

2025年03月23日

REITs 投资：泛红利资产的配置与优选

金融工程研究团队

——大类资产配置研究系列（12）

魏建榕（首席分析师）

证书编号：S0790519120001

张翔（分析师）

证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）

证书编号：S0790520090003

高鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

苏俊豪（分析师）

证书编号：S0790522020001

胡亮勇（分析师）

证书编号：S0790522030001

王志豪（分析师）

证书编号：S0790522070003

盛少成（分析师）

证书编号：S0790523060003

苏良（分析师）

证书编号：S0790523060004

何申昊（分析师）

证书编号：S0790524070009

陈威（研究员）

证书编号：S0790123070027

蒋韬（研究员）

证书编号：S0790123070037

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

张翔（分析师）

zhangxiang2@kysec.cn

证书编号：S0790520110001

何申昊（分析师）

heshenhao@kysec.cn

证书编号：S0790524070009

● REITs 发展：扩容迅速，机构偏好分化

2024年以来，REITs 市场加速扩容。REITs 产品的数量从2023年年底的29只增加到63只，二级市场的容量从768亿扩充到1692亿。

REITs 的产品划分有两个维度，一是底层资产类型，二是产品类型。理论上，产权类和特许经营权类 REITs 的派息率和定价机制存在明显差异。

将2024年中报公布的 REITs 前十大持有者明细分类汇总，可以发现券商自营、保险、信托是除了关联方和原始权益人之外的前三大市场参与主体。不同类型的投资者对底层资产的偏好具有差异，券商自营持有最多的前三大资产类型为：交通基础设施、能源基础设施、园区基础设施；保险持有最多的前三大资产类型为：交通基础设施、仓储物流、消费基础设施。

● REITs 配置：泛红利类资产的价值比较

REITs 具有明显的高分红特征，满足 FVOCI 会计准则的条件，在当前的低利率环境下对配置资金尤其具有吸引力。REITs 与境内其他大类资产相关性偏低，将 REITs 纳入资产配置组合能够分散风险、降低波动。不同目标风险下，在股债组合中引入 REITs 能够显著提升组合的长期预期收益，而在股债金组合中引入 REITs 也有小幅增益。随着目标风险的提升，股债金 REITs 组合中的最优 REITs 权重先增后减，中等风险组合应配置更高比例的 REITs 资产。

我们从自下而上与自上而下两个角度对比 REITs 与红利的配置性价比。微观视角下，对比产权类 REITs 的年化派息率和红利股的股息率 TTM 可以形成轮动策略，派息率/股息率更高的资产未来大概率表现更好。宏观视角下，中证 REITs 与中证红利的利率敏感性方向相异：利率下行周期中证 REITs 受益，利率上行周期中证红利受益。我们推荐在利差显著时使用微观信号，当前产权类 REITs 年化派息率与中证红利股息率 ttm 利差为-1.96%，位于历史 16%分位的低位水平，认为红利股占优。

● REITs 优选：评价因子与组合构建

我们从股息回报、估值与溢价、价量、市值、成长性几个维度构建了共 21 个 REITs 评价因子。我们最终选择了 5 个有效因子进行分位得分等权合成：真实派息率 ttm、溢价率中位偏离度、IRR 隐含成长、低波以及流通市值。

产权类和特许类 REITs 的因子有效性分化，启示了两类 REITs 投资范式存在差异。产权类的投资范式更侧重价量和预期博弈；而特许类的投资范式更侧重估值溢价和分红现实。

REITs 合成因子的 IC 均值为 8.21%，IC 胜率为 67.3%，年化 ICIR 为 3.16。不论是优选 Top10 还是 Top15 都有 2.5 以上的超额信息比率，Top10 组合年化超额达 9.73%，信息比率达 2.52。

● **风险提示：**本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

相关研究报告

《行业轮动 3.0：范式、模型迭代与 ETF 轮动应用》-2024.12.9

《黄金的预期收益框架与 COT 择时因子》-2024.8.18

《债券预期收益框架与久期择时策略》-2023.12.7

目 录

1、 REITs 发展：扩容迅速，机构偏好分化	4
2、 REITs 配置：泛红利类资产的价值比较	6
2.1、 REITs 的高分红特性与有效前沿扩张	6
2.2、 REITs 与红利股的比价轮动	7
3、 REITs 优选：评价因子与组合构建	10
3.1、 REITs 的评价因子与分域投资范式	10
3.2、 REITs 评价因子的合成与优选组合	16
4、 风险提示	17

图表目录

图 1： 2024 年以来，REITs 产品的数量与规模快速提升	4
图 2： 派息率：特许类 REITs 随到期临近逐年上升	5
图 3： 现金流价值：产权类 REITs 聚集于末期残值	5
图 4： 券商自营、保险、信托是除了关联方和原始权益人之外的前三大市场参与主体	5
图 5： 不同类型的投资者对底层资产的偏好具有差异	6
图 6： 中证 REITs 在三个完整年度的平均分红回报为 6.1%，具有高分红特征	6
图 7： REITs 与境内大类资产相关性偏低	7
图 8： 组合中引入 REITs 能够扩展有效前沿	7
图 9： 中等目标风险组合应配置更高比例的 REITs 资产	7
图 10： 派息率/股息率更高的资产未来大概率表现更好	8
图 11： 产权类 REITs 年化派息率与中证红利股息率 ttm 利差为-1.96%，红利股占优	8
图 12： REITs 派息率与红利股股息率的利差微弱时，轮动效果减弱	9
图 13： 微观与宏观信号相结合的决策流程，当前认为中证红利占优	10
图 14： 派息率 ttm_fill_pit_real 因子年化 ICIR 为 1.98	11
图 15： discount_q_abs 因子的年化 ICIR 为-2.68	12
图 16： implied_g_fill 因子的年化 ICIR 为-1.83	13
图 17： dastd 因子的年化 ICIR 为-0.93	14
图 18： float_mv 因子的年化 ICIR 为-1.74	15
图 19： 产权类 REITs 的有效因子偏向价量和预期博弈	15
图 20： 特许经营权类 REITs 的有效因子偏向估值和现实	15
图 21： REITs 合成因子的年化 ICIR 为 3.16	16
图 22： REITs 合成因子多空对冲收益稳健	16
图 23： REITs 合成因子 Topn 组合超额收益稳健	16
表 1： REITs 的产品类型与底层资产类型关联，产权类与特许类的底层资产类型基本不重叠	5
表 2： 利用派息率股息率利差轮动，策略年化超额收益 12.31%，信息比率为 1.37	8
表 3： 中证 REITs 与红利股的利率敏感性方向相异	9
表 4： REITs 评价因子列表与说明	10
表 5： 股息回报类：真实派息率因子最优，具有显著的正向优选能力	11
表 6： 估值与溢价类：溢价率水平适中的产品未来大概率表现更好	12
表 7： IRR 隐含成长因子的计算步骤	12
表 8： 成长性类：IRR 隐含成长因子是显著的负向因子	13

表 9: 价量类: 总体不适用于 REITs 全域的优选, 多空对冲组合相对有效的是波动率因子	13
表 10: 市值类: 小市值效应在 REITs 中同样显著, 流通市值因子具有负向优选效应	14
表 11: REITs 合成因子优选 10 只或 15 只产品的超额信息比率均高于 2.5	16
表 12: REITs 优选 10 组合 3 月最新持仓明细 (20250228 更新)	17

REITs (Real Estate Investment Trusts), 即房地产投资信托基金, 是一种通过集合投资者资金, 用于购买、管理并运营各类房地产及相关基础设施资产的投资工具。REITs 通常通过租金收入、运营收益以及资产增值等方式产生收益, 并将大部分收入以股息形式分配给投资者, 因此具有高分红特性。与传统的房地产投资不同, 中国公募 REITs 不仅涵盖商业办公楼、零售物业、住宅等传统房地产资产, 还扩展至基础设施领域, 包括仓储物流、产业园区、能源设施等多元化资产类型, 为投资者提供了分散风险的机会。

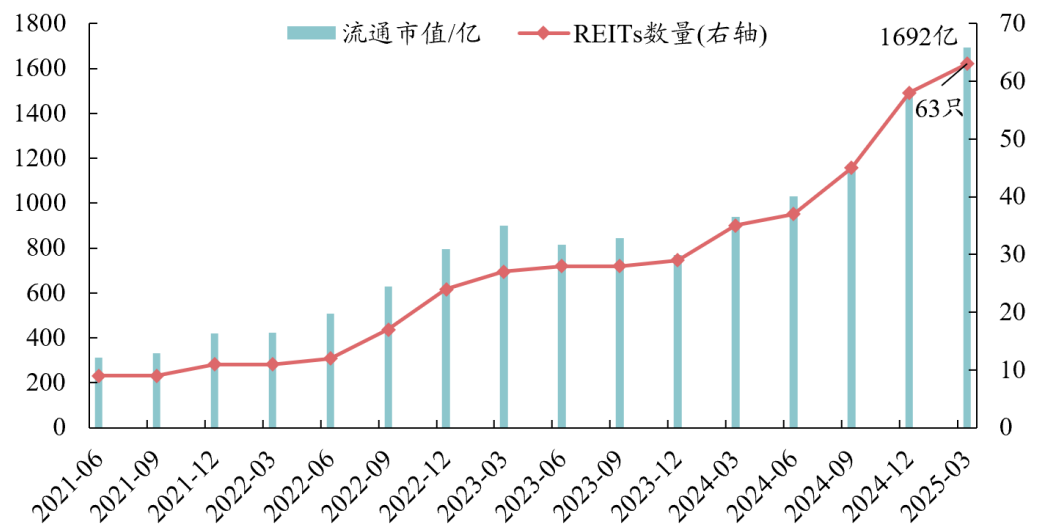
在资产荒与低利率的背景下, 中国公募 REITs 快速扩容, 市场的热度也持续提高。本篇报告我们从定量视角构建中国公募 REITs 的研究框架, 主要围绕以下话题展开讨论:

- 国内 REITs 的发展历程与主要参与 REITs 投资的机构类型;
- REITs 在低利率环境下的配置价值, 以及与红利资产的比价轮动;
- 如何对 REITs 评价优选、构建组合。

1、REITs 发展：扩容迅速，机构偏好分化

2024 年以来, REITs 市场加速扩容。REITs 产品的数量从 2023 年年底的 29 只增加到 63 只, 二级市场的容量从 768 亿扩充到 1692 亿。

图1：2024 年以来，REITs 产品的数量与规模快速提升



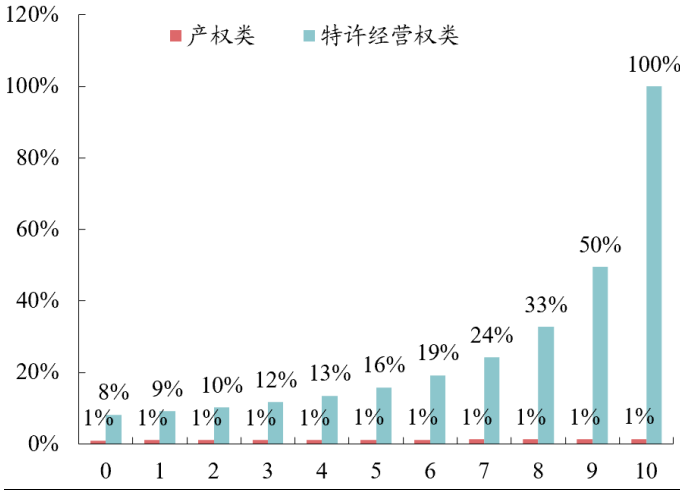
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间区间为 20210630 至 20250331）

REITs 的产品划分有两个维度, 一是底层资产类型, 二是产品类型。REITs 从底层资产划分可以分为交通基础设施、消费基础设施、能源基础设施等, 类似于股票的行业分类。REITs 从产品类型划分则分为产权类和特许经营权类, 产权类具有永续的现金流结构, 所以其到期时仍具有一定的残值; 而特许经营权类 (简称特许类) 只在产品存续期内产生现金流, 所以其到期时残值是 0。

理论上, 产权类和特许类 REITs 的派息率和定价机制存在明显差异。我们假设初始股息金额为 100、存续期为 10 年、股息增长率恒定为 5%、折现率为 3%, 图 2 展示了产权类 REITs 的派息率维持恒定, 而特许类 REITs 的派息率随到期临近逐年

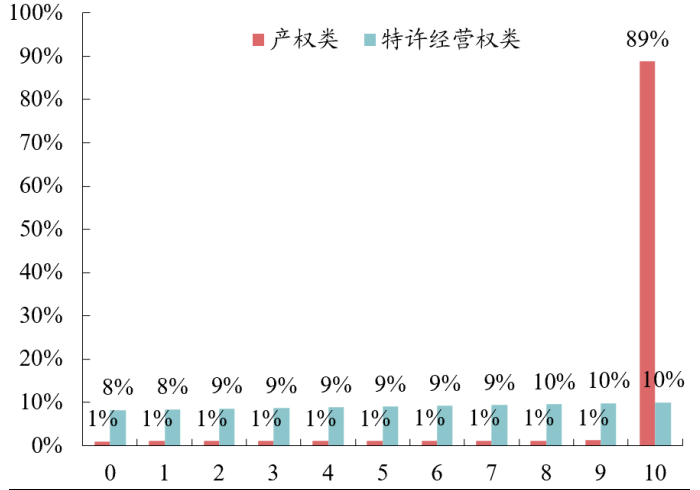
增加直至 100%。图 3 展示了产权类 REITs 的现金流价值聚集在最后一期的残值上，远期回报重要性较高；而特许类 REITs 的现金流价值均匀分布在各期，近期回报的重要性较高。

图2：派息率：特许类 REITs 随到期临近逐年上升



资料来源：开源证券研究所

图3：现金流价值：产权类 REITs 聚集于末期残值



资料来源：开源证券研究所

REITs 的产品类型与底层资产类型存在一定关联。从表 1 中可以看出，产权类中最多的底层资产类型为园区基础设施，特许类中最多的底层资产类型为交通基础设施，产权类与特许类的底层资产类型基本不重叠。

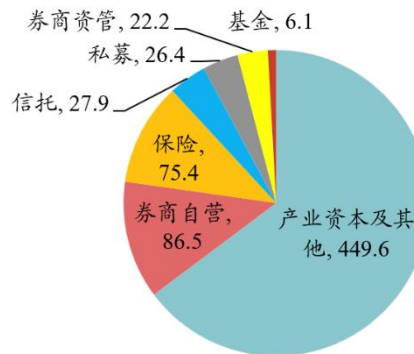
表1：REITs 的产品类型与底层资产类型关联，产权类与特许类的底层资产类型基本不重叠

	园区基础设施	仓储物流	消费基础设施	保障性租赁住房	能源基础设施	交通基础设施	市政设施	水利设施	生态环保
产权类	17	8	8	6	1	-	-	-	-
特许经营权类	-	-	-	-	6	13	1	1	2

数据来源：Wind、开源证券研究所

将 2024 年中报公布的 REITs 前十大持有者明细分类汇总，可以发现券商自营、保险、信托是除了关联方和原始权益人之外的前三大市场参与主体。

图4：券商自营、保险、信托是除了关联方和原始权益人之外的前三大市场参与主体



数据来源：Wind、开源证券研究所（2024 年中报）

不同类型的投资者对底层资产的偏好具有差异。券商自营持有最多的前三大资产类型为：交通基础设施、能源基础设施、园区基础设施；保险持有最多的前三大资产类型为：交通基础设施、仓储物流、消费基础设施；信托主要持有消费基础设施

施和交通基础设施。注意到保险对产权类 REITs 的偏好更高，背后的原因可能是其久期更长，更适合作为保险机构应对资产荒下配置缺口的工具。

图5：不同类型的投资者对底层资产的偏好具有差异

持仓市值	交通基础设施	能源基础设施	园区基础设施	消费基础设施	仓储物流	保障性租赁住房	生态环保
券商自营	31.1	16.7	11.6	9.6	6.1	8.0	3.5
保险	17.4	6.9	10.7	13.6	16.8	8.3	1.6
信托	9.5	0.0	0.8	15.7	0.0	1.8	0.0
私募	10.2	0.7	4.8	0.0	2.5	2.5	5.7
券商资管	6.7	1.4	4.0	1.0	9.1	0.0	0.0
基金	1.0	2.0	1.3	0.1	1.2	0.0	0.5

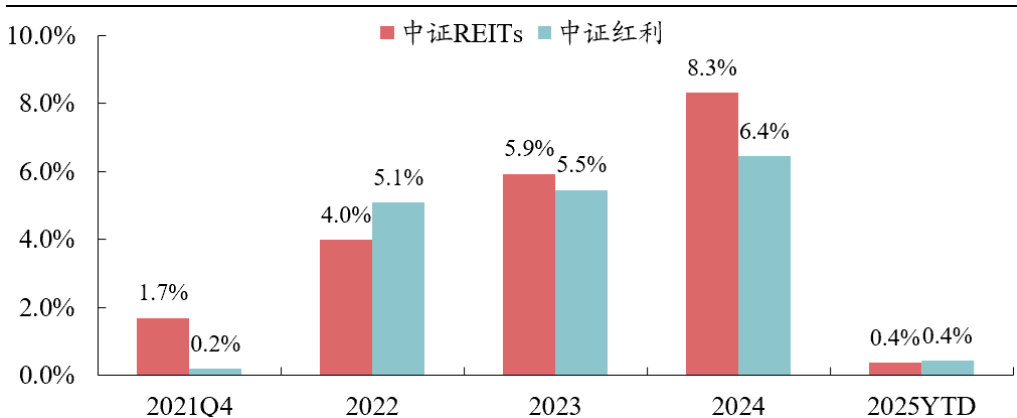
数据来源：Wind、开源证券研究所（2024 年中报）

2、REITs 配置：泛红利类资产的价值比较

2.1、REITs 的高分红特性与有效前沿扩张

REITs 具有明显的高分红特征，满足 FVOCI 会计准则的条件，在当前的低利率环境下对配置资金尤其具有吸引力。我们通过全收益指数与收盘价指数的差异，分别测算了中证 REITs 和中证红利的分红回报。图 6 展示了中证 REITs 在 3 个完整年度（2022-2024）的平均分红回报为 6.1%，甚至高于中证红利的平均分红回报 5.7%。

图6：中证 REITs 在三个完整年度的平均分红回报为 6.1%，具有高分红特征



数据来源：Wind、开源证券研究所

REITs 与境内其他大类资产相关性偏低，将 REITs 纳入资产配置组合能够分散风险、降低波动。图 7 为 REITs 与境内资产的相关性矩阵，其与沪深 300 指数的相关性为 25%，与中债信用债的相关性为 9%，与黄金的相关性为 -3%，均处于较低水平。

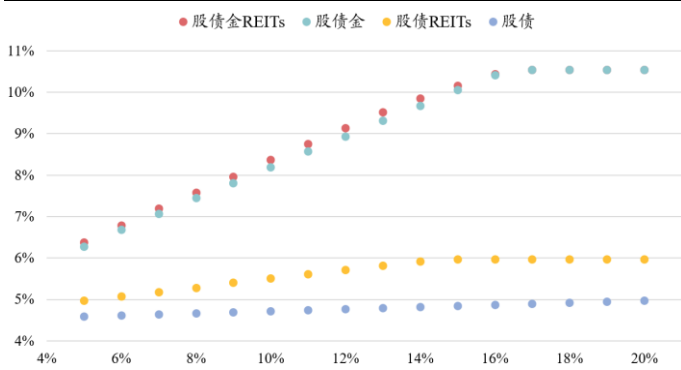
图7: REITs 与境内大类资产相关性偏低

	中证REITs	沪深300	黄金	中债国债(7-10年)	中债国债(1-3年)	中债信用债
中证REITs	100%	25%	-3%	6%	8%	9%
沪深300	25%	100%	19%	-21%	-7%	-16%
黄金	-3%	19%	100%	-2%	-3%	-7%
中债国债(7-10年)	6%	-21%	-2%	100%	61%	74%
中债国债(1-3年)	8%	-7%	-3%	61%	100%	73%
中债信用债	9%	-16%	-7%	74%	73%	100%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 时间区间为 20000101 至 20250228)

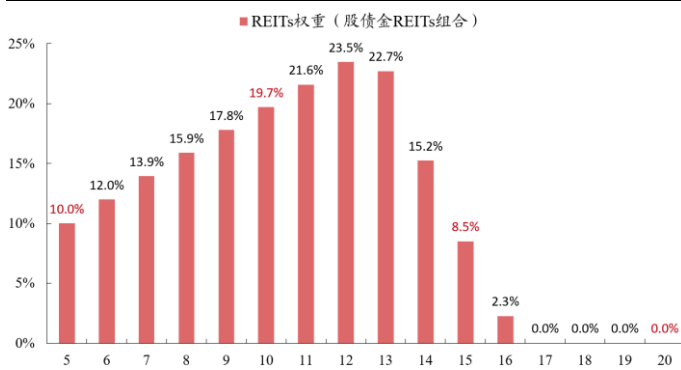
不同目标风险下,在股债组合中引入REITs能够显著提升组合的长期预期收益,而在股债金组合中引入REITs也有小幅增益。图8对比了目标风险区间5%-20%区间下的有效前沿组合,我们选择中证REITs全收益指数(932047.CSI)作为REITs资产,选择沪深300指数(000300.SH)作为权益类资产,选择中债-国债总财富(1-3年)指数(CBA00621.CS)、中债-国债总财富(7-10年)指数(CBA00651.CS)、中债-信用债总财富(总值)指数(CBA02701.CS)作为债券类资产,选择伦敦金现(XAU)作为黄金资产。特别地,境内REITs的历史较短、并未遍历周期,其历史回报难以代理长期收益率中枢。所以,我们转而使用REITs的中债估值收益率(IRR)全历史均值估计REITs的长期预期收益。

图8: 组合中引入REITs能够扩展有效前沿



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 时间区间为 20000101 至 20250228)

图9: 中等目标风险组合应配置更高比例的REITs资产



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 时间区间为 20000101 至 20250228)

随着目标风险的提升,股债金REITs组合中的最优REITs权重先增后减,中等风险组合应配置更高比例的REITs资产。以目标风险为5%,10%,15%,20%为例,有效前沿组合中的REITs权重分别为10%,19.7%,8.5%,0.0%。

2.2、REITs 与红利股的比价轮动

从前文的讨论中可以看出,REITs与红利股具有一定的相似性:其一,两者都能产生稳定的分红回报作为安全垫;其二,两者的波动水平在大类资产的坐标中也相近。那么,当前哪一类资产的配置性价比更高?我们从“自下而上”与“自上而下”两个角度进行对比。

微观视角下，对比产权类 REITs 的年化派息率和红利股的股息率 TTM 可以形成轮动策略，派息率/股息率更高的资产未来大概率表现更好。我们在每周计算中证 REITs 指数成分中产权类 REITs 的加权平均年化派息率与中证红利指数股息率 TTM 的利差，当利差 >0 时做多中证 REITs 指数，当利差 <0 时做多中证红利全收益指数。由于特许经营权类 REITs 的存续期有限且残值是 0，其派息率隐含对本金的部分偿还，与永续的红利股不可比，所以在计算派息率时我们仅考虑产权类 REITs，以两类资产的平均收益率作为基准，利差轮动策略年化超额收益为 12.31%，信息比率为 1.37。

图10：派息率/股息率更高的资产未来大概率表现更好



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间区间为 20220128 至 20250228）

表2：利用派息率股息率利差轮动，策略年化超额收益 12.31%，信息比率为 1.37

	年化收益率	年化波动率	最大回撤	回撤修复天数	夏普比率	卡尔玛比率
轮动策略	13.85%	15.76%	13.74%	146	0.94	1.08
基准	1.54%	11.39%	20.35%	1096	0.20	0.11
累计超额	12.31%	9.17%	8.59%	157	1.37	1.46

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间区间为 20220128 至 20250228）

站在 2025 年 2 月 28 日，产权类 REITs 年化派息率与中证红利股息率 ttm 利差为 -1.96%，位于历史 16%分位的低位水平，信号观点为红利股占优。

图11：产权类 REITs 年化派息率与中证红利股息率 ttm 利差为 -1.96%，红利股占优



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间区间为 20220128 至 20250228）

宏观视角下，REITs 与红利股都被视为固收替代类的配置工具，故我们聚焦利率因素对两者的影响。我们以 5 年期企业信用债 YTM 作为利率变量的代理，构建回归模型测算 REITs 和红利资产的利率敏感性：

$$R_{REITs/红利} = \beta \times \Delta YTM + \epsilon$$

从表 3 中可以观察到，中证 REITs 与中证红利对利率变量回归的敏感性系数方向相异：利率下行周期中证 REITs 受益，利率上行周期中证红利受益。

为了解释红利资产为何反直觉地具有正向的利率敏感性，我们进一步建立了两类资产对股债回归的双因素模型：

$$R_{REITs/红利} = \beta_1 \times \Delta YTM + \beta_2 \times R_{沪深300} + \epsilon$$

我们发现中证红利和中证 REITs 都会受到股和债 beta 的影响，利率对两者的边际影响相近（回归系数分别为-2.73 和-2.94），但由于红利资产有很强的股性，“股债跷跷板”效应带来的正向利率敏感性最终占据了主导。对比之下，中证 REITs 的股性较弱，以利率的负向边际影响为主。

表3：中证 REITs 与红利股的利率敏感性方向相异

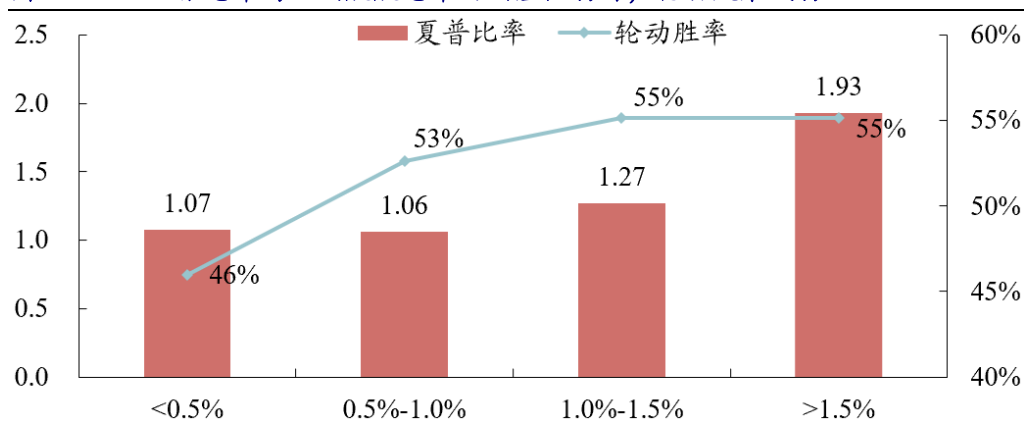
资产类别	维度	利率敏感性测算		股债模型	
		企业信用债 YTM	企业信用债 YTM	沪深 300	
中证 REITs	回归系数	-1.33	-2.73	0.14	
	T 值	-1.05	-2.19	6.29	
中证红利	回归系数	3.84	-2.94	0.68	
	T 值	2.05	-2.26	29.18	

数据来源：Wind、开源证券研究所

站在 2025 年 2 月 28 日，我们判断债市的水平因子上行，因此认为红利股占优，具体模型及测算细节可参考我们最新发布的定期报告《资产配置月报(2025 年 3 月)》。

如何结合两个视角下的配置观点？经过测算，我们发现微观聚合信号在两类资产的利差幅度越大时，信号决策的夏普比率和胜率越高；当利差微弱(绝对值<0.5%)时，微观信号则可能失效。

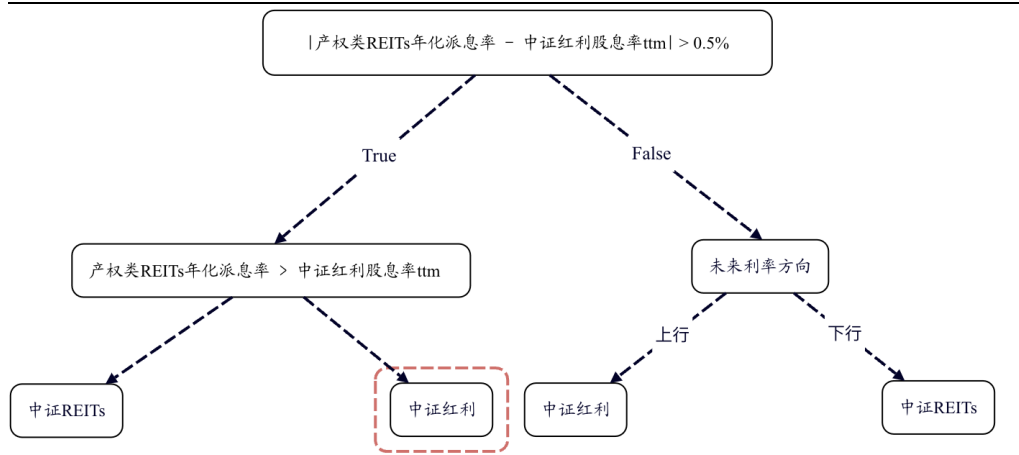
图12：REITs 派息率与红利股股息率的利差微弱时，轮动效果减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

所以，宏观视角可以作为微观视角有效性降低时的补充，我们推荐以图 13 所示的流程形成决策。当前来看，微观信号的利差幅度为 1.96%，高于阈值 0.5%，中证红利优于中证 REITs 的判断可靠性较高。

图13：微观与宏观信号相结合的决策流程，当前认为中证红利占优



资料来源：开源证券研究所

3、REITs 优选：评价因子与组合构建

3.1、REITs 的评价因子与分域投资范式

考虑到目前 REITs 的数量快速扩张，但市场上暂无 ETF 产品可供直接配置，本节我们从评价因子的角度切入，讨论如何优选 REITs 产品。

我们从股息回报、估值与溢价、价量、市值、成长性几个维度构建了共 21 个 REITs 评价因子，具体因子的列表与含义可参考表 4。我们设定因子测试的标的池为上市满 2 周的 REITs 产品，设定测试的区间为 20221230 至 20250228，以确保在每个截面上有充足的样本点。

表4：REITs 评价因子列表与说明

因子类别	因子名称	回看参数	因子说明	因子覆盖率
股息回报	派息率 ttm_fill_pit	-	派息率 ttm，不满一年的通过年化填补	70.9%
	派息率 ttm_fill_pit_real	-	真实派息率 ttm，对于特许经营权类扣除本金回报，不满一年的通过年化填补	70.9%
	派息率 ttm_pit	-	派息率 ttm	48.8%
	派息率 ttm_pit_real	-	真实派息率 ttm，对于特许经营权类扣除本金回报	48.8%
	股息率 ttm	-	股息率 ttm (wind 指标)	63.5%
估值与溢价	PFFO	-	P/PFFO (wind 指标)	64.4%
	中债估值收益率	-	中债估值收益率	80.4%
	discount_abs	-	溢价率偏离度	80.4%
	discount_q_abs	-	溢价率中位偏离度	80.4%
	discount_rate	-	净值溢价率	80.4%
价量	amihud	5、10、20、40、60	amihud 非流动性	79.8%
	dastd	-	年化波动率	49.4%
	sto	1、5、10、20、40、60	平均换手率	80.4%

	mom	5、10、20、40、60	收益率动量	80.3%
市值	float_mv	-	流通市值	80.4%
	float_pct	-	流通份额占比	80.4%
成长性	distributable_amount_sq_yoy	-	可供分配金额单季度同比	43.0%
	net_profit_sq_yoy	-	净利润单季度同比	43.0%
	operating_income_sq_yoy	-	经营性收入单季度同比	43.0%
	implied_g	-	中债 IRR 隐含的派息率成长性	48.8%
	implied_g_fill	-	中债 IRR 隐含的派息率成长性 (派息率经过填补)	70.9%

数据来源: Wind、开源证券研究所

股息回报类因子的优选效果有以下排序:真实派息率 ttm>派息率 ttm>股息率 ttm。派息率因子是股息率因子的领先版本, 因为其使用了还未分红的可供分配金额; 而真实派息率改进自派息率因子, 对特许经营权类 REITs 的派息率做了以下调整:

$$\text{真实派息率}_{ttm} = \text{派息率}_{ttm} - \frac{1}{\text{剩余存续期(年)} + 1}$$

这一调整的逻辑在于, 特许经营权类 REITs 的残值是 0, 其分红中隐含了对本金的摊销返还, 导致派息率虚高。我们以 $\frac{1}{\text{剩余存续期(年)} + 1}$ 估计对本金的摊销返还并扣除,

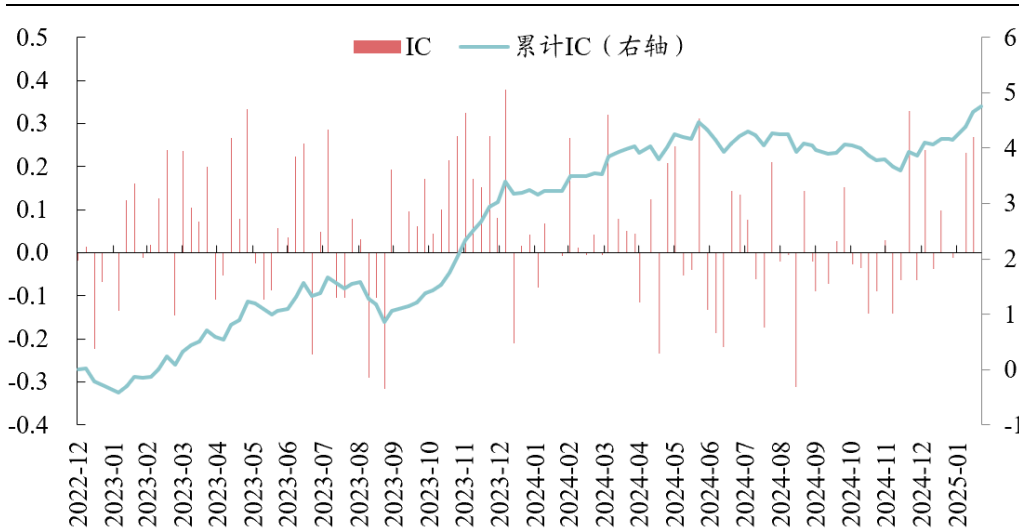
使两类 REITs 的派息率在截面上可比。表 5 展示了真实派息率 ttm 相对普通的派息率 ttm 因子改善明显, 具有显著的正向优选能力。未填补的版本在多空对冲组合上信息比率更高, 而填补版本的因子覆盖率更高。

表5: 股息回报类: 真实派息率因子最优, 具有显著的正向优选能力

因子信息		IC 测试				多空对冲			
因子类型	因子名称	IC 均值	IC 胜率	ICIR	T 值	信息比率	年化收益	年化波动	最大回撤
股息回报	派息率 ttm_fill_pit_real	4.31%	58.18%	1.98	2.88	2.31	17.59%	7.62%	3.41%
股息回报	派息率 ttm_pit_real	6.39%	56.36%	1.96	2.84	2.49	23.42%	9.40%	3.55%
股息回报	派息率 ttm_pit	4.68%	57.27%	0.97	1.42	1.05	12.02%	11.45%	16.97%
股息回报	派息率 ttm_fill_pit	2.29%	55.45%	0.66	0.96	0.43	4.34%	10.01%	20.74%
股息回报	股息率 ttm	1.07%	50.00%	0.27	0.39	0.29	3.58%	12.21%	17.72%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 派息率 ttm_fill_pit_real 因子年化 ICIR 为 1.98



数据来源: Wind、开源证券研究所

在估值与溢价类中，溢价率中位偏离度因子是显著的负向因子。溢价率中位偏离度的计算公式为：

$$\text{溢价率中位偏离度} = \left| \frac{\text{净值溢价率} - \text{Median}_{\text{净值溢价率}}}{Q75_{\text{净值溢价率}} - Q25_{\text{净值溢价率}}} \right|$$

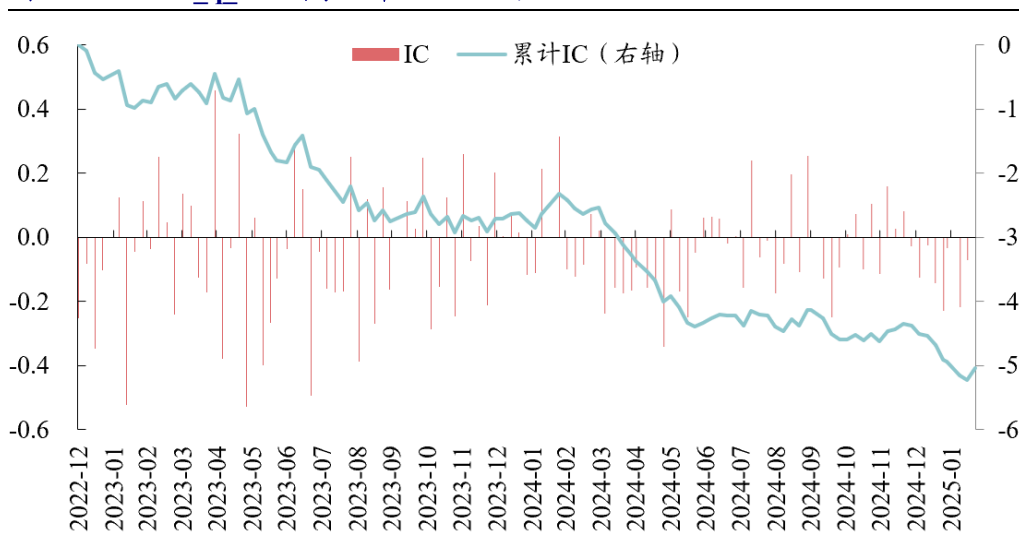
REITs 的净值披露较为低频（季度披露），负向偏离幅度过大的 REITs 基金可能隐含基本面出现恶化，而正向偏离过大的 REITs 基金可能隐含了过于乐观的预期，总体而言溢价率适中的产品未来大概率表现更好。

表6：估值与溢价类：溢价率水平适中的产品未来大概率表现更好

因子信息		IC 测试				多空对冲			
因子类型	因子名称	IC 均值	IC 胜率	ICIR	T 值	信息比率	年化收益	年化波动	最大回撤
估值与溢价	discount_q_abs	-4.80%	39.09%	-1.84	-2.68	0.75	4.88%	6.49%	8.81%
估值与溢价	discount_abs	-3.39%	40.00%	-1.14	-1.66	0.51	4.10%	8.07%	12.88%
估值与溢价	PFFO	-3.54%	41.35%	-0.94	-1.33	0.57	6.10%	10.73%	19.92%
估值与溢价	中债估值收益率	-1.78%	45.45%	-0.58	-0.84	0.79	6.29%	8.01%	14.05%
估值与溢价	discount_rate	2.02%	54.55%	0.58	0.84	0.09	0.90%	9.81%	12.94%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：discount_q_abs 因子的年化 ICIR 为-2.68



数据来源：Wind、开源证券研究所

对于成长类因子，传统的财务指标单季度同比增长在 REITs 上基本失效，但我们构建了一类高度有效的独家因子：IRR 隐含成长。IRR 隐含成长因子的具体计算方式如表 7 所示：

表7：IRR 隐含成长因子的计算步骤

步骤	计算说明
第一步	计算每股派息金额 ttm (d)，获取中债估值收益率(r)、当日收盘价 (p)、剩余期限(n)
第二步	对产权类 REITs，逆向求解永续版本 Gordon Growth Model 中的 $g: \frac{1+g}{r-g} = \frac{p}{d}$
第三步	对特许经营权类 REITs，使用 Newton-Raphson 算法逆向求解有限期限版本

步骤

计算说明

$$\text{Gorden Growth Model 中的 } g: \frac{1+g}{r-g} \times \left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right] = \frac{p}{d}$$

第四步

拼接两类 REITs 的 g, 形成完整的因子得分列表

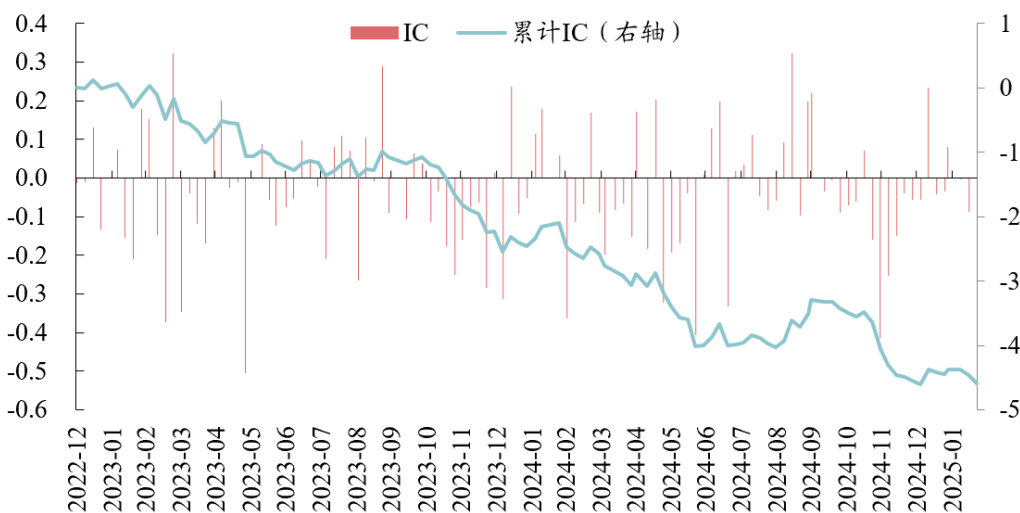
数据来源: Wind、开源证券研究所

IRR 隐含成长因子的含义为: 要匹配中债估值模型中预期的未来回报流, 派息率需要达成的长期年化增长率。IRR 隐含成长因子值较高的 REITs 产品当前派息率可能低于中债估值模型的长期测算水平, 而隐含成长因子值较低的 REITs 产品则可能超出中债估值模型的长期测算水平。换言之, IRR 隐含成长因子反应了当前派息率水平相对于中债估值模型预期的高低, 从而具有负向的优选效应。

表8: 成长性类: IRR 隐含成长因子是显著的负向因子

因子信息		IC 测试				多空对冲			
因子类型	因子名称	IC 均值	IC 胜率	ICIR	T 值	信息比率	年化收益	年化波动	最大回撤
成长性	implied_g	-7.16%	41.82%	-2.06	-3.00	1.99	16.58%	8.34%	4.84%
成长性	implied_g_fill	-4.18%	34.55%	-1.83	-2.66	1.86	12.66%	6.80%	5.63%
成长性	operating_income_sq_yoy	2.66%	49.09%	0.71	1.03	0.09	1.23%	13.09%	22.75%
成长性	net_profit_sq_yoy	-1.40%	49.09%	-0.38	-0.55	0.65	5.40%	8.32%	13.09%
成长性	distributable_amount_sq_yoy	1.05%	52.73%	0.26	0.38	0.18	1.79%	10.16%	15.09%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: implied_g_fill 因子的年化 ICIR 为-1.83


数据来源: Wind、开源证券研究所

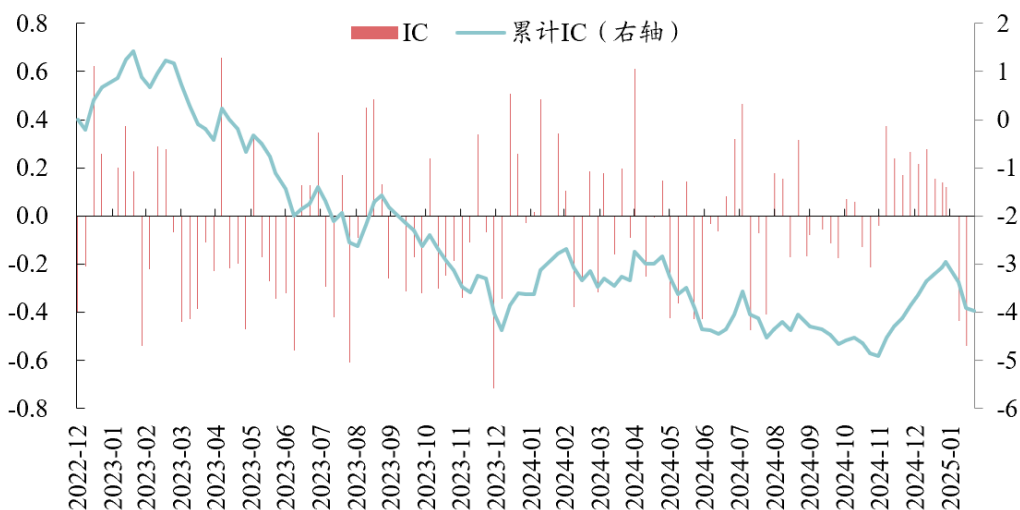
价量类因子总体不适用于 REITs 全域的优选, IC 测试均不显著。其中多空对冲组合相对有效的是波动率因子, 类似于低波因子对红利股的增强效应。

表9: 价量类: 总体不适用于 REITs 全域的优选, 多空对冲组合相对有效的是波动率因子

因子信息		IC 测试				多空对冲			
因子类型	因子名称	IC 均值	IC 胜率	ICIR	T 值	信息比率	年化收益	年化波动	最大回撤
价量	sto_10	3.02%	53.64%	1.06	1.53	0.68	5.03%	7.35%	7.37%
价量	amihud_60	-3.24%	40.00%	-1.05	-1.53	0.38	3.44%	9.07%	16.78%
价量	sto_20	2.75%	56.36%	0.97	1.41	0.53	3.38%	6.40%	6.97%

因子信息		IC 测试				多空对冲			
价量	sto_5	2.87%	53.64%	0.95	1.38	0.72	4.99%	6.91%	6.35%
价量	sto_40	2.66%	58.18%	0.94	1.36	0.54	3.18%	5.92%	5.17%
价量	dastd	-3.97%	42.73%	-0.93	-1.35	1.05	11.92%	11.36%	13.00%
价量	amihud_10	-2.57%	39.09%	-0.87	-1.27	0.30	2.42%	8.08%	17.65%
价量	amihud_20	-2.55%	45.45%	-0.86	-1.26	0.28	2.36%	8.55%	16.10%
价量	amihud_5	-2.57%	37.27%	-0.86	-1.25	0.27	2.07%	7.53%	15.26%
价量	amihud_40	-2.28%	43.64%	-0.73	-1.06	0.55	4.53%	8.22%	15.41%
价量	sto_60	1.91%	51.82%	0.68	0.99	0.64	3.60%	5.61%	5.06%
价量	mom_5	-2.18%	48.18%	-0.58	-0.85	0.00	0.00%	8.73%	14.35%
价量	sto_1	1.58%	58.18%	0.55	0.80	0.59	4.14%	7.06%	5.86%
价量	mom_10	-1.50%	48.18%	-0.40	-0.59	0.12	1.10%	9.22%	15.70%
价量	mom_20	-0.85%	46.36%	-0.21	-0.31	0.40	3.98%	9.88%	11.37%
价量	mom_60	0.38%	57.27%	0.09	0.13	0.25	3.15%	12.71%	14.06%
价量	mom_40	-0.03%	51.82%	-0.01	-0.01	0.44	5.37%	12.30%	15.90%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: dastd 因子的年化 ICIR 为-0.93


数据来源: Wind、开源证券研究所

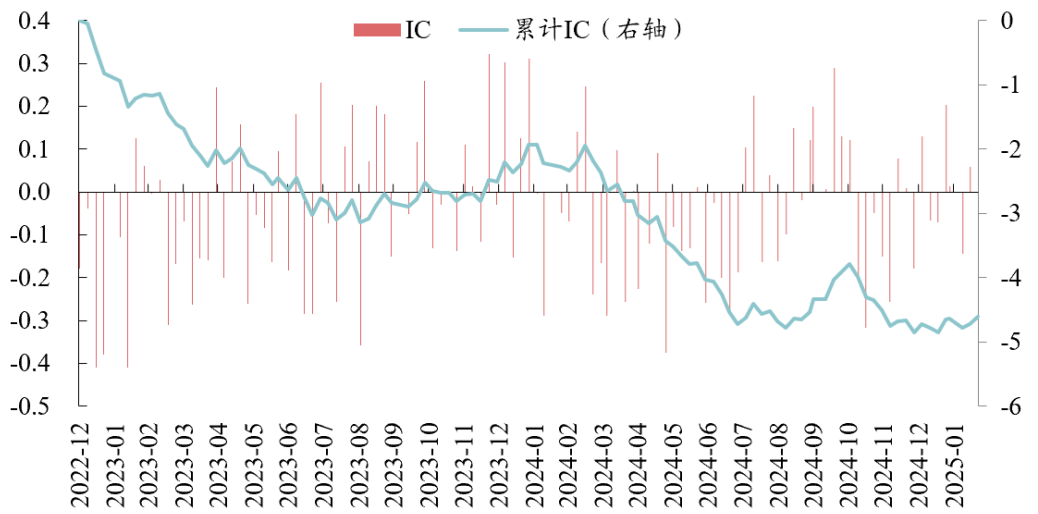
市值类因子中, 小市值效应显著, 流通市值因子在全区间的 IC 均值为-4.35%, 年化 ICIR 为-1.74。

表10: 市值类: 小市值效应在 REITs 中同样显著, 流通市值因子具有负向优选效应

因子信息		IC 测试				多空对冲			
因子类型	因子名称	IC 均值	IC 胜率	ICIR	T 值	信息比率	年化收益	年化波动	最大回撤
市值	float_mv	-4.35%	41.82%	-1.74	-2.53	1.69	11.97%	7.09%	6.66%
市值	float_pct	-2.46%	41.82%	-1.13	-1.64	0.56	3.59%	6.45%	6.43%

数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: float_mv 因子的年化 ICIR 为-1.74

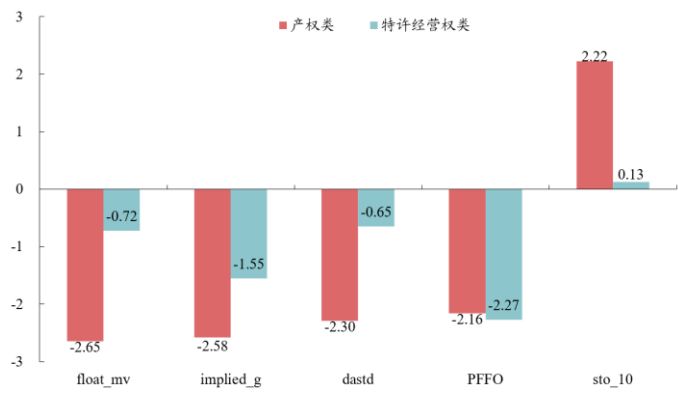


数据来源: Wind、开源证券研究所

特许类与产权类 REITs 的现金流结构不同, 定价机制存在差异, 从而因子有效性也呈现分域效应。图 22 和图 23 分别展示了两类 REITs 中显著有效的因子集 (T 值绝对值>2), 柱状图代表因子在不同分域下 T 值。可以观察到两者的交集仅有 PFFO。

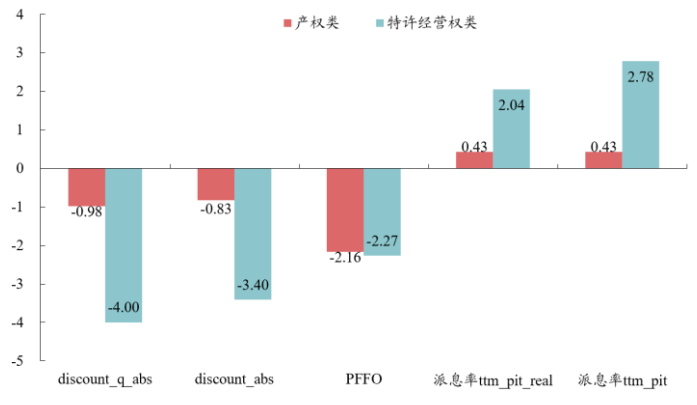
我们认为, 因子有效性的分化启示了两类 REITs 投资范式的差异。产权类有效的因子包含小市值、隐含成长、低波、换手率, 其投资范式更侧重价量和预期博弈; 而特许经营权类有效的因子包含溢价率中位偏离度、净值溢价率偏离度、派息率 ttm 和真实派息率 ttm, 其投资范式更侧重估值溢价和分红现实。

图19: 产权类 REITs 的有效因子偏向价量和预期博弈



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 特许经营权类 REITs 的有效因子偏向估值和现实

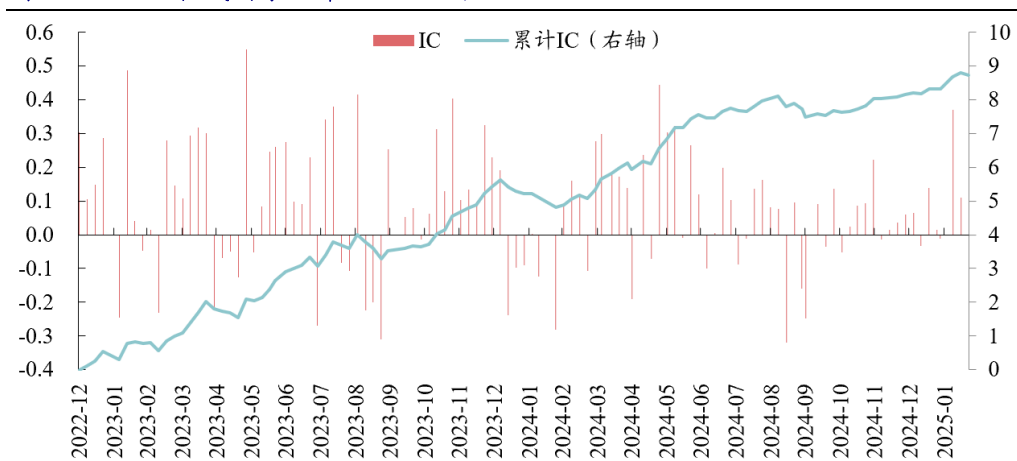


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、REITs 评价因子的合成与优选组合

总结上文，有效的 REITs 评价因子包括：真实派息率 ttm、溢价中位偏离度、IRR 隐含成长、低波以及小市值因子。我们将上述有效的评价因子转换成分位数得分，并做等权合成，合成因子的 IC 均值为 8.21%，IC 胜率为 67.3%，年化 ICIR 为 3.16。

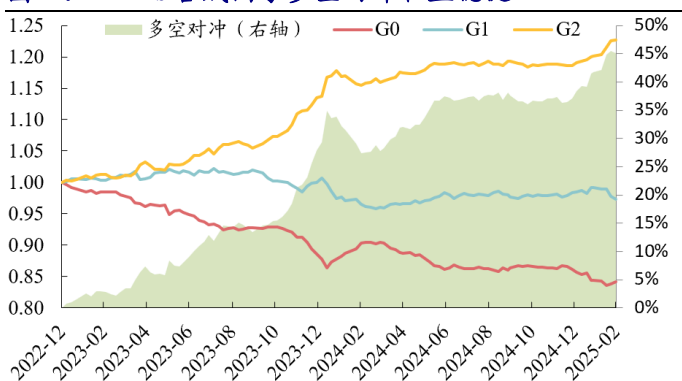
图21：REITs 合成因子的年化 ICIR 为 3.16



数据来源：Wind、开源证券研究所

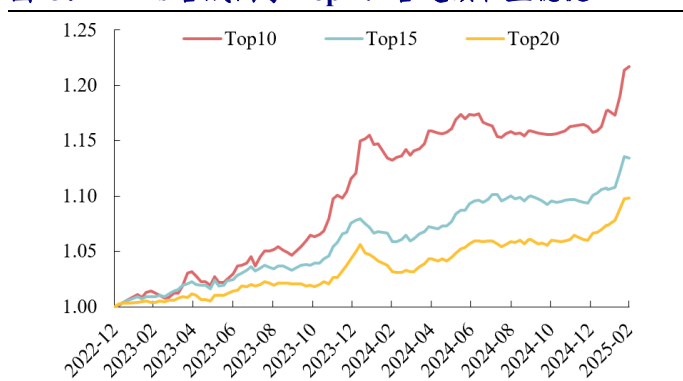
三分组测试的结果显示，REITs 合成因子的“多头-平均”与“多头-空头”的信息比率相近，分别为 2.88 和 3.11，表明多头的和空头贡献较为均衡。我们进一步测试 Topn 组合的超额收益，可以观察到不论是优选 Top10 还是 Top15 都有 2.5 以上的超额信息比率，Top10 组合年化超额达 9.73%，信息比率达 2.52。

图22：REITs 合成因子多空对冲收益稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：REITs 合成因子 Topn 组合超额收益稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：REITs 合成因子优选 10 只或 15 只产品的超额信息比率均高于 2.5

维度	三分组测试		Topn 测试		
	多头-平均	多头-空头	Top10	Top15	Top20
年化收益	10.13%	19.23%	9.73%	6.15%	4.53%
信息比率	2.88	3.11	2.52	2.59	2.31
年化波动	3.51%	6.18%	3.86%	2.37%	1.96%
最大回撤	1.96%	5.60%	1.96%	1.93%	2.37%

数据来源：Wind、开源证券研究所

站在 2025 年 2 月 28 日，最新的 REITs 优选 10 组合名单如表 12 所示：

表12: REITs 优选 10 组合 3 月最新持仓明细 (20250228 更新)

REITs 代码	REITs 简称	上市日期	产品类型	资产类型	合成因子得分
508008.SH	国金中国铁建高速 REIT	2022-07-08	特许经营权类	交通基础设施	100%
180202.SZ	华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	2021-12-14	特许经营权类	交通基础设施	98%
508048.SH	华安外高桥仓储物流 REIT	2024-12-25	产权类	仓储物流	97%
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	2022-07-26	产权类	能源基础设施	95%
508010.SH	中金重庆两江产业园 REIT	2024-12-11	产权类	园区基础设施	94%
508017.SH	华夏金茂商业 REIT	2024-03-12	产权类	消费基础设施	92%
508022.SH	博时津开科工产业园 REIT	2024-09-19	产权类	园区基础设施	90%
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	2021-06-21	特许经营权类	交通基础设施	89%
508097.SH	华泰紫金南京建邺产业园 REIT	2024-12-03	产权类	园区基础设施	87%
508069.SH	华夏南京交通高速公路 REIT	2024-11-01	特许经营权类	交通基础设施	84%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn