

标普信评不动产结构融资系列：

## 中国多层次REITs融资市场浅析





## 01 产品类型 - 不动产相关结构融资产品列举和对比

Pre-REITs、类REITs、私募REITs及公募REITs等各类不同特征的不动产结构融资产品并存，满足物业各个阶段的融资需求



## 02 市场概述 - 类REITs和公募REITs发行情况及市场表现

类REITs不断深化发展，助力物业培育及公募REITs发行；公募REITs扬帆起航并持续完善，为类REITs产品增加退出渠道



## 03 交易案例 - 典型交易结构和交易案例

市场上已出现针对物业的不同阶段分别采用多元化融资方式的案例，为探索建立多层次不动产融资市场打下了基础



## 04 他山之石 - 海外REITs市场发展和中外对比

海外REITs市场发展了60多年，在此期间经历了金融危机、疫情、加息等周期的兴衰更替，其物业类型和地域分布、融资和收益结构、资产购入和处置以及产品评级等对我国公募REITs的实践有一定借鉴意义

### 分析师

施蓓蓓

北京

+86-10-65166084

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

李佳蓉

北京

+86-10-65166086

Jiarong.Li@spgchinaratings.cn

李开颜

北京

+86-10-65166092

Kaye.Li@spgchinaratings.cn

周侃

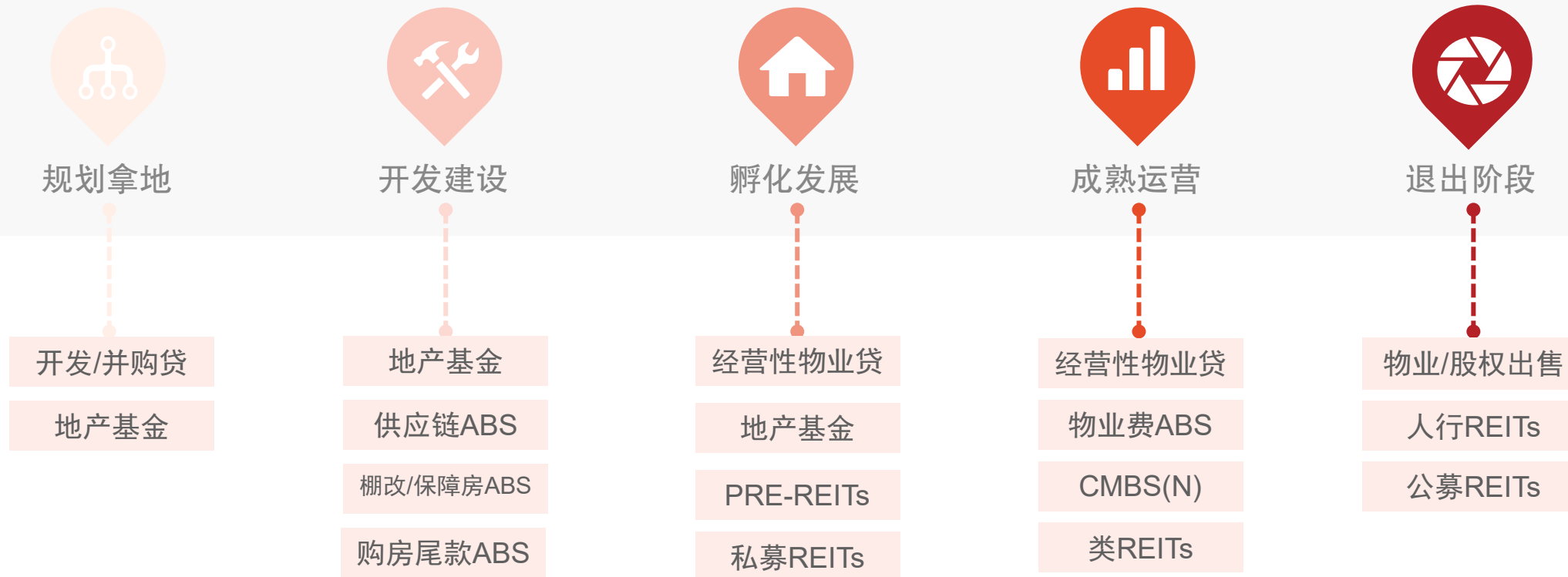
北京

+86-10-65166081

Kan.Zhou@spgchinaratings.cn

# 01 不动产相关结构融资产品类型

一个物业的一生，可以怎么融资？



标普信评

S&P Global

China Ratings

# 01 不动产相关结构融资产品类型

## 主要不动产结构融资产品对比

- Pre-REITs作为公募REITs的前端融资业务，直接投资于项目公司股权，提前介入标的物业的筛选、培育和运营，直至成熟时通过公募REITs实现退出；适用于尚未达到公募REITs要求的物业进行中长期融资。
- 类REITs包括交易所ABS产品框架下的交易所类REITs和交易商协会ABN下的银行间类REITs；相较其他产品，其优先级具备评级和明确的还本付息计划，融资期限较短（通常设置3年开放期），大多项目通过主体回购或产品续发的方式退出；适用于实现物业的短期融资需求。
- 私募REITs是2023年12月交易所推出的创新产品，定位于与公募REITs衔接的场内标准化权益产品；相较类REITs产品，其权益属性更强并且更加聚焦资产。
- 人行版REITs是北金所于2020年推出的创新产品，采用公司制，项目公司作为REITs主体，公司股权作为REITs份额挂牌交易，目前仅限于住房租赁资产。

	Pre-REITs	类REITs	私募REITs (持有型不动产ABS)	人行版REITs (北金所住房租赁企业股权交易)	公募REITs
发行方式	私募	私募	私募	私募	公募
产品分层	平层、分级（优先/次级）	优先/次级	平层	平层	平层
收益分配	无固定收益；分级产品优先级可设置固定收益	优先级固定/次级浮动收益	无固定收益	无固定收益；强制分红（全部收益的90%以上）	无固定收益；强制分红（不低于可供分配金额90%）
交易结构	私募基金→项目公司→标的物业	专项计划/票据信托→私募基金/信托/有限合伙→项目公司→标的物业	专项计划→项目公司→标的物业	项目公司（作为发行主体）→标的物业	公募基金→专项计划→项目公司→标的物业
物业类型	特定居住用房、经营用房、基础设施项目	零售、办公等	商业物业、无法发行公募REITs的基础设施等	租赁类房地产	基础设施、租赁住房、消费商业等
资金用途	无要求	无要求	无要求	无要求	不超过30%净回收资金可用于盘活存量资产项目，不超过10%可用于补充发起人流动资金等
资产负债率	不超过50%	不适用	不适用	不超过80%	不超过28.57%
增信措施	无	差额补足、流动性支持、优先回购等	业绩对赌、支持函等	无	无
退出方式	大宗物业交易、公募REITs、类REITs等	主体回购、产品续发、大宗物业交易、公募REITs等	公募REITs、大宗物业交易等	股权转让	市场交易

标普信评

S&P Global

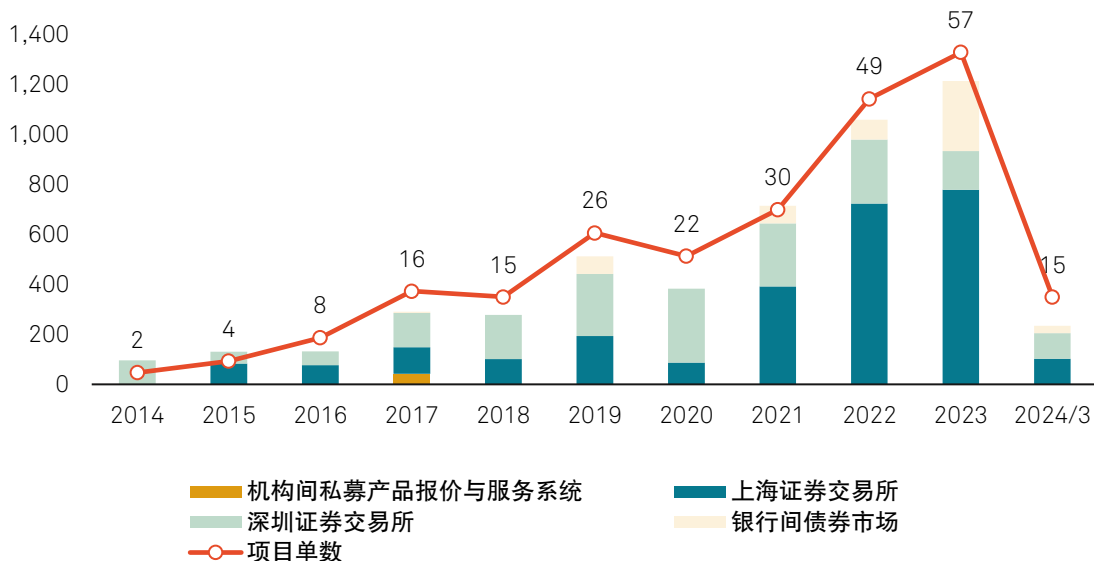
China Ratings

## 02 市场概述

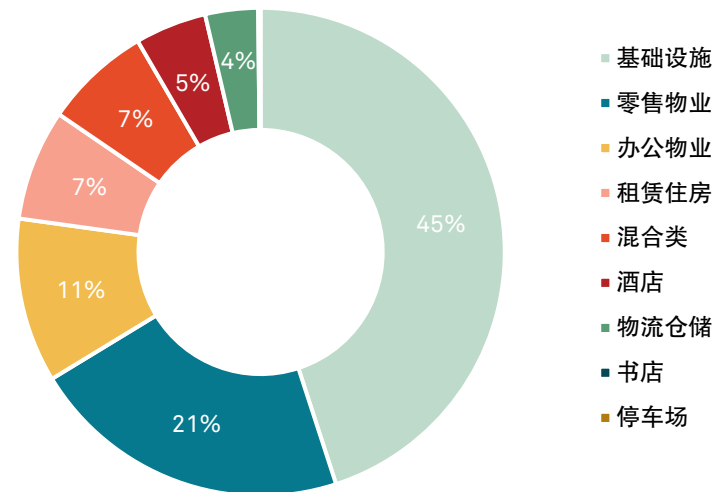
### 类REITs发行情况及物业类型

- 自2014年“中信启航专项资产管理计划”发行以来，类REITs产品得到了快速发展并在2023年也持续了过去两年的增长态势。截至2024年3月末，类REITs产品已累计发行244单，累计发行金额约5,046亿元；2023年，类REITs发行了57单，发行规模在1,215亿元左右，发行规模同比增长约15%。
- 随着市场发展，标的物业的类型也逐步丰富，涵盖了基础设施、办公、零售、酒店、租赁住房、物流仓储等各个类别；截至2024年3月末，在已发行的类REITs交易中，按照发行规模来看，基础设施类物业（发电厂/桥梁道路/产业园区）占比最高，其次为零售物业和办公物业。预计未来也会出现更多以数据中心、新能源风电光伏设施等为代表的新型物业类型。

类REITs历年发行情况



类REITs底层物业类型（按发行金额）



标普信评

S&P Global  
China Ratings

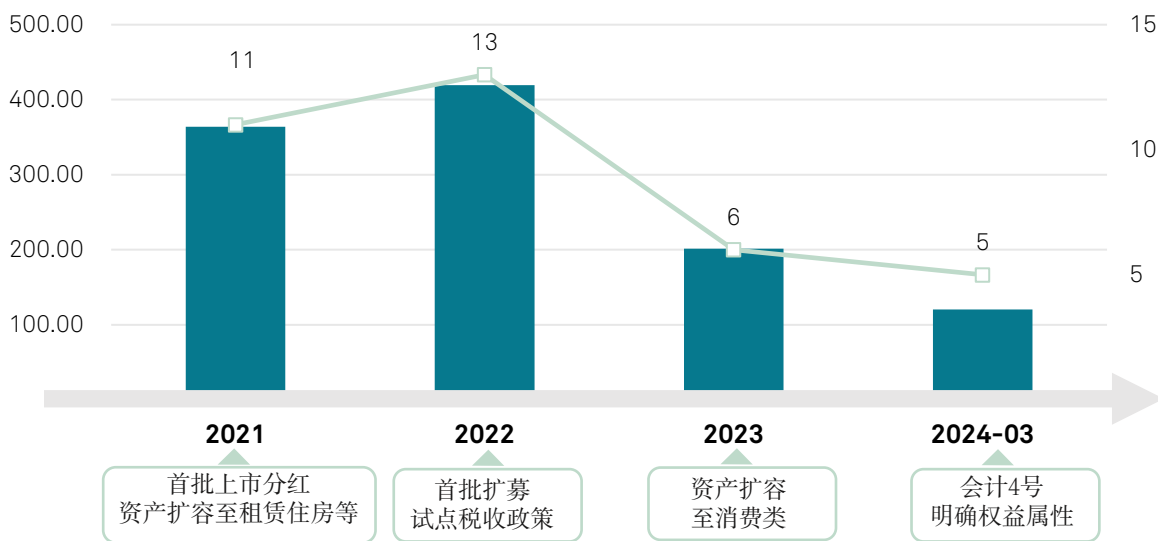
注：数据截至2024年3月末。  
资料来源：CNABS。

## 02 市场概述

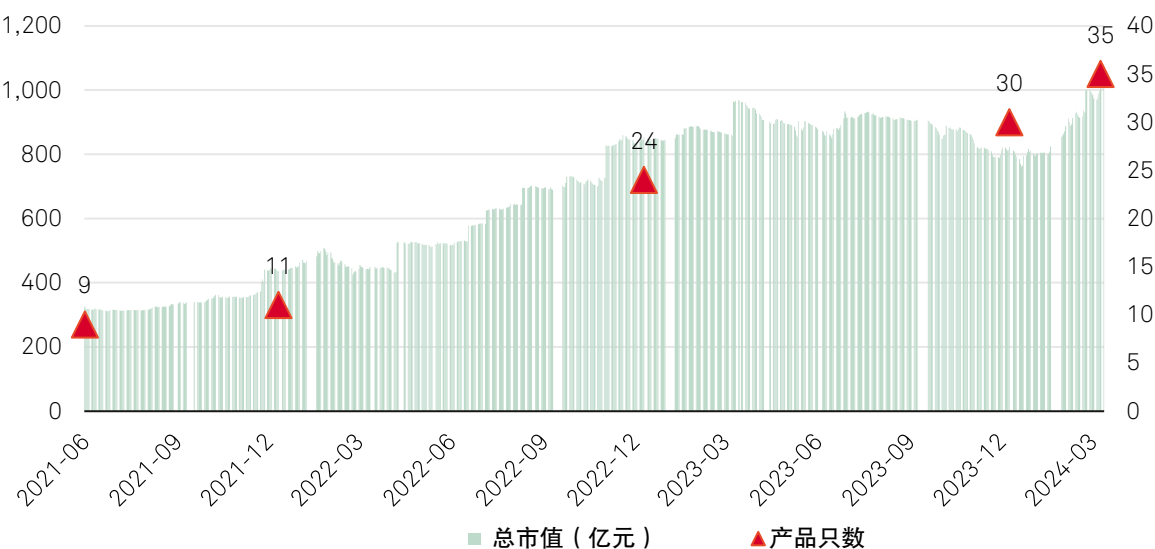
### 公募REITs发行情况

- 2020年4月，证监会与国家发改委提出基础设施不动产投资信托基金（简称“公募REITs”）试点，首批9只公募REITs产品于2021年6月上市，我国公募REITs市场正式起航。
- 截至2024年3月末，完成募集的公募REITs合计35单，募集规模在1,105亿元左右（初始募集金额，不包含扩募金额）；期间共有4只公募REITs进行了扩募并新购入基础设施项目，分别为中金普洛斯REIT、华安张江产业园REIT、博时蛇口产业园REIT以及红土创新盐田港REIT，均为产权类项目。
- 截至2024年3月末，公募REITs市场上市交易的35只产品总市值约1,016亿元，流通市值约506亿元。

公募REITs历年发行情况



公募REITs总市值 (亿元)



标普信评

S&P Global  
China Ratings

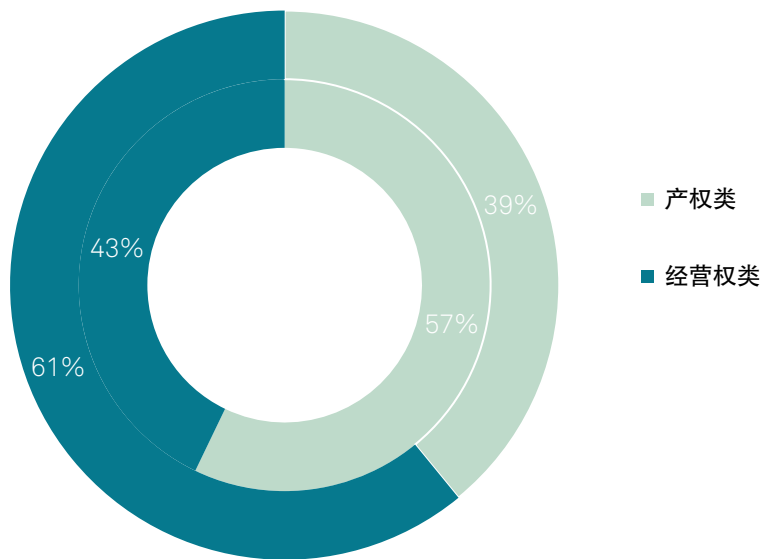
注：数据截至2024年3月末。  
资料来源：Wind。

## 02 市场概述

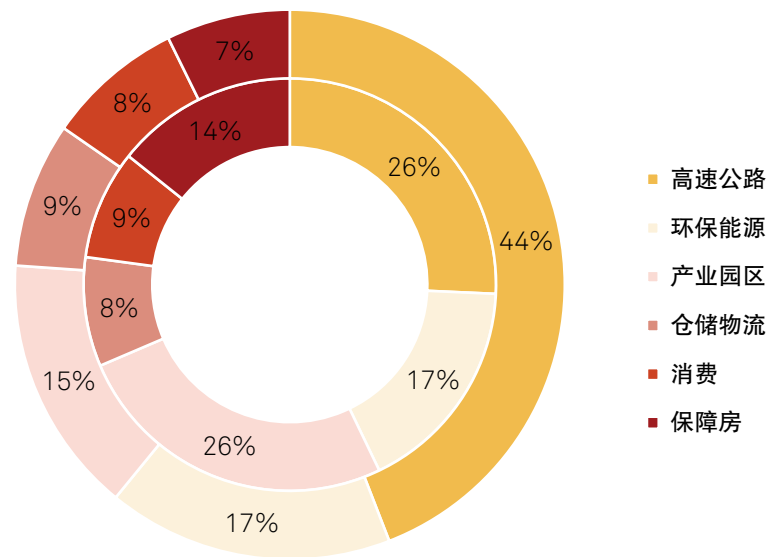
### 公募REITs项目及物业类型

- 从项目类型来看，公募REITs可以分为产权类和经营权类两大类；其中，产权类目前发行了20单，占比约57%；经营权类发行了15单，占比约43%。
  - 产权类：包括产业园区、仓储物流、保障性租赁住房等；取得基础设施项目的完全所有权；
  - 经营权类：包括高速公路、环保能源等；取得一定期限内经营基础设施项目的权利；
- 从底层物业类型来看，经过资产扩容，目前上市的公募REITs市场的物业类型逐步丰富，已涵盖了高速公路、环保能源、产业园区、仓储物流、消费、保障房等。

公募REITs项目类型（外圈按照初始募集金额，内圈按照产品只数）



公募REITs物业类型（外圈按照初始募集金额，内圈按照产品只数）



## 02 市场概述

### 公募REITs市场表现

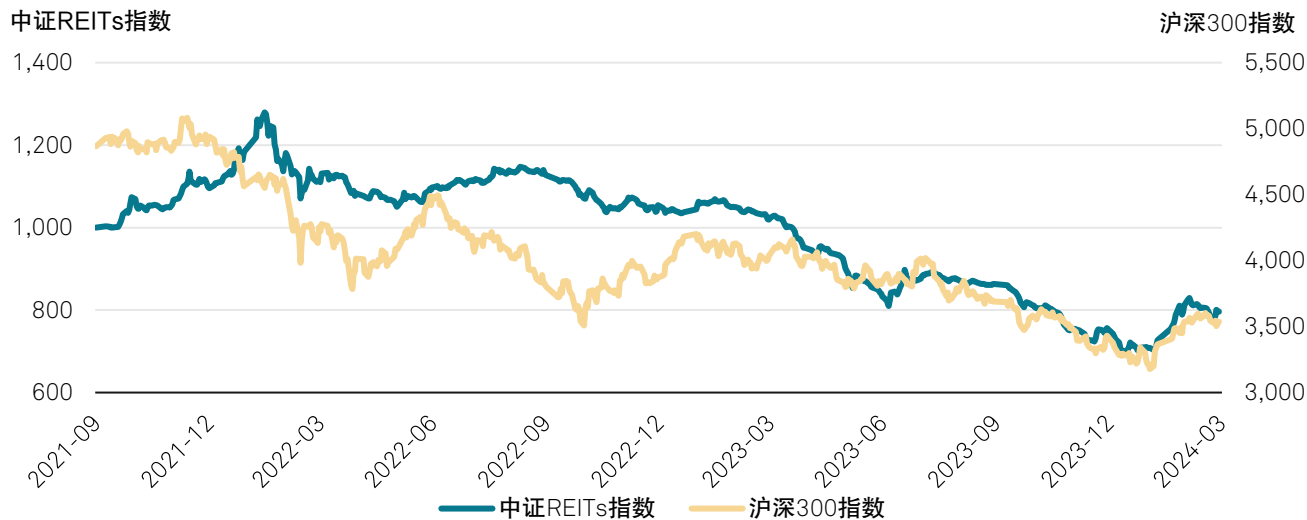
- 公募REITs作为一个刚运行两年多的新兴产品，自成立以来，经历了过热追捧、市场震荡到回归资产价值，各方参与者都在逐步摸索。
- 从公募REITs的市场表现来看，市场价格受多方面因素扰动有所波动，截至2024年3月末，中证REITs指数为796，相较指数初始日（2021年9月30日）累计跌幅20%。
- 从2023年各个物业类型的REITs产品价格涨跌幅来看，产业园区和仓储物流跌幅较大，易受租户退租、租金水平和出租率波动等因素影响。
- 公募REITs具备定期强制分红的特征，现金分红收益率相对稳定；经营权类产品的分红收益率显著高于产权类产品，其中，环保能源类产品的分红水平最高。
- 随着扩募、税收和会计等相关政策的落地以及增量资金的入场，我国公募REITs市场将继续发展并完善。

标普信评

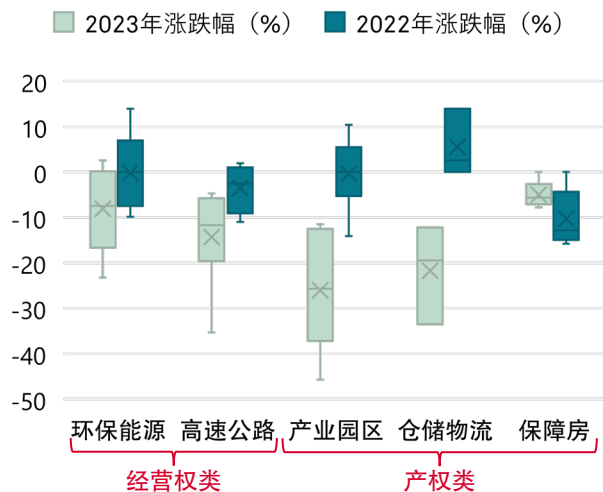
S&P Global  
China Ratings

注：数据截至2024年3月末。  
资料来源：Wind。

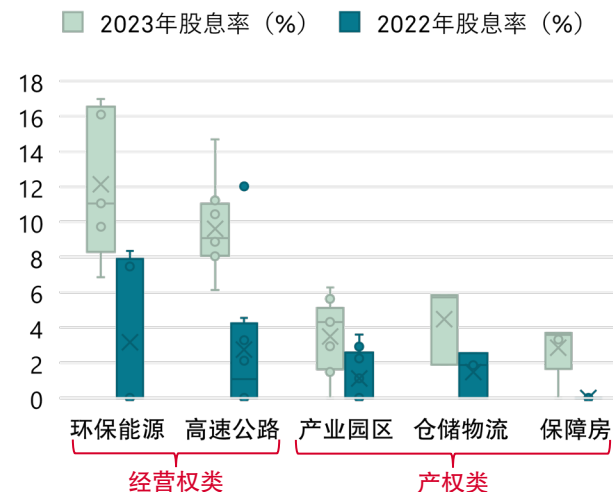
中证REITs与沪深300指数



各类型公募REITs近两年涨跌幅



各类型公募REITs近两年股息率





# 03 交易案例

## 典型交易结构

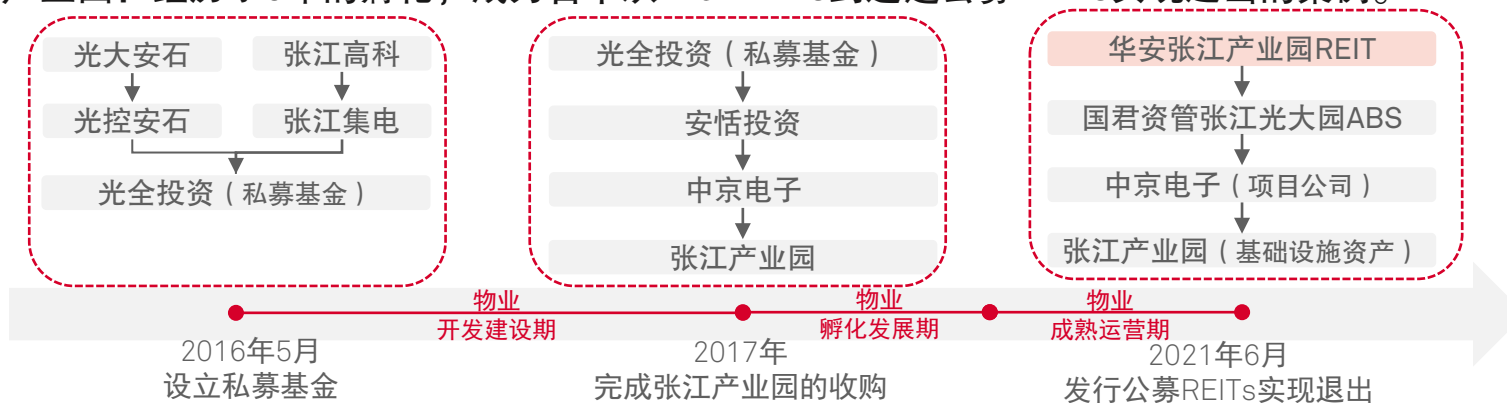
- Pre-REITs可以直接投资或者通过资管计划投资项目公司股权，主要以通过不动产私募基金投资项目公司股权的方式。
- 目前市场上的类REITs产品已有单层SPV模式发行，但大部分产品仍以“资产支持专项计划+私募基金”的双SPV交易结构为主；同时，近年来并表权益型类REITs（通常采用“资产支持专项计划/票据信托+有限合伙企业”双SPV结构）的发行也越加活跃。不同交易结构/模式的选择主要在于成本费用、构建股债结构以及出表并表等需求不同。
- 我国公募REITs产品采用“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构，基础设施基金将通过持有基础设施资产支持证券份额间接取得基础设施项目的完全所有权。



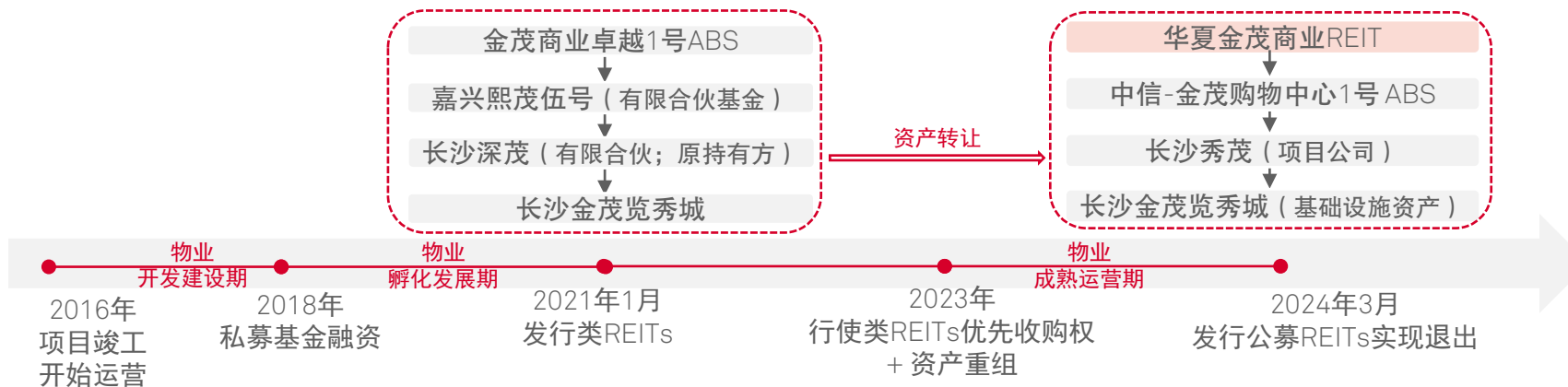
# 03 交易案例

## 构建多层次不动产融资市场

- 随着公募REITs的启航，为类REITs产品增加了退出渠道，同时，近年来Pre-REITs和私募REITs也迎来发展；而这些产品的发展又反过来助力物业的培育以及公募REITs的发行。
- 目前市场上也已经出现了针对物业的不同阶段分别采用多元化融资方式的案例，为探索建立多层次不动产融资市场打下了基础。
  - 张江光大产业园：经历了5年的孵化，成为首个从Pre-REITs到通过公募REITs实现退出的案例。



- 长沙金茂览秀城：首个从Pre-REITs融资，到发行类REITs产品，最后到发行公募REITs上市的案例。

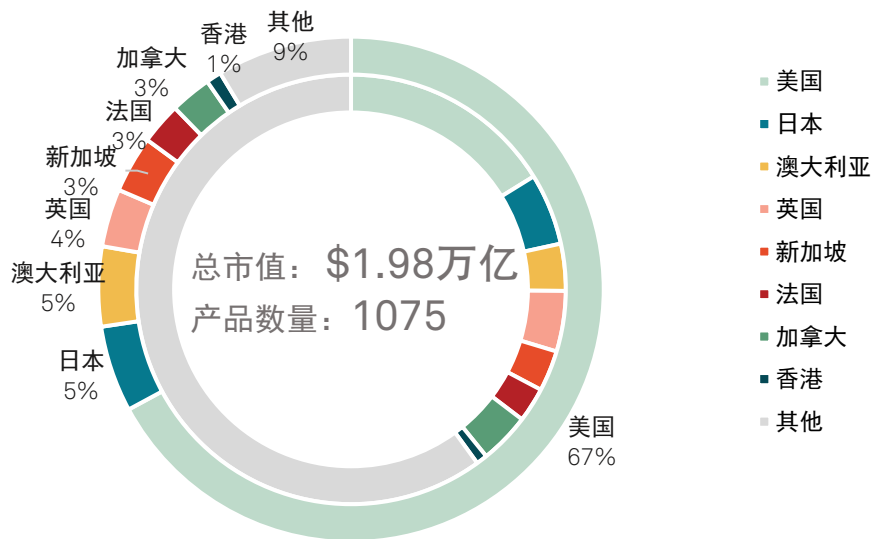


# 04 他山之石

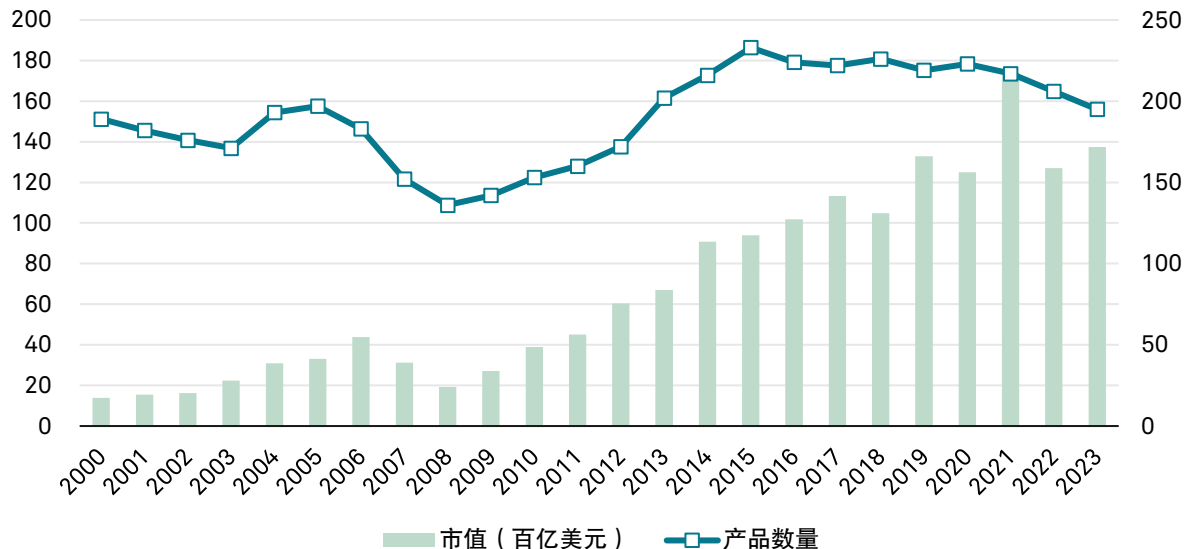
## 海外REITs市场概况

- 自1960年全球第一只REITs在美国设立以来，经过六十多年的发展，全球REITs增长迅速，到2022年末已经遍布全球四十多个国家和地区。
- 截至2023年末，全球REITs市场规模约1.98万亿美元，共计1,075只产品。美国依然是全球最大的REITs市场，截至2023年年末，美国195只REITs产品的总市值约1.37万亿美元，占全球市值约65%以上。
- 美国REITs市场持有了约4万亿美元的商业物业资产，大约1.7亿美国人通过他们的退休储蓄和其他投资基金持有REITs。

2023年全球REITs市值与产品数量（外圈按照市值，内圈按照产品只数）



美国REITs市值和产品数量



标普信评

S&P Global  
China Ratings

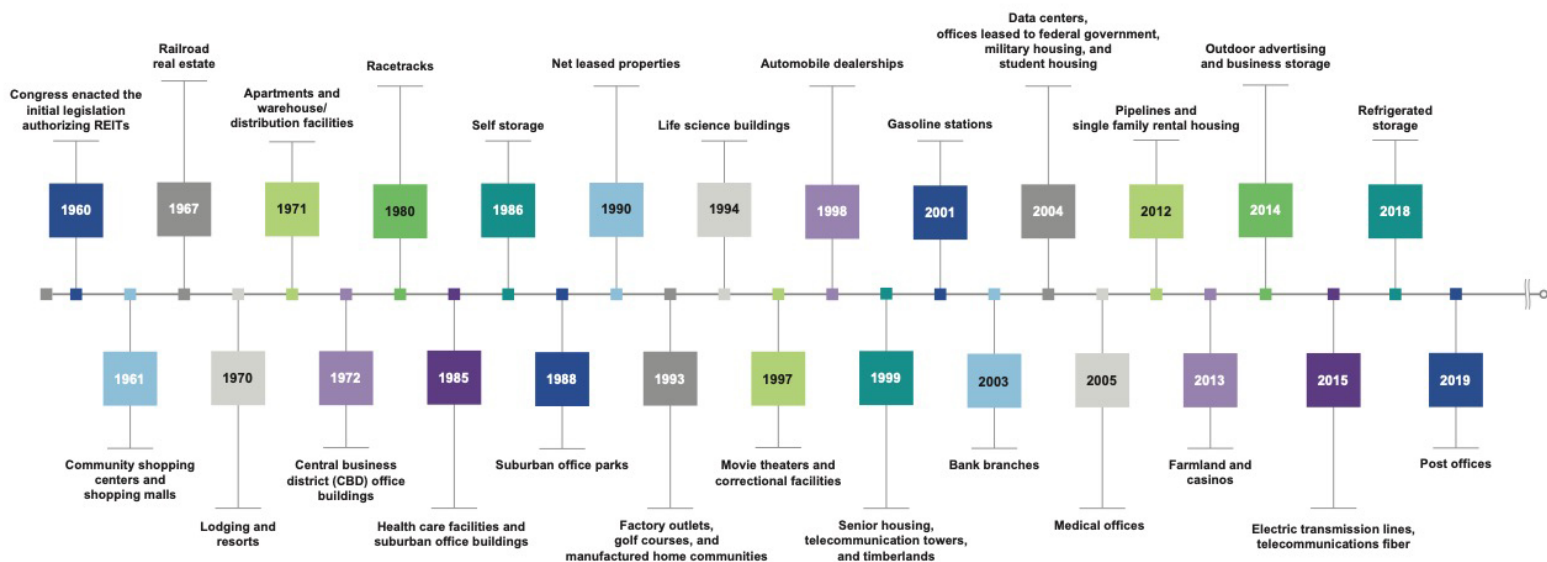
注：数据截至2023年末。  
资料来源：Nareit, EPRA。

# 04 他山之石

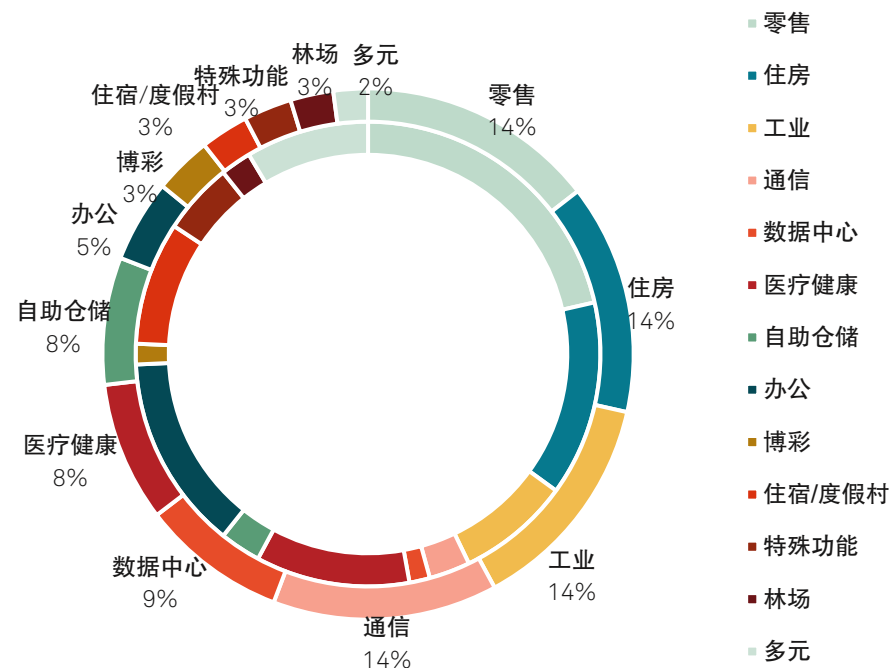
## 海外REITs产品和物业类型

- 按照产品类型，美国REITs可以分为权益型（Equity REITs）、抵押型（Mortgage REITs）、公开非上市型（Public Non-listed REITs，在SEC注册但不在交易所交易）和私募型REITs（Private REITs，不在SEC注册和上市交易）；其中，以权益型为主。
- 从底层物业类型来看，经过多年的发展，美国REITs市场的物业类型逐步丰富，既涵盖了零售业、住房、工业等主流的物业类型，也包括博彩、林场、度假村等物业。从总市值来看，零售类市值占比最大达14%；零售、住房、工业和通信相关物业为第一梯队，数据中心、医疗健康、自主仓储和办公物业为第二梯队，博彩、林场、度假村等物业为第三梯队。

美国REITs产品物业类型发展历程



美国REITs物业类型（外圈按照市值，内圈按照产品只数）

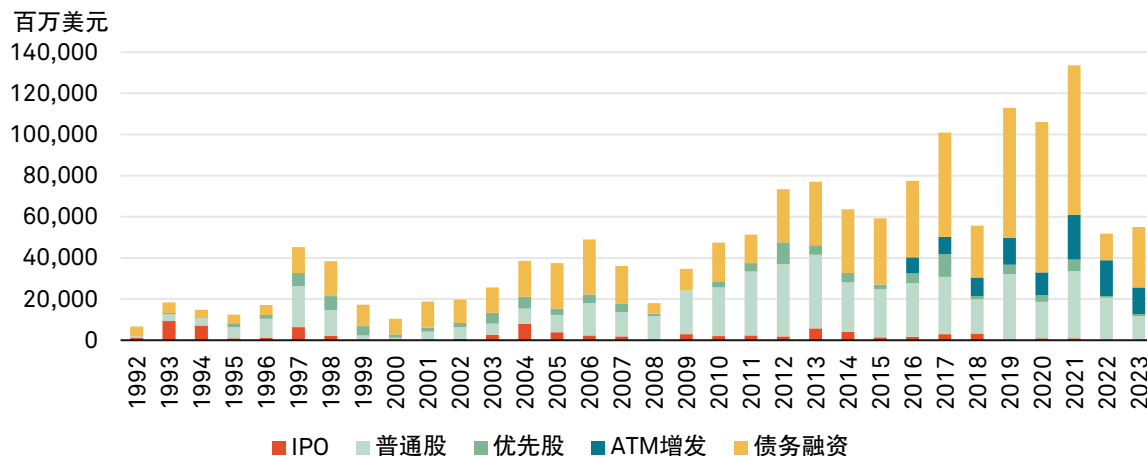


# 04 他山之石

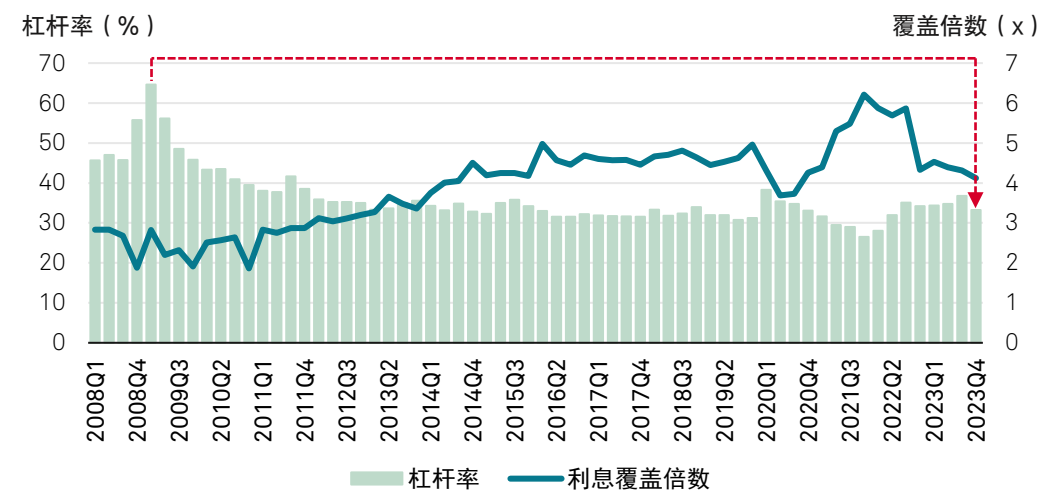
## 海外REITs融资情况

- 相较于境内市场，美国REITs市场的融资方式较为多元，主要包括IPO、二级市场普通股、二级市场优先股、ATM增发和债务融资（包括抵押和无抵押）；股权和债权融资各占整体融资规模的一半左右。经历了多年的发展，美国REITs市场的融资结构也发生了变化，股权融资从一开始以IPO为主，发展到了目前以增发为主，IPO融资规模占比不断压缩，2022年和2023年均没有REITs产品的IPO；而债权融资则是从一开始的以抵押贷款为主，发展到了目前以无抵押的债务融资为主。
- 在杠杆率要求方面，境外REITs市场不尽相同，如美国、日本、澳大利亚等未对REITs杠杆率进行限制；中国香港和新加坡等设置了明确的上限，分别为50%和45%；以英国等为代表的国家则未设置杠杆率上限，但对REITs的利息覆盖倍数进行限制。相较而言，美国REITs市场的杠杆率较高；但从长期趋势来看，美国REITs市场的杠杆率自金融危机以来不断下降，整体杠杆率从金融危机时的大约65%下降到目前33%左右。
- 美国REITs市场约45%的产品具备评级，其中在BBB-及以上的占70%左右。

美国REITs历年融资规模和融资方式占比



美国权益型REITs2008年和2023年杠杆率和利息覆盖倍数



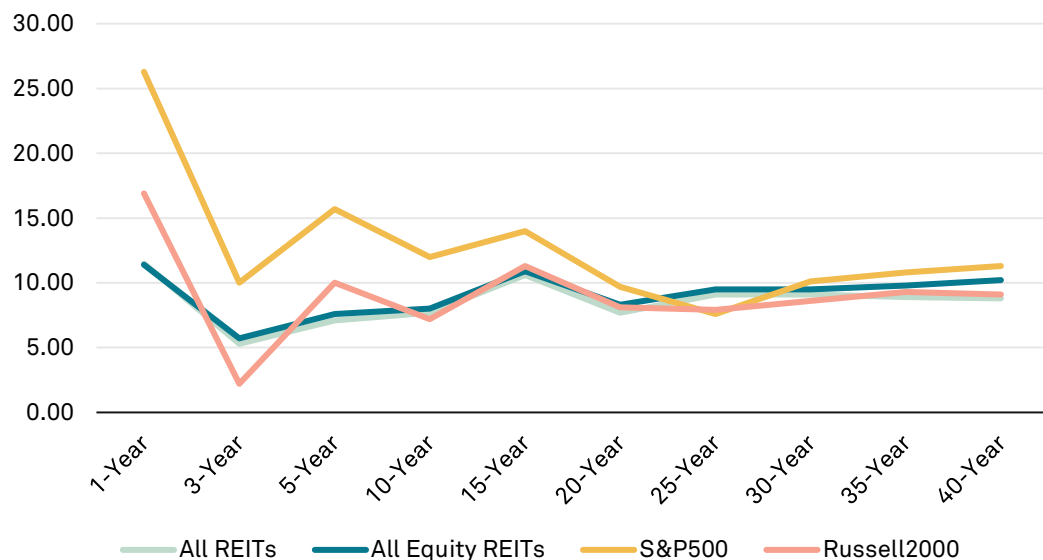
注：数据截至2023年末。杠杆率（Debt ratio）= 总负债/总市值。覆盖倍数（Coverage Ratio）= EBITDA/利息费用  
资料来源：Nareit。

# 04 他山之石

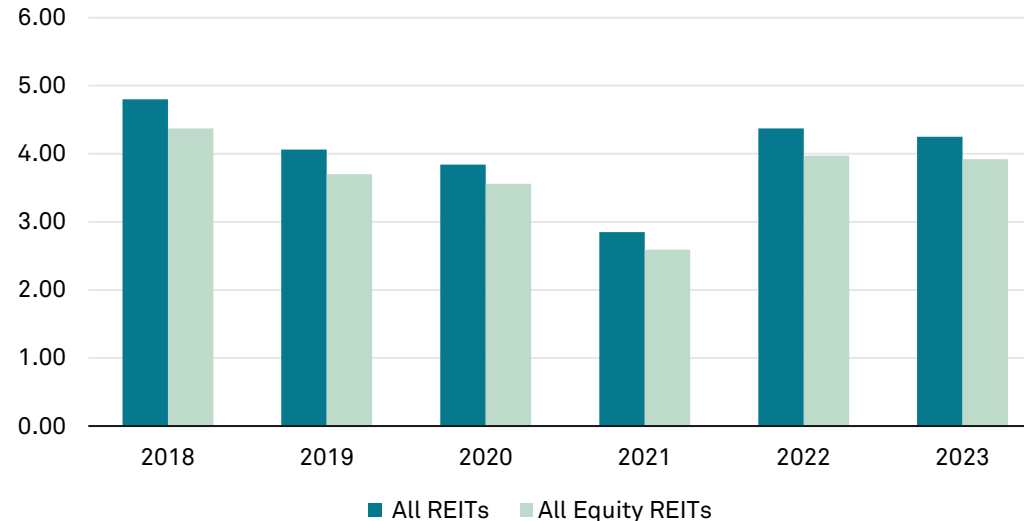
## 海外REITs收益情况

- 美国作为最成熟的REITs市场，其产品收益水平相对较高；短期来看，受经济和行业影响，收益率（包括资本利得和分红派息）有所波动；但长期来看，美国REITs的年化收益率相对比较稳定，基本在8-10%左右。
- 近年来，美国REITs的年化股息率基本在3%-5%之间。2023年，FTSE Nareit All REITs的股息率为4.25%，FTSE Nareit All Equity REITs为3.92%，S&P 500为1.42%。

美国REITs复合年化收益率（%）



美国REITs年化股息率（%）



### 标普信评

S&P Global  
China Ratings

注：数据截至2023年末。

注：All REITs和All Equity REITs为系FTSE Russell富时罗素与NAREIT合作编制的REITs指数；其中All REITs包括美国所有公开上市的REITs，All Equity REITs包括美国所有公开上市的权益型REITs。  
资料来源：Nareit。

# 04 他山之石

## 中美 REITs对比

### 物业层面



- 大部分单一物业；以基础设施、办公、产业园、保障住房、物流仓储为主；物业的行业集中度风险较高。
- 区域发展不平衡，集中于长三角、珠三角、京津冀等地区；
- 物业基本上处于成熟期；

### 交易层面

- 已发行的REITs可以通过扩募来扩充资产；
- 杠杆率限制严格。基金总资产不得超过基金净资产的140%。其中，用于基础设施项目收购的借款金额不得超过基金净资产的20%；
- 组织形式为契约型REITs；

### 其他层面

- 相关规定对于原始权益人有最高为60个月的锁定期，对于战略投资者的锁定期最低为12个月；
- 利润分配上，公募REITs要求分配90%以上的可供分配利润；



- ◆ 底层资产数量较多，也存在多种类型并存；物业类型包括住宅、写字楼、购物中心、酒店、工业、仓储、度假村、数据中心、医疗健康类、林场等；
- ◆ 物业地域性分散较广；
- ◆ 物业基本上为初建期和物业成熟期；
- ◆ 已发行的REITs 可以通过扩募、加杠杆购入资产、出售不良资产、债务融资等多种方式来扩充资产；
- ◆ 美国只要求至少75%的资产投向房地产，且在杠杆上无明确限制；
- ◆ 组织形式为公司型与契约型REITs，以公司型REITs为主；
- ◆ 对于投资者的锁定期没有强制性规定；
- ◆ 利润分配上，美国REITs要求分配90%的应税收入；

标普信评

S&P Global

China Ratings

©版权所有2024标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上[www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn)并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。