



REITs in China

罗旭 程远 国际坦 著

房地产投资信托 整合中国楼市与股市

政府、投资者和社会如何通过 REITs 获益

 ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

罗旭 程远 田际坦 著

REITs in China

房地产投资信托 整合中国楼市与股市

政府、投资者和社会如何通过 REITs 获益



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

房地产投资信托整合中国楼市与股市：政府、投资者和社会如何通过 REITs 获益/罗旭，程远，田际坦著．

-- 杭州：浙江大学出版社，2011.7

ISBN 978 - 7 - 308 - 08895 - 4

I. ①房… II. ①罗… ②程… ③田… III. ①房地产 - 信托投资 IV. ①F293.35②F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 144141 号

房地产投资信托整合中国楼市与股市：政府

投资者和社会如何通过 REITs 获益

罗 旭 程 远 田际坦 著

责任编辑 赵 琼

装帧设计 王小阳

出版发行 浙江大学出版社

(杭州天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 北京京鲁创业科贸有限公司

印 刷 杭州杭新印务有限公司

开 本 640mm × 960mm 1/16

印 张 14.5

字 数 147 千

版 印 次 2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 308 - 08895 - 4

定 价 39.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571) 88925591

REITs，新的机遇

REITs (Real Estate Investment Trust 的复数缩写)，是一种以发行受益权证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专业投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种公司、信托或商业协会。

近年来，大量资本进入中国房地产市场，在带动市场快速发展和拉高市场价格的同时，也使中国房地产业面临严峻的考验。面对金融危机的扩散效应和政府日益加码的宏观调控措施，伴随过窄的融资渠道、过高的融资成本、过大的融资压力以及张而欲断的资金链，中国房地产企业必须寻求新的途径实现发展，这也是市场经济的必然。对于开发企业而言，和债券融资的间接性不同，REITs 是以股权形式的直接融资形式，不会增加企业的债务负担，也不会丧失对企业和开发项目的控制权和经营权，是一种新的融资途径。另外，REITs 本身分散的投资策略、较低风险的投资原则和高收益分配要求对开发企业盘活自持地产项目方面有着非常积极的意义。

REITs 自 20 世纪 60 年代问世以来，在短短近 50 年的时间里的发展速度大大超出了所有人的想像。目前仅在美

国就有 200 多家房地产投资信托上市公司，从全球范围看，REITs 已经成为各国资本市场上最稳定的金融工具之一。在我国，虽然目前市场上发行有类似 REITs 的投资信托计划和信托基金，但其都只是根据《公司法》、《证券法》和《证券投资基金法》进行的，这与真正的上市 REITs 有着本质的区别。可以说，中国目前尚未建立起正式和完善的 REITs 制度，但国务院已于 2009 年提出了 REITs 的概念，中国人民银行、证监会等机构正在积极研究和探索适合在中国发展的途径和 REITs 模式，并已批准北京、天津和上海等作为试点城市。对于中国信托和基金行业而言，发展 REITs 业务已箭在弦上，届时 REITs 方面的专业知识和专业人才是必不可缺的。

自 2010 年初开始，政府作为国家的管理者出台了一系列的调控措施，以求有效抑制房产投机、降低飙升的房价，其中的一项重要举措就是通过增加保障性住房的建设和供应来消化住房刚性需求。但是，相当一段时期以来地方政府对“土地财政”形成了深度依赖，楼市调控、完善城市住房供地政策，短期内必将影响地方政府财源，也必将与各地在保障性住房建设项目上势必大幅增加的資金需求形成新的矛盾。而矛盾的化解之道，显然不能继续沿用传统的行政包揽的思维模式和应对方法，而需转向市场化，寻求制度创新、金融创新。对于政府（主要是地方政府）而言，REITs 提供了一条有别于传统的途径，使政府能以市场化手段更有效地整合民间资本，不但为保障性住房建设提供急需的资金，同时可将可能冲击市场的游资转化为稳

定市场的中坚力量，一方面实现有效供给，切实改善民生，一方面柔性地吸纳流动性，降低楼市波动的风险。

REITs 一般具有稳定的资本利得、客观的股利分红现金流以及专业的经营管理等优势，同时因为与股市相关度低，使许多投资机构能在股市低迷的情况下，仍能找到资金的避风港，因此成为国际投资的新宠。对于普通投资者而言，REITs 的稳定收益性使得其非常适合作为资产配置组合的选择之一，同时能够作为中小投资者投资大型房地产项目的媒介和途径。

本书系统介绍了 REITs 的起源、发展和现状，详细阐述了 REITs 的价值评估方法、资本利得率和股利所得率的分析模式，同时对各国已上市 REITs 产品进行总结和精华提取，并结合作者丰富的投资经验和深邃的投资理念，为我国相关产业人员全面了解 REITs 提供了宝贵的理论框架和实践例证。

本书的三位作者多年前在英国研修金融学、房地产学和多种经济学科，借由欧美同学会成为好友。有幸在回国之后一同从事房地产金融行业的相关工作，参与了大量实践项目，积累了许多宝贵经验。与此同时三位作者又一直在对房地产金融学的前沿理论进行研究，使得他们对于房地产投资信托有全面深刻的认识。在中国房地产业面临深度调整和重大挑战的时候，三位作者决定将他们相关的研究成果进行整理出版，希望能为行业提供科学的理论框架和方法论述。

本书不仅对我国的房地产企业从业人员、房地产投资

信托发起人、主流金融机构和广大投资者了解 REITs 具有极大的参考价值，同时对于想了解并参与房地产投资信托工作的人员来说，本书更是一本极佳的指导性书籍。

广东华侨信托投资公司董事长 朱勇

目 录

绪 言	1
REITs 概述	5
什么是 REITs	7
REITs 的历史	12
REITs 的分类	15
REITs 的要求	30
REITs 与其他投资品的区别	35
REITs 的报酬率与收益率	48
REITs 的基本要素	53
REITs 的风险	58
REITs 的中国需求	61
REITs 的投资方向	65
REITs 的投资组合	67

REITs 使资产配置最优化	68
酒店 REITs	70
办公楼 REITs	76
零售业地产 REITs	84
住宅 REITs	96
工业 REITs	101
医疗业 REITs	104
移动房屋社区 REITs	112
REITs 的收益	119
REITs 的绩效与风险评估	121
营收增长率	124
内部的营收增长	124
外部的营收增长	126
如何选购优质的 REITs	128
通货膨胀	133
投资决策	135
周期性循环	136
详解房地产	139
房地产投资信托的估值	147
房地产评估	160
个人投资者	161
房地产共同基金	165
交易所买卖基金	166

完全所有权	167
REITs 的发展趋势	176
REITs 的应用	183
REITs 在美国的成长	185
REITs 在欧洲的转变	196
REITs 在澳大利亚的发展	202
REITs 在美洲其他国家	203
REITs 在亚太地区的发展特点	205
REITs 在日本的发展	208
REITs 在新加坡的发展	210
REITs 在韩国的发展	211
REITs 在中国香港的发展	211
REITs 在中国的未来	213
参考文献	223

绪 言

长江实业（集团）有限公司（00001 HK，简称长江实业）将分拆旗下内地部分资产，以人民币计价的房地产投资信托（REITs）方式在香港上市，有可能成为香港首只人民币股票，上市的资产将包括北京大型综合项目东方广场。作为首个人民币股票产品，因此会以 REITs 的方式，控制风险，提供相对稳定回报给投资人。

此前，长江实业在 2003 年 8 月把旗下持有香港商场的置富产业信托于新加坡上市，长江实业持有 31.9% 股权。此后 2005 年 11 月 30 日，长江实业又分拆旗下持有 7 项非核心区工商厦物业的泓富产业（00808 HK）上市。因为房地产企业发行 REITs 一般倾向于选择升值潜力及回报有限的物业，在租金回报稳定、估值高峰时套现，并以此资金投资其他更有价值的项目。

随着资产配置的国际化，以及商品证券化的升温，近年来在国际市场大放异彩的 REITs 正成为热门的投资产品。参考已有的数据，投资 REITs 不但有稳定的股利，较高的成长性，还有专业的管理团队等优势，又因为与债券、股票市场联动性相对较低，易于分散投资组合的风险，让许多投资者都喜欢将此产品纳入资产配置的组合中，以降低资产组合的风险并提高收益。

据中国信托业协会已公布数据，2010 年前三季度新增房地产信托规模 2200 亿元，如此巨大的规模以及地产信

托的发行规模的萎缩，让一直游离于房地产信托边缘的商业地产又被人们重新拾起。

对 REITs 的呼声是最近几年才日渐提高的，但此前已有信托公司开始了对仿 REITs 模式的研究。例如，2003 年北京国投曾推出过一只法国欧尚天津第一店资金信托计划，通过集合购买、集中经营带有长期租约的物业为投资者提供稳定的回报，预期年收益率为 6%，与国际上 REITs 的年收益率持平。

2010 年，全国保障性住房建设规划为 580 万套，到 2011 年将为 1000 万套，总共需要 1.4 万亿元的资金投入，如此巨大的财政投入仅靠政府有限的能力是不够的，利用 REITs 方式引入民间资本参与保障房的建设成为政府的考虑之一。

现在，中国国内有两种 REITs 模式，分别是由中国人民银行和证监会牵头的。

根据 2009 年央行颁布的《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》，其 REITs 方案为偏债券型，委托方为房地产企业，受托方为信托公司，通过信托公司在银行间市场发行房地产信托受益券。受益券为固定收益产品，在收益权到期的时候，委托人或者第三方应该按照合同的要求收购收益券，作为结构性产品，可以按照资产证券化的原理，通过受益权分层安排，满足风险偏好不同的委托人与受益人。

而证监会的 REITs 则是以股权类产品的方式组建房地产投资信托基金，将物业所有权转移到 REITs 名下并分割

出让，房地产公司与公众投资者一样通过持有 REITs 股份间接拥有物业所有权，REITs 在交易所公开交易并且机构投资者和个人投资者均可参与。

根据相关资料，北京、天津、上海这些城市已经拿到 REITs 的试点资格，而广东省也开始了其公租房 REITs 的尝试。

在国际上，1960 年美国推出第一只 REITs，现在全球 22 个国家推出 REITs 产品并有 4 个国家正在进行相关 REITs 的立法。1990 年全球的 REITs 的市值是 70 亿美元，2002 年以后增长尤其迅猛，到 2009 年 9 月 REITs 全球的市值已经超过 6050 亿美元。其中，美国是全球发展 REITs 最早也是最成熟的市场，它的 REITs 的市值是 3000 亿美元；其次是澳大利亚，它发行了 64 只 REITs，市值达到 780 亿美元；再次是法国，市值达 730 亿美元。

在中国，为了房地产市场更长远的发展，REITs 将是一种选择。

房地产投资信托是一种流动性资产

流动性资产或投资具有一个被普遍接受的价值标准和市场，在这个市场上，这种资产可以不打折扣或者只需打很小的折扣就方便地销售出去。直接投资在房地产项目中，无论是加利福尼亚州的高尔夫球场还是曼哈顿的摩天大楼，都不是流动性资产，它们必须去找到适当的买主，而且即使找到适当的买主，也不会有明确的价值标

准。然而大多数公开交易的股票是具有流动性的。因此房地产投资信托是一种享有普通股的流动性便利的房地产投资。

- 作出确切的投资决策时，需要确实了解你为什么要投资，需要界定你的投资目标和风险承受力。

- 那些想在短期内获得很大收益的雄心勃勃的投资者，不应该在房地产投资信托上投入很高比例的资金。

- 对于房地产投资信托投资的配置，不同的投资者选择也会不同，这主要取决于投资者的经济目标、年龄、投资组合特征，以及风险承受力。

- 对于大多数投资来说，最少由6家房地产投资信托组成的投资组合，对于获得门类和区位投资的多元化是非常必要的。

- 除非一个投资者自信未来几年某些门类的发展前景看好，按照市场重要性权重建立的投资组合配置更具有重要意义。

- 如果投资者想参与到投资组合中来，但又不想每周或每天监控他们的投资品种，就可以寻找一个投资顾问、理财规划师或经验丰富的股票经纪人作为投资助手。

- 投资者如果不喜欢个人研究，可以通过房地产投资信托共同基金或者房地产投资信托指数基金来被动投资。两种方法都可以为投资者提供最好的方法，以获得足够的房地产投资信托多元化。

REITs 概述

投资 REITs，不但有稳定的股利、较高的股息收益率及专业的经营管理团队等优势，又因为与债券、股票市场联动性相对低，易于分散投资组合的风险，让许多机构法人及基金管理人喜欢将此产品纳入于资产配置的组合中，以降低资产组合之风险并提高报酬。

什么是 REITs

REITs 是英文 “Real Estate Investment Trust” 的复数缩写，即房地产投资信托。从本质上讲，REITs 是一种投资基金，它通过组合投资和专家理财实现大众化的房地产投资，满足了中小投资人将小额投资转化为大额投资的需求，并在一定条件下可以免缴企业所得税。同时，有些 REITs 又类似于一个商业公司，它不仅通过对现存房地产的经营来获取租金收益，还利用房地产证券化的形式提高了房地产资产的流动性，因此它是一种证券化的产业投资基金。

REITs 是一种典型的资产证券化投资工具

原物业发展商将旗下部分或全部物业资产打包成立专业的基金公司，以其收益如每年的租金等作为标的，均等地分割成若干份出售给投资者，然后定期派发红利，实际上给投资者提供的是一种类似债券的投资方式，因而其收益将影响信托单位的价格。

与传统住宅地产项目比较，商业地产项目从固定回报的角度看，有更稳定的现金流，更适合采用 REITs 方式融资。

在美国，房地产投资信托最早的定义为“有多个受托人作为管理者，并持有可转换的收益股份所组成的非公司