
长城财富保险资管-另类投资市场分析报告 (2023年2季度)

【摘要】

1、**金融产品市场：**2023年2季度，优质金融产品供不应求的大趋势未发生改变，受经济恢复速度不及预期以及相对宽松的货币、财政影响，债券市场利率进一步下行，逐步传导至非标市场，当前非标收益率仍处于低位。展望2023年3季度，在降低实体企业融资成本、企业非标融资需求不旺的背景下，优质金融产品供应不足，收益率仍将处在低位。

2、**不动产市场：**2023年上半年，经济运行企稳回升，但仍处于弱复苏态势，一线城市净吸纳量的表现不达预期，租金水平下降、空置率上升。2023年下半年仍有大量新入市项目，对于存量项目的租赁去化带来较大的压力，预计短期内租金表现与空置率水平较难改善。

3、**公募REITs市场：**2023年2季度，受经济恢复速度不及预期、部分公募REITs业绩不达预期、部分机构业绩兑现加剧市场波动等因素影响，2023年2季度REITs指数整体出现了进一步下行，交易活跃度下降，部分项目估值有待进一步修复。展望2023年3季度，随着国家发改委等部委以及地方政府的大力支持，消费基础设施类资产纳入REITs试点范畴；另外随着4单扩募REITs的成功发售，新增REITs有望持续增加。在经济复苏的大背景下，REITs业绩有望逐步恢复，支撑REITs市场估值修复。

4、**仓储物流市场：**2023年Q1，随着经济的缓慢复苏，全国各大区域的仓储物流出租情况环比有所好转，租金保持相对稳定。大宗交易方面，京津冀和珠三角物流市场大宗交易依旧疲软，期间未录得物流地产大宗交易；长三角录得了2宗物流地产交易，交易较为活跃。展望未来，仓储物流产业在网络消费、第三方物流等需求支撑下，大宗交易将日渐活跃，优质仓储高标仓租金有望稳步复苏。

目录

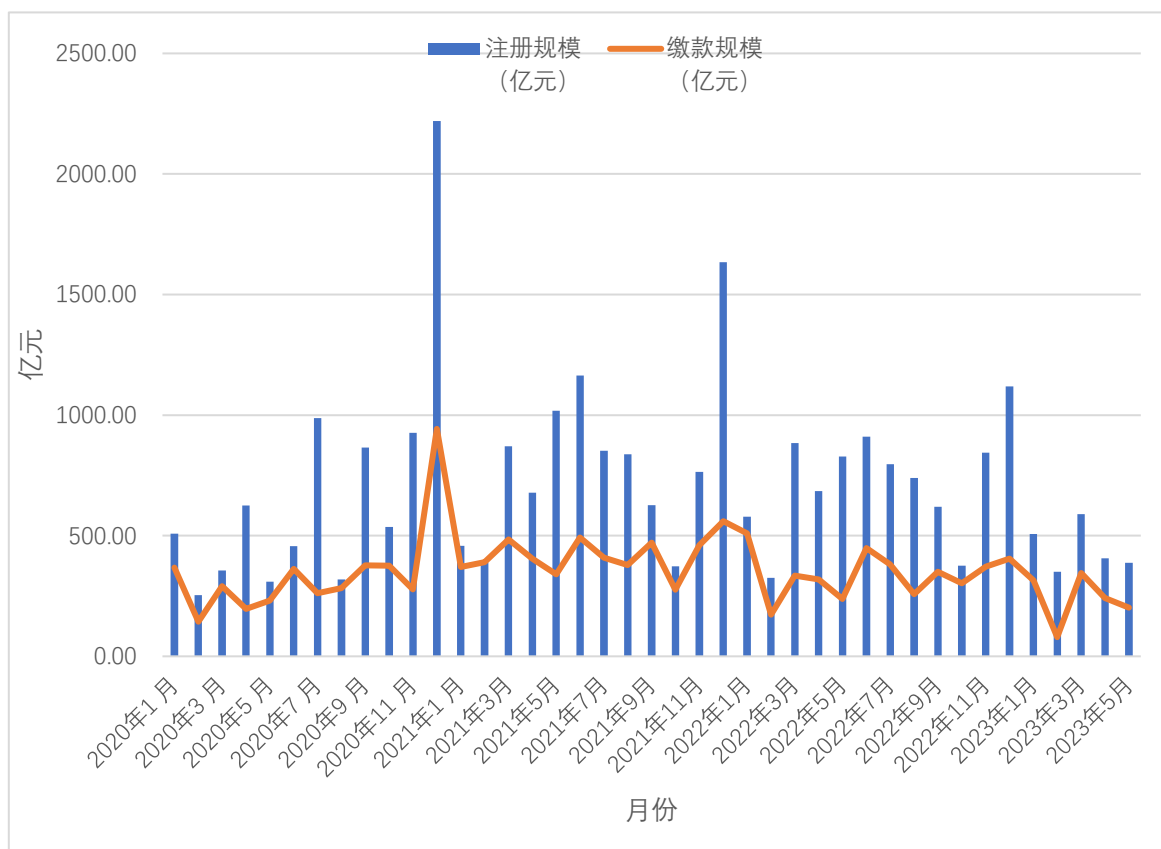
一、金融产品市场分析	3
1、保债计划注册缴款情况	3
2、保债的主要交易对手情况	4
3、保险债权投资计划的收益	5
4、展望 2023 年三季度走势	7
二、不动产市场分析	8
1、2023 年写字楼市场二季度动态	8
2、2023 年三季度市场展望	10
三、REITs 市场分析	12
1、公募 REITs 的政策概览	12
2、发售情况及参与认购的投资者分析	14
3、产业园区公募 REITs 市场动态	16
4、价格与交易量波动及投资策略	17
四、仓储物流市场	22
1、2023 年一季度物流市场整体情况	22
2、2023 年一季度市场交易	26

一、金融产品市场分析

由于保险资金投资的金融产品是以保债计划为主，我们以保债计划的市场运行情况进行分析。

1、保债计划注册缴款情况

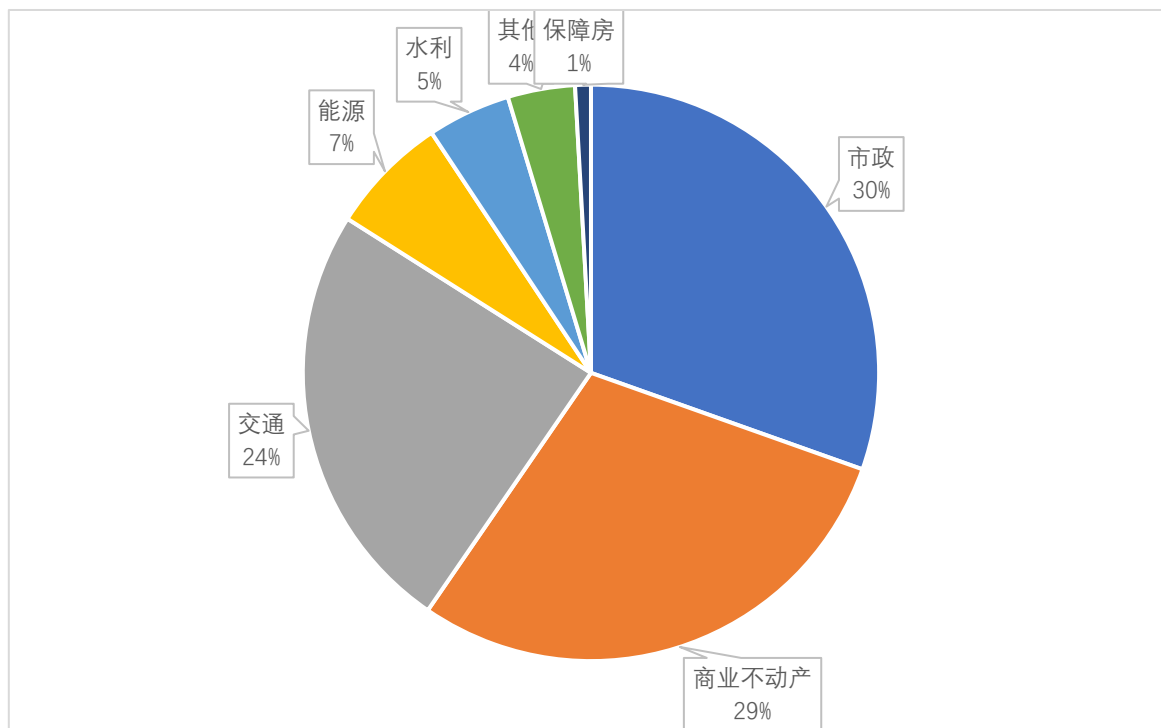
2020年-2023年5月注册及缴款情况



数据来源：保险资管业协会

由上图可见，2020-2022 每年 4 季度为保债计划注册及提款的高峰期，但总量呈下降趋势；2023 年 2 季度，注册规模环比基本平稳，但较前两年同期呈下降趋势，总体来看提款率仍较低。

行业分布占比



数据来源：保险资管业协会

从行业分布来看，水利、交通、能源及市政类合计占比接近 60%，商业不动产类占比 29%，棚改保障房等占比较低。与上季度比较，商业不动产类占比较之前的 20%左右有显著上升，接近去年同期 30%左右的占比，而交通、能源及市政等基建类有所下降。

2、保债的主要交易对手情况

据协会披露的数据，截至 2023 年前的 5 个月内，注册保债计划前十大交易对手如下：

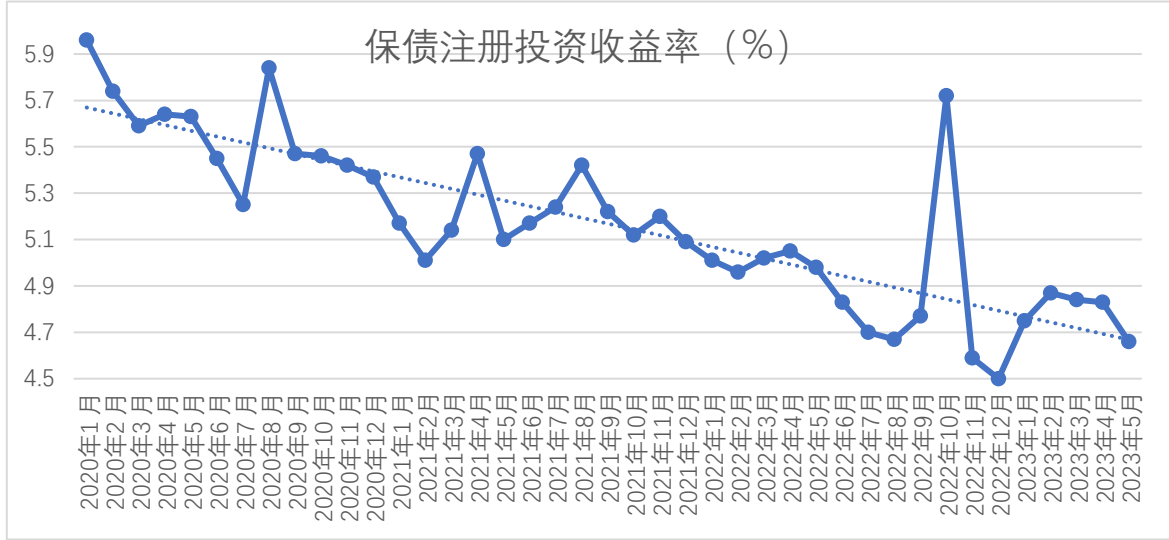
序号	交易对手
1	湖北交通投资集团有限公司*
2	厦门轨道建设发展集团有限公司*
3	万科企业股份有限公司
4	珠海大横琴集团有限公司
5	中国广核集团有限公司
6	河钢集团有限公司*
7	宁波前湾控股集团有限公司
8	中国保利集团有限公司
9	广州越秀集团股份有限公司
10	河南省交通运输发展集团有限公司

数据来源：保险资管业协会，标*为上季度已在此名单内企业

上述交易对手主要可分为基建、综合类央企、地方国企及地方投融资平台等。

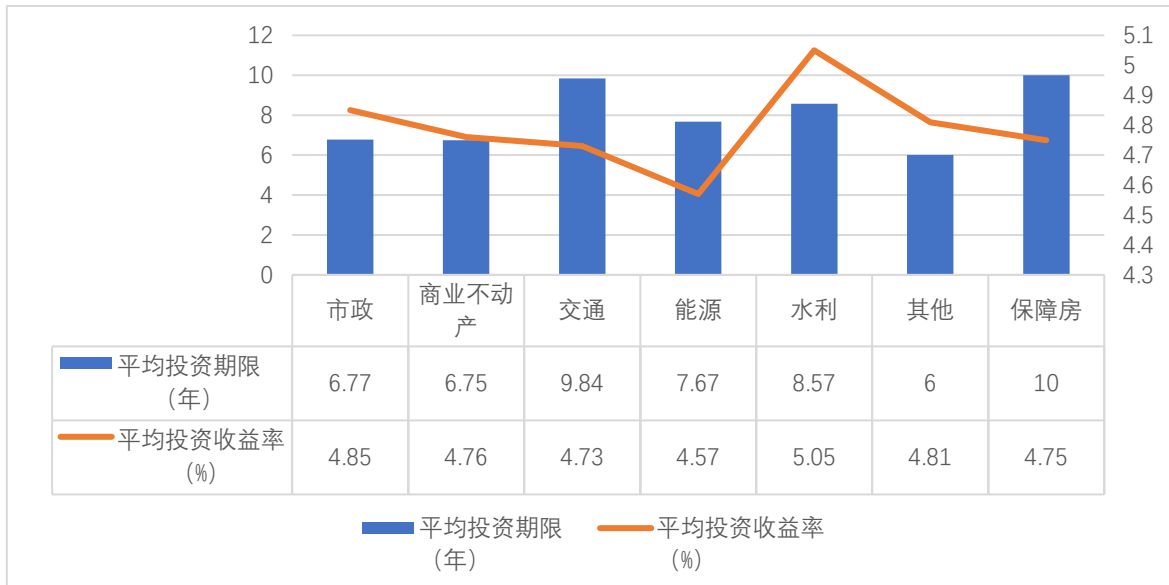
3、保险债权投资计划的收益

保债计划的注册投资收益率如下图所示：



数据来源：保险资管业协会

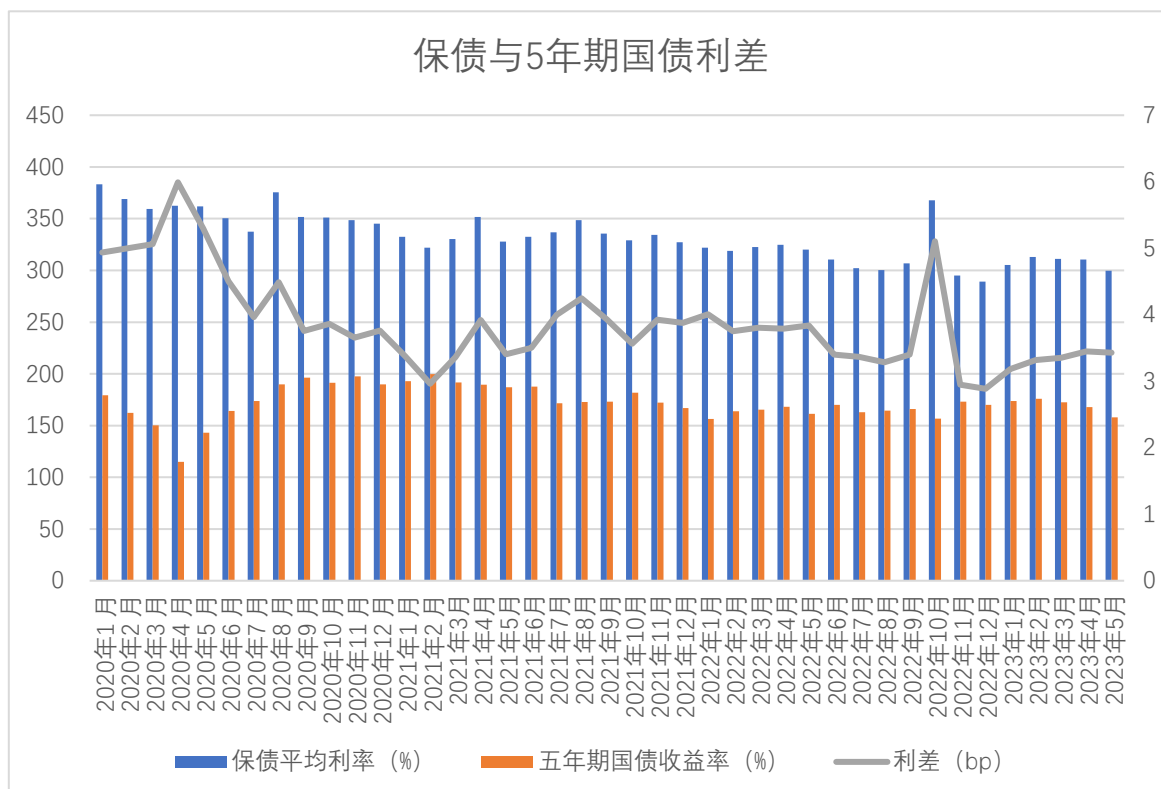
从注册产品的票面收益率来看，近两年来呈现波动下降的趋势，2020年末到2022年末，注册的保债产品平均收益率下降了100bp左右，2022年12月新注册产品平均收益率4.5%，为历史最低。2023年以来，债券市场利率有所上升，逐步传导至非标市场，注册利率前两个月有所回升，之后，随着之债券市场的再次下行，注册收益率也掉头向下。



数据来源：保险资管业协会

产品投资期限中长期为主，以5年以上为主；从行业分布来看，以交通、能源、市政、水利、商业不动产为主，产品期限、收益率呈现不同特征，其中大部分产品期限较长在6-8年左右，保障房项目的平均期限达到10年。

利差方面：考虑到所有保债计划的平均投资期限，在此选取了中债5年期国债到期收益率作为比较基准：



数据来源：保险资管业协会，wind

保险债权投资计划的利差处于持续收窄状态且保持在低位波动，受风险偏好降低，优质产品供不应求的影响，利差持续处于低位，2022年下半年尤其是4季度受国债收益小幅上行的影响，利差较有所收窄，2023年以来，利差略微走阔。2022年10月由于当月注册产品收益大幅上行的因素导致利差异常波动，不影响总体趋势。2022年以来，保债收益基本与国债呈现同步变化，利差于相对低位保持平稳。

4、展望 2023 年三季度走势

回顾 2022 全年，在信用风险频发的投资环境下，投资者风险偏好降低，优选配置优质高评级的金融产品；经济增速放缓，融资需求不旺，加剧了优质金融产品供不应求的矛盾。2023 年 2 季度，优质金融产品供不应求的大趋势未发生改变，受经济恢复速递不及预期以及相对宽松的货币、财政影响，债券市场利率进一步下行，逐步传导至非标市场，当前非标收益率仍处于低位。

展望 2023 年 3 季度，在降低实体企业融资成本、企业非标融资需求不旺的背景下，优质金融产品收益率仍将处在低位；在经济刺激政策逐步出台的情形下，收益率可能进一步下行，但下行幅度应较为有限。

二、不动产市场分析

1、2023 年写字楼市场二季度动态

根据国家统计局数据，2023 年 1-5 月，经济运行延续恢复态势。其中，1-5 月，全国规模以上工业增加值同比增长 3.6%，与 1-4 月份持平；5 月份，制造业采购经理指数为 48.8%，企业生产经营活动预期指数为 54.1%。另外，1-5 月，全国服务业生产指数同比增长 9.1%，比 1-4 月加快 0.7 个百分点；其中，铁路运输、水上运输、航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数位于 60%以上高位景气区间。

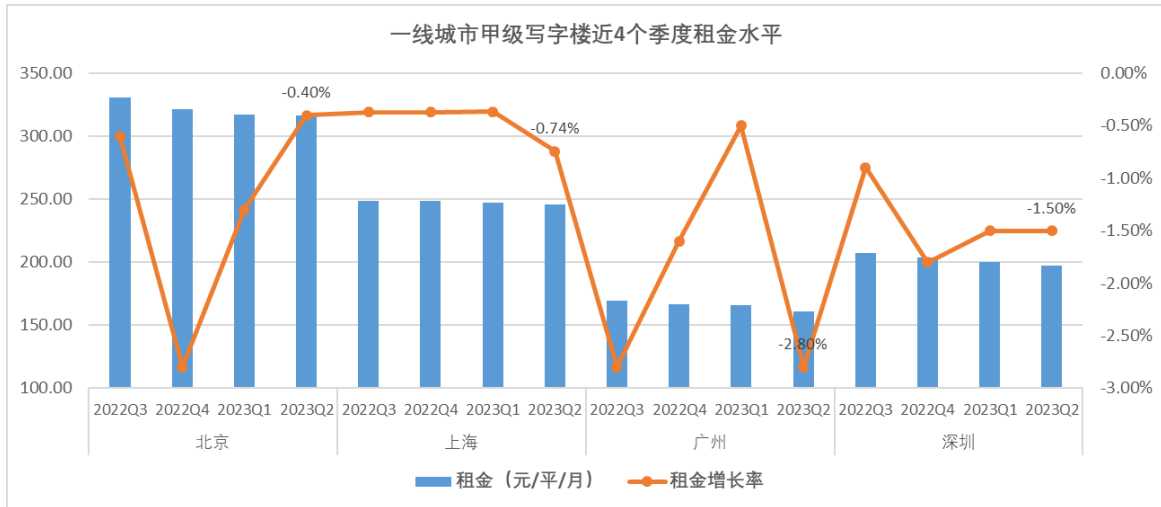
总的来看，5 月份，国民经济延续恢复态势，同时，国际环境复杂严峻，国内结构调整压力较大，经济恢复基础尚不稳固，短期内，写字楼租赁市场的恢复仍存在一定的不确定性。从第三方机构公布数据来看，2023 年二季度，一线城市甲级写字楼市场的总体表现有所下滑，由于新增供应以及存量租赁去化压力，租金水平总体表现均呈下降趋势，空置率呈上升趋势，写字楼租赁市场的复苏仍需时间。

一线城市甲级写字楼 2023 年 Q2 租赁情况：

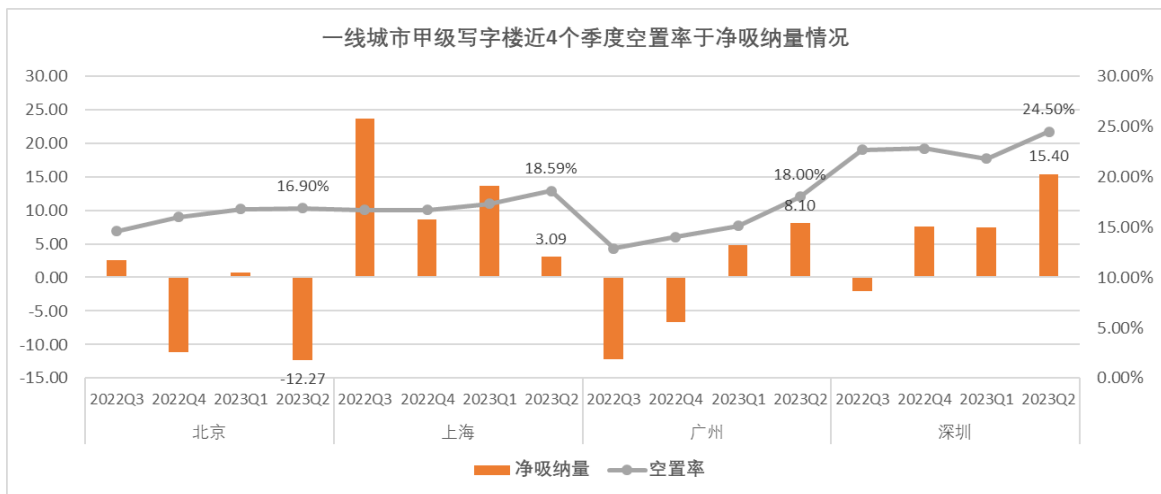
租金水平：环比来看，一线城市租金水平均呈小幅下降，其中广州甲级写字楼租金单价环比下降 2.8%，降幅相对较大。

空置率：环比来看，一线城市空置率呈小幅上升，其中，广州、深圳空置率分别上升了 2.9 个百分点、2.8 个百分点，涨幅相对较大；从绝对值来看，深圳空置率为 24.50%，处于较高空置率水平。

净吸纳量：本季度一线城市净吸纳量表现有所分化，北京、上海净吸纳量分别为-12.27 万方、3.09 万方，环比有所下滑；广州、深圳净吸纳量分别为 8.10 万方、15.40 万方，环比有所改善。



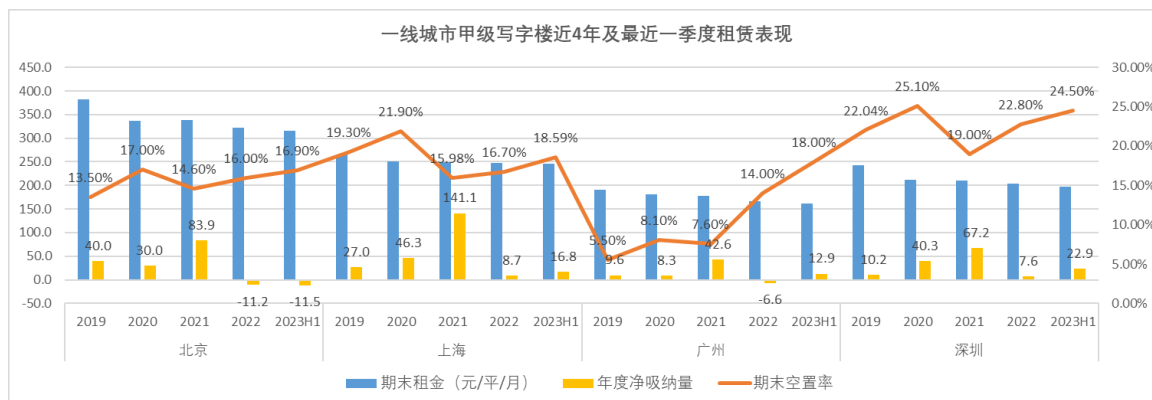
数据来源：戴德梁行，另类投资部整理



数据来源：戴德梁行，另类投资部整理

对比近四年及2023年上半年的数据，自2020年初新冠疫情爆发以来，在常态化的疫情防控政策下，以及各地疫情多点散发的背景下，国内一线城市甲级写字楼总体租赁表现影响较大。从期末租金单价来看，四城总体均呈下降趋势，平均降幅超过10%，其中北京、广州、深圳降幅超过15%；从期末空置率来看，除上海小幅下降外，其他三城均呈上升趋势，其中广州期末空置率上升了12.5个百分点，未

来有一定去化压力；从净吸纳量来看，2022 年净吸纳量表现为近四年来最差，一线城市净吸纳量合计表现为负，为近几年来首次，2023 年上半年已有所改善。



数据来源：戴德梁行，另类投资部整理

一线城市不动产大宗交易情况：

根据第三方机构统计，2023 年上半年，国内一线城市不动产大宗交易相对平稳，上海上半年成交 359 亿元，同比小幅增长；广州上半年成交 117 亿元，略低于去年同期；深圳上半年成交 150 亿元，同比小幅增长。

上海一直以来大宗交易较为活跃，2023 年 Q2 大宗成交金额 242 亿，较一季度的 117 亿呈显著上涨。从物业类型来看，主要为办公/研发办公、公寓等资产为主，买家类型来看，投资性买家较为活跃。2023 年下半年或将推出首单消费类基础设施公募 REITs，零售类资产将会吸引投资人目光，推动大宗交易回暖。

2、2023 年三季度市场展望

2023 年上半年，经济运行企稳回升，但仍处于弱复苏态势，一线城市净吸纳量的表现不达预期，租金水平下降、空置率上升。2023 年下半年仍有大量新入市项目，对于存量项目的租赁去化带来较大的压力，预计短期内租金表现与空置率水平较难改善。

北京

2023 年下半年预计还有超过 50 万方的新增供应入市，同时受到互联网科技企

业办公空间持续整合，叠加整体经济环境转弱，2023 年下半年去化压力较大，空置率存在进一步上升的可能，短期内写字楼租赁市场仍处于较为缓慢的恢复期。

上海

受 2022 年疫情影响，部分新项目延期入市，使得 2023 年迎来供应小高峰，预计 2023 年下半年还将有多个新项目入市，市场总体面临较大的去化压力，2023 年下半年空置率可能将继续上升。

广州

随着 2022 年延期交付的项目陆续完成入市，2023 年上半年，广州甲级写字楼市场新增入市 39.8 万方，达到过去五年的最高水平，预计下半年仍将有超过 40 万方新项目入市，在净吸纳量有限的情况下，预计空置率将进一步抬升。

深圳

2023 年三季度预计将有超过 50 万方甲级写字楼新增供应入市，料将推升全市空置率，租金水平预计也将在去化竞争中有所下调。

三、REITs 市场分析

1、公募 REITs 的政策概览

2020 年 4 月 30 日，证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，启动基础设施公募 REITs 试点。随后，上交所、深交所发布了一系列核心配套规则文件，中国证券业协会和基金业协会发布相关自律规则，基础设施公募 REITs 政策框架自此形成。

2021 年 5 月 23 日，上交所和深交所分别审核通过首批 9 只基础设施公募 REITs 发行成功，并于 6 月 21 日上市交易。

此后的 2021 年 11 月 17 日，中国银保监会发布《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》。《通知》提出，为进一步丰富保险资产配置结构，助力盘活基础设施存量资产，提高直接融资比重，将引导保险资金发挥长期资金优势，投资公募 REITs 等产品。《通知》明确了保险资金投资公募 REITs 产品的合规性，并对投资操作的细节提出了指导。

2022 年 1 月 29 日，财政部、税务总局发布《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点政策的公告》，实现了所得税递延，降低原始权益人税负，有利于提振参与热情。

2022 年 3 月 13 日，国家发改委发布《关于 2021 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2022 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，提出开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点，有效盘活基础设施存量资产。

2022 年 3 月 18 日，证监会发布《深入推进公募 REITs 试点，进一步促进投融资良性循环》，明确：一是正在研究制定基础设施 REITs 扩募规则，推出 REITs 扩募机制；二是抓紧推动保障性租赁住房公募 REITs 试点项目落地。

2022 年 3 月 21 日，国家发改委办公厅发布《关于进一步做好社会资本投融资合作对接有关工作的通知》，提出推动更多符合条件的存量项目发行基础设施 REITs，打通投资退出渠道，提升企业参与基础设施建设的积极性。

2022 年 4 月 24 日，银保监会发布《中国银保监会关于保险资金投资有关金融产品的通知》，进一步明确了保险资金投资金融产品的各项规定。

2022年5月27日，中国证监会办公厅、国家发展改革委办公厅联合发布《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》，加快推动保租房REITs发展。

2022年5月31日，上交所发布《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第3号——新购入基础设施项目（试行）》，深交所发布《公开募集基础设施证券投资基金业务指引第3号——新购入基础设施项目（试行）》（以下简称《新购入基础设施项目指引》）。为进一步拓宽权益融资渠道，创新基础设施投融资机制，推动基础设施REITs市场健康发展提供助力。

2022年7月15日，沪深交易所发布《保障性租赁住房REITs指引》，对证监办发〔2022〕53号文相关规定进行了细化补充规定，对运营管理安排、回收资金用途使用、信息披露等作了针对性安排。此外，防范回收资金流入商品住宅或商业地产开发领域，明确了原始权益人与房地产开发业务的隔离要求，并要求设置回收资金严格闭环管理安排。

2022年9月27日晚间，5支公募REITs相继在沪深交易所披露了拟新购入基础设施项目的公告。此次率先披露的产品分别为红土盐田港、博时蛇口产业园、华安张江光大、富国首创水务和中金普洛斯REIT。

2月20日证监会发布启动不动产私募投资基金试点公告，2月24日中国人民银行与中国银保监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》公开征求意见通知。前者为不动产（含基础设施资产）私募投资基金提供正式审核框架，在REITs前端提供更为完善的资产培育载体；后者有利于进一步推动租赁住房REITs发展，为投资者提供更多长线配置机会。

3月24日国家发改委发布《关于规范高效做好基础设施REITs项目申报推荐工作的通知》，提出支持消费基础设施类资产纳入REITs试点范畴，并对准入标准、审核流程和回收资金用途进一步优化。

3月31日，首批4单公募REITs扩募项目获得中国证监会变更注册批复。

2023年5月末，首批4只产品完成扩募，其中中金普洛斯REIT本次扩募发售募资总额约为18.53亿元、华安张江光大REIT本次扩募向18名发售对象募资总额约为15.53亿元、博时蛇口产业园REIT本次扩募发售募资总额约为12.44亿元、红土创新盐田港REIT本次扩募发售募资总额约为4.15亿元，随着本次扩募的顺利实

施，基础设施从培育、建设到首发上市、增发扩募的 REITs 业务全流程进一步畅通。

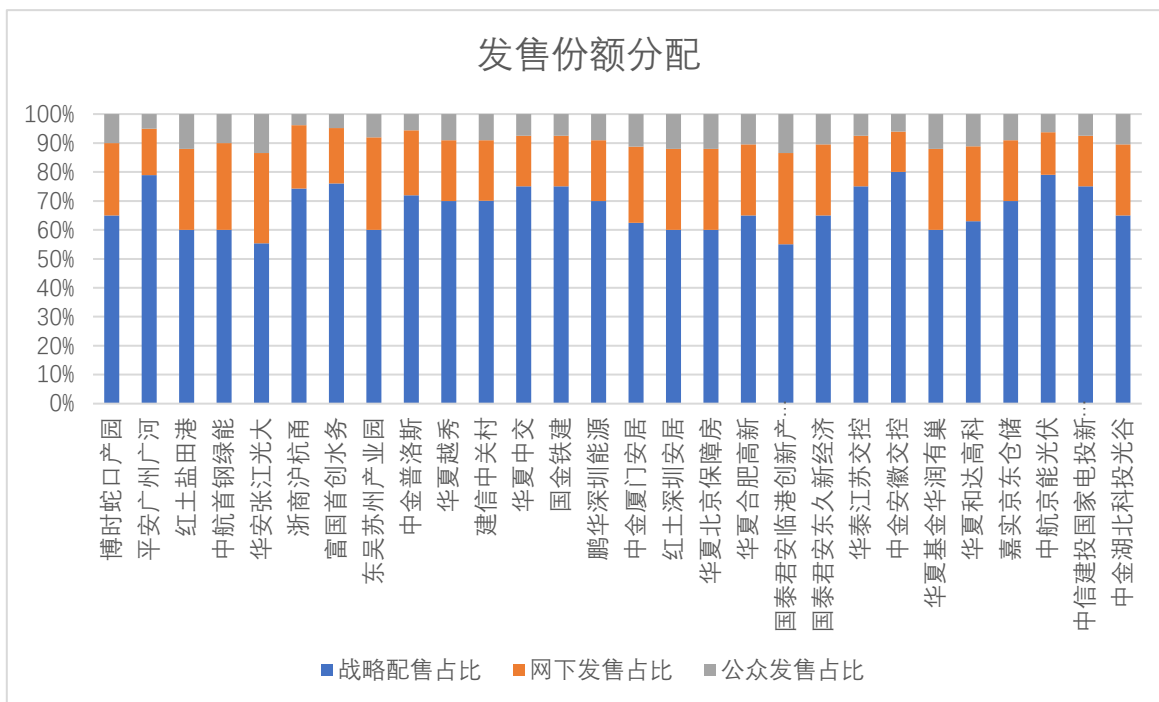
2、发售情况及参与认购的投资者分析

截至 2023 年 6 月末，我国全部 REITs 产品发行信息如下：

序号	REITs名称	基础资产	拟募集资金额/亿元	拟募集份数	实际发行		实际发行价格对应		网下报价倍数
					价格	溢价率	首年派息率	次年派息率	
1	博时蛇口产业园	产业园	22.30	900000000	2.3100	93.23%	4.38%	4.47%	15.31
2	平安广州广河	高速	86.74	700000000	13.0200	105.07%	5.90%	6.87%	4.56
3	红土盐田港	仓储物流	17.05	800000000	2.3000	107.92%	4.13%	4.40%	8.47
4	中航首钢绿能	公用环保	12.49	100000000	13.3800	107.15%	5.53%	7.77%	11.13
5	华安张江光大	产业园	14.70	500000000	2.9900	101.70%	4.68%	4.01%	8.85
6	浙商沪杭甬	高速	41.35	500000000	8.7200	105.44%	11.56%	9.86%	4.85
7	富国首创水务	公用环保	18.36	500000000	3.7000	100.76%	8.65%	9.08%	8.35
8	东吴苏州产业园	产业园	33.50	900000000	3.8800	104.24%	4.30%	4.35%	3.61
9	中金普洛斯	仓储物流	56.18	1500000000	3.8900	103.86%	4.28%	4.32%	6.29
10	华夏越秀	高速	19.55	300000000	7.1000	108.95%	7.14%	7.23%	44.19
11	建信中关村	产业园	26.12	900000000	3.2000	110.26%	4.26%	4.34%	56.35
12	华夏中交	高速	85.77	1000000000	9.3990	109.58%	4.30%	4.40%	38.78
13	国金铁建	高速	46.12	500000000	9.5860	103.92%	8.05%	8.66%	33.03
14	鹏华深圳能源	公用环保	32.64	600000000	5.8960	108.38%	10.80%	8.93%	109.15
15	中金厦门安居	保障房	12.14	500000000	2.6000	107.08%	4.06%	4.05%	106.20
16	红土深圳安居	保障房	11.58	500000000	2.4840	107.25%	3.95%	3.96%	133.03
17	华夏北京保障房	保障房	11.52	500000000	2.5100	108.94%	3.96%	3.95%	113.37
18	华夏合肥高新	产业园	14.02	700000000	2.1900	109.34%	4.05%	4.06%	156.89
19	国泰君安临港创新产业园	产业园	7.30	200000000	4.1200	112.88%	4.13%	4.64%	148.03
20	国泰君安东久新经济	产业园	13.88	500000000	3.0350	109.33%	4.87%	4.94%	100.94
21	华泰江苏交控	高速	28.5	400000000	7.635	107.16%	5.50%	7.37%	122.19
22	中金安徽交控	高速	102.9	1000000000	10.88	105.73%	6.28%	8.17%	34.02
23	华夏基金华润有巢	保障房	11.11	500000000	2.417	108.78%	3.94%	4.01%	213.24
24	华夏和达高科	产业园	12.761	500000000	2.8080	110.02%	4.15%	4.20%	155.03
25	嘉实京东仓储	仓储物流	16.38	500000000	3.5140	107.26%	3.87%	3.98%	98.76
26	中航京能光伏	公用环保	26.8013	300000000	9.7820	109.49%	11.13%	11.37%	122.74
27	中信建投国家电投新能源	公用环保	71.65	800000000	9.8	109.42%	11.59%	8.95%	84.48
28	中金湖北科投光谷	产业园	15.4	600000000	2.625	102.27%	4.62%	4.87%	39.39

数据来源：长城财富根据发行公告整理

总体看，每只产品的额度在战投、网下以及公众投资者之间分配的比例基本上是 7：2：1，具体情况如下图所示：



数据来源：长城财富根据发行公告整理

从战投角度看，首批 9 单项目共计发行 64 亿份（根据最终确定的认购价格及发售份数，9 只公募 REITs 合计募集金额为 314.03 亿元），其中战略投资者份额 39.58 亿份，占全部发售份额的 61.84%。其中除原始权益人及关联方外，险资为主要资金来源，占据了全部战投份额的 17%；与原始权益人具有业务往来的非金融机构获配战投份额比例达到 13%；券商自营占 7% 的份额；基金专户理财产品占 4%；券商集合资管计划、私募基金自营以及银行自营各占 3%；其余资金来源所占份额较少。

从网下询价角度看，公募 REITs 配售对象包括保险公司、证券公司自营、证券公司资管产品、基金公司产品、私募基金和信托公司产品 6 大类机构投资者，其中私募基金和证券公司自营账户最活跃。证券公司自营账户的拟认购金额最大，合计 293 亿元，部分认购金额可能与后期的做市商做市有关。首批 9 家公募 REITs 项目合计报价 550 次，入围报价 473 个，平均询价入围率为 86%，基金产品 (96.8%)、私募基金 (93.3%) 和证券公司自营 (83.4%) 高于保险公司投资账户 (63.0%) 和

信托产品。550 次询价价格较发行价格的平均溢价率为 2.9% ，大部分机构投资者对首批 REITs 资产认可度较高。

3、产业园区公募 REITs 市场动态

截至 2023 年 2 季度末，公募 REITs 上市 28 支，其中产业园区 REITs 共计 9 支；已上市公募 REITs 市值合计 871.62 亿元，其中产业园区 REITs 市值 196.93 亿元，占 REITs 总市值的 22.59%。2023 年二季度，产业园区 REITs 市值涨幅 5.01%，总体表现优于其他类型的 REITs。

从产业园区 REITs 基础资产运营情况来看，目前上市的产业园区主要类型为研发办公、工业厂房、实验室等为主，受 2022 年疫情对行业的滞后性影响，以及 2023 年上半年经济复苏放缓，产业园区运营表现有所分化，其中，中关村、张江项目出现大客户退租后未能及时完成招租填补，推升空置率大幅抬升；而工业厂房以及实验室类的产业园区出租率较为稳定，保持较高水平。从产业园区 REITs 可供分配金额来看，2022 年租金减免政策的影响均通过减免管理费等措施予以全额化解，总体的可供分配金额完成情况基本符合预期。

从公募 REITs 产业园区行业来看，已上市 9 支产业园区底层资产主要为北京、长三角、粤港澳大湾区、长江经济带区域内的资产，具备符合国家十四五规划发展的一体化区位龙头优势。作为产权类资产，产业园区 REITs 整体看具有长期的投资价值。

从目前的产业园区公募 REITs 发展看，无论从原始权益人还是运营管理方，均会在基础资产长期运营的稳定性以及优化管理运营的角度助力资产的运营，进而形成正向促进的作用；原始权益人在过程中也是逐步“轻资产”的过程，进而会更加注重园区的运营和发展。

2023 年二季度，首批 4 个扩募 REITs 项目完成扩募发行，其中 2 个为产业园区 REITs，分别为博时蛇口产业园 REIT、华安张江光大 REIT。公募 REITs 扩募的落地，形成了公募 REITs 首发与扩募的双轮驱动，将助推产业园区的良性循环和高质量发展。随着国内经济企稳回升，产业园区的运营将会稳步提升，未来，产业园区的运营发展将会推动产业园区 REITs 更好地发展。

4、价格与交易量波动及投资策略

从全部 REITs 资产上市以来的整体表现看，若将所有上市公募 REITs 产品通过市值加权编制为一个指数，以发售价做基准为 100 计算，截至 2023 年 6 月 30 日收盘，整个指数为 92.5560。

总的来看，上市以来的表现能过够分为六个阶段，第一阶段是上市首日及后续数日，上市首日各支产品出现了普遍上涨的情形，其中以招商蛇口涨幅最高达 14.72%，从成交量上看，上市首日的换手也较为频繁，这说明公募 REITs 产品作为全新推出的一大类资产，对于各个资金方有着较强的吸引力。

第二阶段是从上市数日后到 8 月底左右，交易量与价格持续呈低迷状态，部分产品出现了破发情况，经过上市之初的大幅上涨、市场情绪回归理性以及部分机构，尤其是险资，在这一阶段还缺乏对投资此类资产的明确指引可能是导致成交低迷的原因。

第三阶段是 2021 年 9 月至 2022 年 2 月中旬，整体呈现出价量齐升的状态，所有在前一阶段走低甚至破发的产品均转为正增长且价格屡创新高。同期，REITs 指数的收益也完成了对沪指深指的反超，表现较为亮眼。

第四阶段是 2022 年 2 月中旬至 2022 年 2 季度末，REITs 产品价格指数在 2 月 15 日达到上市以来的高点 143.86 后开始逐步回调，近半月左右回调到 120 左右的水平之后保持波动，此后出现逐步回升迹象。究其原因，市场整体性较大幅度回调的大环境是首要因素；而另一方面，投资者对于此类资产的估值回归理性也促使价格向适当分红收益率所对应的区间回归。

第五阶段是 2022 年 8 月开始，在众多政策性利好及新资产类别保障房上市的联合推动下，指数较上半年有所回升，且并未受到权益市场继续下行的影响。

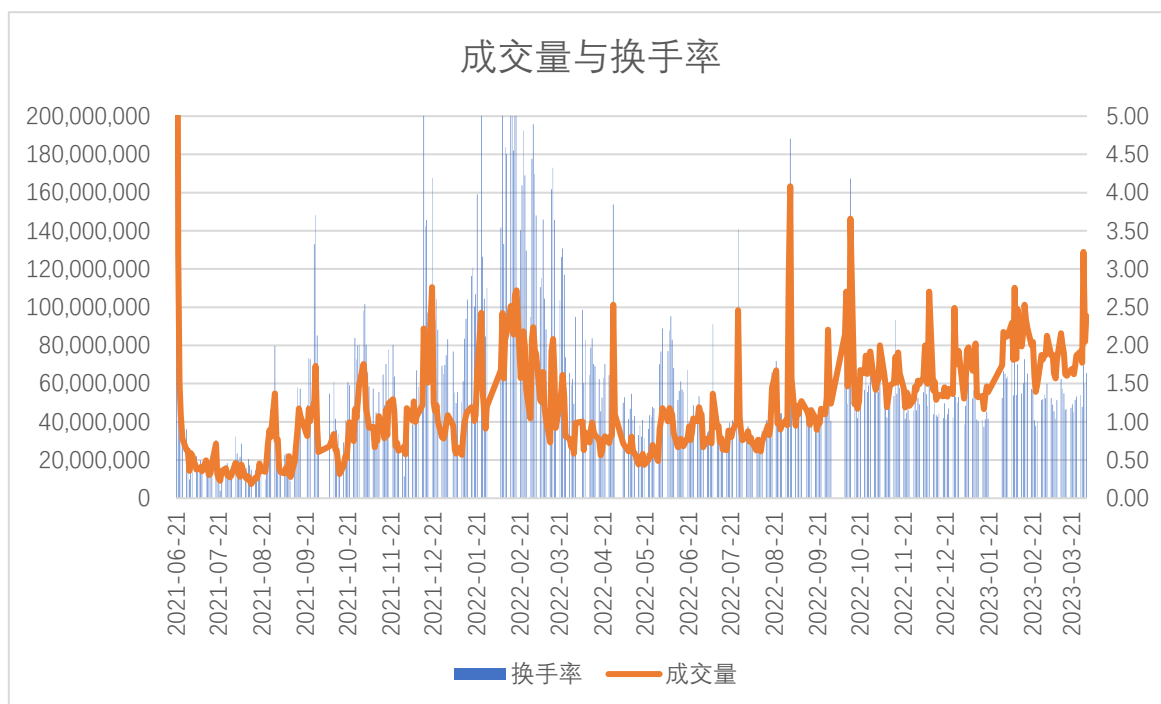
第六阶段为 2022 年四季度至 2023 年 5 月末，在 9 月中旬，上一阶段的反弹在 125 点左右达峰并在整个四季度呈现出了持续波动下跌的态势，截至年末，指数已基本回调至 2021 年同期水平，2023 年来则出现了进一步下行，回调至 100 以下。

总体来看，在市场下行阶段，交易活跃度下降，部分项目估值有待进一步修复。本轮持续下跌大体经历了三个因素的冲击，分别是：去年理财赎回潮导致的被

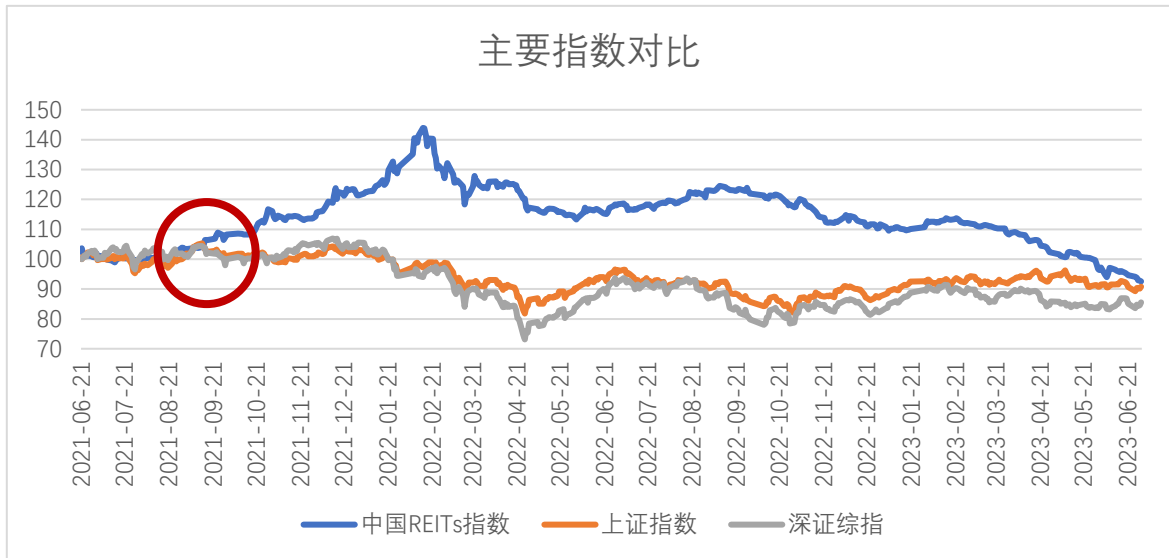
动减持、去年年报和今年一季报由于经济环境影响带来的基本面超预期下跌、部分扩募个券由于一二级套利策略等原因带来了博弈性下跌。



数据来源：Wind，长城财富整理计算



数据来源：Wind，长城财富整理



数据来源：Wind，长城财富整理计算

分类来看，不同底层资产的REITs产品收益率呈现两极分化趋势。产权类不论是物流还是产业园均表现均好于高速类，单只产品来看表现最好的为国君临港，6月28日收盘价较发行价上涨幅度接近23%；其次是国君东久、红土盐田港及张江光大，涨幅均在10-20%左右；其他项目涨幅在5%以下，收益权类，尤其是高速类项目的市价低于发行价。综合分析来看，涨幅最佳的产品主要在于底层资产有一定稀缺性且定价合理，而高速类破发的主要原因是其运营收入仍受到经济下行叠加疫情的冲击，且普遍市值较高，其中跌破发行价的产品目前来看最大的问题在于对通行费收入的增速预计未考虑2022年疫情的冲击，实际表现低于预期而导致价格处于低位。

序号	REITs名称	基础资产	拟募集份数	首年可分配金额 /亿元	实际发行		2023/6/30		
					价格	首年派息率	价格	涨幅	首年派息率
1	博时蛇口产业园	产业园	900000000	0.91	2.3100	4.38%	2.3690	2.55%	4.27%
2	平安广州广河	高速	700000000	5.38	13.0200	5.90%	9.0290	-30.65%	8.51%
3	红土盐田港	仓储物流	800000000	0.38	2.3000	4.13%	2.5020	8.78%	3.80%
4	中航首钢绿能	公用环保	100000000	0.74	13.3800	5.53%	13.4980	0.88%	5.48%
5	华安张江光大	产业园	500000000	0.70	2.9900	4.68%	3.3840	13.18%	4.14%
6	浙商沪杭甬	高速	500000000	5.04	8.7200	11.56%	7.5630	-13.27%	13.33%
7	富国首创水务	公用环保	500000000	1.6	3.7000	8.65%	3.7210	0.57%	8.60%
8	东吴苏州产业园	产业园	900000000	1.00	3.8800	4.30%	3.8490	-0.80%	4.33%
9	中金普洛斯	仓储物流	1500000000	2.50	3.8900	4.28%	3.9560	1.70%	4.21%
10	华夏越秀	高速	300000000	0.3800	7.1000	7.14%	6.7620	-4.76%	7.49%
11	建信中关村	产业园	900000000	0.3070	3.2000	4.26%	2.8930	-9.59%	4.72%
12	华夏中交	高速	1000000000	4.0400	9.3990	4.30%	5.8910	-37.32%	6.86%
13	国金铁建	高速	500000000	3.8600	9.5860	8.05%	7.4610	-22.17%	10.35%
14	鹏华深圳能源	公用环保	600000000	3.8200	5.8960	10.80%	6.4210	8.90%	9.92%
15	中金厦门安居	保障房	500000000	0.396	2.6000	4.06%	2.5380	-2.38%	4.16%
16	红土深圳安居	保障房	500000000	0.2453	2.4840	3.95%	2.5430	2.38%	3.86%
17	华夏北京保障房	保障房	500000000	0.1656	2.5100	3.96%	2.5160	0.24%	3.95%
18	华夏合肥高新	产业园	700000000	0.3127	2.1900	4.05%	2.1480	-1.92%	4.12%
19	国泰君安临港创新产业园	产业园	200000000	0.17	4.1200	4.13%	5.0740	23.16%	3.35%
20	国泰君安东久新经济	产业园	500000000	0.3696	3.0350	4.87%	3.5330	16.41%	4.18%
21	华泰江苏交控	高速	400000000	0.84	7.635	5.50%	6.8300	-10.54%	6.15%
22	中金安徽交控	高速	1,000,000,000	6.83	10.88	6.28%	8.1460	-25.13%	8.38%
23	华夏基金华润有巢	保障房	500000000	0.25	2.417	4.14%	2.4520	1.45%	3.88%
24	华夏和达高科	产业园	500000000	0.097	2.808	4.15%	2.5250	-10.08%	4.61%
25	嘉实京东仓储	仓储物流	500000000	0.3400	3.514	11.61%	3.5290	0.43%	3.85%
26	中航京能光伏	公用环保	300000000	3.2650	9.782	11.13%	10.1800	4.07%	10.69%
27	中信建投国家电投新能源	公用环保	800000000	7.5710	9.8	11.59%	9.8490	0.50%	9.61%
28	中金湖北科投光谷	产业园	600000000	0.7271	2.625	4.62%	2.4600	-6.29%	4.93%

数据来源：Wind，长城财富整理

总体来看，我国公募 REITs 市场 走势体现出发展初级阶段特征：市场规模小，流动性不足，容易暴涨暴跌；投资者短期考核与 REITs 资产中长期稳定回报的不匹配；REITs 是新品种，产品特性认识不充分，估值体系不完善，定价逻辑不清晰。目前国内公募 REITs 流动性呈现出总体规模小市值不到 900 亿元，流通盘不到 400 亿元，流通盘占比约 45%；单只日均成交规模小 总体日均成交规模约 2.5 亿元，单只单日成交规模 200-4000 万元；上市以来的日均换手率为 1.37%，高于沪深 300 的 0.5%，与中证 500 的同期换手率 1.33%相当。从规模来看，当前规模小，有广阔发展空间，截至 6 月初，已上市 27 只 REITs，发行规模约 956 亿元，总市值约 833 亿元，流通盘市值约 378 亿元；作为对比，美国 REITs 市值约 1.2 万亿美元，产品只数 162 只，其中安博市值约 1127 亿美元，美国电塔市值约 890 亿美元。

参考较为成熟的美国 REITs 市场投资收益情况，中长期投资回报较好，近 50 年，REITs 年复合回报 10%左右，近 5 年，年复合回报 6%左右；收益分化、股性更强，近五年，表现较好的 REITs 复合增长 10% 以上，行业集中在仓储物流、数据中心、光伏资产、工业资产等；从相关性来看，REITs 与股票、高收益债相关性更强些。

REITs 当前估值情况处在可配置的估值水平，从新加坡 REITs 估值来看，表现较好的 REITs 近五年 P/NAV 均值在 1.2-1.6 之间，当前估值水平仍低于近五年均值水平；从国内 REITs 估值来看，发行时的 P/NAV 主要处在 1.0-1.1，上市交易后，表现较好的板块如仓储、环保、保租房，峰值在 1.4-1.6 之间，当前在 1-1.3 之间；表现欠佳的板块如高速公路，部分标的峰值在 1.3 左右，而其他的在 1.1 以下，当前基本都跌到 1.0 以下。

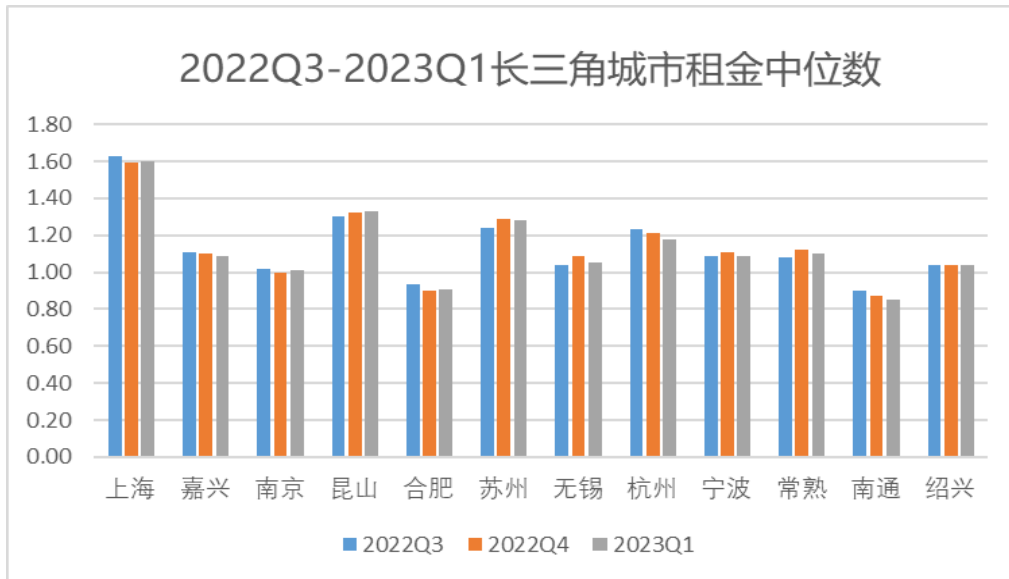
REITs 投资影响因素有如下几点，从经济面来看：当前经济处于复苏期，强预期弱复苏，复苏进程可能会有反复，REITs 经营业绩处在恢复增长阶段，仓储物流、保租房、工业厂房、能源环保业绩稳定性较好，而高速公路、产业园区波动性大一些；从政策面看：在降杠杆、促投资、盘活存量的大背景下，政府相关部门一直致力于推动公募 REITs 市场健康稳定发展，可能在发行审核、税收政策等多方面大力支持市场扩容；货币政策将保持流动性合理充裕，贷款利率仍将低位运行；目前的资金面：大幅调整后，日均成交量有所放大，新增资金面有所好转；估值方面不同品种的估值出现分化，但总体来看，当前估值水平处在相对较低的水平。

四、仓储物流市场

1、2023 年一季度物流市场整体情况

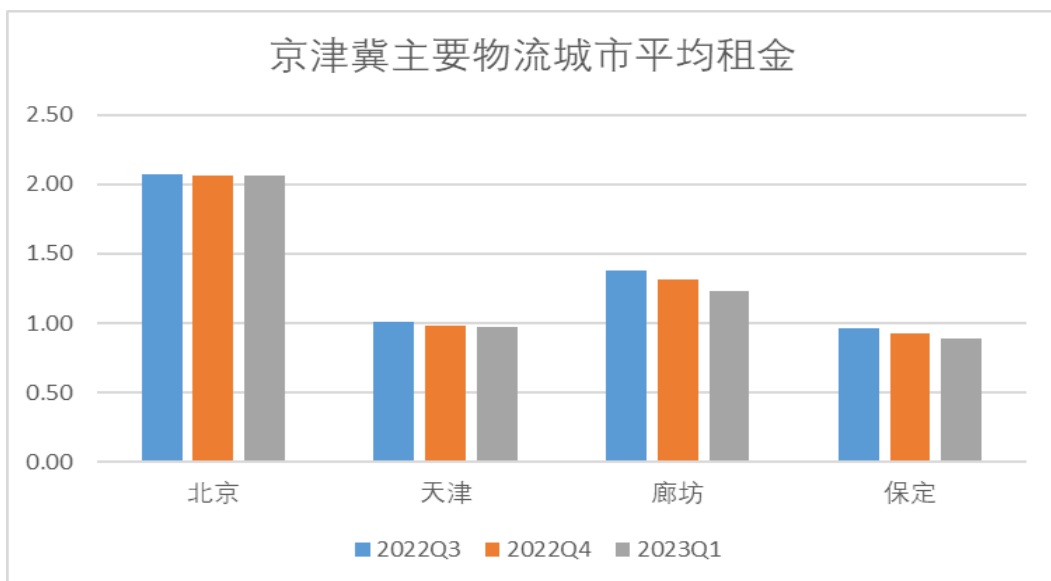
(1) 租金情况

长三角地区租金中位数情况 单位：元/平方米/天



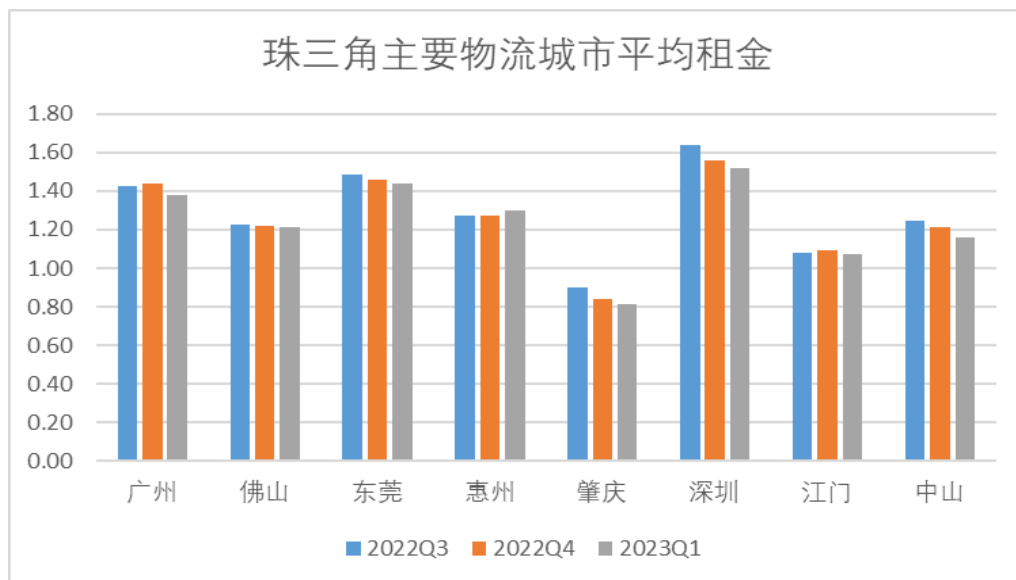
长三角城市群租金环比保持平稳，平均租金为 1.22/平方米/天。其中南京、昆山、合肥租金有小幅提升，其他城市较上季度相比，基本持平。

京津冀地区租金中位数情况



京津冀主要物流市场当季租金水环比下跌 1%，为 1.24 元/平方米/天。区域内四个城市都出现了不同程度的下跌。

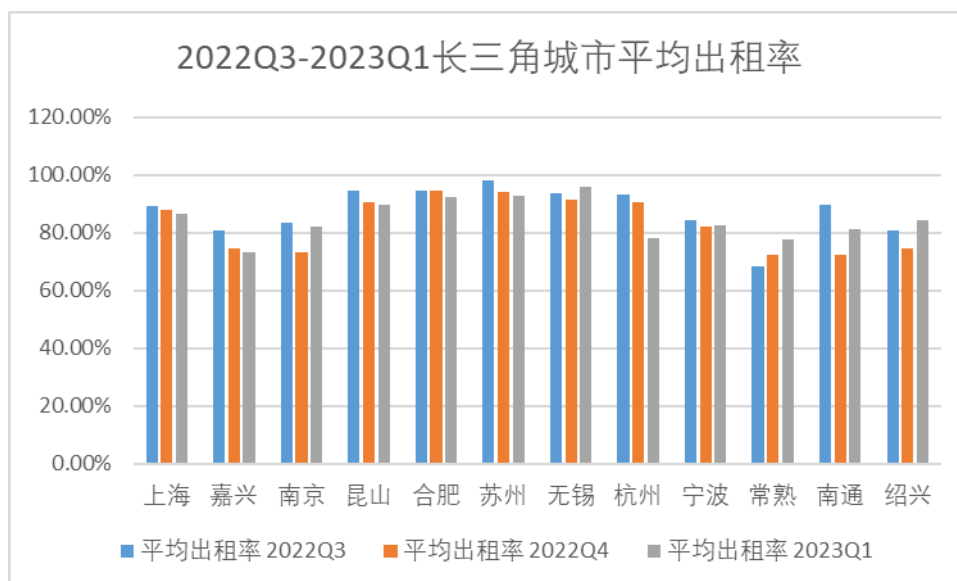
珠三角地区租金中位数情况



珠三角城市群当季租金水环比下跌 2.3%，为 1.28 元/平方米/天。主要 8 个城市中有 7 个城市都出现了不同程度的下跌。

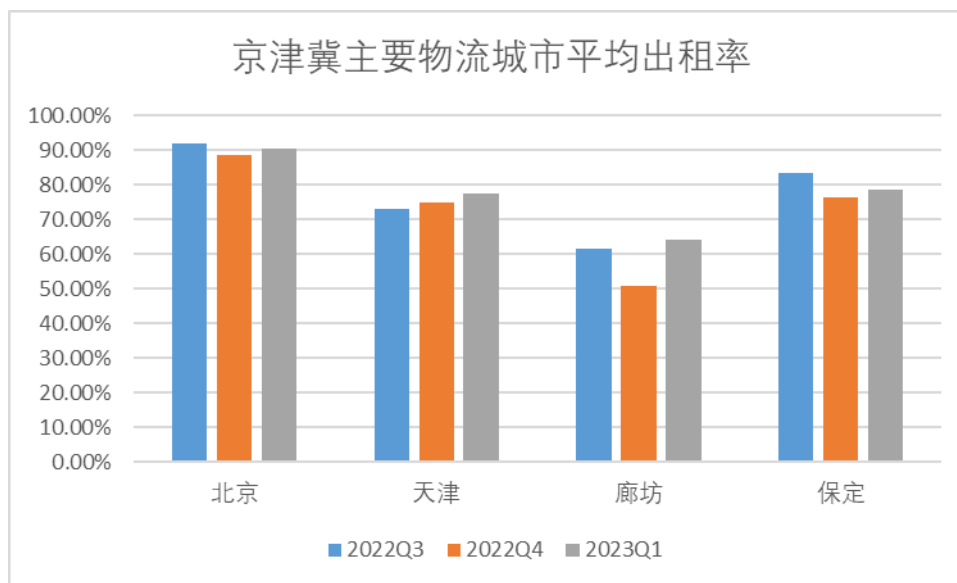
(2) 出租率情况

长三角地区平均出租率情况



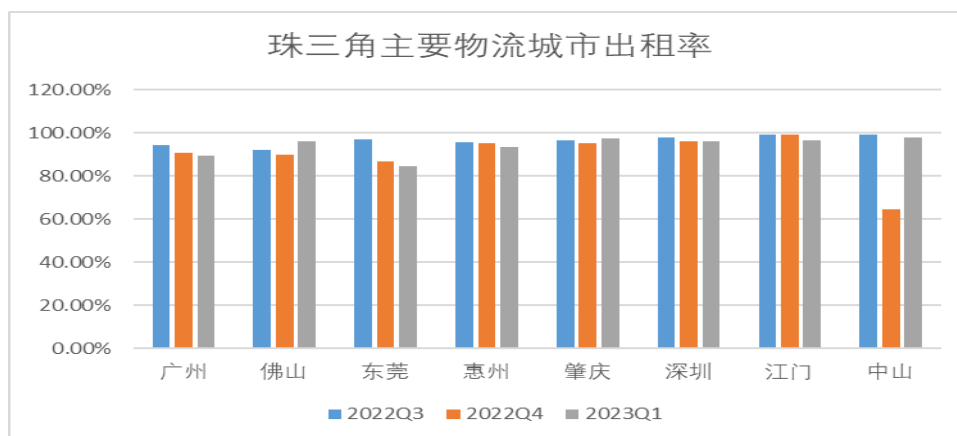
长三角地区城市群出租率一季度环比保持稳定在 84.7%。区内南京、无锡、常熟、南通和绍兴的物流市场当季出租率录得较大幅度上升。

京津冀地区平均出租率情况



北京仍维持较低的空置率水平。天津非保税高标仓存量超过 700 万平方米，占京津冀所有重点物流市场总存量的 63%。天津出租率水平当季录得明显回升。其余 2 个城市出租率环比亦有所上涨。

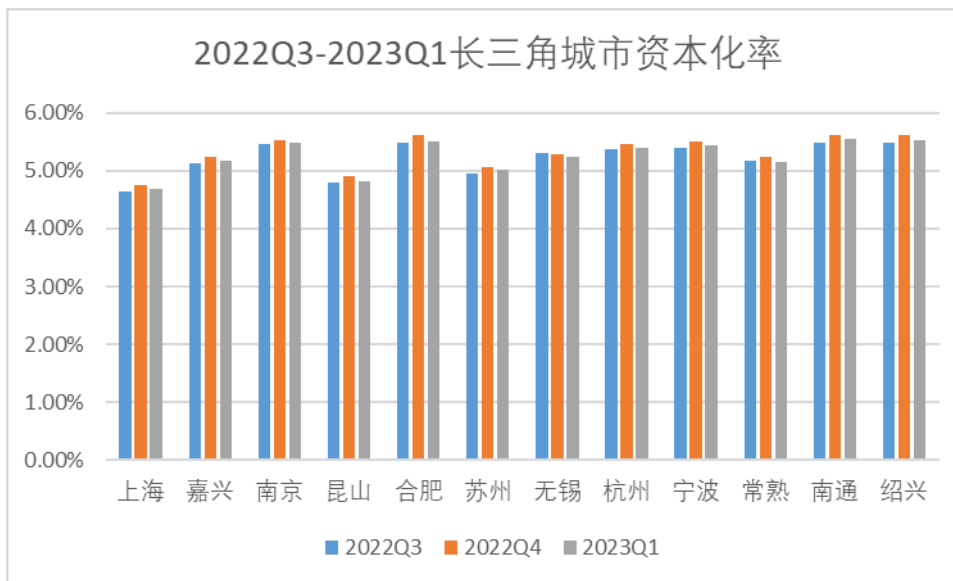
珠三角地区平均出租率情况



珠三角地区各主要物流市场仍展现强大韧性，当季出租率环比上升 1.8%，整体出租率在 90%以上，其中中山的出租率一个季度上涨了 33.2%。

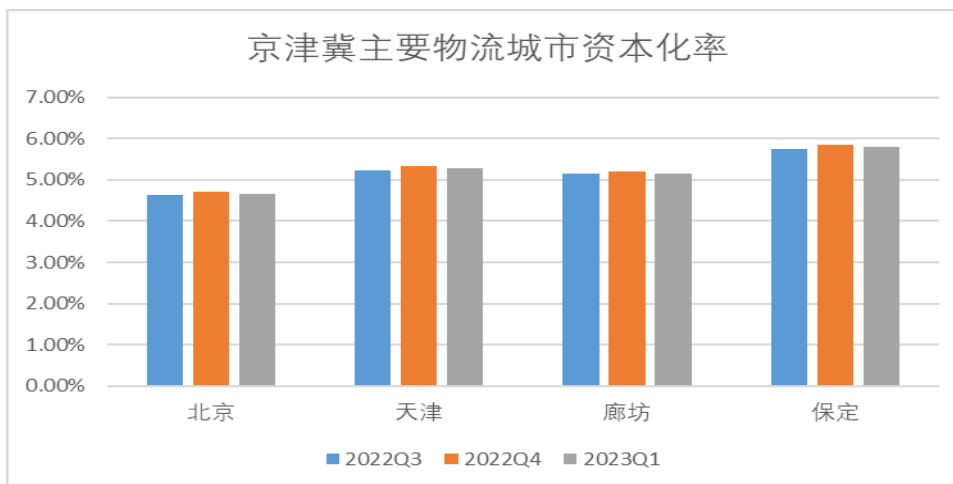
(3) 资本化率情况

长三角地区资本化率



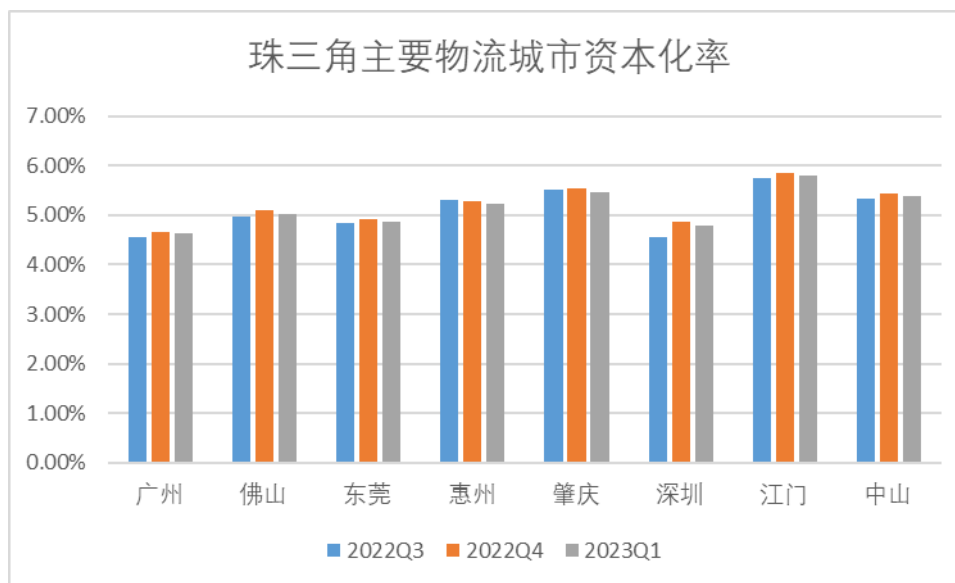
长三角城市群资本化率环比下降 0.06%，12 个核心城市的资本化率均有所下降。上海、昆山、苏州的资本化率近三个季度均在 5% 以下。

京津冀地区主要物流市场资本化率



当季京津冀地区各主要物流市场的资本化率环比下跌 0.06%，四个城市均有所下跌。

珠三角地区主要物流城市资本化率



当季珠三角地区各主要物流市场的资本化率环比下跌 0.06%，所有城市均有所下跌。

2、2023 年一季度市场交易

2023 年 Q1 物流地产市场整体低迷。京津冀和珠三角物流市场大宗交易依旧疲软，期间未录得物流地产大宗交易。长三角录得了 2 宗物流地产交易，依旧表现亮眼。

交易时间	项目名称	位置	资产数量	总建筑面积 平方米	交易总价 亿RMB	卖家	买家	资本化率
2023年3月	长三角区域优质物流工业资产组合	长三角区域	N/A	450,000	23.00	境外知名开发企业	高瓴	6.00%+
2023年2月	新创建收购苏州工业园区一项物流物业90%股权	苏州	1个	75,000 可租赁面积	5.13	上海众集企业管理有限公司	新创建	N/A