



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八

# 中国REITs制度的 特征与实现路径



2018年12月

## 中国 REITs 制度的特征与实现路径 1

**摘要：**中国 REITs 制度的设计应借鉴成熟 REITs 市场的经验，具备收入与资产结构要求、强制分配、税收中性等标准化 REITs 的特点，同时根据中国金融市场现状，以公募的权益型 REITs 市场建设为重点。中国 REITs 的实现路径主要包括设立新券、企业 ABS 公募化、以及“公募基金 + ABS”三种可行模式。我们建议：考虑到中国 REITs 制度建设的紧迫性和重要性，应以“企业 ABS 公募化”、或“公募基金 + ABS”模式为起点尽快出台 REITs 试点，并早日开展新券模式的探索。

REITs 是集合投资者资金，由专业管理人投资于能产生稳定现金流的不动产资产，并将现金流收入及时派息分配的契约型或公司型基金。REITs 的本质是将不动产资产产生的、大规模的、长期的、稳定的现金流在资本市场证券化，连接资金的供给方和需求方，从而实现资源整合与跨期配置。随着新常态下经济转型的推进，推出中国 REITs 已变得尤为迫切。

纵观全球 REITs 制度，虽然在产生背景、产品形式、法律载

---

<sup>1</sup> 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：张峥、刘俏、闫云松、周芊、李尚宸。

体等方面不尽相同，但各国 REITs 制度具有明显的共性，这些共性包括：收入与资产结构的要求，即 REITs 大部分资产应投资于成熟不动产；REITs 收入应高比例分配给投资者；REITs 层面具有税收优惠等等。除了这些特征之外，还有一些多数国家采用的较为普遍的制度，例如以权益性 REITs 为重点，股权分散化要求，公开募集与上市交易，对杠杆率加以限制等等。中国 REITs 制度的设计需要借鉴成熟 REITs 市场的经验，同时根据中国金融市场现状，以解决中国不动产金融的核心问题为目的。我们认为，中国 REITs 制度除了应具备 REITs 的公共特征之外，应以上市交易的公募权益型 REITs 为发展重点，对 REITs 的杠杆率加以限制，建立关于售出物业增值部分的强制分配制度和基于持有期限的税收制度，在投资者层面建立基于持有期限的股利税收减免制度。

中国 REITs 的实现主要包括三条路径：一、将 REITs 作为与股票、债券并列的新券种的“新券模式”；二、对类 REITs 进行公募化的“ABS 公募化模式”；三、以公募基金投资不动产 ABS 为基础的“公募基金 + ABS 模式”。新券模式结构简单，不用受到公募基金、企业 ABS 等既有规则的束缚，增加了制度设计的自由度，但相当于从零开始进行 REITs 立法，需要一定的时间进行

摸索和尝试；“企业 ABS 公募化”模式充分借鉴了目前类 REITs 的产品模式，解决了类 REITs 产品私募发行、缺乏流动性的问题，各相关方都有比较充分的认识，但采用该模式需要新的产品设计以更好地突出 ABS 的权益属性；“公募基金 +ABS”模式依赖对公募基金的“双十限制”进行放松，充分借鉴了现有的制度框架，具有可操作性，但该模式下 REITs 可能难以与现有的公募基金体系相结合，治理问题较为复杂。

我们认为，现阶段中国 REITs 建设的法律框架、监管环境、市场准备等条件已基本成熟，无论采用哪种模式都具有可行性。考虑到经济新常态下 REITs 制度出台的紧迫性，应以“企业 ABS 公募化模式”或“公募基金 +ABS”模式为起点尽快推出 REITs 制度，并逐步探索新券模式，确保中国 REITs 制度早日为中国经济的发展贡献力量。

## 一、全球 REITs 制度比较研究

从微观的角度看，REITs 是一种满足特定制度要求的金融产品。截至 2018 年 7 月，全球共有 41 个国家或地区出台了 REITs 制度。其中，根据安永 2017 年发布的《全球 REITs 市场》报告，目前 12 个国家或地区建立了较为完善的 REITs 制度，包括

美国、加拿大、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港、新西兰、英国、法国、德国、比利时、荷兰。本文对这 12 个 REITs 制度较为完善的国家进行了制度梳理，其结果如文后附表所示。在各国 REITs 市场建设的实践中，其 REITs 制度在某些方面具有明显的共性，这些共性构成 REITs 制度的核心层：

第一、收入与资产结构的要求，即 REITs 应投资于成熟的不动产资产，以不动产产生的长期、稳定的现金流作为主要收入来源。尽管具体的规定方式不同，各国 REITs 制度无一例外的对 REITs 的经营活动进行限制。美国、英国、加拿大、新加坡、德国等国家均设定了不动产的最低资产比例、来源于不动产的最低收入比例；澳大利亚、法国、中国香港等国家和地区则以审核是否主要进行“合格不动产投资”作为税收优惠的前提条件；各国和地区还往往对 REITs 进行房地产开发、短期交易、持有其他公司股票等加以限制，以确保 REITs 持有的底层资产的成熟与优良属性。

第二、对 REITs 收入进行强制分配。12 个国家和地区均作出了有关强制分配制度的规定，美国、新加坡、英国等国家明确规定了租金等一般性收入的分红比例不得低于 90%，澳大利亚、加

拿大等则对不分红的部分按最高税率进行征税以确保 REITs 向投资者进行分红。利润的强制分配保障了基于不动产而产生的长期、稳定的现金流能够流入投资者手中。

第三、在 REITs 层面实施税收优惠政策。REITs 制度是税收驱动的。对基于不动产长期、稳定现金流所产生的一般性收入，在 REITs 层面进行所得税的免除。在 12 个市场之中，几乎均保持了税收中性的原则，免除 REITs 对于租金收入等一般性收入的所得税，这样避免了投资者入手的现金流被双重征税。另外，相关税收政策并不对不动产买卖、租赁中的交易税、印花税、房产税等常规税种进行大量减免。

除了上述在所有国家和地区中均具有一致性的核心特质之外，还存在一些被大多数国家和地区所采用的较为普遍的制度，这些也是 REITs 制度的重要组成部分：

第一，以权益型 REITs 为发展重点。在各国和地区的 REITs 制度实践中，REITs 具有浓厚的权益属性。一方面对于投资者而言，其持有的是基金份额或者公司股权，以 REITs 所获利润的分红作为主要的收益来源，与债权有着明显的区别。另一方面，REITs

实体也主要投资于成熟的不动产产权，只有少部分抵押型 REITs 投资于房地产抵押贷款等债权。根据 Nareit 对美国 REITs 市场市值的统计，截至 2017 年底抵押型 REITs 的占比仅有 6%，权益型 REITs 高达 94%。

第二，公开募集与上市交易。各国的 REITs 制度均以公开募集和强制上市为主，但美国、澳大利亚、日本等国家均给予私募 REITs 足够的发展空间，允许 REITs 非上市交易。根据 Nareit 的统计，全球 REITs 总市值中，超过 70% 都上市交易。但非上市交易 REITs 均与上市交易 REITs 相关。部分为因各种原因退市 REITs，部分为拟孵化为公开上市 REITs，而参照上市 REITs 要求运作管理。非上市与公募 REITs 制度体系一定要结合，共同推进，一方提供流动性与退出，一方提供孵化或退市安排。

第三，杠杆率限制。不同国家和地区对于 REITs 的杠杆率的限制存在差异，如新加坡、中国香港均要求 REITs 的杠杆率不超过 45%，英国、比利时对利息覆盖比率规定了 1.25 倍的下限，而美国、日本等国家未对 REITs 的杠杆率做出限制。REITs 设定杠杆率的主要目的在于避免收入主要用于利息的偿付，保障股东

或份额持有人的权益。

第四、对物业增值部分的分配和税收政策。不同国家对于 REITs 将物业出售的增值部分采取不同的分配政策和税收政策，如美国、新加坡未对物业出售的增值部分设定强制分配的要求，而日本、加拿大则有着很高的强制分配比例。

第五、投资者层面的税收优惠政策。大多数国家在 REITs 税收制度的实践中秉持着税收中性的原则，REITs 主体无须缴纳所得税，但是否在 REITs 投资者层面进行税收优惠是一个重要的外延问题。为了促进 REITs 市场的发展，中国香港对 REITs 投资者的股利和利得免税，新加坡则对个人投资者给予免税，澳大利亚则对于本国的个人投资者给予一部分的税收折扣。

REITs 制度所包含的主要关键词是：成熟不动产投资、税收中性、强制分配、权益型、公募、杠杆限制等。Tufano (1995) 指出，金融产品创新背后的主要驱动力有两个方面，其一是满足全社会的金融需求，完善金融体系的功能，其二是降低金融交易的成本。这一理论可以解释 REITs 制度的建立和发展。一方面，不动产项目的建设和运营需要大规模的资金支持，具有巨大的融资需求；另一方面，社会闲置资金也需要有适当的投资机会。如

何用低成本和高效率的方式将资金的供给方和需求方连接？该问题是金融服务业要解决的核心问题。我们知道，不确定性与信息不对称是金融交易中产生交易成本的重要源头，金融中介（间接金融）和金融市场（直接金融）都为此问题提供了自己的解决方案。

在间接金融的体系中，商业银行作为中介机构，承担降低信息不对称、识别风险和管理风险的职能，以债权的方式提供融资。不动产资产体量巨大，风险特性多样，生命周期长。如果不动产融资大部分由商业银行体系承担，业务内生存在期限错配、流动性错配和信用错配，将不动产资产的风险聚集在银行的资产负债表上，从宏观上势必会增大整个金融体系的风险。因此，从长期来看，商业银行体系只可以部分解决不动产金融的需求。

直接金融的思想在于，创造出理想的金融产品，通过市场交易来连接投融资双方。在金融市场中，为识别和管理风险，降低信息不对称的影响，产品设计遵循的理念包括：使资金端与资产端能够风险匹配、流动性匹配；采取专业管理和主动管理。在不动产项目的生命周期中，投资者面临的投资风险和不对称程度在不同阶段显著不同，其开发期投资风险和不对称程度相对较高，成熟期的风险和不对称程度相对较低。相比于仍处

在开发阶段的不动产，成熟不动产资产以现金流为基础，透明度高，不容易产生估值的分歧。REITs 产品的定位于不动产项目的成熟期，将不动产资产产生的、大规模的、长期的、相对稳定的现金流在资本市场证券化。REITs 强制分红制度、避免二次征税保障了投资者到手现金流与不动产资产经营的强相关性。在此过程中，风险匹配体现在用权益型 REITs 来证券化有风险的永续现金流，对接长期资金；流动性匹配体现在公开募集和上市，满足投资者的流动性需要。REITs 是不动产全生命周期融资中重要一环，它拓展了投资者的投资渠道，提升了金融体系的风险分担能力。

REITs 制度对于间接融资体系的重要意义在于，它给予了债权资金以退出可能与流动性安排，保障并大幅度提高了银行债权资金的安全度。

## 二、中国 REITs 制度的特征

中国 REITs 制度的设计需要借鉴成熟 REITs 市场的经验，同时根据中国金融市场现状，以解决中国不动产金融的核心问题为目的。首先，针对能够产生长期、稳定现金流的优质不动产，应在制度层面对“不动产资产”、“不动产收入”进行明确的定义，并对于 REITs 的合格不动产资产与收入比例加以限制，确保

REITs 主要投资于具有现金流基础的成熟不动产。参照美国的规定，合格不动产资产占总资产比重应不低于 75%，合格不动产收入占总收入比重应不低于 75%。

其次，强制的分配制度为投资者提供了确定性，保障绝大部分的 REITs 收入能够流入投资者手中。与其他国家和地区相比，中国存在租金收益率偏低的问题，REITs 投资者不仅希望获取稳定的租金收入，同样希望分享中国经济增长、物业升值的红利。因此在租金收入的强制分红之外，中国 REITs 应考虑对物业售出的利得部分同样提出强制分配的要求。

第三，中国 REITs 应以税收中性为基本原则，并对符合特定条件的 REITs 实体和 REITs 投资者提供税收优惠。现阶段中国在 REITs 设立、REITs 经营等环节中的税负较高，极大的增加 REITs 的交易成本，限制了 REITs 的发展。中国 REITs 制度应确保以 REITs 持有并经营资产所承担的税负不应大于投资者自行持有并经营资产所承担的税负。具体来看，在 REITs 的设立层面，可考虑允许企业适用与企业内部资产重组相关的税收政策和规定，避免高昂的增值税、土地增值税和所得税；在 REITs 的经营层面，REITs 持有并出租房屋的税负可参照个人持有并出租房屋的标准，

借鉴国际惯例，对于分红的部分免征 REITs 所得税或给予优惠税率，在投资者层面征收个人所得税。此外，应通过税收优惠政策鼓励 REITs 长期持有不动产，可以考虑具体的持有年限，在达到一定年限后对 REITs 物业出售的增值部分减税。在投资者层面，应延续上市公司股息红利差别化个人所得税政策，建立健全基于持有期限的股息征税差异化制度，对持有 REITs 期限超过特定年限的投资者获得的股利免征个人所得税。由于股利是 REITs 投资重要的收益来源，该制度将充分保障投资者的利益，促进 REITs 市场的发展；免税以持有期限为基础则匹配了 REITs 作为长期不动产投资工具的属性，抑制 REITs 市场的短期投机。

第四，中国 REITs 应以公募的权益型 REITs 建设为核心。总体的风险收益匹配和风险分担，具有权益性质 REITs 产品不可或缺。中国 REITs 应鼓励发起设立权益型 REITs，也允许发行固定收益特性 REITs 基金，以及混合型的 REITs 基金。目前，基于能够产生长期、稳定现金流的优质不动产，以专项资产管理计划为载体的不动产资产证券化“类 REITs”模式已经初具规模，但目前类 REITs 的劣后级比例偏低且多为发行人自持，主要作为高收益率的固定收益产品，缺乏权益属性。由于类 REITs 私募发行，

市场缺乏流动性。具有流动性的公募的权益型 REITs 市场是中国不动产企业全生命周期融资的重要一环，并成为中国金融供给侧改革的重要组成部分。具体来看，可依托深交所、证交所，建立具有流动性的上市交易机制，使 REITs 真正成为具有普惠性的、高流动性的权益性投资工具。考虑到中国现有私募基金、ABS 等制度的基础之上，也应允许中国 REITs 进行私募，只针对机构投资者的私募模式能够成为 REITs 市场走向成熟的重要经验。

第五，中国 REITs 应对杠杆率加以限制。作为金融体系供给侧改革的重要组成部分，REITs 本身就有降低房地产企业杠杆率，化解银行体系的信贷风险的作用，对杠杆率的限制将保障 REITs 的持有人权益，并优化不动产市场的融资结构。可参照香港、新加坡的规定，REITs 的杠杆率不得高于 45%。

### 三、中国 REITs 的实现路径

国内监管部门和各市场主体对于中国 REITs 制度的探索从未停止。2007 年，人民银行、证监会各自成立了 REITs 专题研究小组，各相关监管部门启动中国 REITs 市场建设的推进工作。2008 年 12 月，国务院先后发布关于促进房地产市场健康发展的相关文件，明确提出开展 REITs 试点，拓宽不动产企业融资渠道。进入

2016年后，证监会债券部和机构部就REITs制度多次向机构征求意见。2016年10月，国务院发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，其中第11条“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。”发改委联合证监会发布的《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化相关工作的通知》的第8条提出，证监会将积极研究推出主要投资于资产支持证券的证券投资基金，推动REITs建设。

REITs的法律载体是REITs制度的核心。不同国家的REITs主体采用不同的载体，如新加坡、中国香港、澳大利亚等国家和地区的REITs采用单位信托，美国、英国等国家采用公司制，荷兰、新西兰等国家允许公募基金为作为REITs的载体。不同的载体由不同的法律法规约束，受不同的监管机构监管，具有不同的行为和运作模式。在中国现有的法律法规和金融市场体系之下，有三种较为可行的REITs模式：

第一，“新券”模式。该模式下，REITs将作为一种与股票、债券、基金、优先股、可转债等传统证券相并列的一种新设券种。中国《证券法》规定，在中华人民共和国境内，股票、公司债券

和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法。国务院对于证监会关于 REITs 立法进行行政审批，公布关于 REITs 试点的指导意见，使 REITs 成为拥有法律基础的可发行和交易的证券。证监会在国务院的授权下，开展一系列的 REITs 专项法规的制定，向符合要求证券公司、基金公司等机构发放 REITs 牌照。该模式下的架构较为简单，特殊目的公司 (SPV) 直接持有优质不动产资产并实现风险隔离，SPV 通过持牌机构发行 REITs 募集资金并上市交易。

第二，“企业 ABS 公募化”模式。该模式以专项资产支持计划为载体，在现有成熟的企业 ABS 交易结构基础上，仅在 ABS 的产品发行阶段将目前面向机构投资者或合格投资者的私募模式变成公募模式。具体来看，发起人根据自己的融资需求和拥有的资产情况，将符合证券化要求的优质不动产基础资产汇集成资产池。计划管理人根据发起人的委托，设立资产支持专项计划 (SPV)，发起人向专项计划转让基础资产，实现基础资产破产隔离的目的。计划管理人作为 SPV 的管理人和代表，管理整个业务过程中 SPV 的运营。SPV 与托管银行、承销机构、担保公司签订托管合同、承销协议、担保合同等，完善交易结构，进行信

用增级。在发行阶段，SPV 通过承销机构向广大投资者公开募集资金。证券发行完毕后在交易所挂牌上市，以实现流动性。

第三，“公募基金 +ABS”模式。该模式下的 REITs 以公募基金为载体，通过投资不动产支持证券或不动产项目股权间接持有不动产资产。该模式下，在产品层面，基石投资者和公众投资者购买能够场内交易的公募基金份额，委托公募基金经理进行不动产投资，基金经理将募集的资金投资于专项资产管理计划。在基础资产层面使用成熟的企业 ABS 架构，资管计划管理人根据发起人的委托，设立资产支持专项计划（SPV），发起人向专项计划转让能够产生持续现金流的基础资产，实现基础资产的破产隔离。

本文对于三种 REITs 发展模式的关键立法、优势、劣势加以总结，结果如表 2 所示。

表 1 中国 REITs 的三种模式

模式	关键立法	优势	劣势
新券模式	1、国务院发布《国务院关于开展 REITs 试点的指导意见》 2、证监会制定《REITs 试点管理办法》及配套指引	作为新券种进行立法，不受现有模式限制，增加中国 REITs 自由度	市场准入、审批指引、牌照发放、交易规则等各方面均缺乏经验
企业 ABS 公募化	1、修订证监会《关于证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》中关于发行的规定，出台公开发行的指引	有效借助企业 ABS (类 REITs) 的成熟机制与模式	需要打破 ABS 产品结构化的常态，以更好地体现中国版 REITs 的权益属性
公募基金+ABS	1、修订证监会《公开募集证券投资基金运作管理办法》，调整关于投资比例的限制 2、证监会规定 REITs 基金作为新的基金类别并出台一系列规定和指引	充分借鉴证券投资基金的经验，降低监管和立法成本	公募基金已经发展成为十分成熟的体系，纳入 REITs 可能存在冲突

在新券模式下，由证监会向国务院建议开展 REITs 试点，国务院在审批通过之后颁布关于开展 REITs 试点的指导意见，证监会在此基础上出台具体的 REITs 试点管理办法和一系列配套指引，中国优先股的出台都遵循了类似的路径。由于该模式将 REITs 作为全新的券种，不用受到公募基金、企业 ABS 等既有规则的束缚，增加了中国 REITs 设计的自由度。该模式结构简单，由 REITs 持牌机构作为管理人，职责较为明确。但是，新券模式相当于从零开始进行 REITs 立法，监管部门在市场准入、审批指引、牌照发放、交易规则等涉及的各项均缺乏相关经验，有着较大的立法成本。在新券模式下，REITs 制度出台之后各方均需要一定的时间进行摸索和尝试，持牌机构、投资者、不动产企业均需要时间来逐渐认识 REITs 这一全新的券种，监管部门根据市场的情况不断对 REITs 的法律法规加以完善和调整。

在企业 ABS 公募化模式下，最关键的立法调整在于证监会修订《关于证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》中关于专项资管计划发行的规定，并进一步对于 REITs 的公开发行业务出台指引。该种模式充分借鉴了目前类 REITs 的产品模式，各相关方都已经对类 REITs 模式形成了比较充分的认识，有利于

解决现阶段类 REITs 产品私募发行、缺乏流动性的问题。根据《规定》，“资产证券化业务，是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。”现阶段，不动产企业 ABS 均为结构化产品，存在着劣后级偏低且多为发起人自持的现象，权益性的劣后级成为了优先级信用增级的手段，降低了劣后级获得不动产现金流的确定性，不符合 REITs 强制分红的特点。若要解决 REITs 产品的权益性问题，需要提升结构化产品中的劣后级比例并将劣后级并向更多的投资者发行，也可以打破传统的结构化要求。

在“公募基金 +ABS”模式下，关键立法在于对《公开募集证券投资基金运作管理办法》进行相关修订。目前该办法规定：一只基金持有一家公司发行的证券，其市值不得超过基金资产净值的 10%；同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，不得超过该证券的 10%。由于国内很多优质商业物业体量较大，市场价值动辄近百亿元，过度要求投资分散度导致单只 REITs 基金规模过大，极大的增加了将大体量优质物业置入公募 REITs 的难度，使得“双十限制”制约了 REITs 通过“公募基金 +ABS”模式进行实现的最重要因素，建议至少将投资于单只

ABS 的比例限制放开至 50% 以上，让 REITS 充分反映不动产资产特性，分散化由合格投资者自己、底层物业资产收益支付主体的分散度和多样化来完成。此外，还应专设 REITs 基金作为新增的公募基金类别，明确约定该类基金对于不动产 ABS 投资的最低比例及最低的分红比例，以满足 REITs 制度的核心要求。该模式充分借鉴了现有的制度框架，具有可操作性，公募基金投资 ABS 有效避免了公募基金投资未上市公司股权或不动产可能存在的法律争议，同时借助企业 ABS 的成熟机制与模式进行合理估值，降低交易成本。然而，公募基金在中国的发展已经较为成熟，建立了一套自身的运作规则和体系，REITs 可能难以与现有的公募基金体系相结合。中国公募基金管理人擅长股票、债券投资，对不动产市场并不熟悉，而放松双十限制之后，将为公募基金对于 ABS 的尽职调查增加巨大的压力。由于“公募基金 + ABS 架构”下的管理模式属于外部管理模式，且该架构是多层架构，其治理问题更为复杂，如何在各层管理结构中对职能模块和管理重心进行分配，制定合适的治理体系存在一定的困难。此外，一旦立法过程中涉及对《投资基金法》的调整，将需要通过全国人大的审议，将增加立法的成本和时间。

在中国现有的法律法规和制度框架下，新券模式、企业 ABS 公募化模式、“公募基金 +ABS” 模式均具有可行性。相比较而言，由于企业 ABS 公募化模式和“公募基金 +ABS” 模式可以依赖现有对于企业 ABS 制度、公募基金制度的规定，具有更多的现实基础，有助于中国版 REITs 制度尽快出台；而新券模式，具有更大的制度自由度，亦与国际通行的 REITs 制度更加接轨。考虑到对于中国经济供给侧改革和不动产金融体系建设的重要作用，推出中国版 REITs 具有紧迫性，应当优先考虑以后两种模式为起点尽快推出 REITs 制度，同时逐步开展新券模式的探索，在未来条件成熟时对新券模式进行推广。

#### 四、总结

纵观全球 REITs 制度，各国 REITs 制度具有普遍的共性，这些共性包括：收入与资产结构的要求、收入强制分配、REITs 层面具有税收优惠等。除了这些特征之外，还存在一些多数国家采用的较为普遍的制度，包括：以权益性 REITs 为重点、股权分散化要求、公开募集与上市交易、对杠杆率加以限制等等。

具备这些特征的 REITs 制度，一方面满足了全社会的金融需求，匹配了不动产项目的建设运营的融资需求和社会闲置资金参

与不动产投资的投资需求，为不动产项目在成熟周期提供融资新方式，完善了不动产金融体系。另一方面，REITs 制度通过降低信息不对称，合理管控风险，降低了金融交易的成本，为不动产投融资双方创造价值。

中国 REITs 制度的推出需要借鉴成熟 REITs 市场的经验，同时根据中国金融市场现状，以解决中国不动产金融的核心问题为目的。我们认为：中国 REITs 应在制度层面对“不动产资产”“不动产收入”进行明确的定义，并对于 REITs 的合格不动产资产与收入比例加以限制；中国 REITs 应当提出严格的利润强制分配要求，对租金收入和物业出售的增值部分均提出分配要求；中国 REITs 应以税收中性为基本原则，并对符合特定条件的 REITs 实体和 REITs 投资者提供税收优惠。确保以 REITs 持有并经营资产所承担的税负不应大于投资者自行持有并经营资产所承担的税负，通过税收优惠政策鼓励 REITs 长期持有不动产，建立健全基于持有期限的股息征税差异化制度；中国 REITs 应以公募的权益型 REITs 建设为核心，依托深交所、证交所，建立具有流动性的上市交易机制，使 REITs 真正成为具有普惠性的、高流动性的权益性投资工具；中国 REITs 应对杠杆率加以限制，使得 REITs 制

度充分发挥化解银行体系的信贷风险的作用。

在中国现有的法律框架和市场基础下，REITs 制度主要包括三条路径：一、将 REITs 作为与股票、债券并列的新券种的“新券模式”；二、对类 REITs 进行公募化的“ABS 公募化模式”；三、以公募基金投资不动产 ABS 为基础的“公募基金 + ABS 模式”。

新券模式的优势在于结构简单，不用受到公募基金、企业 ABS 等既有规则的束缚，增加了中国版 REITs 的自由度，但相当于从零开始进行 REITs 立法，需要一定的时间进行各相关方摸索和尝试。“企业 ABS 公募化”模式充分借鉴了目前类 REITs 的产品模式，解决了类 REITs 产品私募发行、缺乏流动性的问题，各相关方都有比较充分的认识，但目前 ABS 产品劣后级比例偏低且多为发起人自持，未来需要更好的产品设计以体现 REITs 的权益属性。“公募基金 + ABS”模式充分借鉴了现有的制度框架，具有可操作性，公募基金投资 ABS 有效避免了公募基金投资未上市公司股权或不动产可能存在的法律争议，同时借助企业 ABS 的成熟机制与模式进行合理估值，降低交易成本。然而，该模式下 REITs 可能难以与现有的公募基金体系相兼容，多层次架构可能会导致治理问题较为复杂。

我们认为，现阶段中国版 REITs 建设的法律框架、监管环境、市场准备等条件已基本成熟，无论采用哪种模式都具有可行性。考虑到经济新常态下 REITs 制度出台的紧迫性，应以“企业 ABS 公募化模式”、“公募基金 + ABS”模式为起点尽快推出 REITs 制度，并逐步探索新券模式，确保中国版 REITs 制度早日为中国经济的发展贡献力量。

## 参考文献

Tufano Peter, 1995, Securities innovations: a historical and functional perspective, *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(4):90-104.

附表：各国/地区 REITs 制度总结<sup>2</sup>

	美国	澳大利亚	新加坡	日本
主体性质	公司制	单位信托、合股式信托	单位投资信托	信托或公司，实际均为公司
强制上市	否	非强制	强制	非强制
大股东持股比例	至少 100 个股东；前五大股权集中度不得超过 50%	无	至少 25%的份额由 500 个以上的股东持有	若上市，前 10 大少于 75%，前十大以外超过 1000 个股东
投资于不动产的资产	75%	主要进行合格的不动产投资	75%	若上市：70%；95%
来源于不动产的收入	75%；95%	无	90%	无
分散化要求	无	无	无	无
投资行为禁止	拥有 TRS 的股份不得超过总资产 25%；禁止拥有发行方证券超过 10%份额或自身 5%总资产	无	开发投资限制	不得拥有其他企业超过 50%的股份
杠杆率	无	超过 60%后税盾效应减弱	45%	无
利息倍数	无	无	无	无
融资渠道限制	无	无	无	只能向合格的机构投资者贷款
租金收入分配	90%	通常 100%，否则收税	90%	90%
资本利得分配	无要求	通常 100%，否则收税	无要求	90%
REITs 租金收入税负	分红部分免所得税	免印花税，免所得税，但不分红部分最高税率征税	交房产税 10%，免印花税，分红部分免所得税	1.4%房产税，5.3%营业税，分红部分免所得税
REITs 物业出售税负	分红部分免所得税	免印花税，免所得税，但不分红部分最高税率征税	免所得税	有印花税，分红部分免所得税

<sup>2</sup>资料来源：ERPA 《Global REIT Survey》（2017）、KPMG 《Insights in REITs: A Global Overview of the REIT Regimes》（2015）、PwC 《Compare and Contrast Worldwide REIT Regimes》（2017）

投资者租金收入分红税负	所得税(不同投资者比例不同)	企业 30%，个人 47%	机构投资者纳所得税 17%，个人投资者免税	所得税(不同投资者比例不同)
投资者物业出售分红税负	所得税(不同投资者比例不同)	企业 30%，个人 47% (本国个人投资者 50%折扣)	机构投资者纳所得税 17%，个人投资者免税	所得税(不同投资者比例不同)
投资者售出 REITs 利得税负	资本利得税	企业 30%，个人 47% (本国个人投资者 50%折扣)	免税	与分红相同的税率
	中国香港	英国	法国	比利时
主体性质	单位信托, 可通过 SPV 持有资产	符合要求的公司	股份公司、有限合伙	有限责任公司、有关股份的有限合伙
强制上市	强制	强制	强制	强制, IPO 至少 30%
大股东持股比例	无	单一股东持股不得超过 10%	非分支机构的大股东不得超过 60%; 表决时 2% 以下小股东占比 15% 以上	无
投资于不动产的资产	要求主要投资于不动产; 若名字中有含义, 该类不动产不得少于总资产 70%	不低于 75%	要求主要投资于不动产	主要进行不动产资产管理
来源于不动产的收入	无	不低于 75%	无	无
分散化要求	无	至少 3 处不动产, 每处不超过总资产 40%	无	每处不超过总资产 20%
投资行为禁止	开发投资不得超过总资产的 10%; 不得投资闲置土地	不得投资开发成本超过收购成本 30% 的不动产	开发投资不得超过总资产的 20%	可以进行开发, 但不得 5 年之内售出; 不得向第三方贷款
杠杆率	45%	无	无	65%
利息倍数	无	来自不动产的利润至少是利息的 1.25 倍	无	1.25
融资渠道限制	无	无	税法降低利息费用的税盾作用	限制抵押贷款的比例
租金收入分配	90%	90%	95%	80%

资本利得分配	按发行说明书	无要求	60%	无要求,但必须4年内再投资
REITs 租金收入税负	差饷、印花税、直接拥有不动产交房产税,间接拥有SPV 纳利润税,从SPV 得到的股利免税	免不动产租金的所得税,住宅不免	不免公证费等,免所得税	合格的不动产收入免税,不免财产税
REITs 物业出售税负	印花税、利得税	三年以上出售,免税,不免印花税、土地税	不免印花税,免所得税	合格的不动产利得免税,不免移转税
投资者租金收入分红税负	免税	纳所得税,住宅免税	所得税(企业、个人)	企业征所得税,个人征所得税
投资者物业出售分红税负	免税	纳所得税	所得税(企业、个人)	企业征所得税,个人征所得税
投资者售出REITs利得税负	免税	纳资本利得税	所得税(企业、个人)	企业征利润税,个人免税
	加拿大	德国	荷兰	新西兰
主体性质	单位信托	股份公司	有限责任公司、开放式共同基金	单位信托、公司、组合投资实体PIEs
强制上市	强制(封闭式且加拿大不动产比例超过80%)	强制, IPO 至少25%	非强制	非强制
大股东持股比例	至少150个份额持有人	单一股东不得直接拥有超过10%股份	若上市,单一企业持股不超过45%,个人不超25%;若不上市,个人投资者至少持有75%且单一不超5%	PIEs 有要求,至少20个持有人且单个持有份额不超过20%
投资于不动产的资产	90%	75%	只能进行被动不动产组合投资	90%(PIEs)
来源于不动产的收入	75%; 90%	75%	无	90%
分散化要求	无	无	无	无
投资行为禁止	无	不得进行不动产交易(5年内卖出)	不允许进行不动产开发	不得拥有其他公司或信托超过20%的份额

杠杆率	无	股权至少占不动 产的 55%	不得超过不动产资产的 60%、 其他资产的 20%	无
利息倍数	无	无	无	无
融资渠道 限制	无	无	无	无
租金收入 分配	通常 100%	95%	100%	无，但高额征税
资本利得 分配	通常 100%	50%	无要求	无
REITs 租金 收入税负	分红部分免税，否则最高税 率	免所得税	免所得税	分红部分免税
REITs 物业 出售税负	只有 50%的部分应税，且 50%的损失可抵扣未来的利 得	免所得税，不免交 易税	免所得税，不免交易税	视情况决定是否征 税
投资者租 金收入分 红税负	纳所得税	纳所得税	所得税（企业、个人）	纳所得税
投资者物 业出售分 红税负	纳所得税	纳所得税	所得税（企业、个人）	纳所得税
投资者售 出 REITs 利 得税负	纳所得税	纳所得税	企业征利润税，个人免税	纳所得税

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>

报告 7 <http://www.gsm.pku.edu.cn/11221.pdf>

“光华思想力”是北大光华的思想平台，旨在用国际通行的研究工具和方法做具有国际水准的立足中国、辐射世界的中国学问，提供政策建议和咨询意见，服务经济社会发展，用扎根中国经济社会的政策研究和前沿商业实践研究反哺商学教育。



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](mailto:media@gsm.pku.edu.cn)

电话：010-62747137

地址：北京市海淀区颐和园路 5 号