

# 房地产资产证券化的有效工具——REITs

林采宜 王丽妍

## 基本结论：

- 1、作为一种将房地产资产进行证券化的金融产品。REITs，特别是股权 REITs，对地产开发商而言它有提高运营周转率、递延税收缴纳，和提高杠杆经营等优势。对投资者而言，是更具流动性的地产投资工具，且收益率来自租金和交易价格两部分，较其他股权类投资工具收益率高而波动率小。
- 2、REITs 发展繁荣往往伴随着两个条件：（1）**税收优惠**。美国、日本、澳大利亚、新加坡、法国和香港都对分红部分的租金盈利免税，美澳日等对物业交易盈利也有税收减免；（2）**租售比高于十年期国债**。从国外 REITs 发展经历看，只有进入以消费需求为主的平缓期，这个条件才会出现。
- 3、国内地产拐点已至，趋势性上涨已经结束，开发商因利润压缩有提高周转率需求，发行 REITs 可提高其运营效率。但目前地产业租金收益率较低将使 REITs 发行缺乏市场基础——**收益率没有竞争力**：（1）一线城市住宅物业租金收益率平均仅 2.3%；（2）写字楼租金回报率一二线城市平均 6%左右，扣税后回报率仅 3.36%，低于十年期国债和一年期 AAA 公司债；（3）零售物业的税后利润率 5.79%，有一定竞争力，如果市场利率进一步下行，初步具备发行条件。
- 4、房地产不仅是投资的动力，同时也是消费的源头。地产若持续下行，将造成投资、消费双杀及政府财政收入的进一步紧缩。在松绑房地产的三把政策斧子收效甚微之后，为了提高房地产行业的经营活力，政府很有可能在不久的将来推出相应的税收优惠为 REITs 开道，以促进房地产资产证券化，**REITs 或许是下一个支撑房地产行业的托盘**。

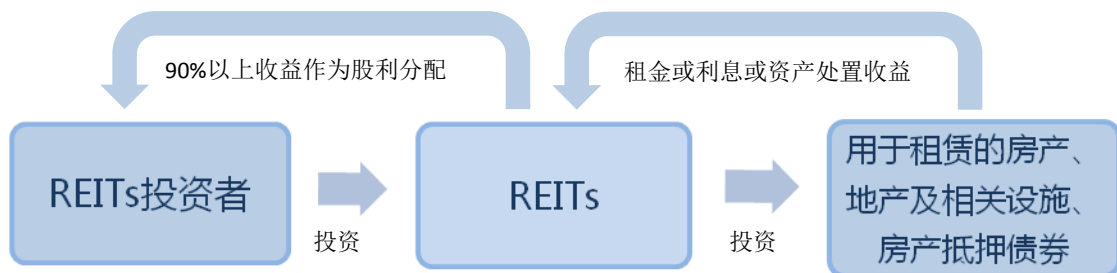
REITs，特别是股权 REITs 作为一种将房地产资产进行证券化的金融产品，可以提供给投资者更具流动性的地产投资工具，亦可以为开发商提高周转率。国内 REITs 目前处于试点阶段，若能获得税收优惠等相关政策支持，未来可成为一种有效的房地产投融资工具。

## 一. REITs 的发展情况

### 1、 REITs 的基本概念和收益来源

房地产投资信托（Real estate investment trust，简称 REIT）是指汇集诸多投资者的资本，持有并经营公寓、购物中心、写字楼和仓库等收益型房地产，或投资地产相关证券的公司或商业信托。它可以像共同基金一样适用已付股息扣减政策，绝大部分收入仅仅在股东层面被征税。但它必须满足一些基本要求，包括：（1）必须将至少 90% 的应税收入分配给股东；（2）绝大部分收入来源于长期持有的房地产；（3）股东必须分散持股。REITs 分权益型和抵押型两种，目前美国市场股权 REITs 市值占比达 93%（我们下文主要讨论权益型 REITs），就是由持有的物业作为资产池，其未来租金收益及出售变现为现金流作为收入来源而发行的证券，因此 REITs 实际上是房地产资产证券化的一种方式。

图 1:REITs 基本结构



数据来源：国泰君安证券研究

REITs（无论权益型还是抵押型）与目前房地产信托有本质的差别，REITs 的性质更偏向于股权（很多是公司制），而房地产信托本质仍是类固定+收益产品：（1）REITs 可以像公司股权一样在交易所上市交易，可以进行债券融资，也可以增发进行股权再融资；（2）大部分 REITs 没有到期期限（仅美国 80 年代末期发行过一些有期限的 REITs，现在 REITs 多无期限），而目前地产信托产品有到期期限，到期后还本付息。（3）REITs 每年以股利形式将 90% 以上收益分配给股东，股息金额不固定，且 REITs 在市场上仍有价格变化，而目前的地产信托产品往往定期派发固定收益，最终归还固定额本金。

### 2、 REITs 产品是有效的房地产投融资工具

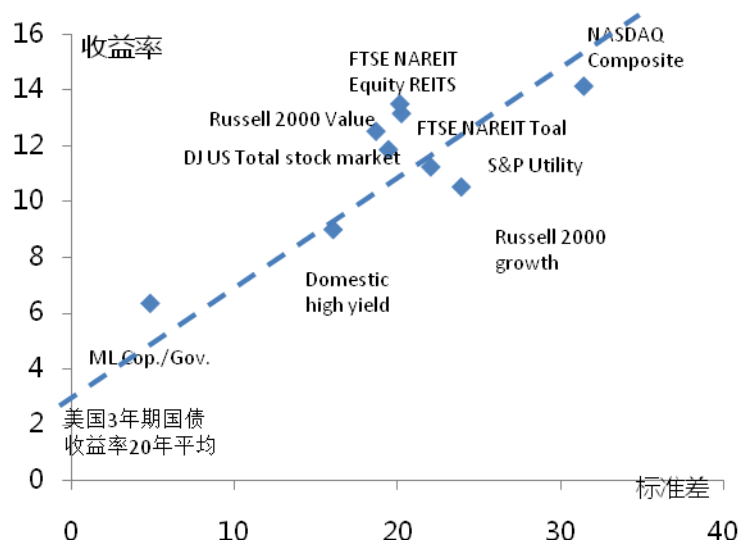
#### （1） 投资者收益率较高且波动率较低

投资 REITs 的收益来源于两部分：一是由 REITs 每年的利润派发的股利，这部分主要取决于持有物业的租金或者持有抵押贷款的利息等经营性利润，一般比较稳定；另一部分是在市场上 REITs 交易价格的变化，与持有物业或抵押债券本身价值评估有关，收益率有一定的上下起伏，但除了房价暴跌阶段，一般其波动幅度小于普通股票。

美国 FTSE NAREIT 指数 20 年（1994-2014）年均收益率 13.2%（见图 3），FTSE NAREIT 的全股

指数收益率达到 13.5%，仅次于纳斯达克指数 14.15%。但波动率仅 21%，远小于纳斯达克。其收益/波动比达到 0.67，仅次于 ML Corp/Govt 债券指数。

图 2: 1994 -2014 年美国 REITs 收益和标准差与其他指数相比



数据来源：NAREIT，国泰君安证券研究

注：NASDAQ Composite 收益率仅包括价格变动

## (2) 地产开发商使用 REITs 加大经营杠杆

90 年代以后，美国商业地产开发商成立或转型为 REITs 上市成为潮流，如 1992 年 Taubman Centers 的上市标志着一种新型的 REIT 产品——UPREIT 的诞生<sup>1</sup>；1993 年，Simon Property Group 成为 REIT 行业有史以来最大的 IPO，1997 年波士顿地产上市规模超过 Simon 等。

商业地产开发商在 90 年代后纷纷成立 REITs 有以下几个原因：

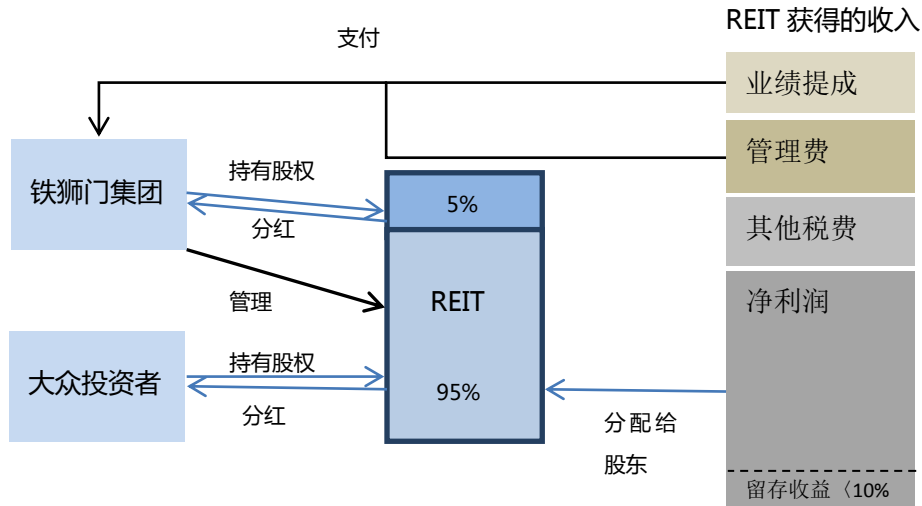
- 1) 1986 年《税收改革法》限制了其他形式的企业的税收优惠，使 REITs 又成为地产投资避税的唯一方式。允许 REITs 进行内部资产管理，并提供管理、维修等服务，使 REITs 有更多的运营特征而非仅仅是一个投资组合类基金。
- 2) 80 年代末金融危机使地产业处于一个低谷期，物业具有投资价值。因此 90 年代中期地产复苏背景下更快地获得资金投资物业是各个商业地产公司（包括住宅租赁公司）的共同的经营策略。
- 3) REITs 在融资方面极具灵活性。可使用普通股、优先股融资，也可用无抵押或有抵押的贷款及债券，1997 年 REITs 的融资达 465 次，融资额达到 452 亿美元，美国第二大商业 REITs 通用成长负债率一度高达 93%。

由于地产开发商可通过收取管理费和业绩提成，使较少的资金占用却获得项目中大量的利润分成。如铁狮门地产通过旗下的 REITs--Tishman Speyer Office Fund 持有资产，并通过收取管理费和业绩提成的方式使母公司获得更多的收入；从母公司角度看，其最终持有的物业比例不高（5%左

<sup>1</sup>UPREIT(Umbrella Partnership REITs)是指房地产公司和私人业主将自己的物业以股份兑换而不是出售的方式纳入 REIT 中(就像笼罩在 REIT 的伞下),从而避免立即支付因出售物业获得资本收益的所得税。通常,UPREIT 并不拥有物业,它拥有的只是一种合伙控制权。

右)，但其收益常常能达到物业收入的 30%左右，以较少的资金撬取了更大的利益。

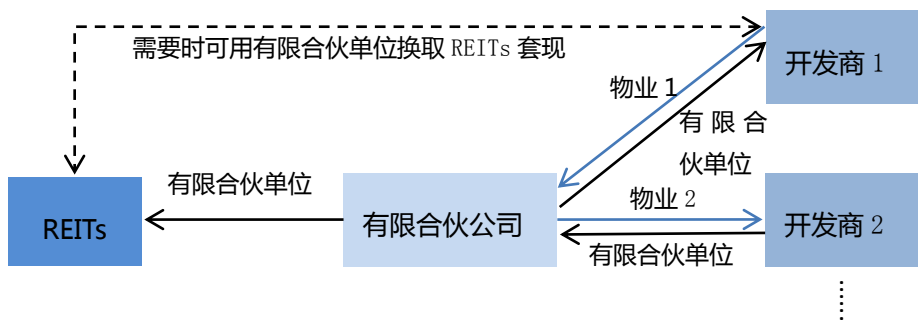
图 3:管理费和业绩提成使地产商可以少量资金获得巨大回报



数据来源：国泰君安证券研究

4) Up-REITs 的出现使 REITs 得以在规避资产转让所得税的基础上收购物业，因此开发商也可以建成物业后用这种方式转让给 REITs 递延缴税，需要时兑换成 REITs 股份实现套现。比如波士顿地产主要通过子公司波士顿地产有限合伙公司以发行有限合伙单位的方式收购物业，被收购物业的公司可以将拿到的有限合伙单位按照协定的比例换成波士顿地产 REITs 股票。

图 4：开发商通过有限合伙单位将开发物业套现或递延税费



数据来源：国泰君安证券研究

### 3、REITs 在各国的发展情况

REITs 最先起源于上个世纪 90 年代的美国，日本、澳大利亚、法国、新加坡等随后制定法律发展 REITs 产品。截至 2015 年 2 月底，全球一共有上市 REITs 659 只。美国规模最大，共 256 只，市值 9771 亿美元。澳大利亚次之，56 只，市值规模 1181 亿美元。日本第三，50 只，市值近 1080 亿美元。

从美国经历看，税收和地产价格趋势是 REITs 繁荣的关键。1960 年美国住宅需求以自住消费为主，住宅地产周期性波动，商业地产仍在发展；《税法修正法》给予 REITs 税收优惠，REITs 随地

产周期在 70 年代初迅猛发展；1981 年的《经济复苏法》允许合伙企业的税收优惠，刺激了房地产有限合伙企业和业主有限合伙企业的产生，这两者可以通过折旧获得比 REITs 更多的税收优惠，因而在 80 年代上半期一度取代了 REITs。直到《1986 年税制改革法》限制除 REITs 外的其他企业的免税，才使 REITs 重新迎来大发展。1986-2006 持续的降息、持续的地产价格上涨趋势，使得 REITs 收益率明显高于十年期国债收益率，REITs 因此获得 20 年的繁荣。

观察澳大利亚、日本、法国、香港、新加坡、英国等后来发展 REITs 的国家，总体上有如下特点：

- 1) 税收优惠。比如各国都有对分红部分的租金盈利可以免税，部分对物业交易盈利税收减免，以及投资 REITs 的资本利得的税收减免等等。
- 2) 除香港外，地产基本都已进入以消费需求为主的平缓期，房价低位徘徊。租售比高于十年期国债。如日本，2001 年发行第一只 REITs，租金房价比达到 5% 左右水平（当时房价已从 1991 年高点持续下跌十年），而当时十年期国债收益率仍仅 2%，因此 REITs 的收益水平有竞争力。

表 1: REITs 发行较多的国家的 REITs 法律限制

	美国	澳大利亚	日本	新加坡	法国	香港
数量	256	56	50	33	32	11
开始时间	1960	1985	2001	2002	2003	2005
组织架构	公司、信托都可以，实际公司形式更多	信托	多为公司	公司、信托都可以	公司/合伙制都可以	信托为主
借贷比例限制	无	无	无	杠杆率 < 35%	无	杠杆率 < 45%
有无税收优惠	有，出售物业及租金分红部分免税，持有 REITs 一年后出售所得税率减至 15%	有，出售物业及租金分红部分免税；REITs 投资者分红所得递延至售出	有，物业出售税率优惠，租金分红部分计入成本	有，物业出售减免税，租金分红部分免税	有，设立期税收递延；出售物业及租金分红部分免税	有，投资者资本所得免税；物业所得免税等

资料来源：NREITS，国泰君安证券研究

## 二. 中国发展 REITs 难点在于收益率水平缺乏市场吸引力

一个金融产品的繁荣，需要投融资双方都能获利。REITs 的供给方（发行者）目前主要是地产开发商或者专业的地产投资基金，需求方是广大投资者，REITs 产品的市场生命力在于其收益率。

### 1、从供给端看，开发商开始重视周转率，地产资产证券化是途径

#### (1) 随着住宅地产供求拐点形成，房价涨势宣告终结

地产政策和供需影响短期地产价格波动，而人口总量和结构变化决定住宅地产的长期趋势。2015 年后，我国主要购房群体——20-39 岁人口比例和总数都将出现明显下滑。而“4 万亿”刺激出来的大量存量住宅使得全国户均套数已超过 1.05。随着住宅供不应求时代结束，对房价的走势预期出现逆转，投资性资金逐渐流出，房价只涨不跌的长期趋势也相应终结。

图 5:20-39 岁人口在 2010 年后逐渐减少

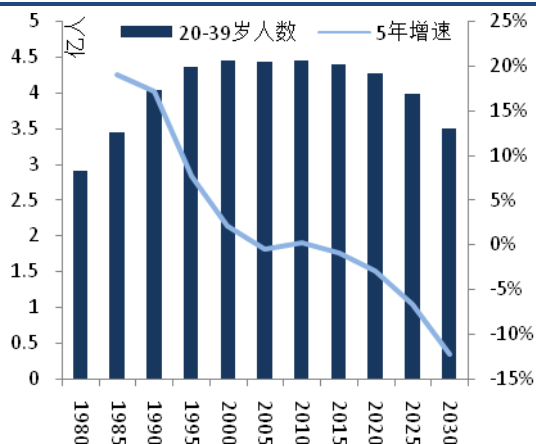
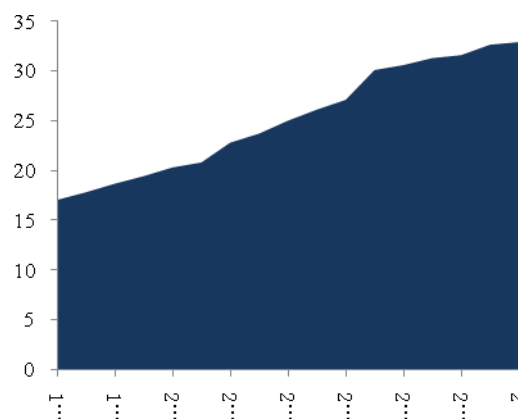


图 6:人均建筑面积大幅提高至 33 平米



资料来源：联合国世界人口预测 2012 年修订版，国泰君安证券研究

### (2) 商业地产需求稳定，价格提升较缓

城镇化下带来商业配套设施的需求使得 2010 年商业楼宇迎来销售大爆发，5 年来一线城市零售物业写字楼空置率持续下行，维持在 10% 以下低位，侧面印证了商业地产存在持续需求。

图 7:商业楼宇多数年份销售保持增长

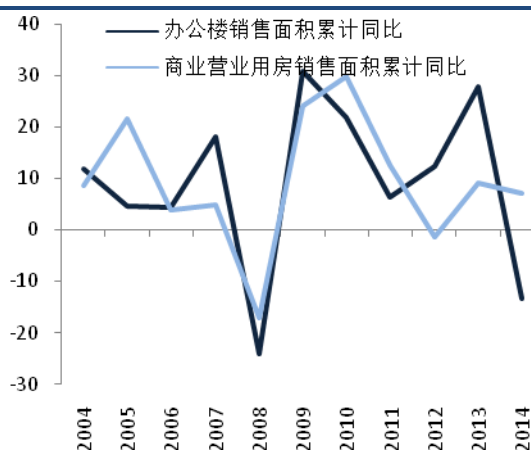
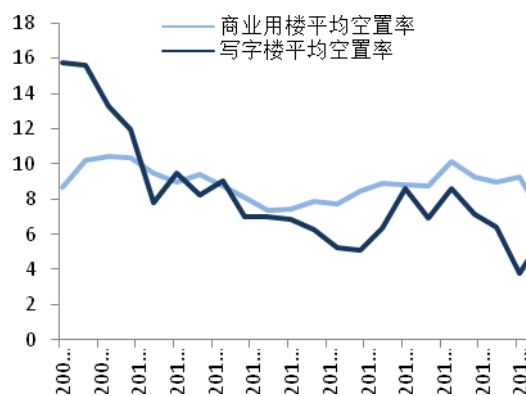


图 8:一线城市零售物业写字楼空置率维持 10% 以下低位



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

资料来源：WIND，国泰君安证券研究

### (3) 随着地产利润率下滑，提高周转率是维持盈利水平的有效手段，REITs 是可选工具

对地产企业来说，人口结构转变带来的刚需减少和地产投资需求的减弱逐渐降低地产商盈利水平，特别是住宅地产，2011 年以来毛利率逐年下滑。商业地产公司毛利率虽保持高位，但周转

率下降导致的 ROE 下滑也较明显（图 9，图 10）。

图 9:上市房企 ROE 处于低位

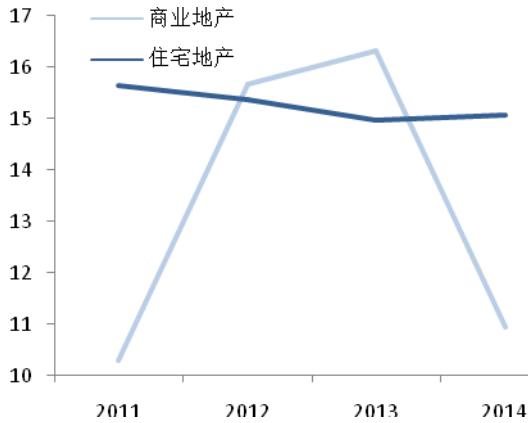
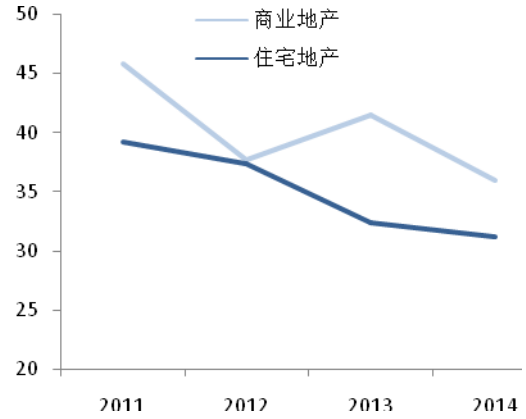


图 10:住宅房企毛利率下滑商业保持高位



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

资料来源：WIND，国泰君安证券研究

中国地产业走过了房价长期上涨，土地长期上涨的阶段，地产商盈利开始遭受高地价和房价下跌的压缩，与此同时，库存滞留、财务费用压力增大加剧了地产商盈利水平的下降。开发商商业模式从最初的“囤地增值”过渡到“高周转盈利”，目前大型开发商拿地到开盘的速度已经缩减到 8 个月，而未来在开盘后销售端的提速将进一步加快开发商周转率。而 REITs，正好是一个加快销售回笼资金的方法。

## 2、从需求端看，REITs 收益率整体上难以满足投资人的需求

投资者的需求是 REITs “成活”的另一个关键因素。而收益率又是投资者需求的催化剂。税收优惠是海外 REITs 发展的重要制度环境。而国内仍处在“积极稳妥开展房地产投资信托基金 (REITs) 试点工作”<sup>2</sup>阶段，针对 REITs 的法律法规尚未成型。

表 2:美国、日本对 REITs 的税收优惠，国内目前税收压力仍较大

	美国		日本		中国
	计税方式	REITs 优惠	计税方式	REITs 优惠	
持有环节税	房产税：物业价值的 1%-3%	无	房产税：物业价值 1.4%； 城市建设税：物业价值的 0.3%； 营业税：租金收入 5%	无	房产税：物业价值的 0.84% 或租金的 12%； 营业税：租金收入 5%； 城市建设税：物业价值 0.5%
交易环节税	交易价格的 0.5%-1%	无	转让税：交易价格的 4%； 契税：交易价格的 5%； 营业税：交易价格的 5%	转让税税率为 1.3%； 契税税率为 1.7%	契税：交易价格的 3%； 营业税：交易价格的 5%； 土地增值税：土地增值额的 30%-60%
利润所得税	15%-35%	租金和物业交易利得用于分红部	出售利得的 20%-39%， 租金利润的 42%	租金利润用于分红部分免税	利润的 25%

<sup>2</sup>来自：央行 2014 年 9 月 30 日发布的《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》

		分免税		
资本利得税	投资满一年后税率 15%，未满一年 35%	无	个人投资者税率为 20%； 企业投资者税率为 40%	无

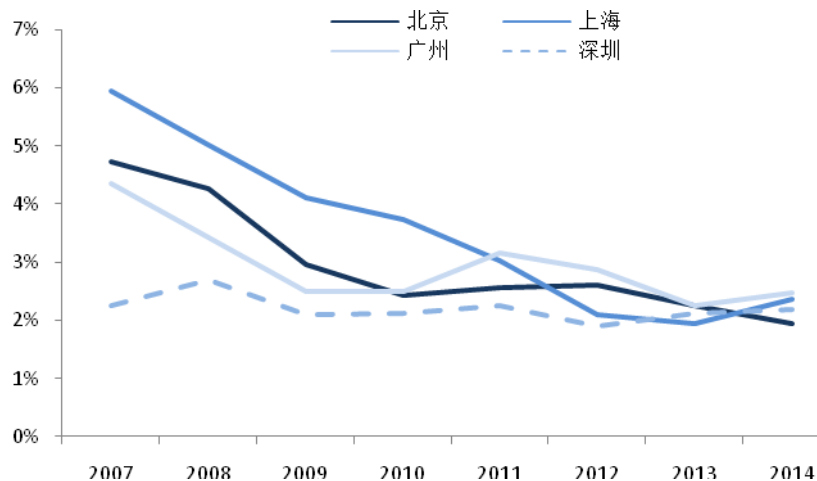
资料来源：《美国房地产投资信托指南》，国泰君安证券研究

在国内目前的税收体系下（即无对 REITs 优惠的背景下），我们对各类物业的出租收益做测算。

### （1）住宅 REITs 收益计算

目前以公司形式对外出租住宅的主要是高档住宅，如酒店式公寓。北京、上海、广州、深圳、成都和重庆六个城市 2014 年底租金回报率分别为 2.12%、2.09%、2.44%、2.56%、2.41% 和 3.17%<sup>3</sup>，北上广深租金回报率集中在 2%-2.5% 之间<sup>4</sup>。按照目前的租金收益率计算，即便不考虑税收因素，全部收入作为股利发放，REITs 的最高收益率也仅为 2.3%，不及一年期定存。因此，在现有价格下，购买住宅楼宇出租的 REITs 收益率难以吸引投资人。

图 11: 高档商业住宅租金房价比率



数据来源：世邦魏理仕，国泰君安证券研究

即便在保障房中试点，我们参考福州市打折收购存量房作为保障房，比如 85 折收购商品房，租金收益率也只能达到 2.77%，只是略高于一年期定存，这样的理财产品仍然缺乏市场吸引力。

### （2）写字楼 REITs 收益计算

目前，一线城市写字楼虽然空置率维持在 10% 左右，但租金回报率难以提升，北京、上海、南京、杭州租金回报率（甲级写字楼平均租金/甲级写字楼销售单价）分别为 7.1%、6%、6% 和 5.5%。在目前的税收环境下，扣税后回报率仅 3.36%，低于十年期国债和一年期 AAA 公司债；因此，REITs 发行方很难设计出对投资者具有吸引力的产品。

假设像日本一样仅免除分红部分的所得税，回报率将提高到 4.48%（如表 3 列 5），与债券利率相近。假设能像美国一样免除营业税、城市建设税和所得税：无杠杆时，回报率将提高到 5.28%，高于债券利率，在市场上已有一定竞争力，可吸引部分投资者。若再进行杠杆经营，收益率还可以提高（如表 3 列 4）。

<sup>3</sup>中原地产的统计。

<sup>4</sup>世邦魏理仕数据，



表 3:写字楼租金收益率的测算

	无杠杆 (1)	20%杠杆 (2)	免营业税、城市 建设税和所得税 (美国模式) (3)	20%杠杆免营业 税和城市建设税 (美国模式) (4)	免所得税(日本 模式) (5)
写字楼价值	10000	10000	10000	10000	10000
写字楼租金回报率 6%	600	600	600	600	600
财务成本 (利率 4.47%)		-94	0	-94	0
房地产税 (物业价值 0.84%/ 租金收入 12%)	-72	-72	-72	-72	-72
营业税 (租金收入 5%)	-30	-30	0	0	-30
城市建设税 (物业价值 0.5%)	-50	-50	0	0	-50
利润 (即股利分红)	448	354	528	434	448
所得税 (利润的 25%)	-112	-88.5	0	0	0
最终股利所得	336	265.5	528	434	448
回报率	3.36%	3.32%	5.28%	5.43%	4.48%

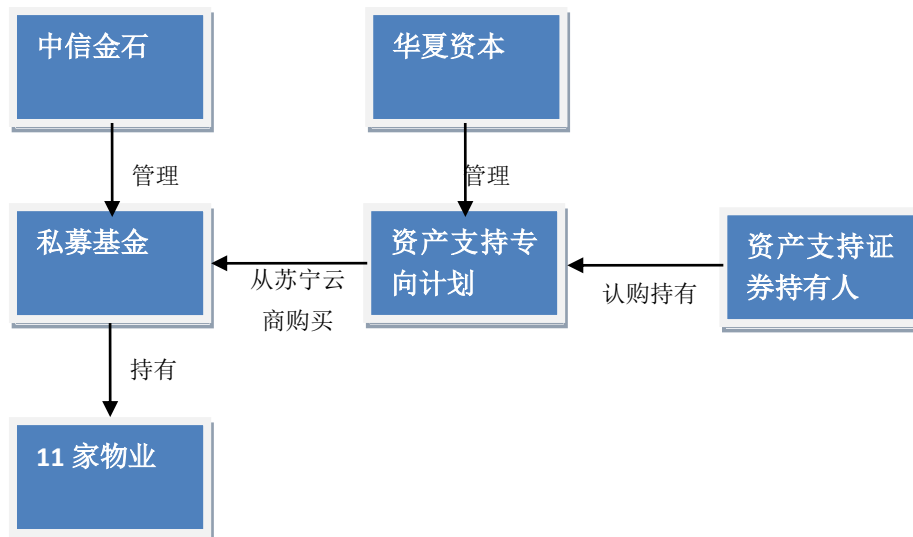
数据来源: 国泰君安证券研究

### (3) 零售物业 REITs 收益计算

零售物业方面, 我们以中信华夏苏宁云创资产支持专项计划的数据为测算依据<sup>5</sup>。该资产支持计划产品分为 AB 两级。A 类证券规模 20.85 亿, 期限 18 年, 每三年开放申购和回售, 中诚信评级为 AAA 级, 发行预期收益率 6.17%。B 类证券规模 23.1 亿, 期限为 3+1 年, 苏宁电器在前三年有权随时以净票面价收购 B 类证券, 权利金对价为 29%/年, 即若不回购每年将支付 B 类证券总额的 29%给投资者, 因此 3 年期内回购概率较大, 此 REITs 也有一定的债券特征。资产计划交易结构如图 12, 由专项支持计划购买私募基金, 私募基金持有 11 家物业。

图 12:中信华夏苏宁云创资产支持专项计划简要交易结构

<sup>5</sup>这个项目是私募 REITs, 采用资产支持证券的方式来设计, 资产支持计划并非直接持有资产池内 11 家物业或其项目公司股权, 而是由中信金石设立私募基金持有, 并将私募份额作为专项计划的基础资产。资产支持计划可通过深交所综合交易平台上市, 因此有私募 REITs 的性质。



数据来源：《中信华夏苏宁云创资产支持专项计划说明书》，国泰君安证券研究

戴德梁行对这 11 处物业的价值和预期租金做了评估，整体物业估价 44.25 亿，预计年租金 3.57 亿元，租金回报率 8.1%。实际成交价 43.95 亿元（即资产支持证券全部募资额），预测税后可分配现金股利预计为 2.54 亿元，推算得税后可分配回报率 5.79%，高于目前的债券收益率。

由此我们推断，商业零售物业的收益水平有可能支持发行 REITs。

表 4:项目股价和租金回报率推算

	物业价值(亿)	预计租金(亿元/年)	租金回报率
戴德梁行评估	44.25	3.57	8.1%
实际成交价	43.95		
扣去折旧、管理等成本后税后可分配股利		2.54	5.79%

数据来源：《中信华夏苏宁云创资产支持专项计划说明书》，国泰君安证券研究

观察戴德梁行对各物业的评估，租金收益率参差不齐，各店租金回报率按评估价在 7%-12.7% 不等，从表 5 可以看出，北京两物业租金回报率相对较高，好于其它二线城市，成都、西安、昆明等物业租金回报率都低于 8%。因此，我们认为目前一线城市零售物业为基础资产的 REITs 成功发行的概率相对较大。

表 5:中信华夏苏宁云创项目中北京 11 处物业的租金与评估销售价格比较

	评估价(亿)	租金(元/平米/月)	面积	预计租金(亿元/年)	租金回报率
北京刘家窑店	3.79	170	23521	0.48	12.7%
北京新华西街店	4.28	195	16417	0.38	9.0%
成都春熙路店	5.9	224	15475	0.42	7.1%
成都万年扬店	2.06	140	10170	0.17	8.3%
成都西大街店	1.89	157	7068	0.13	7.0%
重庆观音桥店	8.93	210	27446	0.69	7.7%
重庆解放碑店	4.19	191	17559	0.40	9.6%
武汉唐家墩店	3.3	141	17577	0.30	9.0%
常州南大街店	3.02	153	14623	0.27	8.9%
西安金花路店	2.46	155	10400	0.19	7.9%

昆明小花园店	4.43	139	19847	0.33	7.5%
总计	44.25			3.57	

数据来源：《中信华夏苏宁云创资产支持专项计划说明书》，国泰君安证券研究

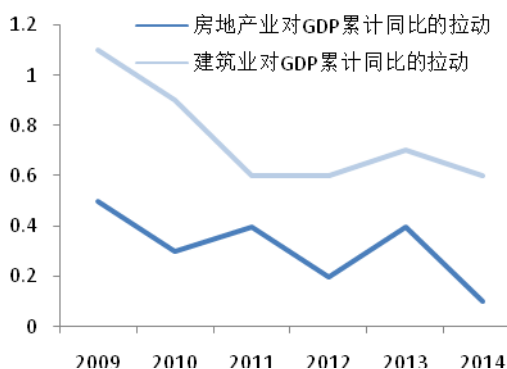
### 三. 如何发展 REITs，使其成为资产证券化有效途径

#### 1、REITs 的推广有助于平稳房地产市场乃至整个宏观经济

2014 年以来，随着投资收益预期发生改变，住宅房地产市场量价齐跌，地产商减少了拿地，放缓了项目开工和已开工项目的进度。2014 年，房地产开发企业土地购置面积 3.3 万亿平方米，同比下降 14.0%；土地出让金 2.3 万亿，同比下降 28%<sup>6</sup>，2015 年该趋势仍然持续。房地产不仅是投资的动力，同时也是消费的源头，以及地方重要财政收入来源。在经济转型期，工业投资放缓已是规律使然，地产持续下行，将造成投资、消费双杀及政府财政收入的进一步紧缩。

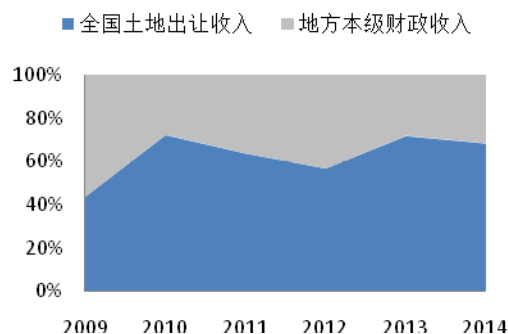
2014 年以来，中央及地方政府陆续出台“放松限购和限贷，放宽普通方标准，降低首付标准，放宽二手房交易营业税免收标准”等措施，以缓解地产行业下行压力，但相关交易数据表明，已有政策效果不明显。因此，作为推动地产业资产证券化的有效手段，发展 REITs 或许将是政府救市的另一条路径。

图 13:地产业对 GDP 增长拉动作用大



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

图 14:土地出让收入占财政收入比重大



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

#### 2、发展 REITs，使其成为资产证券化有效途径的前提

##### 1) 地产价格进入稳定阶段

由于 REITs 的收益率不仅来源于每期的利润分红，也来自于 REITs 自身交易价格的上涨。若房价进入下降通道，REITs 本身价格将受其持有物业价值下降影响而跌价，从而影响投资者收益率。因此，只有房价见底的情况下，REITs 才有成长的市场土壤。

因此，地产价格去泡沫是 REITs 诞生并逐步繁荣的重要前提。

##### 2) 税法对 REITs 给与明确的税收优惠。

通过上文对住宅、办公和零售物业租金收益的测算，我们知道，在目前市场价格下，住宅和办公楼宇的收益率都难以支持 REITs 的发行。因此，免税政策是 REITs 获得有竞争力的回报率的必要前提。

<sup>6</sup>土地购置面积数据来自国家统计局，土地出让金数据来自中国指数研究院

### 3) 地产市场第三方评估体系的建立

目前房地产行业发行的金融产品以债券产品为主，未来权益类 REITs 真正接收物业产权并从事经营时，第三方物业估价就尤为重要。目前国内缺乏权威的本土评估公司也将是未来 REITs 市场发展的制肘因素<sup>7</sup>。因此，地产市场要培育发展第三方物业评估体系。

## 四. 结论

总而言之，在地产松绑的三把斧子宣告无效之后，为了提高房地产行业的经营活力，政府有可能在不久的将来推出相应的税收优惠为 REITs 开道，以促进房地产资产证券化。

**REITs 或许是下一个支撑房地产行业的托盘。**

---

<sup>7</sup>中信华夏苏宁云创项目的第三方物业评估是戴德梁行，且该计划中，B 类证券的苏宁回购权力和对价使物业估价的重要程度大大降低。即便略低估物业价值也可在 3 年内可回购，所以苏宁也不会因为低估物业价值而损失；若高估物业价值可多融资，但 3 年内苏宁不回购即会有 29%/年的对价补偿，投资者也不会因此而亏损。因此该计划中的 6.17%收益率、8.5%收益率都更类似于债券收益率。。