

一、REITs 概念

REITs (Real Estate Investment Trusts) 即：房地产投资信托基金。从狭义上 REITs 是指直接以股权或债券形式将各类房地产证券化的投资产品，实际是一种基于资产实体的收益权凭证，通常会上市交易。

通俗地来讲，REITs 是指投资人将资金以类债券的投资形式，投入在由专业机构管理和全程担保的不动产里，通过专业机构的管理获得稳定的高效的回报。REITs 主要的目的是通过分红的形式和投资者分享可预测的、稳定的房地产投资回报。

REITs 从上世纪六十年代初开始在美国兴起，至今欧美及亚洲的较发达国家和地区均设立了 REITs。在美国约有 300 个 REITs，其总资产超过 3000 亿美元，近 2/3 在国家级的股票交易所上市。作为一种以房地产租赁收入来保障投资人长期权益的权益型集合投资计划，需将绝大部分税前收入分配给投资者。因此，REITs 获得免交公司所得税和资本利得税的优惠待遇。

一般根据投资形式不同，REITs 可以分为权益型 REITs，抵押贷款型 REITs，以及混合型 REITs。简单来说，权益型 REITs 就是投资并直接拥有不动产的产权，其收入主要来源于所持有不动产产生的租金，这是 REITs 的主要类型，占 90% 以上；抵押型 REITs 不直接拥有不动产得产权，而是将资金投资于房地产贷款或贷款支持凭证(MBS)，其收入主要来源于贷款利息。混合型 REITs，既投资于不动产产权，也投资于房地产贷款。大部分 REITs 在证券交易所上市，且公开交易，成为挂牌交易的单位信托基金，为投资者提供相对稳定的红利收入。由于其收益特点，REITs 得主要投资对象主要是有稳定收益的经营性的大型商业物业。

不同于一般的信托产品，REITs 具有鲜明的特征。它投资期限长，以成熟的商业物业为主，资金来源多是公募形式，对投资对象（限制开发项目）有限制，甚至地域有限制，属于一种大众投资工具，监管严格。每份 REITs 基金单位都代表对某个物业一定比例的所有权，有固定资产作后盾，因而也较容易用于质押或担保融资，收购物业需要具备独立法人资格。相反，信托产品一般期限短，资金募集对象多为特定对象。目前国内的房地产信托计划是有 200 份合同限制的集合非标准化金融产品，不能上市交易。

实际上，早些时候，中国内地信托公司曾企图通过说服监管部门批准降低信托单位金额下限和提高发行份数，以期扩大募集面，被一些人叫“准”REITs，但由于这种做法造成银行贷款转向“过桥”，加大银行风险，从而受到限制。

而国内以北京中伟银投资集团在唐山率先实施的“产权式 REITs”则成功的实现了真正的公司型有限期自我偿付式 REITs 的发售，值得在中国商业地产史册上称为“国产第一支 REITs”。

人行副行长吴晓灵 2005 年年底在“2005 中国地产金融年会”上表示，在当前房地产公开发行证券融资受条件制约的情况下，采取私募方式融通资金是值得探索的道路。用公开发行业受益凭证的方式，设立房地产信托投资基金（REITs），是房地产直接融资的方向和可持续发展模式，也是解决房屋租赁市场投资来源的重要融资方式。

来自银监会的声音与央行不谋而合。银监会政策法规部副主任李伏安此前表示，发展房地产信托投资基金，将是今后房地产信托的重要方向，对于境外 REITs 投资本地物业或

境内开发商打包物业做 REITs 到其他地方上市，银监会并不干涉。这为国内 REITs 的培育和发展提供了可靠的政策导向。这为国内 REITs 的培育和发展提供了可靠的政策导向。

2005 年 11 月，在全国商业地产情况调查组向国务院递交的全国商业地产调查报告中，商务部明确提出了“开放国内 REITs 融资渠道”的建议，这表明 REITs 在中国的发展脚步将加快。商务部曾建议国务院应“开放国内 REITs 融资渠道”，国务院主要领导已作出重要批示。

商务部的建议主要是为了解决商业地产资金来源狭窄的问题，全国商业地产对银行的信贷依赖水平在 70%至 80%，而自筹资金只有 35%左右。很多开发商以住宅开发的名义获得贷款，然后开发商业地产项目。

此外，由发改委制订的《产业投资基金（试点）管理办法》已起草完毕，各地方发改委征求意见阶段也已结束，目前正征求中央各部委意见，等待会签。该办法主要是针对的产业投资基金实际是指私募股权投资。这是国内首个针对人民币的产业投资基金管理办法，一旦出台，意味着人民币私募股权投资将拉开序幕。但专门针对 REITs 投资方式的管理办法还没有出台。

更重要的是，国产 REITs 的发展已经具备良好的经济基础和企业自我偿付能力。

首先，商业地产业和非银行金融机构的发展为 REITs 提供了长期增值和组织保障。商业地产业在给 REITs 提供了长期的增值保障的同时，也将给 REITs 本身带来长期而丰厚的投资回报。而目前我国的金融格局已发生很大变化，非银行金融机构如保险公司、证券公司、信托公司、融资租赁公司和财务公司等得到了很大的发展，为构建产业投资基金包括商业地产投资基金的发展提供了组织保障。

其次，REITs 发展所需的资金充裕，投资主体也已逐步形成。近几年来，我国的经济一直保持着持续稳定高速的发展，2005 年中国国内生产总值比上年增长 9.9%，GDP 为 182321 亿元人民币，截至 2005 年 12 月末，我国城乡居民储蓄存款余额突破 14 万亿元。REITs 设立后，其长期增值收益的特点必然会吸引一部分居民储蓄。另外，2006 年我国全面开放金融业后，外资银行可以通过参股中国的金融机构或者采取信托等金融创新的模式进入国内资本市场，会有更多的金融产品和金融工具向国内大众敞开，这些外资金融机构将成为商业地产信托投资资金供给渠道的有效补充。而保险公司、社保基金、企业年金、银行基金和养老基金经过几年的大力发展，已逐渐成为市场上颇具实力的机构投资者，REITs 收益高，风险小，回报稳定的特性正好满足机构投资者的要求。

二、REITs 结构及工作流程

（一）REITs 结构示意图（略）

对于房地产开发商或不动产持有人而言，REITs 开辟了一条新的融资渠道，将资产证券化，彻底改变了传统复杂的信贷开发模式，使大众投资者拥有了大型商业物业的投资权力和权益，使优质的商业地产物业包（SPV）集中到优质的开发商和专业的资产管理及经营管理机构，全面优化了商业地产开发的资本结构、降低债务、增强了资产流动性，并极大的提高了股本回报率。从宏观层面上说，REITs 不仅可以丰富我国资本市场的金融产品品种，更使专业机构进入到投资基金的专业管理，改变了传统短期信贷发展模式，分散了房地产市场的金融风险，为中小投资者提供了参与房地产投资的机会。

房地产基金管理公司受托对 REITs 所持有的不动产打包为 REITs 物业，并实施统一管理，包括投资策略、收购不动产，出具年报，公告，管理物业，安排租赁事务等等，房地产基金管理公司可委托专业物业管理公司承担相关物业管理。房地产基金托管人必须独立于房地产基金管理者。以其收益如每年的租金、按揭利息等作为标的，均等地分割成若干份出售给投资者，然后定期派发红利，实际上给投资者提供的是一种类似债券的投资方式。

（二）工作流程及阶段（略）

如何发起 REITs 并在证券交易所上市，其模式并不是唯一的，以上图示只是以新加坡为例，对我们具有重大借鉴意义。对中国市场而言，REITs 必须作为一种大众化的投资工具，而不能是高端金融产品。REITs 应该为投资者提供的是较低门槛和较高流动性直接投资于大型商业物业的投资机会。同样，REITs 也向房地产开发商提供了这样一个机会：将沉淀于不动产中的资金或短期贷款进行变现，优化投资结构，使不动产实现长期稳定经营的资金支持。

国内商业地产实践证明，传统商铺产权分割发售不利于统一管理大型商业物业，限制了物业整体租金水平的提升。中小商铺投资者呼吁“门槛”更低、投资收益更有保障的投资工具，案例如大连万达。鉴于目前海外基金的“自上而下”式 REITs 融资通路，尚不足以解决大型商业物业的长期资金需求，而且其通路机制仍然有待国内上市渠道的成熟。目前，中国个人投资者涉猎的投资领域只有股票、基金和银行存款。如投资于房地产，投资风险相当集中，资金流动性也很差。通过集合社会公众投资者用于投资房地产项目的操作性更强的“国产 REITs 模式”呼之欲出。

美国国际金融联合投资集团有限公司是国内首家实施国产 REITs 资产包机制建设的专业物业投资代理机构和投资顾问公司，通过实施“产权式 REITs”的投融资管理，保障上市前融资安排，达成物业投资者长期持有的目标，并实施统一资产管理和运营管理，在物业购并“资产包”优质、足量，且产权清晰的时候，对接上市，这样保障了参与主体（股东）预期对接资本市场的机会，对未来 REITs 市场规范建立了足够的适应性。

三、REITs 的运营模式

REITs 实质上是资产证券化（ABS）的一个分支，也是一个商业地产资产证券化的过程，它将现有的物业按照一定的估价方法折算成上市价值，拆分为物业权益单位，即未来的基金单位。资产证券化使各种“商业租赁物业”的收益权能够转让，创造出一个应收款交易的市场，为企业根据经营状况调整资产结构提供方便。

大型商业物业目前的业主通过 REITs 操作让渡产权从而获得资金，而投资者则通过认购基金单位成为该 REITs 物业组合的共同持有人。对于那些有意愿继续分享物业租金增长利益的业主，我们也可以帮助他们保留一定比例的基金单位，从而长期的获得回报。

在国外，REITs 受到投资者青睐的重要因素之一便是由于避免双重征税所带来的税收优惠。在我国目前 REITs 培育期，至关重要的法理是，投资者的担保物权和用益物权必须得到法律的保障，这样才能保障未来证券形式的 REITs 在培育期具备基于物权载体的投资产品特性。

“产权式 REITs”，是美国国际金融联合投资集团有限公司主张并主导的一种国产 REITs 资产包发起形式。要求企业以其自有的净值资产剥离出来做 REITs，通过强制性的抵押担保措施，建立完善的风险防范措施。

美国国际金融联合投资集团有限公司“产权式 REITs”严格控制物业方必须以双倍资产进行抵押担保，才能进入上市资产包。这种措施就是要使 REITs 有一个自我偿付的约束机制，一开始就有个良好的发展环境，真正起到对房地产业和金融业的促进作用，不是谁都能够做 REITs。

我国国产 REITs 的发展路径，不能走封闭式信托型基金的道路，而应该以公司型自我偿付型为发起基础，走开放式共同基金的道路。发展 REITs，首先要求开发商和投资商严格按 REITs 物业规范把物业做清，走一条内向型资本持有性的道路。REITs 本质上是基于一个或多个物业的集合的投资计划，严格意义上主要靠公司自有资产担保及其有效收益偿付机制来制约，要避免在政策上把 REITs 误解为一个“银行或非银行金融机构”的“信托产品”，而使 REITs 成为信托机构的“垄断”权利。

我们应充分总结世界房地产投资信托基金产品的共同特征和不同发展经验，结合中国本身的实践，将强制性担保条件下的“产权式 REITs”作为发起资产包的首选形式，把对发行主体、担保投资管理人、受托人、托管人资格管理作为立法重点，将房地产基金投资行为、投资组合，特别是关联交易的管理和风险控制作为日常监管的重心，而不要盲目模仿国外模式。

我们事实上将 Reits 定义为资产证券化、信托和基金的交集，说明 Reits 具有多重属性，但一般而言，所有的金融产品都是以其风险特征作为对其的基本描述，其铁律是高风险、高收益；低风险低收益。

经验上看，REITs 这类产品相对于股票，它投资风险较低，而且投资收益率相当于中小盘股票的平均回报，但高于大盘蓝筹股。REITs 所投的不是单个开发商，而是优中选优，把已开发好的项目中成熟的、有稳定现金流的项目挑出来作为投资产品，然后长期持有，以获取租金作为投资回报。

让我们来比较 REITs 与直接投资房地产项目的风险，显而易见，从流动性上来说，REITs 容易变现，而直接投资却不易变现；前者收益稳定，而后者受房地产市场的即时行情的影响较大，收益波动大；前者由房地产专业人士管理，能有效防止管理层与股东之间的利益冲突，投资者能借助管理层开拓良好的融资渠道，后者投资者要自己介入房地产的具体业务，专业化成本高，容易产生道德风险，投资者没有便捷的融资渠道；前者通过物业类型、物业所处地区和资产类型的组合打包，能有效抵御市场变化和通货膨胀变化，而后者物业一般集中在一种或几种类型，地区集中，遇到突发事件或经济周期性萧条等因素触发出租率下降，那么商业物业的回报肯定会受到打击。

其实，REITs 的精髓就是投资组合。REITs 所持有的出租性物业，可以是住宅，也可以是写字楼或综合性商场等等，遇到同样的不利经济环境时，对不同性质的物业影响程度是不同的，有时甚至是此消彼涨的；同样地，REITs 可以取得权益性投资回报，也可以是债权性投资回报，例如：抵押信托（Mortgage REITs）的主要投资业务是房地产抵押放

款，投资人取得的是抵押贷款债权。用组合对冲风险，并锁定收益，这就是 REITs 的精髓。其定位是大众投资理财特性的中端产品，即适中的风险匹配适中的收益。

四、REITs 上市与房地产公司上市的区别和 REITs 运作的利弊

REITs 上市是资产组合的上市，即资产上市。而房地产公司上市的主体是房地产公司本身。因此，REITs 上市不会像房地产公司上市那样考察公司的经营业绩，而会更注重物业本身的质量。

REITs 每年 90% 以上的收益要在税前分配给投资人，这些收益主要来自于物业产生的租金收入。而房地产公司的股东则依据公司一年来的经营业绩进行利润分配。

在成熟的市场中，商业地产主要持有者为 REITs 而非地产上市公司。例如：美国 REITs 资产总额已经超过了 4000 亿美元。

REITs 上市主要考核资产组合的质量。REITs 资产是否优良主要评价其是否具有长期稳定的租金来源且投资回报是否可以达到投资者的预期，这是评价 REITs 优劣的关键。因此，REITs 股票或受益凭证对个人和机构投资者均具强大的吸引力。

而房地产公司的上市不仅要考察其近年来的经营及收益，还要评价其后续的发展能力，而地产公司的后续开发能力主要取决于其土地储备。在目前的土地政策下，拥有充足土地储备的地产公司为数不多，因此，地产公司可能因盈利潜力不足而难以达到上市标准。

“REITs”与传统股票证券相比，不仅有物业回报稳定、风险较小的优点，而且按年度分红使投资者能拿到现金收益；兼有物业升值较快，使投资者权益稳定上升的好处；还有便于监管、可以有效避免上市公司“黑箱操作”的好处。由于 REIT 财务透明，风险低，更容易吸引投资者。发行“REITs”将使中国资本市场重新活跃。

REITs 运作已经具备现实的条件和资源基础，在我国发行“REITs”风险小而好处大。

REITs 严格限制基金管理人把资金投向非收租物业，不允许用于投资其它在建项目，这就相当于“只允许买正在下蛋的鸡”，规避在建项目的不确定性风险。

同时，投资人通过购买“REITs”间接投资于房地产，这样就可以持有个人能力所不及的大型物业，这相当于大家把资金汇集起来共同当大型收租物业的业主。

“REITs”委托有经验的管理机构管理和经营物业，每年将收益返回给投资者。这种基金还可以在股票市场进行自由交易，具有很好的流通性。无论是从搞活我国资本市场的角度，还是从减少通货膨胀压力的角度来考虑，这都是一条可行之路。

国家证监会和国家税务总局正积极完善我国的房地产金融，支持优质商业地产的“REITs 化”。

REITs 的发展有利于彻底改变商业地产投融资机制，使大型商业物业的开发和运营向优秀的有实力的开发商集中，同时，极大规范商铺投资行为，降低投资门槛，以资产证券化方式实现大型商业物业的产权统一和经营统一的管理要求。

我们坚信，将产品做成优质出租物业，再将收益好的产品通过“REITs”整体变现，成为资本市场上好的投资产品，将为中国商业地产开辟新的经营领域和带来新的良性循环的发展前景。

但我国“REITs”发展和成熟还有一个艰苦努力的过程，我们采取务实的做法，采用“产权式 REITs”方式实施资产管理。例如：对物业的要求必须是已经开业的、具有稳定租金收益的、且租金回报达到市场投资人要求的优质物业。而且，REITs 仅适用于愿意将所有权全部或者部分转让给投资人的业主，实施“产权式 REITs”发起的集合投资计划必须实施强制性的净值剥离和强制性的双倍资产抵押担保。这些措施，对于拥有优良资产却惜售的业主来说，REITs 方式显然并不适用，而对于一些显然达不到嘉富诚 REITs 资产包要求标准的非优质的物业来说，则是一个严格的法理界限和高门槛，必须通过严格审核才能入围。不是什么物业都可以进入 REITs 打包的。