



北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告之七

REITs市场建设与经济转型发展

——基于各国推出REITs制度的历史分析



2018年10月

REITs 市场建设与经济转型发展¹

——基于各国推出 REITs 制度的历史分析

摘要：纵观全球 REITs 的发展历程，各个经济体推出 REITs 的契机往往与自身的经济周期有着密不可分的关联，绝大多数的经济体在经济危机、经济衰退或经济高速发展动力不足时出台 REITs 相关的法律法规。REITs 市场建设对于国家的经济发展有着重要的作用，能够帮助国家摆脱低迷、走出危机、为经济发展提供新动能。我们认为。在当前的中国经济形势下，保障经济平稳运行、推动经济转型升级至关重要，REITs 市场建设有望成为经济平稳运行的“稳定剂”和经济转型升级的“助推剂”。

不动产投资信托基金 (Real Estate Investment Trusts, 以下简称 REITs) 是实现不动产证券化的重要手段。自 1960 年从美国诞生之日起，REITs 在全球多个国家和地区不断发展壮大，成为全球金融市场中重要的大类资产。截至 2018 年 7 月，包括全部 G7 国家在内的 37 个国家或地区已经立法推出 REITs，REITs 全球总市值达到 2 万亿美元，占全球 GDP 比重超过 2%²。回顾 REITs 市

¹ 北京大学光华管理学院“光华思想力”REITs 课题组，课题组成员包括：刘俏、张峥、刘晓蕾、杨云红、周芊、李文峥、徐爽、何亮宇、范熙武、朱元德、于嘉文等。本报告执笔人：闫云松、张峥、刘俏、李尚宸。

² 数据来源：Nareit

场接近 60 年的发展史，对于任何一个经济体而言，REITs 的推出都绝非易事，需要建立和完善与之相配套的法律制度、税收制度、交易制度，可能与过往的制度相冲突，是一个相对复杂的过程。也因此，各国的政策制定者需要足够的激励和合适的契机来推动 REITs 的出台。

历史规律及事物的发展不是随机的，往往有客观的基础作为支撑。在经济发展停滞，不动产市场不景气的阶段，各国的政策制定者有更强的动机推动 REITs 出台，以发挥 REITs 对于不动产行业的积极作用，重振国家经济。本报告旨在归纳各国 REITs 出台的历史机遇，寻找 REITs 出台与国家经济发展之间的关系，为中国经济的转型和发展提供经验。

纵观 REITs 的发展史，各个国家和地区推出 REITs 的契机往往与自身的经济周期有着密不可分的关联，绝大多数在经济危机、经济衰退或经济高速发展动力不足时出台 REITs 相关的法律法规。REITs 的出台契机与经济周期之间的关联绝非偶然，REITs 市场建设对于国家的经济发展有着重要的作用，能够帮助国家摆脱低迷、走出危机、为经济发展提供新动能。因此，我们认为在当前的中国经济形势下，保障经济平稳运行、推动经济转型升级至关

重要，REITs 市场建设有望成为经济平稳运行的“稳定剂”和经济转型升级的“助推剂”。

一、各国 / 地区 REITs 出台的历史契机

本报告对全部 37 个已推出 REITs 的国家和地区进行了梳理，其推出 REITs 的标志性规章或法律文件及其对应时间如下表 1 所示。

表 1 各国和各地区推出 REITs 的时间和标志性条令³

国家和地区	出台时间	标志性条令	国家和地区	出台时间	标志性条令
美国	1960	Internal Revenue Code	以色列	2006	Sections 64A2–64A11 of the Israeli Tax Ordinance
荷兰	1969	FBI (art. 28 CITA)	泰国	2007	Trusts for Transactions in the Capital Market Act B.E. 2550
比利时	1990	Belgian law of 4 December 1990	德国	2007	Real Estate Investment Trust law
巴西	1993	Federal Law 8.668/93	巴基斯坦	2008	REIT Regulatory Framework in Pakistan by SECP
加拿大	1994	income tax of act	哥斯达黎加	2009	the General Regulationsof Fund Management Companies and Investment Funds
土耳其	1995	Capital Markets Law No.6362	芬兰	2009	Act 24.4.2009/299)
新加坡	1999	Property Fund Guidelines	菲律宾	2009	Republic Act 9856.
希腊	1999	Law 2778/1999 (REIC Law)	西班牙	2009	Act 11/2009
日本	2000	The Admendment to the Investment Trust and Investment Corporation Law	匈牙利	2011	Act on Real Estate Investment Companies
韩国	2001	Real Estate Investment Company Act	爱尔兰	2013	Finance Act 2013
马来西亚	2002	Guidelines on Property Trust Funds by the Securities Commission	肯尼亚	2013	Legal Notice NO.116 of June.18.2013
法国	2003	Article 11 of the Finance Act for 2003	南非	2013	The Amendment of the Tax Legislation and the JSE Listing Requirements
台湾	2003	Code on Real Estate Securitization	印度	2014	SEBI (Real Estate Investment Trusts) Regulations
香港	2003	Code on Real Estate Investment Trusts by SFC	越南	2015	Techcom REIT IPO
保加利亚	2004	Special Purpose Investment Companies Act (SPICA)	巴林	2016	The Real Estate Regulatory Law
墨西哥	2004	Mexican Income Tax Law.	沙特阿拉伯	2016	REITs Instructions by Board of the Capital Market Authority
英国	2006	Finance Act 2006, and subsequently issued regulations	澳大利亚	/	时间跨度大，无明确起始法令出台时间
意大利	2006	Law No. 296/2006	新西兰	/	时间跨度大，无明确起始法令出台时间
阿联酋	2006	The Investment Trust Law No. 5			

³数据来源：NAREIT，EPRA GLOBAL REIT SURVEY 2017，光华管理学院 REITs 项目组整理

随着 1960 年美国国会修改《国内税收法》，REITs 正式登上人类历史发展的舞台。从 REITs 在全世界范围内的发展来看，其发展进程大致分为四个阶段。第一阶段从 1960 年开始到 1990 年，这一阶段只有美国、荷兰、澳大利亚等少数几个国家出台了 REITs 相关的法律法规，相关的配套法律法规并不健全，REITs 主要被用于不动产行业的被动型投资，没能发挥其真正的价值，成为不动产投融资的重要工具。截至 1990 年末，全世界范围内只有 58 支公开交易的权益型 REITs，总市值约 56 亿美元。第二个阶段从 1991 年起始至 1998 年。1986 年，美国国会通过了《税收改革法》，一方面放松了对于房地产投资信托的诸多限制，允许 REITs 自己经营和管理房地产投资，另一方面给予 REITs 以税收方面的优惠，为 REITs 日后的蓬勃发展提供了坚实的制度保障。但 REITs 在美国市场从 90 年代起才开始爆炸式发展，杠杆率日益增大的房地产企业产生了利用 REITs 进行融资的需求，提升了风险控制标准的保险、追求不动产市场收益的共同基金等对于 REITs 又有着很强的配置意愿，投资者对于 REITs 产生浓厚的兴趣，美国 REITs 市场实现井喷。在美国经验的带动下，全球范围内，比利时、巴西、加拿大、土耳其等国家相继引入 REITs 制

度，实现 REITs 在全球范围内的初步发展。1999 年至 2007 年作为 REITs 发展的第三阶段，先后在亚洲、欧洲实现爆炸式发展。1999 年至 2003 年之间，伴随着亚洲金融危机的爆发，以及各国家和地区不动产市场的不景气，新加坡、日本、韩国、中国台湾、中国香港陆续引入 REITs 制度，REITs 在亚太市场蓬勃发展。而 21 世纪初欧洲经济的低迷推动了欧洲国家引入 REITs 制度，法国、英国、德国、意大利在 2003 至 2007 年间陆续出台了 REITs 方面的法律法规，至此 REITs 成为被世界主要发达国家普遍采纳的制度，各国的 REITs 市场建设也愈发成熟。2008 年至今是 REITs 发展的第四阶段，在金融危机爆发之后，REITs 的价值在全世界范围内得到认可，越来越多的国家特别是发展中国家开始推出 REITs 制度，包括非洲的肯尼亚、南非，西亚的巴林、沙特阿拉伯，南亚的印度、越南等国家都出台了 REITs 相关的政策和法规。截至目前，中国、柬埔寨、加纳、印度尼西亚、马耳他、尼日利亚、波兰、瑞典、坦桑尼亚等国家都在进行 REITs 相关的政策研究，考虑早日引入 REITs 制度。

为了对各国家和地区推出 REITs 的历史契机有更充分的认识，需要将各国 REITs 法规出台的时间和国家所处的经济形势、历史

机遇有机结合在一起。本文整理了各国和各地区 REITs 出台前 6 年的经济发展状况，以重要 REITs 条令出台的年份为节点，各国的经济发展数据和趋势归纳如表 2 所示。从上表可以看出，在统计的 35 个国家和地区中，仅有比利时、希腊、保加利亚、阿联酋、以色列、越南 6 个经济体量较小的国家在经济走势强劲的时期出台 REITs，其余 29 个国家和地区均在经济低迷或出现危机时推出 REIT 制度。具体来看，在经济走势不佳时推出 REITs 可分为三种不同的情形。

第一，已经较为发达的国家，在经济长期低迷时出台 REITs。如 1960 年美国修改税收法推出 REITs 制度之前经历了 1956-1959 年的经济低迷；加拿大 1994 年 REITs 出台之前经历了 1990 年起长达 4 年的经济低迷；日本 90 年代末在 REITs 出台前经济陷入低迷甚至负增长；法国、德国、意大利在 REITs 出台之前都经历了 21 世纪初期欧洲经济的不景气周期；2008 年金融危机之后，匈牙利和爱尔兰同样经历了经济的长期衰退，随后出台了 REITs 法规。

表 2 各国和各地区 REITs 出台时的经济形势

美国	1960	-0.6%	7.1%	2.1%	2.1%	-0.7%	6.9%	2.6%	危机	1956 年起经济不景气，1958Q1GDP 同比下降高达 10%
荷兰	1969	3.6%	8.3%	8.6%	2.7%	5.3%	6.4%	6.4%	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
比利时	1990	2.5%	1.7%	1.8%	2.3%	4.7%	3.5%	3.1%	强劲	经济快速增长
巴西	1993	3.6%	0.3%	3.2%	-4.2%	1.0%	-0.6%	4.9%	危机	1990 年开始经济危机，1990 年 GDP 同比下降高达 4.2%
加拿大	1994	4.4%	2.3%	0.2%	-2.1%	0.9%	2.7%	4.5%	低迷	从 1990 年起经济长期低迷
土耳其	1995	0.3%	9.3%	0.9%	6.0%	8.0%	-5.5%	7.2%	危机	经济剧烈波动，1994 年 GDP 同比下降高达 5.5%
新加坡	1999	11.5%	10.9%	7.0%	7.5%	8.3%	-2.2%	6.1%	危机	经济高速增长但增速下滑，1998 受危机影响负增长
希腊	1999	-1.6%	2.0%	2.1%	2.9%	4.5%	3.9%	3.1%	强劲	经济快速增长
日本	2000	1.0%	2.7%	3.1%	1.1%	-1.1%	-0.3%	2.8%	低迷	从 1997 年起经济陷入低迷
韩国	2001	9.6%	7.6%	5.9%	-5.5%	11.3%	8.9%	4.5%	危机	1998 年受金融危机影响巨大，但强势反弹
马来西亚	2002	10.0%	7.3%	-7.4%	6.1%	8.7%	0.5%	5.4%	危机	1998 年危机后反弹良好，但 2001 年经济增速仅有 0.5%
法国	2003	2.3%	3.6%	3.4%	3.9%	2.0%	1.1%	0.8%	低迷	从 2000 年起经济陷入低迷
台湾	2003	6.1%	4.2%	6.7%	6.4%	-1.3%	5.6%	4.1%	危机	2001 年台湾出现经济危机
香港	2003	5.1%	-5.9%	2.5%	7.7%	0.6%	1.7%	3.1%	危机	1998 年受经济危机影响，2000 年起经济低迷
保加利亚	2004	4.9%	-0.5%	5.0%	3.8%	5.9%	5.2%	6.4%	强劲	从 2000 年起经济快速增长
墨西哥	2004	5.2%	2.8%	4.9%	-0.4%	0.0%	1.4%	3.9%	危机	2001 年陷入经济危机
英国	2006	3.7%	2.5%	2.5%	3.3%	2.4%	3.1%	2.5%	平稳	经济运行平稳
意大利	2006	3.7%	1.8%	0.2%	0.2%	1.6%	1.0%	2.0%	低迷	2001 年以来经济较为低迷
阿联酋	2006	12.3%	1.3%	2.5%	8.8%	9.6%	4.9%	9.8%	强劲	2003 年起经济快速增长
以色列	2006	8.8%	0.1%	-0.2%	1.1%	5.0%	4.1%	5.7%	强劲	2003 年起经济快速增长
泰国	2007	3.4%	6.1%	7.2%	6.3%	4.2%	5.0%	5.4%	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
德国	2007	1.8%	0.0%	-0.7%	0.7%	0.9%	3.9%	3.4%	低迷	2002 年起经济较为低迷
巴基斯坦	2008	3.1%	4.7%	7.5%	9.0%	5.8%	5.5%	5.0%	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
哥斯达黎加	2009	4.3%	4.3%	3.9%	7.2%	8.2%	4.7%	-1.0%	减速	经济高速增长，2008 年受金融危机影响开始下滑
芬兰	2009	2.0%	3.9%	2.8%	4.1%	5.2%	0.7%	-8.3%	减速	经济较快增长，2008 年受金融危机影响开始下滑
菲律宾	2009	5.0%	6.7%	4.8%	5.3%	6.6%	4.2%	1.1%	减速	经济高速增长，2008 年受金融危机影响开始下滑
西班牙	2009	3.2%	3.2%	3.7%	4.2%	3.8%	1.1%	-3.6%	减速	经济较快增长，2008 年受金融危机影响开始下滑
匈牙利	2011	4.4%	3.9%	0.4%	0.9%	-6.6%	0.7%	1.7%	低迷	2007 年起经济持续低迷，2009 年出现经济危机
爱尔兰	2013	5.2%	-3.9%	-4.7%	1.8%	3.0%	0.0%	1.7%	低迷	2008 年起经济持续低迷
肯尼亚	2013	6.9%	0.2%	3.3%	8.4%	6.1%	4.6%	5.9%	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
南非	2013	5.4%	3.2%	-1.5%	3.0%	3.3%	2.2%	2.5%	减速	经济较快增长，但增速开始下滑
印度	2014	3.9%	8.5%	10.3%	6.6%	5.5%	6.4%	7.4%	减速	经济高速增长，但增速开始下滑
越南	2015	5.4%	6.4%	6.2%	5.2%	5.4%	6.0%	6.7%	强劲	经济高速增长
巴林	2016	4.3%	2.0%	3.7%	5.4%	4.4%	2.9%	3.2%	减速	经济较快增长，但增速开始下滑
沙特阿拉伯	2016	4.8%	10.3%	5.4%	2.7%	3.7%	4.1%	1.7%	减速	经济较快增长，但增速开始下滑

第二、增长较快的新兴经济体，面对突然出现的经济危机出台 REITs。经济危机的特点体现在经济快速发展的经济体受到迅速而猛烈的冲击，GDP 增速在一年之内大幅下跌，如 1990 年巴西经济危机、1998 年亚洲经济危机、2008 年全球经济危机等。许多国家和地区在经济危机之后推出 REITs，包括 1994 年的巴

西，亚洲金融风暴过后的新加坡、韩国、香港、马来西亚，以及2008年全球经济危机之后的西班牙、芬兰、哥斯达黎加等。

第三，经济高速增长的发展中国家，但增速从高速逐渐放缓的国家出台 REITs。还有部分发展态势良好的发展中国家，在 REITs 出台前保持了 5% 以上的经济增长，但增速已经明显呈现逐渐放缓的趋势，REITs 的推出为这些国家的经济增长持续性提供了新的动能，助力其经济进一步转型升级。典型的国家包括泰国、巴基斯坦、肯尼亚、印度等正在高速发展的发展中国家。

以上现象告诉我们，REITs 的推出与一国的经济发展形势有着密切的关联。国家的经济发展态势是国家政策制定者决定是否推出 REITs 重要的考量因素，在一国经济陷入低迷、面对经济危机或者需要持续发展的新动能时，国家往往有更强的动力推动 REITs 的出台。

不动产市场是受 REITs 影响最大的市场，那么 REITs 的推出是否与各国不动产市场的发展状况息息相关呢？本文进一步整理了各国 REITs 出台前 6 年的不动产市场发展状况，以重要 REITs 条令出台的年份为节点，各国的楼市增长数据和趋势归纳如表 3 所示。其中，只统计了能够获得不动产市场统计数据的 22 个国

家和地区，统计的房屋价格增长数据为实际增长率。在进行统计的 22 个国家和地区中，只有比利时、希腊、法国、英国、意大利 5 个欧洲国家在房价上涨的周期中推出 REITs，其余各国和地区均在不动产行业低迷或下跌的周期之中出台 REITs 法律法规，可见，不动产行业的状况是各国政府在制定 REITs 政策时重要的考量因素，以期望 REITs 的出台能够对低迷的不动产行业起到提振的作用。

表 3 各国和各地区 REITs 出台时的房价走势

国家和地区	出台时间 T	T-6	T-5	T-4	T-3	T-2	T-1	T	房价走势	来源	
美国	1960	1.5%	-0.1%	-2.2%	-0.1%	-1.3%	-1.2%	-0.7%	持续低迷	S&P Case Shiller	
比利时	1990	-4.1%	-0.6%	4.4%	3.2%	6.5%	9.8%	4.4%	稳定上涨	FED Dallas	
加拿大	1994	8.3%	8.4%	-6.9%	-2.9%	-4.2%	-0.4%	1.2%	持续低迷	FED Dallas	
新加坡	1999	根据 2001 公布的图表，从 1996-1999 房价跌幅达 50%								快速下跌	URA Singapore
希腊	1999	/	/	8.5%	10.5%	9.7%	14.4%	8.9%	快速上涨	Bank of Greece	
日本	2000	-2.7%	-1.0%	-2.2%	-2.5%	-1.7%	-2.2%	-3.0%	持续低迷	FED Dallas	
韩国	2001	-6.3%	-4.9%	-4.1%	-16.0%	0.2%	-4.2%	5.2%	快速下跌	FED Dallas	
马来西亚	2002	12.9%	1.9%	-9.5%	-2.4%	5.9%	1.1%	2.5%	持续低迷	JPPH	
法国	2003	-1.0%	3.0%	7.9%	4.9%	6.8%	9.0%	10.6%	快速上涨	FED Dallas	
台湾	2003	/	/	/	/	-3.6%	3.8%	7.3%	持续低迷	信义房价指数	
香港	2003	43.1%	-33.0%	-11.0%	-10.8%	-13.1%	-10.1%	-13.1%	快速下跌	RVD	
英国	2006	13.0%	4.6%	22.8%	8.6%	10.3%	3.4%	6.7%	快速上涨	FED Dallas	
意大利	2006	5.5%	5.7%	6.7%	7.9%	6.8%	4.7%	3.7%	快速上涨	FED Dallas	
以色列	2006	-7.5%	-3.0%	-1.7%	-3.5%	-2.9%	1.5%	-4.5%	持续低迷	FED Dallas	
德国	2007	-2.9%	-1.8%	-1.3%	-3.3%	0.1%	-1.6%	-3.3%	持续低迷	FED Dallas	
芬兰	2009	9.7%	8.2%	1.9%	4.3%	1.9%	-7.0%	5.2%	快速下跌	FED Dallas	
菲律宾	2009	-3.2%	2.7%	1.0%	5.3%	9.3%	-0.7%	-6.6%	快速下跌	Global Property Guide	
西班牙	2009	14.8%	12.7%	8.5%	5.8%	0.4%	-5.6%	-0.1%	快速下跌	FED Dallas	
匈牙利	2011	-3.7%	-0.6%	-1.2%	-5.8%	-15.7%	-5.9%	-11.7%	快速下跌	Global Property Guide	
爱尔兰	2013	-1.4%	-11.8%	-11.8%	-12.2%	-20.8%	-5.1%	3.4%	快速下跌	FED Dallas	
南非	2013	5.2%	-12.3%	-4.5%	-0.3%	-3.0%	-0.2%	1.9%	持续低迷	FED Dallas	
越南	2015	-0.7%	-1.8%	-2.9%	-6.4%	-1.2%	1.3%	0.9%	持续低迷	Global Property Guide	

二、REITs 市场建设对于国家经济的作用

绝大多数的国家在经济和不动产行业不景气的周期中推出 REITs，其根本原因在于 REITs 市场的建设对于国家经济的发展有着至关重要的作用，能够引领国家经济走出危机、摆脱低迷、乃至为经济的持续发展提供新动能。

经济周期是世界各国经济发展中十分普遍的现象，很多基础性的内生或外生因素可能导致经济增长的不稳定，尽管经济周期在不同国家的长度可能长短有别，但在一个完整的经济周期内，一个经济体需要经历繁荣、衰退、萧条、复苏等不同的阶段。国家的政策制定者往往对衰退和萧条的经济周期十分敏感，因为长期的衰退和萧条会对社会的发展产生巨大的冲击，使得企业利润下降，投资意愿下降，居民资产减值，失业率升高，生活质量严重下降，甚至引发进一步更严重的社会问题。因此，政策制定者往往倾向于制定宏观稳定的政策，减轻经济衰退和萧条对于社会的负面影响，而积极的财政政策和货币政策，是政策制定者最常用的两大手段。REITs 的推出，对于国家财政政策和货币政策的实施，都有着重要的作用。

积极的财政政策通常包括减税和增大财政支出两方面。在增

大财政支出的角度，财政支出通常作用于不动产和基础设施建设领域，直接起到刺激总需求，带动经济走出衰退的作用，特别是对于名义利率接近负利率的国家，财政支出是应对经济不景气最有力的政策武器。对于绝大部分经济体特别是发展中的经济体来说，不动产行业和基础设施行业占经济总量的比重巨大，本文从 OECD（经济合作与发展组织）数据库中整理各推出 REITs 的成员国在 REITs 推出的年份其建筑增加值和不动产相关增加值的总和占总经济增加值的比重⁴，结果如表 4 所示，可以看出绝大部分国家不动产和建筑业占经济总量的比重在 10% 至 20% 之间，如果考虑基建和房地产行业的上下游产业，其对经济的贡献比重还会更大。这意味着，如果能使不动产行业增长 10%，将带动 2% 左右的 GDP 增长，成为国家在经济衰退周期中的强心剂；而一旦房价下跌，不动产市场不景气，国家经济也会受到极大影响。引入 REITs 制度毫无疑问将成为国家财政政策的有力补充，一方面，让不动产行业拥有更强的活力、更大的流动性和更高的透明度，使同等的财政投入获得更大的回报，为保障经济增长做出更大的贡献；另一方面，REITs 的推出可以吸引社会资本一同参与基础设施建设，也为国有资本在未来经济景气时的退出提供

新的渠道，帮助政府财政能够健康可持续发展。值得一提的是，印度在出台的 REITs 制度中专门包括了基建 REITs，显示其希望通过 REITs 推动国家基础设施建设的决心。

表 4 部分推出 REITs 国家不动产和建筑业增加值占全部增加值的比重⁵

国家	年份	比重	国家	年份	比重	国家	年份	比重
新西兰	1971	14.9%	墨西哥	2004	20.5%	匈牙利	2011	12.9%
比利时	1990	13.9%	意大利	2006	18.1%	爱尔兰	2013	10.3%
土耳其	1998	11.8%	英国	2006	19.8%	加拿大	2014	19.6%
希腊	1999	18.1%	德国	2007	15.3%	澳大利亚	2016	20.4%
日本	2000	17.1%	芬兰	2009	18.0%	荷兰	2016	10.8%
法国	2003	16.9%	哥斯达黎加	2009	15.6%	美国	2016	17.1%

从税收的角度，一方面，对于房地产企业，采取 REITs 结构可以降低税率，增强其不动产行业的开发和经营动机；另一方面，现有的大量存量不动产通过 REITs 的引入重新拥有了流动性，反而为政府的税收引入了合理税源。国际经验表明，规模化的 REITs 市场能够拓宽税基，增加税收收入。而税收收入的增加为政府财政政策的开展提供了更灵活的空间，使得政府可以在其

⁴ 若该国家在推出 REITs 的年份无对应数据，则给出最新的数据作为估计

⁵ 数据来源：OECD，光华管理学院 REITs 项目组整理

他领域减免税，实现更优的经济配置。值得一提的是，增加财政收入是香港引入 REITs 制度的重要现实考量之一，1997 年以来房价下跌使得香港政府的土地出让收入大幅下降，为了缓解财政的紧张，香港引入了 REITs 制度并将政府拥有的部分零售和停车场不动产装入了首支上市的 Link REITs 之中。

此外，对于发展中的经济体而言，REITs 制度的引入有助于吸引稳定的外国资本和外商投资，成为助推发展中经济体经济转型的关键力量。一方面，REITs 作为回报稳定的投资工具有助于吸引稳定的外国资本，避免剧烈的资本流入和流出引起汇率剧烈波动；另一方面，更为重要的是，REITs 吸引外商投资可以进一步推动不动产项目的建设，从而促进国家经济发展。越南外商投资局公布的数据显示，越南 FDI 占 GDP 的比重达到 6%，不动产领域的 FDI 占越南全部 FDI 的近 20%，推动外商投资是引入 REITs 制度的重要考量之一；印度在推出 REITs 的 2014 年，同时出台了放松了外商投资的相关政策，及 REITs 可以投资建造中的不动产等相关匹配的政策，显示出印度政府借助 REITs 吸引更多外国投资的决心。

积极的货币政策是更为频繁的调控手段，通过对于政策利

率的调节降低市场的借贷成本，经济体的投资水平得以回升，帮助经济摆脱低迷的周期。对于整个金融市场特别是不动产市场而言，REITs 的推出与货币政策在目的上有异曲同工之妙。受限于流动性、投资门槛等限制，许多看好房地产行业，具有房地产行业配置需求的投资者缺乏有保障的不动产投资渠道。而 REITs 市场的建设，使得更多的民间资本能够流向房地产行业，提升房地产行业投资水平，促进不动产行业的发展。REITs 以其高回报、中低风险、高流动性、与其他资产低关联度的特性，对于险资、养老金等有着天然的吸引力，有利于增加不动产行业的资金供给；REITs 的地域性分散化特性也可以引导更多的海外资本投入国内的不动产行业。另外，不动产体系资金压力的缓解将使整个金融体系受益。不动产行业具有投资门槛高、回报周期长的特点，不动产开发商均为重资产运营，对于其资金链有着很高的要求，需大规模进行银行信贷和债券发行。REITs 市场的建设将为不动产企业提供新的融资渠道，提高其部分持有资产的融资能力。房地产企业流动性的改善会体现在商业银行和其他投资机构的资产负债表上，最终使整个金融体系的资金面受益。值得一提的是，韩国引入 REITs 的重要动机就包括帮助经营困难的房地产企业进行

资产重组，剥离银行的不良资产改善其资产负债表，为此，韩国专门设立了重组 REITs。

对于绝大多数发达国家和部分发展中国家而言，养老金体系是金融体系的重要组成部分，根据 OECD 的统计显示，截至 2016 年美国、荷兰、新加坡、南非养老金规模占 GDP 的比重分别达到 135%、180%、79%、101%。REITs 制度的引入将使各国养老金受益。一方面，REITs 相比于债券投资有着更好的收益率，相比于股票投资减小了估值变动风险，相对于直接不动产投资有着更强的流动性，其低风险、高收益、强制分红的特性有利于实现养老金每年需要定额支付的要求。另一方面，养老金是不动产投资资金的重要来源，良好的养老金体系有利于促进不动产行业的发展，形成不动产行业投资的闭环。根据 Preqin 的统计，各类养老金对于不动产行业的投资额占全部机构投资者对于不动产行业的投资额的 90%⁷，其中超过 50% 的养老金参与了 REITs 投资。规模化 REITs 和成功运作的市场化养老金体系有着正向相关关系。

综上所述，REITs 市场建设对于国家的经济发展起重要作用。

⁶ 数据来源：OECD，PENSION MARKETS IN FOCUS 2017

⁷ 数据来源：PREQIN REAL ESTATE ONLINE，2017.6

REITs一方面能够助力国家财政政策的实施,拓宽税基,改善财政;另一方面,REITs能够吸引民间资本、海外资本参与国内不动产市场,增加不动产市场活力,缓解不动产企业资金压力,使整个金融体系受益。

三、REITs 出台的波折与发展：以美国为例

REITs 的推出是一个复杂的过程。一方面,立法和政策制定本身就是漫长的过程,从最初的提案形成到权力机关审议通过,再到最后的条令成形可能需要数年的时间;另一方面,REITs 制度的建设需要建立和完善与之相配套的法律、税收、交易等制度,这也绝非易事。REITs 制度的出台往往不是一帆风顺的,一个国家 REITs 制度出台的波折往往与国家的经济形势紧密相连。作为 REITs 制度的起源,厘清美国 REITs 出台的波折与发展,有助于我们进一步理解 REITs 市场建设与国家经济发展之间的关系。

REITs 在美国最早可追溯至 19 世纪,根据马萨诸塞州法律的规定,公司只能以经营为目的持有不动产,不能对不动产进行投资,而 REITs 架构被允许进行不动产投资。依照该项法律,马萨诸塞商业信托成为了不动产投资的有效工具,投资了波士顿的数处不动产,这一发展模式也在之后被推广到其他州和主要城市。

税负是 REITs 在美国进一步发展最重要的影响因素。根据 1909 税收法案、1913 税收法案，REITs 免于承担企业所得税，但要求 REITs 只能被动持有不动产并收取租金，不能进行任何其他的主动经营活动。直到 1935 年，美国最高法院判决包括 REITs 在内的投资信托应当征税。1936 年公布的税收法案则进一步明确了股票投资信托可以免税，但 REITs 应当征税。

40 年代末，美国不动产价格急剧上涨；50 年代初，美国更是迎来了经济增长的黄金期。但在双重课税的影响下，美国 REITs 行业极剧衰退。包括全美住宅建筑商协会在内的诸多不动产行业和华尔街人士对政府进行游说，希望取消对 REITs 的双重征税，推出新的 REITs 制度，使得更多的资本能够参与不动产市场，中小投资者也可以受惠于不动产市场的增长。1956 年，美国国会通过了 REITs 法案，但该法案没有被艾森豪威尔总统签署。艾森豪威尔总统提出的理由包括：REITs 法案会导致企业持有不动产和 REITs 持有不动产税负待遇的不公平；REITs 法案可能会降低政府的税收；股票投资信托在公司利润和投资者所得两个环节同样进行了双重征税。

1960 年，美国国会通过了《雪茄消费税扩展法》，其中包

括对于 REITs 的免税。这一次，艾森豪威尔总统通过了这项法案。两次议案的内容并没有发生实质性的变化，艾森豪威尔总统对于 REITs 推出的态度转变源自经济条件的变化。1957 年开始，美国陷入二战后的第三次经济衰退，1957 年 3 月至 1958 年 4 月，美国工业产值下降 13%，失业率升至 7.5%，通胀指数也增至 4.2%，1958 年一季度 GDP 同比增速为惊人的 -10%。由于房地产市场的不景气，引入民间资本参与不动产市场建设的压力愈发急迫，美国政府也希望不动产企业能够拥有政府保证金之外的新融资渠道。

60 年代，美国的 REITs 市场取得了一定的增长。1965 年，Continental Mortgage Investors 登陆纽交所成为首支上市交易的 REITs，截至 1971 年底，共有 34 支 REITs 上市交易，总规模 15 亿美元。然而 70 年代初，在石油危机的冲击下美国经济衰退，工业生产下降 14%，不动产资产也大幅减值，至 1974 年底，53 支上市 REITs 的总规模仅有 7 亿美元，缩水超过一半。在这样的背景下，美国国会颁布了《1974 年房地产投资信托税收法》，允许 REITs 在收购一个物业 90 天后，将物业交给另一个独立承包者试运营，为抵押型 REITs 的发展提供了空间。1976 年，福

特总统进一步签署了《REIT 简化修正案》，允许 REITs 在原有商业信托的基础上以公司的形式成立。在此之后，美国的 REITs 市场实现了突飞猛进的壮大和发展，截至 1985 年，共有 82 亿 REITs 上市交易，总规模 77 亿美元。在此期间，REITs 相关政策的出台依然与经济的兴衰紧密相连。1979-1980 年，第二次石油危机爆发，美国经济又一次陷入衰退，1980 年二季度美国 GDP 同比增长为 -8%。1981 年，里根政府通过《经济复兴税收法案》，允许房地产企业采用加速折旧的会计处理进行避税，进一步刺激房地产市场，但 REITs 以外的制度如合伙制同样能够享受到该政策的优惠，降低了该法案对于 REITs 的价值。在 1970-1982 长达 12 年的经济滞胀周期结束之后，美国国会于 1986 年通过了《税收改革法案》，并相继出台了 REITs 相关的法律法规，成为了 REITs 发展历史中最重要的制度性变化。该法案一方面对合伙制房地产企业的避税加以限制，使得 REITs 相比其他形式的组织结构具有更多的税收优势；另一方面允许 REITs 直接拥有和经营房地产，结束了 REITs 只能被动投资房地产的历史，使得 REITs 能够展现其对于不动产行业的价值。1986 年之后，美国 REITs 市场实现井喷式发展，截至 2017 年底，共有 222 支 REITs 上市

交易，总规模达到 1.1 万亿美元。

图 1 展示了美国 1931 年至 2015 年之间的经济增长和房价增长情况。其 50 年代末、70 年代中期、80 年代中期三次较为集中的 REITs 政策出台都在经济衰退或危机之后，旨在建设更为高效的 REITs 市场，为不动产市场提供创造的价值，进一步为摆脱经济衰退、引领经济发展提供能量，进一步说明 REITs 建设的波折与经济周期之间的关系。

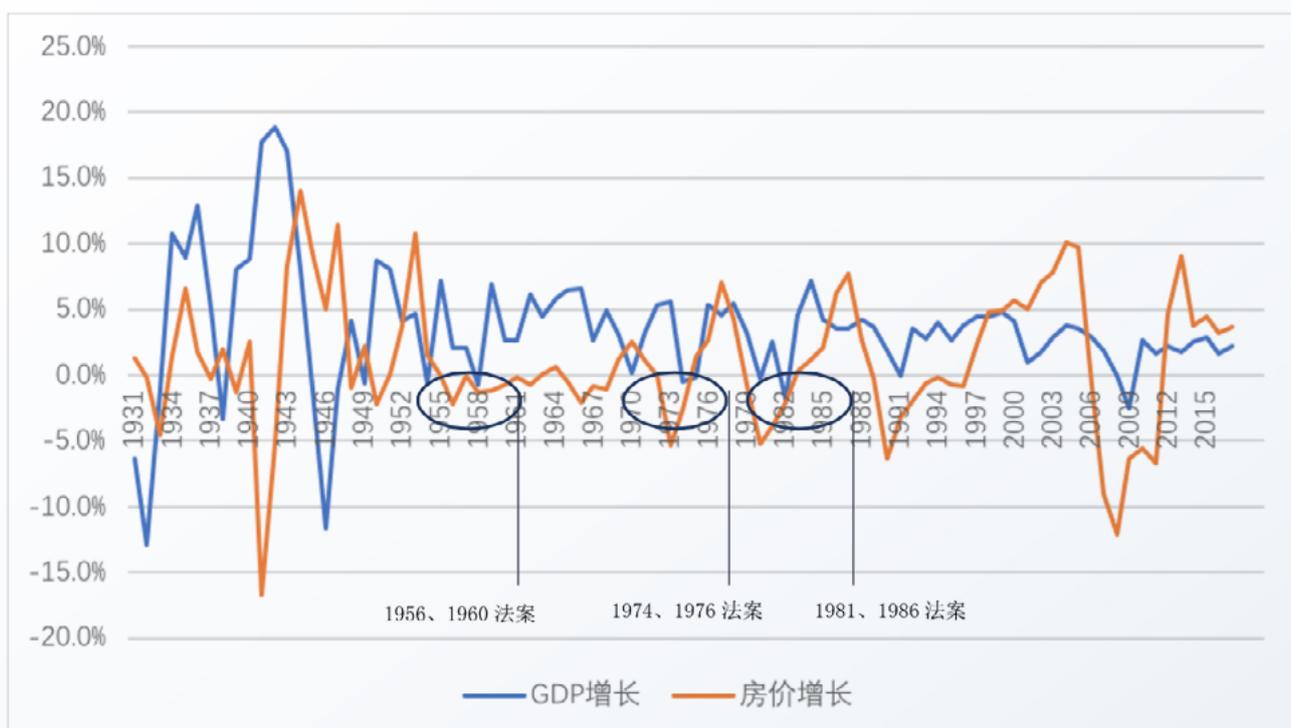


图 1 美国的 REITs 政策出台时点、GDP 增长与房价增长

REITs 市场的建设存在波折，REITs 市场发展的政策制定

和经济周期息息相关并不是美国特有的现象。如新加坡 1985-1986 年发生经济危机，GDP 增速由 8% 跌至 0 左右，房地产市场同样萎靡不振。1986 年，新加坡房地产咨询委员会建议引入 REITs，作为房地产重振战略重要的组成部分，但并未成功实施，直至 1997-1998 亚洲金融危机爆发，新加坡经济再次陷入危机，楼市低迷，银行体系的坏账又使得民众不愿意参与房地产市场，REITs 的推出才被重新提上日程，新加坡金融管理局于 1999 年发布了第一版的《新加坡房地产基金指引》，并在 2001 年制定了《税收透明规则》和《证券和期货法则》，对 REITs 上市进行专门的规定。又如印度，其探求 REITs 市场建设同样达近 10 年之久。2007 年，印度证券交易所（SEBI）就提出了 REITs 制度的草案，但由于税收的透明度和明确性，该草案未获通过。2008 年伴随着金融危机的爆发，该草案在公众的视野中不了了之。2011-2012 年，印度陷入经济增长动能不足的困境，经济增速由 10% 回落至 6% 左右。2013 年 SEBI 再次发出关于 REITs 制度的草案并广泛征求意见。2014 年，SEBI 正式发布 REITs 规则，国家也在 2015 年进行了关于股利税等税制方面的改革。

四、REITs 市场建设与中国经济转型升级

对于其他国家和地区 REITs 市场建设过程中的波折，本文不一而足，但美国等国家 REITs 市场建设的经验足以启发我们：REITs 政策的实施有望成为我国经济发展和转型的重要抓手。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局召开会议，对我国当前经济形势进行了分析。会议指出，当前中国经济稳中有变，外部环境发生明显变化，要树立“稳中求进”的总基调，保持经济社会大局稳定，深入推进供给侧结构性改革，打好“三大攻坚战”，加快建设现代化经济体系，推动高质量发展。在当前经济形势下，REITs 的出台对中国经济发展有着至关重要的意义。从中短期看，应对变化的外部环境和日益增大的经济下行压力，REITs 市场建设将成为中国经济的“稳定剂”，保障经济平稳运行；从长期看，REITs 将成为深入推进中国供给侧改革，推动经济高质量发展的“助推剂”，助力中国经济转型升级。

从经济稳定的角度，今年 7 月召开的国务院常务会议明确指出要保持宏观政策稳定，“积极的财政政策要更加积极”，一方面聚焦减税降费，降低实体经济融资成本；另一方面加大基础设施建设力度，推动在建基础设施项目早见成效。在如今积极财政

政策的背景下推出 REITs，建设与之相配套的税收制度，契合减税降费的政策要求，而 REITs 的出台亦将反哺财政政策的实施。建设 REITs 市场，将为 PPP 及基础设施投资提供可行的全新途径。PPP 项目资产证券化是保障 PPP 项目持续健康发展的重要机制，基础设施作为一类重要的不动产，PPP 项目为基础设施 REITs 提供大量的优质并购标的，从而使得基础设施 REITs 成为 PPP 项目投资人的退出通道之一。资本的收益和退出是社会资本考虑是否介入项目的两个重要问题。基础设施 REITs 的推出，结合税收等优惠政策，将会增加 PPP 项目对社会资本投入的吸引力，最终支持基础设施项目建设。REITs 的引入还有望改善政府财政，国际经验表明，规模化的 REITs 市场能够拓宽税基，REITs 作为一个高流动性的市场将创造更多的合理税源，优化税收结构，使财政能够在更多的其他领域减税降费。

引入 REITs 还有助于国内金融市场的稳定，符合政治局会议“稳金融”的要求，国内不动产与银行关联密切，无论是建设开发贷款，还是经营性物业贷款基本都体现在银行资产负债表上。不动产价格的大幅下滑将给银行业带来系统性风险，甚至危及中国金融安全。通过引入 REITs 产品，有利于化解信贷市场的期限

错配和高杠杆风险，增强全社会的风险分担能力，降低系统性金融风险。

从经济转型的角度，中央提出供给侧结构性改革，强调更多地使用市场化手段，落实“三去一降一补”以推动经济转型。而 REITs 将成为金融服务供给侧改革的重要抓手。改革开放以来，中国经济的增长模式主要靠投资拉动，期间积累了大量过剩产能，形成了大量房地产库存，REITs 的推出有助于盘活巨额存量资产，如长租 REITs、养老 REITs 等有望成为化解中国存量房产的新途径。REITs 市场的开发还有利于推动不动产行业产业升级，向高质量的盈利模式转变，由“开发 + 出售”的模式转变为一次性销售与持续性收入并重的模式。中国长期以来的不动产开发，主要是“拿地 + 开发 + 销售”模式，该模式下资金占用周期长，特别是商业地产运营，往往以长期租赁获取租金来实现收益，资本沉淀大，是典型的重资产运营。引进 REITs 制度后，开发商可以等商业项目运营成熟后，通过 REITs 的发行实现资金的回笼，同时通过持有部分 REITs 份额，享受分红和物业升值收益，促使不动产行业由重资产向轻资产转型。REITs 的证券化过程，涉及不动产资产的评估、出售、打包等环节，市场建设本身会使得不动产交易、

经营过程更加规范化，优化不动产市场环境。

REITs 的出台还有助于中国金融市场的转型和升级，帮助中国资产管理行业良性发展。中国资管市场已进入总规模约 120 万亿人民币“大时代”。家庭财富和可投资资产的增长为资产管理行业创造了巨大的需求缺口，也要求资管市场能够提供更多类型的金融产品，形成差异化、全序列的投资产品线，更好地匹配不同投资者的风险偏好、满足投资收益需求以及流动性需求。REITs 将成为机构投资者的新选择。作为一种高比例分红、高收益风险比的长期投资工具，是高质量、成熟的、标准化的金融产品，REITs 完美匹配了险资、保险金等机构投资者的投资需求。中国养老保障体系主要包括三大支柱：基本养老保险、企业年金、商业养老保险。现阶段，中国企业年金的覆盖率仍较低，国家基本养老保险辅以个人商业养老保险是养老体系的主要支柱。对于第一、第三支柱养老金等长投资期限、风险偏好稳健的基金，以优质不动产为基础资产的公募 REITs 能够在长期限内提供稳定可靠的现金流，并实现不错的回报率，满足该类资产的投资需求，缓解养老金收支平衡的压力。

公募 REITs 的推出能够降低不动产投资的参与门槛，使得普

通的个人投资者也能够享受国家发展的红利，为居民的财产性收入提供大类资产，充分体现了普惠性。REITs 是分散地域风险十分有限的工具，对于国际投资者也具有重要的配置价值。中国版 REITs 的产生，有利于吸引外资助力中国经济，发挥中国对世界的影响力。在二级市场进行交易的 REITs 将起到价值发现的功能，反映不动产市场的真实情况，成为指导政策制定和实施的真实信号。REITs 还能够丰富资本市场工具，拓宽央行在公开市场业务中的交易对象，成为新常态下的货币政策传导机制之一。

综上所述，考虑到 REITs 市场建设对于中国经济稳定发展和中国经济转型升级的巨大作用，在当今的经济形势下，REITs 的推出正当其时，应尽快推出相关法律法规以及业务指引，正式启动并大力推进中国 REITs 公募试点。

五、总结

自 REITs 制度 1960 年从美国诞生之日起，其在多个国家不断发展壮大，成为全球金融市场中重要的大类资产。截至 2018 年 7 月，已有 37 个国家立法出台 REITs 制度，REITs 全球总市值达到 2 万亿美元⁸。

⁸数据来源：NAREIT

纵观 REITs 的发展史，各个国家推出 REITs 的契机往往与自身的经济周期有着密不可分的关联。除去极少数国家在经济的繁荣周期推出 REITs，绝大多数的国家在经济危机、经济衰退或经济高速发展动力不足时出台 REITs 相关的法律法规：1、较为发达的国家，往往在经济长期低迷时出台 REITs。如 1960 年的美国，1994 年的加拿大，2000 年的日本，21 世纪初期的法国、德国、意大利等；2、增长较快的新兴经济体，往往在突然出现的经济危机之后出台 REITs。如 1994 年的巴西，亚洲金融风暴过后的新加坡、韩国、香港、马来西亚等国，及 2009 年的哥斯达黎加等；3、经济高速增长的发展中国家，往往在增速从高逐渐放缓时出台 REITs，以为经济的发展提供新动能。如 2007 年的泰国、2008 年的巴基斯坦、2013 年的肯尼亚、2014 年的印度等。

REITs 的出台契机与经济周期之间的关联绝非偶然，REITs 市场建设对于国家的经济发展有着重要的作用，能够帮助国家摆脱低迷、走出危机、为经济发展提供新动能。在财政政策方面：REITs 可以吸引社会资本参与不动产行业建设，增加不动产行业的产业活力，提升每单位用于房地产业和基础设施建设财政支出的回报，而不动产行业是大部分国家经济体系中至关重要的组成

部分；REITs 的推出也可以开拓税基，高度流动性的 REITs 市场为财政增添合理税源，也为财政支出的国有资本提供了在未来退出的新渠道。在货币政策方面：REITs 的出台可以匹配投资者的部分投资需求，吸引社会资本和海外资本参与投资，改善房地产企业的资金面，降低房地产企业的融资成本，使整个金融体系在经济的低迷周期中更为稳定。

在当前的中国经济形势下，保障经济平稳运行、推动经济转型升级至关重要，REITs 市场建设有望成为经济平稳运行的“稳定剂”和经济转型升级的“助推剂”。REITs 制度的出台符合当前减税降费的政策取向，可以更好的配合大规模基础设施建设财政支出，广泛吸引社会资本的参与；REITs 的推出还可以增加合理税源，改善税收和财政，将预算用于其他领域。国内不动产与银行关联密切，REITs 制度的出台可以改善不动产行业的经营，有利于化解信贷市场的期限错配和高杠杆风险，促进金融市场的稳定。REITs 的实施将成为我国供给侧改革的有力抓手，通过租赁住房 REITs、养老 REITs 等有望盘活现有的大量房地产库存。REITs 市场能够助力不动产行业的转型升级，推动不动产企业由重资产化运营向轻资产转型，建立全新的高质量盈利模式。

REITs 制度的建设还有助于推动我国金融市场的转型升级，促进资产管理市场的良性发展。作为高收益、低风险，长投资期限的金融产品，REITs 将成为机构投资者的新选择，对于个人投资者而言也将成为具有普惠性的大类资产。REITs 具有价值发现的功能，反映不动产市场的真实情况，成为政策制定的“锚”。中国版 REITs 的产生，有利于吸引外资参与中国经济，发挥中国对于世界的影响力。历史的进程循环往复，今日的契机已然来临。我们建议：应大力推进中国公募 REITs 试点，中国版 REITs 的推出正当其时！

参考文献

刘运宏，赵磊 .REITs 运行模式研究：国际经验与制度选择 [J]. 首都师范大学学报（社会科学版），2010(05):45-50.

郭草敏，何雨晨 . 全球 REITs 发展与现状 [J]. 银行家，2017(01):73-76.

Brounen D, de Koning S. 50 years of real estate investment trusts: an international examination of the rise and performance of REITs[J]. Journal of Real Estate Literature, 2013, 20(2): 197-

223.

Durrett A O. The Real Estate Investment Trust: A New Medium for Investors[J]. Wm. & Mary L. Rev., 1961, 3: 140.

Graff R. Economic analysis suggests that REIT investment characteristics are not as advertised[J]. Journal of Real Estate Portfolio Management, 2001, 7(2): 99-124.

Hall, John T. 1974. REITS: The First Decade, A Collection of Writings. John T. Hall, Inc. Mequon, Wisconsin.

Jones, Sheldon A., Laura M. Moret and James M. Storey. 1988. "The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies." Delaware Journal of Corporate Law. Volume 13: 421-58.

Joseph O, Graeme N, Tien-Foo S. The growth of REIT markets in Asia[J]. Journal of Real Estate Literature, 2006, 14(2): 203-222.

Kim J, Lee S Y. A Study of Real Estate Trust in Korea[C]// Pacific Rim Real Estate Society Conference. 2000.

Kiplinger Magazine. 1962. "Real Estate Investment Trusts." Changing Times. January: 27-30.

Louargand M A. The Global REIT Revolution[J]. REAL

ESTATE ISSUES-AMERICAN SOCIETY OF REAL ESTATE COUNSELORS, 2007, 32(1): 1.

National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT). 2018. “Historical REIT Industry Market Capitalization: 1972- 2017” Table. Available at: <http://www.reit.com/DataAndResearch/US-REIT-Industry-MarketCap.aspx>, accessed August 8, 2018.

Pellerin S, Sabol S, Walter J. mREITs and their risks[J]. 2013.

PricewaterhouseCoopers (PwC). 2018. “India’s New Real Estate and Infrastructure trusts: The Way Forward”.

Valachi, Donald J. 1977. “REITs: A Historical Perspective.” The Appraisal Journal. July: 449-55.

附：报告 1 <http://www.gsm.pku.edu.cn/1.pdf>

报告 2 <http://www.gsm.pku.edu.cn/2.pdf>

报告 3 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/33333.pdf>

报告 4 <http://www.gsm.pku.edu.cn/444.pdf>

报告 5 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/7890.pdf>

报告 6 <http://www.gsm.pku.edu.cn/12626262.pdf>

“光华思想力”是北大光华的智库平台，旨在立足新时代中国，遵规范的学术标准，循前沿的科学方法，做世界水平的中国学问。“光华思想力”扎根中国大地，紧紧围绕中国经济和商业实践开展研究；提供政策建议和咨询，服务经济社会发展；研究市场规律和趋势，服务企业前沿实践；讲好中国故事，提升商学教育，支撑中国实践，贡献中国方案。



北京大学光华管理学院

网址：<http://www.gsm.pku.edu.cn>

邮件：media@gsm.pku.edu.cn

电话：010-62747137

地址：北京市海淀区颐和园路 5 号