

不动产信托投资基金（REITs）专题系列研究（一）

—— REITs 概述

作者：高磊、李守倩

随着近年来国内商业地产和基础设施大踏步进入存量时代，以及金融监管的不断加强，如何盘活存量资产、拓宽投融资渠道便成为不动产行业面临的难题。也正是基于此，REITs 作为在国外不动产领域已蓬勃发展的投融资渠道，近年来在国内的热度也持续上升。尽管截至目前，国内尚无一例国外通行的标准 REITs，但是自 2018 年以来，监管层对 REITs 的态度逐渐明朗，REITs 相关政策利好不断。而实务中，近两年来创新类 REITs 产品持续落地，不断丰富国内类 REITs 产品的实操方法和底层资产的类型，为我国标准化 REITs 的落地夯实基础。此外，随着今年新冠疫情对商业地产及基础设施的影响，REITs 也将成为商业地产及基础设施提高融资效率、降低经营风险的有效融资途径。基于此，本专题系列文章将带大家“走近”REITs，对 REITs 进行全面的介绍。

一、REITs 简介

（一）REITs 的含义及本质

REITs，英文全称“Real Estate Investment Trusts”，中文名为“房地产投资信托基金”，又名“不动产投资信托基金”，是指信托基金管理公司通过面向社会公众投资者发行能够流通转让的收益凭证来募集资金，并将募集的资金投资于由专业的物业管理机构进行开发、运营、管理的房地产类资产，从而收取稳定的现金流收益，最终将投资综合收益按投资者所持有的收益凭证比例分配给投资者的一种金融创新产品。

从本质上看，一方面，REITs 是一种资产证券化产品，通过专业的物业管理机构对物业进行日常经营管理，物业所产生的租金收入以派息的方式分配给 REITs 的份额持有人，从而使 REITs 的份额持有人能够在享有物业增值收益的同时获取长期稳定的租金收益。另一方面，REITs 是一种信托投资基金，它通过集合公众投资者的资金，由专业机构进行管理，将资金用于购买原始权益人所持有的商业物业或基础设施类资产，其中商业物业包括办公楼、商业零售、酒店、公

寓、物流及工业厂房等，基础设施类资产包括高速公路、污水处理、垃圾焚烧、水力/风力/光伏发电等。

从投资人角度来看，REITs 的投资价值主要体现在三个方面：一是资金端无门槛，即 REITs 在一级市场发行的时候，资金端会分成众多的份额来吸引投资者进行购买，基于对投资者的限制较少、门槛较低，能够最大限度囊括各类投资者。二是分红稳定，对投资人而言，REITs 是非常好的增值保值的投资产品，这主要是基于在资产端，REITs 选择了最能增值保值的对象，即房地产类资产作为投资标的，而房地产一方面在运营期间有稳定的租金作为现金流，从而为投资人带来稳定的收益，另一方面物业在出售的时候可以为投资人带来增值收益，让众多中小投资者分得房地产行业巨大利润中的一份蛋糕也是 REITs 的理念之一。三是 REITs 的流动性非常高，可以在公开市场上市/流通，投资人可以在市场像抛售股票一样，快速变现 REITs 份额。

从融资人的角度而言，REITs 的优势主要体现在：首先，有利于提高融资效率，发行 REITs 的融资额度要远远高于申请银行抵押贷款；其次，发行 REITs 能够优化原始权益人的财务报表，REITs 的本质是出售物业，而出售的行为可以确认原始权益人的资产增值所带来的收益，在利润表上就可以实现原始权益人账面成本和公允价值之间的增值收益，达到优化利润表指标的效果；再次，REITs 中的结构化分层、增信措施等可以有效降低企业的融资成本；最后，作为房地产金融领域比较高端的产品，加之目前市场上发行的 REITs 数量并不多，企业一旦成功发行 REITs 产品，不仅能够提高知名度，也有利于树立企业在资本市场创新的形象，有利于打造优质品牌。

（二）REITs 的分类

REITs 可以从不同的角度做不同的分类。

1. 公司型 REITs 和契约型 REITs

根据组织形式的不同，REITs 可分为公司型以及契约型两种。

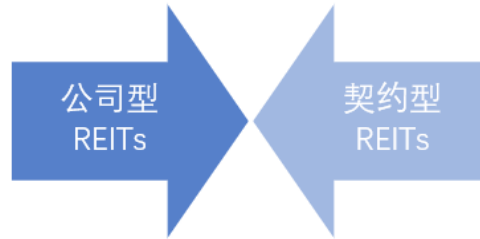


图 1-1 从组织形式角度对 REITs 的分类图

公司型 REITs,即以公司作为 REITs 的载体,其本身具有独立的法人资格,REITs 份额体现为股票,通过发行 REITs 股份、投资者购买其份额,将所筹集的资金用于投资房地产类资产,REITs 股份的持有人最终成为公司的股东。

契约型 REITs 本身并非独立法人,而是以信托契约为依据,通过发行受益凭证筹集资金而投资于房地产类资产。

二者的主要区别在于设立的法律依据与运营的方式不同,契约型 REITs 相比公司型 REITs 更具灵活性。

2. 权益型 REITs 和抵押型 REITs

根据投资模式的不同,REITs 通常可分为权益型 REITs 和抵押型 REITs。

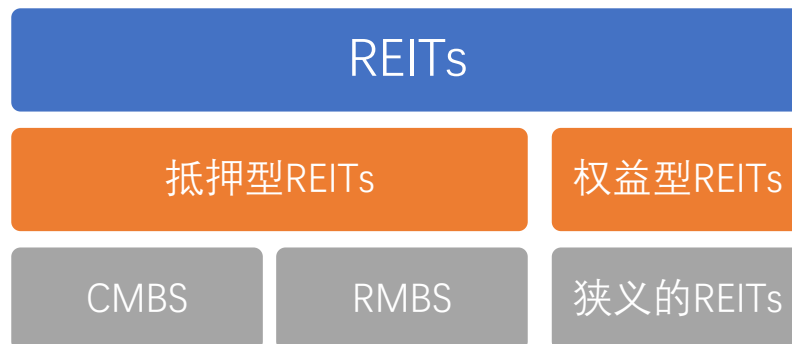


图 1-2 从投资模式角度对 REITs 的分类图

权益型 REITs,即通常所说的狭义的 REITs。权益型 REITs 底层的物业需要实现真正过户,投资人享有的是浮动收益,即除享有租金收益外,还享有物业增值之后处置的收益,投资人能够得到更好更长久的投资回报。权益型 REITs 是目前国外市场上占主导地位的 REITs 类型。

抵押型 REITs,即直接向房地产所有者或开发商提供抵押信贷,或者通过购

买抵押贷款支持证券间接提供融资，物业的持有方并不把物业真实地过户给 REITs。因此，投资人享有的都是固定收益，即主要收益来源为房地产贷款利息，投资者并不享有物业增值所带来的超额收益。

根据底层资产的不同，抵押型 REITs 又可以分为商业地产抵押贷款资产支持证券 (CMBS) 和住宅房产抵押贷款资产支持证券 (RMBS)。

二、REITs 在国内外的的发展

(一) REITs 在国外的的发展

REITs 最初诞生于美国，因此美国成为了目前全球规模最大、最为成熟的 REITs 市场。“截至 2019 年 3 月末，美国共发行公募上市 REITs 产品 255 只，总股权市值超过 1 万亿美元，约有 8000 万的美国家众通过退休金或其他投资基金间接持有 REITs。”^①

1960 年美国国会批准通过《房地产投资信托法案》，允许公开募集众多中小投资者的分散资金，以共同基金的形式投资于房地产项目，该法案推动了美国 REITs 的诞生。1965 年，首只 REITs 于纽交所上市。然而当时 REITs 的投资与经营受到诸多限制，其发展相当缓慢。

从 1960 年到上世纪 90 年代，美国 REITs 经历了缓慢萌芽期 (1960 年-1967 年)、初次繁荣期 (1968 年-1974 年)、没落调整期 (1975 年-1985 年)、改革恢复期 (1986~1990 年) 等^②漫长的阶段。1986 年，美国国会通过《1986 年税收改革法案》，该法案使得 REITs 拥有了不动产控制权，从此，REITs 进入恢复期。到 1992 年，UPREITs (即“伞形合伙房地产投资信托”)^③应运而生，促进了 REITs 在美国的蓬勃发展。1993 年，前美国总统克林顿签署了《1993 综合预算调整法

^① 孟明毅：《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》，载于《金融研究》2020 年第一期，第 125 页。

^② 详见微信公众号“投资与地产”于 2019 年 11 月 11 日发表的《美国 REITs 简史》一文。

^③ UPREITs (即“伞形合伙房地产投资信托”)，是指“房地产合伙企业的数个合伙人共同设立一个经营合伙企业，同时设立有限合伙权益凭证——经营性合伙单位 (Operating Partnership Unit, 以下简称“OP”)，通过公开募集成立的 REITs 将投资者提供的资金向经营合伙企业换取 OP 单位，成为普通合伙人 (GP)；而房产商通过转让自有房产获取 OP 单位，成为有限合伙人 (LP)。有限合伙人在持有 OP 单位一段时间后，可以将其换成现金或 REITs 股票，以获取流动性。这一方式避免了资产转让时纳税，因为换取 OP 单位时并不需要纳税，直至将 OP 单位转换成现金或 REITs 股票时才需纳税。”可详见微信公众号“中国 REITs”于 2019 年 12 月 16 日发布的《【海南国际研讨会专题报道】美国 REITs 发展历程与经验分享——美国 Nareit 高级副总裁邦尼女士》一文。

案》，允许养老基金投资 REITs，再次推动了 REITs 的快速发展。此后，美国颁布了 REITs 相关的多项法案，包括《1997 年纳税者精简法》、1999 年的《房地产投资信托现代法案》、2001 年的《美国 REITs 现代化法案》《2003 年房地产投资信托改良法案》，REITs 的制度环境越来越完善。

2000 年以后美国 REITs 进入了全面爆发式发展阶段，尤其是权益型的 REITs 在近 20 年发展迅速，成为美国主流的 REITs。据不完全统计，截至 2019 年 6 月 30 日，美国权益型 REITs 共 166 只，市值总规模 1.15 万亿美元。此外，投资范围来看，美国 REITs 从最初的传统地产向其他非核心地产类项目扩展，包括电信、城堡、大数据等新兴的 REITs 房产，也涉及物流、医疗、木材、仓储、电影院、农舍等项目。就投资收益而言，“2019 年美国 REITs 的整体投资回报率达到了 26%”^④。

在亚洲，REITs 主要在日本、新加坡以及我国香港地区发展较为迅速，其中日本为亚洲最大的 REITs 市场。

（二）REITs 在国内的发展

1. 国内 REITs 发展的政策环境及法律体系

我国在 21 世纪引入了 REITs 的概念，引起了业界的关注。自 2008 年以来，中央政府各部门多次发文鼓励推进房地产信托投资基金试点，并希望将其运用于住房租赁、基础设施等国家重点关注领域。截至目前，国内 REITs 相关的政策文件主要如下表所示：

表 1-1 国内 REITs 相关政策梳理

发布时间	文件名称	相关内容
2008 年	《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号）	“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。”
2010 年	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（建保〔2010〕87 号）	“探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房融资渠道。”
2014 年	《中国人民银行、中国银行业监督管理委员会关于	“积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。”

^④ 详见微信公众号“中国 REITs”于 2019 年 12 月 16 日发布的《【海南国际研讨会专题报道】美国 REITs 发展历程与经验分享——美国 Nareit 高级副总裁邦尼女士》。

	进一步做好住房金融服务工作的通知》（银发〔2014〕287号）	
2015年	《住房和城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》（建房〔2015〕4号）	“ <u>积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点</u> 。REITs是一种金融投资产品，推进REITs试点，有利于促进住房租赁市场发展，有利于解决企业的融资渠道，有利于增加中小投资者的投资渠道。通过发行REITs，可充分利用社会资金，进入租赁市场，多渠道增加住房租赁房源供应。积极鼓励投资REITs产品。各城市要积极开展REITs试点，并逐步推开。”
2016年	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发〔2016〕39号）	“鼓励金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，向住房租赁企业提供金融支持…… <u>稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点</u> 。”
2016年	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）	“ <u>支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型</u> 。”

此外，在法律制度建设方面，目前我国尚未建立针对REITs的专门的法律架构，实务中主要是参考现有的《信托法》《公司法》《证券投资基金法》，以及人民银行、证监会、银保监会等监管机构颁布的资产证券化相关法律法规及规范性文件。人民银行、原银监会在2009年就制定《房地产集合投资信托业务试点管理办法(草案)》以及《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》征求意见稿，为我国REITs的顶层设计提供了可行的初步框架，但至今并未发布正式版本。

虽然截至目前国内对于REITs尚无明确立法，但随着市场渐进发展，国家对推动REITs的发展也越来越重视。2020年1月16日至17日，2020年证监会系统工作会议在京召开，会议强调了要“稳妥推动基础设施REITs试点”。2020年1月17日，北京金融资产交易所发布包括住房租赁企业股权交易服务实施的相关配套制度，对中国标准化REITs的出台进行了有益探索，相信随着实践经验的持续积累，我国在关于REITs的制度安排方面将更具有针对性，可以期待在合适的市场时点，符合国情的REITs政策法规将瓜熟蒂落。

2. 国内REITs探索发行情况

由于立法的滞后性，国内目前并没有标准化的 REITs。国内市场参与者结合资产证券化工具探索和设计出了一种具有中国特色的 REITs，其在产品特性上更多地体现了债的属性，比如投资者获得的是固定收益、产品有明确的存续期限、会设置增信措施等，但从交易结构上看又体现出股的性质，即在底层是通过持有项目公司的股权间接地持有物业。基于国内当前的 REITs 与国外标准化的 REITs 存在很大的差别，因此实务中大家把国内当前发行的 REITs 称之为“类 REITs”。基于此，在本专题针对国内 REITs 的介绍时，我们有时候也会将之称之为“类 REITs”。

根据 REITs 研究中心发布的《2019 年中国 REITs 研究报告》^⑤，自 2014 年国内首单类 REITs 产品“中信起航专项资产管理计划”发行至 2019 年 12 月底，我国共发行类 REITs 产品 68 支，发行金额累计 1402.81 亿元，详情如下：

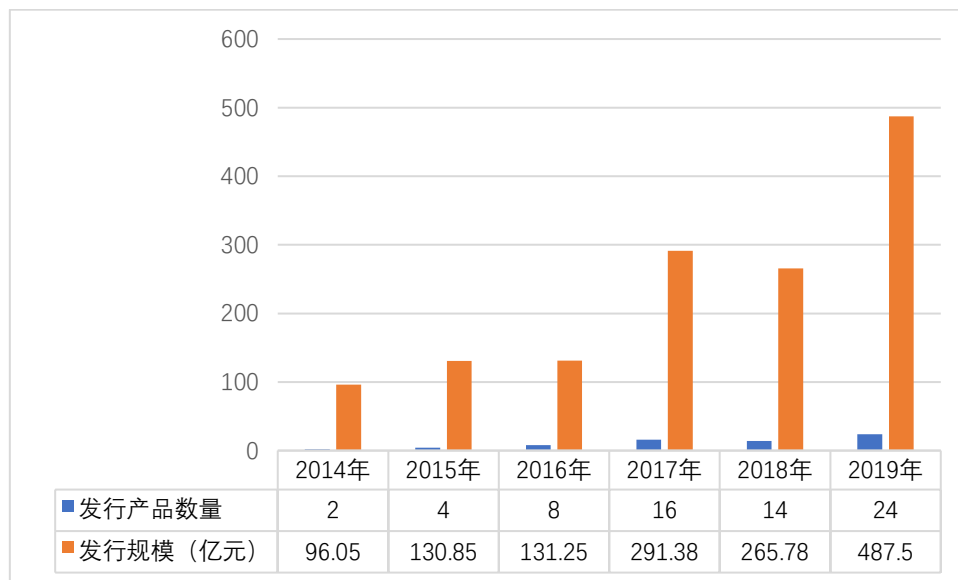


图 1-3 2014-2019 年类 REITs 发行情况

此外，综合 REITs 研究中心发布的《2019 年中国 REITs 研究报告》《2018 年中国 REITs 研究报告》^⑥以及 wind 公示的数据，截至 2019 年 12 月底，我国已发行的类 REITs 产品中，底层物业类型主要包括购物中心、写字楼、零售门店、租赁住房、基础设施、酒店和工业园区等。其中排名前三的物业类型为购物中心、

^⑤ 详见 REITs 研究中心的微信公众号 REITs 行业研究于 2019 年 12 月 31 日发布的《2019 年中国 REITs 研究报告》。

^⑥ 详见 REITs 研究中心官网研究报告栏：<https://rcreit.com/yjbg>。

写字楼和零售门店，分别占比为 31%、23%和 18%。

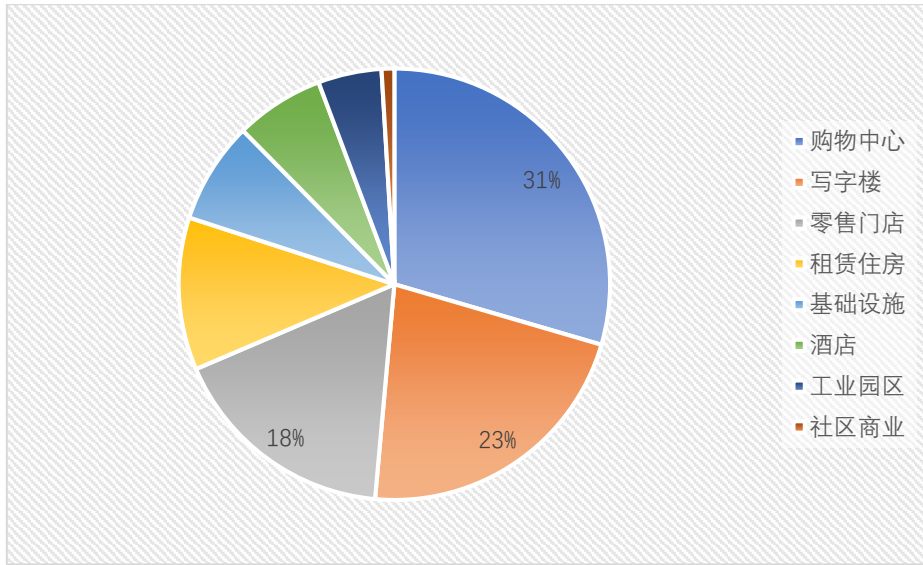


图 1-4 类 REITs 底层资产类型

综上所述，相比于国外，我国 REITs 起步晚，尚处于探索阶段。

三、国内外 REITs 差异比较

（一）国外 REITs 的特点

以美国 REITs 为代表，国外 REITs 主要有以下几个特点：

（1）组织形式以公司型为主。公司型 REITs 具有独立的法人主体资格，投资者就是公司的股东。

（2）资金募集以公募型为主。公募型是国外市场最为主流的模式，REITs 可面向公众投资者进行发售，其份额可在证券市场上可自由交易，充分实现了 REITs 可流动、可扩募、投资者群体广泛等特性。

（3）底层物业多元化。REITs 大部分资金（90%以上）用于投资具有稳定现金流的物业，且底层物业类型多元化，包括写字楼、商场、酒店、公寓、工业地产、医疗地产、养老地产等，此外，近年来也有一些新兴的投资对象，如迷你仓、数据中心、光伏等。REITs 基本不投资（小于 10%）在建工程，在建工程一般不产生现金流，因此为避免 REITs 成为房地产投资的工具，国外 REITs 在投资方向上一般不考虑在建工程。

（4）通过股东分红实现收益。REITs 大部分收益（75%以上）来自于底层物业的租金收入及增值收益，由于 REITs 的投资方向是购买并长期持有物业，所以在持有期间物业的租金和增值收入就构成了 REITs 的大部分的收益，投资者主要是通过股东分红的形式实现收益。根据美国、日本和新加坡的经验，REITs 每年从可分配收入中能拿出不低于 90%的比例用于向投资者收益分配。

（5）REITs 享有很多税收优惠。在国外，REITs 享有很多税收优惠，税收成本和负担较低，这也是 REITs 能够在美国、日本等发展壮大的重要原因。比如在美国，“过手证券”是 REITs 在税收方面享受的最具有特征的待遇，能够享受免征所得税的优惠。

（二）国内 REITs 的特点

国内的 REITs 主要体现了如下特点：

（1）在组织形式上采用了“专项计划+私募基金”的双层结构，即投资者认购资产支持专项计划的份额，专项计划再认购私募基金的份额，私募基金通过股权收购及债权投资持有及控制拥有基础资产的项目公司。

（2）资金募集以私募为主。基于采用了“专项计划+私募基金”的结构，所以国内的 REITs 主要是面向特定的合格投资者的私募产品，无法像标准化 REITs 一样能够自由在公开市场买卖交易，流动性低。

（3）底层物业比较单一。国内的 REITs 底层相对比较单一，主要是投资于写字楼，或者是商场、或者是酒店等，而不是各类资产的多元化的配置。

（4）固定期限+固定利率。国内 REITs 有明确的到期期限，一般产品期限 3-5 年等为主。投资人在持有 REITs 份额期间享有固定收益，但因物业并未真实出售给 REITs，因此，投资人并不享有处置物业所带来的超额收益，也不承担物业贬值的风险。

（5）高额的赋税。由于我国至今尚未出台专门针对 REITs 的税收相关法律法规，因此 REITs 在发行中要遵循现有的税收相关规范，面临高额的土地增值税、企业所得税等。

（三）国内外 REITs 差异总结

国外标准化的 REITs 具有区别于其他不动产投资工具的三大特性，“一是实现了基础资产的‘真实出售, 破产隔离’, 二是实现了基础资产的份额切割和公募化, 三是实现了税收中性”^⑦, 而国内当前发行的这些 REITs 产品这三个特性均未实现。因此, 综合前述, 国外标准化的 REITs 与国内的 REITs 在组织形式、产品分级、投资收益、税收、底层资产、期限等方面均存在着明显差异, 国内当前的 REITs 本质上为固定收益类产品, 而国外 REITs 更偏向于股权类投资。二者之间的各项差别简单总结体现在如下方面:

表 1-2 国内外 REITs 差异比较

	国外 REITs	国内 REITs
组织形式	公司独立运营为主	专项计划+私募基金
产品分级	平层, 同股同权	优先级+次级; 优先+劣后
资金募集	公开募集	私募
流动性	较好	较差
投资收益	分红及物业的增值收益, 投资者高比例分红	租金收益为主, 投资者拿固定收益为主
物业所有权变动	真实出售, 物业所有权发生转移	物业所有权并不发生转移
管理模式	主动管理	被动管理
税收政策	REITs 本身为税收透明体	无税收优惠, 需缴纳土地增值税、契税等
底层资产	多元化的物业资产组合	单一物业类型
期限	无具体到期期限	有明确的存续期

四、国内 REITs 发展的障碍及未来发展建议

（一）国内 REITs 发展的障碍

我国的 REITs 起步晚、发展时间短, 正如前文所述, 其离标准化的 REITs 还有很大的差距。因此, 若想在国内推出标准化的 REITs, 首先要克服和排除国内 REITs 发展的障碍。综合而言, 国内 REITs 发展的障碍主要体现在如下几个方面:

（1）缺乏支持 REITs 发展的配套法律体系。目前国内尚未形成专门针对 REITs 的法律和政策体系, 关于 REITs 的表述也仅零散见于一些政策文件中, 实务中主要是参照现有的《信托法》《公司法》以及金融监管部门发行的规范性文件

^⑦ 孟明毅:《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》, 载于《金融研究》2020 年第一期, 第 128 页。

件等。但是，标准化 REITs 有其特殊的属性，国内现有的这些法律法规及规范性文件并不足以支持标准化 REITs 在国内的全面发展。因此，REITs 要在国内发展，首先要解决的就是法律制度不完善这个根本性的障碍。

（2）缺乏匹配 REITs 发展的税收制度。REITs 是典型的税收驱动型的产品，税收政策会影响 REITs 运行过程中的投资与经营成本，也会对投资者的回报造成影响。如果没有税收方面的配套政策，高额的土地增值税、企业所得税、印花税等会使得 REITs 丧失自发主动性。

（3）缺乏专业的物业运营商。国内缺乏专业的物业运营商，给底层物业资产的长期管理和增值带来了一定的难度。

（4）原始权益人不愿失去对物业的控制权。基于近年来国内房地产资本增值较快，房地产开发商更偏好于利用 REITs 去筹集资金，并不想真实转让所持有物业的所有权，这也是国内 REITs 与标准化 REITs 最大的差异之一。

（5）租金回报率过低。国外 REITs 的租金回报率高，能够用租金收益支付投资人的投资收益。而国内由于不合理的租售比，租金回报率较低，仅用租金收益偿还投资收益尚不能满足投资者的风险和收益偏好。

（二）国内 REITs 未来发展建议

为充分地推动 REITs 在中国实现标准化和持续性发展，我们建议可从如下几方面入手：

（1）构建我国 REITs 法律框架体系，完善相关法律制度。REITs 作为以房地产类项目为投资标的的信托基金，其法律制度体系的完善，一方面要从房地产相关法律制度入手，进一步完善我国房地产产权界定、登记、分割与转让、抵押等制度，形成产权清晰的基础资产、明确 REITs 在产权登记上的合法地位和产权转移的相关程序；进一步建立和健全我国房地产价值评估和房地产信用评级法律制度，为发行标准 REITs 提供坚实的信用基础。另一方面，应当完善我国与 REITs 相关的证券、信托与投资基金法律制度，比如，在《证券法》中适当扩展证券的定义，将 REITs 等新型产品纳入证券、进而纳入相关监管范畴，以促进其发行和上

市交易的合法化和规范化[®]；或者借鉴国外标准化 REITs 相关制度，并结合我国实际，出台全新的 REITs 法律体系，使之不再受限于现有的信托法等。

（2）制定匹配 REITs 发展的相关税收优惠政策。如前文所述，REITs 是税收驱动型的产品，而国内的土地增值税、所得税等都非常高，从而阻碍了 REITs 的发展。因此，建议未来在 REITs 相关立法文件中就 REITs 的所得税及土增税等作出特别的规定，比如将 REITs 作为税收透明体不再征收所得税，从而刺激 REITs 在国内的发展。

（3）提高我国房地产的租售比。前文中我们提到，由于国内不合理的租售比，使得租金回报率较低，投资者难以实现较好的投资回报率。就此，建议未来通过多重合法有效的政策手段数管齐下，提高我国房地产的租售比以带动 REITs 收益率的提升，以进一步拉动该行业发展。

（4）推动相关专业人员和机构的培养与发展。一方面，REITs 不仅仅是关于房地产方面的专项技术，也是一种金融理财，以获得收益为其根本目标，因此，其发展需要地产、金融等复合型人才的助力和推动。另一方面，专业的物业运营机构在国内相对缺乏，而 REITs 最终收益的实现与物业运营机构的运营和管理能力息息相关。基于此，有必要加强对相关专业人才和机构的培养与发展，以推动 REITs 的持续发展。

（5）循序渐进推动标准化 REITs 的落地。国外标准化 REITs 以公司型为主，组织结构稳定性强、交易结构简单，对于投资人而言也是便于投资。但是就我国现阶段而言，缺乏法律体系及制度配套，而法律体系及制度配套的建立是一个系统性工程，想短期内推出公司型的标准化 REITs 尚不现实。因此，建议从我国现有的类 REITs 交易模式出发，在现有契约型模式基础上推动公募 REITs 的发展，待未来时机成熟时再推出公司型公募 REITs。

总之，对我国来说，推动标准化 REITs 的发展，不仅需要国家从法律制度层面排除上述障碍，也需要投资人、资产方转换思维，资产方愿意分享物业收益，以换取资金流动性，投资人愿意降低收益预期，以股权性思维赚长钱。如此，

[®] 参见曹阳：《我国房地产投资信托（REITs）的标准化发展与法律制度建设》，载《法律适用》2019年第23期，56-57页。

REITs 才能在国内市场实现真正意义上的发展与壮大。