

中债微问答：

3 个问题带您了解我国 REITs



2017 年 2 月 20 日，“兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金(REIT)资产支持证券”(简称兴业皖新 REITs) 在银行间市场成功发行,总规模为 5.535 亿元,这是国内首单银行间市场公募 REITs。我国 REITs 的春天来了吗？本期微问答用 3 个问题带您了解我国 REITs 的特点与发展历程。

Q1: REITs 是什么？有哪些特点？

A:

房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，简称 REITs）是一种筹集众多投资者的资金用于取得各种收益性房地产或向收益性房地产提供融资的集体投资计划或投资机构。它通常以发行受益凭证的方式将投资者分散的资金汇集成一定规模的资产，投资于房地产及相关资产，通过专业化经营管理获得收益，并按出资比例向投资者分派收益。从本质上看，是将房地产行业的收益和风险直接嫁接到资本市场的融资手段。

一般来说 REITs 具有以下特点：**首先**，REITs 具有筹集资金、分散风险的功能。它既解决了中小投资者无法进入房地产业这个资本密集型产业的难题，又为房地产业开拓了新的融资渠道，将流动性较差的房地产资产转化成了更具流动性的证券，满足了投融资双方的不同需求；**其次**，REITs 具有投资针对性强、管理专业、收益率高的特点。REITs 总资产的投资组合必须以房地产、现金、政府证券为主。例如，美国的房地产基金规定，REITs 必须将至少 75% 的资产投资于与房地产有关的业务。REITs 将房地产资产组合交由房地产

投资的专业人士经营管理，且多数基金明确规定将 90%以上的利润分红给股东，这些因素为股东获得稳定的高收益率创造了条件。另外，REITs 享有的税收优惠是 REITs 发展的最根本动因。根据《美国国内税收法案》规定，如果 REITs 每年将大部分盈利以现金分红方式回报给投资者，则免征公司所得税。这就有效地避免了双重课税，为提高经营效率提供了有利条件。

在我国，REITs 也在进行不断的探索，只不过完全类似于美国市场上的 REITs 并没有诞生。我国的 REITs 产品借鉴了美国 REITs 在经营性房地产领域的融资模式，结合结构化产品设计，将 REITs 的定义进行了再次延伸，目前这类结合我国国情产生的 REITs，相较于美国市场中的标准化 REITs，一般被称为“类 REITs”。其与成熟市场 REITs 产品相比在交易结构、税负水平、运营方式收入来源、收益分配方式、募集范围等方面仍具有很大差异。

Q2：国内外 REITs 产品的差异具体体现在哪些方面？

A：

1、交易结构组织形式不同

美国的 REITs 多采用公司制的模式，且主要是通过股权方式在资本市场公开上市融资和交易。在公司制 REITs 的模式下，投资者通过认购股票成为公司的股东，间接持有了物业资产的股份。公司将投资收益以股利的方式分配给投资者。

亚洲较为流行的则是信托制/基金制 REITs。在这种模式下，REITs 持有人持有的是信托凭证或基金份额，REITs 本身即为信托/基金实体，多数需要外聘基金管理人和物业资产管理人。

国内目前的操作模式主要是通过发行专项资产管理计划的方式，该方式也为证券提供了可在交易所转让的流动性。但专项资产管理计划并不能直接收购物业公司股权，所以在此一般通过私募基金收购物业公司股权。

2、面临承担的税负水平不同

国外成熟市场 REITs 产品通常可以享受一定税收优惠。如美国，其国内税法规定，在满足投资范围、收入比例、组织形式等各方面要求后，如果将 REITs 公司应税收益的 90%以上分配给投资者则可以免征公司层面的所得税，仅投资者个人需缴纳个人所得税；但 REITs 公司分配后的留存收益仍需缴纳公司所得税。

而在我国，在基础物业资产转移给 SPV（如私募基金和信托公司）时，由于所有权发生转移，根据现行法律原始权益人还需缴纳 25%的企业所得税，如果原始权益人为房地产开发公司还另需按照累进税率缴纳 30-60%的土地增值税，如在以后《公司法》允许的条件下通过公司制成立 REITs 公司，在 REITs 公司运营层面还需缴纳公司所得税，因此我国 REITs 所承受税负还处于比较高的水平。

3、运营方式收入来源不同

以美国为例，由于采用公司型组织结构，REITs 公司的运营多以不断提高盈利水平，为股东谋求长期回报为目的。因此在 REITs 公司发展过程中通常会适时不断收购新的物业资产或投资于其他靠销售方式获得收入（如酒店、高尔夫球场）的业务，扩大 REITs 经营规模。但为达到美国国内税法免交公司所得税的要求，在投资范围上仍需满足不少于 75%的比例投资于可产生稳定租金收入的房地产或地产相关产业，同时 75%以上的收入须来自于房地产租金、房地产抵押贷款利息、相关处置收入或其他合格投资收益。

我国当前类 REITs 产品多采用专项计划购买私募基金份额，私募基金全额收购基础物业资产的方式。基础资产的选择通常由发起人即原始权益人决定，在专项计划成立之初便

确定若干物业资产作为基础资产，在产品存续期内专项计划也不会购买新的物业资产，即类 REITs 的规模一般是固定的。其项目收入也仅限于基础物业公司的运营收入以及产品到期退出时物业资产的处置收入或原始权益人支付的权利对价等。

4、收益分配方式不同

美国、新加坡、香港等成熟市场在 REITs 收益分配方面，都采用了需将应税收益的 90% 以股利或分红形式分配给投资者才可享有税收优惠的规定。

我国由于没有针对 REITs 的法律法规在收益分配方面的具体要求，在受益权形式上出现了优先级、次级等多种类别的收益类型。其中优先级证券大多只享有发行时确定的固定利率或享有部分在计划退出资产处置时产生的增值收益，大部分资产处置的收益分配权由次级或称权益级享有；而享有物业处置收益的次级或权益级通常期限较短，不能达到长期持有享受增值的目的。

5、募集形式不同

国外成熟市场 REITs 产品的投资人范围广，投资期限长。以美国为例，REITs 在成立时受益人即须在 100 人以上，持股最多的 5 名股东所持份额不能超过总流通值的 50%；如要满足上市要求则需更多的股东持股或满足一定交易量；投资者通常可长期持有也可交易转让。

我国当前产品受限于专项资产管理计划形式的限制，多为私募形式，募集范围一般在 200 人以下。在 3-5 年后产品到期退出时即使我国在各方面都具备了发行公募 REITs 的条件，因为原始权益人拥有优先回购权，如果原始权益人如果需要支付的权利对价较少的话，根据不同交易条款的设置也可能影响产品最后以发行公募 REITs 形式退出。

Q3：我国在对 REITs 的探索过程中做出了哪些努力？

A：

我国虽尚未出台正式的有关 REITs 的政策法规，但对于 REITs 的讨论和探索一直在进行，最早的政策尝试可追溯至本世纪之初。

2007 年 6 月，人民银行联合住建部等部门召开会议，认为应按照“试点与立法平行推进”的原则推进 REITs。

2008 年，银监会发布《信托公司管理办法》的修订版，鼓励 REITs 的发展。

2009 年 8 月，人民银行和银监会发布《房地产集合投资信托业务试点管理办法》，提到 REITs 将被两家监管机构共同监管。

2009 年 11 月，人民银行发布了《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》征求意见稿

2010 年 6 月，人民银行、住建部等多个部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，提到应当鼓励公租房的新融资渠道，探索使用 REITs、信托等形式。

2014 年，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，计划 3 年后公募上市。同年，人民银行《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 REITs 试点工作。

随后中国的类 REITs 进入快速发展道路，相继出现了中信苏宁、海航大厦、云南彩云之南酒店、中信华夏苏宁云享等类 REITs 产品。

2017 年 2 月 20 日，“兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金（REIT）资产支持证券”在银行间市场成功发行，这意味着银行间市场首单公募 REITs 产品的落地。

随着市场不断渐进发展，实践经验持续积累，我国在关于 REITs 的制度环境安排上将

更加容易具有针对性，能够设计出符合国情的 REITs 政策法规。可以期待在合适的市场时点，我国的 REITs 的政策法规也将瓜熟蒂落，符合国情的标准化 REITs 产品也会顺利推出。