



光华管理学院
Guanghua School of Management

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一

中国公募REITs发展白皮书



2017年6月

中国公募 REITS 发展白皮书¹

不动产证券化是把流动性较低、非证券形态的不动产投资，直接转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程。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，是一种通过发行收益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益，按比例分配给投资者的一种信托基金。REITs 于 1960 年发源于美国，全球市值目前已达 1.8 万亿美元。

随着新常态下经济转型进程的推进，在中国推出 REITs，尤其是公募 REITs 已变得尤为迫切。首先，REITs 是金融服务供给侧改革的重要抓手。推出建设 REITs，可以落实“三去一降一补”的宏观政策，盘活各类存量经营性不动产，降低政府和企业的财务杠杆，化解信贷市场的期限错配和高杠杆风险；建设 REITs 市场，为 PPP 及基础设施投资提供可行的金融战略，为雄安新区的发展提供了金融新思路，能够推动不动产行业产业升级和盈利模式的转变。另外，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。

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、徐爽、朱元德、于嘉文、范熙武、李文峥等。

第二,开发和建设REITs市场是金融体系供给侧改革的重要组成部分。中国已经迎来了“大资管”时代,但产品同质化问题依然是市场的重要问题之一。REITs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、成熟的金融产品,为居民财产性收入提供大利资产,充分体现了普惠性。REITs与其他金融资产关联性低,有助于中国投资者的资产配置多元化,具有极强的配置价值。REITs能够丰富资本市场工具,可以成为新常态下的货币政策传导机制之一。REITs能够减缓中国金融体系中直接融资比例偏低的问题,提高金融系统的风险分散能力。对于国际投资者来说,中国REITs同样也具有重要的配置价值,这对于推动中国金融体系进一步全球化,吸引外资助力中国经济,发挥中国对世界的影响力,具有重要意义。

由于市场认识、税务制度、系统配套以及专业人才不足等问题,中国还没有建立起明确的REITs制度,推出标准意义上的公募REITs。但是,国内的监管部门和各市场主体在不动产证券化方面的探索一直没有停止过,这期间涌现了一些典型的案例,例如越秀REITs、中信启航、鹏华前海万科REITs。虽然它们对中国公众投资者来说还不是可投资的真正意义上的REITs产品,但这些尝试为REITs的开发积累了大量的经验,使得初期的制约REITs发展的大部分问题都已经有了相当程度的突破。经过

监管部门前期扎实有效的推动以及发行人、投资机构的积极探索，目前的法律框架、监管环境、市场准备等条件已基本成熟，推出公募 REITs 试点正当其时。我们认为，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。

本报告深入阐述了 REITs 对于中国经济发展的意义，分析中国 REITs 制度建设的问题和典型案例，论述推出公募 REITs 的适时性，探索公募 REITs 的模式选择、产品设计和市场建设等相关问题，提出中国当前推出公募 REITs 的方案和路径。本报告是北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告的第一部分。

1. 不动产信托投资基金对中国经济社会发展的重要意义

1.1 不动产投资信托基金

不动产投资信托基金（REITs）是一种通过发行收益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益，按比例分配给投资者的一种信托基金。REITs 最早于 1960 年出现在美国，后于 1971 年出现在澳大利亚。在亚洲市场上，REITs 最初于 2001 年出现在日本，其后于 2002 年在新加坡出现，紧接着在台湾和香

港等地相继推出。截至目前，全球 REITs 的总市值已达 1.8 万亿美元。

根据资金投向不同，REITs 可分为权益型、抵押型和混合型。其中，权益型 REITs 拥有并经营收益型不动产，同时提供物业管理服务，获得不动产的产权以取得经营收入，投资者的收益来自租金和不动产的增值，是 REITs 的主导类型，最为常见；抵押型 REITs 是直接向不动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，其主要收入来源为贷款利息，因此抵押型 REITs 资产组合的价值受利率影响比较大；混合型 REITs 既拥有并经营不动产，又向不动产所有者和开发商提供资金，是上述两种类型的混合。根据资金募集与流通方式不同，可以分为私募和公募两种形式。根据组织形式不同，可以分为公司型和信托型两类。一般来说，信托型比公司型更为灵活。从地域上看，公司型 REITs 在美国占主体地位，而信托型在亚洲市场上更为普遍。根据标的物业类型，例如公寓、超市、商业中心、写字楼、零售中心、工业物业和酒店等，都有相应的 REITs 与之对应。

REITs 本质上是将成熟不动产物业在资本市场进行证券化，因此 REITs 既具有金融属性，又具有不动产属性，其金融属性体现在：REITs 作为一种金融投资产品，能够为投资者拓宽不动产投资渠道，同时，通过

证券化的形式，将流动性较差的不动产资产转化为流动性强的 REITs 份额，提高了不动产资产的变现能力，有利于拓展资本机制，可通过并购、融资等资本运作实现规模扩张；REITs 的不动产属性体现在：REITs 专注投资于可产生定期租金收入的成熟不动产资产，可少量投资于土地和在建工程等，具有专业的不动产管理团队，有助于提升物业价值，实现长期稳定的回报。

REITs 产品的核心基本面特征在于：公募的资管产品，流动性好；长期持有不动产物业，产品收益主要来源于租金和房产升值；大部分收益将用于分红，分配部分仅进行单次征税；主动转手不动产项目以及扩大财务杠杆受到一定程度限制。正因为具有这些基本的产品设计特征，从成熟市场的经验来看，REITs 产品的长期回报率较高（表 1）。表 1 显示，美国 REITs 市场近 16 年表现出了高额的平均回报。在过去的 16 年里，权益型 REITs 产品的总回报为 6.69 倍左右，年化复合回报率为 12%；抵押型 REITs 产品总回报为 4.30 倍左右，年化复合回报率为 9%；而 S&P500 指数总回报仅为 1.61 倍左右，年化复合回报率为 3%；而巴克莱美国债券指数总回报为 2.37 倍左右，对应年化收益率约为 5.5%。波动率方面，REITs 整体略高于标普 500，和纳斯达克持平；如考虑风险收益特性，即

单位风险的回报水平，REITs 的表现超过股票市场，但落后于债券市场。

表 1：美国市场 REITs、股票以及债券市场的月度市场表现（2000-2016）

	月平均收益率 (%)	波动率 (%)	平均收益率/波动率
权益型REITs			
200001-201612	1.14	6.18	0.18
200001-200901	0.74	6.23	0.12
200901-201612	1.39	6.35	0.22
抵押型REITs			
200001-201612	0.87	5.62	0.16
200001-200901	0.75	6.79	0.11
200901-201612	0.95	3.90	0.24
标准普尔500指数			
200001-201612	0.33	4.31	0.08
200001-200901	-0.39	4.44	-0.09
200901-201612	1.04	4.10	0.25
纳斯达克指数			
200001-201612	0.38	6.61	0.06
200001-200901	-0.60	7.87	-0.08
200901-201612	1.40	4.62	0.30
巴克莱债券综合指数			
200001-201612	0.43	1.00	0.43
200001-200901	0.52	1.13	0.46
200901-201612	0.32	0.84	0.39

数据来源：Bloomberg

除了优质的风险收益属性之外，REITs 与股市和债市的相关性较低（表 2 是美国市场的大类资产相关性），能够有效分散风险、优化投资组合有效边界，使之成为股票、债券和现金之外的第四个大类资产配置类别。表 3 对比了股票市场和权益型 REITs 市场全球各地区之间的相关性。对于股票市场，全球各地区市场的平均相关系数为 0.80，而对权益型 REITs 市场，全球各地区市场的平均相关系数为 0.53。这说明相对于股票来说，不同地区的 REITs 产品具有更显著的地域特征，对于优化全球资产配置可以

发挥更重要的作用。从全球经验来看，REITs 非常适合养老基金、保险机构等长期机构投资者的需求；在个人投资者层面，REITs 不仅使不动产投资化整为零，便于普通投资者参与，给予个人投资者低门槛投资商业物业的机会。

表 2：美国市场 REITs、股票以及债券市场的相关系数（2000-2016）

	抵押型REITs指数	标准普尔500指数	纳斯达克综合指数	巴克莱债券综合指数
权益型REITs指数	0.47	0.62	0.45	0.19
抵押型REITs指数	-	0.39	0.27	0.23

数据来源：Bloomberg

表 3：全球各地区股票市场 / 各地区 REITs 市场之间的相关系数

		股票市场								
		澳大利亚	加拿大	法国	爱尔兰	德国	荷兰	新西兰	英国	美国
澳大利亚	1.00									
加拿大	0.87	1.00								
法国	0.83	0.87	1.00							
爱尔兰	0.61	0.47	0.73	1.00						
德国	0.79	0.81	0.94	0.69	1.00					
荷兰	0.86	0.81	0.94	0.73	0.91	1.00				
新西兰	0.86	0.67	0.69	0.68	0.68	0.69	1.00			
英国	0.92	0.84	0.93	0.79	0.88	0.96	0.82	1.00		
美国	0.74	0.79	0.87	0.74	0.86	0.88	0.70	0.90	1.00	
		REITs市场								
澳大利亚	1.00									
加拿大	0.90	1.00								
法国	0.92	0.84	1.00							
爱尔兰	0.78	0.75	0.82	1.00						
德国	-0.07	-0.03	-0.03	0.10	1.00					
荷兰	0.58	0.47	0.78	0.73	0.11	1.00				
新西兰	0.92	0.82	0.76	0.64	-0.36	0.36	1.00			
英国	0.55	0.51	0.54	0.74	-0.17	0.34	0.50	1.00		
美国	0.87	0.91	0.77	0.76	0.14	0.46	0.72	0.61	1.00	

资料来源：The REITs Industry, CFA

1.2 REITs 是金融服务供给侧改革的重要抓手

改革开放以来，中国经济增长模式主要是投资拉动，主要靠银行信贷来支撑。中国奇迹世人有目共睹，但这期间也积累了过剩产能，形成了房地产库存，政府和企业部门的杠杆也在不断攀升，金融风险有所积聚。因此，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”，推动经济转型。我们认为，REITs 是金融服务供给侧改革的重要抓手。

随着中国不动产市场从增量时代进入存量时代，如何盘活巨额的资产存量，成为中国经济改革的重要课题。对政府和宏观经济而言，引入 REITs 有助于化解银行不良资产，落实“去库存、去杠杆”的宏观政策要求，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。

建设 REITs 市场，为 PPP 及基础设施投资提供可行的金融战略。2016 年 12 月 21 日，国家发改委和证监会为推动 PPP 项目融资方式创新，更好吸引社会资本参与，发布了《关于推进 PPP 项目资产证券化相关工

作的通知》，《通知》强调，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 为雄安新区的发展提供了金融新思路。中央和国务院的通知明确表示要将雄安新区建设成“绿色生态宜居新城区、创新驱动发展引领区、协调发展示范区和开放发展先行区”。雄安新区是否能够成为中国未来的新的增长引擎？雄安的发展必须摆脱中国区域经济发展的传统逻辑²。雄安发展的驱动力不应该是靠各类融资来支撑的高投资率，而应该是投资率和投资资本收益率之间更为均衡的组合。要实现这一均衡，需要一个市场化的投融资机制来支撑这一建设理念。完善的 REITs 市场，其市场价格是资源配置的重要信号，可以使得优质项目尽快落地，减少低效的重复建设。

REITs 市场的开发有利于推动房地产行业产业升级和盈利模式的转

² 刘俏，雄安新区，中国经济与社会转型的破题之作？，2017 年 4 月 17 日

变，由“开发 + 出售”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 有利于不动产经营模式的转变，开发商可以等商业项目运营成熟后，通过实现资金的回笼，同时还可以通过持有部分 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。

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。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；另外，REITs 是一个高流动性的市场。这些均可能创造更多的合理税源，产生更多的税收收入来支持国家的治理与建设。

1.3 建设 REITs 市场是金融体系供给侧改革的重要组成部分

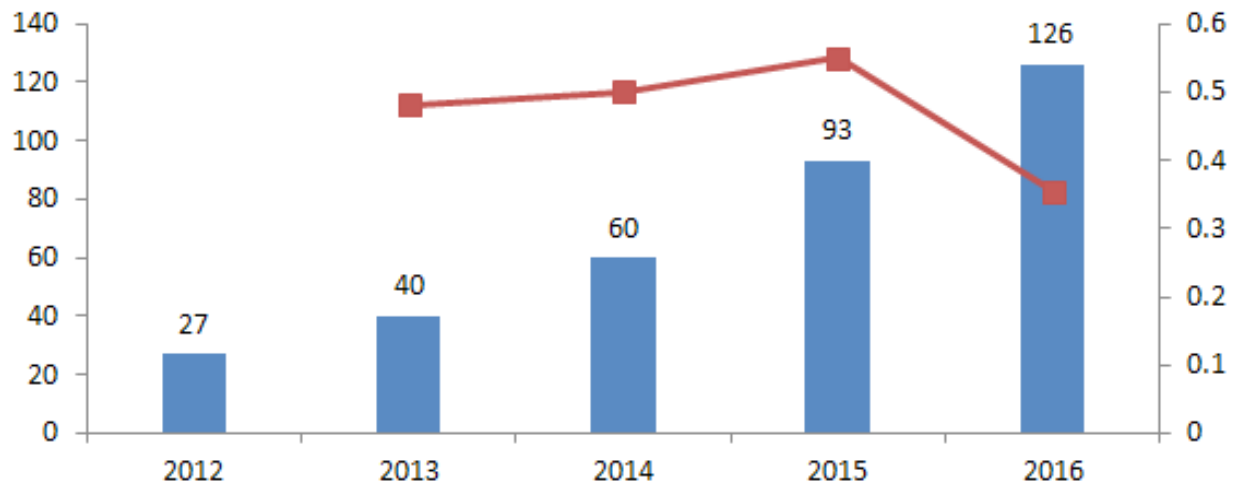
2012 年下半年以来，随着各项资产管理新政的推出，银行理财部门、信托公司、保险资产管理机构、券商资产管理机构、基金子公司等相继涌入资产管理市场，中国迎来了“大资管”时代。五年来，资产管理行业是

中国金融体系中最具活力的板块。根据基金业协会数据截至 2016 年底，包括银行理财、信托、保险资管、券商资管、公募基金、基金子公司、私募基金等在内的资产管理市场总规模达到约 126 万亿元人民币，相比 2015 年底增加了 33 万亿元，而 2012 至 2016 的年均复合增长率高达 47%³（图 1）。

资产管理行业也是中国金融体系中最具成长潜力的板块。从资金的供给端来看，中国经济 30 年来的高速增长致使中国家庭财富总量和财富人群数量快速提升。根据兴业银行和 BCG《中国私人银行 2016》报告的估计，截至 2016 年底，中国家庭所持有的可投资资产规模达到 128 万亿人民币，稳居世界第二。预计中国家庭财富将保持 12% 的年均复合增长率，到 2020 年底达到 200 万亿人民币。该报告预计 2015-2020 年，高净值人群（即可投资资产超过 600 万元人民币）可投资资产年均增速约为 15%，明显高于预设的 6.5% 的同期 GDP 增速；到 2020 年底，高净值家庭的数量将自 2015 年的 207 万户增长到 388 万户，保持年均 13% 的增速，届时中国将成为全球最大的高净值客群市场之一。中国家庭财富的快速积累和增长，将为资产管理行业创造巨大的需求缺口，是资产管理

³ 根据基金业协会以及光大银行与 BCG《中国资产管理市场 2015》的数据测算。

图 1.2012-2016 年中国资产管理市场规模与增长率 (单位: 万亿元)



行业发展的核心驱动力。

从全球金融实践与经验来看，资产管理行业的良性发展是衡量一国金融市场发展程度的重要标志，对提高资本市场效率、助推经济转型和保护金融投资者权益具有重要的战略意义。资产管理业务的核心在于设计、创造和管理金融产品。金融产品是连接投资者和基础资产之间的环节，资管市场的有效性就体现在运用金融产品将储蓄转变为投资的过程之中。一个成熟完善的资产管理市场，在金融产品方面则表现在可以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，能够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。

随着金融市场中参与机构的增加、资金供需双方需求的多样化，中国

资产管理行业近年来的金融产品和管理模式日益丰富，从不同投资范围的银行理财、各类资管计划到 4000 多只公募基金、上万家私募基金。根据中国基金业协会的统计，截至 2016 年底，126 万亿的资产管理总规模中，银行理财产品 29 万亿，信托产品 19 万亿，公募基金 9 万亿元，私募基金（包括券商资管、基金子公司专户、基金公司专户、私募基金管理人产品）52 万亿，保险资管 17 万亿。规模迅速扩张的同时，各类资管机构还处在低水平的竞争阶段，产品同质化现象仍然十分明显，具体体现在产品投资范围相对狭窄，投资策略与风格各机构之间相互模仿，基础资产重合现象较为严重等几个方面。特别需要指出的是，在 2016 年 126 万亿的总体规模中，存在由于通道业务⁴产生的大量重复计算。根据光大银行与 BCG《中国资产管理市场 2015》的估计，2015 年通道业务的占比为 28%。如果这个比例不变，剔除重复计算后，2016 年的资管总规模是 90 万亿。金融产品层层嵌套，市场中的一阶资产可能远低于统计口径的资产管理规模。针对一些对国民经济产生巨大影响的基础风险资产（例如不动产），缺乏风险与之匹配的、流动性良好的可交易金融产品。

⁴ 通道业务的典型特征之一是委托人负责实际的投资决策，管理人按照委托人的指令被动实施投资。通道业务脱离了资产管理的本源，不仅容易引发系统性金融风险，对于市场资产管理能力的培养也有巨大的伤害。

目前，中国资产管理市场面临产品同质化和优质资产荒的双重挑战。为了满足理财收益率的需要，投资机构不得不投资一些高风险的金融资产并借助高杠杆操作，从而加重了金融体系的系统风险。REITs 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、成熟的金融产品，为居民财产性收入提供大利资产，充分体现了普惠性。REITs 与其他金融资产关联性低，有助于中国投资者的资产配置多元化，能够大大丰富除股票、债券之外的投资选择，具有极强的配置价值。相对于股票来说，REITs 是投资者分散地域风险更为有效的工具（见表 3），中国 REITs 对于国际投资者也具有重要的配置价值。中国版 REITs 的产生，对于推动全球化，吸引外资助力中国经济，发挥中国对世界的影响力，都具有重要意义。

REITs 能够丰富资本市场工具，拓宽央行在公开市场业务的交易对象选择，成为新常态下的货币政策传导机制之一。REITs 本身在二级市场交易是一个价值发现的功能，把不动产市场的真实情况在 REITs 价格上反映出来，成为对货币政策制定和实施具有指导意义的更真实的信号。

相对于传统的信贷体系，REITs 是简单、直接、高效的融资方式，能够缓解中国金融体系中直接融资比例偏低的问题，提高金融系统的风险分

散能力。因此，REITs 可以满足中国巨大的不动产和基础设施的证券化需求和投资者多元化的投资需求，应该成为中国金融体系供给侧改革的重要组成部分。

2. 中国不动产信托投资基金发展现状

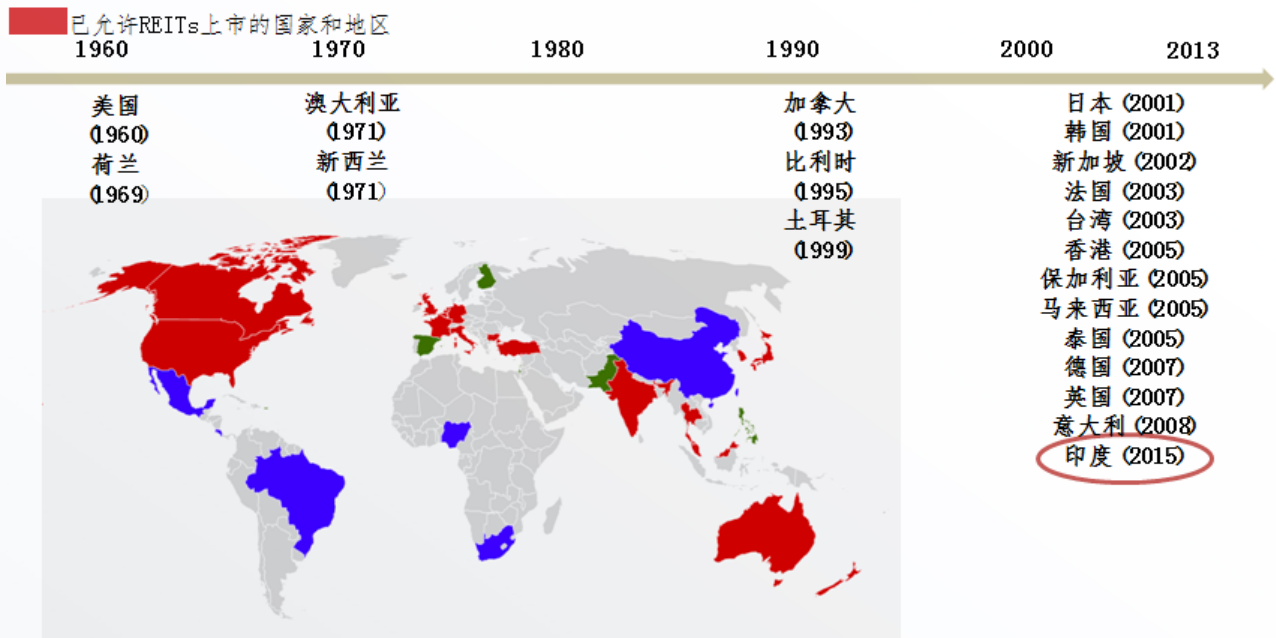
2.1 成熟市场 REITs 的发展现状

根据《亚洲房地产投资信托基金（REITs）研究报告》，REITs 诞生于 20 世纪 60 年代的美国，根据《1960 年不动产投资信托法案》建立，是一种通过发行证券（基金单位），集合公众投资者资金，由专门机构经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托资金。通过 REITs，投资者能像投资其他高流动性证券一样参与大规模收入型不动产组合投资，获得不动产的投资收益。REITs 的基础资产除住宅不动产和写字楼以外，还包括零售物业、医疗保健、基础设施、仓储、工业地产、酒店、数据中心等。以 REITs 发展相对成熟的美国为例，目前美国 REITs 的物业类型十分丰富且较为分散，包括了办公楼、工业厂房、工业和商业混合型、购物中心、区域购物商场、自助零售店、公寓、预制房屋、物流分销、度假中心、自助仓储、医疗中心等。20 世纪 90 年代后，REITs 进入高速

发展期，几乎每年都有新的国家立法开展 REITs 市场。

在亚洲，REITs 于 2001 年首先在日本诞生，之后新加坡、香港在这方面迅速发展起来。新加坡在 1999 年发布了第一版《房地产基金指南 (PROPERTY FUND GUIDELINES)》，随后税务局机关在 2001 年制定了税收透明规则，2002 年新加坡第一支 REITs 在新加坡交易所主板上市。香港证券及期货事务监察委员会 2003 年发布了第一版《不动产投资信托基金守则 (CODE ON REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS)》，2005 年发行了第一支以国内资产为基础的不动产投资信托基金（越秀房托）并在香港上市。香港在很大程度上借鉴了美国早期的 REITs 结构，以信托计划为投资实体，由不动产资产管理公司和信托人提供专业服务，即实行外部管理人制度。据《亚洲不动产投资信托基金 (REITs) 研究报告》统计，到 2016 年三季度，亚洲市场上活跃着 141 支 REITs，总市值 2096 亿美元，其中近 95% 的总市值来源于日本、新加坡和香港市场。根据全美不动产投资信托基金协会 (NAREIT) 的统计，目前世界上约有 31 个国家和地区建立了 REITs 制度，覆盖美洲、欧洲、亚洲、大洋洲，既有发达国家也有发展中国家。特别需要指出的是，印度的基础设施建设远远落后于中国，但在 2015 年推出了 REITs 市场，将为其基础设施建设提供巨大的

图 2. REITs 全球发展分布图

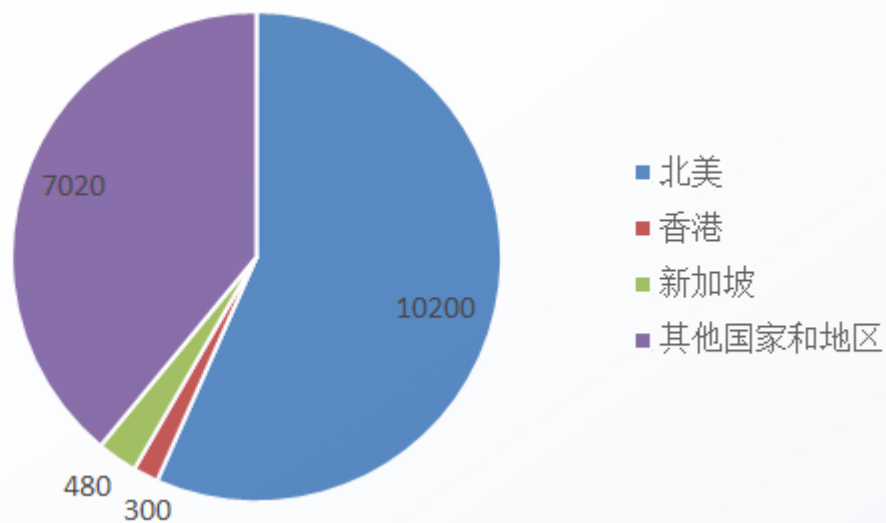


金融支持。因此，从金融体系建设的角度，印度已经开始布局并初见成效。

截至 2016 年底，在美国上市的 REITs 约有 220 只，涉及商业办公、住宅公寓、酒店、仓储、医院等多种类型的不动产，总市值规模约为 1.02 万亿美元。全球 REITs 市值达 1.8 万亿美元，北美约占全球 REITs 市值的 60%；香港 REITs 市场市值接近 300 亿美元，约占全球 REITs 市值的 1.7%，其中以中国大陆收益型不动产为投资标的的 REITs 为 5 只，分派收益率约为 6.2%；新加坡 REITs 市值约 480 亿美元，约占全球 REITs 市值的 2.7%（图 3）。新加坡市场上的 REITs 分派收益率略高于香港市场，达到了 6.8%，比香港 REITs 高出 0.6 个百分点，与历史一贯表现相符。

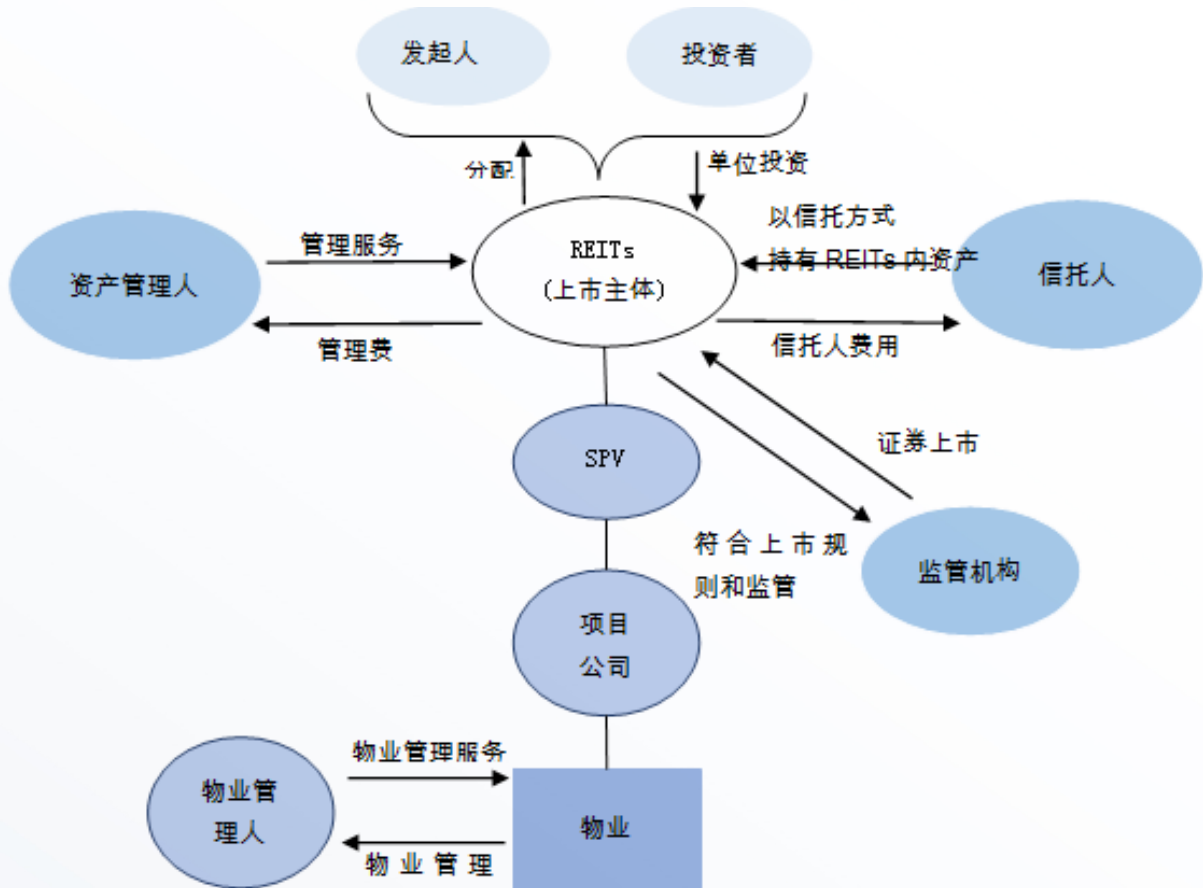
香港与新加坡 REITs 整体均呈现折价状态，每基金单位市价较每基金单位资产净值水平折价率分别为 33.2% 及 3.5%。

图 3. 2016 年各国 REITs 市场份额对比（单位：亿美元）



按组织形式，REITs 分为公司型和契约型。公司型 REITs 本身为公司制实体，是因为该公司制实体的主业、红利发放等方面符合 REITs 条例的有关规定，从而获得了 REITs 的税收优惠等政策。在交易结构方面，契约型 REITs 的典型架构如图 4 所示。

图 4. 契约型 REITs 的典型架构



2.2 中国市场的现状与典型案例

中国目前尚未推出海外成熟资本市场的公募 REITs 产品（我们之后称标准 REITs），但国内监管部门和各市场主体在不动产证券化方面的探索却一直没有停止过。一方面，中国在境外市场尝试发行以国内资产为投资标的的 REITs 产品；另一方面，在中国现有监管法律框架下推出

在功能上与成熟市场上的标准 REITs 具有一定相似性的“类 REITs”产品。目前，国内“类 REITs”产品市场的累计发行规模约 400 多亿，其中 2016 年至今交易所发行规模超过 174 亿。我们认为，以下三个案例具有一定的代表性：首先，越秀 REITs 是第一只以中国内地资产为标的并在香港上市的 REITs；第二，中信启航是第一只与标准 REITs 产品具有一定相似性的私募“类 REITs”产品；第三，鹏华前海万科 REITs 是第一只使用公募基金作为发行载体的公募“类 REITs”产品（见附录）。对中国境内投资者来说，三个典型案例所代表的产品对于中国 REITs 市场的探索具有非凡的意义，但均不是真正意义上的标准 REITs。

第一，越秀 REITs 是在香港上市，不在大多数中国内地投资者的投资可行集之中。在越秀 REITs 发行后，随着不动产限制外资政策的发布，国内企业希望以同样方式在海外发行 REITs 的计划受阻。

第二，中信启航是建立在私募基金的基础上，有投资者适当性的要求，即只适用于合格投资人，不符合公募 REITs 对于流通性的要求。因此，中信启航专项资管计划并没有充分体现 REITs 的金融属性。

第三，鹏华前海万科 REITs 为了符合在现有的法律框架下实现公募，不动产资产并不是鹏华前海万科 REITs 的主导基础资产。投资于不动产资产的比例不超过基金资产的 50%，其他则投资于固定收益证券和股票，

以至于产品的主要收益并不是来源于不动产资产。另外，鹏华前海万科 REITs 持有的不动产资产并不是商业物业的产权，而是一个有固定期限（10 年）的 BOT 收益权。该资产的投资收益只是商业物业租金收益，不包括物业增值的部分。这不同于标准 REITs 产品基本特点。鹏华前海万科 REITs 只体现了 REITs 的金融属性，忽视了 REITs 的不动产属性。因为 BOT 有固定期限，鹏华前海万科 REITs 本质上是一个债权性质的产品，而不是权益类产品。

除此之外，对于以中信启航和鹏华前海万科 REITs 为代表的国内“类 REITs”产品，同标准 REITs 产品相比，在税负处理、运营方式等方面也具有一定差异。

在税收方面，美国、新加坡等成熟市场在 REITs 收益分配方面，都采用了需将应税收益的至少 90% 以股利或分红形式分配给投资者才可享有税收优惠的规定。按照各国税法相关规定，REITs 可以免缴公司所得税，个人投资者持有 REITs 期间的资本利得也可能享有一定的税收优惠政策。而在中国，类 REITs 的税收成本比较高，可能存在税负过高和双重征税的问题⁵。在缺乏税收优惠的情况下，如何达到过去 30 年来国际 REITs

⁵ 按中国现行税制，商业地产的租金收入需缴 6% 或 11% 的增值税和一定比例的房产税，以及 25% 的所得税。收入分红后个人还要交纳所得税；而涉及物业资产的转让，需要缴纳高额的资产转让所得税和土地增值税。

分红收益率 7%-8% 的平均水平，是市场初期的一个问题。从现有的案例来看，税负问题可以通过合理的路径设计，以及在符合当前税法规定的前提下与税务部门的有效沟通来得到缓解。

在运营方式上，成熟市场的法律大多规定，REITs 必须将大部分募集资金投资于不动产领域。例如，美国、新加坡和日本等规定 REITs 投资于不动产的比例至少在 75% 以上。国外 REITs 的投资策略并不是运营一个单一物业，而且会通过并购的方式，增量投资于成熟物业并管理。中国当前类 REITs 产品基础资产的选择通常由发起人即原始权益人决定，在专项计划成立之初便确定若干物业资产作为基础资产，在产品存续期内专项计划也不会购买新的物业资产，即类 REITs 的规模一般是固定的。其项目收入也仅限于基础物业公司的运营收入以及产品到期退出时物业资产的处置收入或原始权益人支付的权利对价等。

2.3 影响中国公募 REITs 推出的主要问题

中国之所以未能推出标准化的 REITs 产品，初期的主要问题如下：

第一，缺乏对 REITs 的正确认识。

在发展初期，由于对 REITs 的本质和作用理解不深，出现了将“REITs 是为不动产业加杠杆的融资工具”，“把房地产风险转嫁到证券市场”等错误的观点。实际上，REITs 产品的特性决定了它的基本投资策略是长期价值投资，为不动产金融树立以现金流为基础，并且反映真实资产价值的标杆。REITs 将拓宽投资者的投资可行集，引导长期资金进入 REITs 市场，事实上能起到抑制不动产实物资产市场的投机行为的作用。

第二，缺少针对 REITs 的法律定位和法规框架。

美国通过国内税法规定了成立 REITs 需要满足的各方面要求，香港、新加坡等市场则是采用 REITs 专项立法来正式推出标准 REITs 产品。目前发行的类 REITs 产品在投资期限、投资范围、收入来源、负责限制、信息披露、关联交易、分配方式等诸多方面仍没有统一制度规范。而进行专项立法或是单独设立监管机构牵涉面广，制度规范的成本较高。

第三，现有税收环境约束 REITs 的发展。

REITs 发展较为成熟的市场均为 REITs 产品设计了税收优惠方案。鉴于中国没有专门针对 REITs 产品的法律框架，REITs 产品相较其他非不动产投资基金存在一定的税收劣势，对 REITs 最终的收益具有较大影响。特别是，在 REITs 产品结构搭建过程中，大量项目涉及底层不动产权

的剥离和重组。在当前国内税法环境下，资产重组过程中通常涉及土地增值税、契税、增值税、企业所得税等大量税费成本。

第四，REITs 市场的相关基本条件不成熟。

中国不动产高速发展，不动产行业短期积累了巨大体量，但是相关的金融发展却相对滞后。REITs 产品同时具备金融属性和不动产属性。因此，市场的推出需要必要的基础设施配套。例如，深谙不动产行业的专业中介机构（投资银行、评级机构、律所等），成熟的物业管理市场，一定数量的不动产资产管理人才等。

3. 关于推进 REITs 试点，促进 REITs 在中国发展的建议

中国发展 REITs 的初期障碍在于市场认识、法律和税务制度、系统配套以及专业人才等问题，但国内的监管部门和各市场主体在不动产证券化方面的探索一直没有停止过。2007 年，人民银行、证监会、和银监会的 REITs 专题研究小组分别成立，各相关监管部门都开始启动中国 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

多次征求机构意见。2016年3月，当时新任证监会主席的刘士余明确要求在前期准备工作基础上，加快公募REITs的推出，以此落实中央“去库存”的要求。2016年10月10日，国务院发布《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发【2016】54号），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》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。

迄今为止，国内现有的类“REITs”产品与标准的公募REITs还存在较大区别。但随着市场不断发展，实践经验持续积累，经过监管部门前期扎实有效的推动以及发行人、投资机构的积极探索，初期的大部分约束问题都已经有相当程度的突破。我们认为，目前的法律框架、监管环境、市场准备等条件已基本成熟，推出公募REITs试点正当其时，应尽快推出相关法律法规以及业务指引，对REITs载体的法律地位、设立条件、物业估值、投资要求、分红比例、各方主体权责、信息披露、税收优惠以及监管协调等内容做出统一规定，正式启动并大力推进中国公募REITs试点。

3.1 公募 REITs 试点模式的选择

从路径选择上，公募 REITs 试点应遵循以下两个指导思想：选择成本相对低、难度相对小的模式，加快试点步伐；以创造良性的市场生态为目的，以投、融资双方的价值创造为核心原则。

根据现有的法律框架，公募 REITs 试点可以选择的模式有两种：一是基于美国的经验，根据中国的《公司法》、《证券法》，采取“公司型”模式，通过特殊目的公司（SPV）直接持有不动产资产并实现风险隔离，SPV 发行股票或收益凭证募集资金并上市交易；第二种是在《基金法》的基础上设计“契约型”模式，以可以公开募集的证券投资基金为载体，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。

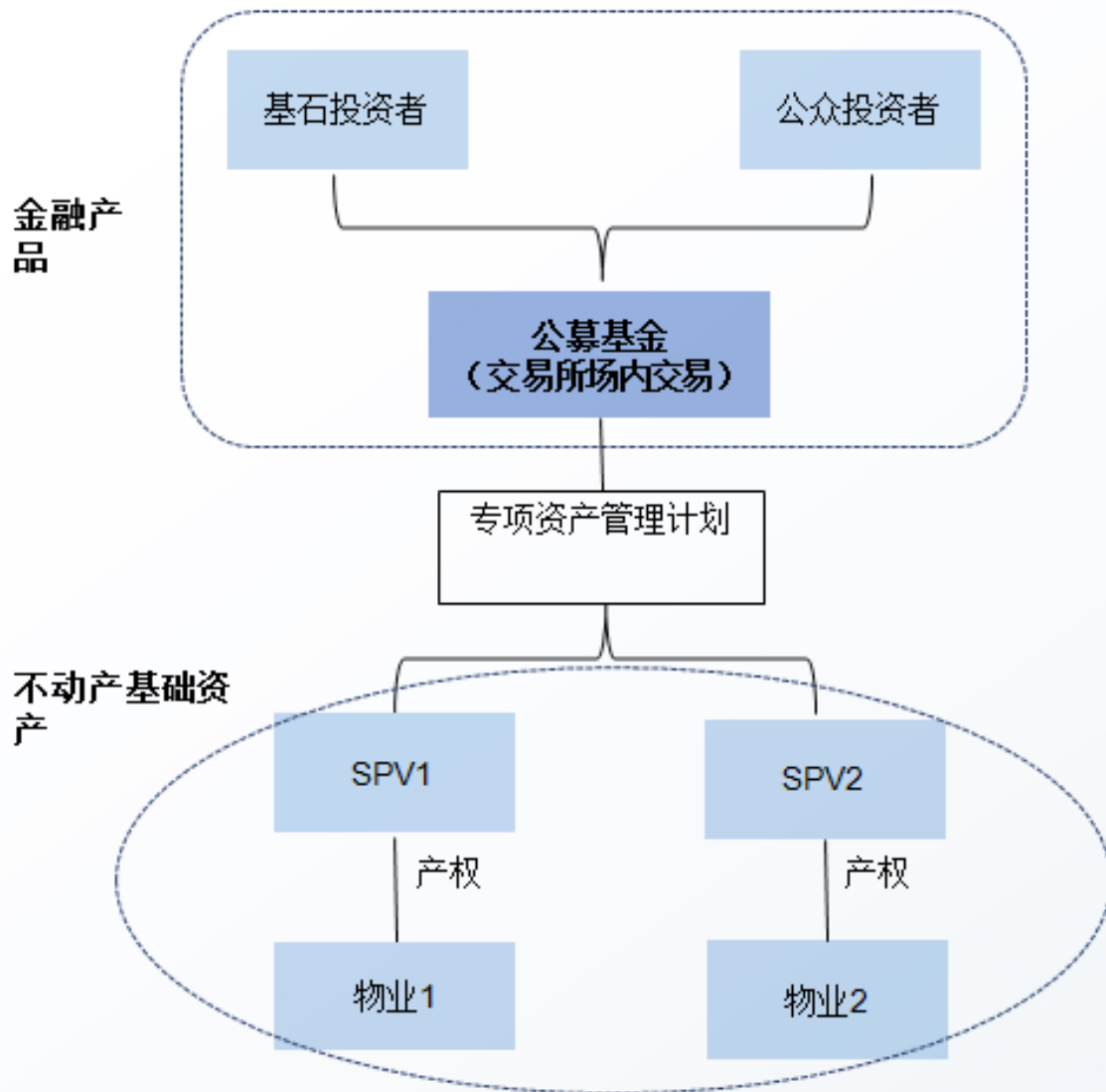
我们建议以《证券投资基金法》作为 REITs 的立法依据，采用“契约型”模式。采用这种模式可以充分借鉴证券投资基金的经验，降低监管成本，能够在现有制度上尽快推出产品。显然，从立法成本、设计难度等方面考虑，基金契约型模式是现阶段的一个相对优选方案。鉴于《基金法》对于基金投资标的的规定，如果 REITs 以公募基金作为载体，REITs 将不能直接投资不动产资产。考虑到资产证券化制度规则已经较为成熟，不动产支持证券（ABS）将成为 REITs 的投资标的的自然选择，从而形成“公

募基金 +ABS” 模式。

“公募基金 +ABS” 模式充分利用了现有的制度框架，具有可操作性。一是法律障碍小。证监会《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》中已对资产支持证券的证券属性做出界定。目前资产支持证券已在国务院、相关部委文件中广泛出现，因此其证券属性并无争议，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。二是有效借助 ABS（类 REITs）的成熟机制与模式进行合理估值和降低交易成本。

“公募基金 + ABS” 架构（图 5）是中信启航和鹏华前海万科 REITs 两个架构的结合。在金融属性层面，比较私募 REITs，公募 REITs 更能有效地扩大投资人范围，加强不动产并购定价的市场性，实现全流程的透明度。在不动产属性层面，“公募基金 + ABS” 模式的基础资产包含不动产的产权，因此收益来源包括两部分，即租金收入和物业增值。装入

图 5. REITs “公募基金 +ABS” 模式架构



REITs 中的资产经过真实出售后，其产权也相应地转移给了 SPV，所以投资者不仅能获得日常的租金收益，还能分享物业的升值红利。

选择此模式来建立一个健康的 REITs 市场，必须处理好几个重要问题。

首先，建立有效的治理机制，明确管理责任，完善投资者保护是“公募基

金 +ABS” 模式中的核心问题之一。“公募基金 +ABS” 模式属于典型的外部管理人模式，并且是多层的委托代理关系。具体来说，基金持有人委托基金管理人来进行不动产投资，基金管理人委托 ABS 管理人来进行不动产资产管理，ABS 管理人委托物业管理人来实现物业的经营与管理。多层委托代理关系会造成复杂和严重的委托代理问题，如果治理机制失效，管理界限模糊，将使投资者面临严重的道德风险，则难以有效保护投资者的利益。就这一问题，我们的相关建议如下：

第一，明确不动产基金管理人的核心管理责任，实质性地承担投资标的筛选、尽职调查、投后管理等职责。不动产基金管理人应通过绝对控制权，在 ABS 持有人大会的机制下，保证不动产基金管理人与 ABS 管理人的利益协调与职责统一，对基础资产实施有效的管理。另外，需要出台更多的信息披露、尽职调查以及持续管理等方面的配套细则。

第二，在不动产基金管理人的准入条件中，强调股东或管理团队具备不动产业专业素质与较为丰富的经验，从而在投前尽职调查、投后资产运营持续监控及资产处置等方面切实履行管理人职责。另一方面，应提高不动产基金管理人的治理标准，加大违反经营或出现重大风险的惩罚力度。

第三，建立完善的信息披露制度。按照真实、充分、准确、及时的

信息披露原则，通过定期、临时的信息披露以完整反映公募 REITs 的经营情况，能够有效遏制各种损害投资人利益行为，为市场投资人进行公募 REITs 投资、价格判断创造客观公正的环境。

另一方面，REITs 产品的设计初衷应该是以能够产生稳定现金流的不动产为基础资产，以标的不动产的租金收入和增值收益为主要收入来源。对投资者来说，稳定性是 REITs 产品的特性之一。“公募基金 + ABS”模式赋予了不动产基金管理人主动管理的空间。现实市场中，如果不动产基金管理人在 ABS 二级市场进行大量投机型交易，则违背了 REITs 市场建设的初衷。因此，建议在试点中以一定的方式限制管理人在 ABS 二级市场的投机型交易。

3.2 公募 REITs 试点产品设计的问题和建议

第一，突出公募 REITs 的不动产属性，借鉴成熟市场的经验，应明确约定基金对于不动产 ABS 投资的最低比例以及最低的分红比例。不动产 ABS 投资的最低比例不低于 75%，最低分红比例不低于 90%。

第二，考虑到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。在“公募基金 + ABS”模式中，应鼓励发起设立权益

型 REITs 基金，也允许发行固定收益特性 REITs 基金，以及混合型的 REITs 基金。鉴于国内以不动产作为底层基础资产的 ABS 产品通常进行结构化分层，应允许基金管理人根据基金类型、监管要求和实际市场情况，在一定程度上决定投资权益级和优先级的投资比例。因此，建议公募 REITs 的投资标的中可同时包含优先级与权益级两种 ABS 产品份额。为降低产品的复杂性，以及保证产品实际风险水平与投资者的预期相匹配，公募基金本身不应做分级设计。

第三，根据中国目前《公开募集证券投资基金运作管理办法》的相关规定，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%。在“公募基金 + ABS”模式中，建议至少将投资于单只 ABS 的比例限制放开至 50% 以上。主要理由是：一，从理论角度分析，“公募基金 + ABS”模式的核心目的在于创造一个重要的资产类别，在资产配置层面，为投资者提供分散风险的工具。应让 REITs 充分反映不动产资产特性，分散化由合格投资者自己完成。对于个人投资者可以选择 FOF 或通过财富管理机构来完成。二，从技术角度分析，公募 REITs 的分散度应通过底层物业资产收益支付主体的分散度和多样化实现；美国、

香港、新加坡等国外成熟 REITs 市场对于所持有不动产的集中程度没有硬性规定。三，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将导致单只 REITs 基金规模过大，极大的增加将大体量优质物业置入公募 REITs 的难度。四，保证基金管理人在 ABS 治理机制中的控制权。

第四，开放式基金的设计要求基础投资组合具有一定的流动性，考虑到 REITs 市场建设的目的，以及 ABS 和基础资产的特殊属性，不动产基金应当采取封闭式。同时，鉴于 REITs 每年将高比例分红，产品层面的内源资金相对不足，为实现公募 REITs 对其资产配置组合的有效调整、持续装入其他成熟优质物业资产，建议在公募基金层面设计相应的扩募和自动续期机制。

3.3 公募 REITs 试点的税收政策和市场建设

首先，在 REITs 产品结构搭建过程中，大量项目涉及底层不动产产权的剥离和重组。在当前国内税法环境下，资产重组过程中通常涉及土地增值税、契税、增值税、企业所得税等大量税费成本。投资人还可能面临双重征税。目前通过合理的重组路径设计、在符合当前税法规定的前提下与税务部门开展有效沟通，已能够在一定程度上缓解重组过程中涉及的部

分税费成本。从长期完善税制环境的角度出发，建议对相关税费问题进行逐步完善解决。

其次，买方投资者的建设尤为重要。公募 REITs 的推出，对基金公司、保险公司、资产管理公司等相关机构来说，在人员配备、业务拓展和产品模式创新等方面都是很大的挑战。REITs 市场需要一大批真正具有不动产资产管理能力的管理机构，这一点与国外成熟市场相比目前尚有很大差距。在政策制定、监管沟通、机构准入、人员准入与培训等方面，应充分发挥行业协会、高校与研究机构的作用。

第三，成熟健康的不动产 ABS 市场是“公募基金 + ABS”模式的基础。目前，ABS 二级市场交易缺乏流动性，信息透明度低，缺乏完善的定价机制。加强 ABS 监管与市场建设，逐渐完善信息披露制度，应该与公募 REITs 试点同步协调进行。应完善相关的服务商建设，如建立合理成熟的评估机构、估值体系以及其他配套的基础设施。

第四，从国际经验来看，REITs 市场建设都有一个不断完善的过程。从实现路径上看，市场建设初期可以只针对专业的机构投资者，成熟后再向个人投资者开放。没有高品质的基础资产，就没有真正低风险的 REITs，建议选择基础资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的项

目开展试点，例如成熟的商业地产、公租房以及优质的 PPP 基础设施，同时对相关体系制度进行持续完善。

4. 结语

资产管理行业是中国金融体系中最有活力和最具成长潜力的板块。中国经济 30 年的高速增长使中国家庭财富总量和财富人群数量快速提升，为资产管理行业创造巨大的需求。近五年，中国资产管理市场有了巨大的发展，但仍然存在有很多问题。市场迫切需要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、投资收益以及流动性需求。

与此同时，中国不动产市场在取得了令人瞩目的大发展之后，整体将逐步步入以存量为主的时代，对风险积累的化解、存量资产的有效配置和经营等问题的重要性日益凸显。

REITs 是全球重要的金融产品，它以长期的价值创造，尽可能体现不动产的市场变化，以及为公众投资者提供高流动性的投资产品为理念，实现不动产资产的金融化。REITs 市场的开发与建设对中国经济社会发展具有重要意义。

目前美国不动产规模是 27 万亿美元，同时美国私募 REITs 是公募

REITs 规模的 9 倍到 10 倍。而中国不动产规模是 44 万亿美元，考虑到美国公募 REITs 公开交易的数据是 1 万亿美元，我们可以预测未来中国公募 REITs 市场包括 REITs 上下游的产业链市场将会是无比巨大的规模和体量。

国际市场的经验以及中国国内现有类“REITs”产品的尝试，为中国推出公募 REITs 提供了理论的基础和实践经验。目前来，公募 REITs 试点的法律框架、监管环境、市场准备等条件已基本成熟，大力推进中国公募 REITs 试点正当其时。

对于公募 REITs 的模式选择问题，基于理论与实践案例的分析，我们认为“公募基金 + ABS”模式是在综合考虑立法成本、设计难度、可操作性等多方因素后相对优选的方案。对于公募 REITs 的产品设计和市场建设，把握 REITs 产品的核心理念，充分体现其金融属性和不动产属性，以创造良性的市场生态为目的，以投、融资双方的价值创造为原则，防止将公募基金视为单纯的融资通道，真正发挥 REITs 对资本市场和不动产行业的双重推动作用。

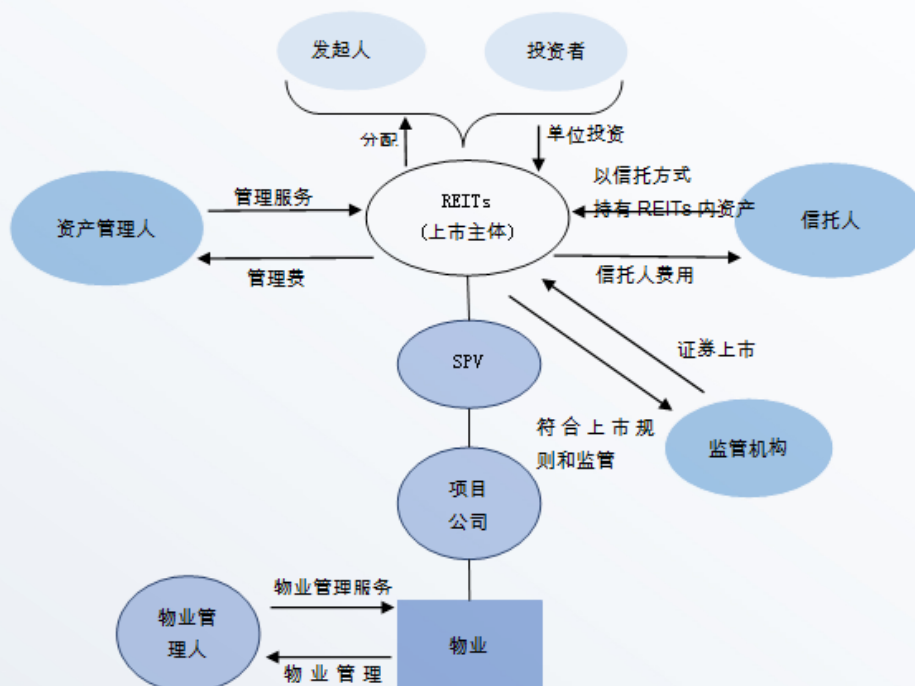
附录一：越秀 REITs 案例




越秀 REITs 于 2005 年 12 月 21 日在香港上市，是第一只以中国内地资产为标的的 REITs 产品。该产品以 REITs 资金取得发起人越秀投资在广州的四处物业的控股权，包括白马商贸大厦、维多利亚广场、城建大厦和财富大厦。以发行价每份 3.075 港元计，越秀 REITs 共募集公众资金约 20 亿港元。在此案例的交易结构中（附图 1），越秀投资转让四个项目的 BVI（离岸公司）股权，使得四个物业成为越秀房托上市的主要资产包。这类 BVI 公司直接持有物业的架构具有税收上的便利。根据《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》规定，BVI 公司作为外国企业，在中国无常设机构时，按租金收入以 10% 的税率缴交预提所得税。而香港则规定 BVI 公司自香港以外地区所得的租金收入被视为香港以外地区的收入，免缴香港利得税。而以国内公司持有物业时，应按利润的 33%（后降为 25%）缴纳企业所得税。自上市至今 11 年，越秀 REITs 保持了良好的业绩，历年累计分红 2.90 港元，平均年分红收益率达 8.58%（按上市时市价 3.075 港元计）；最新（2017 年 6 月 23 日）市价为 4.77 元，则上市以来的资本回报率为 55%，平均每年为 5%；上市至今 11 年

的年化内部收益率为 11%。二次证券化是越秀 REITs 的另一个特点，即越秀投资（后更名为越秀地产）可以首先将自己旗下的优质不动产项目注入 REITs，把已属于上市公司的不动产项目再次证券化，从而借助 REITs 平台加快资产的流动性，如 2012 年 10 月注入广州地标建筑国际金融中心。越秀 REITs 还展开对外收购第三方资产，如 2015 年 10 月收购上海写字楼宏嘉大厦。金融属性和不动产属性的结合，使得越秀 REITs 成为越秀集团商业地产持续发展的投融资平台。越秀 REITs 作为中国第一只境外 REITs，它开辟了中国不动产融资新渠道，为中国国内 REITs 上市提供了重要的理论和现实基础。

附图 1. 越秀 REITs 交易结构

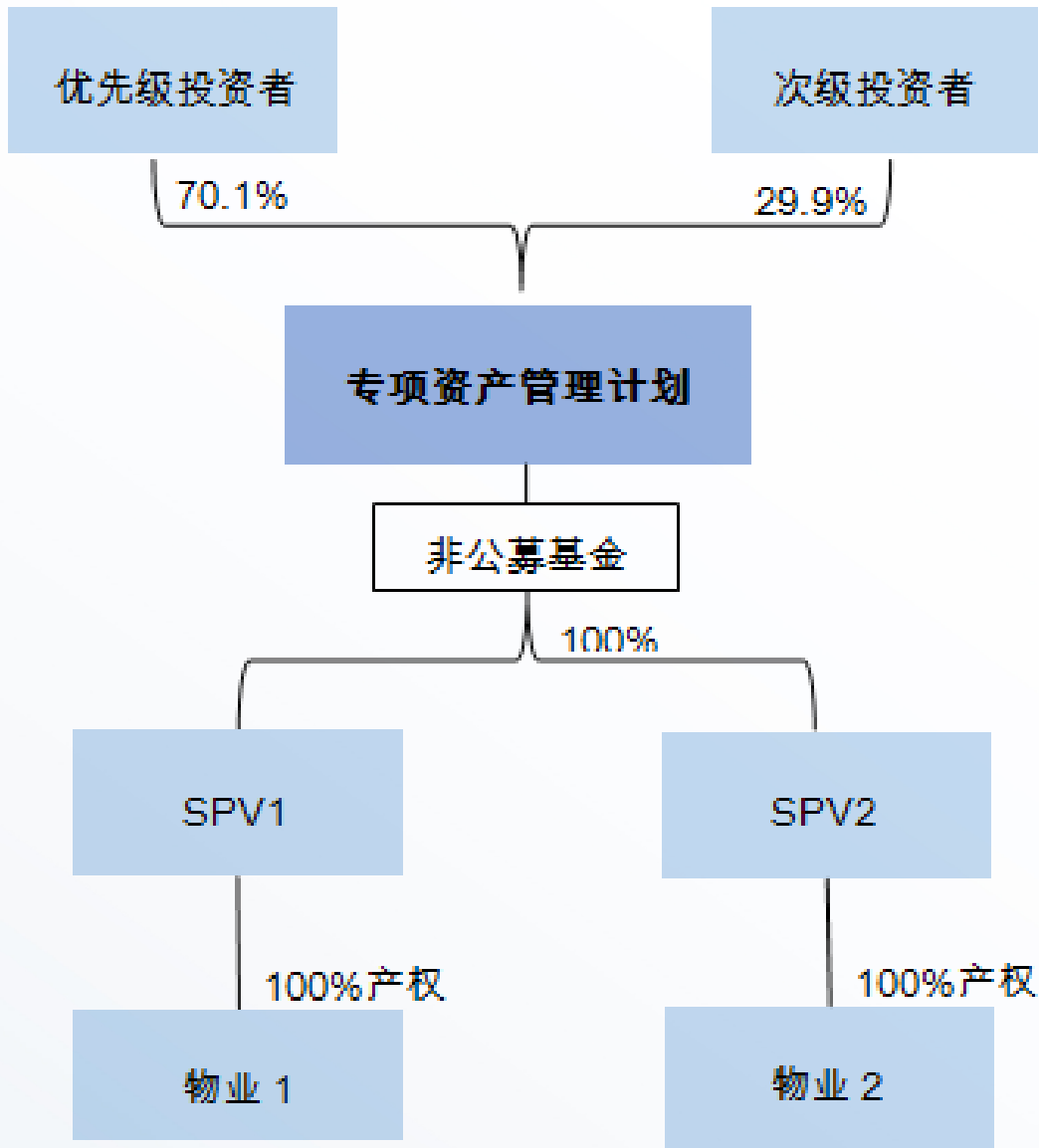


附录二：“中信启航专项资产管理计划”案例




中信启航是一款以专项资产管理计划为载体，以私募方式发行，在深交所综合交易平台挂牌交易的类 REITs 产品。中信启航募资总规模 52.1 亿，采用结构性设计，针对不同风险偏好的投资人，将产品分为优先级和次级两类。其中优先级规模 36.5 亿元，占比 70.1%，评级为 AAA，预期期限不超过 5 年；次级规模 15.6 亿元，占比 29.9%，预期期限不超过 5 年。中信启航的基础资产是北京中信证券大厦和深圳中信证券大厦。交易结构上，中信启航项目设立了一个非公募基金来持有两个物业所对应的项目公司的股权，再以专项资产管理计划认购其非公募基金份额（附图 2）。中信金石基金作为管理人对该非公募基金进行管理。另外，产品设计了以上市 REITs 为形式的退出方案。退出时，该非公募基金所持物业 100% 的权益将出售给中信金石基金所发起的上市 REITs。其中，对价的 75% 以现金方式取得，25% 将以 REITs 份额形式取得并锁定 1 年。在此安排下，占比 70% 左右的优先级投资人将以现金方式全部退出，而次级投资者将获得现金与 REITs 份额的混合分配。除 REITs 方式退出外，基金还可以市场价格出售给第三方实现退出。

附图 2. 中信启航的交易结构



以中信启航为代表的“类 REITs”，其实质是专项资产管理计划为载体的资产证券化，我们称为资产支持证券（ABS）模式。根据项目情况，为了税务处理和现金流分配的便利性考虑，在专项计划和项目公司股权之间，一般还会嫁接 SPV（往往是私募契约型基金）。其通常的交易结构如

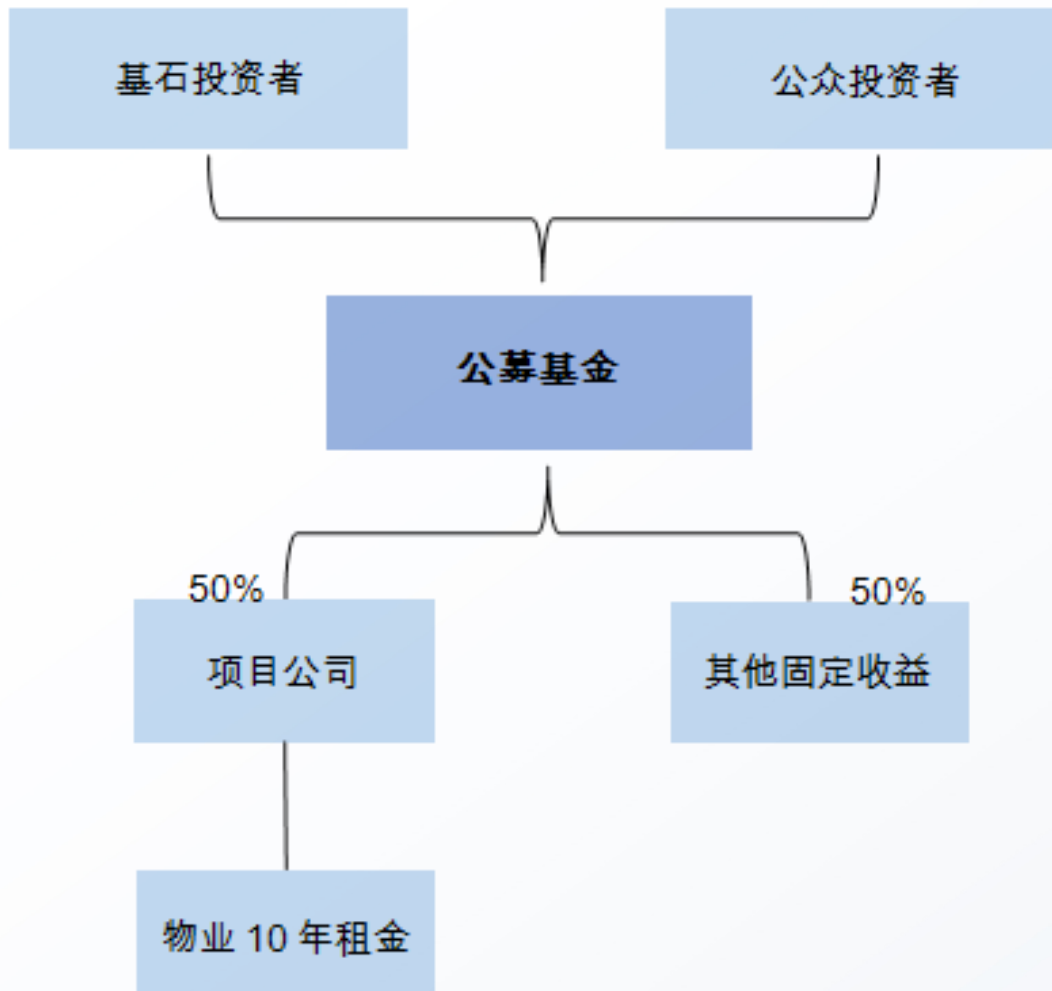
附录三：鹏华前海万科封闭式基金案例



2015年7月，鹏华前海万科 REITs 成功发行，首次使用公募基金作为发行载体，是“类 REITs”产品的流动性上实现了重大突破。该基金规模为30亿，其中前海金控作为基石投资人认购3亿。基金在10年期内为封闭式基金，此后转为LOF债券型基金。投资标的方面，基金除投资前海企业公馆项目公司股权（占募集资金总额的42%左右）外，还可投资于固定收益类、权益类资产。项目公司的股权对应的是BOT项目“特许经营权”收益权⁶。利润分配方面，基金每年分配一次利润，将不低于90%的可分配利润分配给投资者。该产品投资收益的来源主要有两方面，第一，通过获得目标公司利润分配及股权回购款的方式，获得2015年1月1日至2023年7月24日期间目标公司调整后的营业收入；第二，其他金融工具投资产生的收益。鹏华前海万科 REITs 的交易结构如附图4所示。

⁶ 根据募集说明书，前海企业公馆项目为BOT项目，即由万科出资建设前海企业公馆，并通过8年的运营来回收项目投资，最后再无偿移交给前海管理局。因此，前海企业公馆项目公司仅拥有前海企业公馆项目自2013年9月8日至2021年9月7日期间的收益权。附加2年的收益权，由前海管理局转让给项目公司。

附图 4. 前海万科封闭式基金交易结构



鹏华前海万科 REITs 被定性为封闭式混合型发起式基金。所谓“封闭式 REITs”是指，REITs 发行规模在发行前就已确定，在发行完毕后规定的期限内，REITs 资本总额和发行份数都保持不变，投资人若想买卖此种 REITs，只能在二级市场上进行竞价交易，而不能同 REITs 以净值进行申购和赎回，投资者的收益以股利、分红和资本利得（通过在二级市场出售高于买价的有价证券而取得）获得。