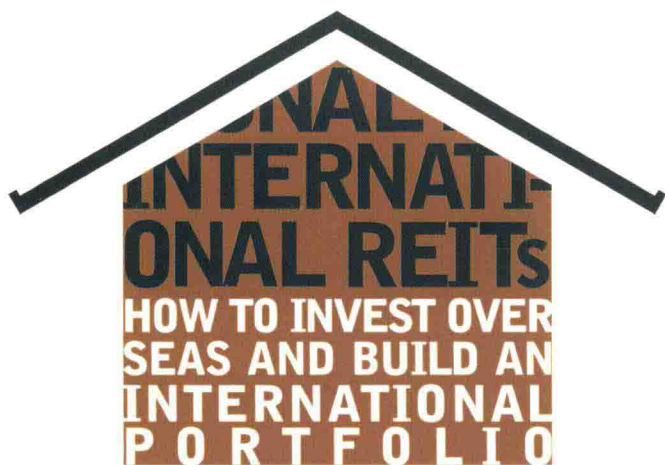




如何投资房地产投资信托基金，
拥有全球知名房地产物权，参与资本市场

全球REITs 投资手册

梁凯文 Kaiwen Leong 陈玟佑 Wenyu Tan 梁俐菁 Elaine Leong 著

林华 等 译



全球REITs 投资手册

梁凯文 陈玟佑 梁俐菁◎著
Kaiwen Leong Wenyu Tan Elaine Leong

林华 等◎译

如何投资房地产投资信托基金，
拥有全球知名房地产权，参与资本市场

图书在版编目 (CIP) 数据

全球 REITs 投资手册 / (新加坡) 梁凯文, (新加坡)

陈玟佑, (新加坡) 梁俐菁著; 林华等译. —北京: 中信出版社, 2016. 3

书名原文: International REITs: How to Invest

Overseas and Build an International Portfolio

ISBN 978-7-5086-5927-5

I. ①全… II. ①梁… ②陈… ③梁… ④林… III.

①房地产投资-信托基金-手册 IV. ①F293.33-62

②F830.59-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 037034 号

International REITs: How to Invest Overseas and Build an International Portfolio by Kaiwen Leong, Wenyou Tan and Elaine Leong

Copyright © 2014 Marshall Cavendish International (Asia) Private Limited

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, or stored in any retrieval system of any nature without the prior written permission of Marshall Cavendish International (Asia) Private Limited

Simplified Chinese translation copyright © 2016 by CITIC Press Corporation

ALL RIGHTS RESERVED

本书仅限中国大陆地区发行销售

全球 REITs 投资手册

著 者: (新加坡) 梁凯文 (新加坡) 陈玟佑 (新加坡) 梁俐菁

译 者: 林华 等

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 中国电影出版社印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

版 次: 2016 年 3 月第 1 版

京权图字: 01-2016-1335

书 号: ISBN 978-7-5086-5927-5/F · 3602

定 价: 49.00 元

印 张: 15.25 字 数: 220 千字

印 次: 2016 年 3 月第 1 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

全球 REITs 投资手册

主 译 林 华

统 稿 彭 超

译 者 罗桂连 霍伟东 卢 荣

徐 盛 魏 玮

中国人民银行原副行长 马德伦

中国资产证券化研究院林华院长，组织专业团队翻译出版《全球 REITs 投资手册》，向国内读者介绍国际 REITs 的基本概念、投资特点和市场发展情况。该译著的出版对培育国内 REITs 投资人、发掘 REITs 的投资价值具有重要意义，基于对林华院长团队辛勤工作的赞赏，也基于对 REITs 在中国金融市场发展前景的期许，欣然作序推荐。

REITs 是一种国际上通行的房地产投资工具，通过证券化的方式为中小投资人提供了投资于房地产资产并获取稳定收益的投资机会。从 20 世纪 60 年代美国最早推出，发展至今已经 50 余年。从各国发展经验中有两点值得我们特别借鉴和思考：

从过去几十年的投资表现看，REITs 作为一种收益性证券，长期投资收益较高，风险收益平稳，较适合中小投资人的参与。在长期收益方面，美国 REITs 指数 30 年复合收益率表现超过了纳斯达克、标准普尔等大多数资

本市场指数。而在波动性方面，由于受高分红的要求和买卖资产的限制，REITs 呈现出收益型证券的特征，波动相对平缓，投资者收益平稳。

税收政策对促进 REITs 市场的发展有重要意义。以美国市场为例，REITs 的诞生即肇始于 1960 年美国国内税收法规。REITs 从 20 世纪 90 年代开始的大发展亦是得益于 UPREITs 的出现降低了资产所有者投入 REITs 的税收成本，促使大型房地产业主纷纷转型发展 REITs。

REITs 在国内的推动历时已久，无论政策制定者还是地产、金融相关从业者，都看到了 REITs 对于国内金融市场、房地产市场的深远意义。整体看，国内 REITs 主要推动分为两个阶段。

第一个阶段以中国人民银行牵头的政府部门推动为主，从 2007 年到 2010 年，重点是制定法规和配套政策的落实。2007 年，人民银行、证监会与银监会的 REITs 专题研究小组分别成立，各监管部门开始启动中国 REITs 市场建设的推进工作。2009 年 3 月，人民银行会同各相关部委向国务院上报《关于开展房地产投资信托基金试点工作的请示》，中国 REITs 产品的推出和市场建设进入实质推进阶段。同年 4 月，“房地产投资信托基金试点工作小组”正式成立。2010 年 3 月，中国人民银行审议通过银行间 REITs 试点管理办法，随后，选定北京、天津、上海三座城市开展试点。

第二个阶段以市场金融机构推动为主，从 2012 年至今，重点是在即有法律框架下创造性地实践 REITs 产品。2012 年，中信证券将天津廉租房 REITs 项目通过资产支持票据的形态在银行间市场发行，标志着房地产调控后 REITs 试点推动的第一次尝试。2014 年 5 月，内地首单准 REITs 产品“中信启航专项资产管理计划”成功发行，并在深交所综合协议平台挂牌转让，标志着 REITs 产品在即有法律框架下完成了创新实践。此后，鹏华基金发行鹏华前海万科 REITs，为公募发行类 REITs 产品探索出一条可行路径。

除此之外，2005 年越秀 REIT 的发行，2010 年以后汇贤 REIT、开元 REIT、春泉 REIT、北京华联商业 REIT 等在中国香港、新加坡市场发行的以内地资产为基础资产的 REITs 也为国内 REITs 的落地提供了很好的实践样本。

当前，在房地产“去库存”成为主基调的市场环境下，政府和市场有望合力将 REITs 的探索更进一步。2013 年 7 月，国务院提出“用好增量、盘活存量”的总体信贷政策指导思路，提出资产证券化业务是盘活存量的重要工具。2014 年 9 月，中国人民银行《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出积极稳妥开展房地产信托基金试点工作。

如何进一步推动 REITs 的健康发展，是政府部门、业者和投资人正在冷静思考的问题。从当前看，要解决的是 REITs 发展的制约因素：

第一，REITs 诞生的基础资产市场是逐步成熟的。我国房地产市场发展的初期阶段以住宅商品房为主，商业、办公、酒店等经营性物业规模有限，且由于供给缺乏，这类物业一直处于快速升值阶段，从物业持有方角度进行证券化的动力不足。伴随着快速的城市化进程，直至近几年才形成规模可观、具有广泛投资价值的存量持有型物业市场。

第二，REITs 发展尚缺乏完善的配套法律支持。REITs 运作方式与证券投资基金有很大差异，在适用《证券投资基金法》上还有诸多障碍需要突破。从 REITs 在其他国家发展的经验看，REITs 市场都是在制定了完备的专项法律的前提下发展起来的。

第三个重要方面，是房地产相关的税收政策不利于房地产的证券化过程，制约 REITs 市场的大规模发展。我国房地产税收涉及交易环节和持有环节两类税收。交易环节的税收过重导致证券化的不经济，尤其土地增值税这一特殊税种，由于其设置出发点就是为防止土地倒卖获取暴利，适用的是超额累进税率，因此导致持有时间越长、增值比例越大、证券化空间越大的资产发行 REITs 的成本反而越高。持有环节的房产税、营业税等多重税收累加导致实际税率过高，直接拉低了物业估值，进一步压缩了证券化的空间。

此外，需求端的投资人因素往往是被忽略的另一个重要因素。

随着经济发展国民财富迅速积累，居民的投资需求快速增长，但在当前的金融市场结构下，居民财富理念缺乏对产品的真正风险和投资价值的判断。

同样，机构投资人也形成了高固定收益、短投资期限的投资偏好。真正具有投资价值的权益类产品往往被市场忽视。

无论政策制定者、从业人员还是未来的投资人，都应在热衷 REITs 概念之时沉下心来去发掘 REITs 的投资价值。从投资价值出发推动 REITs 发展，为广大投资人提供一种稳定收益的大类证券品种，不失为当前金融市场、房地产市场中一项重要的供给侧改革尝试。

马德伦

中国基金业协会党委书记、会长 洪磊

REITs (Real Estate Investment Trusts) 是资本市场与房地产市场有效融合的产物，它是通过发行收益凭证汇集众多投资者的资金，由专门机构经营管理，投资于能产生稳定现金流的不动产，在有效降低风险的同时将出租不动产所产生的收入以派息的方式分配给投资人，为投资人提供长期稳定的投资收益。

REITs 通过吸引大众资金流入房地产行业，改变产业主要依靠银行贷款和债市融资的现状，有利于去库存、去杠杆、降成本，有助于化解房地产金融风险，推动房地产供给侧结构性改革。将 REITs 引入医疗、公租房等公共领域，为政府降杠杆提供新路径，政府将更多资源投入养老等公共事业，承担更多公共职能，推动社会整体的“轻资产化”，促进经济、社会的和谐发展。从财富管理体系看，基础资产、投资组合工具、大类资产配置呈金字塔架构。REITs 作为一种长期、低波动性的投资工具，丰富了财富管理体系的投资标的，为养老金等机构

投资者、公募基金、个人投资者提供了新的可能。由于房地产与股票、债券关联度较低，REITs 作为基础资产，对于跨周期资产配置、分散风险也具有重要意义。

美国是全球最早发展 REITs 的国家。1960 年，美国《国内税收法案》与《房地产投资信托法案》明确了 REITs 的法律架构与税收优惠，REITs 在税法的改革下逐步发展。目前，已经有超过 30 多个国家引入 REITs 制度并形成交易市场，市场总规模达到 1 万亿以上。亚太市场的 REITs 发展较晚，但近十几年来发展迅速，日本、新加坡等国家的 REITs 市场规模更是跻身全球前列。在房地产金融最发达的美国，REITs 板块的总市值一度超过房地产企业股票的总市值。

我国 REITs 的发展相对迟缓，2008 年 12 月 3 日，国务院办公厅发布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》中明确提出“开展房地产投资信托基金试点，拓宽房地产企业融资渠道”，这是我国首次明确提出可以开展房地产投资信托基金这种新的金融形式。实践中，国内金融机构对于 REITs 也在不断探索。2014 年 5 月，中信证券发行中信启航专项计划，以资产支持证券为载体的私募类 REITs 产品开始出现；2015 年 6 月，鹏华基金发行鹏华前海万科 REIT，成为我国首只公募发行的类 REITs 产品；另外，还有大量以持有型物业为投资标的的地产私募基金成功发行备案，具备类 REITs 的属性。2016 年年初，证监会全国证券期货监管工作会议报告中明确提出“研究推出房地产投资信托基金”，可以预见，我国 REITs 即将迎来蓬勃发展的春天，但在现有制度框架下，REITs 的推广还面临着一些法律、税收等方面的问题和障碍。

一是需明确法律框架。从美国看，REITs 的形式可以是公司、信托或组织，并以公司型为主。在我国，采取何种法律框架设立 REITs 仍值得探讨。成立公司型或契约型（如资产支持专项计划、公募基金等）REITs，在证券法或基金法框架下设立 REITs，各有利弊。如以公募基金作为载体，则应明确“证券”定义及基金投资范围，对分散投资、运作方式的要求也要从法规层面

进行调整，如以证券公司及基金管理公司子公司资产支持专项计划为载体，目前只能以私募方式募集资金，且不能面向大众公开交易，这些都是需要进一步探讨的问题。

二是需进一步优化税收环境。在美国，REITs 是典型的税收优惠驱动型产品，对于 REITs 的税收优惠有明确规定。在我国，房地产业税负较高，仅在经营一环，税收约占租金收入的 30%，同时，若以公募基金形式设立 REITs，由于投资范围的扩大，其税收问题也需明确。税收与 REITs 的投资收益、产品吸引力息息相关，创造良好的税收环境，是 REITs 发展的有力基础。

他山之石，可以攻玉。在我国 REITs 即将进入全新发展阶段之时，中国资产证券化研究院林华院长组织翻译本书，阐释了 REITs 的基本理念，并对中国香港、美国、马来西亚等国家和地区 REITs 的基本制度及实践案例进行了详细介绍，有助于国内的投资人及时了解 REITs 的投资属性和全球发展情况，对于我国 REITs 的制度设计与实践发展具有重要的参考价值和借鉴意义。

是以为序。



正确学习 REITs

我们知道你为什么读这本书，你挑中此书并为之埋单不是出于慈善，也不是因为一时糊涂，而是为了有机会赚更多的钱。

你也许在尝试寻找让你的银行账户中多出几百块钱的办法，也许正绝望地尝试从每天的午饭钱中省下几美元。请记住，如果你一直用这种方式思考的话，是不会变得富有的。要赚更多的钱，需要开阔思路，不单是要省钱，还要考虑投资。

因此，让我们抛开现金来聊聊持有物业——这里的资产不是指市郊的小公寓，而是五星级酒店、高档购物中心，还有优质办公楼——这才是真正能够赚钱的地方。

你可能马上就准备合上书走开了。如果你还没有属于自己的蜗居，你怎么可能拥有坐落于中央商业区的摩天大楼的一部分？又怎么能从经常去但又不买东西的高档购物中心获得利润？我们就是要告诉你这是可能的，你可以参与到这些优质资产的成长中。如果你现在走开

了，你不仅未能摆脱贫困，还失去了开始投资的机会。如果你准备好了开始学习赚钱，那么 REITs 是很好的选择。

REITs 是房地产投资信托基金的简称，是 Real Estate Investment Trusts 每个单词的首字母组成的缩写。这里的 REITs 是泛指，而不是指某一个 REIT。那么 REITs 到底是什么，它是如何让你受益的呢？

比方说你认识一个 REIT 的管理人，让我们称他为罗伯特（Robert）经理。他来找你，说：“你好！我管理着大概五个零售商场、两座办公楼和三家酒店。你有兴趣投资吗？”

五个商场、两座办公楼和三家酒店！你快要惊讶得晕过去了。这就像用镶钻的盘子盛满金条放在你的面前。但是你投资得起吗？你的银行账户达到标准了吗？最终，你鼓起勇气问道：“呃，也许吧。投资的最低额度是多少？”

你想知道这个数字是多么夸张，估计是你掏不出来的六位数字？

“这取决于你。”罗伯特说，他耸耸肩，“最少可以几百或几千美元，也可以投资几百万美元。”

只需要几千美元就可以拥有五个商场、两座办公楼和三家酒店的一部分？听起来不可思议。你以为自己在做梦，赶紧把自己拉回现实。这里肯定有陷阱。“那么，”你用最严肃的语气说，“我需要承担很高的税负吗？或是其他什么？”

“当然不。你获得的分红是不需要缴税的。”

“你是说我肯定会获得分红？”

“就像新加坡的 REITs，法律要求我们要将 90%^①的利润分配给份额持有人。”

“那意味着我的资金会被锁定？我不能取回？”

“REITs 是流动性很好的投资工具，”罗伯特说，“如果你想的话，可以随时在二级市场出售它。”

^① 这一比例在不同的国家有差异。

“啊哈！如果市场崩溃了呢？如果发生危机了呢？我也许会失去我所有的钱！”你惊叫道，以为找到了一处陷阱。

“没有一种投资可以 100% 地不受金融危机的影响。如果房地产市场崩盘了，当然，我们支付分红的能力就会减弱。但总的来说，REITs 显示出它们能很好地从危机中生存下来。”

“真的吗？”你怀疑道，“证据是什么？”

“在 2008 年的金融危机中，没有一只新加坡的 REIT 停止分红。我们也采取方法避免租金违约、高空置率和租金提前解约。”

“嗯。”你拼命地想着还有哪些缺陷，但是已经想不出什么来了。

“这怎么可能呢？”你弱弱地问道。

罗伯特笑了，“我得花几个星期向你解释这个问题。但是我们的工作方式是——我们有一组标的资产，也就是物业。”

“那五个零售商场、两座办公楼和三家酒店？”

“对。我们将这些资产出租给租户，你也可以认为我们是房东和资产管理人。我们获得租金收入，然后将 90% 以分红的方式分配给份额持有人。”

“份额持有人就是类似我这样的人？”你问。

“当然。我们通过首次公开发行募集资金。这意味着任何人都可以认购股份。这些募集的资金就被放到 REIT 中。”

“所以我也成为房东了？”

“间接的房东，”罗伯特说，“但确实是房东，你可以这么说。”

五个零售商场、两座办公楼和三家酒店的间接房东？谁不愿意呢？你已经渴望投资，准备掏出支票夹签署支票了。

但仔细想想，你内心知道你对要做的事情其实还一无所知。你不知道 REITs 是如何运作的，不知道有多少种 REITs，甚至不知道如何开始思考投资哪个 REIT 的问题。

深呼吸，冷静下来。如果你不知道怎么开始，那就继续翻到下一页。初级投资者投资于 REITs 想要寻找的全部答案就在这本书中。有了认真学习的

决心，这些 REITs 就将开始为你服务了。

不同于大多数书籍，我们尽量做到简单易读，尽可能地不使用复杂的专业术语。所有必要的行业术语都有简单的定义和详细的说明。不同于其他书籍，这本书不单介绍一个国家的 REITs，而是提供国际背景下关于 REITs 的系统知识，诸如美国、中国、新加坡和马来西亚。读到最后，你会对所有这些都有所了解。

最重要的是，这里包含独有的真实生活中的案例。在投资的世界里，有成功者和失败者。我们不愿仅让你看到闪耀的成功者。这些人也许值得学习，但你还没有达到。整天读李嘉诚和沃伦·巴菲特的故事不会让你一夜之间成为他们。所以把眼光放下来，先学会了解自己，想要成功，你需要知道自己的缺点。从别人的错误中学习是有帮助的，因为你不想在市场上赔钱。看那些把钱投资于错误 REITs 并丢掉积蓄的人，他们哪里做错了？你该如何避免犯下他们犯过的错误？

如果你想正确地学习如何投资 REITs，那就深入学习下去，继续阅读本书。

VII 序一

XI 序二

XV 前言

1 第一章 了解你的投资

11 第二章 REITs 的分类

31 第三章 读透资产负债表

45 第四章 解读利润表的“言外之意”

59 第五章 不可或缺的尽职调查

75 第六章 REITs 估值

93 第七章 构建投资组合

113 第八章 中国香港：亚洲之龙

133 第九章 美国：REITs 的发源地

157	第十章	马来西亚：东南亚之虎
185	第十一章	中国：长城内外的世界
213	结语	REITs 的未来
219	致谢	
221	译者后记	
223	译者简介	