

## 金融产品行业深度报告

# 低利率时代 REITs 的配置价值：制度、市场与展望

增持（维持）

### 投资要点

#### ■ REITs 基础概念：产品架构与中外差异

- **发展背景：**自 2021 年起，中国公募 REITs 通过“公募基金+ABS 专项计划”双层架构推动基础设施资产证券化，提升流动性，助力地方政府债务结构优化。
- **市场特征：**当前试点资产涵盖收费公路、产业园区、保障性租赁住房等 13 类，分为产权类和特许经营权类，前者侧重租金和增值收益，后者依赖收费权现金流。
- **中外差异：**中国 REITs 偏重政策目标和流动性保障，未来有望借鉴国际经验，逐步放宽资产类型限制，推动市场化发展。

#### ■ REITs 发展回顾：政策筑基下的市场扩容与结构演进

- **底层资产：**底层资产类型持续丰富，2024 年新增水利设施、市政管网等，2025 年数据中心 REITs 项目即将落地。目前，资产筛选逻辑逐渐从政策兜底向现金流质量导向转变。
- **市场规模：**发行规模呈波动性变化，2023 年受宏观经济和资金面收紧影响，发行回落；2024 年市场再度反弹，资产质量要求上升。
- **发行机制：**REITs 发行采用“战略配售+网下询价+公众发售模式”，战略配售市场均值达 72.2%，增强了项目稳定性但限制了二级市场流动性。
- **风险收益：**REITs 具有介于股债之间的风险与收益特征，叠加独特的低相关性优势，使其成为大类资产配置中具有吸引力的选择。
- **分红情况：**受政策强制分红机制的推动，公募 REITs 具有较强的分红能力，部分产品通过跨期调配实现了超额分红，但不同产品之间的分红稳定性差异较大。
- **投资者结构：**公募已形成多元化的投资者结构，保险公司、公募基金和券商构成主要投资力量，各自依据风险偏好进行差异化配置。在低利率背景和政策支持下，长期资金流入将进一步增长

#### ■ REITs 未来展望：低利率时代，在政策支持与结构优化中寻找配置价值

- **制度展望：**扩募机制常态化提升市场扩容效率；税收政策优化将进一步提升产品净回报，吸引长期资金。
- **产品展望：**资产类型多元化加速，2025 年数据中心、风电等新兴资产涌现，推动市场扩展与风险分散；分层结构提升了市场吸引力，并缓解了扩容中的结构性风险；运营能力或成为产品新亮点。
- **资金展望：**长期资金流入持续，险资和养老金持仓比例上升，资金结构优化增强了市场稳定性；流动性提升和金融工具创新推动了市场活跃度；收益优势和抗周期性增加配置价值。
- **市场展望：**低利率环境支持 REITs 作为高息资产；消费基础设施和保障性租赁住房表现突出，仓储物流板块增长潜力强；随着政策支持加强，预计各板块表现将更符合底层资产逻辑，市场成长空间持续扩展。

2025 年 07 月 09 日

证券分析师 孙婷

执业证书：S0600524120001

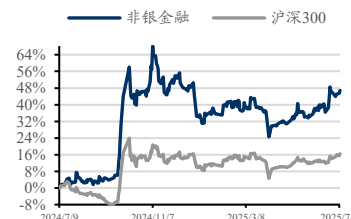
sunt@dwzq.com.cn

证券分析师 唐遥衍

执业证书：S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

### 行业走势



### 相关研究

《广发恒生港股通科技主题 ETF (159262.SZ)：估值修复潜力可观，政策助力科技腾飞》

2025-07-06

《继续看好保险股估值修复；期待非银中报较好表现》

2025-07-06

- **风险提示：**（1）底层资产质量分层明显，运营透明度仍有待提升；（2）扩募机制运行仍处于制度磨合阶段；（3）尾部产品流动性劣势抬升市场结构性风险；（4）治理机制分层与信息披露不对称仍存结构性缺口。

## 内容目录

|                                                    |           |
|----------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. REITs 基础信息：产品架构与中外差异 .....</b>               | <b>5</b>  |
| 1.1. 公募 REITs 发展背景 .....                           | 5         |
| 1.1.1. 定义与分类 .....                                 | 5         |
| 1.1.2. 中外 REITs 制度差异 .....                         | 6         |
| 1.2. 公募 REITs 产品架构 .....                           | 6         |
| 1.2.1. 产品设计：双层法律架构下的风险隔离 .....                     | 6         |
| 1.2.2. 运作流程：全周期管理 .....                            | 7         |
| 1.2.3. 权责结构：多方联动下的收益传导 .....                       | 8         |
| 1.2.4. 分派机制：现金流穿透与收益兑现 .....                       | 9         |
| 1.2.5. 投资回报：收益与成本分解 .....                          | 10        |
| <b>2. REITs 发展回顾：政策筑基下的市场扩容与结构演进 .....</b>         | <b>11</b> |
| 2.1. 一级市场 .....                                    | 11        |
| 2.1.1. 底层资产选择 .....                                | 11        |
| 2.1.2. 市场规模增量与存量 .....                             | 11        |
| 2.1.3. 发行机制 .....                                  | 12        |
| 2.2. 二级市场 .....                                    | 14        |
| 2.2.1. 风险收益特征 .....                                | 14        |
| 2.2.2. 价格走势 .....                                  | 17        |
| 2.2.3. 分红情况 .....                                  | 18        |
| 2.2.4. 投资者结构 .....                                 | 20        |
| <b>3. REITs 未来展望：低利率时代，在政策支持与结构优化中寻找配置价值 .....</b> | <b>21</b> |
| 3.1. 制度展望：政策优化持续推进，制度环境逐步完善 .....                  | 21        |
| 3.2. 产品展望：资产类型加速扩容，运营能力成为核心 .....                  | 21        |
| 3.3. 资金展望：长期资金持续扩容，流动性与配置能力同步提升 .....              | 22        |
| 3.4. 市场展望：宏观背景下的板块表现分化 .....                       | 22        |
| <b>4. 风险提示 .....</b>                               | <b>28</b> |
| 4.1. 底层资产质量分层明显，运营透明度仍有待提升 .....                   | 28        |
| 4.2. 扩募机制运行仍处于制度磨合阶段 .....                         | 28        |
| 4.3. 尾部产品的流动性劣势抬升市场结构性风险 .....                     | 28        |
| 4.4. 治理机制分层与信息披露不对称仍存结构性缺口 .....                   | 29        |

图表目录

|       |                                                         |    |
|-------|---------------------------------------------------------|----|
| 图 1:  | 已成立的 REITs 基金产品数量 (只) (2025.07.04)                      | 11 |
| 图 2:  | 产权类与特许经营权类 REITs 现金分派能力                                 | 11 |
| 图 3:  | REITs 基金发行规模变化 (亿元) (2025.07.04)                        | 12 |
| 图 4:  | REITs 年度存量规模变化 (亿元) (2024.12.31)                        | 12 |
| 图 5:  | REITs 一级市场投资者结构变化 (2025.07.04)                          | 13 |
| 图 6:  | 各 REITs 战略配售比例 (%) (2025.07.04)                         | 13 |
| 图 7:  | 非原始权益人战略配售比例 (%) (2025.07.04)                           | 14 |
| 图 8:  | 有效认购确认比例 (%) (2025.07.04)                               | 14 |
| 图 9:  | 中证 REITs 全收益、中证全债、沪深 300 的月收益率走势 (2021/9/30 至 2025/7/4) | 15 |
| 图 10: | 中证 REITs 全收益、红利指数、高股息策略的月收益率走势 (2021/9/30 至 2025/7/4)   | 16 |
| 图 11: | 各指数相关性计算 (2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日)              | 16 |
| 图 12: | 中证 REITs 全收益指数收盘价 (2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日)     | 17 |
| 图 13: | REITs 各板块走势 (2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日)           | 18 |
| 图 14: | 各 REITs 派息率 TTM 和板块平均值 (%) (2025 年 7 月 4 日)             | 19 |
| 图 15: | REITs 市场投资者计数 (个) (2024 年报)                             | 20 |
| 图 16: | 机构投资者持有份额和持仓比例 (2024 年报)                                | 20 |
| 图 17: | REITs 各板块走势 (2024 年 12 月 27 日至 2025 年 7 月 4 日)          | 24 |
| 图 18: | 各板块区间日均换手率 (%) (截至 2025 年 7 月 4 日)                      | 25 |
| 图 19: | 各只 REITs 基金上周涨跌幅和过去 1 周日均换手率 (截至 2025 年 7 月 4 日)        | 25 |
| 表 1:  | 中国基础设施 REITs, 产权类与特许经营权类产品的关键属性对比                       | 6  |
| 表 2:  | 中国公募 REITs 产品设计的两个关键层级                                  | 7  |
| 表 3:  | 中国公募 REITs 多方权责结构与投资回报的关联                               | 9  |
| 表 4:  | REITs 分派机制对比分析                                          | 10 |
| 表 5:  | 各指数年化收益率 (2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日)              | 15 |
| 表 6:  | 各指数重要指标 (2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日)               | 15 |
| 表 7:  | REITs 各板块关键指标 (截至 2025 年 7 月 4 日)                       | 18 |
| 表 8:  | 各板块上周涨跌幅与年初至今涨跌幅 (截至 2025 年 7 月 4 日)                    | 24 |
| 表 9:  | 各只 REITs 基金市场指标 (截至 2025 年 7 月 4 日)                     | 26 |

## 1. REITs 基础信息：产品架构与中外差异

### 1.1. 公募 REITs 发展背景

#### 1.1.1. 定义与分类

在国际资本市场上，REITs（房地产投资信托基金，Real Estate Investment Trusts）是一类以不动产为底层资产，将未来租金或运营收入转化为可分派收益，并以基金份额的形式在公开市场交易的金融工具。REITs 的核心机制，是将原本流动性极差但现金流稳定的不动产资产转化为可流通的证券化份额，实现资产的证券化和流动性提升，从而为养老金、保险等长期回报型资金参与实物资产配置提供了有效渠道。

国际成熟市场的 REITs 基金产品主要分为三类：权益型 REITs 通过直接持有物业获取租金收益；抵押型 REITs 投资于房地产贷款或按揭支持证券，主要依靠利差收益；混合型 REITs 则同时覆盖上述两类资产。在资产覆盖范围方面，国际 REITs 广泛涉足商业地产（如写字楼、酒店、公寓）、基础设施、仓储、医疗等多个领域，呈现出高度多元化的特征。

与国际市场相比，中国 REITs 的发展路径具有鲜明的本土特色。自 2021 年启动基础设施公募 REITs 试点以来，中国 REITs 始终以“服务国家战略、盘活基础设施存量”这一政策性目标为核心，故在结构设计上采用了“公募基金+ABS 专项计划”的双层架构，整体结构强调合规性、封闭性和收益分配的透明性。

目前，中国证监会已明确纳入 REITs 试点范围的资产类型包括产业园区、高速公路、水务环保、仓储物流、保障性租赁住房等 13 类，具有鲜明的“基础设施+类公共品”属性。虽然当前中国 REITs 基金均为权益型产品，但根据运营机制的不同，实际可进一步分为两类：

（1）**产权类 REITs**：以基础设施项目的完全所有权（包括物业产权和土地使用权）为底层资产，通过专项计划持有项目公司股权，实现对资产的直接持有、运营和收益分配。其现金流主要来源于物业租金和资产增值，资产无固定到期日，具备长期增值和处置空间。

（2）**特许经营权类 REITs**：以政府授予的特许经营权（如高速公路、清洁能源等的收费权）为底层资产，本质为特定期限内的经营与收费权利，并不拥有实物资产所有权。其收益完全依赖于经营期内的现金流，权利有明确的到期时间，期满后资产需无偿移交政府。

表1：中国基础设施 REITs，产权类与特许经营权类产品的关键属性对比

| 对比维度  | 特许经营权类 REITs     | 产权类 REITs       |
|-------|------------------|-----------------|
| 权属形态  | 经营期内的收费权，所有权归政府  | 持有项目公司股权，直接拥有资产 |
| 现金流来源 | 经营期内现金流（通行费、处理费） | 租金收入、资产增值       |
| 分派结构  | 高分派率，部分为本金回收     | 分派率适中，收益以租金为主   |
| 可扩展性  | 权限难以获得，扩募空间较窄    | 可通过扩募收购同类资产     |
| 到期处理  | 期满经营权归零、资产移交     | 可继续运营或再融资处置     |
| 市场风险  | 政策调整、经营期到期资产归零   | 地产周期、空置率波动      |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

REITs 的推出对于中国金融体系优化具有现实意义。通过 REITs 机制，原本沉淀于地方国企和大型基建运营主体账面的存量资产，能够以证券化方式实现变现退出，直接提升资产流动性与运营效率。对于地方政府而言，REITs 为基础设施投融资提供了新的市场化渠道，有助于缓解地方债务压力、改善资产负债结构。对于企业主体，通过 REITs 盘活存量资产，可释放沉淀资本、降低财务杠杆，为新项目投资和高质量发展腾挪空间。整体来看，公募 REITs 不仅促进了“存量资产—资本市场—实体经济”的高效循环，也推动了中国基础设施领域从“增量建设”向“存量优化”的发展逻辑转型。

### 1.1.2. 中外 REITs 制度差异

基于上述本土实践与政策导向，中国 REITs 在结构设计和功能实现上，与国际成熟 REITs 体系存在根本性差异。中国 REITs 是在法律基础和信用体系尚未健全的背景下，由监管主导构建的“政策性金融产品”，在制度初期，产品更侧重服务政策目标、保障流动性与稳定性。

短期内，中国特色 REITs 制度仍以维稳为主基调；但从长期看，中国 REITs 将在始终以盘活存量资产这一目标为核心的同时借鉴国际经验，逐步放宽资产类别限制、强化扩募机制、完善税收安排，向资产类型多元、管理人主动、市场定价主导的方向演进，最终形成具备市场流动性、制度透明度和可持续分派能力的类 REITs 体系。

## 1.2. 公募 REITs 产品架构

### 1.2.1. 产品设计：双层法律架构下的风险隔离

中国公募 REITs 采用“公募基金+资产支持专项计划（ABS）”的双层法律结构，是在现行《证券投资基金法》框架下实现不动产证券化的制度创新。根据相关法律规定，公募基金无法直接持有不动产或经营性资产权益，因此中国公募 REITs 设立基金投资专项计划，由专项计划实际持有底层资产，投资者通过公募基金间接获得基础设施项目的

收益权。

在这一架构下，公募基金层负责资金募集、投资决策和信息披露，专项计划层则实际持有底层资产收益权，并将运营产生的现金流上划至基金，实现了投资人与基础设施资产之间的连接。

**表2：中国公募 REITs 产品设计的两个关键层级**

| 层级    | 主体       | 功能             |
|-------|----------|----------------|
| 公募基金层 | 基金管理人    | 资金募集、投资决策、信息披露 |
| ABS 层 | 资产支持专项计划 | 持有项目公司股权、债权    |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**这种双层结构的核心意义在于实现风险隔离。**专项计划作为独立法律主体，将底层资产与原始权益人（如国有企业等）隔离开来，具备破产隔离功能：即使原始权益人出现债务违约或破产，专项计划内的资产不会被列入原始权益人清算范围，REITs 投资者的权利不受其外部债权人影响。同时，专项计划账户与基金账户分开管理，由托管人监督，防止资金被挪用或资产被违规处置，从法律和操作层面为投资者“隔离”了原始权益人和管理人的相关风险。但需要指出，这一架构并不能隔离底层资产本身的经营风险，若项目本身现金流恶化，投资者依然面临收益下滑或损失的可能。

**然而，这一制度设计也对二级市场流动性形成了约束。**一方面，高比例的战略配售与较长的锁定期使得可流通份额占比偏低，市场买卖盘较为有限，易在解禁期集中释放时引发价格波动；另一方面，公募 REITs 要求基金必须全额持有专项计划发行的全部资产支持证券，不允许部分持有或转让，进一步压缩了份额在二级市场的流通空间。

相比之下，国际市场中的 REITs 通常允许 ABS 份额拆分和流通，市场参与者可以在更广泛的层面配置和转让资产，从而提升整体的流动性和交易活跃度。中国公募 REITs 的设计则更强调资产穿透与风险隔离，实现了对底层资产的全链条控制，但相应牺牲了一定的市场流动性。

### 1.2.2. 运作流程：全周期管理

中国公募 REITs 的运作流程主要包括“发起、募集、投资、管理、退出”五个阶段，每一环节都体现出 REITs 独特的资产管理逻辑。

在“发起”阶段，原始权益人通常是地方国企或大型基础设施运营商，通过资产尽职调查与法律合规审查，完成底层资产的筛选与结构设计。对于 REITs 而言，底层资产的现金流稳定性与运营透明度是决定产品质量的关键，尤其是收费公路、园区产业和保

障性租赁住房等，这些资产的租金或收费能力直接影响未来分派水平。

在“募集”阶段，公募基金通过战略配售、网下询价和公众发售三种方式完成资金募集。战略配售通常占比较高，主要面向机构投资者，比如保险、券商等；高比例的战略配售虽然增强了初期资金的稳定性，但对二级市场的流动性影响较大，锁定期结束后容易形成冲击。此外，政策规定原始权益人必须持有 20% 以上的 REITs 基金份额，作为底层资产持续健康运营的保障。

“投资”阶段是资金挑选基础设施项目的关键环节。募集到的资金通过 ABS 专项计划划到目标资产中，这些资产通常包括高速公路、产业园区、水务环保等现金流稳定的基础设施项目。专项计划在此阶段对项目的收益权进行确权，并与公募基金形成现金流传导机制。投资者的资金通过专项计划获得底层资产的现金回报，这种模式确保了资产收益的穿透性，并实现对原始权益人法律风险的隔离。

“管理”阶段的重点是基础设施资产的持续运营与收益分派的执行。专项计划作为资产持有人，需对项目的租金、收费权等收入进行管理，并按季度或半年周期上划收益。公募基金管理人则负责监督专项计划的运营质量，确保底层资产的稳定运营与信息披露的及时性。

“退出”阶段的方式由 REITs 性质决定。对于产权类 REITs，可以通过资产出售或再融资来实现流动性回收，而特许经营权类 REITs 在经营权到期后底层资产将归零，无法继续产生现金流。因此，投资者在进入特许经营权类 REITs 时，需要提前规划到期后的流动性安排。对于产权类资产，如果市场环境良好，还可以通过资产转让获得资本利得。

此外，需指出的是 REITs 底层项目公司多为非上市主体，专项计划的信息披露节奏与规范性尚未完全统一。底层项目公司（如收费公路、产业园）的运营数据通常按月收集，但专项计划向基金层传递存在 1-2 个月延迟。这导致基金层面对资产运营的掌握存在时间滞后（通常以季度为单位），在特定时期可能引发市场估值预期的波动与情绪放大，是构成当前 REITs 市场机制的阶段性的短板之一。

### 1.2.3. 权责结构：多方联动下的收益传导

中国公募 REITs 产品的运行建立在原始权益人、基金管理人、专项计划管理人、托管人和监管机构多方协作的制度基础上。这种多元主体结构，是法律合规、风险隔离和监管要求的客观产物，不可避免地带来权责界定的复杂性和信息不对称等治理难题。

其中，原始权益人通常既是资产的出售方，也是后续运营管理责任主体，并通过认购不少于 20% 的基金份额实现利益绑定。虽然基金管理人和托管人等中介机构为项目运作提供了监管和制衡，但原始权益人的双重身份和信息优势，仍可能影响资产运营的

透明度和投资者权益保障。特别是在资产运营质量波动或信息披露不及时时，如何确保各方履职尽责、保障投资者权益，成为 REITs 制度稳定运行的关键考验。

正因如此，判断 REITs 产品质量不仅要关注底层资产本身，更要评估各参与方的履约能力、激励机制和治理结构的有效性。

**表3：中国公募 REITs 多方权责结构与投资回报的关联**

| 机构      | 核心职责             | 与投资回报的关联               |
|---------|------------------|------------------------|
| 原始权益人   | 提供资产、负责持续运营      | 项目运营质量决定现金流强弱，是收益实现的条件 |
| 基金管理人   | 募集资金、披露信息、制定分派方案 | 是收益分派执行主体，对投资者回报负责     |
| 专项计划管理人 | 管理 ABS 计划、执行现金上划 | 承担资产持有责任，是现金流传导的关键接口   |
| 托管人     | 保管基金资产、监督合规      | 保障资金流动安全、防范操作性与合规风险    |
| 监管机构    | 审批产品、日常监管        | 提供制度信任基础，约束市场行为合规运行    |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 1.2.4. 分派机制：现金流穿透与收益兑现

中国公募 REITs 的分派机制以“专项计划—基金层—投资者”的链条设计为基础。底层资产创造的收入，首先由资产支持专项计划统一收集管理，并按季度或半年等约定周期，将可分配收入上划至公募基金。基金层收到分派后，再依照基金合同和相关监管要求，向投资者进行现金分红。

**监管明确要求，公募 REITs 每年须将不低于 90% 的可分配利润以现金形式派发给投资者。**这一高分派比例与标准化操作，增加了基础设施资产管理的积极性，进而保证了投资者能够及时、透明地获得基础设施项目的经营回报，吸引长期资金进入。

在实际执行中，权益类 REITs 和特许经营权类 REITs 的分派表现差异明显：前者依赖租金收入，长期具备增值潜力，但受市场波动影响较大；后者依托收费权收益，现金流稳定但到期后无残值。

整体来看，这种分派机制有效提升了 REITs 产品的回报确定性和现金流稳定性。与传统股权投资或部分房地产项目相比，公募 REITs 在分红频率、分派比例以及收益的可预期性方面都展现出明显优势，成为追求稳健回报投资者的优选资产工具。

表4: REITs 分派机制对比分析

| 项目    | 权益类 REITs              | 特许经营权类 REITs            |
|-------|------------------------|-------------------------|
| 收益来源  | 租金收入, 受租赁市场价格波动影响      | 费用收入, 公路、管道等基础设施的使用收费   |
| 现金流特征 | 随市场租金水平波动, 具备增值潜力      | 收益稳定但逐年递减, 到期归零         |
| 分派频率  | 季度或半年为周期定期分派           | 季度或半年为周期定期分派            |
| 流动性表现 | 受市场需求与租金涨跌影响, 价格波动相对较大 | 现金流稳定, 价格波动较小, 但依赖运营期长短 |
| 市场表现  | 二级市场价格波动较大, 受租金增长预期驱动  | 市场价格相对平稳, 更适合长期配置       |
| 到期处理  | 具备残值, 可出售或再融资          | 到期后运营权消失, 无残值           |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.2.5. 投资回报: 收益与成本分解

中国公募 REITs 的投资回报主要来源于两方面: 一是底层资产经营现金流的定期分派, 二是二级市场份额价格波动所带来的资本利得或折价修复。高分派率的制度安排, 使投资者能够持续获得稳定的现金流回报, 而与底层资产表现挂钩的份额价格变动, 则为投资者提供了额外的盈利空间。

投资者在参与公募 REITs 时, 也需关注相关的成本与风险。首先, 初始认购通常需要支付一定比例的认购费用。对于机构投资者而言, 为获得公募 REITs 份额的交易资格, 还需额外购买相关交易模块, 从而产生一定的准入成本。此外, 二级市场买卖过程中还会产生交易手续费和税费, 进一步影响投资的整体收益水平。

其次, REITs 二级市场的价格波动同样不容忽视。由于高比例战略配售和较长锁定期, 部分份额在解禁期集中上市时可能对价格形成冲击。同时, 市场利率环境变化会影响 REITs 的相对吸引力, 利率上行周期内产品估值或面临压力, 叠加宏观经济波动和政策调整, 都可能导致市场价格波动, 投资者需注意流动性风险。

最后, REITs 的长期回报高度依赖底层资产的持续运营和现金流稳定性。若资产运营不善、租金违约或收费权减少, 都会直接影响专项计划上划基金的现金流, 进而影响投资者的实际分派。因此, 投资者在评估 REITs 时, 除关注资产属性外, 还应重点考察原始权益人的运营能力与专项计划管理人的管理水平, 以确保产品具备长期可持续的分红能力和风险防控能力。

## 2. REITs 发展回顾：政策筑基下的市场扩容与结构演进

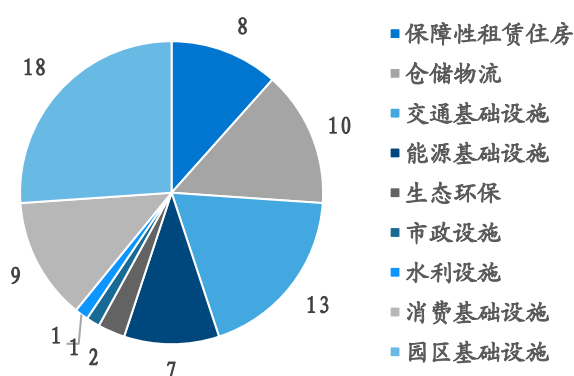
### 2.1. 一级市场

#### 2.1.1. 底层资产选择

公募 REITs 基金自试点以来，底层资产类型持续丰富。2021 年早期 REITs 底层资产以收费公路、产业园区等传统基础设施为主；2022 年保障性租赁住房 REITs 正式入市，标志着政策支持方向向民生领域倾斜；2023 年消费类商业设施与新能源项目实现发行突破，推动资产结构加速多元化；2024 年新增水利设施、市政管网等资产类别，消费类 REITs 规模快速扩容，资产结构演化达到阶段性高峰；2025 年进一步拓展至数据中心、养老设施等新兴资产领域。资产结构的持续扩容，不仅反映了政策导向与市场需求的同步演进，也提升了整体资产池的抗风险能力和现金流稳定性。

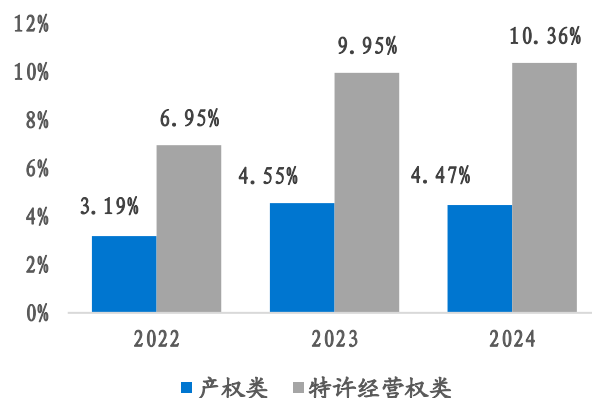
同时，底层资产筛选逻辑正从“政策兜底”向“现金流质量导向”转变，资产运营效率已成为核心考量因素，入选资产质量提升已成趋势。历年年报数据显示，产权类 REITs 单位资产现金分派（年度分红总额/年报基金规模）加权均值从 2022 年的 3.19% 提升至 2023 年的 4.55%，2024 年因宏观经济压力等因素回落至 4.47%。特许经营权类 REITs 则持续增强，从 2022 年的 6.95% 升至 2023 年的 9.95%，凭借运营自主性和现金流稳定性，展现出更强的韧性与潜力，为 REITs 产品的中长期投资价值奠定了坚实基础。

图1：已成立的 REITs 基金产品数量（只）（2025.07.04）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：产权类与特许经营权类 REITs 现金分派能力



数据来源：Wind，东吴证券研究所

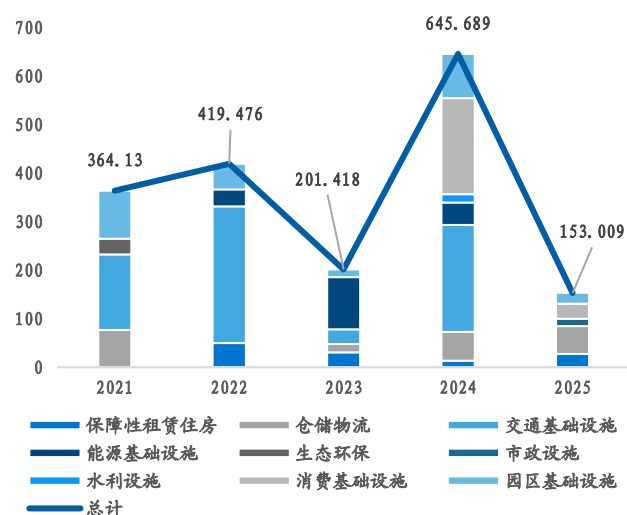
#### 2.1.2. 市场规模增量与存量

公募 REITs 年度新发行规模的变化，体现出市场对政策环境、流动性条件和优质资产供给的依赖与敏感。历史数据显示，2021 至 2024 年市场发行规模分别为 364.13 亿元、419.476 亿元、201.418 亿元和 645.689 亿元。发行放量阶段通常伴随着政策红利释

放和资金环境宽松，头部板块如交通、园区、仓储和能源基础设施持续贡献主力增量。2023 年，受宏观经济下行、资金面收紧及优质资产项目供给不足等多重因素影响，发行规模回落幅度较大，市场扩容节奏阶段性放缓。2024 年，随着政策环境改善和细分领域扩容，发行规模再度反弹，也反映出市场对于资产质量和分红能力的更高要求。

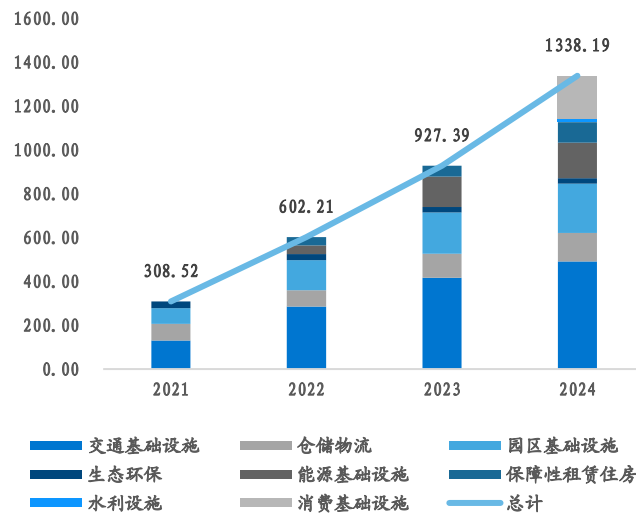
此外，存量市场的结构变化为理解行业扩容主线和资产价值提供了参考。2024 年底，REITs 存量规模已突破 1300 亿元。交通、园区、仓储和能源基础设施保持市场基石地位，这些板块累计规模持续提升，成为市场资金配置的主要方向。近年来能源基础设施表现突出，仓储板块稳步扩容，行业结构呈现进一步分化。同时，消费基础设施、市政等新兴领域进入视野，规模扩张快且表现优异。总体来看，市场规模扩张依然依赖于头部板块的持续贡献，板块格局变化为后续资产优选和投资策略转向奠定了基础。

图3: REITs 基金发行规模变化 (亿元) (2025.07.04)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: REITs 年度存量规模变化 (亿元) (2024.12.31)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

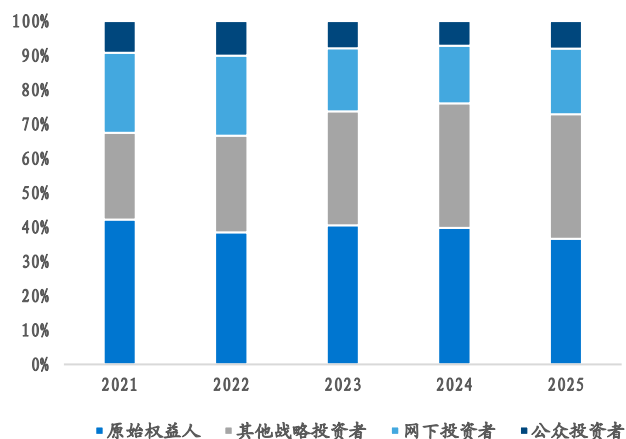
### 2.1.3. 发行机制

一级市场发行结构揭示了不同资金类型的参与模式及其对 REITs 产品流动性、价格发现和后续市场表现的深远影响。资金结构不仅反映资产质量与投资者认可度，也直接决定了二级市场的流动性基础和风险定价逻辑。

公募 REITs 的发行采用“战略配售+网下询价+公众发售”模式。市场整体来看战略配售比例维持在较高水平，截至 2025 年 7 月 4 日，全市场均值达 72.2%，全部项目的配售比例集中在 55%到 85%区间。高比例战略配售不仅提升了项目发行的确定性，也反映了制度设计对于大体量、长期资金的依赖。但与此同时，这一安排对二级市场的价格发现与流动性造成了一定的压制，尤其在战略配售解禁期，市场往往面临流动性冲击。

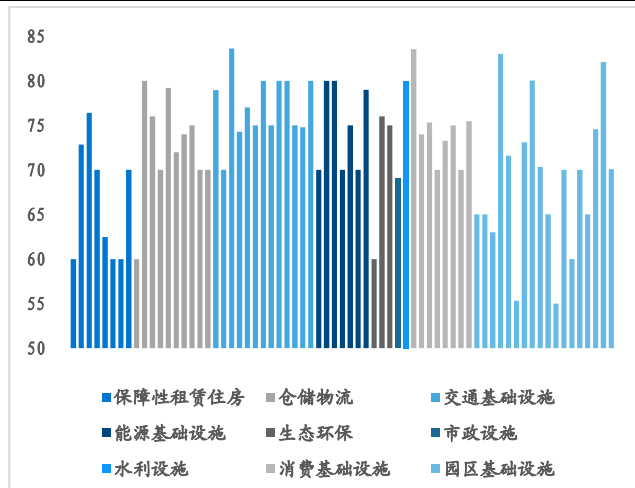
同时，配售结构呈现出明显的板块间与板块内分化。截至 2025 年 7 月 4 日，交通基础设施、消费基础设施、能源基础设施和仓储物流等板块的配售比例均值均在 70% 以上，而园区基础设施、保障性租赁住房等板块的配售比例均值相对较低。就板块内部而言，园区和仓储物流板块部分项目的战略配售比例差异较大，最大与最小可相差 20 个百分点，而交通和能源等板块内部配售比例波动较小，结构更为趋同。

图5: REITs 一级市场投资者结构变化 (2025.07.04)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 各 REITs 战略配售比例 (%) (2025.07.04)

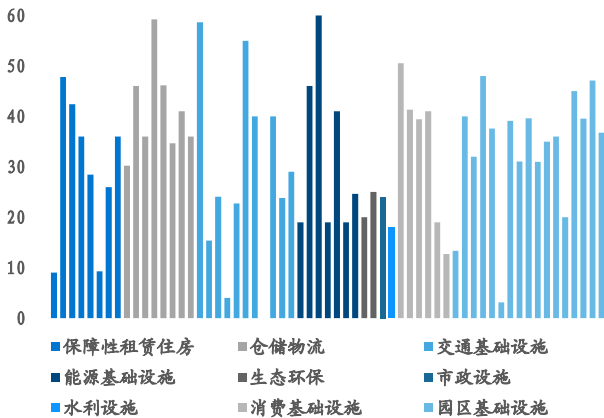


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

进一步分析战略配售结构可以发现，不同板块的配售主导力量存在差异。以仓储物流和园区基础设施为代表的板块，机构投资者在战略配售中的参与度整体高于交通、能源等由原始权益人主导认购的传统基础设施板块。机构资金解禁后的调仓交易等行为，有助于提升产品的流动性和价格发现效率；而原始权益人资金若在解禁期内集中减持，则只会对市场价格形成压力。需要指出的是，目前市场上 REITs 产品数量有限，部分板块仅有个位数产品，因此相关规律仍有待后续市场演化进一步验证。

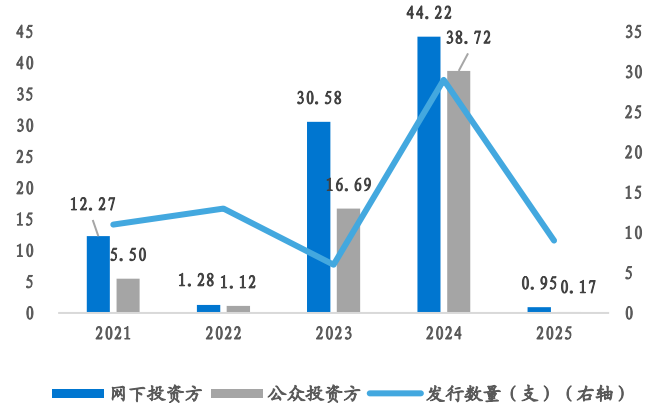
从认购成功率视角看，中国 REITs 一级市场投资整体上热度较高，但波动也较大。2021 首批试点，网下和公告投资者都显示出了对这一产品的热情，2022 年情绪逐渐降温；2023 年起，随着政策支持与资产结构优化，认购热度提升，可见此前 REITs 市场的发展受政策影响较大。随着扩容加速与资产端分化加剧，2025 年截至 7 月 4 日，项目认购降至 1 倍附近，公众认购仅 0.17 倍，低于 2022 年水平，显示市场进入新一轮筛选。

图7: 非原始权益人战略配售比例(%) (2025.07.04)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 有效认购确认比例(%) (2025.07.04)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 二级市场

### 2.2.1. 风险收益特征

中证 REITs 全收益指数是观测我国 REITs 市场整体表现的核心指标。

**收益表现方面, REITs 市场经历了高收益起步、防御性波动、深度调整到逐步修复并强劲反弹的过程。**2021 年试点首年,在政策红利和市场稀缺性的双重驱动下,中证 REITs 全收益指数年化收益率高达 44.69%,显著超越同期其他指数的表现;2022 年,受宏观经济波动和市场调整影响,REITs 指数录得-0.64%的年化收益,表现优于股票相关指数,显示出波动下的防御性;2023 年由于底层资产质量参差、二级市场流动性冲击、估值预期修正等因素,REITs 市场表现较差,仅录得-26.23%的年化收益率;2024 年以来,随着政策支持力度加大、底层资产持续扩容以及市场流动性改善,REITs 指数实现 13.62%的反弹收益;截至 2025 年 7 月 4 日,REITs 指数年内年化收益率已达 28.27%,展现出在政策利好和资产荒背景下的持续修复动能。

**从长期表现来看, REITs 呈现出风险收益平衡特性。**2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日期间,该指数年化波动率为 11.23%,低于所有股票指数;最大回撤为-39.02%,与沪深 300 指数(-37.86%)基本相当。中证 REITs 指数回撤较大主要因为起步较高而 2023 年调整程度较深,导致 2023 年调整的因素将随着制度体系进步而得到改善。

**在资产相关性方面,低相关性特征使其在资产配置组合中能够发挥重要的风险分散作用,有效提升投资组合的稳健性。**REITs 指数与债券指数的相关系数仅为 0.06,与股票指数的日收益率平均相关系数为 0.21。红利指数与高股息策略虽然关注点有所不同,前者侧重分红的稳定性和比率,后者更关注绝对股息率,但由于存在一定的成分重叠,二者之间的相关性高达 0.78,远高于它们各自与 REITs 指数的相关性(红利-REITs 为 0.18,高股息-REITs 为 0.22),这说明 REITs 可以在投资组合中代替红利或高股息存在,

避免一致性过高导致的波动。

在当前市场环境下，REITs 资产正迎来政策支持与市场风险偏好转变的双重利好。其介于股债之间的收益风险特征，叠加独特的低相关性优势，使其成为大类资产配置中极具价值的补充工具。随着市场机制的不断完善和资产类型的持续丰富，REITs 有望为投资者提供更具吸引力的配置选择，在当前复杂多变的市场环境中凸显其战略配置价值。

表5: 各指数年化收益率（2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日）

| 年份   | 中证 REITs 全收益 | 中证全债  | 沪深 300  | 红利指数    | 高股息策略   |
|------|--------------|-------|---------|---------|---------|
| 2021 | 44.69%       | 5.61% | 6.23%   | -27.12% | -29.64% |
| 2022 | -0.64%       | 3.55% | -25.01% | -4.22%  | -14.49% |
| 2023 | -26.23%      | 5.25% | -13.07% | 2.27%   | -8.42%  |
| 2024 | 13.62%       | 8.86% | 15.70%  | 12.59%  | 14.72%  |
| 2025 | 28.27%       | 2.01% | 8.64%   | -0.39%  | 13.39%  |

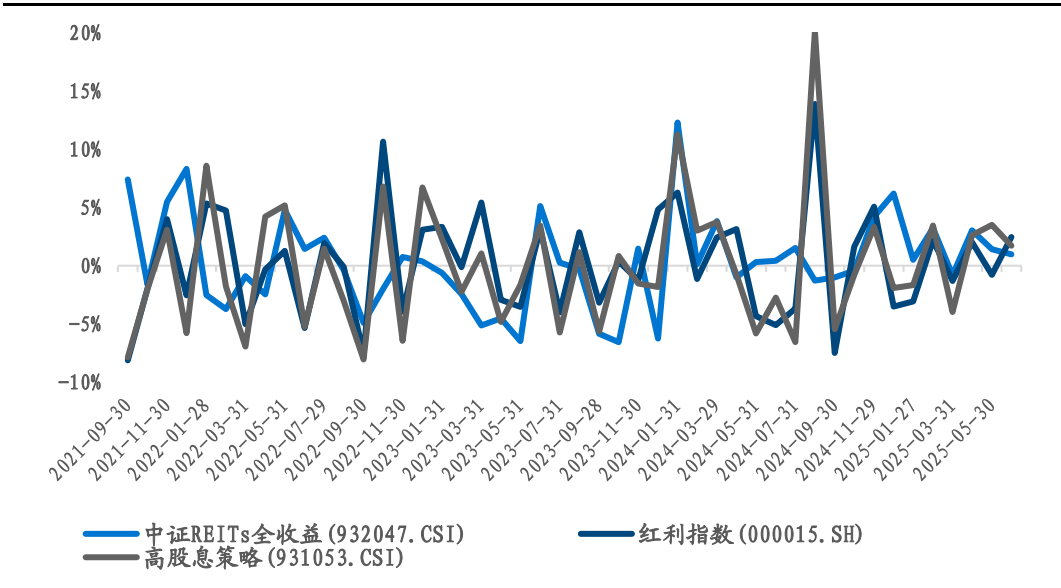
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表6: 各指数重要指标（2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日）

| 年份      | 中证 REITs 全收益 | 中证全债   | 沪深 300  | 红利指数    | 高股息策略   |
|---------|--------------|--------|---------|---------|---------|
| 整体年化收益率 | 3.10%        | 5.60%  | -5.40%  | 1.30%   | -2.53%  |
| 整体年化波动率 | 11.23%       | 1.34%  | 18.01%  | 17.10%  | 20.51%  |
| 收益波动比   | 0.2760       | 4.1791 | -0.2998 | 0.0760  | -0.1234 |
| 最大回撤    | -39.02%      | -2.01% | -37.86% | -18.27% | -28.18% |

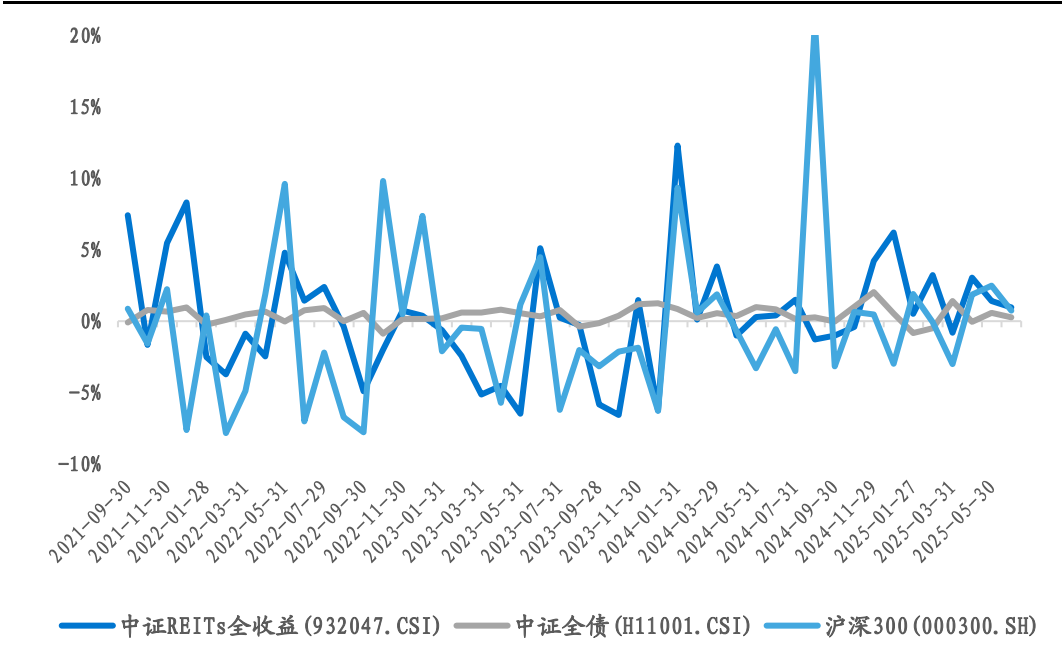
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 中证 REITs 全收益、中证全债、沪深 300 的月收益率走势（2021/9/30 至 2025/7/4）



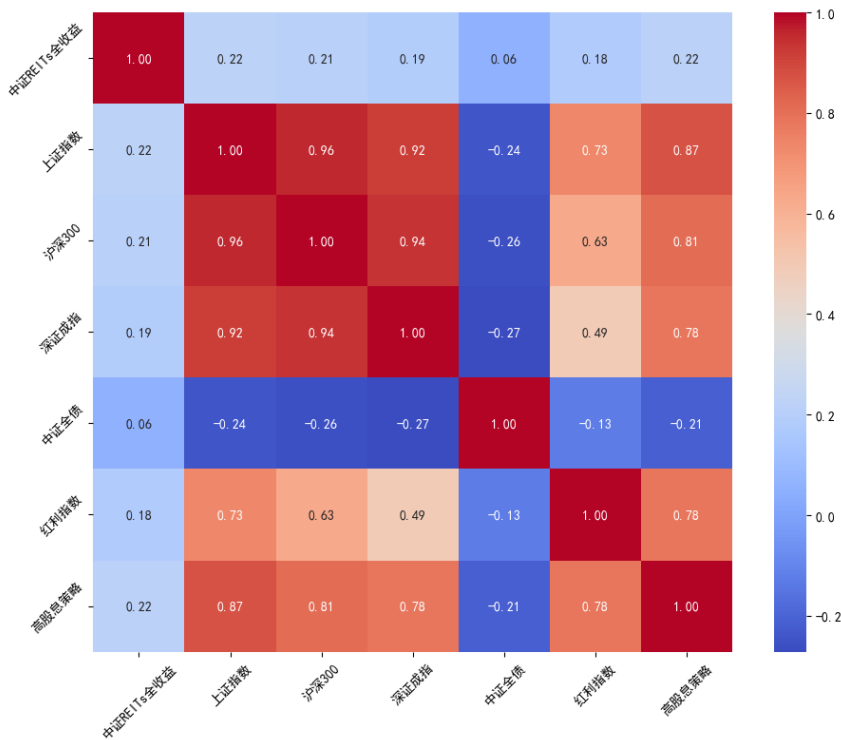
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：中证REITs全收益、红利指数、高股息策略的月收益率走势（2021/9/30至2025/7/4）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：各指数相关性计算（2021年9月30日至2025年7月4日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.2.2. 价格走势

**REITs 市场整体走势反映出政策与市场的双重驱动。**具体分析，2021 年指数因稀缺性和资金推动快速上涨，最高达 1305 点；而 2022 年因为美联储加息周期开启、地产行业风险暴露、疫情反复等宏观环境原因，导致市场情绪趋弱，指数一度下探至 796 点；2024 年起，基础设施 REITs 试点扩围、险资配置比例提升等政策落地，流动性和信心同步修复，指数迅速回升。随着利率环境改善和市场机制完善，REITs 指数继续温和上行，反映出市场对其长期现金流认可，行业整体正向成熟与多元化发展阶段迈进。

图12：中证 REITs 全收益指数收盘价（2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

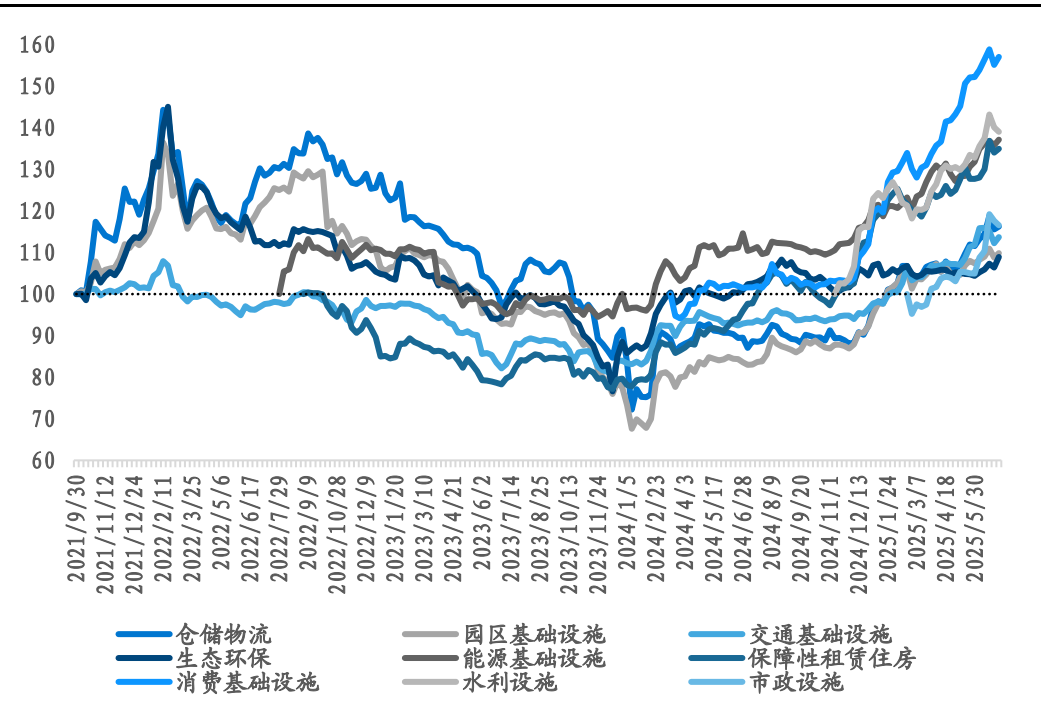
为便于比较各板块的价格走势，本报告将每只基金的价格从其上市时开始标准化为 100，后续的价格变动也都以 100 为起点，然后通过对每个板块的所有基金进行等权平均，计算出板块的整体表现，便于后续分析各板块的涨跌幅、年化收益率、波动率和最大回撤等关键指标。

**2025 年之前，REITs 市场各板块呈现出明显的阶段性同步波动特征，整体走势受利率环境、市场风险偏好和宏观流动性的共同驱动。**2022 年末至 2024 年初的市场深度回调中，早期成立的仓储物流、园区基础设施等板块调整较深，而能源基础设施板块展现出较强的防御性，回调相对较小。2024 年市场反弹阶段，之前深陷调整的板块均表现出了较高的价格弹性；相比之下，交通基础设施和能源板块反弹力度稍弱，不过其波动本身就更小，呈现稳健特征。同时，以消费基础设施板块为代表的新板块展现出较强的市场活力，为投资者提供了差异化配置选择。

展望未来，随着 REITs 市场底层资产类型的持续丰富和市场机制的不断完善，各板

块在保持周期联动性的同时，其差异化特征或将进一步凸显，为投资者创造更多元化的配置机会。

图13: REITs 各板块走势 (2021 年 9 月 30 日至 2025 年 7 月 4 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表7: REITs 各板块关键指标 (截至 2025 年 7 月 4 日)

| 计算起始日期    | 板块名称    | 累计涨跌幅  | 年化收益率  | 年化波动率  | 最大回撤    |
|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 2024/3/15 | 消费基础设施  | 57.07% | 40.53% | 13.53% | -5.84%  |
| 2024/11/8 | 水利设施    | 39.01% | 63.12% | 15.85% | -6.92%  |
| 2022/7/29 | 能源基础设施  | 37.14% | 11.57% | 11.79% | -16.54% |
| 2022/9/2  | 保障性租赁住房 | 34.97% | 11.35% | 13.38% | -23.14% |
| 2025/2/21 | 市政设施    | 16.57% | 48.99% | 18.70% | -4.77%  |
| 2021/9/30 | 仓储物流    | 16.25% | 4.16%  | 21.75% | -49.97% |
| 2021/9/30 | 交通基础设施  | 13.71% | 3.54%  | 9.98%  | -25.59% |
| 2021/9/30 | 园区基础设施  | 9.85%  | 2.58%  | 18.01% | -50.45% |
| 2021/9/30 | 生态环保    | 8.93%  | 2.34%  | 15.88% | -47.20% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2.3. 分红情况

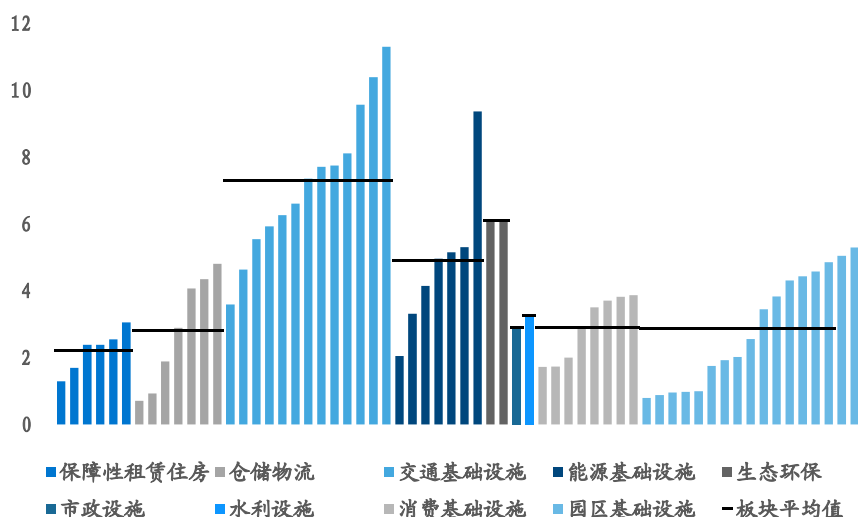
受政策强制分红机制驱动，国内公募 REITs 须将不低于 90% 的年度可供分配金额以现金形式分配。实操中因为会计处理、累计收益等影响复杂因素呈现出不同的结果。

虽然 REITs 整体分红意愿较强，分红次数稳步增多，但不同产品间分红水平和稳定性存在较大差异。2024 年年报数据显示，本期披露“单位可供分配金额”的 51 只 REITs 基金中，有 42 只进行了分红，其中 27 家实际单位年度分红超过了单位可供分配金额，而与此同时另外 15 家不足单位可供分配金额的 90%。一方面部分基金通过动用历史留存收益、跨期调配等方式实现了超额分红，提升了分红的灵活性和连续性；另一方面，也有部分产品因资产运营或项目阶段等因素，分红水平未达监管红线。分红表现的差异暗示了运营状况和管理策略的情况，是值得关注的市场指标。

**部分 REITs 未披露分红数据的原因主要有以下 3 点：**（1）运营不及预期，若底层资产收入未达预测（如出租率下降、成本上升），则可供分配金额不足，导致暂不分红或延迟披露；（2）信息披露豁免或延迟，新上市或扩募项目处于建设期，暂无稳定现金流（如数据中心 REITs 建设期 1-2 年），可豁免初期分红披露；（3）监管与合规因素，部分 REITs 因审计延迟或合规审查（如资产估值争议），暂未发布分红方案。总体来看，这些情形属于运营风险或项目阶段的客观原因，符合监管允许合理豁免的要求并非系统性隐瞒，但值得关注。

在年度分红数据披露不及时的情况下，TTM 派息率凭借其动态性和可比性，成为衡量 REITs 分红表现的另一重要指标。截至 2025 年 7 月 4 日，特许经营权类板块派息率整体较高而产权类板块整体相对较低，但在大模块差异之下，板块内部派息率差异依然主要由各项目自身经营和管理水平决定，这一点与年度分红数据所揭示的结构性结论相一致。

图14：各 REITs 派息率 TTM 和板块平均值（%）（2025 年 7 月 4 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 2.2.4. 投资者结构

中国公募 REITs 自 2021 年推出以来，已形成多元化的投资者结构。保险公司、公募基金和券商构成主要投资力量，各自依据风险偏好进行差异化配置。此外，政策要求原始权益人强制持有一定份额，保障了底层资产运营的稳定性。这种制度设计有效促进了基础设施资产的证券化进程，为市场健康发展奠定了基础。以下分析基于 2024 年年报数据。

原始权益人在 REITs 发行时至少持有 20% 以上的 REITs 份额，其中，交通/基建类原始权益人普遍持有 50% 以上的份额，彰显其对资产的信心以增强市场对 REITs 产品的信息，但是一定程度上压缩了二级市场流动性空间。

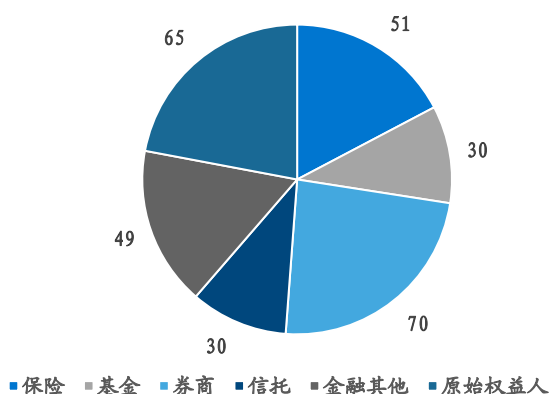
金融机构投资者呈现明显的差异化特征，反映了差异化的投资逻辑。券商注重流动性管理，险资强调长期配置，公募追求组合优化，多元化的投资者结构有助于市场健康发展。但需要持续监测各类机构的持仓变化，特别是锁定期结束后的资金动向。

保险机构及养老金展现典型的长期资金特征。数据显示主要险企持仓稳定，增减幅度大部分小于 1%，体现出对 REITs 产品的配置型需求。这类机构尤其偏好具有稳定现金流的基建类 REITs，其持有行为对市场稳定性具有重要支撑作用，但需关注锁定期结束后的潜在减持压力。

证券公司作为最活跃的参与者，持仓分散且交易频繁。其中头部券商如中信证券持有 32 只基金，但单只持仓比例大部分在 1%-5% 区间。这种持仓结构反映了券商在市场承担流动性提供者的角色，其调仓行为对二级市场价格波动具有直接影响。

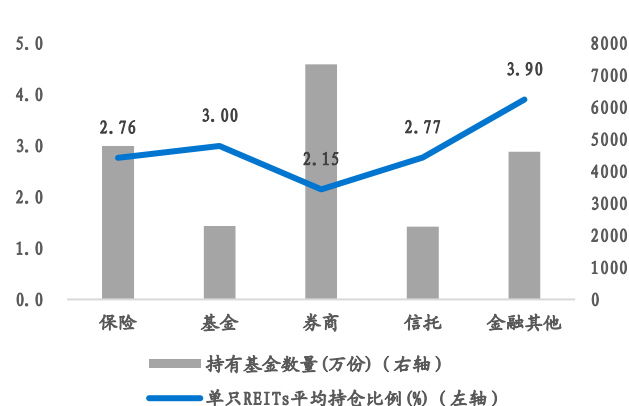
公募基金及资管产品采取组合化投资策略，单只 REITs 配置比例在 3% 左右，部分产品的小幅增持表明对 REITs 作为收益增强工具的认可；信托计划呈现通道化特征；理财资金配置比例不足 1%，反映谨慎态度，未来政策调整可能成为配置提升的关键因素。

图15: REITs 市场投资者计数 (个) (2024 年报)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 机构投资者持有份额和持仓比例 (2024 年报)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. REITs 未来展望：低利率时代，在政策支持与结构优化中寻找配置价值

#### 3.1. 制度展望：政策优化持续推进，制度环境逐步完善

**扩募机制常态化持续提升 REITs 市场扩容效率和资产流转能力。**2025 年深交所推行“首发+扩募”双轮驱动，审批周期缩短至数月，资产类型拓展至数据中心、养老设施等新兴领域，优质项目储备不断充实。这种机制改革不仅提升了原始权益人资产盘活和资金循环利用的积极性，也为长期资金带来了更多稳定配置机会。值得关注的是，扩募审核节奏和资产纳入标准持续优化，有望助力 REITs 形成更加丰富、动态的产品池，满足多样化投资需求。随着监管持续完善和市场主积极响应，扩募常态化将成为行业规模扩张和产品结构升级的持久动力。

**税收政策持续优化是推动 REITs 市场高质量扩容的关键动力。**当前税收递延政策主要覆盖发行和资产重组环节，但运营和退出环节缺乏细则，导致部分产品全周期税负较高，影响分红率和投资吸引力。由于税制尚未贯穿全生命周期，部分原始权益人和长期资金配置积极性有限。若能借鉴成熟市场经验，推进企业所得税、土地增值税、分红税等全周期减免，将有效提升产品净回报，激发行业长期资金活力，助推市场良性扩容。当前税收中性原则已被广泛认可，市场普遍预期税收红利有望在未来逐步兑现。

#### 3.2. 产品展望：资产类型加速扩容，运营能力成为核心

**资产类型加速多元化推动 REITs 市场容量扩展与风险分散。**2025 年以来，数据中心、风电、消费基础设施等新兴资产增长迅速，底层资产结构已扩展至十类以上。传统的交通基建和产业园区仍为市场主力，但新资产的涌现不仅丰富了投资组合，也提升了行业成长性和抗周期能力。政策支持和项目创新带动更多资金关注新兴资产，预计未来资产类型结构将更加均衡，市场活力和成长空间同步提升。

**市场分层与结构优化有效提升了 REITs 对多元资金的吸引力和适配度。**当前市场已初步形成成熟期、成长期和培育期三层结构，成熟型 REITs 以稳定现金流吸引险资与养老金，成长期与创新型 REITs 则满足成长型、主题型资金需求。部分龙头项目积极推进跨境资产整合与海外布局，探索国际化发展路径。结构分层不仅提升了资源配置效率，也有助于缓解行业扩容中的结构性风险。随着监管、产品与资金三方持续互动，分层格局将成为行业稳健扩容和多元创新的基础框架。

**运营能力提升正在成为 REITs 产品核心价值和竞争力的关键。**2025 年，管理人普遍加强数字化管理，如 AI 客流预测、能耗监控和智能租金策略全面提升资产运营效率

和利润空间。ESG 理念逐步融入运营全过程，部分项目通过碳排放追踪和节能措施降低运营成本、增强投资吸引力。面对部分园区 REITs 空置率波动，龙头管理人实施弹性租金和灵活招商，有效提升出租率和收益水平。随着运营管理能力持续升级，投资者对于高运营效率、高管理水平 REITs 的偏好日益明显。

### 3.3. 资金展望：长期资金持续扩容，流动性与配置能力同步提升

**资金结构优化和长期资金占比提升为 REITs 市场提供了坚实基础。**2024 年以来，养老金、年金等长期资金持续流入。平准基金设立和外资通过 QFII、RQFII 渠道的增配，进一步丰富了资金来源。消费类 REITs 因分红能力突出和成长性强，持仓占比持续上升。资金结构优化增强了市场定价理性和配置稳定性，也有助于市场对冲短期波动风险。多元资金的深度参与，将推动 REITs 市场规模稳步扩张，行业基础更加坚实。

**流动性提升和金融工具创新推动 REITs 市场活跃度持续走高。**衍生品创新和 REITs 纳入沪深港通标的，为境内外投资者提供了更多配置和风险管理工具。活跃的二级市场流动性不仅提升了产品吸引力，也为长期资金提供了更便捷的进出通道。未来随着市场机制不断完善，预计流动性和工具体系还将持续丰富，市场参与度和活跃度有望进一步提升。

**REITs 的收益优势和抗周期属性巩固了其长期配置的市场地位。**2025 年初至今，中国经济持续处于低利率区间，传统固定收益类资产的回报水平下行，10 年期国债收益率一度跌破 1.6%。在此背景下，保险、银行理财资金等机构投资者对具有稳定现金流的优质资产的配置需求上升。高质量资产的稀缺性推动资金寻求新的投资载体。REITs 凭借优秀的分派能力在当前市场环境下展现出突出的收益优势。未来，随着资金结构持续优化和市场规模扩大，REITs 有望进一步巩固其长期配置资产的地位。

### 3.4. 市场展望：宏观背景下的板块表现分化

当前宏观环境下，利率、经济、政策、消费等因素共同作用，形成了对 REITs 市场的支撑。利率持续下行，降低了 REITs 的融资成本，提升了其作为高股息资产的吸引力；经济增速保持稳健，推动了写字楼、物流仓储等底层资产的出租率和现金流；低通胀环境为货币政策提供空间，降低了 REITs 的运营成本，进一步支持了其分红稳定性；消费复苏推动了消费类 REITs 的表现，资产受益于零售额增长和政策刺激。

**消费基础设施板块表现最为强劲，前景持续向好。**年初至今（截至 2025 年 7 月 4 日，下同），该板块涨幅高达 40.19%，在所有板块中表现最佳，尽管过去一周（2025 年 6 月 29 日至 2025 年 7 月 4 日，下同）仅上涨 1.26%，该板块换手率较去年同期提高，显示出市场交投活跃，资金流动性良好。自诞生以来，消费基础设施板块的优异表现主

要得益于消费环境的持续改善和政策刺激的进一步落地，预计将继续保持领先表现，并维持强劲的增长势头。

**保障性租赁住房板块受政策支持推动，增长潜力可期。**年初至今，该板块上涨19.65%，过去一周上涨0.72%，表现稳健。该板块的区间日均换手率较去年有所改善。供给侧，2025年央行设立3000亿保障性住房再贷款，推动商品房收储提速政策层面的支持力度持续；需求侧，一线城市租赁缺口持续。叠加REITs纳入社保投资范围，租赁住房板块增长潜力可观，配置吸引力强。

**能源基础设施板块表现稳健。**年初至今，该板块涨幅为16.41%，在所有板块中排名较低，过去一周涨幅0.98%。不过因为该板块此前在震荡中表现较为坚韧，所以其整体震荡走高，换手率为市场平均水平（去年同期较高是因为华夏特变电工新能源REIT的上市）。虽然传统能源投资放缓，但新能源转型提供支撑，随着和技术进步的加速，能源基础设施板块有望吸引更多资金关注。

**园区基础设施板块短期表现温和，长期依赖政策支持。**年初至今，涨幅为19.13%，过去一周上涨0.996%，均为中位数水平。板块自二月开始走平，反映出市场活跃度仍待提升。换手率较去年同期有所提升，但增幅有限。园区基础设施板块的成长逻辑依赖于政府对高新技术产业的政策扶持，尤其是科技园区的扩建和创新型企业的加速入驻。尽管短期内表现平淡，如果政策支持持续加码，该板块有望维持稳步增长。

**仓储物流板块表现突出，市场认可度高。**年初至今，涨幅为25.74%，位居所有板块第二。过去一周，尽管未领涨市场，该板块上涨0.602%，延续了年初至今的上涨趋势，显示出较高的市场认可度。换手率方面，过去三个月的日均水平较去年同期水平基本持平，为市场中位数水平。仓储物流板块的增长潜力来源于电商行业的持续发展和供应链的逐步修复，2025年5月社会消费品零售总额累计值203,171亿人民币元，同比增长6.4%，支撑物流需求。虽然历史表现一般，但随着物流智能化和自动化水平的提升，该板块有望进一步受益于行业升级带来的长期增长机会。

**交通基础设施板块表现相对平稳，短期内缺乏明显上涨支撑。**年初至今，该板块涨幅为17.95%，过去一周涨幅为1.33%，在所有板块中波动幅度较小，呈现慢涨慢跌的运行特征。换手率方面，过去三个月的日均水平与去年同期基本持平，资金流动性未见明显提升。2025年1-5月道路运输业固定资产投资累计同比下滑0.9%，缺乏强劲的催化因素，短期内该板块可能维持震荡格局。

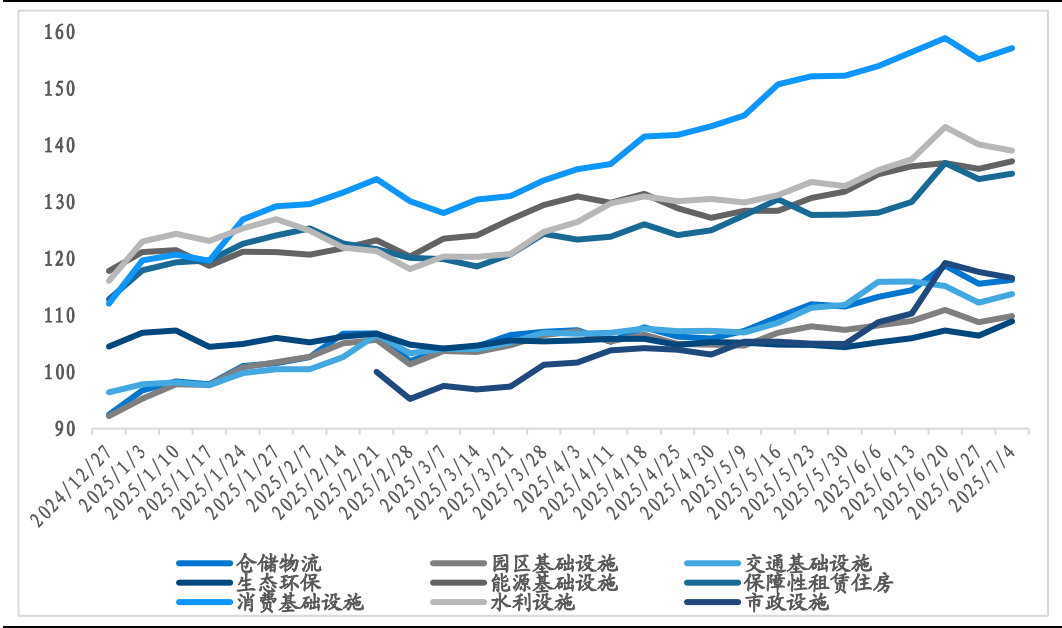
生态环保、市政设施和水利设施这三个板块未在本次分析中详细展开，主要原因是数据样本过少，故未进行分析。

表8: 各板块上周涨跌幅与年初至今涨跌幅（截至 2025 年 7 月 4 日）

| 资产类型    | 年初至今涨跌幅 | 上周涨跌幅   |
|---------|---------|---------|
| 消费基础设施  | 40.192% | 1.263%  |
| 仓储物流    | 25.735% | 0.602%  |
| 水利设施    | 19.775% | -0.772% |
| 保障性租赁住房 | 19.647% | 0.718%  |
| 园区基础设施  | 19.129% | 0.996%  |
| 交通基础设施  | 17.952% | 1.334%  |
| 市政设施    | 16.574% | -0.903% |
| 能源基础设施  | 16.414% | 0.982%  |
| 生态环保    | 4.257%  | 2.376%  |

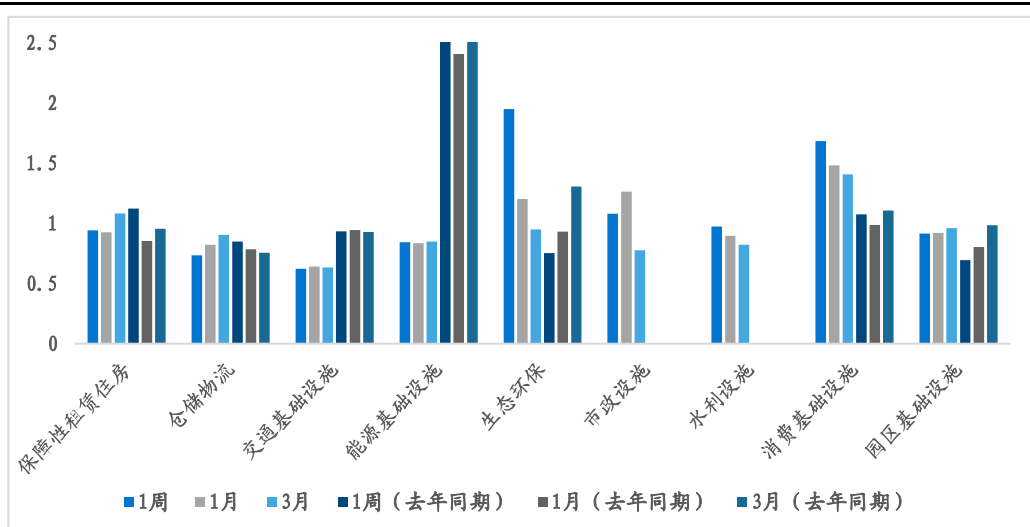
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17: REITs 各板块走势（2024 年 12 月 27 日至 2025 年 7 月 4 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

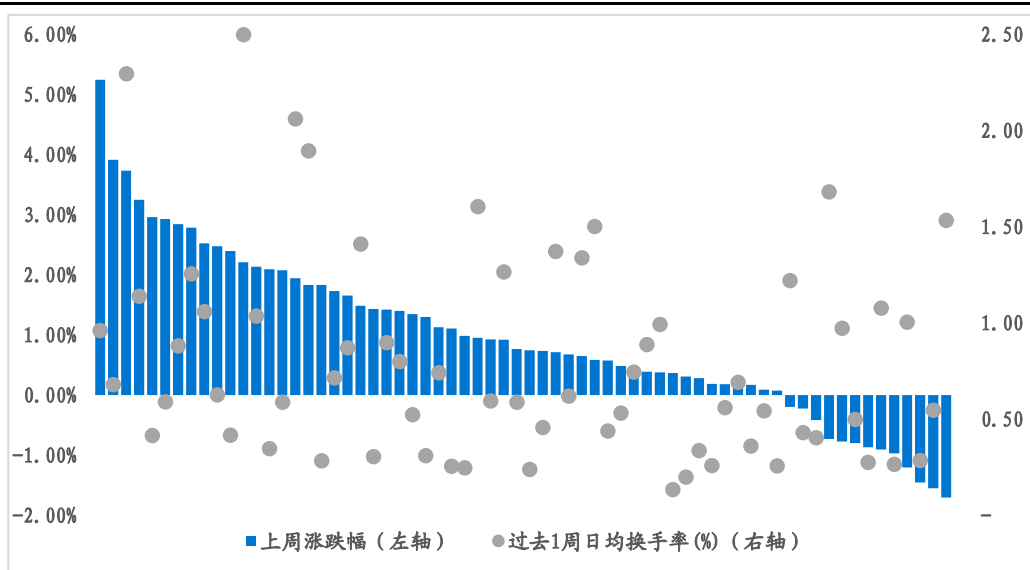
图18: 各板块区间日均换手率 (%) (截至 2025 年 7 月 4 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

由于 REITs 各板块样本数量均较少，板块内部的分化水平不容忽视，需要额外关注单只基金的具体表现。底层资产质量通常只能通过定期披露信息获得，但市场指标如涨跌幅和日均换手率能在以较高的频率反映出基金的市场表现和资金流动情况。截至 2025 年 7 月 4 日，已上市的 66 只 REITs 中，有 53 只过去一周收盘价上涨，13 只下跌，日均换手率均值为 0.8%。

图19: 各只 REITs 基金上周涨跌幅和过去 1 周日均换手率 (截至 2025 年 7 月 4 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表9：各只 REITs 基金市场指标（截至 2025 年 7 月 4 日）

| 证券简称             | 项目属性   | 资产类型    | 上周涨跌幅 | 年初至今涨跌幅 | 上周日均换手率 |
|------------------|--------|---------|-------|---------|---------|
| 易方达华威市场 REIT     | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 5.25% | 43.99%  | 0.96%   |
| 华夏南京交通高速公路 REIT  | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 3.91% | 33.90%  | 0.67%   |
| 富国首创水务 REIT      | 产权类    | 消费基础设施  | 3.73% | 6.83%   | 2.29%   |
| 中信建投明阳智能新能源 REIT | 产权类    | 消费基础设施  | 3.25% | 26.90%  | 1.13%   |
| 浙商沪杭甬 REIT       | 产权类    | 园区基础设施  | 2.96% | 12.34%  | 0.41%   |
| 华安外高桥 REIT       | 特许经营权类 | 生态环保    | 2.93% | 31.88%  | 0.58%   |
| 招商基金蛇口租赁住房 REIT  | 产权类    | 能源基础设施  | 2.84% | 32.40%  | 0.88%   |
| 华泰苏州恒泰租赁住房 REIT  | 产权类    | 园区基础设施  | 2.79% | 3.28%   | 1.25%   |
| 招商高速公路 REIT      | 产权类    | 保障性租赁住房 | 2.53% | 40.54%  | 1.05%   |
| 中金重庆两江 REIT      | 产权类    | 园区基础设施  | 2.48% | 41.83%  | 0.62%   |
| 华泰南京建邺 REIT      | 产权类    | 消费基础设施  | 2.40% | 31.80%  | 0.41%   |
| 华夏金茂商业 REIT      | 产权类    | 园区基础设施  | 2.21% | 35.89%  | 2.49%   |
| 华夏和达高科 REIT      | 产权类    | 消费基础设施  | 2.13% | 5.33%   | 1.03%   |
| 红土创新盐田港 REIT     | 产权类    | 园区基础设施  | 2.09% | 12.84%  | 0.34%   |
| 嘉实京东仓储基础设施 REIT  | 产权类    | 消费基础设施  | 2.07% | 36.60%  | 0.58%   |
| 华夏合肥高新 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 1.94% | 6.33%   | 2.06%   |
| 华安百联消费 REIT      | 特许经营权类 | 水利设施    | 1.83% | 50.76%  | 1.89%   |
| 中航京能光伏 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 1.83% | 17.73%  | 0.28%   |
| 平安宁波交投 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 1.73% | 21.82%  | 0.71%   |
| 华夏首创奥莱 REIT      | 产权类    | 仓储物流    | 1.66% | 48.58%  | 0.87%   |
| 工银蒙能清洁能源 REIT    | 产权类    | 仓储物流    | 1.49% | 28.36%  | 1.41%   |
| 中金联东科创 REIT      | 产权类    | 保障性租赁住房 | 1.43% | 29.40%  | 0.30%   |
| 中金厦门安居 REIT      | 产权类    | 仓储物流    | 1.42% | 35.95%  | 0.89%   |
| 华夏深国际 REIT       | 产权类    | 保障性租赁住房 | 1.40% | 33.98%  | 0.79%   |
| 华夏中国交建 REIT      | 产权类    | 消费基础设施  | 1.35% | 21.55%  | 0.52%   |
| 华安张江产业园 REIT     | 特许经营权类 | 能源基础设施  | 1.30% | 15.89%  | 0.31%   |

|                  |        |         |        |        |       |
|------------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 广发成都高投产业园 REIT   | 产权类    | 园区基础设施  | 1.13%  | 22.86% | 0.74% |
| 博时蛇口产业园 REIT     | 产权类    | 仓储物流    | 1.11%  | 8.15%  | 0.25% |
| 易方达广开产业园 REIT    | 产权类    | 园区基础设施  | 0.98%  | 6.72%  | 0.24% |
| 中航首钢绿能 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 0.95%  | 1.62%  | 1.60% |
| 中金安徽交控 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 0.93%  | 26.12% | 0.59% |
| 汇添富上海地产租赁住房 REIT | 产权类    | 仓储物流    | 0.92%  | 11.56% | 1.26% |
| 中金山东高速 REIT      | 产权类    | 园区基础设施  | 0.77%  | 14.40% | 0.58% |
| 博时津开产业园 REIT     | 特许经营权类 | 生态环保    | 0.74%  | 41.53% | 0.23% |
| 招商科创 REIT        | 产权类    | 园区基础设施  | 0.73%  | 5.19%  | 0.45% |
| 华泰江苏交控 REIT      | 产权类    | 园区基础设施  | 0.71%  | 24.51% | 1.37% |
| 嘉实中国电建清洁能源 REIT  | 产权类    | 园区基础设施  | 0.68%  | 15.34% | 0.62% |
| 华夏金隅智造工场 REIT    | 特许经营权类 | 能源基础设施  | 0.65%  | 25.56% | 1.33% |
| 汇添富九州通医药 REIT    | 产权类    | 保障性租赁住房 | 0.59%  | 20.78% | 1.50% |
| 华夏基金华润有巢 REIT    | 产权类    | 园区基础设施  | 0.58%  | 36.30% | 0.43% |
| 易方达深高速 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 0.48%  | 16.65% | 0.53% |
| 中金湖北科投光谷 REIT    | 产权类    | 消费基础设施  | 0.44%  | 0.52%  | 0.74% |
| 国金中国铁建 REIT      | 产权类    | 园区基础设施  | 0.39%  | 5.68%  | 0.88% |
| 红土创新深圳安居 REIT    | 产权类    | 保障性租赁住房 | 0.38%  | 21.63% | 0.99% |
| 中金印力消费 REIT      | 产权类    | 消费基础设施  | 0.37%  | 35.05% | 0.13% |
| 平安广州广河 REIT      | 产权类    | 仓储物流    | 0.31%  | 8.15%  | 0.19% |
| 中信建投国家电投新能源 REIT | 特许经营权类 | 能源基础设施  | 0.28%  | 12.84% | 0.33% |
| 华夏越秀高速 REIT      | 特许经营权类 | 能源基础设施  | 0.19%  | 2.46%  | 0.25% |
| 嘉实物美消费 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 0.18%  | 53.87% | 0.55% |
| 国泰君安东久新经济 REIT   | 特许经营权类 | 能源基础设施  | 0.18%  | 21.88% | 0.69% |
| 华夏华润商业 REIT      | 特许经营权类 | 市政设施    | 0.17%  | 21.95% | 0.36% |
| 东吴苏园产业 REIT      | 产权类    | 仓储物流    | 0.09%  | 3.24%  | 0.54% |
| 工银河北高速 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | 0.07%  | 7.11%  | 0.25% |
| 南方顺丰物流 REIT      | 特许经营权类 | 能源基础设施  | -0.20% | 8.94%  | 1.22% |

|                  |        |         |        |        |       |
|------------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| 鹏华深圳能源 REIT      | 产权类    | 保障性租赁住房 | -0.22% | 1.68%  | 0.43% |
| 建信中关村 REIT       | 产权类    | 仓储物流    | -0.41% | 4.14%  | 0.40% |
| 华夏特变电工新能源 REIT   | 特许经营权类 | 交通基础设施  | -0.73% | 13.49% | 1.68% |
| 银华绍兴原水水利 REIT    | 产权类    | 园区基础设施  | -0.77% | 19.77% | 0.97% |
| 华夏大悦城商业 REIT     | 产权类    | 园区基础设施  | -0.80% | 47.98% | 0.49% |
| 国泰君安城投宽庭保租房 REIT | 产权类    | 保障性租赁住房 | -0.87% | 16.46% | 0.27% |
| 国泰君安济南能源供热 REIT  | 产权类    | 园区基础设施  | -0.90% | 16.57% | 1.07% |
| 中航易商仓储物流 REIT    | 产权类    | 仓储物流    | -0.97% | 16.67% | 0.26% |
| 华泰宝湾物流 REIT      | 特许经营权类 | 交通基础设施  | -1.20% | 24.46% | 1.00% |
| 中金普洛斯 REIT       | 产权类    | 保障性租赁住房 | -1.45% | 17.62% | 0.28% |
| 国泰君安临港创新产业园 REIT | 产权类    | 园区基础设施  | -1.55% | 19.76% | 0.54% |
| 华夏北京保障房 REIT     | 特许经营权类 | 交通基础设施  | -1.70% | 24.75% | 1.53% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4. 风险提示

在制度体系不断完善、产品形态持续扩展的背景下，REITs 市场整体发展节奏向好，但随着市场容量扩大与资产类型多元化，亦面临一系列结构性风险与机制掣肘。

### 4.1. 底层资产质量分层明显，运营透明度仍有待提升

非传统领域资产（如保障房、消费商业、清洁能源等）逐步进入 REITs 体系，其租金定价权、空置管理能力与运营成本波动对分派能力形成更高要求。然而，目前部分资产尚未建立系统性运营信息披露机制，分派预期难以稳定锚定，削弱产品估值的可预测性。

### 4.2. 扩募机制运行仍处于制度磨合阶段

扩募作为提升资产池规模与动态管理能力的核心机制，在具体操作中面临审批节奏不一、定价机制模糊、原持有人利益协调难等问题。典型案例反映出投资者对扩募资产质量与治理安排缺乏稳定预期，可能导致扩募时点市场波动放大，削弱机制的正向激励效应。

### 4.3. 尾部产品的流动性劣势抬升市场结构性风险

尽管市场整体流动性持续改善，但尾部 REITs 仍存在成交稀疏、价格波动幅度大等

问题。日均成交额长期低于流动性临界水平的产品，难以构建有效定价机制，资金定价信心不足，易在压力市场环境下形成估值有偏。

#### 4.4. 治理机制分层与信息披露不对称仍存结构性缺口

REITs 双层架构下，基金管理人、资产运营方与原始权益人之间的权责划分及协同效率不均，部分产品呈现出治理权弱化与管理权集中并存的问题。同时，运营数据披露颗粒度有限，难以满足机构投资者对长期现金流可跟踪性的需求。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>