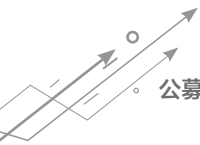




第一章 初识 REITs



在介绍 REITs 相关的概念之前，本章专门为入门级的投资者阐述了一些简单实用的一些小建议，而其中大部分都是花了真金白银“买”到的教训。把这一部分放在最前面，是因为不少投资者尚未形成自己投资理财的原则，对于纷繁复杂的各种投资品种，害怕风险带来的损失的同时又渴望像样的收益。希望第一节的内容对于初入投资世界的读者们选择投资理财产品时提供一些有益的思路。

接下来，主要是通过介绍 REITs 相关的概念，包括 REITs 是什么以及 REITs 的分类，建立起初步的认识，同时通过介绍 REITs 在全球以及在我国的发展，进一步建立起关于 REITs 的认识框架。

第一节 | 投资小白如何理财

美国知名投资者、桥水基金创始人瑞·达里奥（Ray Dalio）把他数十年从事投资工作的经验写成了一本书《原则》。这一节的内容就是我的投资“原则”。

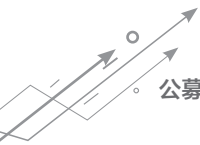
一、认清自我

认清自我包含了两个方面：首先，作为一个投资者，认清

自己的市场地位，是体量巨大、对市场有影响力的专业投资者，还是接受市场走势、最好顺势而为的一般业余投资者？其次，明确投资目标，是想通过投资跑赢通货膨胀，获得比银行理财稍微高一些的回报，还是希望通过投资一夜暴富？当然，跑赢通胀是大概率能做到的事情，也不用太冒险。而想要一夜暴富，实现这个目标，那很可能干的就是“刀口舔血”“火中取栗”的事情。天上基本不会掉馅饼，掉陷阱的可能性还是比较高。

二、回归常识

爱因斯坦说，这个世界最难以理解的地方在于，这个世界是可以理解的。所以，任何的投资行为一定是在一般人可以理解的范围内。什么叫可以理解呢？我把它定义为可以转化为小学语文老师传授给我们的写作六要素：时间、地点、人物、起因、经过、结果。举个例子，用这六要素来描绘公募 REITs 基金：在 20 年到 99 年不等的时间内（时间），在不动产所在的某个特定位置（地点），不动产最初的业主或者叫作原始权益人（人物）为了兑现不动产的部分价值（起因），通过将不动产打包上市，并且“切”成很小的份额，向一般的中小投资者出让不动产的股权以及附带的收益权（经过），中小投资者通过投资公募 REITs 基金获得稳定收益，这个收益一般是大型不动产项目经营所得，比如高速公路的收费或者物流园区的租金（结果）。不要被陌生的、新鲜的、天花乱坠的术语所迷惑，你不需要懂得很多才



能投资。面对五花八门的投资项目，无论是听上去平易近人的理财产品，还是神秘莫测的私募产品，抑或是高大上的量化基金，又或者是一堆英文字母简写（如 REITs、CDS、CDO），如果一个项目无法用直白的语言，以写作六要素的框架描述其投资过程及收益来源，也就是超出了一般人“常识”的理解范围，那么要么是这个项目的描述者还需要更多的研究去理解项目本身，又或者是这个项目真的复杂到一般人没办法理解——项目复杂成这样，你还要投资？

三、紧跟政策

中央政府把房地产确认为国民经济支柱产业的时候，房地产的前途无可限量，而到了“房住不炒”的时代，再去盲目炒房（住宅），想要获得满意的投资收益，困难就很大。而受到国家政策大力支持的公募 REITs 基金，则可能是房地产行业下一个快速增长点。

四、热爱但不迷恋土地

费孝通先生的《乡土中国》生动地阐述了国人迷恋土地的成因以及在此基础上建立起来的社会与经济关系。农耕民族及其文化，使得我们国家的人民从骨子里重视作为生产资料的土地，过去 30 年住宅价格的不断上涨进一步巩固了对于土地和住宅的迷恋。然而，当住宅的价格高到年轻人无法轻易地在城市安居进

而乐业的时候，企业家们因此无法愉快地招揽最优秀的人才的时候，高企的住宅价格俨然成为中华民族实现伟大复兴路上的一块绊脚石，回归住宅的居住属性成为人民的呼声，也得到了政府正面积极的回应。因此，我亲爱的读者们，咱们可以深深地热爱着这片土地，紧跟政策导向继续做一些不动产相关的投资，比如购买公募 REITs 基金。继续迷恋住宅并直接投资就完全没有必要了。因为接下来，住宅及不动产投资将是**专业投资者**和**国有企业**主导的时光，请大家记住这个简单却又十分重要的结论。无法高杠杆（大量借贷）运营的不动产行业将回归其居住本质，成为一个更加“传统”的行业，各位不妨将其看成是制造业的一种类别。不动产直接投资的专业性和资金量门槛将大幅提升，不再适合一般投资者。

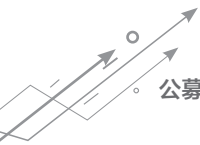
| 第二节 | REITs 是什么

一、如何定义 REITs

REITs（Real Estate Investment Trusts）即不动产投资信托，是一种通过发行收益凭证募集资金、投资成熟不动产、委托专业团队管理、收益大部分分配给投资者的金融产品。

1. REITs：小投资做“包租公”的金融产品

从投资者的角度来看，REITs 为一般投资者打开了不动产投



资的大门：它是一种投资门槛低、收益稳定、流动性较好的投资品类。

首先，投资门槛低，这体现在投资金额和投资能力两个方面。就投资金额来说，公募 REITs 百元起步，私募 REITs 百万元起步，相对于不动产项目动辄过亿元甚至数十亿元的投资额，投资金额门槛大大降低；投资能力方面，投资 REITs 无须投资者了解太多高深的不动产投资知识与实操，选一个优秀的 REITs 发起人基本上就能实现稳定的收益——各位读者通读本书足矣。

其次，收益稳定。由于各国对于 REITs 一般会有：较高的强制分红比例要求，或者只有高比例分红才能享受税收优惠，所以 REITs 基本上会将至少 90% 的收益分配给投资者；至少 75% 的资金投向成熟不动产项目，这也铸就了 REITs 回报稳定的名声。

最后，流动性较好。REITs 尤其是可以随时交易的公募 REITs，比起不动产动辄数月的漫长交易周期，流动性着实提高了好几个级别。

2. REITs：大开发商便捷、低廉的融资工具

从企业的角度来看，REITs 为不动产开发商提供了一种快周转、低成本的融资工具。

首先，REITs 的快周转是通过将难以变现的不动产打包并注入 REITs，出让不动产所有权的同时企业资金得到快速回笼，资金利用率和周转率得到了大幅提升。

其次，由于不动产被打包放入 REITs，本身能够产生稳定的现金流，与母公司的风险进行了隔离，所以融资成本往往比母

公司成本低。举一个极端的例子，2020 年左右开始陷入困境的上市公司泰禾集团（股票代码：000732）的融资成本肯定是非常高的，年化成本超过 10% 是肯定的，但是如果打包若干个成熟的泰禾广场并成功发行了一个商业 REITs，由于泰禾集团破产的风险得到了充分隔离，那么泰禾商业 REITs 的资金成本大概率是可以做到低于年化 10% 甚至 8% 的。

总而言之，REITs 是 60 年前一项伟大的金融创新，把不动产这种原来非标准化、投资门槛高、流动性差的投资，转化成了标准化、投资门槛低、流动性强的一种金融产品。

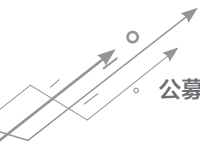
二、REITs 不是什么

前文为大家介绍了 REITs 是什么，然而很多朋友仍然对于 REITs 定义的理解较为模糊，因为市场上充斥着“REITs 是介于股票和债券之间的投资”“投资 REITs 其实就是投资不动产”之类的简单粗暴的结论。这里为大家进一步厘清 REITs 与债券、股票以及房地产直接投资的区别。

1. REITs 不是债券

（1）债券面值为 1 块钱，而 REITs 面值往往不是 1 块钱，比如 2021 年我国首批基础设施 REITs 的发行价格（面值）通过询价确定。

（2）债券有确定的利率，比如每年利率 3%，REITs 的分红率或者叫股息率并不确定，确定的只是分红与可分配收益的比



例。举个例子，如果可分配收益是 100 元，90 元被用于分配，总共 100 股，那么每股分红 0.9 元。如果 REITs 价格为 10 元，则分红率为 $0.9/10=9\%$ ，如果 REITs 价格为 9 元，则分红率为 $0.9/9=10\%$ 。

（3）债券的评级依赖于发债的主体，而 REITs 的评级完全靠自己。还是以 2020 年前后陷入破产危机的泰禾集团为例，如果发行债券，也就是想向别人借钱，会出现两种情况：第一个是大家都不愿意借给他，第二个就是就算是借给他，成本也很高，因为万一泰禾集团破产，那么借款搞不好就收不回来了，大家看的是泰禾集团的信用情况。而如果泰禾集团将旗下泰禾广场打包发行商业 REITs，那么即使泰禾集团破产，投资这个商业 REITs 的投资者也不会受到破产的直接影响，因为泰禾广场等于是已经卖给了 REITs 的份额持有者，跟原来的业主也就是泰禾集团没有直接关系了，实现了风险隔离并保障了 REITs 投资者的利益。

2. REITs 不是股票

（1）股票没有 REITs 的强制、稳定的分红要求。

（2）股票的价格变动幅度更大，交易更活跃。REITs 投资者一般是买入并长期持有，所以整体来说，交易的活跃程度远远不及一般的股票。

3. REITs 不是直接投资不动产

（1）直接投资不动产需要很大的资金量，1000 块钱基本

上没有机会投资；而投资者拿着 1000 块钱则可以投资上市的 REITs。

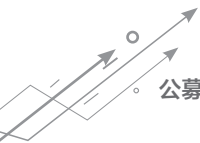
（2）直接投资不动产需要找人管理，以保证收益率；而 REITs 已经为投资者找好了专业的管理者，投资者只需要支付相应的管理费用即可。

（3）直接投资不动产流动性很差，不好变现。比如，买了一套住宅，没有三五个月的来回协商、谈判，基本上很难成交，如果是一整栋住宅，那么交易的时间可能要以年来计算；而上市 REITs 可以在交易日随时交易变现，轻松又愉快。

（4）直接投资不动产往往得不到定期披露信息。如果是几个朋友搭伙买了一栋楼，那么你是大股东还好，可能能够及时得到不动产的运营信息，比如出租率、租金水平等信息，假如你不是大股东，那么要是大股东不愿意披露或者看心情来决定是否披露运营信息，那么你也只能被动接受这种情况；而上市的 REITs 则不存在这种烦恼，监管机构要求定期、准确地披露每一个不动产的运营数据——对所有投资者都一样，不论是大股东还是小股东。

第三节 | REITs 的分类

参照基金类产品，可以从募集渠道、投资标的、主体类型、管理制度、运作方式 5 个维度把 REITs 划分为不同的类型。



1. 募集渠道

根据募集渠道不同，分为公募 REITs、私募 REITs 以及公募非上市 REITs。公募 REITs 可以对不特定公众投资者募集资金，一般投资者人数要求至少 100 人；私募 REITs 仅能针对特定人群或者机构募集资金；公募非上市 REITs 是美国一种介于公募和私募之间的 REITs，它已经在美国证监会登记备案，但是不公开发行或者上市。

2. 投资标的

根据投资标的的不同，分为资产 REITs 和抵押 REITs。资产 REITs 直接投资并持有不动产，除了林地 REITs 主要通过出售木材获取收入，对于其他资产 REITs 来说，租金是主要的收入来源。美国 REIT 协会（NAREIT）将资产 REITs 根据不动产的类型进一步细分为 12 种不同类别，分别是工业、办公、零售、住宅、酒店、健康护理、自取仓储、林地、基础设施、数据中心、多元化、特殊资产（见表 1-1）。抵押 REITs 不直接投资于不动产，而是投资于不动产抵押贷款或者其证券化产品，贷款的利息是主要的收入来源。

表 1-1 REITs 根据投资标的的分类

REITs 类型	投资标的	特 点
资产 REITs	工业	常见的有仓储或者区域性配送中心。电商的发展极大地带动了工业地产尤其是物流地产的发展
	办公	不同的办公 REITs 可能聚焦不同的细分市场，比如有的聚焦市中心的物业，有的专注郊区的物业，又或者专注某个行业，比如生物制药类的物业需求

续表

REITs 类型	投资标的	特 点
资产 REITs	零售	常见的有购物中心、区域性的商场和独栋小商场三个子类别
	住宅	常见的有单元房、学生公寓、装配式可移动住宅、单个家庭住宅
	酒店	不同的酒店 REITs 一般会聚焦不同层次的酒店细分市场
	健康护理	包括养老院、医院等
	自取仓储	持有并管理该类型的不动产，租金是其稳定的现金收入来源
	林地	木材销售是其稳定的现金收入来源
	基础设施	包括无线基站、通信基站和能源管道等
	数据中心	客户使用场地主要用于存储数据，一般会需要一些特殊的服务，比如提供不间断的电源、空调等
	多元化	持有并管理多种类型的不动产，比如工业和办公类不动产
	特殊资产	特色 REITs 持有不属于其他 11 种类型的资产，比如电影院、赌场、农场、中外广告牌等
抵押 REITs	抵押贷款	不直接投资不动产，通过投资不动产作为抵押物的贷款（包），利息是其稳定的现金收入来源

数据来源：NAREIT。

资产 REITs 占据市场主导地位。从美国上市 REITs 的数据来看（见图 1-1），抵押贷款为投资标的的 REITs 市值占比是 4%，其他 96% 都是资产 REITs。在资产 REITs 中，市值占比最高的是基础设施（16%），其次才是住宅（14%）和零售（12%）。

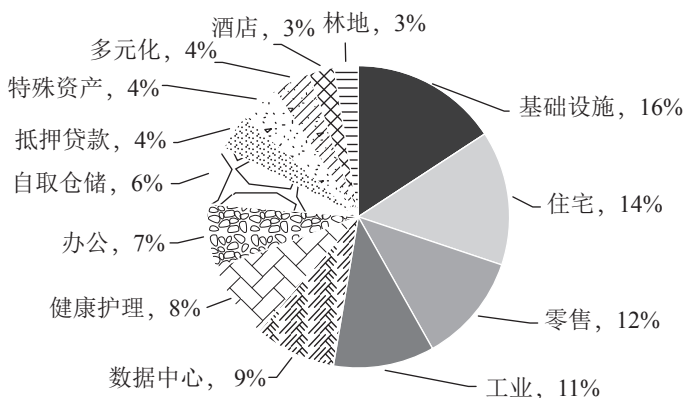


图 1-1 美国上市 REITs 的市值分布

数据来源：NAREIT，数据截至 2021 年 5 月。

3. 主体类型

根据主体形式不同，可以分为公司型 REITs 和信托型 REITs。公司型 REITs 本身是一个公司主体，具备法人资格，REITs 份额持有人就是公司的股东，设立的依据是公司法。信托型 REITs 又称契约型 REITs，REITs 本身不具备独立的法人资格，只是根据信托契约募集资金并投资于不动产，根据份额取得收益。港交所要求上市的 REITs 必须是契约型，其管理更加灵活；而美国 REITs 近年来越来越多采用公司型主体形式，主要是出于提高参与各方利益一致性、提高投资回报的考虑。

4. 管理制度

根据管理制度不同，可以分为内部管理型 REITs 和外部管

理型 REITs，如表 1-2 所示。内部管理型 REITs 发起人任命内部人 / 关联方在 REITs 层面以及物业层面进行管理，而外部管理型 REITs 任命外部第三方担任这两个角色。

内部管理型的优势在于发起人得到了更大的话语权，避免了外部任命的管理者与份额持有人利益不一致的问题，即代理人利益冲突的问题，能在一定程度上提高 REITs 的投资回报。

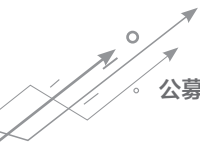
内部管理型 REITs 的劣势在于，内部管理型 REITs 发起人的话语权过重，控制了日常运营的基本所有参与方，存在利益输送、损害其他 REITs 份额持有人利益等风险。

表 1-2 不同管理制度的 REITs 特点比较

	内部管理型	外部管理型
代理人利益冲突	低	高
管理者独立性	低	高
利益输送风险	高	低

5. 运作方式

根据运作模式不同，可以分为开放式 REITs 和封闭式 REITs。开放式 REITs 的资金规模在发行之初并不固定，碰到优质的不动产，管理者可以随时灵活地增发份额发起并购，为投资者带来更多收益，同时投资者可以随时赎回份额。开放式 REITs 的灵活性带来了一定的便利，但也带来了投资的不确定性，REITs 管理者需要时刻关注投资者的赎回，因为这关系到手上可用于投资的资金多少，以及投资周期。封闭式 REITs 的资金规模在发行初期就确定，避免了规模变化带来的不确定性，在封



闭期内可以安心地专注于投资，但也失去了面对优质投资标的时快速募集资金的机会。

封闭式 REITs ≠ 不能交易

2021 年我国首批基础设施公募 REITs 都采用了封闭式 REITs 的形式，以保证投资期间资金的稳定性，产品封闭期最高达到 99 年，这意味着 99 年投资者都无法赎回所持有的公募 REITs 基金份额，但是，这并不妨碍 REITs 投资者把份额卖给二级市场的其他投资者。作为上市的公募 REITs 基金份额持有人，投资者随时都可以在二级市场上买进和卖出 REITs 基金的份额，跟买卖其他基金和股票没有本质区别。

第四节 | REITs 全球发展简史

REITs 1960 年诞生于美国，REITs 的全球发展史，有一半是由 REITs 在美国的发展史构成，另一半则是由 REITs 在亚洲的发展史构成。

一、REITs 在美国：一部市场需求推动立法的发展史

1960 年：“旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家”

1960 年 9 月 14 日，美国总统艾森豪威尔签署《REITs 法案》，正式开启了 REITs 时代，随后第一批 REITs 正式面世。

从前只有巨富才能参与的大型不动产项目，正式对中小投资者敞开大门！

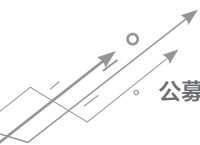
1965—1974 年：抵押 REITs 大行其道

刚开始的几年，REITs 发展得不温不火，但从 1965 年开始，随着“二战”后美国土地开发和建设需求的逐步释放，REITs 开启了快速发展的第一个 10 年。根据美国 REITs 协会的数据，全美 REITs 规模从最初的 10 亿美元增长到约 210 亿美元，其中大部分的增长来自抵押 REITs。抵押 REITs 得到快速发展，离不开 1960 年《REITs 法案》中“不动产业主及其内部人不得运营所拥有的不动产”条款的限制。既然无法自营以增加回报，相对于资产 REITs，抵押 REITs 显然是更理想的选择：只管收利息，只要抵押贷款不大面积违约，REITs 回报更有保障。

但是在此期间，美国遭遇了石油危机，包括 REITs 在内的房地产行业发展受到影响。

1975—1991 年：稳定发展，波澜不惊

20 世纪 70 年代的前半段，美国 REITs 以及房地产行业受到石油危机影响，经历了短暂的下挫，70 年代后半段才逐步缓过劲来，1975 年以来总体市值稳步上升（见图 1-2）。美国国会分别于 1976 年和 1986 年推出了税改法案，其中 1986 年税改法案由于允许不动产业主自营不动产（以提高业主积极性）以及禁止利用有限合伙企业将房地产投资损失与其他收入合并避税（只能真正投资 REITs），极大地提高了业主和投资者的参与热情。虽然期间也经历了 1989—1990 年房地产价格下跌，但是事实证



明，这只是 REITs 快速发展道路上的小插曲。

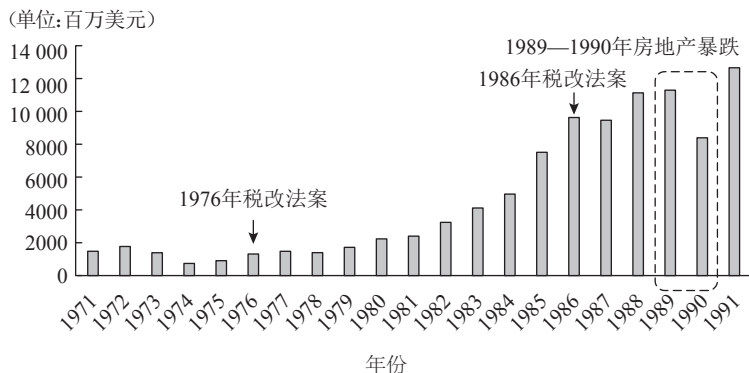


图 1-2 富时指数美国 REITs 市值（1971—1991 年）

数据来源：NAREIT。

1991 年至今：爆发式增长，市值破万亿美元

前期政策铺垫伴随着美国经济快速发展，1991 年富时指数美国 REITs 创出历史新高，规模将近 130 亿美元。尝到甜头的开发商们掀起了一波大型 REITs 上市潮，1991—1993 年，Kimco、Tauman、Simon 接连上市，Simon 更是以 8.4 亿美元的融资额成为当时最大的 IPO 项目，Simon 集团今天也成长为世界最大的 REITs 集团之一。事实证明，这只是 REITs 行业大爆发的前奏，因为仅仅 6 年后的 1997 年，市值已经突破千亿美元，达到 1405 亿美元，到了 2016 年 6 月，富时指数美国 REITs 市值一度突破 1 万亿美元（见图 1-3），美国广大投资者也分享到了国家“地大物（业）博”的甜头。

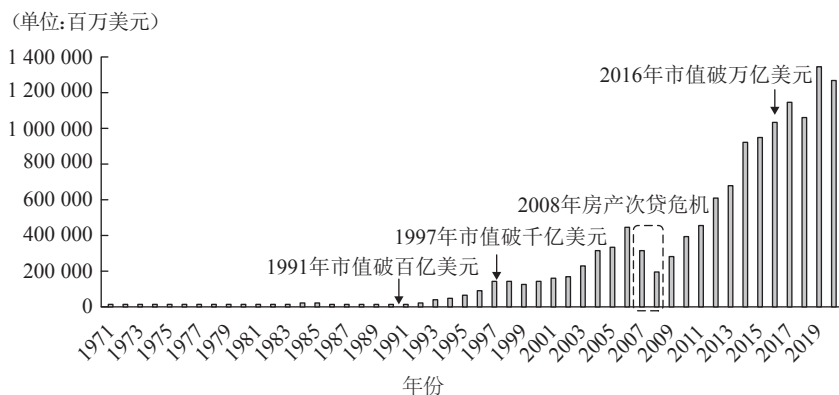
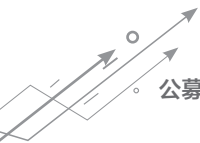


图 1-3 富时指数美国 REITs 市值 (1971—2019 年)

数据来源: NAREIT。

市场需求逐步推动立法改革。从 1993 年起, 限制 REITs 发展的法律条款逐步被删除, 同时国会通过了一系列利好 REITs 发展的法案, 包括吸引养老基金, 减免 REITs 层面及其投资者的税收, 减负外国投资者税收, 先后免征英国、日本等国养老基金投资美国 REITs 分红所得税 (见图 1-4) 等。通过梳理自 1960 年以来美国政府推出的 REITs 相关政策及其影响 (见表 1-3), 我们不难发现, 美国 REITs 发展也经历了一定的反复, 比如从开始的不允许业主自营物业到允许自营物业甚至允许开设子公司开展房地产有限度的开展房地产以外的业务; 从 1960 年艾森豪威尔以国家税收将减少为由拒绝为 REITs 减税, 到 REITs 层面减税、投资者层面税收减免、外国投资者税收减免, 无不经历了长时间的斟酌与考量才得以实现, 政策的推进与落地绝非一蹴而就。



公募 REITs 投资入门与实战

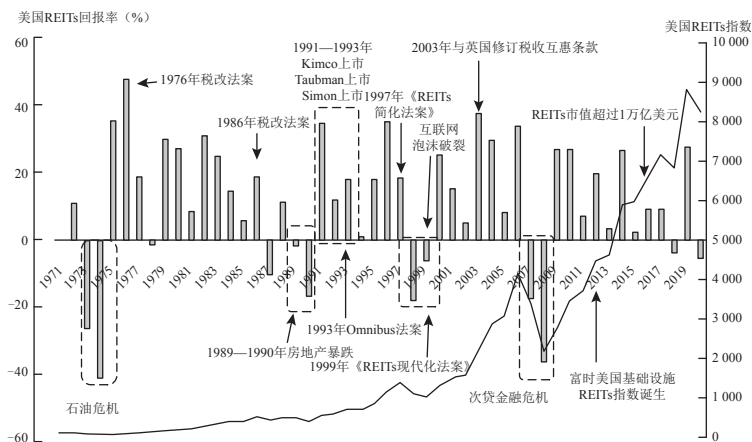


图 1-4 美国 REITs 投资回报率及 REITs 指数（1971—2019 年）

数据来源：NAREIT。

表 1-3 美国 REITs 重要政策法规及其影响

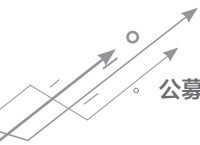
时间	重要事件	内容及影响
1960 年	《REITs 法案》	1. REITs 只能以信托架构存在； 2. 需要将至少 90% 的税前利润分配给投资者，以获得 REITs 层面税收豁免； 3. 至少需要将 75% 的资金投资到可以产生稳定现金流的资产； 4. 出售资产的收入占总收入比例不得超过 30%； 5. 不动产主及其内部人不得运营所拥有的不动产
1976 年	1976 年税改法案 (Tax Reform Act of 1976)	除了信托架构之外，允许 REITs 以公司的架构存在
1986 年	1986 年税改法案 (Tax Reform Act of 1986)	1. 允许业主内部相关公司运营其拥有的不动产； 2. 禁止纳税人利用有限合伙企业将投资房地产的损失和其他收入混在一起来避税

续表

时间	重 要 事 件	内容及影响
1991 年	Kimco 上市	标志着现代 REITs 时代的到来，房地产行业进入复苏阶段
1992 年	Taubman 上市	第一只伞型合伙 REITs（UPREIT）上市，业主通过直接以资产兑换成 REITs 股份，而不是出售给 REITs，避免被征收物业出售的所得税。创新的避税方式吸引了众多传统开发商效仿，伞型合伙 REITs 以及更新颖的 DownREITs 风靡全美
1993 年	Simon 上市	IPO 融资 8.4 亿美元，创造了当时 IPO 融资额之最。目前 Simon 地产已经成为世界上最大的上市 REITs 之一
1993 年	Omnibus 法案通过	REITs 5/50 规则（5 个主体持股不能超过 50%）对共同基金和养老金的股东数实行穿透原则，共同基金与养老金可以更容易地投资 REITs
1997 年	《REITs 简化法案》（REITSA）	1. REITs 资本利得不在投资者层面征收，只在 REITs 公司层面征收； 2. REITs 外国投资者分红税率降到 15%，以吸引国外投资者
1999 年	《REITs 现代化法案》（RMA）	允许 REITs 成立纳税主体子公司，有限程度开展不动产以外的业务
2003 年	与英国修订税收互惠条款	英国养老基金投资美国 REITs 所获分红免税。随后美国与日本等国相机签订了类似税收优惠条款，以吸引国外养老基金投资
2012 年	基础设施 REITs 被纳入 REITs 指数	富时美国资产型基础设施 REITs 指数诞生
2016 年	公募 REITs 市值持续增长	2016 年 6 月，公募 REITs 市值首次超过 1 万亿美元

数据来源：NAREIT，各公司网站。

通过观察美国 REITs 回报率（见图 1-4）可以发现：



(1) REITs 投资回报存在一定的周期性。REITs 在经济下行期间，投资回报率短期可能会有较大幅度的回撤，跟股票一样会存在价格的波动性，甚至政策也会在一定程度上造成市场短期的波动。

(2) 长期来说，一个基数庞大、需求旺盛的房地产市场自我调节能力是不容忽视的。REITs 市场经历了一系列短期波动之后，整体仍然稳定向上蓬勃发展，长期持有的收益还是相当丰厚的。

二、REITs：美国之外，亚洲逐步走向舞台中央

在美国 1960 年引入 REITs 之后，REITs 来到欧洲，1969 年落地荷兰，紧接着 1971 年落地澳大利亚。亚洲市场方面，2001 年日本首先推出 REITs，新加坡 2002 年也由当地最大的开发商凯德集团推出首只 REITs——凯德商用 REITs。2003 年我国香港证监会颁布《房地产投资信托基金守则》，2005 年领汇（现改名“领展”）REITs 成为第一只登陆港交所的基金。到 2021 年 6 月，全球有约 40 个国家和地区推出了 REITs，全球 REITs 总市值已经超过 2 万亿美元。

REITs：后劲十足的亚洲，不容忽视的中国资产

虽然直到 2001 年日本才推出第一只 REITs，但是目前日本已经成为 REITs 市值仅次于美国的市场（见图 1-5）。根据知名地产研究机构第一太平戴维斯（Savills）2019 年初的统计，新加坡和中国香港的公募 REITs 大约在中国内地布局了 80 个左右的物

业，所以新加坡和中国香港虽然面积较小，但凭借着在中国内地的不动产，也占据着市值前十名中的两席。从 REITs 数量来看（见图 1-6），亚洲市场整体拥有 193 只 REITs，仅次于美国和欧洲。同样根据第一太平戴维斯的估计，中国内地的 REITs 市场规模至少有 3 万亿美元，是目前美国 REITs 市场规模的两倍以上。

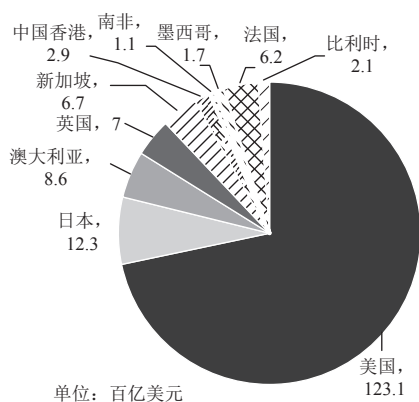


图 1-5 REITs 市值前十名的国家和地区

数据来源：Bloomberg，数据截至 2020 年 9 月 30 日。

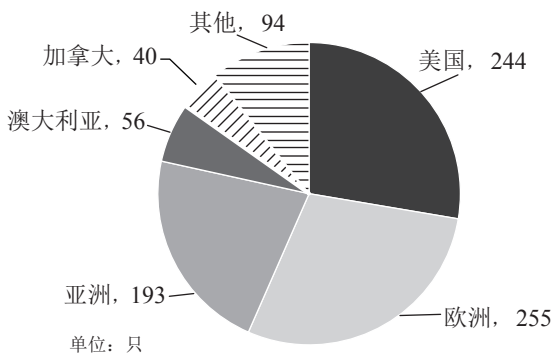
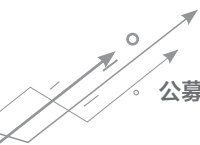


图 1-6 主要地区和国家 REITs 数量

数据来源：Bloomberg，数据截至 2020 年 9 月 30 日。



第五节 | REITs 在中国

一、基础设施 REITs 成为首批试点

自从 2008 年开始，党中央、国务院以及住建部等各部委先后多次发文鼓励房地产投资信托试点（见表 1-4）。2008—2018 年，住宅一直是政策关注及鼓励试点的板块，但是 2021 年发行的首批 REITs 试点仅限于基础设施领域，住宅板块业务并未纳入试点，背后深层次的原因在于以下四点：

首先，党的十九大明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，强调了住房的居住功能属性。“房住不炒”是引导我国房地产住宅领域未来发展的主旋律。若首批试点纳入住宅板块，加强了业务的金融属性，那么投资者以及整个住宅市场的预期可能会朝着监管层不希望的方向发展。

其次，住宅租赁业务的推进一波三折。自 2016 年以来，不仅监管层面大力支持住房租赁市场的发展，部分一线、二线城市还得到了中央财政的支持。然而以蛋壳公寓为代表的一系列违约事件表明，住房领域业务的金融属性容易被加强并放大，经营难度并不低，经营者一旦被打乱发展的节奏，最终租户和业主的利益难以保障，与监管层“稳步”推进的方针相背离。因此，监管层对于住房板块 REITs 业务的推出必定十分慎重。

再次，REITs 相关法律配套并不完善。REITs 业务推进实际

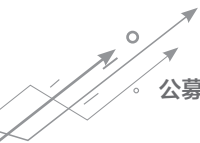
上是一个“摸着石头过河”的过程。我国尚未建立针对 REITs 的法律架构。单从架构来说，REITs 发行参考的是公司法、信托法、证券投资基金法以及相关文件精神。从 REITs 在美国的发展历史我们也看到，立法也并非一日之功，而是法律逐步匹配甚至引导市场需求。所以将一般群众接触频率不高的基础设施作为试点，即使出现一些波折，监管层回旋的空间也相对充足，社会影响也相对可控。

最后，我国作为举世闻名的“基建狂魔”，城镇基础设施建设投资额一直稳步增长，从 2005 年约 2 万亿元增长到 2014 年 11 万亿元，再到 2019 年超过 18 万亿元，总体存量规模约 130 万亿元，这些年积累下来的基础设施投资的底层资产较为丰富，优质项目储备充足，能够为 REITs 产品提供足够优质的底层资产。假如基础设施的证券化比例达到 1%，规模将超过 1 万亿元，体量已经位居亚洲第二，仅次于日本——而这仅仅是基础设施业务板块。

我国 REITs 相关的重要文件与内容见表 1-4。

表 1-4 我国 REITs 相关的重要文件与内容

时 间	重 要 文 件	内 容
2008 年	《关于当前金融促进经济发展的若干意见》	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》	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	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	支持房地产企业积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点



续表

时 间	重 要 文 件	内 容
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》	积极推进房地产投资信托基金(REITs)试点。推进 REITs 试点,有利于促进住房租赁市场发展,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》	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;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,稳步推进房地产投资信托基金(REITs)试点
2016 年	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	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
2018 年	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品,积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品,试点发行房地产投资信托基金(REITs)
2020 年	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》	推进基础设施领域 REITs 试点相关工作: 1. 地域上,优先支持六大区域,包括京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域,支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点; 2. 行业上,优先支持基础设施补短板项目,鼓励新基建项目,包括七大行业:仓储物流、收费公路等交通设施,水电气热等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目,鼓励信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点

续表

时 间	重 要 文 件	内 容
2021 年	《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报要求》	1. 地域上，继续支持重点支持六大区域，全国各地符合条件的均可申报； 2. 行业上，继续支持基础设施补短板、新基建项目外，保障性租赁住房也被纳入，但要求是直辖市或人口净流入大城市； 3. 规模上，首发资产规模不低于 10 亿元，扩募不低于首发规模的 2 倍

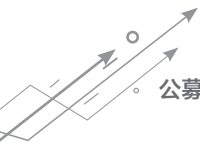
数据来源：各部门网站。

二、利国利民的投资品种

1. 利国：经济效益与社会效益兼得

首先，REITs 尤其是公募 REITs 将平滑房地产周期，减小市场波动。由于公募 REITs 需要披露租金、空置率、收益率、物业估值等关键信息，全体房地产市场参与者有了更多的参考信息，市场变得更透明，投资决策也更加理性，供需错位造成的市场波动因此减小，促进房地产市场健康发展。

其次，减轻地方政府财政压力。一方面，地方政府通过将其投资的基础设施资产证券化成公募基础设施 REITs 产品，投入的资金得到快速回笼，地方财政资金利用效率得到提高，负债率降低，地方财政状况得到改善；另一方面，虽然民营企业主导的住房租赁市场试点磕磕碰碰，但是由政府主导的公租房业务是符合监管层“稳健”推进的住宅租赁业务，如果有 REITs 助力公租房的发展，有可能让公租房进入一条新的发展快车道。



再次，完善资本市场，鼓励长期价值投资。一方面，REITs 目前的全球规模超过 2 万亿美元，已经发展成占有重要市场地位的投资品种，REITs 的到来为中国资本市场补上了重要的一块缺口；另一方面，由于 REITs 短期价格波动较小，适合买入并长期持有，有利于培养投资者长期投资、价值投资的行为习惯。

最后，支持科技创新。基础设施 REITs 中的科技园区细分板块对于科技创新的支持十分关键，在国外已经形成了大型的专注于科技园区、IDC 数据中心的 REITs，对于降低科技创新成本，鼓励创新有着积极的促进作用。

2. 利民：投资稳，促就业

首先，公募 REITs 为中小投资者打开了投资大型项目的大门，对于广大风险偏好较低的投资者带来了一个能带来稳定回报的投资品种，在风险可控的前提下，在一定程度上提高部分投资者的收益率。

其次，REITs 产业的发展将伴随着大量的就业机会。根据房地产证券化协会（ARES）2012 年的研究发现，2001—2011 年，REITs 为日本累计创造了 30 万个工作岗位，而 2012 就有 8 000 多个岗位与 REITs 直接相关。欧洲也有相关的研究表明 REITs 业务发展对于第三产业的就业有一定积极作用。而我国 REITs 刚起步，需要大量的房地产、会计、法律专业人员来支持企业的发展，相关的就业带动作用也将逐步显现。