



2016 年 7 月 8 日 大类资产研究

## REITs 系列文章之二：

## 海外 REITs 运行的规则框架经验

郭草敏

何雨晨

兴业研究

兴业研究

分析师

分析师

## 摘要：

- 在上一篇文章中，我们分析了目前美国 REITs 的发展现状，并就不同 REITs 品类间进行了比较。作为 REITs 系列文章的第二篇，我们在此篇文章就目前的主要 REITs 市场中对于基金设立所存在的法律、规则进行梳理，重点对比目前美国、香港对于 REITs 设立及运行的要求，以期 REITs 发行人提供设立及运作的参考。
- 在 REITs 设立主体要求上，各经济体各有不同，除美国外，大多数经济体要求 REITs 是通过信托方式设立的，而在美国境内，公司与信托模式皆被官方所允许。
- 在 REITs 持有资产要求上，其中对于物业资产所占投资比例与所持物业质量皆有规定。从全球范围来看，各经济体对于 REITs 所持实物房地产物业的比例要求都较高。
- 在 REITs 收入要求上，各经济体并不相同，除美国明确要求“75%、90%、30%”比例外，其他主要 REITs 市场在现行法律规则下并未对 REITs 收入结构提出精确要求。
- 在 REITs 收入分配比例要求上，为提升 REITs 对于市场投资者的吸

**特别提示：**本报告内容仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析，不属于证券报告，也不构成对投资人的建议。

引力，各经济体在制定收入分派比例要求时，一般皆采用非常高的股息分派规定，这一比例一般为 90%。

● 在 REITs 外部杠杆要求上，由于各经济体对于 REITs 的利润分配比例要求一直较高，REITs 除发行新份额外缺乏筹集资金的渠道，因此大多数 REITs 使用外部杠杆以保证其市场竞争优势。除美国外，主要 REITs 市场皆对于杠杆比例提出明确上限要求。

● 由于对于房地产投资信托基金相关产业基金法至今未出台，我国境内 REITs 的运作还存在许多障碍。但随着去年《房地产投资信托基金物业评估指引（试行）》的出台，我们可以预见 REITs 在我国的正式推出已指日可待。

**关键词：** 大类资产，房地产，REITs

在上一篇文章中，我们分析了目前美国 REITs 的发展现状，并就不同 REITs 品类间进行了比较。作为 REITs 系列文章的第二篇，我们在此篇文章就目前的主要 REITs 市场中对于 REITs 设立所存在的法律、规则进行梳理，重点对比目前美国对于 REITs 设立及运行的要求，以期为 REITs 发行人提供设立及运作的参考。

在每个 REITs 正式实行的经济体中，严格的法律规定成为了房地产投资信托基金存在的前提条件。一个组织必须满足必要的结构条件、收入条件、分配条件与税收条件才能够成立房地产投资信托基金，这种全面而细致的限制目的在于减少 REITs 的短期投机需求，促进信托基金对于房地产的长期投资。

## 1. REITs 设立主体结构的要求

对于 REITs 设立的主体结构，各经济体的要求基本大同小异。对于组织结构，REITs 一般以公司或者信托形式组建，除美国外，大多数经济体 REITs 是通过信托方式设立的，而在美国境内，公司与信托模式皆被官方所允许，但从实际市场运行来看，美国 REITs 更多使用公司制形式设立。

图表1 各经济体对 REITs 组织结构的要求

	美国	日本	澳大利亚	新加坡	香港
发起基金的组织结构	公司或信托	信托	信托	信托	信托

资料来源：笔者整理，CIB Research。

以美国为例，为保护投资者的利益，对于公司制成立的 REITs，美国政府给出了类似于信托的投资者结构要求。在 1960 年《国内税收法案》中，美国政府对于公司制成立的 REITs 的股权结构提出了明确的要

求，即“百人股东”法则与“5-50”法则。(1)“百人股东”法则是指，在美国现行法律要求下，REITs 必须以信托或者公司的形式存在，如若发起方选择以公司方式注册，那么在册股东人数必须不小于 100 人，其中自然人、法人皆可作为持股主体成为 REITs 的股东。(2)“5-50”法则指的是单个 REITs 中 Top5 股东持股数总和不能超过整体股票数量的 50%。且此规则是在“透视规则”要求下进行检视，也就是说，不论自然人还是法人股东，持股的定义是包含了“间接持有”与“直接持有”的。而在《国内税收法案》中，条文进一步明确，在 REITs 会计年度结束前 30 日内，实际管理人应向所有股东提交股权份额证明。这两个要求在最大限度上保护了中小投资者在 REITs 运行中的利益，保证中小投资者在 REITs 投资中的参与热情，这与信托对于中小投资者的保护规定有着异曲同工之妙。

而在香港，REITs 主要以信托方式发行，因此在《房地产投资信托基金守则》中主要对 REITs 受托人进行了要求，其要点如下：(1) 受托人必须为《银行业条例》第 15 条规定下已发牌的银行或其附属信托公司；在香港境外成立的银行业机构或信托公司需获证监会正式接纳；(2) 机构已发行及实收资本及非分派资本最少为 10,000,000 港币或等值外币。

相比前文的两种模式，利用我国现有的信托法规及信托制度，开展 REITs 建设是更为可行的（在早先，越秀 REITs 在香港的运作中实际采用的就是信托方式）。2001 年以来，我国相继颁布了《中华人民共和国信托法》、《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司资金信托管理暂行办法》、《信托业务会计核算办法》等法律，且我们已经看到，在多年前，市场中部分房地产募资已经多次使用信托的手段（但都为信托计划理财产品，并非 REITs），房地产投资信托通过信托建立的渠道较为

通畅。

## 2. REITs 持有资产的要求

对于 REITs 自身所持的资产要求，各经济体也有明确的规定，其中对于物业资产所占投资比例与所持物业质量皆有规定。从全球范围来看，各经济体对于 REITs 所持实物房地产物业的比例要求都较高，且在新加坡与香港，条例还明确规定 REITs 所募集资金不可参与空地投资，切断了“炒地皮”、“囤地”的可能性。

**图表2 各经济体对 REITs 所投资资产的要求**

	REITs所持资产要求
美国	不少于75%的资产为地产物业或者与地产相关，或持有低风险资产。
日本	仅可投资于标准物业且对于投资标的未来租金收益能够明确证实。
澳大利亚	所持资产应为能获得租金类收益的实体物业。
新加坡	不少于70%的资产必须投资在地产或地产相关资产；不能投资于未有开发计划的空地资产；投资于新加坡境外不动产不得超过REITs投资总额的20%；在单一、未完成项目开发中投资，REITs本体出资不能超过总资产的20%。
香港	投资标的应为可产生持续租金收入的房地产物业；禁止投资空地资产；对于无租金产出房屋建筑，资产投资比例不能超过净资产的10%。

资料来源：笔者整理，CIB Research。

我们继续以美国为例详细介绍对于 REITs 的资产要求。目前美国 REITs 使用的资产准则仍然延续 1960 年《国内税收法则》之规定。对于资产的要求，美国相对其他经济体更为宽松，所持资产条件包括以



下几个要点：（1）至少 75% 的资产必须由房地产建筑实体或与房地产相关资产组成，如若持有现金、政府债券等低风险资产，也可计入此比例中；（2）投资于证券类的资产不得超过总资产的 25%，如若证券投资资产的投资方向为其他公司的房地产投资信托基金子公司证券，则此比例应降至 20%；（3）对于证券类资产的投资，《国内税收法则》对于 REITs 还有进一步的要求标准：REITs 持有任何一个发行人的股票（包括上市与非上市股权），持有市值不得超过发行人资产价值的 5%，而对于具有投票权的股票，持有数量不能超过在外发行总量的 10%。以上所有规定，皆为保证美国 REITs 所投资资产基于房地产资产而非其他。

就香港来看，2014 年 8 月 20 日香港证券与期货事务监察委员会发布了第五版《房地产投资信托基金守则》，其中对于 REITs 投资限制更新了核心规定，其中要点为：（1）所投有关房地产项目一般必须可产生收入，且在任何时间点上，资产总值的 75% 以上必须投资于产生定期续存租金收入的房地产标的；（2）可买入空置的（当下不产生租金收入）或正在进行大规模发展、重建的建筑物为投资标的，但不得超过总资产的 10%；（3）REITs 被禁止投资于任何空置土地，除 REITs 管理主体能够证明该空地在已发展物业中为不可或缺的部分；同时还规定 REITs 不可投资或参与物业发展相关活动，但“物业发展费用”不包括修缮、加装及装修的花费；（4）可投资在香港联交所或其他国际认可证券交易所上市的证券、非上市债务、政府债券及其他公共债券、本地或海外房地产基金四种金融工具，但综合资产占比不得超过 REITs 自身总资产的 5%。

### 3. REITs 的收入要求

各经济体对于 REITs 的终端收入要求并不明确，除美国外，其他主

要 REITs 市场在现行法律规则下并未对 REITs 收入结构提出精确要求。

**图表3 各经济体对 REITs 的收入要求**

	REITs 收入要求
美国	主要包括75%、90%与30%收入原则。
日本	主要收入来自于房地产租金。
澳大利亚	未提出明确监管要求。
新加坡	收入必须来自于合格投资（Qualifying Investment）。
香港	收入的绝大部分必须源自房地产项目的资金收入。

注：新加坡合格投资指的是新加坡当局规定的资产管理公司可参与的投资品类。

资料来源：笔者整理，CIB Research。

就美国来看，《国内税收法则》要求美国 REITs 满足三项税收比例原则：（1）**75%收入要求**：美国监管法律要求，REITs 总收入的 75%以上必须来自于房地产租金、房地产租金、房地产抵押担保债务孳生利息或者房地产利息、房地产销售或者处置收益、从出售或者投资于其他房地产投资信托基金的转让股票所得的收益、房地产相关税收的减税与退税、被取消赎回权的抵押品的收益、出售“被禁交易避风港”之内的资产所产生的资本利得。分 REITs 种类来说，权益型 REITs 的收入主要来源应为地产租金收益，抵押型 REITs 收入主要来源应为房地产抵押担保贷款利息。（2）**90%收入要求**：《房地产信托投资基金现代化法案》进一步要求，美国 REITs 总收入的 90%（此比例在早先的《国内税收法》中规定为 95%），除满足 75%的收入要求以外，其余部分可表现为股息收入或利息收入。（3）**30%收入要求**：出售或者以其他方式处置的持有期不满一年的股票或其他证券、出售或者以其他方式处置持有期不满四年的房地产资产收入不得超过总收入的 30%。这在一定程度上抑制了 REITs 募资

后进行短期投机操作的可能性。

相比对于投资结构的规定，香港《房地产投资信托基金守则》并未对于 REITs 的收入结构做过多限制，仅在第 13 页对于 REITs 的特征要求中进行了粗略描述，原文为：“收入较大部分必须源自房地产项目的租金收入”，但对于“较大”并未做具体比例限制。

#### 4. REITs 的收入分派比例要求

为提升 REITs 对于市场投资者的吸引力，各经济体在制定收入分派比例要求时，一般皆采用非常高的股息分派要求。从图表 4 中数据可以看出，美国、日本、新加坡等经济体皆要求分派比例不得低于 90%。

**图表4 各经济体对 REITs 股息分派要求**

	REITs 收益分配要求
美国	90%以上应税收入用于投资者收益分配。
日本	90%以上净利润用于投资者收益分配。
澳大利亚	通常100%分派应税收入。
新加坡	90%以上应税收入用于投资者收益分配。
香港	除税收入后净收益的90%金额作为持有人股息。

资料来源：笔者整理，CIB Research。

从美国角度来看，由于其分配比例与税收优惠待遇密切相关。《国内税收法则》规定，REITs 应把至少 90%的年度应税收入作为股息分配给基金份额持有人，且只有在此种情况下，所分配的股息可以享受税务减免待遇。此种政策最大限度的限制了 REITs 的外围扩展功能，使其只能成为一个投资工具，而并非经营工具，避免过度资金滞留在房地产投资行业当中，防范行业在短期内过热增长，充分保护投资者的利益而并



非管理者利益。

与美国法律相类似，香港《房地产投资信托基金守则》对收益分配的规定也较为简洁：在 7.12 条款“股息政策”中，规定“REITs 每年需将不少于经审计年度除税后净收入 90% 的金额分派于项目单位持有人作为股息”。

## 5. REITs 的税收政策要求

为提升 REITs 吸引力，各经济体监管层一般会给予 REITs 投资者或 REITs 主体一定税收优惠。除香港外，主要几个推出 REITs 的经济体在不同层面上皆对于满足一定分红条件的 REITs 给予税收优惠。

**图表5 各经济体对 REITs 所投资产的要求**

	<b>税收政策规定</b>
<b>美国</b>	<p>达到一定分配比例后（90%），分派给投资者的收入部分免交公司所得税；</p> <p>股利分配后，留存收益部分需交公司所得税；</p> <p>REITs与纳税实体子公司进行关联交易，转移实际收入的，对相关收入与费用项目实施惩罚性税收（100%）。</p>
<b>日本</b>	<p><del>同时满足如特定公司所得税</del></p> <p><del>净利润以股息分配</del></p> <p>最大份额持有人持有股份不超过50%；</p> <p>自身杠杆资金全部来自于机构投资者。</p>
<b>澳大利亚</b>	<p><del>不征收股息税对投资者按分配股息征税</del></p> <p>投资者可以在收到递延税款抵扣后按股份缴纳资本利得税；</p> <p>对于境外投资者收益所得全额缴税。</p>
<b>新加坡</b>	<p>分派给投资者部分可以免交公司所得税；</p> <p>未分派部分应按公司所得税额要求缴纳所得税。</p>
<b>香港</b>	未对税收优惠进行规定。

资料来源：笔者整理，CIB Research。

美国自身有着一套非常复杂的税收依据系统，我们有必要将美国 REITs 不同收入情况下的税收规则进行区分：（1）对于 REITs 未分配应税收入：使用公司所得税一般税率（目前美国国税局规定的上限为 35%，常有浮动）；（2）在出售或经营性止赎财产发生收入时，对净所得实行公司所得税；（3）REITs 对所持有资产年限不足四年即进行出售、或不满足 75%、90%、30%规则的主体适用惩罚性税率（100%，征税目标为不符合规定资产部分所产生的收入）；（4）股息分配额小于 90%，或股息分配额小于 REITs 一般收入的 85%+资本利得净所得的 95%及往年未分配应税所得，对法律规定派息额与实际分配额之间的差额收取销售税（4%）；

(5) 对于 REITs 与其应税子公司之间进行非常规交易, 向后者转移实际收入的, 或向后者转移可扣除项目的, 对相关收入与费用项目采用惩罚性税率 (100%); (6) 对于净经营性损失可扣除项目 (如税收优惠项目), 对于可扣除部分采用可选最小税种原则 (Alternative Minimum Tax)。

香港《房地产投资信托基金守则》中并未就税收问题进行任何解释, 由于香港 REITs 只有允许以信托形式存在, 所有税收准则可参照信托基金税收规则进行。而《房地产投资信托基金守则》未写入税收优惠规则的原因可能为以下两个: (1) 香港本地房地产投资热情较高, 无充分必要推行税收优惠规则; (2) 从经济体综合税率上看, 香港作为自由港相对美国、日本等经济体整体税率处于更低的水平之上。

## 6. REITs 的杠杆比例要求

由于各经济体对于 REITs 的利润分配比例要求一直较高, REITs 除发行新份额外缺乏筹集资金的渠道。因此大多数 REITs 使用外部杠杆以保证其市场竞争优势。因此, REITs 的外部杠杆在各个主要市场中都普遍存在。

**图表6 各经济体对 REITs 外部杠杆的要求**

	REITs 的借入款项规定
美国	未进行具体限制，但1975年后新的会计准则要求REITs不仅在当期需要确认借款损失，还要确认预计未来成本。
日本	债务来源方必须为机构而非个人，且外部债务数量不能大于本公司资产总和。
澳大利亚	对本国REITs不作限制；若REITs为境外所有者控股，负债/总资产比例不得超过33.3%。
新加坡	外部债务上限为总资产的35%；若REITs获得国际主要评级机构（惠誉、穆迪、标普）A级或以上信用评级的，上限提升至50%。
香港	在任何情况下，借款总额不得超过总资产的45%。

注：根据 EPRA 数据显示，2015 年美国 REITs 综合外部负债率为 45% 左右。

资料来源：笔者整理，CIB Research。

由于美国市场存在较为健全评级体系，美国监管方并未就 REITs 外部负债比例进行明确规定，但由于 1970 年代“金融脱媒”浪潮下资产管理类主体进行疯狂的加杠杆行为，在 1975 年新设立的会计准则要求中，提出 REITs 不仅在当期需要确认借款损失，还要在当期确认预计未来成本。这使得高杠杆 REITs 在当期内将承担非常沉重的净资产减值压力。因此目前在无监管明确要求的前提下，目前整体美国 REITs 市场外部负债率约为 45 左右%。

香港《房地产投资信托基金守则》在 7.9 条款“接入款项限制”中对外部负债有如下规定：“投资主体可为投资的融资或运营目的，直接或透过其特别目的投资工具借入款项，但无论在任何时候，借款总额都不得超过资产总值的 45%，且 REITs 投资主体可将资产抵押作为借入款项的抵押品。”

## 7. 总结

我国目前可参考的 REITs 相关法规还仍然限于 2004 年银监会下发的《房地产信托指引》、《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法(征求意见稿)》; 2005 年银监会《关于加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》(212 号文)、2009 年银监会《房地产投资信托基金时点管理办法(意见稿)》、《房地产信托等级暂行办法(征求意见稿)》、住房和城乡建设部《房地产投资信托基金物业评估指导意见(征求意见稿)》, 整体对于市场的规范仍然及其不成熟。由于对于房地产投资信托基金相关产业基金法至今未出台, 我国境内 REITs 的运作还存在许多障碍。但随着去年《房地产投资信托基金物业评估指引(试行)》的出台, 我们可以预见 REITs 在我国的正式推出已指日可待。



## 免责声明

本报告中均基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，因而应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本公司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我公司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我公司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究”，CIB Research)提供，版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。