税收处理方式不明确，增加 REITs 的税收负担和税收风险。此外还包括税收政策调整风险，REITs 往往面临着各环节、全周期的税务风险，如果商业地产或基础设施项目所处的税收环境发生大幅度调整变化，同时又缺少税务风险控制整体考虑，可能涉及基金持有人、公募基金、资产支持证券、项目公司等多层面税负，最终导致 REITs 产品投资运作与基金收益受到波及。

4.行业政策风险

政府对仓储物流行业的政策导向和扶持力度的变化，以及行业自身的周期性和市场波动等因素，这将对仓储物流 REITs 的收益和资产价值产生负面影响。例如，政府可能出台新的土地使用政策、环保政策、安全政策等方面的规定，对仓储物流企业的运营成本和盈利能力带来不确定性，从而影响 REITs 的资产价值和收益。仓储物流行业受区域政策的影响较大。不同地区的土地政策、税收政策、环保政策等方面存在差异，会影响 REITs 在不同地区的运营效率和资产价值。同时，不同地区的仓储物流市场竞争程度也存在差异，可能导致部分地区的 REITs 资产价值受到影响。

（三）原始权利人融资意愿影响因素

根据优序融资理论，当存在信息不对称及交易成本时，企业选择融资方式具有一定的优先次序，其考虑的主要因素有融资成本与可得性、融资带来的增益与发行门槛。

1.融资成本与可得性

根据优序融资理论，在委托代理关系和信息不对称存在时，对比不同的融资方式的边际成本及效益，Myers（1958）认为存在企业内部融资、借贷融资、优先股融资和普通股融资的优先等级。而在我国企业融资理论实际表现的情况较为不同，企业综合考虑资金成本和收益，选择最优融资方式。如已有研究中李洋（2016）等学者通过研究上市企业的融资结构偏好，发现股权融资成本较低，故

而相关企业更偏好外源性融资相关结论，项目组通过访谈仓储物流相关企业，发现减少融资成本、降低融资风险为融资方考虑融资方式中较为重要的关键因素。

2.融资增益

公募 REITs 的融资增益主要包括财务价值、平台价值及补贴奖励等方面。一是 REITs 通过财务杠杆作用，实现降负债、增利润、调结构等功能，改善企业财务状况。相较于其他融资方式，REITs 可将没有流动性的固定资产/投资性房地产转换为货币资金，极大地提升了公司的流动性、降低资产负债率，同时通过 REITs 发行后获取的资金偿还借款，释放融资额度。二是 REITs 为相关企业提供了资本管理平台，一方面通过 REITs 扩募机制，持续扩大融资规模。另一方面，从市场反应来看，投资者普遍认为发行 REITs 传递出企业扩大经营的积极信号，对相关企业股票价值具有提振作用。三是从公开信息来看，目前已有湖南、河南、四川等 10 余个省（市）、自治区对 REITs 发行提供经费支持和补助、税收优惠及其他配套优惠。

3.发行门槛

根据《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958 号）的规定，首次发行基础设施 REITs 的项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于 10 亿元；且新增了对发起人（原始权益人）扩募能力的要求，即要求发起人以控股或相对控股方式持有，按有关规定可发行基础设施 REITs 的各类资产规模（如高速公路通车里程、园区建筑面积、污水处理规模等）原则上不低于拟首次发行基础设施 REITs 资产规模的 2 倍。而仓储物流行业底层之资产呈现小而分散的特点，部分融资需求方难以达到发行门槛要求。

（四）REITs 产品设计重点考虑因素

REITs 产品结构与其他证券投资基金相比较为复杂，属于新设的基金品种。在存续过程中，依赖于基金管理人及专项计划管理人、专项计划托管人对基金资产的管理。在实际产品设计过程中，管理人员依赖以往的基金管理相关知识、从业经验来获取市场信息并判断经济形势，如果管理水平有限、获取信息不全面、技术手段不足、对基础设施公募 REITs 认知有限，未能做出最佳管理决策或实施最佳策略，就可能带来运作风险，从而影响到基金的收益水平。

1.运营水平

经营风险指的是因管理、运营不善、市场萎缩、技术陈旧、法律纠纷等原因导致企业无法正常开展业务，进而导致经济损失和信誉受损的风险，仓储物流地产设施的建设和运营需要高度的技术和系统性支持，因此在任何一个环节出现问题，都可能对整个系统的运行造成严重影响，从而增加企业的经营风险。比如货

物损失、设备事故、运输事故、自然灾害等，这些都是仓储物流运营过程中存在的不可预知的安全风险因素，这些未知事项都会对基础设施项目的运营质量和经营效益产生负面影响，进而影响投资者的回报。

2.合规风险

仓储物流 REITs 在发行及运营过程中需要严格遵守相关法规和规范，以保证公募 REITs 的合规运作，如公募 REITs 的投资项目、资产范围、权属登记、环保方面、经营资质、财务方面、信息披露及发行方面均要符合相关法律法规要求。目前我国仓储物流 REITs 处于起步阶段，没有针对公募 REITs 制定统一标准的基金合规性文件，当前公募 REITs 主要参照公司型、契约型基金的相关规定，但这些法规并不能完全适用于公募 REITs 这一新型投资品种，因此，公募 REITs 在运作过程中可能存在不确定性。通过对目前公募基金涉及的法律法规整理总结，REITs 作为公募基金面临的合规风险主要包括研究投资交易合规性风险、产品注册合规性风险、销售合规性风险、反洗钱合规性风险、基金运营合规性风险、信息技术合规性风险、固有资金及风险准备金管理合规性风险以及信息披露合规性风险。

3.现金流风险

仓储物流 REITs 的现金流风险主要指的是 REITs 每年可分配现金流未能达到预期，或者现金流的预测过于激进，导致投资人的收益率受到影响。如果 REITs 的现金流不足，不能满足其债务或利息支付，或者不能为投资者提供预期的收益，就会对 REITs 的运营和财务状况产生负面影响。如果 REITs 对现金流的管理和运用不当，比如过度投资高风险资产或者未经充分审查就进行投资，可能会导致 REITs 的现金流短缺。

4.资产质量

仓储物流 REITs 面临的资产质量风险主要与底层资产的运营模式、合规性、盈利性等方面有关。具体来说，仓储物流类项目可能受到选址、租约、市场需求等因素的影响。投资者需要对拟投项目的行业概况、营运模式、未来收入预测等信息进行仔细研究，以判断其合理性和可持续性。此外，这类风险还可能包括打包风险。打包风险指的是 REITs 底层固定资产良莠不齐，引起市场流动性风险。

5.利益冲突

仓储物流 REITs 面临的利益冲突风险主要涉及三方面，分别是代理人与投资入之间的利益冲突风险，代理人与原始权益人之间的利益冲突风险和代理人与外部管理机构之间的利益冲突风险。

代理人与投资入之间的利益冲突风险主要有代理成本风险、代理人道德风险及代理人专业能力风险。投资者需要支付一定的代理费用给 REITs 管理人，以换

取投资决策的建议和服务。代理成本风险是指管理人的决策不准确或市场环境发生不利变化，代理成本可能会超过原本预期的收益，导致投资者出现亏损。代理人的道德风险是指由于 REITs 管理人的职业道德和诚信状况无法得到保证，可能会出现因管理人违规操作、滥用职权等行为导致的损失风险。代理人的专业能力风险表现在如果 REITs 管理人的投资决策能力不足或缺乏经验，可能会做出不利的投资决策，导致投资者的资金损失。

代理人与原始权益人之间的利益冲突风险主要体现在因信息掌握不对等，信息隔离不到位而给权益人带来的利益损失。同一代理人可能与几个相互之间存在竞争关系的权益人均存在代理关系，在代理过程中可能会同时掌握几个权益人的商业信息，如果存在操作人员复用或信息风险隔离不到位的情况则容易泄露权益人商业机密而导致权益人利益受损。

代理人与外部管理机构的利益冲突风险主要包含外部管理机构的道德风险和专业能力风险，外部管理机构在管理运行相关项目时可能会对辖下项目采取差异化管理策略，若相关项目之间存在竞争关系，则会引起相关项目代理人利益冲突风险。此外，外部管理机构的专业能力无法准确预测和衡量，项目运营效率高或低可能会受到外部管理机构的管理运营能力大小的影响，或将导致代理人利益受损。

6.信息披露风险

仓储物流 REITs 在信息披露过程中可能存在的误导、不准确、不完整或未能及时披露重要信息等风险。具体来说，这种风险可能包括以下几种情况。一是披露的信息不真实或不准确，REITs 为了吸引投资者或维持高估值，可能会故意隐瞒或歪曲某些重要信息，例如资产质量、经营状况、现金流状况等，导致投资者做出错误的投资决策。二是披露的信息不完整，REITs 可能只披露对其有利的消息，而隐瞒或未充分披露一些不利信息，例如重大诉讼、监管调查、投资风险等，这可能会对投资者的决策产生误导。三是披露信息不及时，在某些情况下，REITs 可能会延迟披露或故意隐瞒某些重要信息，例如资产减值、租户破产、市场变动等，这可能会使投资者错失投资机会或遭受不必要的损失。

7.投资者教育风险

仓储物流 REITs 面临的投资者教育风险是由于投资者对 REITs 产品的认知不足和投资风险意识薄弱，可能导致投资者盲目跟风、冲动投资等行为而产生的风险。一是投资者缺乏对 REITs 产品的了解，部分投资者可能对 REITs 的定义、运作模式、投资策略、风险收益特征等基本情况缺乏了解，无法做出理性的投资决策。二是投资者风险意识不足，由于 REITs 产品的收益与房地产市场、宏观经济等因素密切相关，存在一定的投资风险。然而，部分投资者可能缺乏风险意识，

只关注短期收益而忽略了长期风险。三是投资者投资理念不成熟：一些投资者可能缺乏成熟的投资理念，容易受到市场情绪和舆论的影响，盲目跟风、追涨杀跌，导致投资决策不合理。

8.流动性风险

REITs 基金通常是开放式基金，投资者可以根据需求购买或赎回份额。但当市场低迷或投资者情绪波动时，基金可能面临大规模赎回申请，导致基金净值下降或无法满足赎回要求造成流动性风险。

（五）REITs 产品要素

1.发行人与管理人声誉

基金发行人与管理人声誉对投资人的影响有以下几个方面：一是基金管理人的声誉是投资者信任度的重要来源。如果基金管理人具有良好的声誉，投资者可能会更加相信该基金的运作能力和投资策略。二是基金发行人的声誉也与其投资收益相关。如果基金发行人具有良好的声誉，投资者可能会认为该基金的投资收益较为稳定和可靠，从而更愿意购买该基金。基金发行人的声誉还与基金的透明度相关。如果基金发行人具有较好的声誉，投资者可能会认为该基金的信息披露更加透明和公正，从而更加放心地购买该基金。

2.委托代理风险

委托代理风险对基金投资人意愿具有显著影响。一是由于信息不对称，投资者可能无法准确了解管理人的能力和诚信度，从而产生逆向选择问题。这可能导致市场上优秀的基金管理人无法获得足够的资金支持，而不良的基金管理人却能够获得更多的资金支持。二是委托代理风险还可能引发道德风险。基金管理人可能会利用投资者的信任，追求个人利益最大化，而忽视投资者的利益。例如，他们可能会过度追求短期业绩，而忽视长期价值投资，或者将资金投入到低风险领域。这种行为可能导致投资者对基金的投资意愿降低。三是在基金投资中，委托代理关系使得投资者与基金管理人之间存在信息不对称的问题。基金管理人可能拥有更多的关于基金投资策略、基金业绩等方面的信息，而投资者可能无法准确了解基金的运行情况。这种信息不对称可能使得投资者对基金的投资策略和业绩产生疑虑，从而影响其投资意愿。

3.优惠属性

Rogers&Owers（1985）认为，与直接购买不动产相比，国外投资 REITs 的报酬率较低，主要原因是节税功能。投资者认为，优惠项目越充分，受益证券越能充分发挥节税功能，预期购买 REITs 的概率将越高。

4.项目属性

REITs 本质是基于不动产项目的买卖、开发、管理、运营等经营活动的产业投资基金，而不动产具有异质性，如区位、估值、面积等，此外项目本身所处类型也有所不同，其不同经济发展周期下收益水平也不同。从我国已发行上市的基础设施 REITs 项目底层资产看，其运营模式、面积、估值、类型等存在较大差异，将对投资者投资意愿产生影响。

（六）投资者自身属性

投资者自身属性将对其投资行为产生显著影响，现有研究中不同类型的投资者存在年龄、受教育年限与投资金额的显著差异。王旻（2010）通过对 2220 个潜在投资者进行问卷调查后，研究发现年龄四十岁以下、具有研究生学历、拥有 5 年以内投资经验的投资者对 REITs 投资意愿更加强烈。

（七）二级市场表现情况

二级市场标的的历史走势对投资者的投资决策具有重要影响。理性投资者在进行投资决策时，将进行一系列分析，通过对历史数据的分析，投资者可以更准确地评估市场趋势、波动性以及风险分布，从而制定出更加合理有效的投资策略。通过对历史价格波动、技术指标以及相关行业表现的综合分析，投资者可以更准确地判断标的的风险水平，从而做出更加稳健的投资决策。部分公募 REITs 产品 2023 年以来表现欠佳，投资者面临大幅亏损，影响其投资意愿。

三、理论饱和度检验

本文作者通过另外选取访谈对象，并对访谈材料进行整理、总结、归纳，并审查新访谈对象是否有新的相关主体或类属，对关系结构模型的饱和度进行检验。经检验，新接受访谈的高管与专家并没有新的概念或关系产生，表明上述理论模型已经达到饱和，REITs 发行全生命周期的影响因素已被充分挖掘。