

# 基建 REITs 破冰，对于地产行业影响几何？

## 主要概述：

4月30日，证监会与发改委联合发文，推进基础设施领域 REITs 试点相关工作。本文首先介绍了 REITs 是什么，REITs 的运作模式和分类，以及国内外 REITs 的发展历程与现状，并以美国为例简要分析了 REITs 市场，最后讨论了 REITs 推向地产领域面临的可能障碍。

## ►REITs 的运作方式和分类

REITs 的运作模式包含设立、发行、托管、投资、经营管理、分红、交易等步骤。按照不同的标准，可分为公募型与私募型、权益型与抵押贷款型、公司型与信托型等。

## ►美国 REITs 市场简析

REITs 起源于美国，美国 REITs 市场是目前全球第一大 REITs 市场。截至 2019 年年末，美国总共拥有 219 只上市 REITs，其组织形式以公司制为主，总市值达到 1.3 万亿美元。美国的 REITs 从设立到运营均有严格的监管条款，投资物业也呈现多元化趋势，且对于 REITs 有较为成熟的税收优惠政策。

## ►公募 REITs 离房地产还有多远？

我们认为，如果公募 REITs 在基建领域试点较为顺利的话，则未来是有希望放开到房地产相关领域的，不过在房地产调控长效机制的大背景下，公募 REITs 将大概率在房地产行业方面从长租公寓领域开始突破，而后续延展到一线城市优质商业物业则可能尚需一定时日。

## 投资建议

此次证监会与发改委联合发文推进公募 REITs 试点，未来有望拓展至商业物业领域，可有效提高商业物业持有房企的资金周转效率，建议关注持有商业物业较多的龙头房企万科 A、招商蛇口、新城控股、大悦城等。相关受益标的有光大嘉宝、世联行、金融街、陆家嘴、中国国贸、龙湖集团等。

**风险提示：**REITs 试点推进不及预期，房地产调控政策收紧。

## 盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000002	万科 A	26.80	增持	3.44	4.15	4.95	5.83	7.8	6.5	5.4	4.6
600048	保利地产	16.24	增持	2.34	2.83	3.32	3.88	6.9	5.7	4.9	4.2
000656	金科股份	7.96	买入	1.06	1.36	1.62	1.91	7.5	5.9	4.9	4.2
000961	中南建设	8.09	增持	1.12	1.93	2.43	2.8	7.2	4.2	3.3	2.9

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 评级及分析师信息

行业评级：推荐

## 行业走势图



分析师：于子沛

邮箱：youzhp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

研究助理：侯希得

邮箱：houxd@hx168.com.cn

## 正文目录

1. REITs 的简介、运作方式以及分类	3
1.1. REITs 的运作方式及特点	3
1.2. REITs 的分类	5
1.3. REITs 发展的核心驱动力——税收优惠	8
2. 国内外 REITs 的发展历程	8
2.1. REITs 起源与发展	8
2.2. 国内 REITs 的发展历程	10
3. 美国 REITs 市场简析	12
3.1. 美国 REITs 概况	12
3.2. 美国 REITs 监管	13
3.3. 美国 REITs 投资物业标的	14
3.4. 美国 REITs 税收政策	14
4. 公募 REITs 离房地产还有多远？	17
5. 投资建议	17
6. 风险提示	17

## 图表目录

图 1 典型的 REITs 运作模式	4
图 2 美国各类型 REITs 总市值变化	6
图 3 信托型 REITs 组织架构	7
图 4 公司型 REITs 组织架构	7
图 5 REITs 的诞生与发展	9
图 6 已经引入及考虑引入 REITs 的国家和地区	10
图 7 我国 REITs 发展主要历程	12
图 8 美国上市 REITs 的数量和总市值	13
图 9 UPREIT 的运行模式	16
图 10 DOWNREIT 的运行模式	16
表 1 REITs 与房地产信托的区别	4
表 2 REITs 与房地产上市公司股票的区别	5
表 3 REITs 与房地产上市公司股票的区别	6
表 4 美国 REITs 股东的税收政策	15

## 1. REITs 的简介、运作方式以及分类

2020 年 4 月 30 日，证监会与国家发展改革委联合发布了《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》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。《通知》中提及，REITs 能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。同时，REITs 作为中等收益、中等风险的金融工具，具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点，有利于丰富资本市场投资品种，拓宽社会资本投资渠道。虽然此次公募 REITs 的试点始于基建领域而暂不涉及房地产，然而 REITs 最初的诞生其基础资产即来源于房地产，因此，本节当中将首先对 REITs 做一个简单介绍。

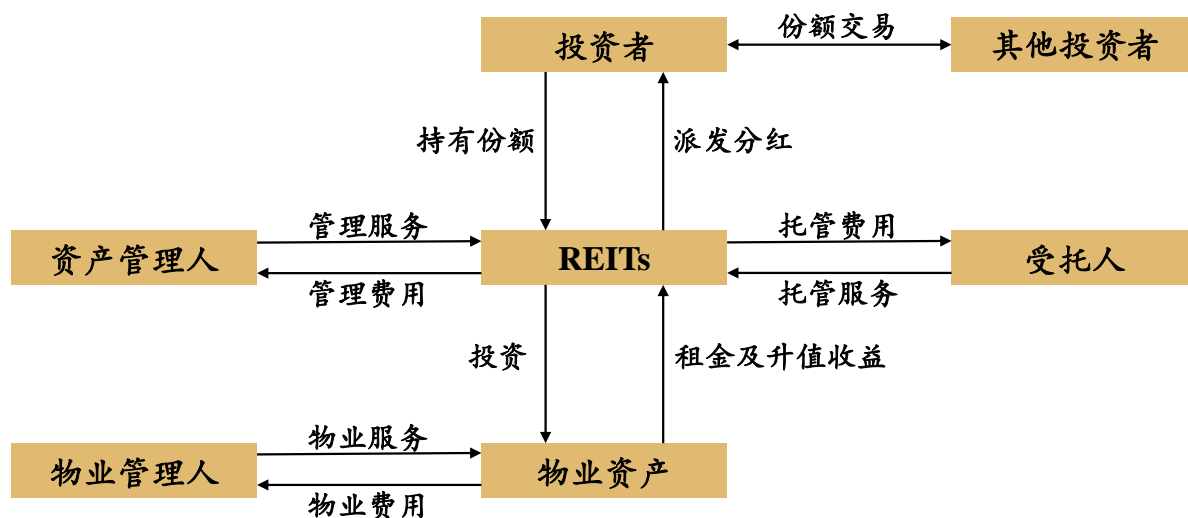
REITs 的全称是房地产投资信托（即 Real Estate Investment Trusts，简称 REITs），是一种以发行收益信托凭证或股份的方式汇集多数投资者的资金，可以在证券交易所上市交易，由专业管理机构或者团队经营管理，主要以能够产生稳定租金收益的不动产为基础资产，以标的不动产的租金收入和升值为主要收入来源，并且将投资综合收益按比例以分红形式分配给投资者的金融产品。

### 1.1. REITs 的运作方式及特点

REITs 运作方式主要包含下列步骤：

- 设立：REITs 的设立主要有两种方式，一是设立特殊目的载体公司（房地产信托基金公司），二是开发商将旗下全部或部分经营性物业资产打包设立专门的 REITs。
- 发行：向投资者发行收益凭证并募集资金，类似股票发行。
- 托管：委托独立的基金托管机构进行托管和监督，与一般基金类似。
- 投资：将募集资金投向房地产项目。通常情况下大部分资金投向持有型物业以获取持续现金流收益，只有小部分资金购买投资型物业来获取升值收益。相比之下，商场、写字楼、酒店式公寓、停车场等商业地产收入现金流比住宅地产更稳定，因此 REITs 一般适用于商业地产。
- 经营管理：由资产管理人（通常是基金公司或者房企的专业团队）负责该 REITs 的资产管理，委托物业公司进行物业管理。
- 分红：将大部分收益以分红形式分发给投资者，即为投资者的股利收益。
- 交易：投资者可以通过二级市场进行 REITs 的买卖并获得收益，即为投资者的资本利得。

图 1 典型的 REITs 运作模式



资料来源：华西证券研究所

由此可见，REITs 是一种股权性质的基金产品，原则上与上市公司股票一致，企业通过 REITs 进行融资性质上属于资产转让而非借债，但相比上市地产公司的股票，其收入模式主要来自租金和地产价值升值，因此收益较为稳定，为投资者提供了一种类似债券的固定收益式的投资方式；同时，与债券相比，REITs 融资基于的是资产的信用，而债券融资基于的是发起人的信用。REITs 在一定程度上可以看作资产证券化、信托产品和基金的混合金融产品，其运作模式、收入的来源和构成使其区别于其他的金融产品，具有自己鲜明的特点：

- REITs 募集的资金绝大部分投资于房地产行业，如中国香港为 90%以上，美国、新加坡为 75%以上；
- 投资收益主要来源于房地产领域，如物业费、租金收入和房地产升值收益；
- 收益的大部分将用于给投资者发放分红，如中国香港、美国均规定税后收益的 90%以上分红给投资者；
- 对投资者可持有的最大份额有限制，以保护中小投资者的利益，如美国规定前 5 名大股东合计持有股份不超过总股份的 50%。

表 1 REITs 与房地产信托的区别

	REITs	房地产信托
信托份额	无限制	不多于 200 份
最低投资金额限制	无限制	有限制
流通性	标准化产品，可上市，流动性好	非标准化产品，不可上市，流动性较差
收益	将绝大部分收入分配给投资者，但没有设定约定收益率	固定收益率
周期	投资于已经建成的物业的运营，周期较长，一般为 8-10 年	投资于房地产开发，周期较短，一般为 1-3 年

运营	成立基金公司或专业团队进行运营管理	提供资金并监管资金安全，不参与运营管理
税收优惠	免公司所得税和资本利得税	无

资料来源：华西证券研究所

表 2 REITs 与房地产上市公司股票的区别

	REITs	房地产上市公司股票
基础资产	以持有型商业物业为主	以住宅地产为主
收入模式	成熟物业的租金和物业升值为主	新屋开发销售收入为主
持有份额限制	对单个股东持有份额比例有限制，主要面向中小投资者，股权较分散	一般没有限制，可能会出现股权集中的情况
投资者收益模式	以分红为主，二级市场交易收益为辅	以二级市场交易收益为主，分红为辅
收益分配	将绝大部分收入分配给投资者	无限制，由公司决定分红率
风险	投资于成熟物业获取稳定租金，收益较为稳定，风险较低	风险较高
税收优惠	免公司所得税和资本利得税	无

资料来源：华西证券研究所

## 1.2. REITs 的分类

按照流动性的大小及是否在监管部门注册，REITs 分为上市型 (Public Listed REITs)、非上市公募型 (Public Non-Listed REITs) 和私募型 (Private REITs)。在美国，上市型 REITs 对公众发行，可以在证券交易所公开交易，同时必须在证券交易委员会 (SEC，即美国证监会) 注册，满足证监会规定的条件，接受证监会的监管，并按要求定期进行公告披露；非上市公募型 REITs 对公众发行且不可公开交易，但仍需在证监会注册、接受监管，并履行和上市型同样的披露义务等；私募型 REITs 则既无需在证监会注册，也不可公开交易，并只针对特定对象进行发行，不可对公众发行。由于绝大部分 REITs 都为上市型，本文将主要针对上市型 REITs 进行研究。

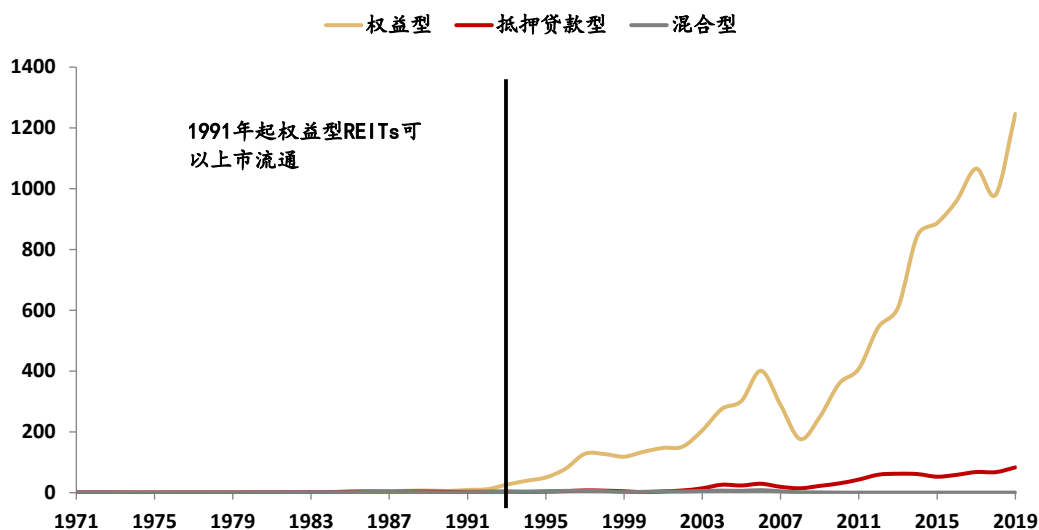
按照投资对象的不同，REITs 可以分为权益型 (Equity REITs) 和抵押贷款型 (Mortgage REITs) 两大类。除此之外还有混合型 (Hybrid REITs)，但自 2010 年 12 月起混合型不再作为一个独立的类型纳入统计。

权益型 REITs 的主要投资对象是各类商业地产，即通过直接持有并经营收益性房地产，如写字楼、商场、酒店等，并提供物业管理服务，获取租金收入和地产增值收益。权益型 REITs 是 REITs 的最主要类型，截至 2019 年年末，在美国市场上，权益型 REITs 市值已经占据 REITs 总市值的 94% 左右。

抵押贷款型 REITs 的主要投资对象是房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券（MBS），即通过直接向开发商或房地产所有者提供抵押贷款，或者通过购买抵押贷款支持证券提供间接融资，来获取抵押贷款和 MBS 的利息。

相比较而言，长期来看权益型 REITs 收益率较高，且自 1991 年之后可以上市流通，流动性较好；同时，由于权益型 REITs 的收入来源为稳定的租金收入，其对利率波动的敏感性较小，而抵押贷款型 REITs 的收入主要为抵押贷款的利息，受利率市场的影响较大。因此权益型 REITs 在当今市场上占据了主导地位。

图 2 美国各类型 REITs 总市值变化（亿美元）



资料来源：NAREIT，华西证券研究所

按组织结构的不同，则可以将 REITS 分为信托型和公司型两大类。

表 3 REITs 与房地产上市公司股票的区别

	公司型	信托型
法律依据	公司法	信托法
法人资格	有	无
投资者身份	股东	份额持有人
经营依据	公司章程	信托合同
代表国家或地区	美国、英国、日本等	中国香港、澳大利亚、加拿大等

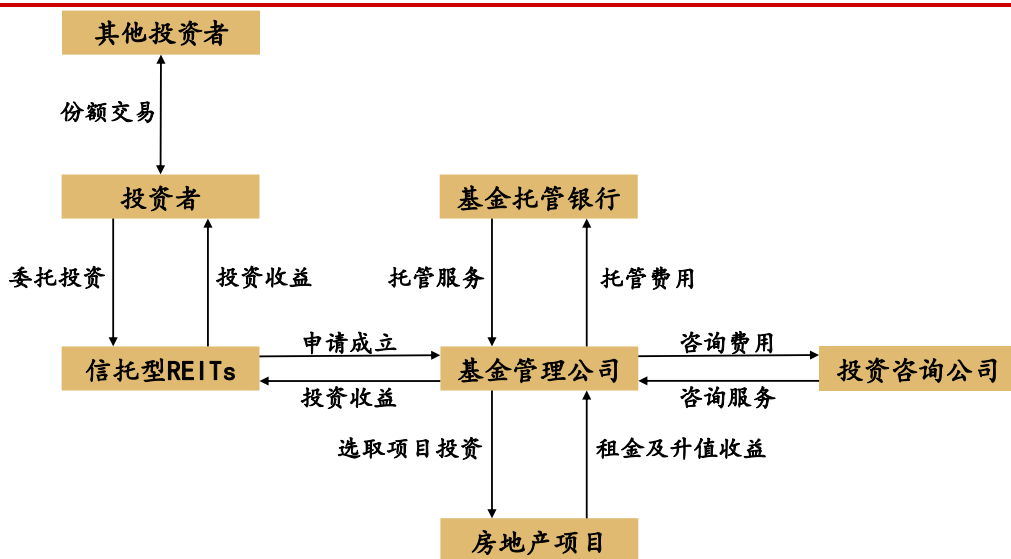
资料来源：华西证券研究所

信托型 REITs 是指通过发行信托受益凭证向投资者募集资金进行物业投资。在信托制 REITs 的模式下，投资者与基金管理人达成信托法律关系，基金管理人按信托契约将投资收益进行均等分配。此时 REITs 持有人持有的是 REITs 的信托凭证或基金份额，以委托人（受益人）的身份参加份额持有人大会，委托受托人（即基金管



理人)行使经营管理的职权。委托人(投资者)和受托人(基金管理人)以信托合同为基础行使权力并履行义务。

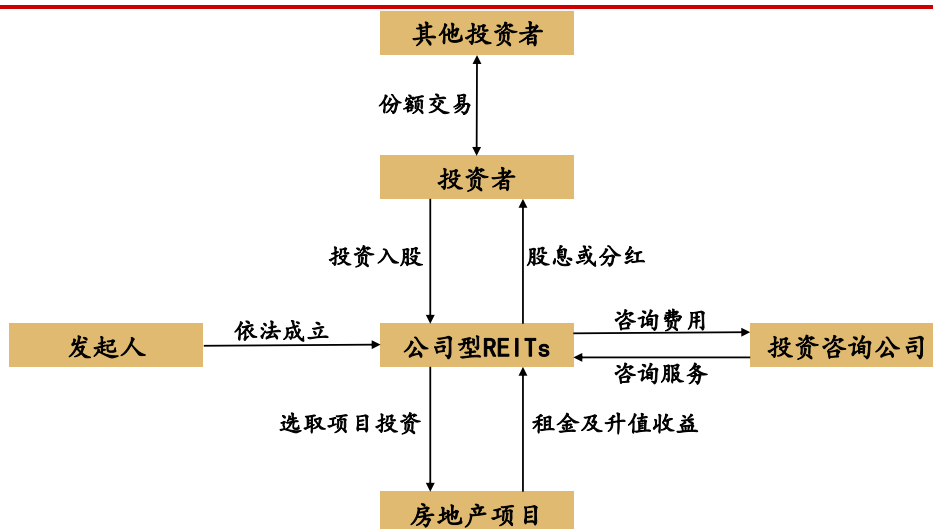
图3 信托型REITs组织架构



资料来源：华西证券研究所

公司型REITs是指通过发行房地产投资信托股份的方式筹资资金，并设立专门从事房地产投资的股份有限公司。在公司型REITs的模式下，投资者通过认购股票成为公司的股东，而公司以股利形式将投资收益分配给投资者。在这种模式下，REITs本身为公司制的实体，只是因为其经营主业、利润分配等方面符合了REITs相关规定，因此获得了REITs的税收优惠。公司型REITs通常使用内部管理人模式，原始权益人/资产管理人通过以资产入股的方式分享REITs的收益，同时对REITs进行管理。这一模式在美国较为常见。

图4 公司型REITs组织架构



资料来源：华西证券研究所

### 1.3. REITs 发展的核心驱动力——税收优惠

对于发行方而言，相比于其它融资方式，REITs 的最大优势在于其拥有税收政策方面的优惠，使其能够递延资产转移税收、避免自持物业被双重征税。对于投资者而言，税收优惠也可以提高长期收益率。因此，从 REITs 诞生之日起，它的发展就与税法密不可分，税收优惠是 REITs 发展的主要驱动力：

**美国：**根据美国国内税法典（Internal Revenue Code, IRC），REITs 是享受“穿透性税收待遇”（Pass-through Tax Treatment，是指企业的收益与损失可以冲抵企业持有人的个人所得税应税收入，从而避免了双重征税）的商业实体，美国政府对 REITs 组织层面免征所得税，仅在投资者获得收益分配和资本利得时进行征税。这种优惠大大刺激了美国 REITs 的早期发展，在 REITs 公司自身的不断探索与创新中，相关法规政策也及时更新和完善。为了避免企业恶意利用 REITs 避税，美国的监管部门对 REITs 资格的认定有一套完备的规程，制定了详细的标准。如果任意一条标准不能满足，则不能被认定为 REITs，也就无法享受 REITs 的相关税收优惠政策，必须像一家普通企业那样缴税。

**其他国家：**在意识到税收优惠政策对于 REITs 发展的刺激作用后，其它一些引入 REITs 的发达国家也对这一优惠政策进行了效仿和改进，如新加坡市场通过对个人投资者不收税、国外投资者税收低于国内的税收优惠政策来吸引个人投资者和海外投资者。香港市场则对 REITs 组织层面征税，但在投资者层面不收税。

**避税经典案例：**沃尔玛。在美国拥有物业要交大笔物业税，而以零售业为主业的沃尔玛，需要持有大量的物业，物业税便成为一笔较大的支出。为了避税，沃尔玛不动产在全美国盖超市，盖完之后资产注入沃尔玛 REITs，接着，沃尔玛零售租用这些物业，并付给沃尔玛 REITs 租金。而美国的 REITs 政策规定，每年 90% 以上的收益要返还给股东，同时由于沃尔玛零售的注册地选在免税州特拉华州，其返还的收益也无需缴税。于是，99% 的租金又通过金融方式免税回到沃尔玛零售。

## 2. 国内外 REITs 的发展历程

### 2.1. REITs 起源与发展

房地产信托投资基金（REITs）的基本理念起源于 19 世纪的美国。在 REITs 尚未出现之前，商业房地产投资是一个被投资机构和高净值人群占据的行业。REITs 的发展主要经历了如下阶段：

**REITs 诞生与初步发展。**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》，美国国会决定创建房地产基金让所有的美国投资者都可以有机会投资大型的、综合的房地产项目，标志着 REITs 的诞生。同年，美国房地产投资信托基金协会（NAREIT）的前身国家房地产投资联盟建立。时至今日，NAREIT 已经成为美国房地产基金和大型房地产上市公司在国际上的代名词，协会已经成为行业的代表和在投资者面前的发言人。1960 年-1961 年，美国的第一批 REITs 成立。1965 年 6 月，Continental Mortgage Investors 成为第一只在美国纽约股票市场挂牌的 REITs。1969 年 8 月，华尔街公布第一部关于 REITs 的研究报告。到目前为止，华尔街已经拥有数十位专业分析师对 REITs 进行每日分析。华尔街的第一部研究报告标志 REITs 已经开始被投资者广泛接受。同时，让一些机构投资者开始关注这个产品。1969-1974 年期间，抵押贷款型 REITs 迅速发展，数量和规模急剧增长。这些 REITs 为房地产开发、建设企业提供了大量的短期建设贷款，一定程度上推动了美国房地产建设的热潮。在此期间，REITs 资产规模从 10 亿美元上升至 210 亿美元。

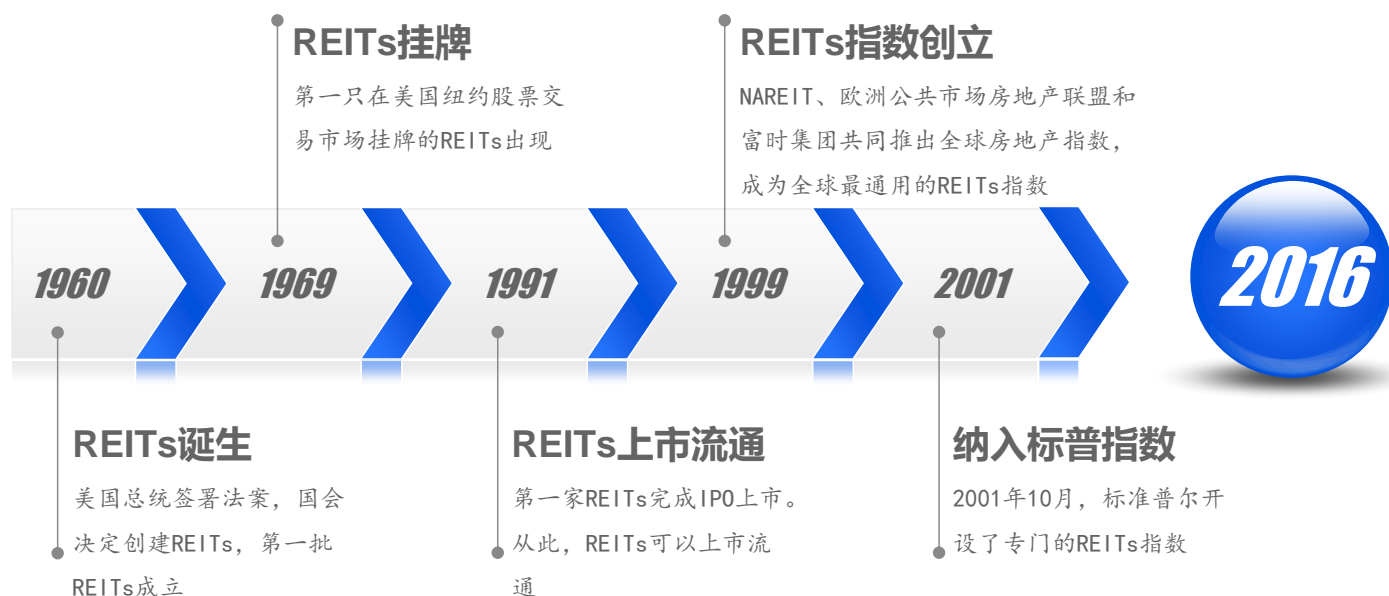
**缓慢发展期。**1974-1975 年美国出现衰退，利率高企，房地产市场供给过剩，大量抵押贷款违约，房地产商破产。这导致抵押贷款型 REITs 不良率和负债成本上升，



开始陷入困境。负债率较高的抵押贷款型 REITs 开始通过重整贷款、出售资产等方式来进行自救。此时部分抵押贷款型 REITs 通过受让抵押物的方式变为了权益型 REITs。受此影响，随后的较长一段时间 REITs 的发展非常缓慢。

快速发展期。1991 年 11 月，Kimco 地产公司完成了其筹备多年的 IPO 上市。从此，REITs 可以上市流通，标志着现代 REITs 时代的到来，也激发了整个行业的复苏，REITs 行业步入快速发展期。到 1993 年 12 月，REITs 公司大规模 IPO 时代到来。1999 年 1 月，NAREIT 推出实时 REITs 指数并且推出第一个分类 REITs 指数系统。同年 10 月，由于投资者对于公开上市的 REITs 兴趣越来越大，欧洲公共市场房地产联盟成立。12 月，NAREIT、欧洲公共市场房地产联盟（EPRA）和富时集团（FTSE）共同推出全球房地产指数（FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series），成为全球最通用的 REITs 指数。2001 年 10 月，标准普尔开设了专门的 REITs 指数，REITs 的成交量开始大幅增加。2004 年 12 月，NAREIT 的综合房地产基金指数在回报率上超过了标准普尔 500 指数、拉塞尔 2000 指数、NASDAQ 综合指数和道琼斯工业指数。2005 年 6 月，亚洲公共房地产市场联盟（APREA）成立。与 NAREIT 和欧洲公共房地产市场联盟一样，APREA 在国际市场上，提升了投资者对于亚太地区房地产公司的认知度，亚太地区目前的房地产增长速度是最快的。

图 5 REITs 的诞生与发展



资料来源：华西证券研究所

图6 已经引入及考虑引入REITs的国家和地区



资料来源：NAREIT，华西证券研究所

## 2.2. 国内 REITs 的发展历程

我国从 2002 年开始开展信托业务，并开始对 REITs 进行研究。十余年间，我国政府层面和业界层面关于 REITs 的讨论层出不穷，也出现了赴海外发行的标准 REITs 产品及国内市场发行的类 REITs 产品，但总体来说发展较为缓慢。

探索期：这一时期内，我国出台了信托的相关法律，并在官方层面对 REITs 的发行进行了研究探索，同时也出现了一些类 REITs 产品，但由于监管层面对房地产信贷的不断收紧，REITs 发展相对缓慢：2001-2002 年，我国开始开展信托业务，《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》等一系列法律法规颁布，我国房地产信托业务开始发展。2002 年 7 月，上海国际信托投资公司发行了国内第一支具有抵押贷款类 REITs 色彩的信托产品——新上海国际大厦项目资金信托计划。该信托产品投资于对新上海国际大厦项目的贷款，以新上海国际大厦部分房产进行抵押担保，为期三年，利率为人民银行规定的三年期固定资产贷款利率。2003 年，深交所开始研究 REITs 发行的可行性。2005 年 1 月，联华国际信托（现为兴业国际信托）发行了国内第一单准 pre-REITs 产品——联信宝利中国优质房地产投资信托计划。与传统房地产信托不同，该产品先募集资金再进行房地产项目投资，且投资形式多样，包括贷款、股权投资、成熟物业产权购买等。2005 年末，我国第一支标准 REITs 产品越秀 REITs 赴香港发行。但在政策方面，监管机构持续收紧房地产信贷，出台了《关于加强房地产信贷管理的通知》、《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法（征求意见稿）》和《关于进一步加强房地产信贷管理的通知》等文件。房地产信贷政策的收紧客观上对具有融资属性的 REITs 的发展有一定的阻碍。而境外发行方面，2006 年外管局、发改委等部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，严格限制境外公司收购内地物业，使得通过将商用物业转移到境外以降低税费的“越秀模式”被堵死，国内 REITs 发展陷入停滞。

复苏期：2007 年开始，各部门大力推动 REITs 试点，各项政策开始密集发布：2007 年 4 月，证监会成立了“房地产投资基金专题研究领导小组”。2007 年 6 月，人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 3 月，银监会发布《信托公司管理办法》的修订版，鼓励 REITs 的发展。2008 年 4 月，人行发布了《2007 年中国金融市场发展报告》，明确提出加快金融创新，择机推出 REITs 产品。2008 年 12 月，国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》提到支持房地产开发商的合理融资需求，支持 REITs 试点。2009 年 1 月，央行初步拟定了“REITs 试点管理办法”。2009 年 7 月，上海浦东新区试图发起 REITs 项目，但最终未能成功。2009 年 8 月，央行和银监会发布《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，央行发布了《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，住建部、央行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。

加速发展期：随着相关法规的逐渐完善和鼓励政策的推动，2011 年起，国内 REITs 发展速度逐渐加快：2011 年，汇贤产业信托在香港上市，鹏华美国房地产基金成为内地首个上市的投资美国房地产的基金。2013 年，开元酒店地产基金作为内地首个酒店地产基金在香港上市。2014 年 5 月，我国第一个私募类 REITs 产品“中信启航”发行。该产品以位于北京和深圳的两栋中信证券大厦为标的资产，融资 52.1 亿元。2014 年 5 月，证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，特别讨论了建立 REITs 相关的制度及解决方案。2014 年 8 月，类似于抵押贷款型 REITs 的“海印股份信托受益权”项目发行。2014 年 11 月，住建部要求北京、上海、广州、深圳四个一线城市提交自己的 REITs 试点计划。2015 年 1 月，住建部发布通知支持物业租赁市场的发展，推动 REITs 试点项目的发展。2015 年 2 月，我国第二个私募类 REITs 产品“苏宁云创”在深交所挂牌。2015 年 6 月，以众筹为形式的“万达稳赚”类 REITs 产品在万达旗下快钱金融平台发行。2015 年 6 月，鹏华前海万科 REITs 封闭式基金发行，并于 9 月 30 日登陆深交所开始交易，开启了中国公募 REITs 的破冰之旅。2019 年 1 月 1 日，上交所在新年致辞中提到，进一步深化债券产品创新，推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs。2020 年 4 月 30 日，证监会与国家发展改革委联合发布了《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》，标志着境内公募 REITs 试点从基础设施建设领域正式起步。

图7 我国REITs发展主要历程



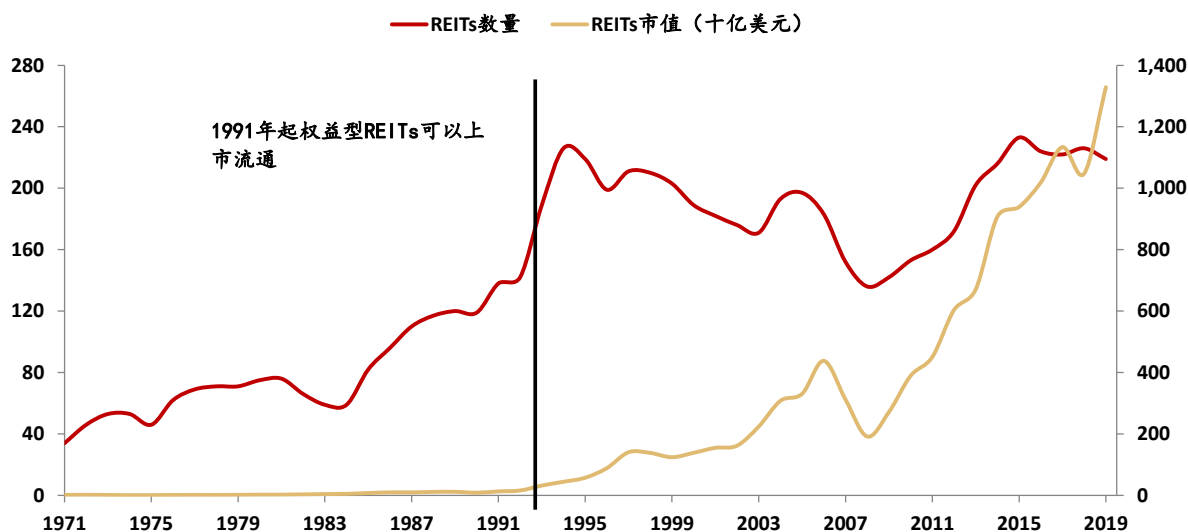
资料来源：华西证券研究所

### 3.美国 REITs 市场简析

#### 3.1. 美国 REITs 概况

美国 REITs 市场是目前全球第一大 REITs 市场。REITs 起源于美国，经过半个多世纪的发展，美国 REITs 市场已日臻成熟，成为全球第一大 REITs 市场，也是最具代表性和研究价值的 REITs 市场。由于具有收益率高、稳定性好、流动性强等诸多优势，REITs 吸引了越来越多的投资者，其规模也发展迅速。截至 2019 年年末，美国总共拥有 219 只上市 REITs，其组织形式以公司制为主，总市值达到 1.3 万亿美元。

图8 美国上市REITs的数量和总市值



资料来源：NAREIT，华西证券研究所

### 3.2. 美国 REITs 监管

美国的 REITs 从设立到运营均有严格的监管条款。美国 REITs 的快速发展，也得益于其完善的法律法规和监管制度。为了保证市场的规范性，保护投资者特别是中小投资者的利益，同时杜绝企业利用 REITs 进行避税，美国政府对 REITs 从设立到运营设定了非常严格的监管条款，确保 REITs 不被少数人操纵，而是面向广大中小投资者。

在设立时，REITs 需要满足的主要条件包括：

- 需要由董事会或者信托公司管理（即分别对应公司制和信托制，在美国绝大多数 REITs 为公司制），且其份额必须可以转让。
- 从其成立后的第二个纳税年起，必须拥有至少 100 名股东；在每个税收年度的后半年，前 5 名大股东合计持有股份不超过总股份的 50%。为了满足此项条款，大多数 REITs 在其章程中都对持股比例做了限制，比如，除非得到董事会的豁免，否则单个股东持股比例不得超过 9.8%。
- 在运营期间，REITs 需满足如下主要条款：
  - 每季度末，投资于房地产领域的资产不得少于总资产的 75%；
  - 来自于房地产领域的收入不少于每年总收入的 75%；
  - 每年发放给投资者的分红不得少于其应税收入的 90%；
  - 不得直接或间接持有其他公司（其它 REITs 公司或其子公司除外）超过 10% 的股份；
  - 若某家公司（其它 REITs 公司或其子公司除外）股票市值中的 REITs 资产占比超过 5%，则不得持有该公司的股票；
  - 一家 REITs 的所有子公司的股票总市值不得超过该公司总资产的 25%。



### 3.3. 美国 REITs 投资物业标的

美国 REITs 的投资物业标的也呈现非常多元化的趋势。2008 年《REIT Investment and Diversification Act》的颁布，以法律形式使 REITs 多元物业投资合法化，REITs 除了传统的商业零售、工业场地、办公楼以及公寓住宅等领域外，开始更多地向基础设施、林场、仓储、医疗保健等非传统领域投资，这在一定程度上使得 REITs 的风险得到进一步分散。截至 2019 年末，美国 REITs 在非传统领域的投资市值已接近总市值的一半。预计在今后，更多的投资领域将逐步被认定为 REITs 可投资范围，非传统领域的投资占比将持续扩大。

### 3.4. 美国 REITs 税收政策

税收政策方面，由于 REITs 的最核心特点即为其享有的税收优惠政策，因此，在美国 REITs 具体的税收待遇在相关税法中有着十分详细甚至于繁琐的规定，总的来说可以分为两个方面：REITs 自身的税收政策和 REITs 股东的税收政策。

1. REITs 自身的税收政策：REITs 自身税收待遇的最重要的特征是它享有作为“收入传递证券”（Pass Through Securities）的税收待遇，依信托税制的“导管原理”，它被视为收入传递的工具而免征所得税。但它仍然被列为下列五种联邦税的潜在征收对象：（1）对于没有分配的应税收入（包括资本利得），REITs 仍然要缴纳正常的公司所得税。（2）如果在每个税收年度末，REITs 没有完全分配其所有的应税收入（包括资本利得），那么 REITs 还要缴纳 4% 的营业税（Excise tax）；根据美国税法规定，在一月份支付红利可视为是上一年度末的支付，这一税项的设计目的正是为了抵消 REITs 利用该项条款而获取的利益。（3）如果 REITs 没能满足美国证监会的资格认定条款，则将承担 100% 的惩罚性税收。（4）对于 REITs 处置丧失赎回权的抵押财产而取得收入，如果该项财产被视为 REITs 的资产存量，则将征收正常的公司所得税。（5）REITs 从被禁止交易中取得的任何收入都将被征收 100% 的惩罚性税收。所谓被禁止交易是指 REITs 对其存量资产（除丧失赎回权的抵押财产之外）的处置。这一税项目的在于防止 REITs 扮演房地产、抵押贷款或任何其他资产的交易商的角色。
2. REITs 股东的税收政策：REITs 将其收入和利润分配给它的股东，这种分配的收益通常被分为普通收入（ordinary income）、长期资本利得（long-term capital gains）和资本收益（return of capital）三部分，每部分可能会面对不同的税率。包括 REITs 在内的所有上市公司在每年年初必须为股东提供上一年度的收益是如何划分并纳税的信息。REITs 持有人通常在支付分红的税收年度纳税。在任一年度，REITs 可指定其分红中的一个比例作为资本利得红利，但该比例不得超过当年度 REITs 的净资本利得。对股东而言，这部分指定的资本利得红利可作为长期资本利得来征税（比普通收入的税率要低）。REITs 同时也可以选择保留其长期净资本利得并支付收入税。在这种情形下，REITs 股东按其持股比例将 REITs 的未分配的长期资本利得以长期资本利得的名义计入各自的收入中。该项收入在法律上被视为已经由 REITs 代为纳税并由股东重新投资给 REITs；分红超过 REITs 的收益与利润的部分只要是没有超过 REITs 股票的已调整基准均无需课税。而任何超过该基准的分红则视为股东出售股票所获资本利得，并依此课税。REITs 的损失（不管是由于经营还是折旧所致）不能传递给股东（即不能抵减股东个人所得税）。



表 4 美国 REITs 股东的税收政策

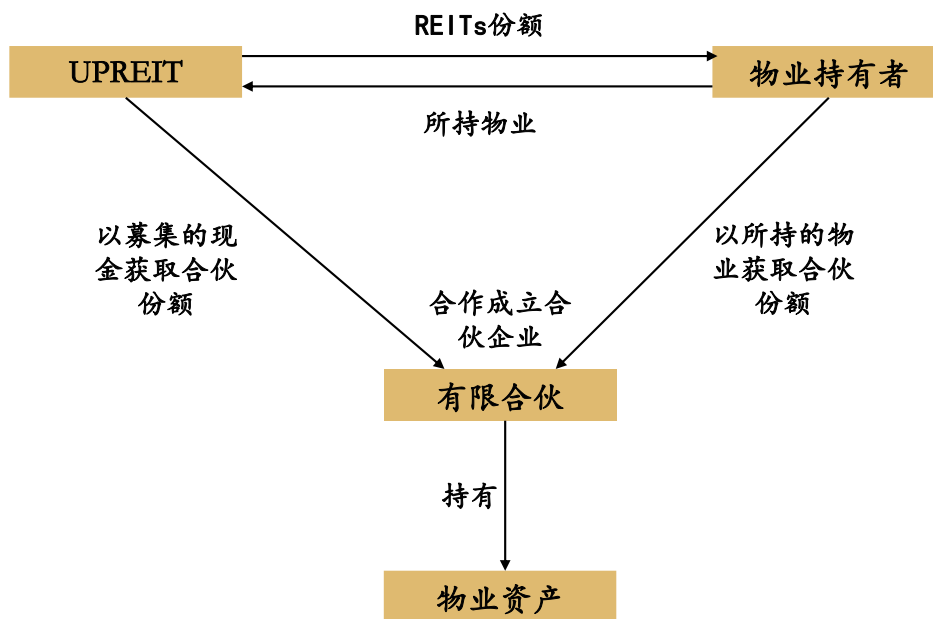
情形	税率
REITs 分配收益中被认定为普通收入部分	39.6% (最大基础税率) + 3.8% (投资收入附加税) = 43.4% (总税率)
REITs 分配收益中自身资本利得和资本收益部分	20.0% (最大基础税率) + 3.8% (投资收入附加税) = 23.8% (总税率)
REITs 分配收益中从应纳税子公司或其他公司收到的股息部分	20.0% (最大基础税率) + 3.8% (投资收入附加税) = 23.8% (总税率)
当股东允许时, REITs 将收益留存作为再投资, 并支付公司税部分	20.0% (最大基础税率) + 3.8% (投资收入附加税) = 23.8% (总税率)
将持有 REITs 股票卖出时的资本利得部分	20.0% (最大基础税率) + 3.8% (投资收入附加税) = 23.8% (总税率)

资料来源: NAREIT, 华西证券研究所

为了递延物业资产转让时溢价部分须缴纳的资产收益税, 美国市场上出现了两种较为常见的 REITs 组织形式: UPREIT 和 DOWNREIT。

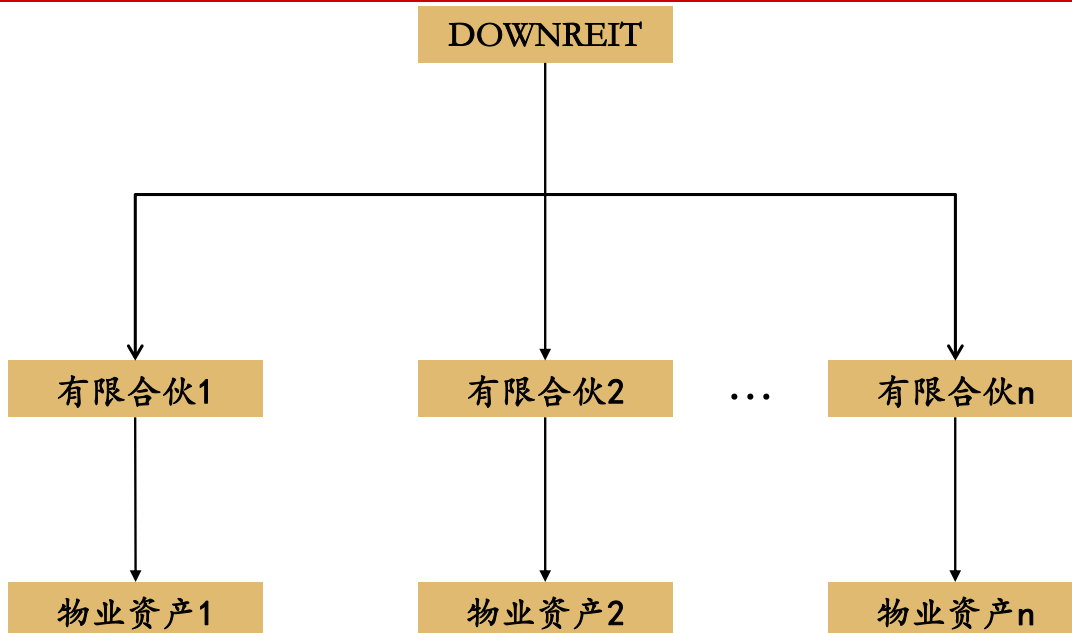
1. **UPREIT**: UPREIT 是这样一种组织形式: 物业持有公司与 UPREIT 组建合伙企业, 并以所持物业作价获取合伙企业的合伙份额, 成为合伙企业的有限合伙人, 而 UPREIT 以其公开募股获得的资金对合伙企业出资, 成为合伙企业的普通合伙人。在锁定期过后 (一般为一年时间), 有限合伙人 (即物业持有公司) 即可将合伙份额转换为现金或者 REITs 份额, 间接实现了卖出物业的目的, 且由于此过程不涉及资产转让, 所以可以规避巨额资产转让所得税。这种组织形式的出现使得 REITs 在收购物业时更具有议价能力。
2. **DOWNREIT**: 在成熟的 REITs 市场中, 不断收购新的资产或处置已有资产是 REITs 运营中的常态。在 UPREIT 结构中, REITs 旗下的资产均由同一个有限合伙企业持有。在收购新的资产时, 管理人则需要重新调整有限合伙企业和 REITs 的资产负债水平, 确定有限合伙企业的合伙份额与 REITs 股票之间的比价关系, 这无疑增加了交易的难度。DOWNREIT 结构则解决了这一问题。在 DOWNREIT 结构中, REITs 为不同的资产项目分别设立不同的有限合伙企业, 各有限合伙企业的经营、份额划分等方面都相互独立, 互不影响。

图9 UPREIT的运行模式



资料来源：NAREIT，华西证券研究所

图10 DOWNREIT的运行模式



资料来源：NAREIT，华西证券研究所

## 4. 公募 REITs 离房地产还有多远？

上文简要介绍了 REITs 以及国内外 REITs 的发展和现状，然而值得注意的是，此次证监会与发改委联合发布的《通知》，明确本次公募 REITs 试点限于符合要求的基础设施建设领域，而暂不涉及房地产。那么，真正的公募 REITs 离房地产还有多远？

REITs 本身起源时其基础物业即为房地产，供给端来看，我国一二线城市已有诸多现金流良好的商业物业供给，从之前推出的以商业物业为基础资产的类 REITs，如鹏华前海万科 REITs，也取得了较为稳定和好的收益；需求端来看，房地产也一直是我国居民资产配置的主流方向，对于中小投资者，如果直接投资房地产，他将面临诸多的不利因素，例如资金规模小、缺乏相关的专业知识、以及没有足够的时间与精力进行管理等等。而通过建立 REITs，由专业运营团队负责投资，这样不仅降低了投资门槛，使得个人投资者和小型机构也可以参与房地产投资享受经济发展红利，同时也使投资者可以将资金分散投资于多个物业项目，起到了对冲风险的作用。

但是，也应当看到，目前公募 REITs 若想推进到房地产领域，也面临着诸多阻碍。

首先是如何与房地产调控的长效机制相结合，REITs 运作模式实际上为地产企业提供了一种新的融资机制：地产企业首先以自有资金和信贷融资获得的资金进行商业地产的开发以及前期培育，等商业地产培育成熟获得稳定的租金收入后将成熟的存量资产打包设立或注入 REITs 并通过发行份额回笼资金，本质上是一种类住宅开发模式，提高了资金周转率，缩短了投资回报周期，但也有可能使得房地产企业加快拿地，使得土地市场升温，也与目前大的调控基调不符。

其次，房地产领域项目涉及税收较多，推进上存在一定程度障碍。税收优惠是 REITs 产品的核心，推行 REITs 的国家均给予了 REITs 一定的税收优惠政策。而在我国当前税收体制下，在商业物业 REITs 的设立、运营和终止中，可能涉及到多种税收。在 REITs 设立阶段，物业所有者将物业转让给 REITs，可能涉及到土地增值税、转让收入所得税、营业税、契税、印花税、城市建设税等各类税收。在 REITs 运营阶段，REITs 可能面临双重征税，也即在 REITs 层面征收企业所得税，在投资者层面再征收所得税，在 REITs 的中止阶段，商业物业的处置也可能涉及到 REITs 设立阶段的种种税收。而截至目前，我国还没有针对 REITs 的优惠税收政策出台，种类繁多的税收将严重影响 REITs 产品的收益率，降低其对投资者的吸引力，削弱 REITs 的竞争力。

综上所述，我们认为，如果公募 REITs 在基建领域试点较为顺利的话，则未来是有可能放开到房地产相关领域的，不过在“房住不炒”的大背景下，公募 REITs 将大概率在房地产行业方面从长租公寓领域开始突破，而后续延展到一线城市优质商业物业则可能尚需一定时日。

## 5. 投资建议

此次证监会与发改委联合发文推进公募 REITs 试点，未来有望拓展至商业物业领域，可有效提高商业物业持有房企的资金周转效率，建议关注持有商业物业较多的龙头房企万科 A、招商蛇口、新城控股、大悦城等。相关受益标的有光大嘉宝、世联行、金融街、陆家嘴、中国国贸、龙湖集团等。

## 6. 风险提示

**REITs 试点推进不及预期：**REITs 发展受政策影响较大，存在推进较慢的风险。

**房地产调控政策收紧：**房地产行业长期受政策调控影响，政策收紧将对 REITs 产生负面效应。

## 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。