

研究报告

(2024 年第 1 期 总第 33 期)

2024 年 1 月 3 日

消费基础设施 REITs：特点、机遇及展望

不动产金融研究中心

郭翔宇 余健 常玥

【摘要】 本文从近期广受市场关注的消费基础设施 REITs（不动产投资信托基金 Real Estate Investment Trust, 简称 REITs）出发，深入对比分析已获批的四单消费基础设施 REITs 底层资产情况，并结合我国存量商业不动产现状和海外成熟 REITs 市场情况，对 C-REITs 市场未来进行展望。

我国公募 REITs 自试点以来快速发展，目前已步入常态化发行阶段，截止 2023 年 11 月 30 日，发行规模已超 1000 亿元。今年三月份，国家发改委发文将公募 REITs 扩容至消费基础设施领域，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs；中国证监会也于 10 月进一步正式发文明确将百货商场、购物中心、农贸市场等消费基础设施纳入公募 REITs 范围。

此后仅约一个多月的时间，首批申请的四单消费基础设施 REITs（华夏金茂购物中心 REIT、华润商业 REIT、中金印力消费 REIT 以及嘉实物美消费 REIT）先后正式获得中国证监会准予注册的批复；此外，华夏首创奥特莱斯 REIT、华安百联消费 REIT 也已正式申报，消费基础设施 REITs 发展进程大幅加快。

本文从近期广受市场关注的消费基础设施 REITs 出发，深入对比分析已获批的四单消费基础设施 REITs 底层资产情况，并结合我国存量商业不动产现状和海外成熟 REITs 市场情况，对 C-REITs 市场未来进行展望。

一、项目概况：底层资产成色优质，经营稳健保障收益

根据四单 REITs 招募说明书草案（封卷稿）资料对比，其主要存在以下特点：一是底层资产地理位置优越，区位优势明显；二是基础资产运营成熟稳定，具备较强的增长潜力；三是项目原始权益人运营管理能力突出，产融结合能力初显。

（一）底层资产地理位置优越，区位优势明显

从城市能级来看，四单 REITs 均位于强一、二线城市，分别为北京、长沙、青岛及杭州，城市消费需求较为强盛，人口均超千万，未来城市发展增长潜力强劲；从项目具体所在区位看，已获批的几单项目均位于所在城市区域内核心商圈辐射范围内，如华润青岛万象城所在的香港中路商圈是青岛唯一的市级商圈，印力杭州西溪印象城所在的大城西商圈和金茂长沙览秀城所在的梅西湖商圈均属于所在地的新兴商圈，优势区位将为其为未来可持续现金流提供强有力的支撑。

（二）底层资产运营成熟稳定，具备较强的增长潜力

目前已获批的四单项目底层资产运营时间均在 5 年以上，运营时间较长，项目成熟、现金流稳定。根据 REITs 招募说明书，截止 2023 年 6 月，华夏金茂购物中心 REIT、华润商业 REIT、中金印力消费 REIT 以及嘉实物美消费 REIT 的出租率分别为 98.36%、98.49%、99.2%、88.71%，其中嘉实物美消费 REIT 是以超市为主力店的社区型商业模式，随着宏观经济的回稳以及自身积极招商，嘉实物美消费 REIT 出租率也有望进一步提升。此外，值得注意的是，嘉实物美消费 REIT 本次在风险缓释措施中还增加了收益“保底”条款，即原始权益人针对首次发售的底层项目未来 5 年内的可供分配金额做出补偿性承诺。这是我国 REITs 市场首次引入“保底”协议条款，一定程度体现了原始权益人的信心和决心，也为后续项目发行提供一定的参考。

（三）原始权益人运营管理能力较为突出，产融结合能力初显

目前已获批的四单消费基础设施 REITs 原始权益人分别为中国金茂、华润置地、印力集团及物美商业集团，均在商业地产领域深耕多年，具有较强的运营管理能力，同时其旗下资产类型也十分丰富，遍布各能级城市，也为后续资产扩募奠定一定的基础。而四单消费基础设施 REITs 基金管理人分别为华夏基金（两单）、中金基金以及嘉实基金在已上市的 29 只 REITs 中占比超 40%，具有较为丰富的 REITs 管理经验，同时与原始权益人之间也具有一定的交流和协同合作基础，为未来双方产融结合奠定基础。

表 1 四单消费基础设施 REITs 对比

项目名称	华夏金茂购物中心REIT	华夏华润商业REIT	中金印力消费REIT	嘉实物美消费REIT
原始权益人	中国金茂	华润置地	印力集团	物美集团
基础资产	长沙览秀城购物中心	青岛万象城项目	杭州西溪印象城	北京大成项目/玉蜓桥项目/华天项目/德胜门项目
区位优势	背靠湖南省长沙市梅溪湖片区，毗邻长沙国际文化艺术中心，距离岳麓山仅2公里，周边配套齐全、交通便利	属青岛市南区香港中路商圈核心区域，毗邻青岛市政府、五四广场等城市地标，周边甲级写字楼、中高端住宅、星级酒店林立，商业配套设施完善，交通便利	毗邻西溪湿地，具有较好的自然及人文环境与完善的周边公共服务配套设施，是杭州市具有重要影响力和区域代表性的标杆商业物业	临近附近关键道路，多条公交线路直达，交通便捷，周边环境优良，人流量较大，外部配套设施齐全
收入来源	固定租金收入、抽成租金收入、物业管理收入、联营业务收入、能源费收入、多经、广告收入等	固定租金收入、抽成租金收入、物业管理收入、物业管理费、固定推广费等	固定租金、营业额提成租金、物业管理费、固定推广费、多经及广告费以及停车费等	经营租赁收入、物业管理费及其他收入
建筑面积 (万平方米)	10.27	30.1	24.97	7.79
2022年营业收入 (万元)	8491.14	50845.58	29532.21	5639.77
月销售坪效 (元/平方米, 2023年1-6月)	1012.7	295.49	190.5	77.29
出租率 (2023年1-6月)	98.36%	98.49%	99.20%	88.71%
租金增长率 (2024预测)	专门店4%，主力店3%	专门店3%，主力店1.5%	专门店、次主力店5%，主力店2%	2.50%
可供现金分配 (万元, 2024预测)	5254.29	33950.45	17261.03	6699.55
预期分派率 (2024预测)	4.83%	4.90%	4.85%	6.68%
资本化率 (扣除资本性支出)	5.46%	5.55%	5.57%	7.44%
拟募集资金 (亿元)	10.99	69.78	35.77	10.03

数据来源：REITs 招募说明书草案（封卷稿）；笔者整理。

注：月销售坪效=年度月均租金收入（包含固定租金收入及提成租金收入）/可租赁面积。

二、发展空间：商业资产存量可观，消费基础设施 REITs 空间广阔

我国消费基础设施存量充足，商业不动产规模巨大。根据 Wind 数据，从商业不动产年新开工面积来看，我国商业营业用房新开工面积自 2000 年以来快速攀升，并于 2013 年到达高点。此后虽然每年仍保持一定新开工规模，但增速已大幅下滑，并逐步呈现负增长趋势，尤其是 2022 年，同比增速下降超 40%。商业营业用房新开工面积增速下降一方面受到宏观因素的影响，另一方面也由于其长期以来没有有效退出渠道，无法形成“募、投、管、退”闭环，抑制了其弹性发展。从商业购物中心体量看，我国购物中心整体规模不断攀升，近 5 年年复合增长率达 8.41%，2022 年我国购物中心面积达近 5 亿平方米，购物中心数量超 6000 个。无论是已有存量还是未来新增，我国商业不动产资产规模仍具有一定的发展潜力，公募 REITs 的发展既可有效解决其退出困难问题，还可盘活已有存量资产，有望给商业不动产带来“第二春”，使得行业得到进一步发展。

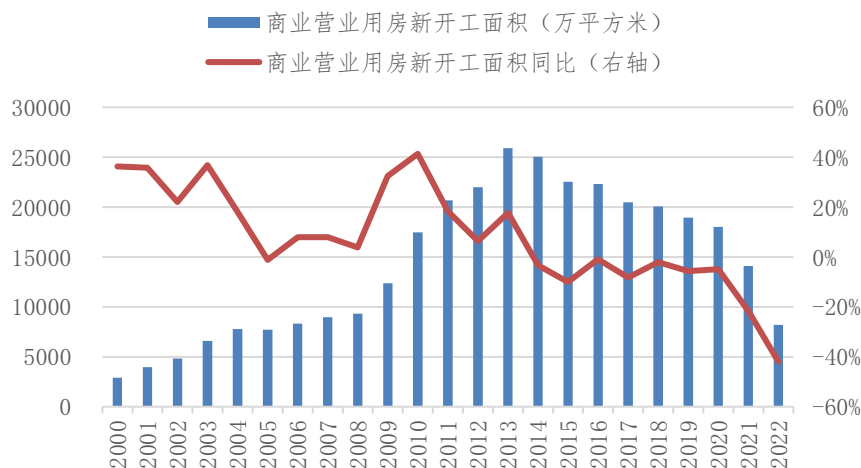


图 1 我国商业营业用房新开工面积及同比

数据来源：Wind，笔者整理。

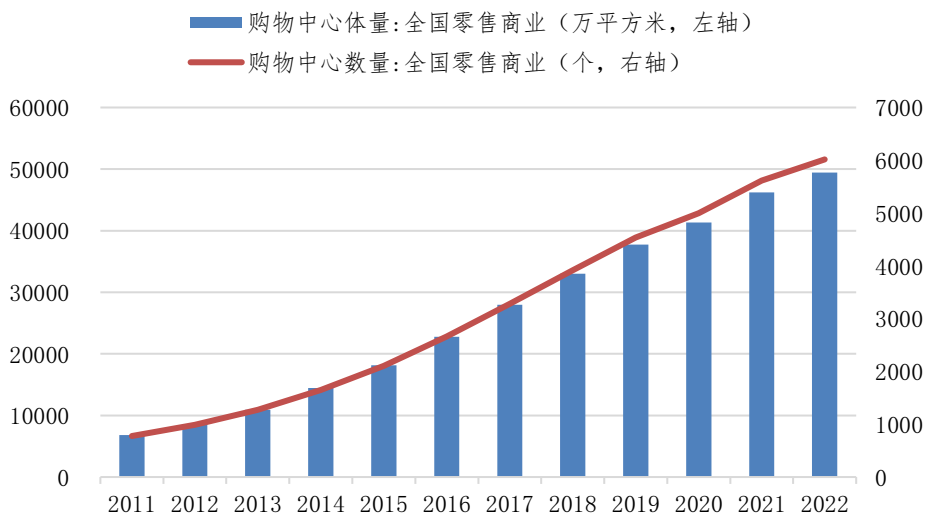


图 2 我国零售商业购物中心规模

数据来源：Wind，笔者整理。

从国际成熟 REITs 市场来看，消费类基础设施 REITs 也占据较高比例。以美国为例，美国公募 REITs 市场相对成熟，底层资产类别较为丰富，其底层资产大致可分为 13 类，其中消费类基础设施 REITs 数量和市值规模均为前列的资产类别之一。

根据 Nareit 数据，截至 2023 年 11 月末，美国零售 REITs 共 30 只，占总数量的 21.28%，市值规模达 1676.49 亿美元，市值占比 14%。其中 17 只 REITs 基础资产为购物中心，市值 608.01 亿美元，占消费 REITs 总市值比重为 36.27%。根据市场调研机构 Mordor Intelligence 数据显示，美国 2023 年商业地产市场规模约为 16200 亿美元，其零售 REITs 的渗透率约为 10.35%，若以美国消费 REITs 渗透率类比计算，我国消费基础设施 REITs 规模保守估计可达 7000 亿元，未来将具备更大的发展空间。¹

三、未来展望：推动不动产金融循环构建，促进经济高质量发展

消费基础设施 REITs 的发展，为我国存量巨大的商业不动产发展提供了新机遇。展望我国消费基础设施 REITs 未来，期待其：一是提振消费，促进经济高质量发展；二是推动商业不动产高质量发展，为我国城市更新更好的赋能；三是推动 C-REITs 市场体系逐步完善，构建我国不动产金融新循环。

（一）提振消费，促进经济高质量发展

消费基础设施 REITs 可通过资本市场价值发现功能，驱动消费基础设施项目良性发展，优化消费场景，促进消费升级，同时也是扩大内需、防止资产负债表衰退的重要举措，对于经

¹ <https://www.mordorintelligence.com/market-analysis/commercial-real-estate>.

济高质量发展具有重要意义。此外，消费基础设施相较于其他类型资产市场化程度更高、收益更富有弹性，其通过二级市场公开上市，使得居民也能够享受其资产升值带来的效益，有利于促进社会共同富裕。

（二）推动商业不动产高质量发展，为我国城市更新赋能

我国商业不动产存量规模大，同时基于我国人口、经济等强劲的增长动力，商业不动产未来仍有进一步发展空间。公募 REITs 可为商业不动产带来更大价值，其权益型属性突出，通过公开市场、长期流动的资本工具，有利于改善商业不动产融资工具体系，更好的发挥其主动管理能力，推动商业不动产高质量发展，为我国城市更新更好的赋能。未来公募 REITs 还将持续扩容，有望进一步延伸至办公楼、酒店等领域，消费类基础设施 REITs 也有望成为 C-REITs 市场规模占比最大的资产类型之一。

（三）推动 C-REITs 市场体系逐步完善，构建我国不动金融新循环。

公募 REITs 为消费基础设施提供有效的退出渠道，实现“投、融、管、退”闭环。我国消费基础设施规模大、回报好，其发行上市不仅大幅增强消费基础设施流动性，还丰富了 C-REITs 市场资产类别，有利于 C-REITs 良性循环的形成。此外，公募 REITs 具有较强的权益属性，十分适合长期资金进入，如保险资金、社保年金等，可进一步丰富投资者机构，有利于二

级市场价格的锚的更快形成。价格的锚形成后将更加容易吸引投资者，进一步完善 C-REITs 市场体系。在公募 REITs 规模效应逐渐显现出来后将有望为我国经济发展提供源源不断的动力，推动我国不动产金融新循环的构建，进一步促进我国经济的高质量发展。

（作者：郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究总监、高级研究专员，余健为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究专员，常玥为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究助理）