



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三

中国租赁住房 REITs市场发展研究



2017年12月

中国租赁住房 REITs 市场发展研究¹

摘要：在“租购并举”的相关政策推动下，租赁市场迎来了前所未有的机遇期。2017年1月至今，市场已有五单租赁住房的资产证券化产品通过审批，这些案例反映了市场对于不动产金融创新的需求，对中国住房租赁市场的发展有着重要意义。承接本课题的第一和第二份报告²，本报告对中国市场上的五单租赁住房证券化案例进行了分析与讨论，探讨了公募租赁住房 REITs 对于租赁住房市场发展的意义和市场展望，以及在“公募基金+ABS”的模式下，公募 REITs 发展中要面对的核心问题，并提出了相关建议。

一、概述

党的十九大报告中指出：“坚持‘房子是用来住的、不是用来炒的’定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”租购并举，全面发展住房租赁市场，已成为建设房地产长效机制、建立新的住房制度的重要内容。数据显示，2016年中国商品房销售面积157349万平方米，

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、李文峥、周芊、刘晓蕾、杨云红、徐爽、朱元德、于嘉文和范熙武等。本报告执笔人：张峥、李文峥、刘俏、周芊、于嘉文。

² 本课题的第一和第二份报告分别是《中国公募 REITs 发展白皮书》，《中国不动产投资信托基金市场规模研究》。

比上年增长 22.5%，销售额 11.7 万亿元，其中住宅销售 9.9 万亿元，达到中国商品房销售的历史高峰。与此同时，中国房地产业也快速进入存量时代，据链家研究院统计，中国存量房地产市值预计为 245 万亿元，其中住宅存量 180 万亿元，商业物业 50 万亿元。

租赁住房 REITs 是以租赁型住房（含公寓）为基础资产的不动产信托投资基金。租赁住房本身具有“资产特定化、租金收入稳定、运营模式清晰”的特点，符合资产证券化对于基础资产及其现金流的相关要求，是适合开展资产证券化业务的行业。从全球发达经济体来看，租赁住房证券化，特别是租赁住房 REITs 为租赁住房市场提供了重要的金融支持。住房租赁企业发行资产证券化产品，既可以为收购房源并改建成长租公寓、实现规模化发展提供资金支持，也可以进一步促进企业强化管理能力、提升服务水平，对于房地产开发企业转型起到积极作用，减少资金成本带来的压力，使其有时间和耐心好好地经营项目。

2016 年国务院办公厅发布的《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）明确提出：“支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步

推进房地产投资信托基金（REITs）试点。”2017年7月《证监会、住建部等九部委关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（建房〔2017〕153号）也再次提出要推进“房地产投资信托基金（REITs）试点”。2017年，中国市场相继推出了五单公寓类资产证券化产品，分别是魔方公寓信托受益权资产支持专项计划、中信证券·自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划、新派公寓权益型房托资产支持专项计划、中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划以及招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划。需要说明的是，国内首单以租赁住房进行的证券化运作应属2012年银行间市场的“天津市房地产信托集团有限公司2012年度第一期资产支持票据”。这些租赁住房资产证券化的案例为公募租赁住房REITs的推出积累了经验，营造了市场环境，培育和吸引了更广泛的投资者群体。

本课题的第一和第二份报告研究了中国公募REITs的模式选择以及市场规模问题。通过对现有租赁住房证券化案例的分析，本报告探讨了公募租赁住房REITs对于租赁住房市场发展的意义，以及未来公募REITs所面临的重要问题。我们认为：第一，租赁

住房市场的发展为 REITs 提供了大量可选择的基础资产。REITs 作为创新金融工具和长效商业模式，既有助于租赁住房企业的规模化、集约化和专业化，还有助于消化住房市场库存，盘活存量，提高资源利用效率和住房租赁市场的活力，从而促进租赁住房市场的良性健康发展，具有积极的现实意义。第二，对于中国公募 REITs 的模式选择问题，“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³。近期租赁住房资产证券化市场的实践，是对公募 REITs 推出的有益探索。第三，公募 REITs 并不是简单的现有类 REITs 的公募化和增加流动性，而是需要在结构化安排、收益率定价、主动管理机制与能力等方面持续地探索和完善。

二、发展租赁住房 REITs 的问题、意义与市场展望

中国住房市场，尤其是一线城市已进入存量时代。目前全国存量市场已达到 180 万亿元⁴ 规模，一线城市更是以存量为主，北、上、深 2016 年二手房销售额已分别是新房销售额的 3.3，1.6 和

³ 参见《中国公募 REITs 发展白皮书》

⁴ 数据来源：链家研究院

2.3 倍⁵。但租赁市场份额偏低，全国范围看租赁成交占比仅 6%，与西方成熟国家相比仍有很大增长空间。根据链家的研究，目前中国租赁人口已达 1.9 亿人，住房租赁市场租金 GMV⁶ 已超过 1 万亿元，未来 10 年，中国租赁人口近 2.3 亿人，租房市场租金 GMV 将接近 3 万亿元，到 2030 年，租赁人口近 3 亿人，租金 GMV 将达 4.6 万亿元。美国人口仅有 3.2 亿，但租赁人口超过 1 亿人，租金 GMV 超过 3 万亿元⁷。目前，中国住房租赁市场租金 GMV 只有美国的三分之一，凭借人口规模和人口结构优势，可以预见中国住房租赁市场发展潜力巨大，前景可期。

（一）中国租赁住房市场当前面临的主要问题

1. 土地供应机制有待调整

当前，国内租赁住房资产发行 REITs 产品，面临的一个首要问题便是“资产收益率偏低、难以达到投资人收益预期”。该问题的成因，与现有租赁住房用地的来源和性质具有密不可分的关系。以保利地产租赁住房 REITs 为例，底层资产对应的土地权属

⁵ 数据来源：中国指数研究院

⁶ GROSS MERCHANDISE VOLUME 年交易总额

⁷ 数据来源：链家研究院

主要为住宅、商业等性质，通过招拍挂程序并缴付土地出让金取得，且不存在特别的转让限制。因此，其资产的取得成本与市场上可正常出售的住宅或公寓没有本质差异，从而难以避免地形成租金收益率与资产价值相比偏低的问题。

近期，国内部分地区已陆续出现“长期自持”的土地供应出现，其取得成本与可散售住宅的土地成本相比具有较大优势。我们理解类似的土地供应模式调整对于国内租赁住房市场及其 REITs 产品的发展将起到重要推动作用。

2. 专业品牌运营机构不足

专业、优质、高效的运营能力是租赁住房长期健康发展的根本。而当前，除魔方、新派、自如等轻资产公寓运营机构以及类似保利等大型房企在租赁住房运营领域崭露头角以外，国内租赁住房领域的专业品牌运营机构无论在数量、运营水平还是管理规模方面都尚存较大的发展提升空间。一方面，运营水平的提升有助于 REITs 产品投资收益的提高；反之，REITs 产品在推动国内租赁住房市场快速发展的同时，也能够起到推动运营品牌管理能力提升的作用。

3. 配套金融工具欠缺

在当前中国已有租赁住房资产证券化工具中，REITs 产品将发挥至关重要的作用。根据国家出台的一系列租赁住房政策指引，未来中国租赁住房行业的发展模式将由当前的“C2C”向“B2C”转变，大量租赁住房资产将由各类租赁住房运营企业长期持有。因此，国内房地产行业将面临原有“开发-销售”模式向“开发-持有运营”模式转变，若缺少 REITs 工具的配套支持，持有运营模式将对运营企业形成巨大的资本压力。

在中国暂未推出公募 REITs 的情形下，鉴于现有类 REITs 产品的较高投资门槛限制，投资人仍以机构为主，并且大多情况下以“持有至到期”的投资策略认购优先级产品份额，而权益级份额因流动性欠缺导致销售难度较大。因此，当前中国类 REITs 产品的融资属性仍然较强，尚未能真正体现出国际标准化 REITs 的权益属性。

（二）租赁住房 REITs 意义重大

首先，REITs 将助力住房租赁企业可持续发展，有效贯彻租售并举战略。在政策鼓励下，近期各地纷纷推出租赁住房用地，以国企为主的开发商成功摘地。这类土地的开发投资资金量大、不能销售回笼，靠租金回笼需要很长的时间，在 2-3 年项目建成后

将对拿地企业构成巨大资金压力，持续发展受限。REITs 是权益型的成熟资产持有平台，可为住房租赁企业提供最有效的退出渠道，从而使企业做到不累积负债的同时，形成项目开发和退出的闭环，获得资金用于新项目开发，形成可持续发展的“开发、运营、金融”的低成本、低杠杆新模式。

同样，REITs 也有助于现有房企的转型发展，落实租售并举战略。多年来中国房地产开发企业已形成了围绕“拿地、开发、销售”的快周转模式，重销售轻经营，重资产增值轻租金收益，在房地产存量时代有强烈的转型需求，但缺乏长期资金的支持和新的激励模式，转型困难。REITs 是权益类产品，可为企业提供长期资金，同时大多数国家的 REITs 都要求其资产有持续稳定的收入，禁止购置土地和从事开发，经多年发展实践已围绕资产管理建立了一整套的激励制度，因此，REITs 有助于现有房企持有并经营好资产，改变以往销售的做法，有效贯彻推行租售并举战略。

其次，REITs 有助于改善租赁住房市场的结构，提升运营水平和服务质量，创造美好生活。REITs 是租赁住房的重要供应主体。以美国为例，机构持有租赁住房数量的比重达 30% 以上⁸，

⁸数据来源：中国指数研究院

而 REITs 则是其中最重要的机构。租赁住房 REITs 有 3 家百亿级市值公司,包括 AVB(市值 256 亿美元⁹,持有公寓数量 8.4 万套)、EQR (市值 254 亿美元,数量 7.8 万套)、MAA (市值 116 亿美元,数量 9.9 万套),以房间数量计在美国资产持有型机构中排名分别在第一、三和四位。因此,REITs 的壮大有助于改善中国目前以个人为主的市场结构,促进市场朝规模化、集约化和专业化发展。

REITs 作为市场重要的参与主体,在投融资、运营和管理等方面发挥着引领的作用,增添市场活力,促进市场健康发展。一是 REITs 执行长期投资策略,表现在其会在资产价格低时积极收购资产,在价格高位时调整优化资产组合。如在 80 年代末美国储贷银行危机及之后,公寓类资产价格较低,AVB 和 EQR 都进行了大规模的资产收购;2000 年至金融危机之前,资产价格上涨较快,AVB 和 EQR 逐步优化调整资产组合,保持适当的增长速度。REITs 投资为市场的资产定价起到引导作用。二是 REITs 有稳健的资本结构、多元的融资渠道和较低的融资成本。REITs 收益全部用于分红,但其优良的资产质量、合理的资本结构、领

⁹ 根据公开资料整理

先的资产管理水平，使其有足够强大的融资能力，以及股、债等多种融资手段。三是 REITs 具备专业化的资产管理能力。REITs 的宗旨是持续提高分红，在此驱动下，管理人有足够的动力做到精细化经营，建立有效激励机制，培养各项资产管理能力，包括资产安全维护、改造提升、招商运营、物业管理、信息化建设等，使得企业拥有核心竞争力。AVB 和 EQR 的运营数据显示，多年来其物业组合的出租率高，租金持续增长，成为行业标杆。专业化的运营管理无疑会提升服务质量，让居住者更有美好生活的感受。

最后，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。中国目前资本市场急缺该类资产，约 28 万亿银行理财资金有相当大部分以非标债的方式变相进入房地产，若推出 REITs，可以预见相当部分理财资金将会被分流，同时，越来越多的 REITs 投资者会形成理性、长期的投资习惯，并以投资 REITs 的方式替代买房，以 REITs 的租金分红逻辑来改变房地产价格过快上涨的预期，

从而促进房地产市场本身的健康良性发展。

综上所述，REITs 作为一个创新商业模式，将有效地推动住房租赁行业的健康发展，并为租赁住房投资企业建立起有效的资本循环和全面资产管理体系，成为住房市场长期健康发展的稳定器和重要支撑，意义重大深远。

（三）中国租赁住房 REITs 展望

我们认为，中国租赁住房 REITs 既有着美好的远景，也能在当前市场情况下初具规模，并持续做大做强。在本课题第二份 REITs 报告中提到，中国 REITs 市场潜力巨大，参考 REITs 占 GDP 和股票总市值的比例，中国 REITs 市值规模在 4 万亿至 12 万亿之间。租赁住房 REITs 是 REITs 一个大的分类。以美国为例，截止 2017 年 9 月末，美国 REITs 总市值 1.11 万亿美元，其中 21 家租赁住房 REITs 合计总市值 1468 亿美元，占总体 REITs 市值的 13.2%（见图 1）。若以同样比例 13% 来估算，则中国租赁住房 REITs 的市值规模将在 5200 亿元至 1.56 万亿元之间，远景巨大。

我们再从核心的收益率指标来分类和估算近期可能形成的租赁住房 REITs 规模。

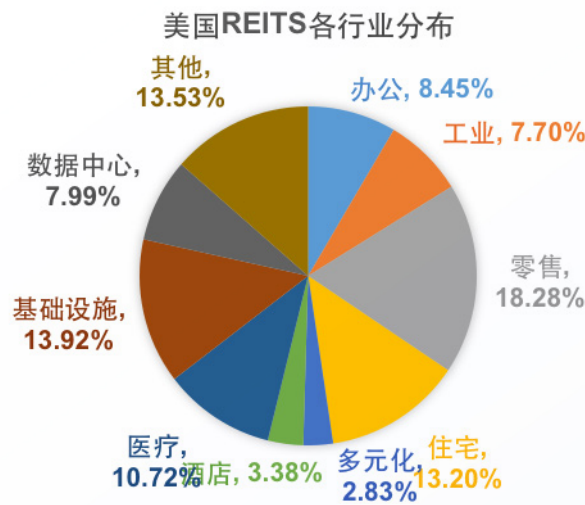


图 1 美国 REITS 行业分布图 (截至 2017 年 9 月末)¹⁰

资本化率 (Cap Rate)¹¹ 是物业的收益率指标，我们可从净租金和资产值两个维度分析资产 REITs 化的可能性。近期影响租赁住房 REITs 的原因，最主要是租金低，但资产价格高，资本化率偏低的问题，不能达到 REITs 投资者对分红的要求。因此，有必要对租赁住房市场进行细分，找出资本化率足够高的资产类型，以达到投资者对分红收益率¹² 的要求。如图 2 所示，可发现具备 REITs 收益率条件 (可 REITs 化) 的局部市场。

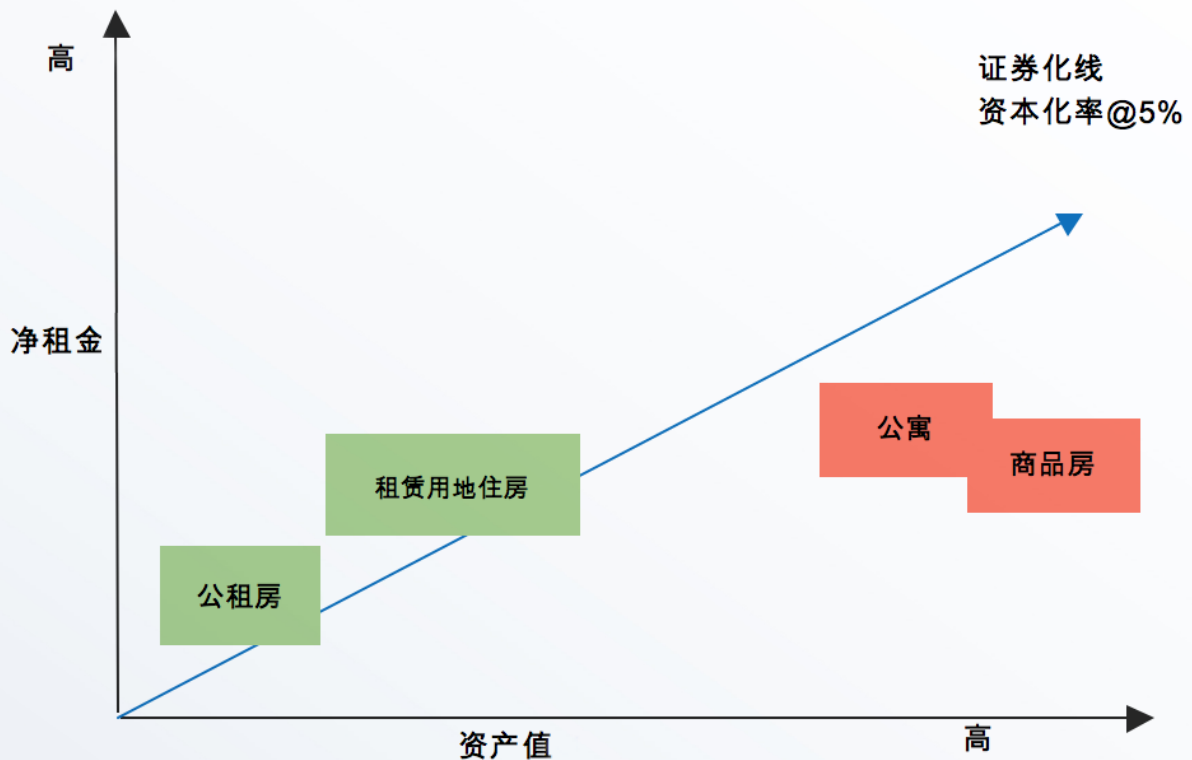
¹⁰REIT WATCH, 201710, NAREIT

¹¹ 资本化率等于物业产生的净租金除以资产价格，也即净租金收益率

¹² 分红收益率等于 REITs 投资者获得的分红除以市价

图 2 中斜率为资本化率，斜线是资本化率等于 5% 时的证券化线。在该斜线右下方的资产，资本化率小于 5%，未达到 REITs 投资者的要求¹³。在左上方的资产则属于可 REITs 化的资产。我们预计资产的资本化率达 5% 时，若不考虑杠杆，分红收益率也为 5%，加上未来租金增长率（约 3%）后，年化总回报达到 8%，由于还有充分的流动性，该回报可基本满足境内投资

图 2 租赁住房 REITs 收益关系图



¹³ 本处以 5% 作为示意，实践中因个案不同而有高有低。

者对于 REITs 产品收益率的要求。上述数值分别高于目前 10 年期国债利率（近期约 4%）和保险资金运用的平均收益率（2016 年 5.66%）。

上述四类资产，有两类的资本化率不能达到要求，即普通商品房和公寓。一线城市普通商品房的资本化率已低至 2%¹⁴ 以下，租金较低，但资产价格很高。公寓的租金稍高，资产价格也稍低，但资本化率还是不能达到要求，如新派公寓的资本化率为 2.2%。当前市场条件下可 REITs 化的资产是租赁用地住房和公租房两类，其中租赁用地住房又分为城镇建设用地租赁住房 and 集体土地租赁住房两种。下面分别对其市场规模和收益率情况进行分析。

1、 城镇建设用地租赁住房的规模和收益

在新政要求下，国家队成为租赁市场的重要参与者，各地纷纷成立租赁住房投资发展公司，参与该类住房的投资建设和经营。该类市场发展迅速，仅以上海为例，十三五规划租赁住宅 70 万套，占比超过 40%，投资额超 5000 亿元。

近期土地市场已出现较多国企获取租赁住房用地的案例，由

¹⁴ 链家统计北京普通住宅的资本化率为 1.7%

于土地成本较低，整体投资成本大大低于周边住宅，资本化率极有可能达到 5% 的要求。如杭州最新的彭埠地块土拍价低至 5049 元 / 平方米，预期毛租金收益率大大提高（约 7%¹⁵），达到 REITs 的收益率要求。上海近期 6 块租赁用地成交楼面价亦在 5569-12762 元 / 平方米之间，低于周边普通住宅用地价格数倍，预期毛租金收益率平均 6.1%¹⁶。因此，这类资产基本具备 REITs 收益率条件。

2、集体土地租赁住房的规模与收益

集体土地由于其特殊的产权性质，未来将成为租赁住房的重要来源之一。预计未来五年中国集体土地租赁住房将达到近 200 万套。其中，北京市十三五期间规划供应集体用地 1000 公顷，建租赁住房 38.5 万套。深圳市计划“十三五”期间收储不低于 100 万套（间）村民自建房或村集体自有物业，等等。由于土地价格是开发单位与村集体协商，土地价格弹性更大，该类住房的收益率，应与第 1 点所述的租赁住房类似，甚至更高，也具备形成 REITs 的条件。不同之处是集体土地产权性质不一样，但应不

¹⁵ 浙江在线·住在杭州网，浙报传媒地产研究院

¹⁶ 《房屋租赁系列报告一：美日历史，中国未来！》，兴业证券研究所

构成成立 REITs 的实质性障碍。

3、公租房的规模与收益

公租房（含就业房、人才房等政策性租赁用房）是中国多层次租赁住房供应体系的重要组成部分，目前全国公租房已建成存量约 1300 多万套，投资额约 3 万亿元¹⁷。公租房的未来增量亦很可观，从各个城市来看，上海计划“十三五”期间新增保障性住房 55 万套；重庆 2016 年计划未来 3 年供应 4000 万平方米公租房，近 62 万套；等等。

该类资产中，会存在一部分的收益率能达到 REITs 的要求。以广州为例，2017 年公租房标准租金平均约 23 元 / 平方米 / 月，以投资成本 5000 元 / 平方米计，毛租金收益率约 5.5%。广州的公租房分为户籍家庭公租房（户籍房）和新就业无房职工公租房（就业房），前者适用群体为本市城镇户籍、低收入、特困户家庭，租金偏低；后者适用群体为在穗新就业无房职工，按前述标准租金实行。我们认为会存在较大一部分公租房类型尤其是就业房（或人才房），加上一些配套商业用房，其资本化率会在 5% 以上，

¹⁷ 按一套房平均面积约 45 平方米，每平方米投资成本 5000 元计

从而可以先行试点，推出 REITs。其它一线城市与此类似。

公租房具有税务上的便利，也是 REITs 的较优选择。根据财政部 国家税务总局《关于公共租赁住房税收优惠政策的通知》（财税 [2015]139 号），免税种类主要有城镇土地使用税、印花税、契税、部分土地增值税、营业税、房产税等，加上所得税往往可以通过折旧、利息等进行抵扣，因此净收益率会较高。

综上，我们认为从目前的市场情况来看，城镇租赁用地住房、集体土地租赁住房 and 公租房是较为适合发行租赁住房 REITs 产品的基础资产。但是，考虑到城镇租赁住房用地与用于租赁住房的集体土地在国内推出不久，相应资产入市预计还需要 2-3 年，公租房可能是现阶段较为适合中国进一步探索租赁住房 REITs 产品的资产类型，并为下一阶段前述两类型租赁住房资产的大面积入市做好金融工具层面的准备。

三 租赁住房资产证券化的实践是推出公募 REITs 的有益探索

迄今为止，中国市场相继推出了六单租赁住房资产证券化产品，分别是天津市房地产信托集团有限公司 2012 年度第一期资产支持票据、魔方公寓信托受益权资产支持专项计划、中信证券·自如 1 号房租分期信托受益权资产支持专项计划、新派公寓权益

型房托资产支持专项计划、中联前海开源 - 保利地产租赁住房一号资产支持专项计划以及招商金融 - 招商蛇口长租公寓资产支持专项计划¹⁸。我们从资产类型、产品属性、交易结构、交易主体等方面进行了对比和分析（详细信息见附录）。

（一）资产类型。天房、魔方和自如三单产品是轻资产类型的证券化产品，新派和保利类 REITs 则属于重资产类型。一方面，对于魔方、自如等轻资产运营企业，以租金收益权或应收账款作为基础资产的证券化产品，与企业的运营模式具有较好的匹配度，能够在一定程度上加快企业资金周转效率、降低企业融资成本。但是，对于天房、新派和保利等重资产企业而言，此类证券化工具在提升投资回收效率、优化企业财务结构等方面的作用相对有限，而 REITs 产品以物业资产的产权作为底层基础资产，与此类企业的经营模式更加契合。由于 REITs 是整个租赁住房证券化产品链条的“源头”，同时考虑到国内租赁住房市场的巨大存量，我们理解 REITs 模式在国内租赁住房证券化产品中将占据更为核心的地位。

（二）产品的属性。前述各产品虽然整体上仍然偏向融资属性，

¹⁸ 鉴于时间和篇幅原因，本报告未对已于 2017 年 12 月 1 日取得深交所无异议函的“招商金融 - 招商蛇口长租公寓资产支持专项计划”进行案例分析

但权益属性在逐步加强。天房、魔方与自如三单产品的基础资产均为信托贷款或委托贷款债权，因此产品性质上属于非常明确的债权性证券化产品。与之相比，新派和保利类 REITs 产品完整拥有了底层租赁住房物业的产权，并且以资产未来的运营和处置收益作为投资人收益来源，因此已经具备了权益性产品的基础。随着未来中国租赁住房资产取得价格更加合理、运营收益不断提升、权益级份额市场流动性不断改善，国内 REITs 产品的权益属性将不断加强，并逐步接近于国际标准化 REITs。

（三）产品结构。目前，中国公募 REITs 拟采用的“公募基金 + ABS”¹⁹ 产品结构已基本具备可行性。新派和保利类 REITs 产品现以“专项计划 + 私募基金 + 项目公司”的模式持有底层租赁住房资产产权，未来将 ABS 份额转让与公募基金即可实现公募 REITs 产品架构的最终搭建。新派和保利类 REITs 以契约型私募基金为基础资产，底层资产均是物业，如果由公募持有其全部 ABS 份额，即为标准化权益型 REITs 的产品架构；魔方和自如 ABS 的基础资产是信托计划受益权，底层资产分别是信托贷款和小额贷款，若在 ABS 之上加上公

¹⁹ 见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

募基金结构，则是一个公募债务型 REITs。

（四）交易主体。魔方、自如两单 ABS 产品的原始权益人为长租公寓的运营商，新派代表了房地产私募基金投资人，天房和保利则代表了国内众多大型房地产开发企业。交易主体范围不断扩大、代表性逐步增强，我们期待市场会有更多的租赁住房持有人通过证券化的方式搭建更加完整的商业运作模式。

在分析上述案例的基础上，我们认为 2017 年发行的四单住房租赁资产证券化产品，是中国推出公募 REITs 的有益探索，为公募 REITs 市场的开发和建设积累了经验，营造了市场环境，培育和吸引了更广泛的投资者群体。除上述比较外，具体还表现在如下几点：

第一，标准化公募 REITs 根据设计要求，通常持有物业产权，并由主体信用向资产信用转变。新派和保利两单类 REITs 产品的底层资产均是有产权的物业，并以物业未来产生的现金流作为产品结构设计的基础。新派类 REITs 尤其反映了资产的信用，产品设计上基本没有主体的增信措施，而主要是靠物业自身的资产价值和现金流收入。

第二，管理架构逐步完善，资产管理体系不断加强。新派和

保利类 REITs 在基础资产层面形成了体系化的资产管理架构，私募基金管理人充当重要角色，且由管理人聘请了专业的营运机构，如新派项目的“青年乐”、保利项目的“保利商管”和“保利安平”。这些为标准化公募 REITs 的管理架构和业务结构设计做了铺垫。

第三，投资者范围在不断扩大。尤其是新派类 REITs 在优先级的基础上，次级吸引了外部独立的投资者，使得原始权益人实现了真正的退出。

四. 类 REITs 与公募 REITs 的比较分析

表 1：类 REITs 与公募 REITs 的特征

维度 \ 类型	类 REITs	公募 REITs ²⁰
属性	混合，偏债属性	权益属性
组织形式	专项计划	信托基金或投资公司
产品结构	优先级、次级	平层
负债及抵押	优先级，物业一般抵押给计划	外部负债，有比例限制
流动性	场外市场，最低门槛 100 万元	公开市场，交易门槛 1000 股
投资者人数	不超过 200 人	不限
期限	一般三年设置开放期	永续
增信	差额补足、流动性支持等	少数有收益增信
分配	优先级固定收益	强制分红比例
投资者收益	优先级固定、次级靠增值	分红及资本增值
税务	无优惠，产品有增值税	一般分红可抵扣所得税
管理模式	被动管理，重现金流归集	主动管理，重业绩

²⁰ 以境外主流权益型 REITs 为例

2014 年至今境内共有 27 单类 REITs 和 18 单 CMBS 产品在沪深交易所、银行间以及私募报价间系统发行，融资规模合计 1310 亿元。通过这些基于资产信用的产品的实践，市场对类 REITs 的理解越来越深，对公募 REITs 的呼唤也越来越高。众多类 REITs 产品各有特点，在融资需求、权益属性、专业化运作上与公募 REITs 相似，但类 REITs 仍是一个私募范畴、偏债性的产品，在组织形式、产品结构、期限、增信、分配方式等方面，与公募 REITs 比较仍有差别，如表 1 所示。

这些差异中，有一些属于公募 REITs 规则出台一般即可以解决，如流动性、期限、投资者人数、分配等，但有些不仅仅是受规则的影响，而更多需要市场的不断演进和发展，如结构化安排，收益率定价，主动管理机制与能力等。

（一）产品的权益属性需不断加强

类 REITs 通常进行结构化设计，而优先级与劣后级的比例²¹在一定程度上体现了类 REITs 产品的股债属性。通常劣后级比例越大、优先级占比越低，产品的权益属性就越强。我们分析了已

²¹ 某些产品会设立几档优先级，而并不设立劣后级，此类产品一般通过原始权益人的回购安排实现投资人安全退出

发行的 27 单类 REITs 产品，总结如下特点：

1) 不同产品劣后级比例差异较大。某些产品并没有设立劣后级，如恒泰彩云之南酒店、恒泰海航浦发大厦等项目；某些产品的劣后级比例较低，如红星爱琴海项目的劣后级比例为 7%，福晟国际中心的劣后级比例为 3%；劣后级比例较高的项目如重庆大融城、苏宁云享、中信资本悦方商场、高和红星家居等，均在 30% 以上。新派的劣后级比例达 52%，体现出相对较强的权益属性。

2) 劣后级在持有期间的收益较少，主要依靠退出时的资本增值收益。对于劣后级持有期间的收益，各专项计划的安排不一。有些明确劣后级在持有期间获取优先级利息分配完成后的全部剩余收益（如光大大融城项目）；有些明确剩余收益优先用于摊还优先级本金（如天风亿利生态广场项目）；也有一些明确劣后级期间不参与分配（如新派项目）。由于可分配现金流基本上用于向优先级投资人分配，实际上可用于劣后级分配的剩余收益较少。

3) 外部独立投资者认购劣后级份额的比例较低。对大部分类 REITs 来说，劣后级份额基本上由原始权益人及其关联方持有，外部独立投资者认购意愿不强。在已有类 REITs 中，中信启航、青浦吾悦广场、重庆大融城、天虹商场以及新派公寓的劣后级有

部分外部投资者参与认购。我们调研了解到，收益率、流动性、利益冲突是劣后级投资者最为关注的事项。

公募 REITs 不在产品层面做结构化安排，其份额全部是权益属性。从境外 REITs 的实践看，REITs 整体上也存在股债结构，债务往往会在底层项目公司中体现，且可以有多样化的债务工具，包括银行贷款、债券、CMBS 等等。REITs 主体进行举债，主要是适当应用杠杆提高收益率的需要，但对债务比率有严格控制，如香港、新加坡要求 REITs 的负债比例不超过 45%。目前主要国家 REITs 的平均负债比例均较低（香港 28.5%，新加坡 33.7%，美国 31.7%）。

综上，为了增强中国公募 REITs 产品的权益属性，一方面需要通过交易场所的转变、投资门槛的降低以及市场投资者教育等工作，提升劣后级份额的流动性。同时，需要对产品结构划分的思路进行调整，将优先级份额由原始权益人的融资工具转变为公募 REITs 产品适当提升收益的配套杠杆。

（二）公募 REITs 的定价有与类 REITs 不同的商业逻辑

参照境外成熟 REITs 市场实践经验，通常以“派息收益率”作为对 REITs 定价的一个核心指标，这体现了国际标准化 REITs 长期持有、权益性的商业逻辑。相比之下，国内类 REITs 产品主

要体现为“强债性”逻辑，劣后级份额通常收益很低、且由原始权益人及其关联主体自持。我们认为，一方面银行、保险公司等传统保守型机构投资人短期内难以对劣后级份额进行投资，同时劣后级份额因缺少流动性，也无法获得个人投资者或其他权益型市场投资人的认可。因此，实践中原始权益人只能从扩大融资规模、满足优先级投资人固定收益预期的角度对产品进行定价。

在物业投资市场，投资者通常使用资本化率²²(Cap Rate)指标来衡量物业价值与风险的关系，同样租金收入下，资本化率越低则物业的价值越高。若假定资本化率在一段持有期间保持不变²³，则持有物业的投资者在该期间的内部收益率 IRR 等于资本化率 (C) 加上净租金增长率 (g)²⁴。

当以上述物业设立 REITs 时，投资者的回报会包括分红和资本增值两部分。首先考虑无杠杆的情况。投资者的首年分红收益率 (Y_0) 理论上等于资本化率 C ²⁵，其持有期间的年化总回报 IRR 也等

²²资本化率等于净租金收入除以物业价值，反映物业的收益率

²³近年来一线城市资本化率会呈现收缩的情形，反映风险偏好变化和货币供应等综合因素。

²⁴投资者在 t 个持有期间，每年获得分红分别为 D_0 ， $D_0(1+g)$ ，...， $D_0(1+g)^t$ ，资本化率不变时，物业价格在 t 年为初始价乘以 $(1+g)^t$ 。若投资者在 t 年退出，则其 IRR 经测算为 $(C+g)$ 。本处不考虑杠杆、税务和交易费用的影响。

²⁵理论上，若不考虑交易费用和税务影响，分红收益率与资本化率有差异时，会有无风险套利行为缩小该差异。

于 $(C+g)^{26}$ 。以美国为例，持续的租金增长带来的分红和资本增值，使得 REITs 投资者的长期收益水平较高，1994-2012 年美国权益型 REITs 的年化收益率达到 10.2%，超过了同期标普 500 等资产的收益，其中分红带来的收益率约为 4-5%，股价上升带来的收益率约为 5-6%（主要由净租金增长带动）。可以看出，公募因此，国际标准化 REITs 是“长期持有型”“长期持有、权益性”的商业逻辑，不频繁出售资产，就不需太理会投资者从当期分红派息和未来资本化率的波动增值两方面对产品进行综合评价。

再看有杠杆时的情形。当利率大于资本化率时，借贷不能起到正向的杠杆作用，任意负债率下，均会导致分红收益率低于资本化率²⁷。这正是目前国内市场面临的情况，许多物业的资本化率低于利率水平，使用杠杆反而进一步拉低了劣后级的派息收益率。

从上面的分析可知，导致当前国内类 REITs 产品劣后级份额吸引力不足的原因主要包括两点：一是流动性严重不足，个人投资者无法充分参与；二是优先级票面利率过高，产生的负杠杆作用进一步降低了劣后级派息收益率。

²⁶与物业投资情形类似，REITs 投资者每年分红分别为 $D_0, D_0(1+g), \dots, D_0(1+g)^t$ ，REITs 市价会以年增长率 g 稳定增长，以维持同样的分红收益率，因此，总回报 IRR 为 (Y_0+g) 。

²⁷REITs 首年分红收益率 Y_0 、资本化率 C 和负债的利率 i 三者之间的关系为（ r 为负债比率）：

$$Y_0 = \frac{C}{(1-r)} - \frac{r}{(1-r)}i$$

（三）建立主动管理的机制，激发内生动力，有效外延发展

目前，国内类 REITs 产品的主要管理职责由计划管理人和基金管理人承担，主要负责对基础资产运营情况监督核查、现金流归集分配、投资人信息披露等职责，对于底层物业资产的运营管理、业绩提升参与程度不深。

借鉴境外成熟市场经验，标准化权益性 REITs 通常实行主动管理模式，其产品价值在较大程度上依赖于产品管理人对物业资产的专业管理与合理投资决策。管理人以 REITs 投资人的投资收益最大化为目标，需要在物业投资组合管理、资本结构优化、物业改造提升、租赁运营及物业管理等领域体现专业水平，从而全方位增强 REITs 产品的内生增长动力。美国 REITs 还经历了从外部管理到内部管理²⁸的转变，其核心催动因素也是内部管理更能发挥管理人的主动管理能力、降低代理成本。

除管理模式外，类 REITs 当前扩募机制的欠缺也是限制管理人主动投资决策能力的一个主要因素。保利类 REITs 的储架发行制度已是中国类 REITs 产品的一大创新，但仍然处在一个相对有限的框架范围内。相比之下，国际标准化 REITs 具备较为完善的扩募以及

²⁸ 指资产管理公司在 REITs 体系内，作为基金的一家子公司存在。香港领展信托基金也属于内部管理模式。

资产收购与处置机制，外延发展能力良好。REITs 的这种外延发展能力，有助于扩大规模，提升经营水平和竞争力，降低 REITs 产品的融资成本，如西蒙地产从 1993 年 REITs 上市时的 114 处物业资产，扩张至今已有 490 处物业资产，其运营管理水平和投资业绩持续提升，为 REITs 投资人带来长期稳定的投资回报。

综上所述，境内类 REITs 通过几年的市场实践，在很多方面，尤其是在权益属性上不断取得进展，在公募 REITs 即将推出之际，我们需关注收益率与定价、杠杆的适当应用，以及完善治理架构等重大方面，以让境内公募 REITs 既有内生动力，又有外延发展，更富有生命力。

五. 总结与建议

中国租赁住房市场发展空间巨大，公募 REITs 作为长期持有型的专业机构，不仅是市场的重要供应主体，可助力租赁住房企业持续健康发展，落实租售并举战略，还可增加资本市场投资品种、优化行业资本结构、提升行业运营水平和服务质量等，意义重大。通过分析四家公寓资产证券化产品的特点，我们认为市场在资产证券化方面的实践，是对推出公募 REITs 的有益探索，为公募 REITs 的推出积累了经验，创造了市场环境，培育了投资者，

起到了很好的示范作用。另外，通过对比类 REITs 和标准公募 REITs 的差异，我们认为，公募 REITs 并不是简单的现有类 REITs 的公募化，需要在结构化安排、收益率定价、主动管理机制与能力等方面持续地探索和完善。

发展租赁住房 REITs 是促进租赁住房行业健康持续发展的重要手段，我们在第一和第二份 REITs 系列报告的基础上，就租赁住房公募 REITs 的推出再提出以下几点建议：

1) 增大对租赁住房领域的土地供应，通过“自持比例限制”降低土地供应价格。但应预留“允许自持土地及住房进行证券化运作”的出口。

2) 针对租赁住房 REITs 制定专项税收支持政策，依据税收中性原则，解决双重征税、重组税负过重等问题，进而促进租赁住房市场健康发展。

3) 加强专业品牌运营机构培育工作，支持市场化运营机构数量和运营水平的稳步提升。

4) 尽快出台公募 REITs 管理办法，明确监管规则，在“公募基金 + ABS”的产品架构下，对产品治理结构、扩募机制、基础资产准入标准等内容进行深入研究。

5) 对于运营水平达到市场要求的资产（特别是公租房类资产），可以尝试进行公募 REITs 试点，从土地性质、产权、估值、租约、产品架构、资产管理、投资者信息披露等各方面进行论证并取得相关主管部门的支持，为下一阶段中国租赁住房市场的快速发展提前做好配套金融工具的支持准备工作。

6) 加强投资者教育，营造良好舆论环境，充分宣传 REITs 对建立租赁住房市场长效机制的积极作用。

北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告下一期将推出“中国不动产投资信托基金税制问题研究”，敬请关注。我们相信，现在正处于中国标准化公募 REITs 的前夜，REITs 的时代即将来临！

附录：租赁住房市场证券化案例²⁹

（一）天津市房地产信托集团有限公司 2012 年度第一期资产支持票据

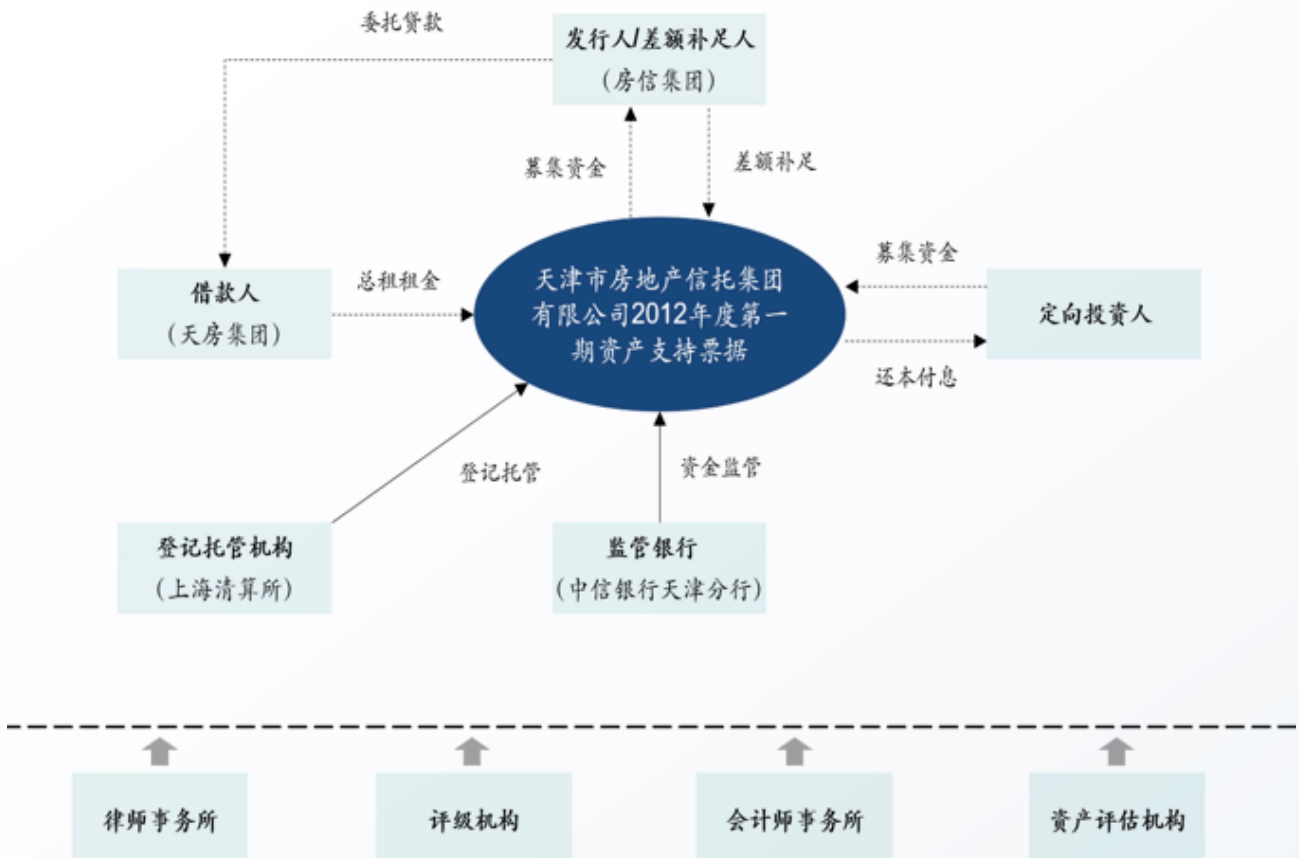
天津市房地产信托集团有限公司 2012 年度第一期资产支持票据（“天房 ABN”）于 2012 年 8 月 17 日通过中国银行间市场交易商协会核准，并于 2012 年 8 月 24 日发行。注册金额 20

²⁹ 因时间及篇幅原因，本报告未对已于 2017 年 12 月 1 日取得深交所无异议函的“招商金融 - 招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划”进行案例分析

亿元，按期限分为 1 年、2 年、3 年、4 年和 5 年共五档，规模分别为 3.4 亿元、3.6 亿元、4 亿元、4.4 亿元和 4.6 亿元，年化预期收益率分别为 5.75%、6.25%、6.75%、7.74% 和 8.23%。

天房 ABN 基础资产为天津市房地产信托集团有限公司（“房信集团”）拥有的 32,018 套天津市保障性住房，分布于天津市南开区、河西区、河东区等 6 个市区，相关基础设施完善，公共配套健全，区域环境发展成熟。与此同时，天房 ABN 设有替换资产，总建筑面积为原始基础资产 5.75%，分布于南开、河西两个区域。天房 ABN 募集资金通过委托贷款方式借款给房信集团，用于房信集团承担的天津市保障性住房建设任务；天津市房地产开发经营集团有限公司（“天房集团”）作为总租人与房信集团订立《总租赁合同》，以每年支付的总租租金偿还天房 ABN 投资人本息。交易结构如下图所示。

附图 1 天津市房地产信托集团有限公司 2012 年度第一期资产支持票据交易结构图



天房 ABN 作为中国首单租赁住房资产证券化产品，以保障性住房的租金收入作为底层基础资产，在资产运营管理模式、基础资产合格标准、增信措施及投资人退出安排等方面对后续同类产品具有重要借鉴意义。

(二) 魔方公寓信托受益权资产支持专项计划

魔方公寓信托受益权资产支持专项计划（以下简称“魔方

ABS”) 是国内第一单公寓 ABS 业务，该项目于 2017 年 1 月 14 日设立，于 2017 年 2 月 20 日在上海证券交易所挂牌。发行规模 3.5 亿元，优先级 3.15 亿元，按期限分别为 1 年、2 年和 3 年三档，规模分别为 1 亿元、1 亿元和 1.15 亿元，预期收益分别为 4.8%、5% 和 5.4%。次级产品 3500 万元，期限为 3 年。优先级证券评级 AAA。

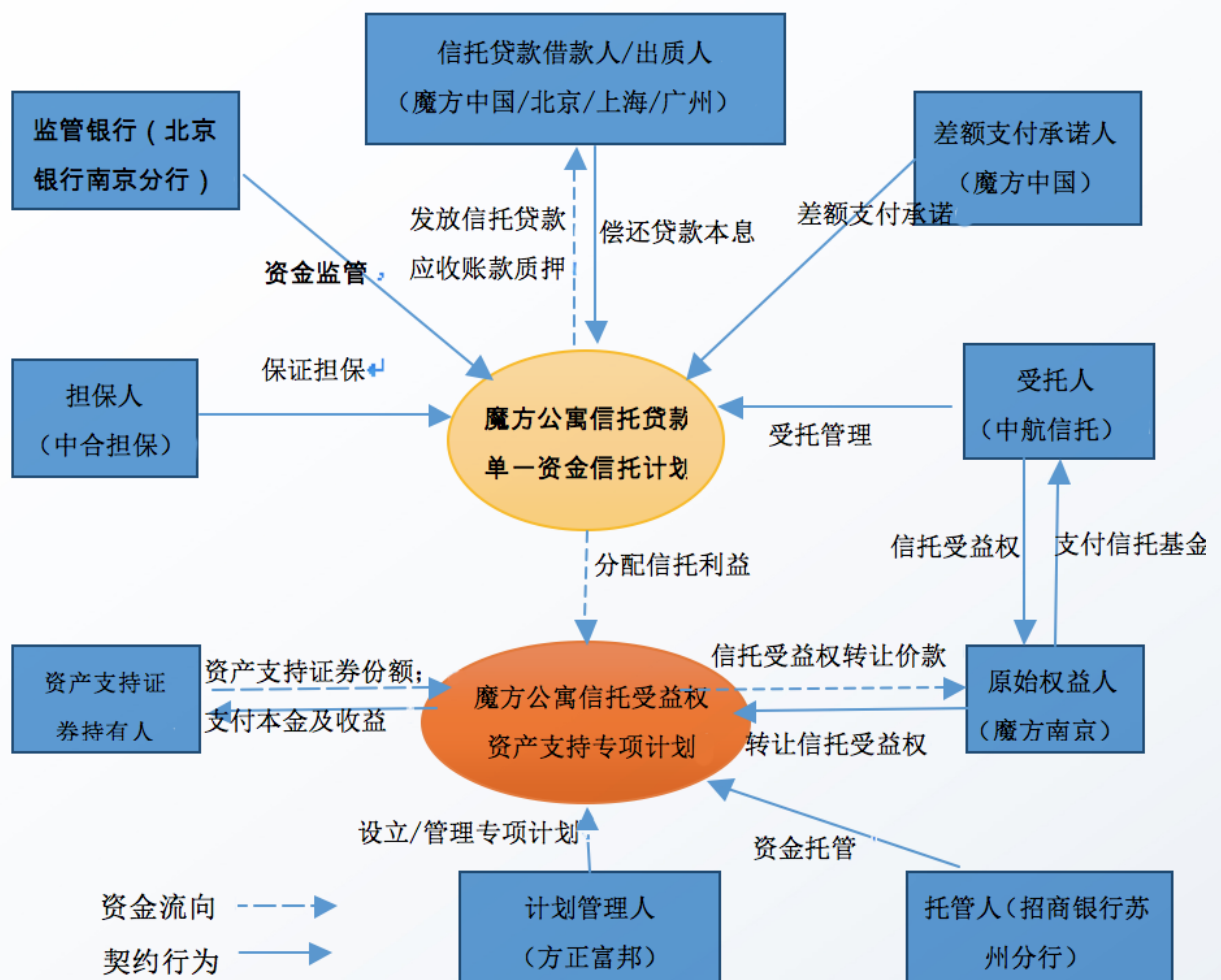
魔方 ABS 的原始权益人为魔方（南京）企业管理咨询有限公司。本项目底层资产为信托贷款，并以入池整租公寓未来的租金应收款作质押，该等公寓包括北京、上海、广州等一二线城市 30 处物业共 4014 间房，合计可出租面积 12.9 万平方米，每处物业从业主中长租年限平均为 12 年，对外分租的年限平均为 7.6 个月，整体平均空置率为 7.6%。分租业务在历史上基本没有违约情况，其偿付风险主要是租金增长率和出租率的变化。

魔方公寓 ABS 产品为双 SPV 结构。魔方南京以自有资金 3.5 亿元委托中航信托设立单一资金信托计划，拥有该信托计划的 100% 信托受益权。中航信托与信托借款人魔方中国、魔方北京、魔方上海、魔方广州分别签订信托贷款合同，向信托借款人发放信托贷款。借款人以持有的公寓物业在未来三年的分租租金收入

(包括短租客户应支付之公寓使用费)等应收账款质押给中航信托，以作为信托贷款的还款来源。最后，专项计划以募集资金购买魔方南京持有的上述 100% 信托受益权。

交易结构下图所示：

附图 2 魔方信托受益权资产支持专项计划交易结构图



魔方公寓 ABS 作为第一单长租公寓类的资产证券化产品，是对国家关于发展住房租赁市场的响应，其成功发行为轻资产公寓

运营企业扩展了融资渠道，也为接下来的产权持有型公寓进行资产证券化尝试做了铺垫。

（三）中信证券·自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划

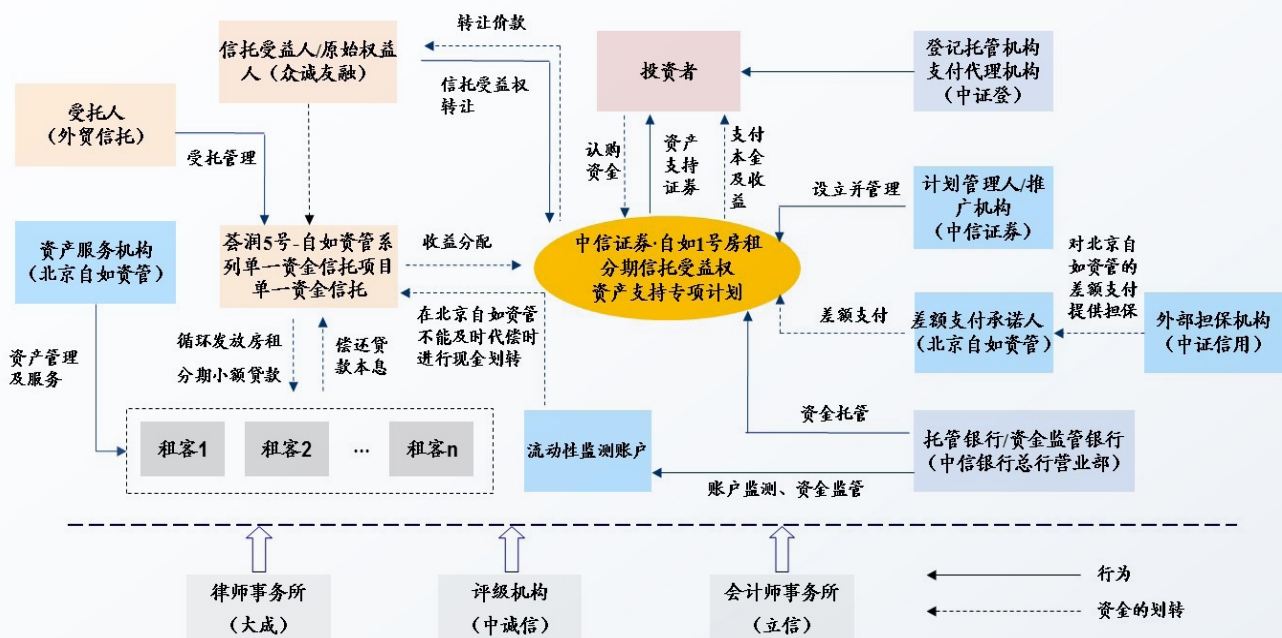
中信证券自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划(以下简称“自如ABS”)于2017年8月15日发行成立，于2017年9月29日在上海证券交易所挂牌，这是国内第二单公寓资产证券化产品。该产品期限两年，首期发行规模5亿元，其中优先级资金为4.5亿元，占比90%，发行利率为5.39%，次级资金为0.5亿元，占比10%。优先级产品评级为AAA。

项目原始权益人为北京自如众诚友融信息科技有限公司(“自如信科”)，合作机构是关联方北京自如资产管理有限公司(“自如资管”)。项目的底层资产为自如房租分期小额贷款，对应的为自如资管旗下分散式长租业务，即“自如友家”和“自如整租”业务线。该贷款业务始于2015年4月，由具备小额贷款资质的主体作为通道机构，当租户选择年付租金时，可就剩余11个月的房租金额申请向通道机构贷款，之后每个月向通道机构归还本息(含金融服务费)。贷款利率即分期手续费为6.27%，贷款按照等额本息每月支付，因此实际年利率经测算约为11.3%。截至

2017年5月10日，本计划项下底层资产贷款余额4.92亿元（信托计划总规模5亿元，包含缴纳的信托业保障基金及现金），共涉及贷款合同23,501笔，所有合同期限均为11个月，加权平均剩余期限为9.79个月。底层资产质量优良。历史数据显示其整体违约率平均值约为0.26%，截止2017年5月末的平均违约损失率仅为0.014%，该类小额贷款的风险低。

产品为双SPV结构，底层资产转让给信托计划，然后信托计划受益权作为基础资产，转让给资产支持计划。交易结构下图所示：

附图3 自如房租分期信托受益权资产支持专项计划交易结构图



自如 ABS 是轻资产型的长租公寓运营企业又一次资产证券化的有益尝试。与前述魔方公寓运营模式不同，自如资管在业务过

程中将租赁业务与消费金融进行了有机结合，将未来的租金收入转化为小额贷款债权。因此，两单产品形式上虽然均采用“专项计划 + 信托计划”的双 SPV 模式，但魔方公寓 ABS 的底层基础资产回款受到租赁价格、出租率以及承租人质量等多重因素的影响，相比之下自如 ABS 的底层基础资产是高度分散且已经形成的现实债权，其回款的不确定性风险理论上低于魔方公寓 ABS。

（四）新派公寓权益型房托资产支持专项计划

新派公寓权益型房托资产支持专项计划（以下简称“新派类 REITs”）于 2017 年 10 月 11 日正式获批设立，在深交所综合协议交易平台挂牌转让，这是全国首单长租公寓权益型类 REITs 产品。计划总规模 2.7 亿元，期限为 5 年（前 3 年为运营期，后 2 年为处置期），其中优先级产品规模 1.3 亿元，获得 AAA 评级，发行利率为 5.3%。权益级 1.4 亿元，占比 52%。

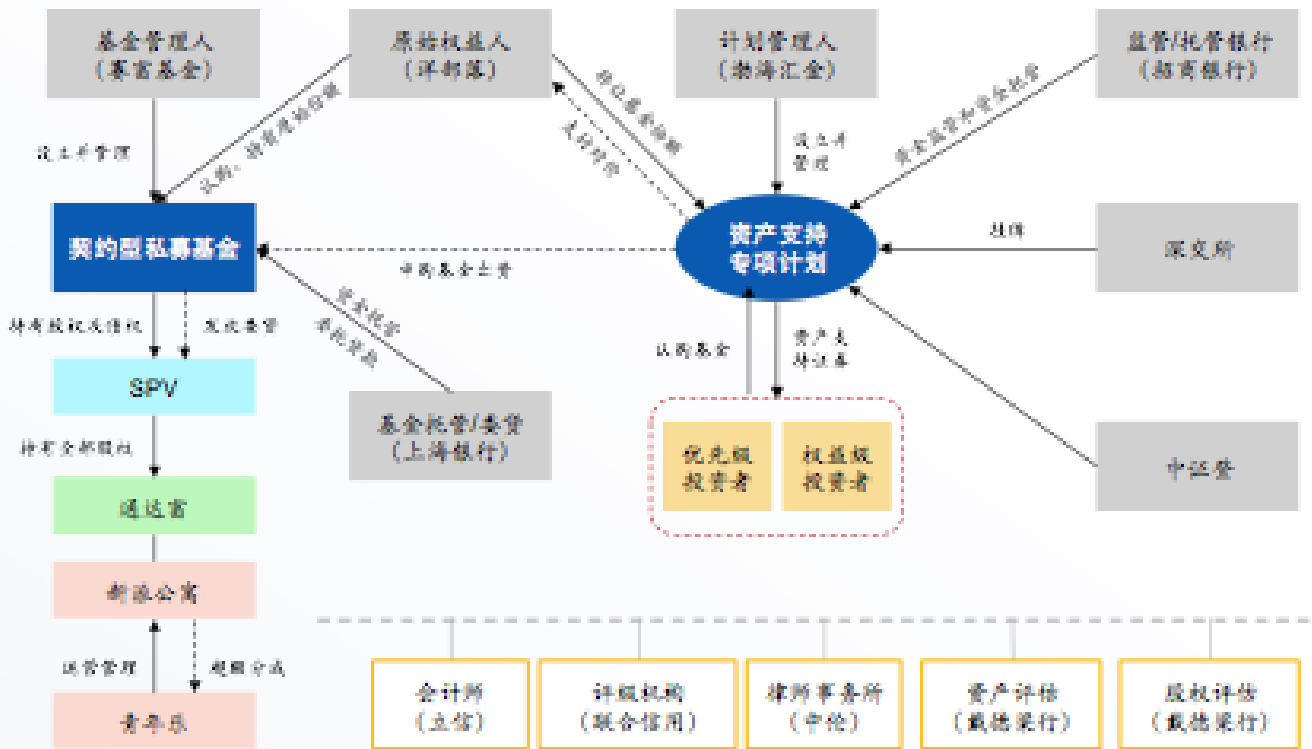
该计划的底层资产是位于中国北京市朝阳区百子湾路 40 号的新派公寓物业，总建筑面积 5711.57 平方米，评估价值为人民币 3.15 亿元（单价约 5.5 万元 / 平方米），相对于优先级证券的覆盖倍数为 2.42，对整体的覆盖倍数为 1.17。标的物业截止 2017 年 6 月 30 日的出租率为 100%，月租金收入 80.5 万元，

以长租客为主，半年至一年以上的租户占比超过 90%，年租以上占比超过 70%。据测算，2018 年租金预计 947 万元，扣除运营税费后可分配净现金流 699 万元，与物业估值的比率（即资本化率）约为 2.2%。优先级证券利息支出每年约 689 万元；权益级在持有期间不分配红利，享有退出时资产增值收益。底层资产运营成熟，租金无违约及逾期情况，第 1 至第 5 年的可分配净现金流对优先级证券的覆盖倍数为 1.01-1.44 倍。

专项计划是双 SPV 结构，其中间搭建了私募基金的结构。专项计划收购由原始权益人创建的私募基金，以及私募基金通过股加债的方式成立的 SPV。专项计划募资后，将完成 SPV 的注资，并通过 SPV 向赛富基金收购通达富公司 100% 股权及受让相关债权债务，实现对物业的持有。项目退出时，优先收购权人为权益级持有人，并按持有份额大小排序，青年乐是最后顺位的优先收购权人。曾推出国内首单交易所 CMBS 产品的高和资本是其财务顾问，在权益级产品的转让中也发挥了作用。

该项目交易结构如下图所示：

附图 4 新派公寓权益型房托资产支持专项计划交易结构图



该产品作为国内首单长租公寓类 REITs 产品，其成功发行标志着中国不动产证券化领域的进一步创新，也拓宽了国内 REITs 产品的基础资产范围。新派类 REITs 项目为中国各类租赁住房持有企业提供了“品牌化租赁运营 + REITs 退出”的全新商业运作模式。

(五) 中联前海开源 - 保利地产租赁住房一号资产支持专项计划

中联前海开源 - 保利地产租赁住房一号资产支持专项计划(以下简称“保利类 REITs”)于 2017 年 10 月 23 日获得上海证券交易所审议通过，该项目是国内首单由央企作为发行主体的租赁住

房类 REITs 产品，规模大大超出前述三个案例，成为了住房租赁市场的一个标志性事件，具有重要示范意义。

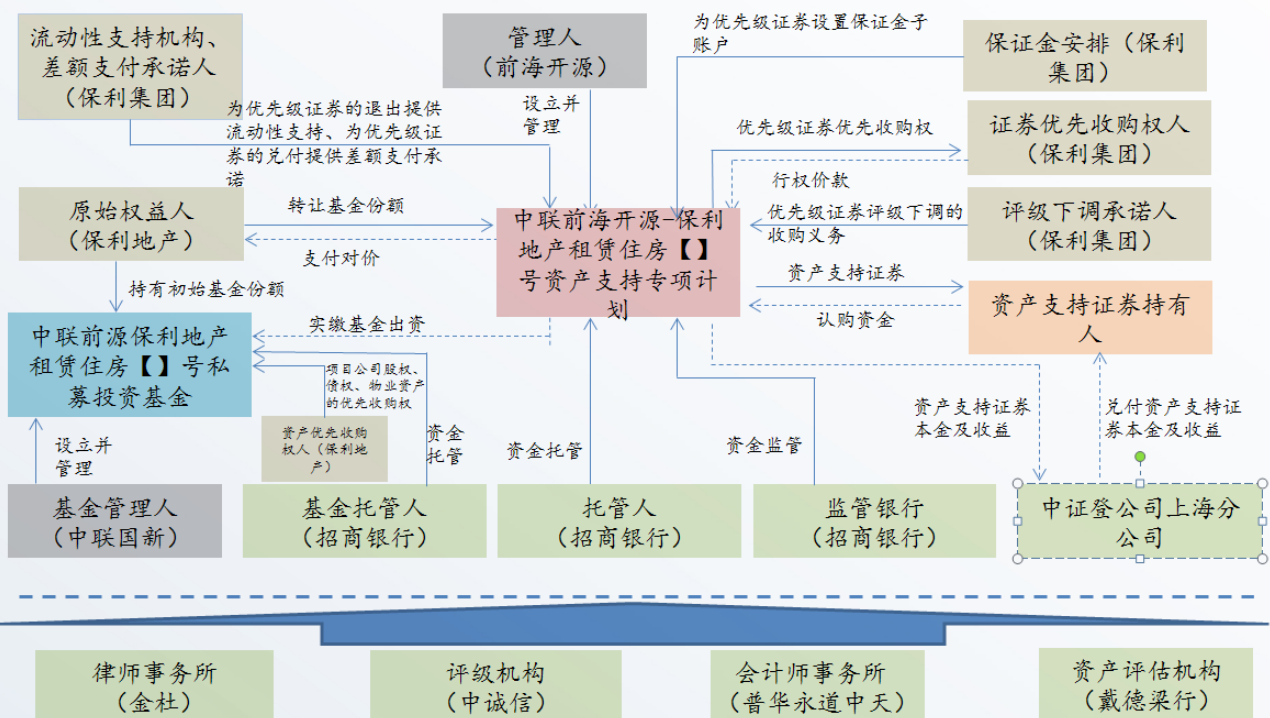
本专项计划总规模 50 亿元，其中优先级 90%，次级 10%。优先级份额在上海证券交易所公开转让、交易，评级 AAA，并采取储架、分期发行机制，产品期限 18 年，每 3 年有一开放期。优先级份额目前暂未发行。底层物业资产是保利地产自持的优质租赁住房，首期价值 16.8 亿物业，来源于九个城市十个项目 1087 套公寓。上述公寓分成四类定位，并冠以不同品牌，包括和熹会养老公寓、瑜璟阁商务公寓、诺雅酒店公寓、N+ 青年公寓等。收入来源主要是整体租赁的租金和权利使用费，专项计划将十个项目分别整体租赁给保利地产旗下的运营平台保利商管和保利安平，同时，保利地产因享有优先收购权还向专项计划支付权利维持费。经测算，专项计划的可分配净现金流对当期优先级证券利息的覆盖倍数达 1.12 倍；开放退出或专项计划到期时，净现金流入对优先级证券本息的覆盖倍数达 1.10 倍。专项计划采用储架发行方式，一次核准，多次发行的再融资模式简化了发行审批程序，提高了融资的灵活性。

保利类 REITs 是双 SPV 结构，其中间搭建了私募基金的结构。

专项计划的原始权益人为保利房地产（集团）股份有限公司（“保利地产”），保利地产同时是资产优先收购权人和资产服务机构。专项计划于设立日起取得私募基金份额，成为基金份额持有人，享有投资收益，履行实缴出资义务。资金全部实缴到位后，私募基金取得项目公司股权、债权并向项目公司增资或发放委托贷款。增信安排人为保利集团，私募基金管理人为北京中联国新基金管理公司，该公司还成功促成了“中联前海开源-勒泰一号资产支持专项计划”和“中联前海开源-昆明工业职业技术学院学费权ABS”等项目。

该项目交易结构如下图所示：

附图 5 保利租赁住房类 REITS 交易结构图



保利地产租赁住房 REITs 作为国内首单以房地产企业自持租赁住房作为基础资产的 REITs 产品，是对中央“房住不炒”理念的积极响应，也是对国务院办公厅《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）和住房和城乡建设部《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（建房〔2017〕153号）的贯彻落实。该产品对于解决房地产企业租赁住房业务投资回收周期过长的“后顾之忧”、通过资本市场实现轻资产运营模式提供了现实样本，对下一阶段国内租赁住房市场的快速发展具有良好示范效应。

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

报告 2 <http://www.gsm.pku.edu.cn/2.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。



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