

## 债券专题报告

2015-01-20

### REITs 投资的海外经验与中国实践

住建部发文支持 REITs 发展。REITs 投资有哪些特点？美国 REITs 市场如何运行？我国 REITs 发展现状如何？已发 REITs 产品有何特点？未来 REITs 能发展起来吗？本专题试图对以上问题作出解答。

**REITs 开疆拓土的四项绝技。** 1) 税收优惠。美国 REITs 成立源于避税需求，税法赋予 REITs 在企业层面不需交税或者少交税，同时也对 REITs 的房地产转让环节给予税收优惠，投资者仅需在个人收益层面缴纳个人所得税，这样便避免了重复征税。2) 流动性好。REITs 多数公募，发行后可在公开市场自由交易。3) 收益率较高且相对稳定。REITs 的投资风险和收益介于债券和股票之间，股利收益占比在三分之二左右，收益率较为稳定。4) 投资门槛较低&风险分散。通过向公众广泛募集资金进行投资，降低了投资门槛；投资不同物业资产分散风险。

**他山之石——美国 REITs 市场分析。** 1) 全球 REITs 概览。目前，全球 REITs 总市值达 1.46 万亿美元，美国是 REITs 最大的市场，总市值达 9336 亿美元，占比逾 60%。2) REITs 的收益属性：长期收益高于股指、主要来自股利。REITs 过去 20 年收益率 9.84%，高于标普 500 和罗素 2000。期限越长，收益率优势越明显。整体收益长期来看，约 70% 为股利收益率，30% 为增值收益。股利收益率较为稳定，一定程度上起到了降低整体收益率波动性的作用。3) 权益型 REITs 崛起，抵押型发展放缓。权益型 REITs 已成为 REITs 的主体，抵押型和混合型 REITs 则呈逐渐萎缩的态势。主要原因是权益型收益率显著高于抵押型，尽管其波动率也较高。4) REITs 投资者分布：以养老金等为主。权益型 REITs 是 REITs 的主体，而从权益型 REITs 的持有者结构来看，养老金等机构投资者为 REITs 最主要的投资者，其次是各类共同基金。

**中信苏宁私募 REITs 详解。** 采用 ABS 方式来设计，并非直接持有不动产，而是设立私募基金收购苏宁云商持有的 11 个项目公司 100% 股权，再将私募资金的份额作为 ABS 的基础资产。A 类证券（相当于 3 年期 AAA 债券）的预期收益率为 6.17%，B 类证券（3 年期 AA 评级）大概率将获得至少 8.5% 的收益率，二者票息优势均较为明显。在深交所综合协议平台交易，受制于资产支持计划的私募定位，流动性仍然较弱，多数月份无成交。

**我国 REITs 产品与主流 REITs 差距。** 1) 私募发行限制了投资者范围与数量，也造成产品流动性不足；2) 当前私募 REITs 产品均为单一实体委托发行，不能通过多元化投资进行主动管理；3) 偏债权而非股权。我国的不动产证券化产品主要为满足原始权益人的融资需求，故有预期收益率且需偿还本金，是一种类债权类产品。

**REITs 推进是系统性工程，部门分头行动或收效甚微。** 1 月 14 日，住建部 4 号文提到积极推动 REITs 试点，但若无其他相关部门的配合而仅靠住建部推动，REITs 仍将难有起色。REITs 的推广是一项“一把手工程”，需在最高层的统筹下从上到下共同推进。应在国务院的统一部署下，由税收部门推动 REITs 税收豁免、由住建部统筹规划可供操作的物业类型、由一行三会完善上市交易制度并扩大投资者范围，才能使 REITs 真正发展起来。

**普通租赁住房发展空间有限，政策性租赁住房或为突破口。** 对普通租赁住房来说，较低的租金回报率意味着开展 REITs 的空间不大。租金回报率不足 3%，而当前十年国债收益率约 3.5%，普通租赁住房 REITs 将很难对投资者有吸引力。政策性租赁住房租金回报率不具优势，但政策倾斜和税收优惠或使其成为此轮 REITs 推广的突破口。若对其实行税收优惠，辅之必要财政补贴，REITs 的收益率将有所改观，加上政策性住房风险较低，REITs 的推广或能有所突破。而从国际经验来看，美国廉租房 REITs 成功推行也正是由于政府税收优惠政策的出台。

**商业地产仍是未来 REITs 主要方向。** 国际上 REITs 所持有的物业主要是商业地产，包括写字楼、零售物业等。而国内商业地产也将是未来 REITs 发展的主要方向，主要原因在于商业地产租金回报率较高且便于统一运作。当前一线城市甲级写字楼市场回报率为 6% 左右，若能放开税收豁免，REITs 具备发展空间。而就写字楼而言，一线城市推出的可行性更高。

**就债券市场而言，REITs 的主要问题在于供给而非需求。** 短期内 REITs 或仍以偏债权的 REIT 形式出现，其较高的票息可满足银行理财、保险等机构配置要求，需求将不是主要矛盾。主要问题在于较低的物业资产回报率恐不能支持 REITs 的发行要求。政策之风再次刮起，但恐怕还不够大。各部门统筹推进方能避免重蹈过去推广失败的覆辙。

#### 相关研究

城投发行利差，放肆还是克制？——从发行信用利差看城投“神逻辑”  
2014.08.22

城投债专题：庖丁解“牛”，四维剖析——牛市行情下城投债利差走势分析  
2014.09.22

四季度信用债策略报告：安全至上，城投为王  
2014.10.09

2015 年信用债策略报告：低息时代，创新为王  
2014.12.01

万亿 PPP 市场启航——PPP 系列研究报告之一  
2014.12.18

#### 固定收益分析师

姜超  
SAC 执业证书编号：  
S0850513010002  
电话：021-23212042  
Email: jc9001@htsec.com

李 宁  
SAC 执业证书编号  
S0850512080004  
电话：021-23219431  
Email: lin@htsec.com

联系人  
朱征星  
电话：021-23219981  
Email: zzx9770@htsec.com

## 目 录

1、REITs 开疆拓土的四项绝技.....	5
1.1 REITs 的定义.....	5
1.2 REITs 的分类.....	5
1.3 REITs 开疆拓土的四项绝技.....	6
2、他山之石：美国 REITs 市场分析.....	7
2.1 REITs 主要分布在美国市场.....	7
2.2 REITs 的收益属性：长期收益高于股指、主要来自股利.....	7
2.3 权益型 REITs 崛起，抵押型发展放缓.....	8
2.4 REITs 投资者分布：以养老金等为主.....	9
3、REITs 在中国：发展历程及案例分析.....	10
3.1 我国 REITs 的发展历程.....	10
3.2 中信苏宁私募 REITs 详解.....	10
3.3 当前私募 REITs 本质上是 REAT（不动产资产信托）.....	13
3.4 我国 REITs 产品与主流 REITs 差距.....	13
4、展望：发展空间整体有限，或以商业地产为主.....	13
4.1 REITs 推进是系统性工程，分头行动或收效甚微.....	13
4.2 普通租赁房发展空间有限，政策性租赁房或为突破口.....	14
4.3 商业地产仍是未来 REITs 主要方向.....	15
4.4 REITs 的主要矛盾在于供给.....	16

## 图 目 录

图 1 REITs 的交易结构 .....	5
图 2 全国 REITs 市值分布（十亿美元） .....	7
图 3 REITs 长期收益率高于股指（%） .....	8
图 4 REITs 收益率构成（%） .....	8
图 5 权益型 REITs 长期收益表现好于抵押型 .....	9
图 6 各类型 REITs 只数（只） .....	9
图 7 权益型 REITs 持有人结构 .....	9
图 8 苏宁云创交易结构 .....	11
图 9 中信启航交易量较低（万元） .....	12
图 10 普通租赁住房租金回报率较低且呈下降趋势（%） .....	15
图 11 美国 REITs 市场按投向分类 .....	15
图 12 写字楼租金回报率远高于住宅（%） .....	16
图 13 主要城市甲级写字楼空置率（%） .....	16

## 表 目 录

表 1	REITs 按投资方式分类 .....	6
表 2	REITs 按组织形式分类 .....	6
表 3	中国 REITs 发展大事记 .....	14
表 4	中信苏宁资产支持专项计划 .....	12
表 5	REIT 与 REIT 主要区别 .....	13

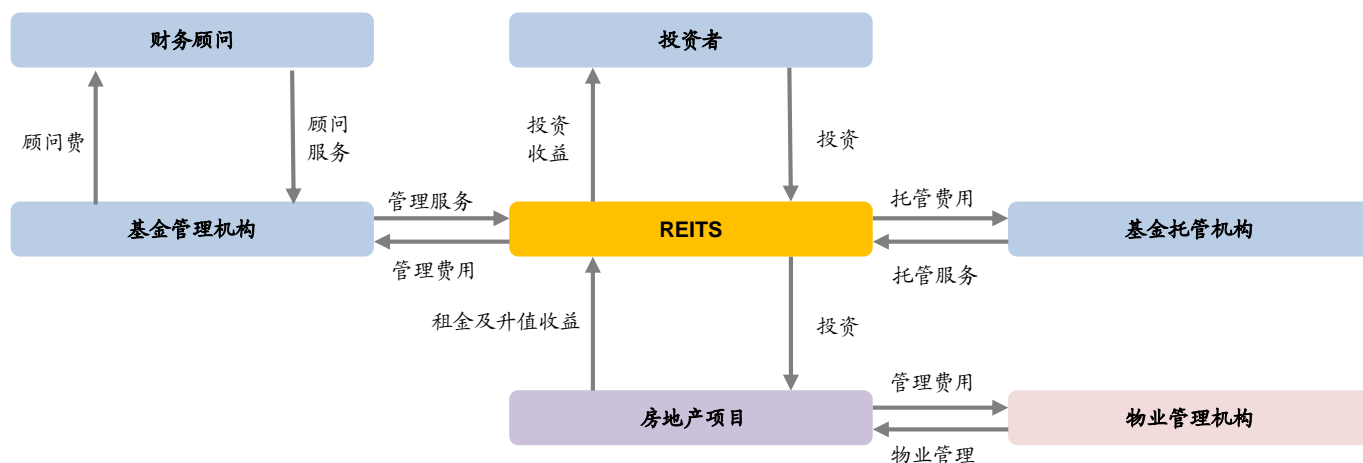
## 1、 REITs 开疆拓土的四项绝技

### 1.1 REITs 的定义

REITs (Real Estate Investment Trusts), 房地产投资信托基金, 是一种主要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, 且将大部分收益 (一般为 90% 以上) 分配给投资者的金融工具。

其往往通过向大众公开发行股票或受益凭证来募资, 用所募资金购买物业资产获取投资收入, 然后将投资收入以分红形式分配给投资者。REITs 通常由发起人专门组建的资产管理公司进行管理, 对公开上市交易的 REITs, 投资者可在公开市场上交易所持有的份额。

图 1 REITs 的交易结构



资料来源：海通证券研究所

### 1.2 REITs 的分类

#### ➤ 按投资方式分类：权益型、抵押型、混合型

**权益型 REITs (Equity REITs)** 通过直接控制房地产或通过股权投资的方式获得其产权, 进而获得不动产租金收入和增值收益。其多数为股权投资, 受公司经营状况影响大, 对利率的敏感性较低, 风险和收益均较高。

**抵押型 REITs (Mortgage REITs)** 将募集的信托资金用于房地产抵押贷款或购买 MBS, 投资收益主要来源于发放贷款的手续费、利息以及因参与贷款而获得的部分租金和增值收益。多数为债权投资, 对利率的敏感性高, 风险和收益相对较低。

而混合型 REITs 则是上述两种的混合体。

表 1 REITs 按投资方式分类

	权益型	抵押型	混合型
投资方式	直接控制房地产或取得其产权，取得其经营收益	将所募资金用于发放抵押贷款或投资于 MBS	同时进行权益投资和债权投资
收益来源	不动产的租金收入和增值收益	发放抵押贷款的手续费和利息、部分租金及增值收益	不动产经营收益和利息收益
对利率的敏感性	低	高	中
风险和收益	高	低	中

资料来源：海通证券研究所整理

### ➤ 按组织形式分类：公司型、契约性

**公司型 REITs** 是指投资者通过认购专门成立的房地产投资公司的股份而成为公司股东，取得股息或者红利形式的投资收益。在公司型 REITs 法律关系中，法律依据为《公司法》、运营依据为《公司章程》，投资者有权选举董事会。投资者与房地产投资信托公司的关系属于股东与公司的关系，而非信托法律关系。美国、日本、新加坡、英国等国家主要采用公司型 REITs。

契约型 REITs 根据信托契约通过发行收益凭证向投资者募集资金，投资者与投资公司（或基金管理公司）依据《信托法》订立信托契约，形成信托法律关系，投资者以委托人的身份取得信托受益权。加拿大、澳大利亚、中国香港等地的 REITs 多为契约型。

表 2 REITs 按组织形式分类

	投资人身份	投资形式	利益分配形式	法律依据	运营依据	法人资格	代表国家
公司型	公司股东	认购公司股份	股利	《公司法》	公司章程	具有法人资格	美国、日本、新加坡、英国
契约型	信托契约的委托人	获得信托受益权	信托收益	《信托法》	信托契约	不具法人资格	加拿大、澳大利亚、中国香港

资料来源：海通证券研究所整理

## 1.3 REITs 开疆拓土的四项绝技

### ➤ 1) 税收优惠

REITs 起源于美国，而美国的 REITs 是税收驱动型的，其从最初的组织结构到后来的结构创新都是围绕如何合法地避税。美国法律赋予 REITs 特殊的地位，其可像普通公司一样使用各种融资工具，如 IPO 上市、发行优先股、发行公司债券等。REITs 采用税收透明机制，即税法赋予 REITs 的房地产运营收益在企业层面不需交税或者少交税，同时也对 REITs 的房地产转让环节给予税收优惠，投资者仅需在个人收益层面缴纳个人所得税，这样便避免了重复征税。

### ➤ 2) 流动性好

REITs 多数采取公募的形式筹集资金，发行后可在公开市场自由交易。房地产投资的主要风险之一在于流动性较差，而 REITs 通过房地产证券化提高了流动性。

### ➤ 3) 收益率较高且相对稳定

REITs 的投资风险和收益介于债券和股票之间，与普通权益资产类似，REITs 的收益包括两部分：股利收益和资本利得，股利收益主要为持有型物业的租金收入，波动性较小且基本保持稳定增长，资本利得则与房地产市场相关性较强，走势与房地产股票一致。

REITs 中股利收益占比在三分之二左右，因而收益率较为稳定。

#### ➤ 4) 投资门槛较低&风险分散

不动产投资的门槛较高，单笔投资金额较大，很难做到风险分散，是一种小众的投资品。REITs 通过向公众广泛募集资金进行投资，降低了投资的门槛；设立专业的资产管理公司并通过不同的地理位置、物业类型、资产规模、所处市场区域和租户等实现投资的多元化，有效分散了风险。

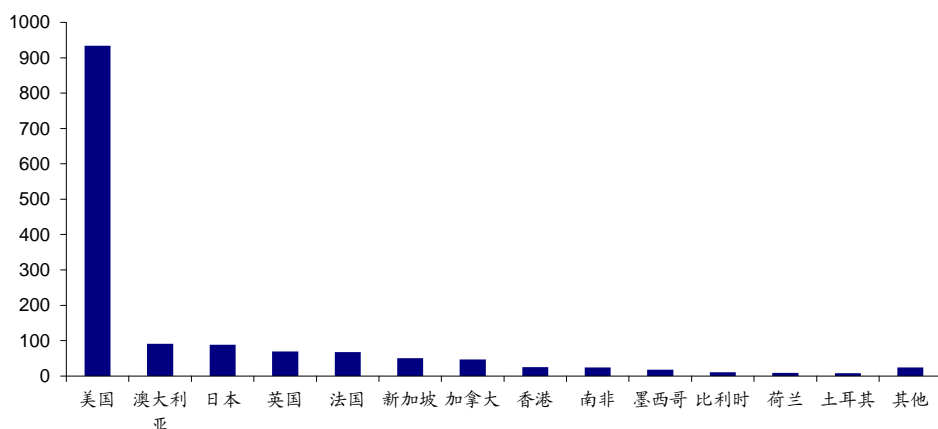
## 2、 他山之石：美国 REITs 市场分析

### 2.1 REITs 主要分布在美国市场

REITs 发展起源于美国，1960 年《房地产投资信托法案》的签署拉开了 REITs 发展的大幕，截至 2014 年底，全球已有 31 个国家和地区相继推出 REITs。

目前，全球 REITs 总市值达 1.46 万亿美元，其中美国是 REITs 最大的市场，总市值达 9336 亿美元，占全球比重逾 60%。澳大利亚、日本、英国、法国、新加坡等国 REITs 市值也在 500 亿美元以上。

图 2 全球 REITs 市值分布（十亿美元）



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

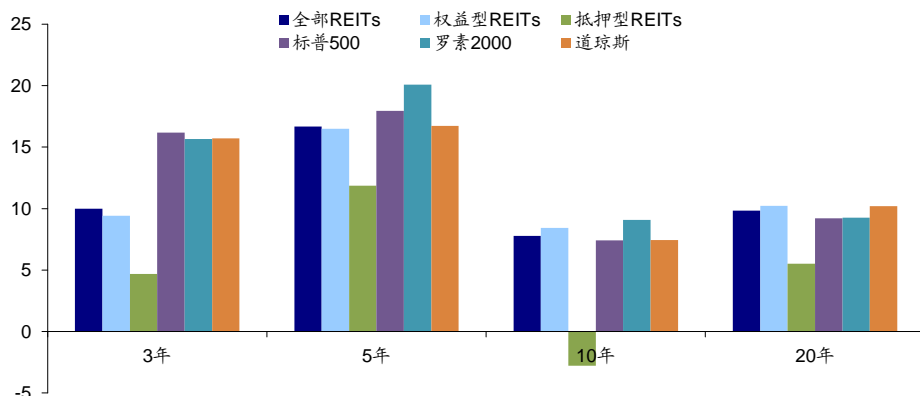
### 2.2 REITs 的收益属性：长期收益高于股指、主要来自股利

REITs 的主体是权益型 REITs，而权益型 REITs 本质上是房地产公司的股票，因而 REITs 整体收益率走势与股指一致。但长期来看，REITs 收益率表现好于股指，期限越长，收益率优势越明显。

FTSE NAREIT 美国房地产指数以所有上市交易的 REITs 为样本编制，从该指数表现来看，全部 REITs 过去 3 年收益率约 9.98%，低于标普 500、罗素 2000、道琼斯指数表现，但过去 10 年收益率 7.77% 高于标普 500 和道琼斯，过去 20 年收益率 9.84% 高于标普 500 和罗素 2000。表明 REITs 长期收益率表现好于股指，这一特征对于权益型 REITs 表现得更为明显。



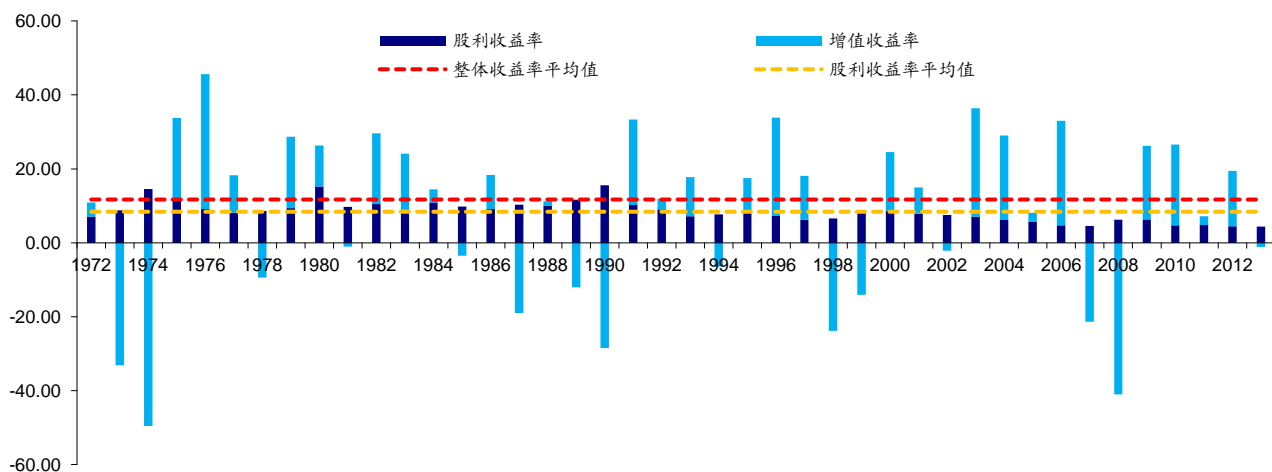
图 3 REITs 长期收益率高于股指 (%)



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

REITs 收益的来源主要为股利收益和增值收益，长期来看，其整体收益中约 70% 为股利收益率，30% 来源于增值收益。从 FTSE NAREIT ALL REITs 指数收益的均值来看，过去 42 年全部 REITs 收益率为 11.75%，而股利收益率约 8.42%，约占整体收益七成。增值收益率波动较大，过去 42 年中，有 15 年为负收益。而股利收益率则较为稳定，一定程度上起到了降低整体收益率波动性的作用。

图 4 REITs 收益率构成 (%)



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

### 2.3 权益型 REITs 崛起，抵押型发展放缓

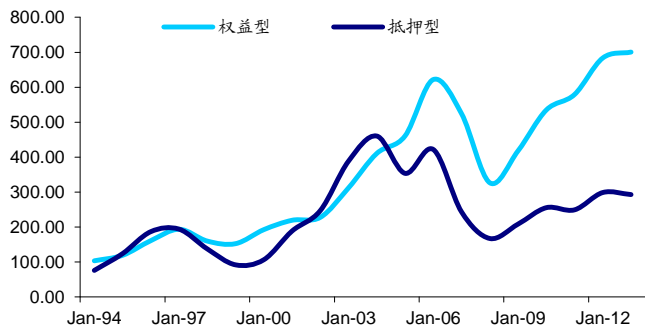
从 REITs 各类别分布来看，权益型 REITs 已成为 REITs 的主体，抵押型和混合型 REITs 则呈逐渐萎缩的态势。上世纪 90 年代以前，三种类型 REITs 数量相差不大。90 年代以后 REITs 股价飙升，华尔街开始不遗余力推动 REITs 的 IPO，新增 REITs 主要为权益型，从 90 年到 97 年，权益型 REITs 规模从 56 亿美元增长至 1728 亿美元，而抵押型 REITs 数量则从 43 只减少至 26 只。

美国次贷危机以后，REITs 重回上升通道，权益型和抵押型 REITs 数量均呈逐年上升态势，但权益型占据市场主体地位，数量约占 80%，而混合型则逐渐淡出资本市场。



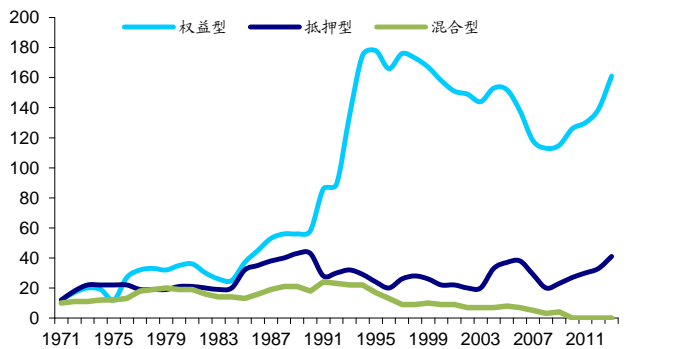
权益型 REITs 大行其道的主要原因是其收益率显著高于抵押型，尽管其波动率也较高。过去 20 年权益型 REITs 年化收益率达到 10.22%，而抵押型仅为 5.52%。尤其是 08 年以来，美国股市整体表现较佳，权益型 REITs 表现持续高幅好于抵押型。

图 5 权益型 REITs 长期收益表现好于抵押型



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

图 6 各类型 REITs 只数（只）

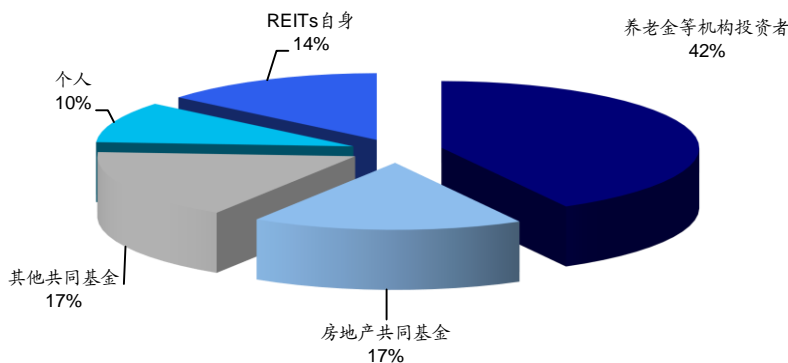


资料来源：NAREIT，海通证券研究所

## 2.4 REITs 投资者分布：以养老金等为主

权益型 REITs 是 REITs 的主体，而从权益型 REITs 的持有者结构来看，养老金等机构投资者为 REITs 最主要的投资者。根据 2007 年 ING Clarion and SNL 数据，权益型 REITs 最大的持有人是退休金等机构投资者，持有份额占比达到 42%；其次是房地产或非房地产型共同基金，各持有 17% 的 REITs 份额；个人以及 REITs 自身只持有约 1/4 的 REITs 份额。

图 7 权益型 REITs 持有人结构



资料来源：ING Clarion and SNL data，海通证券研究所

### 3、 REITs 在中国：发展历程及案例分析

#### 3.1 我国 REITs 的发展历程

##### ➤ 房地产信托业务启航

2002 年，信托业一法两规的出台使信托公司重获新生，房地产信托业务逐步发展。2003 年北京国际信托借鉴国际 REITs 的运作思路发行了“法国欧尚天津第一店资金信托计划”，该产品运用信托计划资金购买法国欧尚天津第一店的物业产权，与欧尚集团签订租约，投资者以物业租金收入实现回报，亦可享有物业增值收益。但与典型的 REITs 相比，仍具有通过私募方式募资、信托合同流动性差、多元化程度较低等差距。

##### ➤ 内地企业境外发行 REITs

2005 年，越秀投资在港交所发行 REITs，该产品以信托资金取得越秀投资在广州的四处物业的控股权，并成功在港交所公开上市，成为港交所第二个 REITs 产品。该产品是我国企业发行的第一单 REITs，但交易发行市场并不在境内，且之后随着房地产限制外资政策的发布，国内企业海外发行 REITs 计划受阻。

##### ➤ 国务院提出发展 REITs，央行主导首批试点

2008 年，国务院出台金融“国九条”，首次从国务院层面高度提出发展 REITs，随后，国务院发布了细化的“金融 30 条”，明确提出“开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道”。2009 年，央行联合 11 个部委制定了 REITs 实施方案，并在北京、上海、天津开展试点，但此次试点后并无项目跟进。

##### ➤ QDII 发行 REITs 基金

2011 年，在国内 REITs 推进受阻的情况下，诺安全球收益不动产基金、-鹏华美国房地产基金等 QDII 基金横空出世，其主要投资标的是 REITs。通过投资于 REITs 或房地产公司股票，这类基金可使投资者间接投资于 REITs。但其本质上是 Fund of Fund，与我国 REITs 市场关系不大。

##### ➤ 私募 REITs 横空出世

2014 年 5 月，国内离典型 REITs 最为接近的产品——中信启航专项资产管理计划成功发行，相对于之前的产品，该产品最大的突破在于可通过深交所综合协议交易平台挂牌转让，从而实现了 REITs 产品的流通。14 年 12 月，中信华夏苏宁云创资产支持专项计划成立，该产品与前述中信启航产品结构相仿、设计思路类似。

#### 3.2 中信苏宁私募 REITs 详解

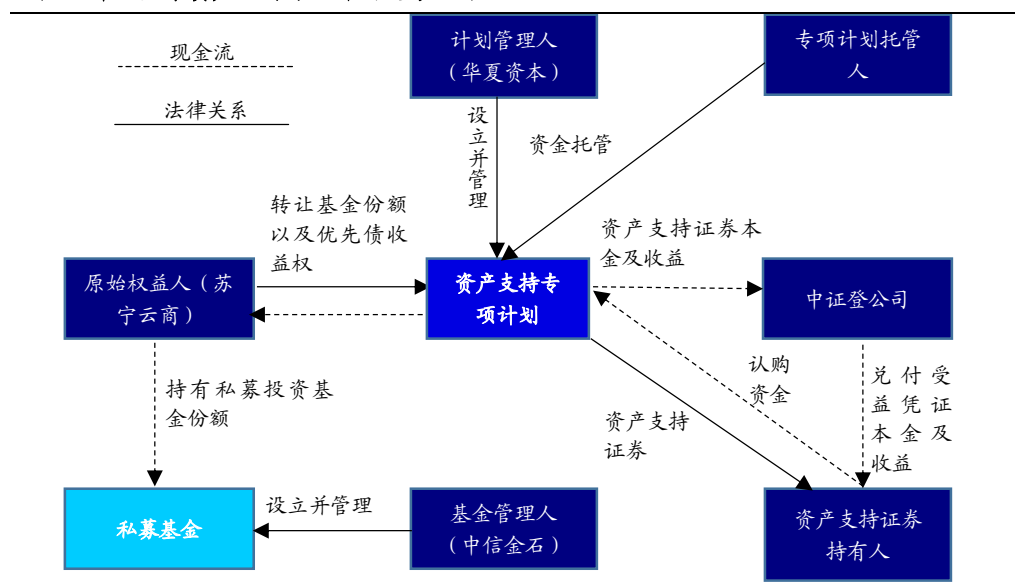
##### 3.2.1 交易结构：以私募基金份额作为基础资产

由于国内尚未直接放开 REITs 上市，中信苏宁均采用资产支持证券的方式来设计。基于对苏宁 11 家门店的所有权获取收益，但独特之处在于，专项计划并非直接持有不动产，而是由中信金石设立私募基金收购苏宁云商持有的这 11 个项目公司 100% 股权，再将私募资金的份额作为资产支持专项计划的基础资产。

中信苏宁的计划管理人为华夏基金子公司华夏资本，未来类似产品发行人或可扩展。

2014 年 12 月，证监会发布企业资产证券化新规，规定证券公司和基金子公司可作为资产支持专项计划的发行人。同时，根据规定，“期货公司、证券金融公司和中国证监会负责监管的其他公司，以及商业银行、保险公司、信托公司等金融机构可参照适用本规定开展资产证券化业务”。这意味着未来信托等机构亦可成为 REITs 产品的发行主体。

图 8 中信苏宁资产支持专项计划交易结构



资料来源：海通证券研究所

### 3.2.2 收益率水平：优先级和次级票息均具有一定吸引力

“中信苏宁”采用“优先-次级”结构化设计，A 类、B 类分别为优先级和次优级，认购门槛均为 100 万。A 类证券经中诚信评级为 AAA，总规模 20.85 亿，期限 18 年，但每 3 年开放申购/回售。A 类证券的预期收益率为 6.17%，而 14 年 12 月 3 年期 AAA 资产支持证券到期收益率均值为 5.33%，3 年期 AAA 中票到期收益率均值为 4.77%，显示其在票息方面具有一定吸引力。

B 类证券总规模 23.1 亿，期限 3+1 年，中诚信评级 AA。收益为固定收益+浮动收益，其中固定部分为 8.5%，浮动部分主要是不动产增值收益和退出溢价。苏宁电器集团具有收购选择权，即产品存续前 3 年内，苏宁有权随时以净票面价收购 B 类证券，但权利金对价为 29%/年，亦即若不回购，将多支付 29%/年予投资者，而若在三年内回购，该部分可获豁免。简单估算可得，苏宁不回购的成本高达 14.2 亿元，3 年期末回购的概率较高。B 类证券大概率将获得至少 8.5% 的收益率，而 14 年 12 月 3 年期 AA+ 资产支持证券到期收益率均值为 5.57%，3 年期 AA 中票到期收益率均值为 5.67%，B 类证券票息优势较为明显。

表 3 中信苏宁资产支持专项计划

	A 类证券	B 类证券
规模	20.85 亿元	23.1 亿元
期限	18 年，每 3 年开放申购/回售	3+1 年
收益类型	固定收益	固定收益+浮动收益
预期收益率	6.17%	固定部分为 8.5%
认购门槛	100 万元	100 万元
债项评级	AAA	AA
付息频率	按季付息	按季付息
附加权限（投资者）	提前终止选择权：经计划管理人同意，可于每 3 年有一次提前清偿结束的机会	-
附加权限（发行人）	-	苏宁电器收购选择权：产品存续前 3 年内，苏宁电器集团或其指定主体有权随时以净票面价值收购全部 B 类证券，权利金对价为 B 类证券规模的 29%/年，其中固定收益部分需当年支付，剩余部分于第 3 年一次性支付，若期间行使该优先收购权，则相应剩余应付部分可获豁免

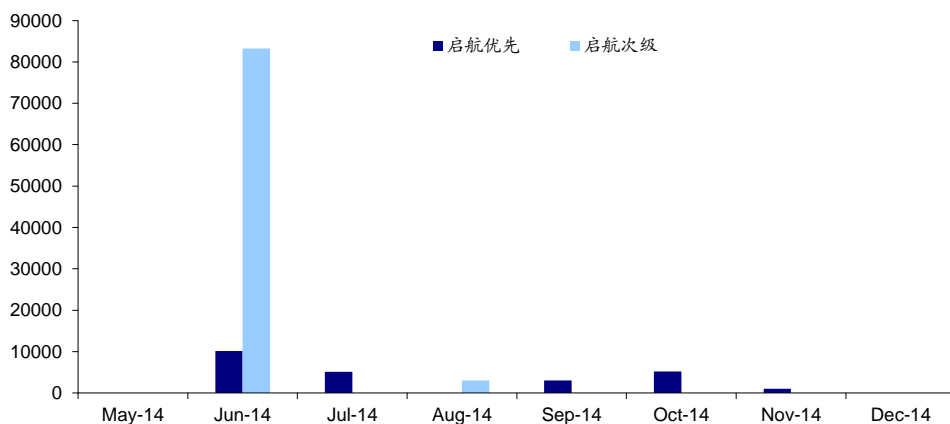
资料来源：海通证券研究所整理

### 3.2.3 流动性：私募阶段流动性较差，有望公募上市

中信启航和中信苏宁之所以被认为是国内首批 REITs，主要突破点便在于其实现了上市流通。中信启航和中信苏宁均通过深交所综合协议平台上市，其仍属私募性质，交易前后投资者需限制在 200 人以内，且优先级和次级的转让门槛分别为 500 万元和 3000 万元，这从一定程度上限制了其流动性。从中信启航的交易量来看，启航优先级的月均交易量不超过 4000 万，而启航次级除了在 6 月大额成交 8.3 亿和 8 月成交 3000 万外，其余月份均无成交。

中信启航和中信苏宁受制于资产支持计划的私募定位，流动性仍然较弱，较高的收益率中包含了较高的流动性溢价。而中信苏宁在其发行推介材料中称，其预计在 3 年内通过公开发售 REITs 的方式实现公募上市，能否成行主要取决于政策上是否放行。

图 9 中信启航交易量较低（万元）



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

### 3.3 当前私募 REITs 本质上是 REAT（不动产资产信托）

我国台湾地区的 REITs 包括不动产投资信托（REIT）和不动产资产信托（REAT）两种类型。两类产品本质上都是房地产证券化，但是 REIT 是先由受托人发行收益证券募集资金，然后投资于房地产，委托人为投资者；而 REAT 的委托人是原房地产持有者，委托人将房地产转移给受托人，受托人依托该资产发行受益证券，由投资者认购。从持有资产来看，REIT 持有资产数量相对较多，在运作过程中可以负债收购新的资产，而 REAT 资产则较少且固定。

从中信苏宁的整个运作过程来看，是由苏宁作为委托人将物业资产（以私募基金份额的形式）转移给资产支持专项计划，且物业资产较为单一，无需主动管理，与 REAT 更为类似。因此可以说，目前国内的 REITs 本质上是私募性质的不动产资产信托（REAT）。

表 4 REAT 与 REIT 主要区别

	不动产投资信托 REIT	不动产资产信托 REAT
本质	现金信托	实物信托
信托财产	现金	土地所有权或不动产相关权利
产权属性	股权	债权
信托关系	存在于投资人和受托人之间	存在于不动产所有人与受托人之间
投资期限	一般无期限	有到期日
业务特征	直接、主动从市场上公开募集不动产中长期投资、开发资金，并善加利用	由募集资金发行受益证券，以从事不动产的经营与开发
还本付息形式	无固定利息；收益主要来自租金收益，并享受资本利得	有固定利率，期末偿还本金

资料来源：海通证券研究所整理

### 3.4 我国 REITs 产品与主流 REITs 差距

我国虽然出现了多种具有 REITs 特征的产品，但离国际上典型的 REITs 还有一定距离。我国 REITs 市场仍是一片尚待开发的“处女地”。

我国当前的房地产证券化产品离典型的 REITs 还有较大差距。主要体现在：1) 仍是私募定位，流动性严重不足。私募发行与交易限制了投资者范围与数量，也造成产品的流动性不足；2) 投资对象单一，均为被动管理。当前的私募 REITs 产品均为单一实体委托发行，不能通过多元化投资进行主动管理；3) 偏债权而非股权。我国的不动产证券化产品，不论是曾大行其道的房地产信托，还是逐渐发展的私募 REITs，都主要是为了满足原始权益人的融资需求，故有预期收益率且到期需偿还本金，而国际上典型的 REITs 本质上类似于房地产公司，投资于 REITs 便是投资于该公司的股票。

## 4、 展望：发展空间整体有限，或以商业地产为主

### 4.1 REITs 推进是系统性工程，分头行动或收效甚微

1 月 14 日，住建部发布《住房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》，其中提到积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点。这是继 14 年下半年住建部委托京沪深穗四城市制定 REITs 试点工作方案后首次推动 REITs 发展，但我们认为若



没有其他相关部门的配合而仅靠住建部推动，REITs 仍将难有起色。

REITs 的推广是一项系统性工程，作为房地产证券化领域“最先进生产力”的体现，其成功推广对政策环境和行业发展水平的要求较高，需在物业资产权属、税收政策、产品上市与交易、投资者范围等方面进行统一部署方可成行。

REITs 的推广更是一项“一把手工程”，需在最高层的统筹下从上到下共同推进。事实上，美国 REITs 的成立便是由最高层所推动。1960 年 9 月 14 日，美国总统艾森豪威尔签署了《房地产投资信托法案》，经美国国会通过创建房地产基金，标志着美国房地产投资信托基金的正式成立。

我国央行、证监会、住建部都曾试图推动 REITs 发展，但至今仍未成气候。主要原因便在于单个部门无法统筹全局，难以全部满足 REITs 发展所需条件。应在国务院的统一部署下，由税收部门推动 REITs 税收豁免、由住建部统筹规划可供操作的物业类型、由一行三会完善上市交易制度并扩大投资者范围，才能使 REITs 真正发展起来。

表 5 中国 REITs 发展大事记

2002	信托业一法两规出台，信托公司逐步涉及房地产信托业务。
2003	北京国际信托发行“法国欧尚天津第一店资金信托计划”，标志着我国 REITs 探索的起步。
2005	银监会颁布《加强信托公司部分风险业务提示的通知》对房地产信托发行的门槛进行了严格规定。香港证券市场上国内的越秀投资成功发行了越秀 REITs，成为我国发行人发行的第一支真正意义上的房地产信托投资基金。
2006	房地产限制外资政策发布，万达、华银控股、华润等公司模仿越秀模式在香港上市的计划都相继“搁浅”，国内 REITs 的发展一度停滞。
2008	央行发布《2007 年中国金融市场发展报告》，央行明确表示要充分利用金融市场存在的创新空间，在未来一段时间内可以择机推出房地产信托投资基金（REITs）产品。
2009	央行联合银监会、证监会等 11 个部委成立“REITs 试点管理协调小组”，详细制定了试点实施方案。随后数月，北京、上海、天津开展试点工作，并均选择了债权型 REITs。
2010	住建部等七部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，意见鼓励金融机构探索运用保险资金、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。
2011	诺安全球收益不动产基金、鹏华美国房地产基金等成为中国大陆首批投资美国 REITs 的基金。
2013	广发美国房地产指数基金作为国内首只美国房地产指数基金开盘；开元酒店地产基金作为内地首个上市的酒店地产基金也成功在香港上市。
2014	国内首只 REITs 产品——中信启航专项资产管理计划，获得监管层批准，并首次尝试在交易所流通，3 年后将公募上市。
	央行《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中，提出了将积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点工作

资料来源：海通证券研究所整理

## 4.2 普通租赁房发展空间有限，政策性租赁房或为突破口

住建部《指导意见》旨在通过 REITs 推动住房租赁市场的发展，而住房租赁又分为普通租赁房和政策性租赁房（如公租房，廉租房等）。

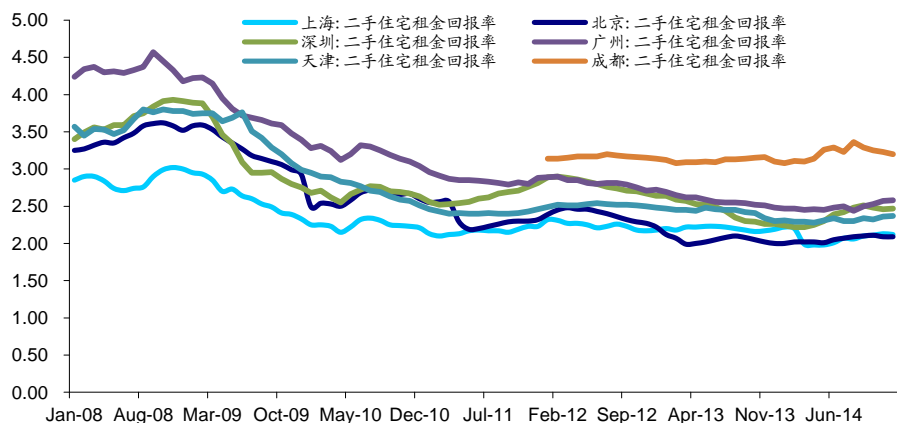
对普通租赁房来说，较低的租金回报率意味着开展 REITs 的空间不大。当前一线城市房价较高，租金回报率则处于 2.0%-2.5% 的低位，且近年来租金回报率称逐年下降趋势。二线城市的租金回报率也仅在 3% 上下，而当前十年国债收益率约 3.5%，这意味着普通租赁住房 REITs 将很难对投资者有吸引力。

政策性租赁房租金回报率不具优势，但政策倾斜和税收优惠或使其成为此轮 REITs 推广的突破口。据媒体报道，住建部于 14 年下半年推动 REITs 试点，主要领域便是保障性住房。当前 REITs 最大的掣肘在于双重征税，在未全面放开 REITs 税收的情况下，最

有可能优先享受到税收优惠的便是政策性住房，若财税部门对政策性租赁物业实行税收优惠，辅之以一定的财政补贴，REITs 的收益率必将有所改观，加上政策性住房风险相对较低，REITs 的推广或能有所突破。

从国际经验来看，美国廉租房 REITs 成功推行也正是由于政府税收优惠政策的出台。1986 年美国推出低收入住房返税政策，根据该政策，任何公司或 REITs 如果投资于符合一定建设标准的住房，政府将在 10 年返还占整个工程造价 4% 的税费，减免额在 10 年内分期返还。在享受了该税收优惠后，廉租房 REITs 的收益率能达到 7.5%-8%，基本达到商业 REITs 的回报率水平。

图 10 普通租赁住房租金回报率较低且呈下降趋势（%）

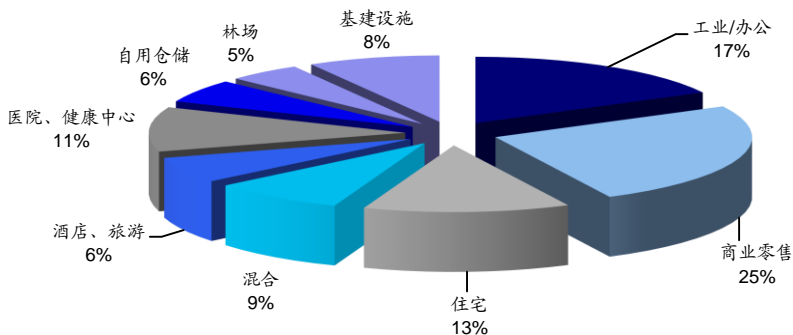


资料来源：NAREIT，海通证券研究所

### 4.3 商业地产仍是未来 REITs 主要方向

国际上 REITs 所持有的物业主要是商业地产，包括写字楼、零售物业等，这一方面是由于商业地产的租金回报率较高且较为稳定，另一方面商业地产类型众多，可通过投资不同类型、不同区域商业地产分散风险。

图 11 美国 REITs 市场按投向分类



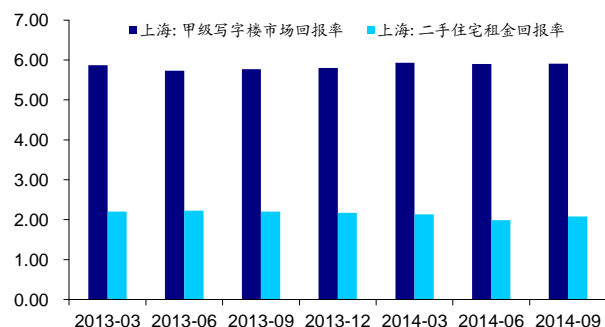
资料来源：NAREIT，海通证券研究所



我国已出现的私募 REITs 产品——中信启航和中信苏宁, 持有物业分别为写字楼和零售物业, 均为商业地产。这一趋势将持续, 商业地产仍将是未来 REITs 发展的主要方向。当前制约 REITs 发展的除了制度因素外, 最主要问题就是物业回报率较低, 而商业地产的回报率相对较高, 较住宅地产而言更具备 REITs 化运作的可能性。当前一线城市甲级写字楼市场回报率为 6% 左右, 远高于住宅地产 2% 的租金回报率。

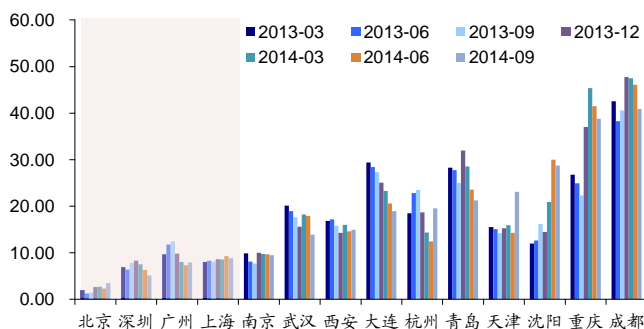
而就写字楼而言, 一线城市或更具备 REITs 发展的空间。从当前供需状况来看, 北上广深甲级写字楼空置率均值在 6% 左右, 显著低于二线城市的 23%。

图 12 写字楼租金回报率远高于住宅 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 13 主要城市甲级写字楼空置率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

#### 4.4 REITs 的主要矛盾在于供给

就债券市场而言, REITs 的主要问题在于供给而非需求。短期内 REITs 或仍以偏债权的 REAT 形式出现, 其较高的票息可满足银行理财、保险等机构配置要求, 需求将不是主要矛盾。主要问题在于较低的物业资产回报率恐不能支持 REITs 的发行要求。政策之风再次刮起, 但恐怕还不够大。各部门统筹推进方能避免重蹈过去推广失败的覆辙。

## 信息披露

### 分析师声明

固定收益研究团队：姜超、周霞

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长 (021) 23219403      luying@htsec.com	高道德 副所长 (021) 63411586      gaodd@htsec.com	姜 超 副所长 (021) 23212042      jc9001@htsec.com
--	--	---

江孔亮 所长助理 (021) 23219422      kljiang@htsec.com
---

宏观经济研究团队 姜 超(021)23212042      jc9001@htsec.com 顾潇啸(021)23219394      gx8737@htsec.com 联系人 王 丹(021) 23219885      wd9624@htsec.com 于 博(021) 23219820      yb9744@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449      wuxx@htsec.com 郑雅斌 (021)23219395      zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732      fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745      zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370      zxw6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773      zym6586@htsec.com 纪锡靛(021)23219948      jxj8404@htsec.com 联系人 杜 灵(021)23219760      dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883      yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067      szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230      ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448      shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419      niyt@htsec.com 罗 震(021)23219326      luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004      tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443      szy7856@htsec.com 陈 亮(021)23219914      cl7884@htsec.com 陈 瑶(021)23219645      chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774      wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686      sly6635@htsec.com 陈韵婷(021)23219444      cyc6613@htsec.com 田本俊(021)23212001      tbj8936@htsec.com 联系人 冯 力(021)23219819      fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231      sjj9710@htsec.com
---	--	--

策略研究团队 荀玉根(021)23219658      xyg6052@htsec.com 汤 慧(021)23219733      tangh@htsec.com 王 旭(021)23219396      wx5937@htsec.com 刘 瑞 (021)23219635      lr6185@htsec.com 李 珂(021)23219821      lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212      zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420      ymniu@htsec.com 何继红(021)23219674      hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223      kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434      lml@htsec.com 陈久红(021)23219393      chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387      wuyiping@htsec.com 朱 蕾(021)23219946      zl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953      zhr8381@htsec.com
--	---	---

批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399      wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671      lhk6064@htsec.com 路 颖 (021)23219403      luying@htsec.com 潘 鹤(021)23219423      panh@htsec.com	石油化工行业 邓 勇(021)23219404      dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812      wxl6666@htsec.com	非银行金融行业 丁文韬(021)23219944      dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947      wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209      ww9630@htsec.com
---	---	---

电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406      zxh9573@htsec.com 牛 品(021)23219390      np6307@htsec.com 房 青(021)23219692      fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171      xxbq6583@htsec.com	有色金属行业 钟 奇(021)23219962      zq8487@htsec.com 施 毅(021)23219480      sy8486@htsec.com 刘 博(021)23219401      liub5226@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391      liuyq@htsec.com
--	--	---

机械行业 龙 华(021)23219411      longh@htsec.com 徐志国(010)58067934      xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407      xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963      hpc9804@htsec.com 赵 晨(010)58067988      zc9848@htsec.com	医药行业 周 锐(0755)82780398      zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398      ywx9460@htsec.com 刘 宇(021)23219608      liuy4986@htsec.com 王 威(0755)82780398      ww9461@htsec.com 郑 琴(021)23219808      zq6670@htsec.com	建筑工程行业 赵 健(021)23219472      zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813      zxn6700@htsec.com 联系人 金 川(021)23219957      jc9771@htsec.com
---	--	---

计算机行业 陈美凤(021)23219409      chenmf@htsec.com 蒋 科(021)23219474      jiangk@htsec.com 王秀铜(010)58067934      wxg8866@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747      tl5535@htsec.com 谢 盐(021)23219436      xiey@htsec.com 贾亚童(021)23219421      jiayt@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941      whw9587@htsec.com 马浩博 (021)23219822      mhb6614@htsec.com 联系人 成 珊 (021)23212207      cs9703@htsec.com
--	---	---

汽车行业 邓 学(0755)23963569      dx9618@htsec.com 廖瀚博(0755)82900477      lhb9781@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405      dingpin@htsec.com 夏 木(021)23219748      xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164      cxl9730@htsec.co	社会服务业 林周勇(021)23219389      lzy6050@htsec.com
---	--	--

<b>银行业</b> 林媛媛(0755)23962186 王宇轩(021)23219383	lyy9184@htsec.com wyx9965@htsec.com	<b>基础化工行业</b> 曹小飞(021)23219267 张 瑞(021)23219634	caoxf@htsec.com zr6056@htsec.com	<b>建筑建材行业</b> 邱友锋(021)23219415 周 煜(021)23219972	qyf9878@htsec.com zy9445@htsec.com
---	--	---	-------------------------------------	---	---------------------------------------

<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 姜 明(021)23212111	yun@htsec.com jm9176@htsec.com	<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 宋 伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	<b>通信行业</b> 徐 力(010)58067940	xl9312@htsec.com
---	-----------------------------------	---	--------------------------------------	---------------------------------	------------------

<b>纺织服装行业</b> 焦 娟(021)23219356 唐 苓(021)23212208	jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	<b>电子行业</b> 董瑞斌(021)23219816 陈 平(021)23219646	drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 曾 知 (021)23219473	zz9612@htsec.com
---	--------------------------------------	---	---------------------------------------	------------------------------------	------------------

<b>互联网及传媒行业</b> 张杰伟(021)23219775 联系人 王幽悠(021)23212210	zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 朱洪波(021)23219438	zhb6065@htsec.com	<b>公用事业</b> 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259	zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com
--	--	---------------------------------	-------------------	--	--

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理 (021)63609993 chensq@htsec.com	贺振华 董事副总经理 (021)23219381 hzh@htsec.com
--	--

<b>深广地区销售团队</b> 蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com 邓 欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com 李唯佳 (021)23219384 jlwj@htsec.com 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021)23219592 zhuj@htsec.com 黄 慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com 孙 明 (021)23219990 sm8476@htsec.com 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 杨 洋(021)23219281 yy9938@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 赵 春 (010)58067977 zhc@htsec.com 隋 巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com 江 虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com 杨 帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com 张 楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com 许 诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com 杨 博 (010)58067996 yb9906@htsec.com
---	--	--

海通证券股份有限公司研究所  
 地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
 电话：(021)23219000  
 传真：(021)23219392  
 网址：www.htsec.com