



2016 年 7 月 7 日 大类资产研究

REITs 系列文章之一：

全球 REITs 发展与现状

郭草敏

何雨晨

兴业研究

兴业研究

分析师

分析师

摘要：

- 在前一篇文章中我们已经提到，REITs 作为房地产的替代投资品在国外发展有一定时间。在本篇文章中，我们将就 REITs 在各国推出的历史时间点进行梳理，并对目前全球最大的 REITs 市场：美国，进行简要的分析。
- 各经济体 REITs 推出时点往往与其房地产行业发展所处阶段密切相关。自 1960 年美国首次推出 REITs 以来，纵观全球各经济体 REITs 的推出，我们发现其目的只有两种：早先，在经济或房地产市场遭遇困难时，通过 REITs 加速资金流向房地产市场，提升社会投资水平；而后，部分国家推出 REITs 主要为增强本国房地产竞争力。归结起来，都是在房地产市场需要资金时将 REITs 推出。
- 在目前最为成熟的美国 REITs 市场中，权益类 REITs 主要可以被分为以下几类：零售类、工业及办公室类、住宅类、医疗健康类、酒店类等，每一类都有着自身的特点，目前的市场发展情况也不尽相同。
- 在发达经济体中，REITs 作为一个能够给房地产行业继续输血的资产证券化产品收到许多国家的追捧。以美国为首的 REITs 市场目前已发

1

特别提示：本报告内容仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析，不属于证券报告，也不构成对投资人的建议。

展出了多元化的产品以满足市场对于商业、居民地产投资的需求。从产品上来看，当下零售类 REITs 与居住类 REITs 相对表现良好，写字楼与酒店类 REITs 表现疲软。

关键词： 大类资产，房地产，REITs

在前一篇文章中我们已经提到，REITs 作为房地产的替代投资品在国外发展有一定时间。在本篇文章中，我们将就 REITs 在各国推出的历史时间点进行梳理，并对目前全球最大的 REITs 市场：美国，进行简要的分析。

1. 各经济体 REITs 推出时点相类似

各经济体 REITs 推出时点往往与其房地产行业发展所处阶段密切相关。自 1960 年美国首次推出 REITs 以来，纵观全球各经济体 REITs 推出时间点，我们发现，各经济体推出 REITs 无非有两个目的：早先，在经济或房地产市场遭遇困难时，通过 REITs 加速资金流向房地产市场，提升社会投资水平；而后，部分国家推出 REITs 主要为增强本国房地产竞争力。从美国经验来看，二战后，经济高速增长期过去，1958 年美国经济增长跌入负值区间，战后大量房地产供应无法消化。不过 20 世纪 90 年代初期的美国商业地产泡沫破灭才真正将 REITs 模式推到了前台，行业进入大爆发时期。当时银行账面上有着大量的房地产贷款，而作为贷款抵押物的房价地产价格出现明显疲软的迹象，REITs 的推动使得囤积在银行的房地产资产有了承接的机构。从澳大利亚经验来看，上世纪 70 年代初，澳大利亚进入恶性滞胀的环境中，失业率高企，通货膨胀攀升，房地产市场交易热情大减，股票、债券、房地产等资产价格表现疲软。为引入资金支持房地产行业进一步发展，澳洲推出 REITs 相关准入法则。从日本经验来看：90 年代，日本在资产泡沫后经历了漫长的经济衰退，在 90 年代中期的刺激过后，日本经济再次跌入负增长区间。房地产市场长期低迷，日本提振地产需求，选择 REITs 作为商业地产新开发项目的资金来源，推动资金流入房地产市场。从新加坡经验来看：亚洲金融危机的余波还未散去，银行内的坏账高企使得民众不

愿回到房地产市场，整体市场十分低迷。1999 年新加坡证券交易所审核委员会提出设立上市财产信托，5 月颁布《财产型托指引》，并在次年 11 月进行了更新。2001 年新加坡最大的房地产开发商之一凯德集团尝试在新加坡发行 REITs，由市场中低价收购房地产资产。从法国经验来看：2000 年后，法国新屋销售单季总量一直维持在 20000 套下方，且一直处于小幅负增长情况。为提振本国房地产市场，法国推出 11 号法案 (Article 11 of the Finance Act)，推动房地产信托发展，以期为房地产开发企业进一步提供资金。最后，从香港的经验来看：1985 年-1997 年的利率水平下降使得香港房地产迎来了长期的持续大涨，但 1997 年后，金融危机爆发，香港房价开始暴跌，至 2005 年楼宇买卖合同数量再次跌破 10000 份/月大关。同年，香港证券和期货实物检查委员会颁布《房地产投资信托基金守则》，推动 REITs 进入房地产业进行投资。而英国与德国推出 REITs 时间点较晚，主要是为了不甘人后，在资本自由流动的情况下，增强自身房地产行业竞争力与资金吸引能力。

图表1 全球 REITs 推出时间点

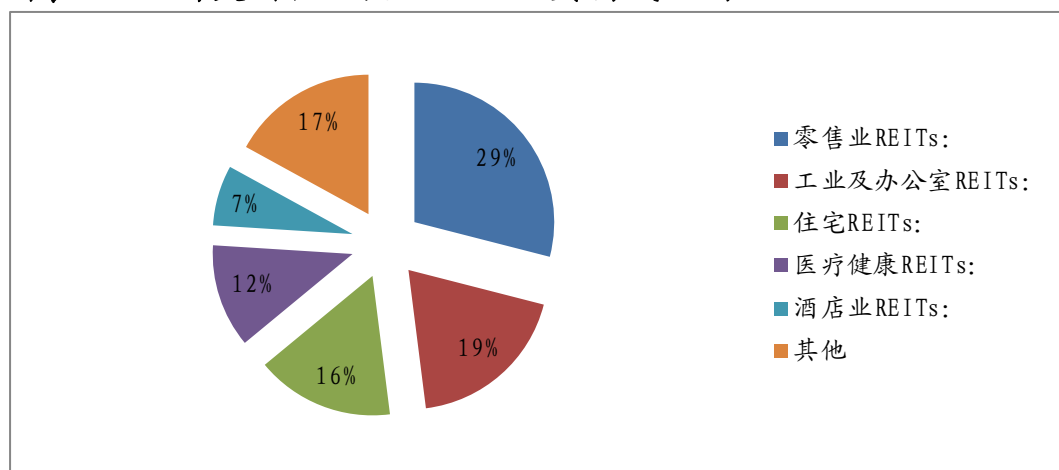
国家	时间	当时的经济与房地产行业背景
美国	1960	二战后，经济高速增长长期过去，1958年美国经济增长跌入负值区间，战后大量房地产新建供应无法消化。
澳大利亚	1971	上世界70年代初，澳大利亚进入恶性滞胀的环境中，失业率高企，通货膨胀攀升，房地产市场交易热情大减，股票、债券、房地产等资产价格表现疲软。
日本	2000	90年代，日本在资产泡沫后经历了漫长的经济衰退，在90年代中期的刺激过后，日本经济再次跌入负增长区间。房地产市场长期低迷。
新加坡	2001	亚洲金融危机的余波还未散去，银行内的坏账高企使得民众不愿回到房地产市场。
法国	2003	2000年后，法国新屋销售单季总量一直维持在20000套下方，且一直处于小幅负增长情况。
香港	2005	1997年后，金融危机爆发，香港房价开始暴跌，至2005年楼宇买卖合同数量再次跌破10000份/月大关。
英国	2007	荷兰、比利时等国家跟随法国推出REITs，为提升本国竞争力，德法相继推出REITs相关法案支持REITs发展。
德国	2007	

资料来源：笔者整理，CIB Research。

2. REITs 的可选分类与目前美国市场情况

在之前的报告中，我们已经提到，目前全球市场中权益型 REITs 由于其收益的稳定性以及利润分配方式的简洁性在市场中占完全主导地位（占比超过 90%），而按照其持有物业种类的分类，我们可以继续将权益类 REITs 细分为：零售类、工业及办公室类、住宅类、医疗健康类、酒店类等 REITs。在下文中我们将就各类 REITs 进行详细分析与比较。

图表2 目前美国权益类 REITs 主要构成比例



资料来源：NAREIT，CIB Research。

2.1 零售业 REITs

作为北美目前占比最大的 REITs 产品，零售业 REITs 在目前国外主要的 REITs 市场中一直是十分重要的组成部分。按照美国一般定义，零售业 REITs 投资标的一般为占地面积 40000 英尺以上的商业中心与购物中心（Malls, OUTLETS, Shopping Centers 等），并有大型零售品牌入驻加持。根据国际购物中心协会（ICSC）统计的数据显示，美国本土中，1150 座已注册的购物中心中 59% 被 REITs 所持有（2014 年数据），而若

仅计算中大型购物中心，被 REITs 持有比例提升至 80%。

图表3 北美购物中心形式分类

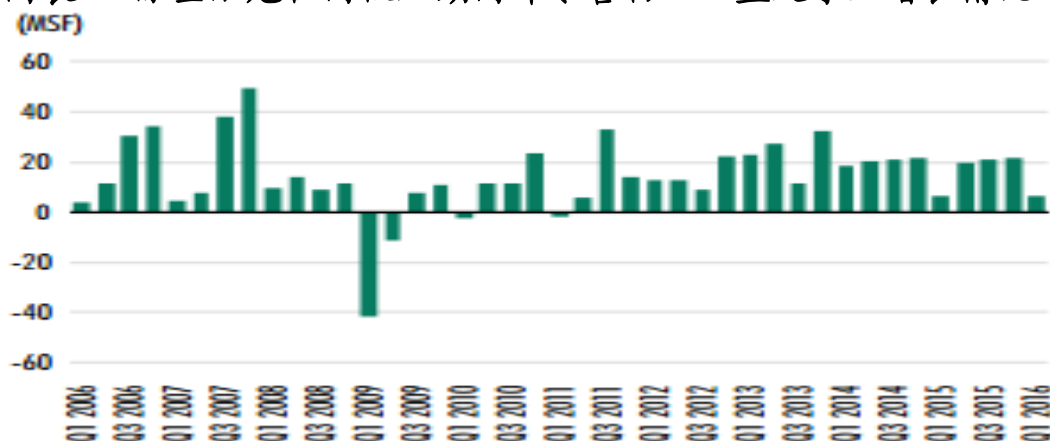
形式	占地面积(平方英尺)	辐射范围	大型品牌入驻占比
Neighborhood Center	30000-150000	3英里	0-50%
Community Center	80000-250000	3-6英里	30-50%
Lifestyle Center	200000-350000	5-10英里	40-60%
Power Center	250000-600000	8-15英里	75-90%

资料来源：ICSC，CIB Research。

零售业 REITs 能成为占比最大的品类主要由于其内部存在明显的收益特点：首先，随着时间的推移，租金收入可以稳步提升。一般情况来看，大多数 REITs 零售业主对于租户的基准租金并不固定，每年都会根据物价与周边市场环境进行小幅上浮，基准租金都能够随着时间的推移而有持续上涨的空间。第二，在基准租金的基础上，REITs 的业主还会根据商户的总营业额收取营业额租金。一方面，这使得 REITs 业主能够了解租户的经营收益，适当调整租金水平获得最大化收益；另一方面，在经济出现衰退时，可通过内部租金收取的结构化调整维持在萧条时期的自身收益能力。如：在 2008 年-2009 年期间，时尚品牌店、珠宝商与其他可选消费零售商比超市、餐饮行业受到了更大的冲击，由于美国 REITs 业主通过营业额租金了解到这一情况，他们有针对性的向那些有帮助需要的商户提供租金减让，延长客户存续时间，而同时其并没有大规模的提供统一的折扣供应，减少了衰退时期对于租金总收入的影响。其次，零售业 REITs 的资产提升计划（AEI）对于其提高净物业收入与资产价格效用是显著的。资产提升计划包括一下策略：多零售中心关联、高层空间向低层空间置换、停车场与公共区域零散空间拓展、

增加商业密集度间接提升自身容积率、以及升级便利服务设施等。所有这些性价比十分高且强有力的方法,可以在不增加物业占地规模的情况下推动 REITs 收益持续增长数年。**最重要的是,购物中心作为 REITs 投资标的存在很明显的租客粘性。**与写字楼、工业、住房租客不同,零售租客很少轻易迁址。由于零售租户需要长期稳定的客户流量,只要客户群体稳定且流量持续,不到万不得已他们不会搬离目前的所在地,这也解释了大型零售客户的租赁协议一般为长期协议。以上这些特性使得零售物业一直处于正增长的情况当中(图表 5)。

图表4 除金融危机内极短期内外零售物业一直处于正增长情况

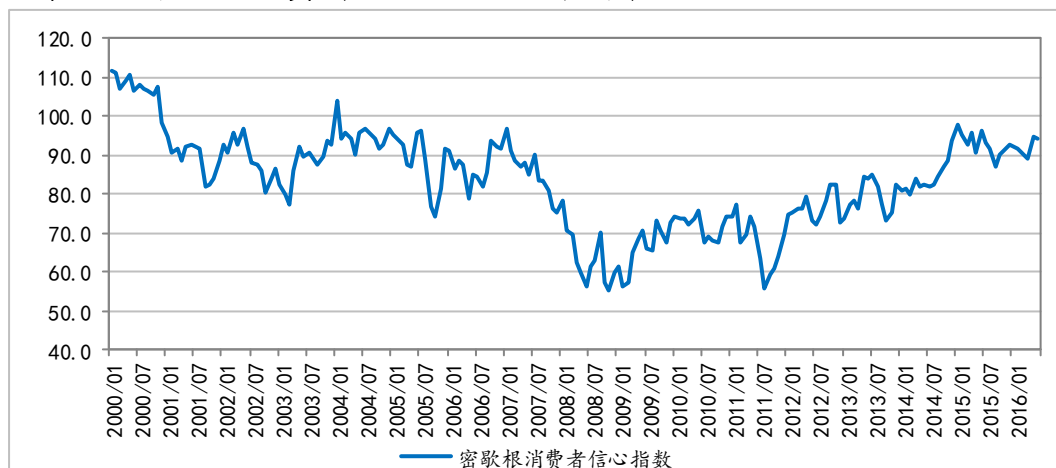


资料来源: CBRE, CIB Research。

目前整体零售业 REITs 最主要的影响因素还是来自于消费者信心。从长期宏观角度来看,零售业 REITs 的发展与整体零售业是密切相关的,而零售业的发展与消费者长期支出信心趋势密切相关。由于美国净几年的经济回暖与工资收入持续提升,消费者信心指数从去年开始一直维持在相对高位。而从仲量联行(JLL)今年一季度公布的数据来看,目前美国零售物业拓展仍在持续。虽然今年上半年美国宏观经济数据释放出混合的信号,但由于就业及薪资持续强劲,消费者信心进一步回暖,市场对于零售物业的需求继续维持强势。整体美国零售物业空置率仍维

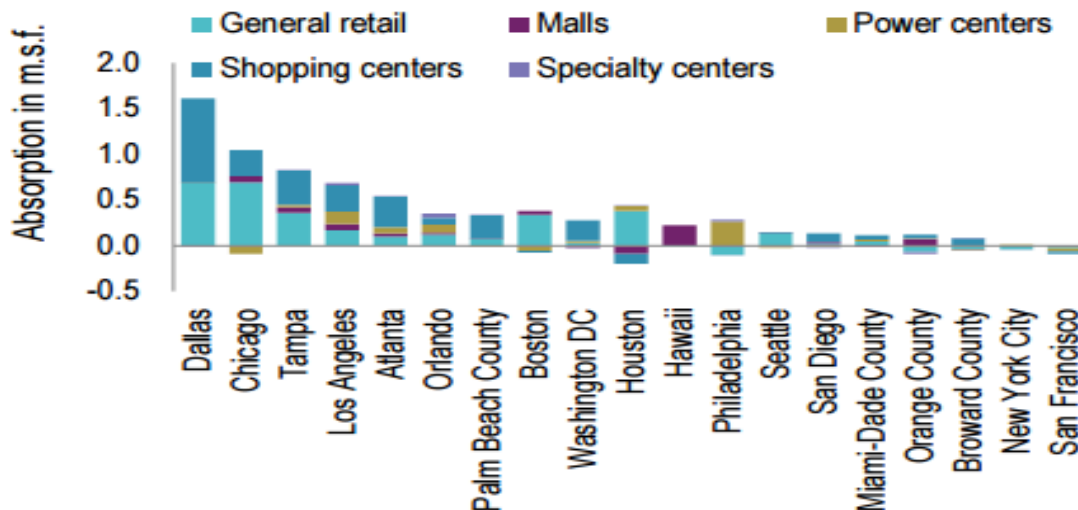
持在 5.6% 的低位水平，过去四个季度一直较为强势的零售需求是推动因素。而从其中更细项分类来看，健身、餐饮、宠物相关等是新增需求的主力，其中又以餐饮需求为甚。

图表5 密歇根消费者信心指数仍维持在良好的区间



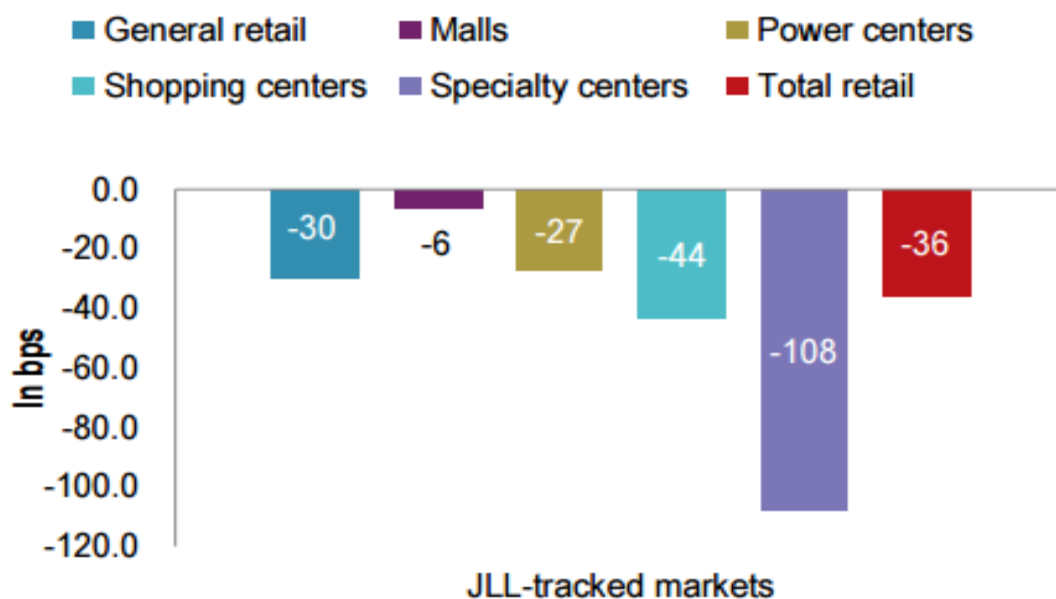
资料来源: Bloomberg, CIB Research。

图表6 2016 年第一季度美国零售中心面积仍有较强的净增长



资料来源: CoStar, JLL, CIB Research。

图表7 一季度空置率进一步收窄



资料来源: CoStar, JLL, CIB Research。

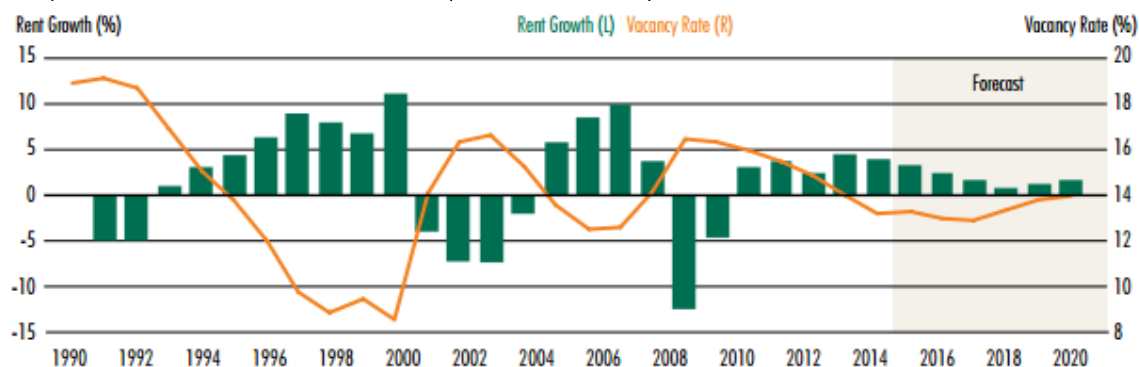
2.2 办公 REITs

目前广义办公 REITs (包括工厂、办公室等) 指的是主要持有资产为办公用地 REITs, 而狭义的办公 REITs 是指持有优质或甲级写字楼的投资信托基金, 这些楼宇的承租用户主要来自于银行、保险、金融、商务服务、IT 服务等高净值服务型行业。

办公 REITs 也有其非常明显的特点: 首先, 相比于零售业 REITs, 办公 REITs 需要承受更大的波动性与顺周期性。不同于零售物业的运行情况, 办公楼宇的用户粘性极低, 除每个城市的地标建筑外, 公司租户很可能由于租金的变动而出现搬离情况的发生。以美国为例, 2001-2003 年互联网泡沫破裂, 办公租赁市场出现大周期的负增长, 而在金融危机期间, 办公楼宇租赁再次跌入负增长区间当中 (图表 8), 同期零售业 REITs 仅出现两个季度的负增长。因此办公 REITs 的投资时机相较零售业 REITs 更为重要。第二, 相比零售业 REITs, 写字楼的资产品质差别更为明显。优良的写字楼资产很少出现在市场中 (如各国

商业中心所处地域的写字楼)，而且二线资产与一线资产的差距十分巨大。例如，波士顿的一栋商业楼宇与纽约的商业楼宇资产价格将存在数量级的差别，而同一地段的购物中心差别则相对较小。

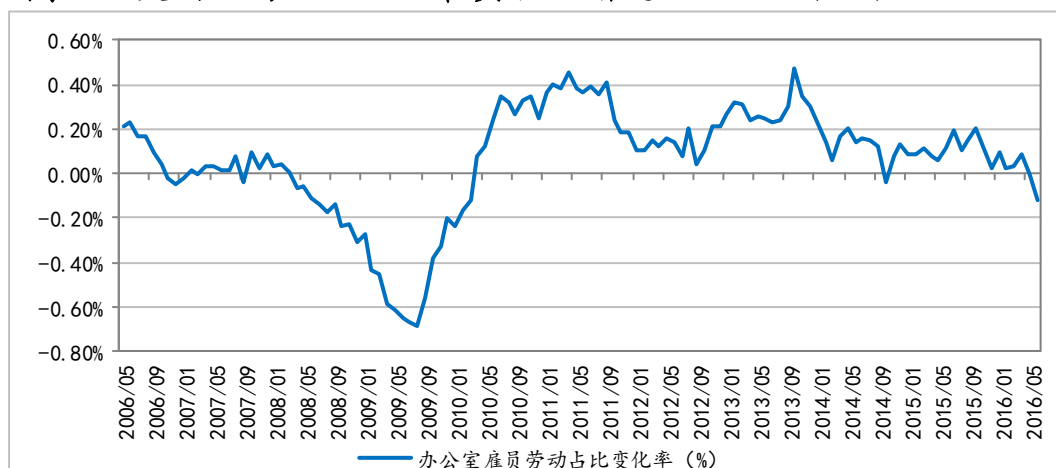
图表8 办公物业呈现出非常明显的顺周期性



资料来源：CBRE，CIB Research。

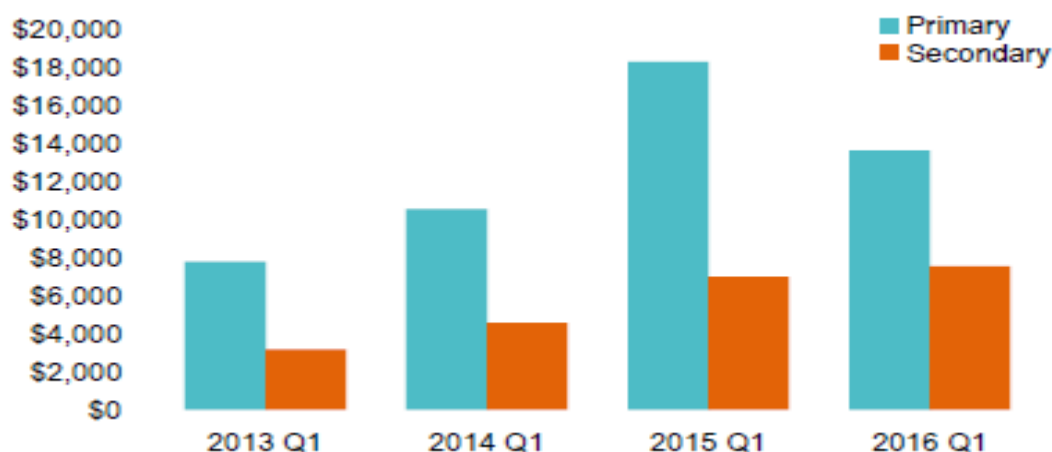
美国办公 REITs 最重要的影响因素来自于雇员增长对于办公室的要求。从美国“需办公室”雇员占比来看，过去半年中这一比例一直在下降，这也导致了近期办公物业的投资需求与使用需求的下降。从美国全境整体看，办公室物业今年表现不佳。根据世邦魏理仕（CBRE）提供的公开数据显示，2016年第一季度中，需办公室就业增长119800个，其中金融业需求在过去两个季度中显著放缓。第一季度，净物业投放收窄至790万平方英尺，低于2015年全年平均水平。同时，在办公面积净投放收窄的情况下，空置率并未出现变化，仍然维持13.2%的高位。

图表9 美国“需办公室”雇员占比增速已经进入低潮



资料来源: BLS, CIB Research。

图表10 一季度美国写字楼商业投入掉头向下



资料来源: CBRE, CIB Research。

2.3 住宅 REITs

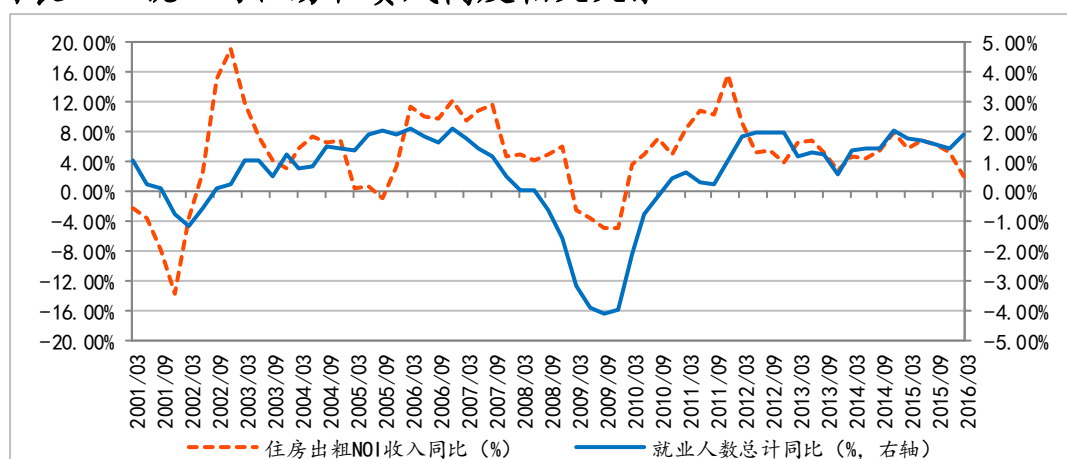
住宅 REITs 是美国 REITs 市场中另一个重要的组成部分。顾名思义,住宅 REITs 主要持有的便是住房资产,在北美市场中,按其持有的住房种类,住宅 REITs 又可细分为公寓(Multi Family)REITs 与独栋(Single Family) REITs,其中公寓 REITs 占比更高。

住宅 REITs 最大的特性就是其与美国居民住房市场高度相关:首先,金融危机后美国居民住房价格的不断回升使得 REITs 净资产的增值一直保持相对较稳定的情况。在全美房地产价格不断向上的大趋势下,

REITs 运用其杠杆优势在单独持有物业的层面上也能获得较好的资产升值收益。其次，由于过去几年房地产价格的不断上涨，进一步推动了居民的租房要求。按照早先 NYTimes 公布的一个数据显示，由于助学贷款、房价过高等多方面因素，35 岁以下的北美青壮年租房意愿攀升至 2000 年以来最高。

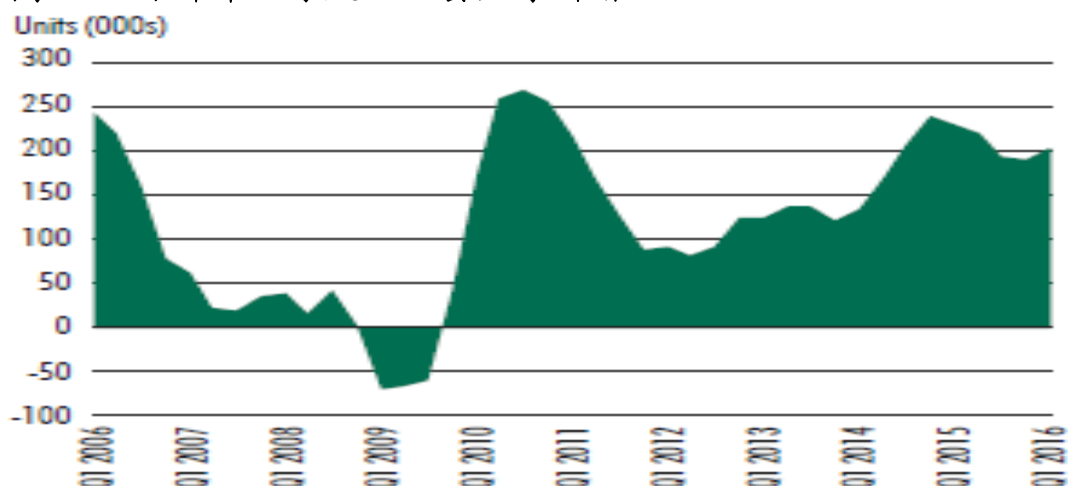
美国住宅 REITs 最重要的影响因素来自于就业。从历史来看，出租物业的营收与就业水平存在非常好的相关性（图表 11）。根据 Costar 最新发布的数据来看，一季度美国住宅、公寓市场继续保持健康。从公寓市场来看，新增单位 29300 套，创 2000 年以来最强劲一季度增长。2016 年第一季度，平均租金上浮 4%（YoY），显著超越历史平均水平，也大幅超过全国整体通胀增长水平。而空置率继续维持在 4.7% 的历史低位。此种强劲的增长也带来了对于此领域强劲的投资，与商业、零售地产不同，公寓投资在一季度已经同比增长 5.2%。分地域来看，美国本土中，洛杉矶成为住宅 REITs 供应最为紧张的地区。

图表11 就业与住房租赁成高度相关关系



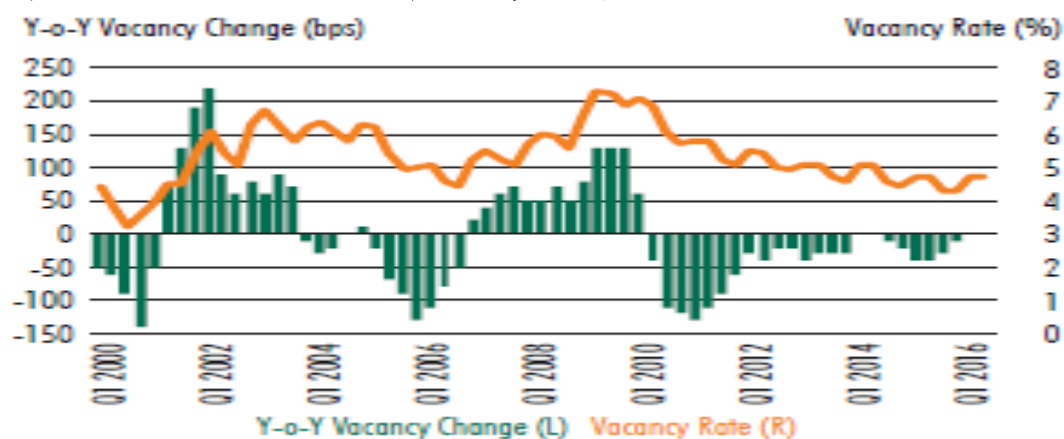
资料来源：北美住房统计联合会，Haver，CIB Research。

图表12 今年第一季度住宅套数净新增



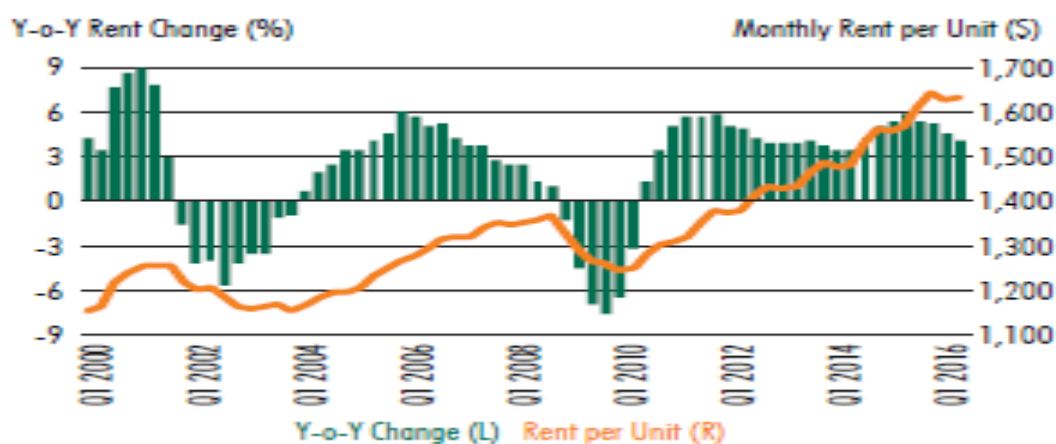
资料来源: STR, CIB Research。

图表13 可出租住房空置率进一步下降



资料来源: STR, CIB Research。

图表14 租金上涨速度超平均水平



资料来源: STR, CIB Research。

2.4 医疗健康业 REITs

顾名思义，医疗健康业 REITs 主要将医院与护理院作为持有资产。受美国医疗改革法案的推动，近些年来医疗健康 REITs 的发展较为迅速。

医疗健康业 REITs 也存在其自身的特点：首先，REITs 将持有资产在“全净”（Total Clearance）的前提条件下被出租给承租人，即所有物业的运营开销、税金和保险等皆不由物业所有方负担。其次，一般租约皆为长期合同，以百汇信托（Parkway REITs）为例，其与其承租人签订了 15 年租约。这些租约通常包含一个与美国通胀水平相挂钩的基准租金范围，同时，与零售 REITs 一样，REITs 所有方还将参与机构营业收入的比例分成（但分成比例相对较小）。这样使得医疗健康业 REITs 的年收益率极其稳定。再次，医疗保险业 REITs 所面临的交易对手风险较大，部分中小医疗保险 REITs 的交易对手即为单独一家医院或护理院，所有收入皆以来这一单一收入个体，单一承租人带来了非常大的违约风险。

在过去几年中，由于奥巴马全民医疗法案（Affordable Care Act）的签署，美国医疗需求在过去几年中一直稳步提升。但由于医疗健康 REITs 的资产租约期都较长，相比于其他 REITs，医疗健康业 REITs 通常被认为是一种收益稳定的保守型投资，就历史数据来看，年均收益率稳定在 6-7% 附近。

2.5 酒店业 REITs

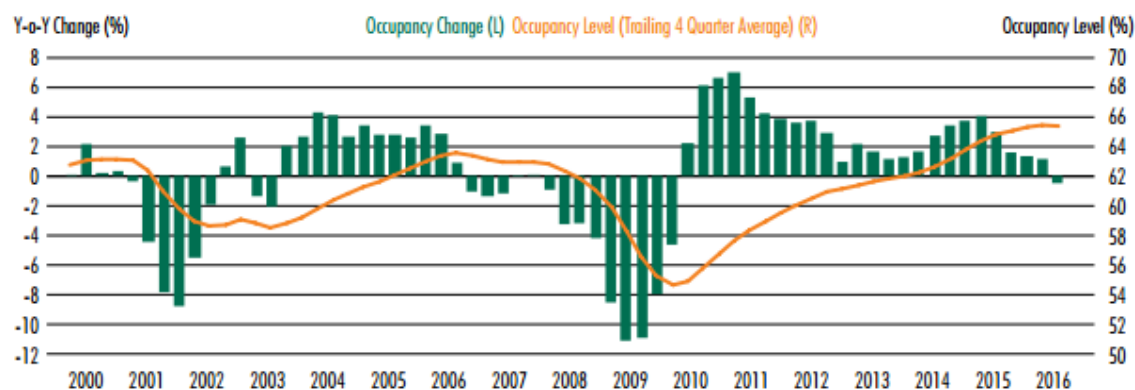
酒店业 REITs 在美国 REITs 市场占比约为 7%。酒店业 REITs 相对占比较低的原因：很多混合型 REITs 也持有酒店物业，但实际分类中并未将其划入酒店业 REITs 分类当中，实际上其也是美国 REITs 市场很

重要的组成部分。

酒店业 REITs 的自身特性如下：首先，酒店业 REITs 管理者与承租人也会签订一个基础+浮动的租金协议，而与其他 REITs 不同，在此协议中浮动租金部分占比相对较高，只有一半的收入来自与酒店经营者签订的固定租金协议，其他部分都来自于浮动部分。第二，REITs 自身的收入与酒店收入一样，呈现出非常明显的季节性，即夏季多于冬季（因美国的旅游出行季集中在夏天）。

影响酒店业 REITs 收入最主要的需求来自于两方面。首先，旅游业贡献了非常多的部分，其二会议、商展业也对其有深重的影响。不难理解，作为酒店业主要的贡献者，出游流动人员成为酒店业的最主要需求来源，但其会出现较明显的季节波峰与波谷。相较旅游部分，商业需求全年较为平稳，但其与商业活动指数存在较大的相关性，受经济增长影响非常显著。从 CBRE 公布的数据来看，今年第一季度美国酒店业有出现走软的迹象。酒店需求增速降至 1% 左右，单间客房平均收入（RevPAR）在第一季度下跌 2.7%，已占用客房平均收入（ADR）下跌 3.2%，客房入住率在今年一季度再次进入负增长区间。

图表15 入住率进入负增长



资料来源：STR，CIB Research。

3. 总结

在发达经济体中，REITs 作为一个能够给房地产行业继续输血的资产证券化产品收到许多国家的追捧。以美国为首的 REITs 市场目前已发展出了多元化的产品以满足市场对于商业、居民地产投资的需求。从产品上来看，当下零售类 REITs 与居住类 REITs 相对表现良好，写字楼与酒店类 REITs 表现疲软。

免责声明

本报告中均基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，因而应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本公司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我公司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我公司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究”，CIB Research)提供，版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。