

# 一文读懂 REITs 的前世今生

专题报告 2023 年

## 投资服务部

卜苗

电话：010-88090210

邮件：[bumiao@chinaratings.com.cn](mailto:bumiao@chinaratings.com.cn)

王予嘉

电话：010-88090122

邮件：[wangyujia@chinaratings.com.cn](mailto:wangyujia@chinaratings.com.cn)

## 市场部

电话：010-88090123

邮件：[cs@chinaratings.com.cn](mailto:cs@chinaratings.com.cn)

中债资信是国内首家以采用投资人付费营运模式为主的新型信用评级公司，以“依托市场、植根市场、服务市场”为经营理念，按照独立、客观、公正的原则为客户提供评级等信用信息综合服务。

公司网站：[www.chinaratings.com.cn](http://www.chinaratings.com.cn)

电话：010-88090001

## 内容摘要

REITs（不动产投资信托基金）是以发行收益凭证的方式募集资金，以能够产生相对稳定收益的不动产为主要投资标的，由专门机构进行投资管理，并将收益分配给投资者的一种信托基金。

REITs 在国外发展相对成熟，并且在较长时期表现出高收益、低回撤的特征。本文总结了境外主流 REITs 市场美国、日本、新加坡的经验发现，上述国家在推出 REITs 时经济发展进入调整期、城镇化发展到较高水平、住宅市场到达顶部并逐步走弱而商业地产供给充足。从发展现状看，美国 REITs 市值全球占比逾六成，以权益型 REITs 为主导，底层资产以零售和住宅为主。亚洲市场 REITs 市场起步较晚，底层资产多元化。

国内 REITs 市场当前已形成类 REITs、“人行版”REITs 和公募 REITs 三种类型，其中类 REITs 发展最早、当前存续规模最大，底层资产较为多样，本质上属于债权融资；公募 REITs 自 2021 年首发以来累计发行规模接近千亿，底层资产从基础设施逐步扩容；“人行版”REITs 底层资产类型以租赁性住房为主，发行规模有待扩大。

考虑到（1）我国经济已由高速增长阶段转向中低速高质量发展阶段，城镇化率增速放缓；（2）商品住宅销售见顶，租赁住房市场广大；（3）商业用房及基础设施存量规模很大，为 REITs 发展提供了充足的底层资产基础，我国当前已具备大力发展 REITs 的经济社会背景，叠加 REITs 尚处于发展初期的实际，我们提出了大力发展 REITs 的相关建议。



2023年3月24日，证监会和发改委相继发文<sup>1</sup>支持REITs发展，提出优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs，公募REITs底层资产从基础设施、保障性租赁住房进一步扩容至消费领域。REITs作为可以盘活存量资产的重要手段，在海外市场已较为成熟，近年国内REITs发展步伐不断加快，发行规模不断增加。本文从国际经验出发，在对国外REITs全面介绍的基础上，梳理了国内REITs的发展历程、不同类型REITs的特点、发展现状，最后提出了相关建议。

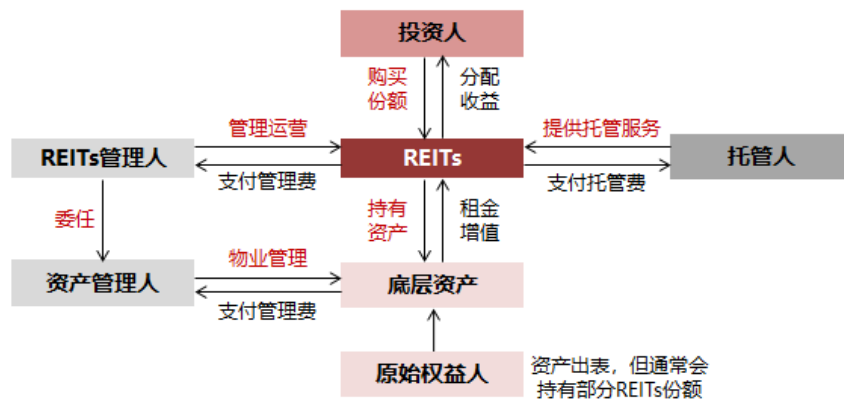
## 一、REITs概述

### （一）概念

REITs（Real Estate Investment Trusts，即不动产投资信托基金），是以发行收益凭证的方式募集资金，以能够产生相对稳定收益的不动产为主要投资标的，由专门机构进行投资管理，并将收益分配给投资者的一种信托基金。在典型的REITs交易结构中，REITs通过首次公开募集从投资人处筹集资金，购买并持有底层资产（不动产），之后REITs将底层资产的收入（主要是租金收入和资产增值）作为收益分配给投资人。

REITs的底层资产需要满足两项基本条件：（1）必须是产权清晰完整的实体资产，不存在经济或法律纠纷和他项权利设定；（2）必须能够产生稳定的经营现金流，例如各类商业物业/租赁性住房等产生的租金、各类基础设施产生的运营收入等，从而使得REITs能够有收益并持续派息。

图 1：REITs 典型交易结构图



资料来源：公开资料，中债资信整理

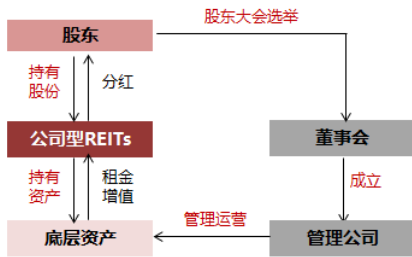
### （二）分类

根据组织形式不同，REITs可以分为公司型和和契约型两种。公司型REITs主要存在于美国和英国，其最大特点是公司具有独立法人资格，REITs份额即为公司的股权，投资者为公司股东。公司型REITs多采用内部管理的模式，由公司聘用内部管理团队进行管理，包括资产运营、投融资和物业管理等。契约型REITs多出现在亚洲市场，例如新加坡、中国香港等地，是以信托或基金作为载体，通过发行信托凭证和基金份额来筹集资金用于投资不动产。契约型REITs以自身为上市主体，

<sup>1</sup> 证监会《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》；发改投资〔2023〕236号《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》

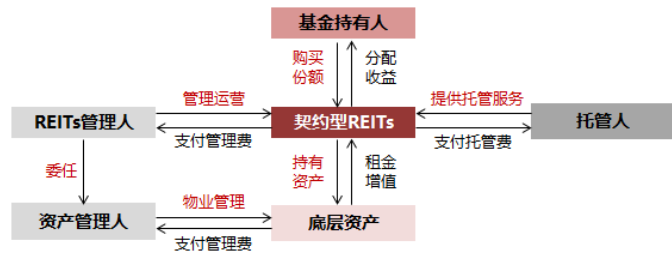
由投资者和发起人持有 REITs 份额，采用外部管理模式，即外聘信托或基金管理人和物业资产管理人来进行管理，存在利益冲突和信息不对称风险。

图 2：公司型 REITs 交易结构图



资料来源：公开资料，中债资信整理

图 3：契约型 REITs 交易结构图



资料来源：公开资料，中债资信整理

根据收益来源不同，REITs 可以分为权益型、抵押型以及混合型三种。权益型 REITs 拥有并经营收益型不动产，同时提供物业管理服务，投资者的收益来自租金和不动产的增值，是 REITs 的主导类型。抵押型 REITs 是直接向不动产所有者或开发商提供抵押信贷，或者通过购买抵押贷款支持证券间接提供融资，其主要收入来源为利息收入。混合型 REITs 则为上述两种类型的混合，既拥有物业的产权，同时也投资于抵押贷款。

根据资金募集与流通方式不同，REITs 可以分为公募和私募两种。公募 REITs 是指以公开发行的方式向社会公众投资者筹集资金的 REITs，发行时需要经过监管机构的审批，通常可以上市交易，流动性较高且规模较大。私募 REITs 是指以非公开方式向特定投资者募集资金，发行程序更为简单，但对于投资者人数有一定限制，并且由于其不上市交易，流动性较弱且规模有限。

### （三）优势

对于投资者而言，REITs 是一种流动性和变现性强的不动产投资标的，并且其与债券和股票相关性较低，能够有效地分散投资组合风险，投资者能够获取稳定的现金流回报。对于原始权益人而言，REITs 是一种较优的退出机制，在盘活存量资产的同时，提前偿还债务，优化资产负债表，并且能够将回收的资金投入新项目，扩大投资规模。由于 REITs 底层资产中房地产及相关资产占比最高，对于房地产行业而言，REITs 可以丰富融资渠道、增强房地产行业对相关政策冲击的抵抗能力，提高金融体系的安全性。

## 二、境外 REITs 发展经验启示

美国作为 REITs 的发源地和当前全球最大的 REITs 市场，REITs 的发展较为成熟，新加坡和日本作为亚洲较早发行 REITs 的国家，均具有很强的代表性。下文将以上述三个国家为例，分析总结境外 REITs 推出的共性经验发现，上述国家在推出 REITs 时经济发展均进入调整期、城镇化发展到较高水平且增速放缓，住宅市场亦到达顶部并逐步走弱而商业地产供给充足。同时，美国和亚洲 REITs 在市值规模、类型、底层资产等方面表现有所差异。

### （一）REITs 推出的经济社会背景

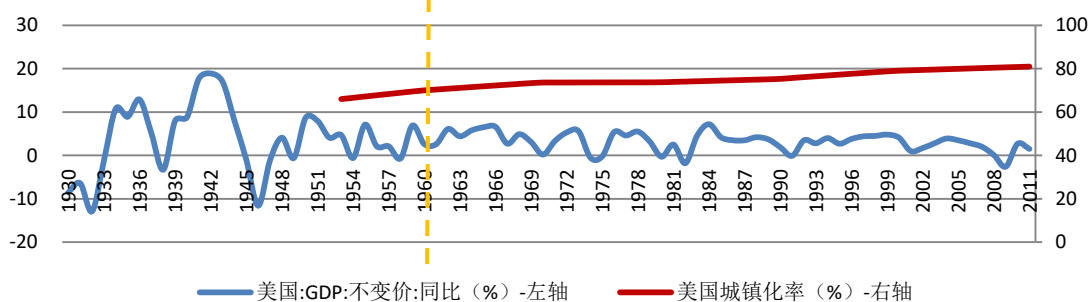
#### 1、经济发展进入调整期，GDP 增速下滑

从经济发展周期看，REITs 推出的时间节点与经济周期密切相关。具体来看，美国、日本、新加坡等国家及地区推行 REITs 的时间节点均处于经济调整期，GDP 增速均出现明显下滑。美国在 1960 年推出 REITs 时 GDP 增速已从前期高速增长（10% 以上）下滑至 2.60%，2000 年和 2002 年日本和新加坡分别出台 REITs 时 GDP 均呈负增长状态。在经济增速换挡时期推出 REITs，有利于盘活不动产存量资产，拓宽融资的渠道，带动经济增长。

## 2、城镇化发展到较高水平，增速放缓

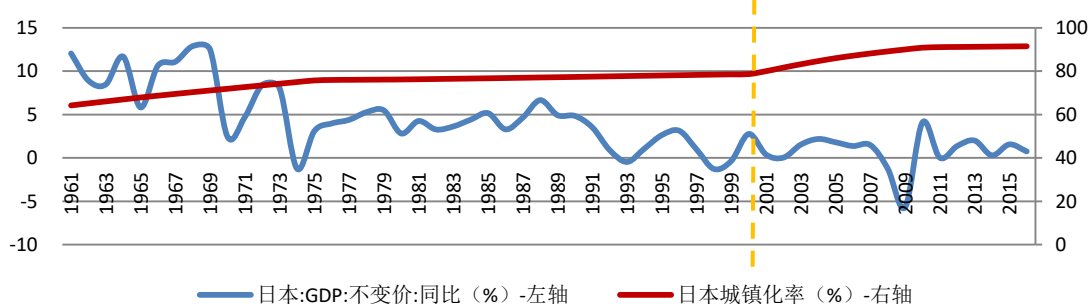
美国、日本和新加坡在 REITs 推出时期城镇化率分别已达 70.00%、78.65% 和 100.00%，处于较高城镇化水平。同时，城镇化增速放缓，新建住宅市场成长性转弱，REITs 的发展能够促进金融与不动产良性循环。

图 4：美国 GDP 增速、城镇化率与 REITs 推出时间



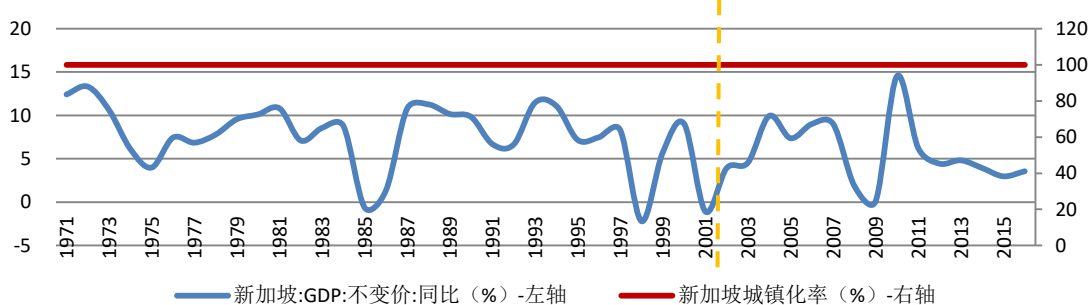
资料来源：Wind、世界银行，中债资信整理

图 5：日本 GDP 增速、城镇化率与 REITs 推出时间



资料来源：Wind、世界银行，中债资信整理

图 6：新加坡 GDP 增速、城镇化率与 REITs 推出时间



资料来源：Wind、世界银行，中债资信整理

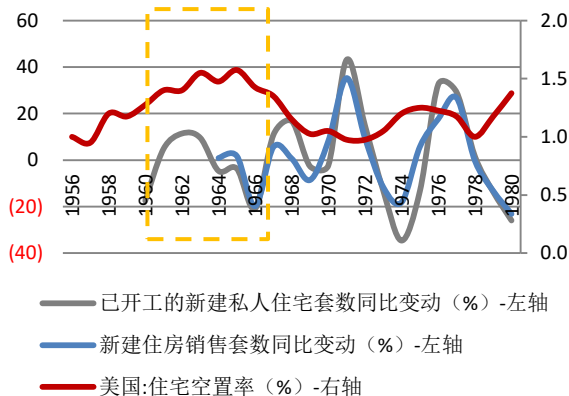


### 3、住宅市场到达顶部并逐步走弱，而商业地产供给充足，为 REITs 市场的发展提供了充足的优质底层资产

美国 1960 年推出 REITs 时，住宅新开工套数急速下降，新建住房销售增速亦呈下滑趋势，而自有住宅空置率持续攀升至高位，住宅市场处于供需两弱的阶段性底部状态；而商业类住房市场（包括商业性房产、厂房、仓库等）自 1955 年起快速发展，存量资产净值增速达 10%~11%，明显高于同期住宅增速（7%左右），商业类住房市场的高速发展为 REITs 推出奠定了丰富的底层资产基础。

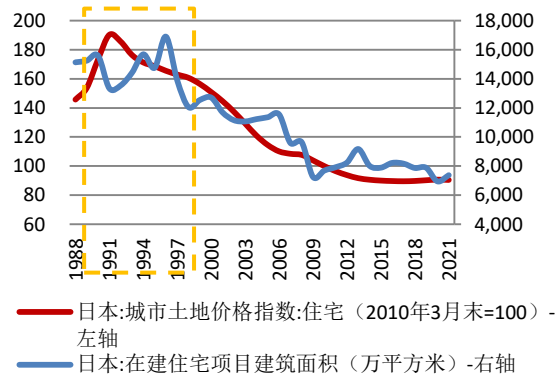
日本自 1990 年以来其住宅价格持续走低，新建商品住宅面积及土地价格也在 90 年代触顶，此后进入漫长的下行周期，但商业地产却呈走强态势，办公楼空置率自 90 年代中期持续大幅下滑。新加坡的住宅市场在 REITs 推出时期到达阶段性顶部，此后五年才逐步复苏，而工商业物业在其出台 REITs 前后也蓬勃发展，建设中项目数量同比增速反超住宅。

图 7：美国住宅新开工、销售和空置率情况



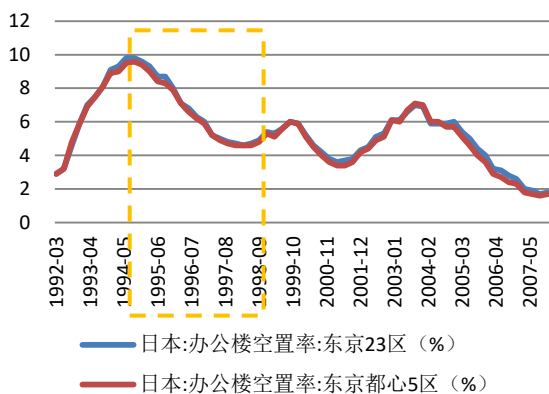
资料来源：Wind，中债资信整理

图 8：日本住宅在建项目及土地价格指数情况



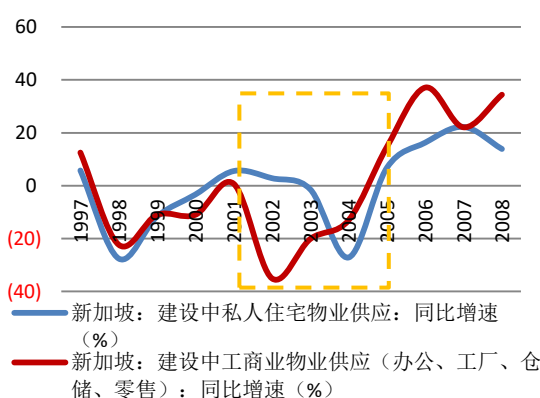
资料来源：Wind，中债资信整理

图 9：日本商业地产市场情况



资料来源：Wind，中债资信整理

图 10：新加坡住宅市场和工商业物业市场情况



资料来源：Wind，中债资信整理

## （二）不同地区 REITs 发展现状

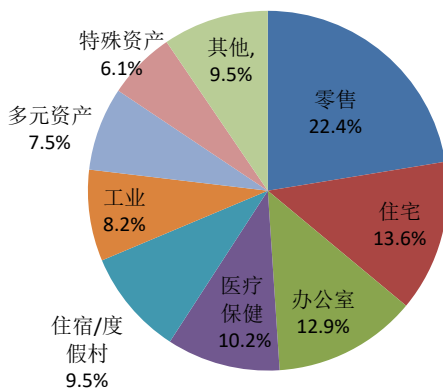
美国市场作为全球较为成熟的 REITs 市场，REITs 市值全球占比逾六成，底层资产以零售<sup>2</sup>和住宅为主。美国为全球最大且较为成熟的 REITs 市场，从全球市场占有率看，截至 2022 年末，美国

<sup>2</sup> 根据富时全球房地产指数口径，零售类 REITs 由购物中心、地区商业中心和单租户构成，可以宽泛理解为我国的商业地产。

共发行 REITs 232 只、占比 26%，总市值 1.28 万亿美元、占比 67%。从类型来看，美国 REITs 以权益型为主，近 50 年以来美国上市 REITs 中权益型 REITs 占比保持稳定增长，截至 2022 年末，权益型上市 REITs 数量共 162 只，总市值 1.21 万亿美元，占 REITs 总市值的 95%。从底层资产来看，零售类和住宅类 REITs 数量占比最大，合计占比 36%。

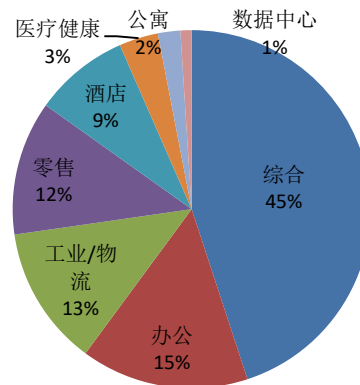
**亚洲市场 REITs 起步较晚，REITs 市值逾 3,000 亿美元，底层资产呈多元化。**相比于美国，亚洲 REITs 市场起步较晚，且以契约型 REITs 为主，根据 2021 亚洲房地产投资信托基金研究报告显示，截至 2021 年末，亚洲市场上活跃的 REITs 共计 198 只，总市值达 3,041 亿美元，其中日本、新加坡和中国香港三地 REITs 市值占比分别为 48.6%、28.1% 和 9.9%。从底层资产类型来看，亚洲 REITs 底层资产中占比最高的为综合型物业（即包括多种物业类型，占比 45%），办公楼、工业和零售占比也较高。特别地，新加坡 REITs 的国际化程度较高，截至 2022 年末超过 90% 的新加坡 REITs 持有海外资产，其中 17 只 REITs 只持有海外资产，资产主要分布于澳大利亚、中国、日本和美国等国家，地域分布较为广泛。

图 11：美国 REITs 底层资产类型



资料来源：Nareit，中债资信整理

图 12：亚洲 REITs 底层资产类型

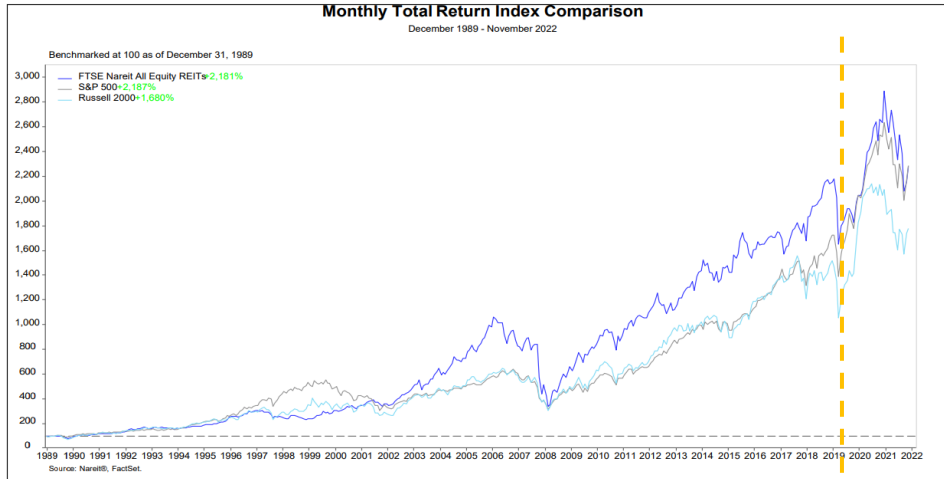


资料来源：《2021 年亚洲房地产投资信托研究》，中债资信整理

### （三）REITs 市场表现

通常来讲，REITs 的可比基准为富时全球房地产系列指数（FTSE EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Series）。自 REITs 推广以来，FTSE 全球权益 REITs 指数收益率表现基本持续优于标普 500 和罗素 2000 指数，2019 年收益率高达 28.66%。整体上 REITs 市场在疫情前表现稳定，**具有高收益、低回撤的特点**。疫情后，2020 年 FTSE 全球权益 REITs 指数收益率大幅下滑 33.78 个百分点至 -5.12%，回撤幅度远大于标普 500 和罗素 2000 指数的 13.09 个百分点和 17.76 个百分点，主要系疫情导致 REITs 所投资的酒店、餐饮、办公和零售板块受到的影响更大，但在疫情过后 REITs 市场表现迅速反弹，韧性较强。

图 13：REITs 市场表现情况



资料来源：Nareit，中债资信整理

### 三、国内REITs发展情况

#### （一）国内REITs发展历程及相关政策

REITs 相关讨论最早可以追溯到二十一世纪初期，从最初的讨论、研究和探索，到类 REITs 产品发行，再到公募 REITs 试点和扩容，随着相关支持政策出台和完善，REITs 也在不断发展。

##### 1、2001~2005 年，前期讨论阶段

2001 年 4 月，国内信托法出台，次年房地产信托业务诞生，引起了设立 REITs 的讨论。2005 年，商务部提出开放国内 REITs 融资渠道的建议，同年，香港放开海外 REITs 发行上市，境内越秀 REITs 赴港上市，再次掀起 REITs 讨论热潮。

##### 2、2006~2013 年，研究和探索阶段

2007 年，人民银行、证监会和银监会分别成立 REITs 专题研究小组，开始着手境内 REITs 市场建设工作。2008 年，国务院发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，提出开展房地产投资信托基金试点，拓宽直接融资渠，REITs 首次在国家层面作为一种企业融资渠道方式提出。2009 年，银监会和人民银行联合出台《房地产集合投资信托业务试点管理办法》，对 REITs 产品的主体上市、交易规则、投资方案作出明确规定。这一阶段的研究和探索为 REITs 的发展奠定了基础。

##### 3、2014~2019 年，类 REITs 发展阶段

2014 年人民银行和银监会联合发布《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 REITs 试点。同年，我国第一支类 REITs 产品“中信启航专项资产管理计划”在深交所上市发行。2016 年 10 月，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，支持房企通过发展 REITs 向轻资产经营模式转型。2018 年，证监会联合住建部发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，提出要重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品。2019 年，上交所指出推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs。

##### 4、2020 年~2022 年年底，“人行版”REITs 和公募 REITs 破冰

2020 年 4 月证监会和发改委发布《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》及配套发布的《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》奠定了我国 REITs 市场顶层制度设计，也标志着中国公募 REITs 正式启动。

2021 年 6 月，首批 9 单公募基础设施 REITs 项目分别在上交所和深交所上市。7 月，发改委《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》，将试点行业进一步扩展到保障性租赁住房、水利设施和具有较好收益的旅游基础设施等领域。

同时，2020 年北金所参照国际主流标准的 REITs 模式推出首单“人行版”REITs，产品采用公司制架构，项目公司作为 REITs 主体，公司股权作为 REITs 份额挂牌交易。

### 5、2022 年年底~至今，公募 REITs 扩容至商业领域

2022 年 12 月 8 日，证监会副主席李超表示，加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。

2023 年 2 月 20 日，证监会启动不动产私募投资基金试点，明确此次不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。

2023 年 2 月 24 日，人民银行发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，提出要稳步发展房地产投资信托基金，鼓励住房租赁企业、专业资产管理机构通过房地产投资信托基金（REITs）长期持有、运营租赁住房。3 月，证监会《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》和发改委《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》中均明确提出，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs，REITs 扩容到消费、商业领域。

表 1：REITs 相关政策梳理

时间	机构	政策文件	相关内容
2005	商务部	—	提出开放国内 REITs 融资渠道的建议
2008.12	国务院	《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	开展房地产投资信托基金试点，拓宽直接融资渠道
2014.9	人民银行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	积极稳妥开展 REITs 试点工作
2015.1	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	明确提出要积极推进 REITs 试点，并积极鼓励投资 REITs 产品
2020.4	发改委、证监会	《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》	推动基础设施 REITs 在证券交易所公开发行交易，明确采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品构架，对 REITs 项目区域、行业、质量、融资用途进行要求
2021.7	发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	细化 REITs 项目基本要求，要求项目权属清晰、经营模式成熟市场化运营能力强、发起人信用稳健
2022.5	国务院办公厅	关于进一步盘活存量资产扩	重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的



时间	机构	政策文件	相关内容
	厅	大有效投资的意见	基础设施项目资产，包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等
2023.2	人民银行	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》	稳步发展房地产投资信托基金
2023.3	证监会	关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知	优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs
2023.3	发改委	关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知	优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs

资料来源：公开资料，中债资信整理

## （二）国内REITs发展现状

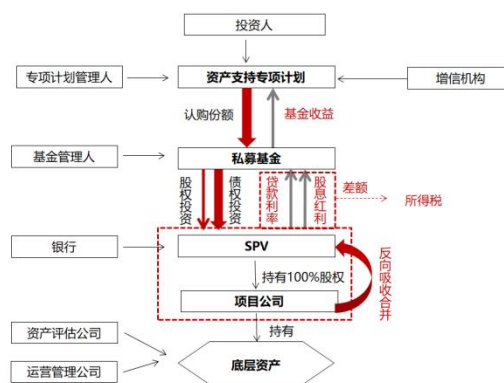
国内 REITs 包含类 REITs、“人行版”REITs 和公募 REITs 三种类型。其中类 REITs 发展最早、当前存续规模最大，底层资产较为多样，本质上属于债权融资；公募 REITs 自 2021 年首发以来累计发行规模接近千亿，底层资产从基础设施逐步扩容；“人行版”REITs 底层资产类型有待拓宽，规模有待拓展。整体上，国内 REITs 尚处于发展初期，整体规模较小。

### 1、类 REITs

由于诸多法律限制等原因，我国发行的这类 REITs 产品在许多方面还不等同于严格意义上的 REITs，因此称作“类 REITs”。类 REITs 以不动产项目公司股权及债权（如有）对应的未来现金流入作为还款来源，设立资产支持票据信托或专项计划，以公开或定向方式向特定合格投资者募集资金。

#### （1）产品结构

图 14：类 REITs 产品结构



资料来源：公开资料，中债资信整理

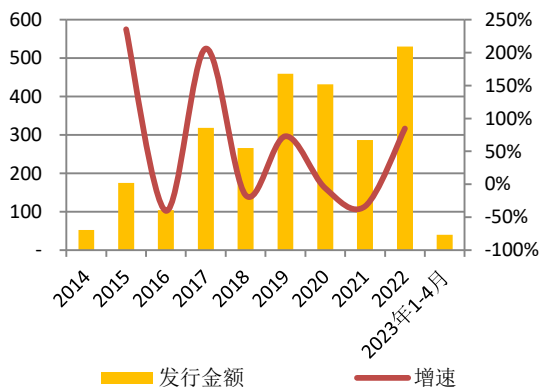
#### （2）特点

类 REITs 主要特点如下：一是类 REITs 本质上属于债权，一般到期原始权益人要进行回购。二是类 REITs 的产品结构通常包含优先级和劣后级（或者更多层次），其中优先级往往带有固定利率，通常占到发行量的 80~90% 以上。劣后级往往由发起人（原始权益人）购买以作为产品增信的一种措施，有助于降低优先级的利率（对于原始权益人来说意味着融资成本），少数产品的劣后级成功出售给了第三方权益投资人，通常情况下，劣后级的收益不作保障。三是类 REITs 当前基本为私募发行，流动性偏差。

### (3) 发展现状

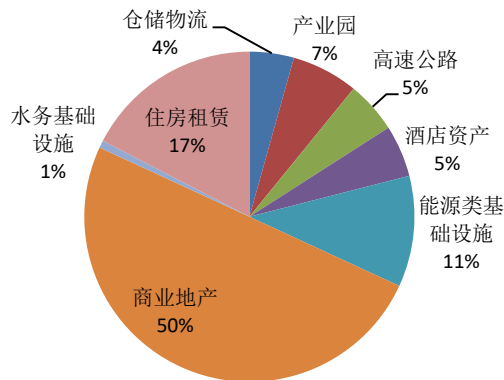
从发行规模看，类 REITs 从 2014 年首发，2017 年以来快速扩张，2019~2020 和 2022 年为发行高峰期，年度发行规模超过 300 亿元，其中，2022 年发行峰值高达 529.88 亿元。截至 2023 年 4 月末，类 REITs 发行规模约 2,663 亿元。从底层资产类型看，2019 年以前类 REITs 底层资产以商业地产为主（占比约 50%），2019 年以来，基础设施类、清洁能源、高速公路等底层资产类型增加。

图 15: 类 REITs 发行情况



资料来源: Wind, 中债资信整理

图 16: 截至 2023 年 4 月末类 REITs 底层资产情况



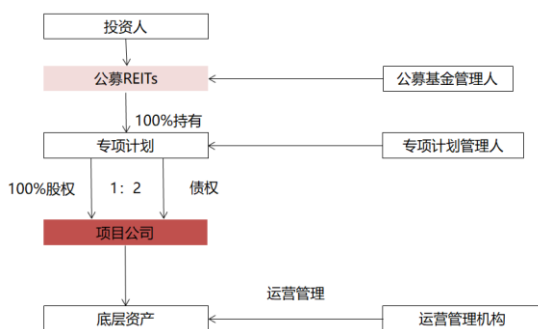
资料来源: Wind, 中债资信整理

类 REITs 本质仍属于债权融资，发行的主要目的是为了拓宽融资渠道，以尽可能低的成本进行融资，不能实现真正意义的“退出”，并未达到真正盘活资产的效果。其次，产品交易结构复杂，涉及专项计划管理人、基金管理人、资产评估公司等多方利益主体，容易产生代理人问题。最后，类 REITs 均为私募发行，流动性差。

## 2、公募 REITs

### (1) 产品结构

图 17: 公募 REITs 产品结构



资料来源：公开资料，中债资信整理

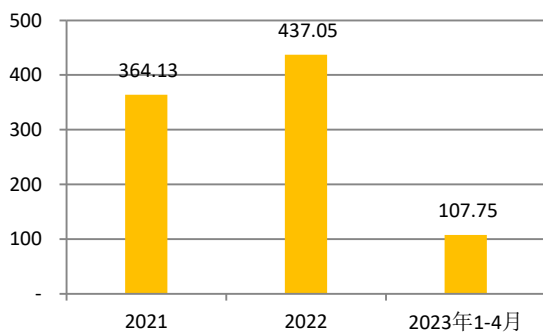
## (2) 特点

公募 REITs 主要特点如下：一是，产品结构一般采用公募基金+ABS+项目公司的结构，产品设计为平层，没有优先劣后之分。二是，底层资产方面，公募 REITs 底层资产要求较为严格，前期仅基础设施和租赁住房可作为底层资产发行公募 REITs，近期底层资产拓展至百货商场、购物中心和农贸市场，未来或将进一步扩容。三是，产品无固定收益，收益分配为强制分红比例（不少于可供分配收益的 90%）。四是，从发行方式上，公募发行，可参与的投资人范围大大拓展，流动性明显增强。

## (3) 发展现状

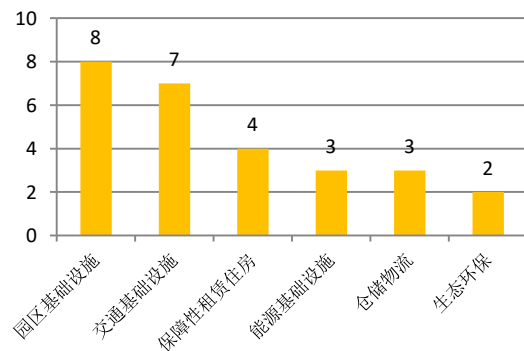
公募 REITs 从 2021 年 5 月开始发行，截至 2023 年 4 月末，累计发行只数 27 只，发行规模合计 908.92 亿元。目前，15 只底层资产中以园区基础设施和交通基础设施为主，2022 年下半年发行 4 只保障性租赁住房 REITs，2023 年新发的两只 REITs 底层资产均为能源基础设施类。随着对保障性租赁住房的支持力度进一步扩大，预计保障性租赁住房 REITs 将进一步扩容。此外，在底层资产扩容至百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目的背景下，预计未来该类资产发行 REITs 规模亦会增加。

图 18：公募 REITs 发行情况



资料来源：Wind，中债资信整理

图 19：公募 REITs 底层资产情况



资料来源：Wind，中债资信整理

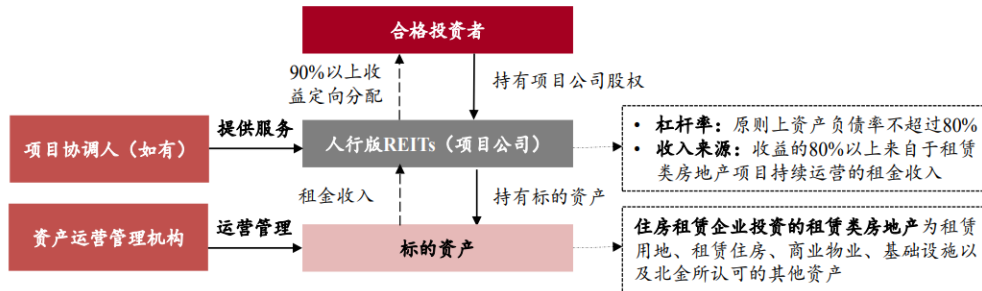
当前公募 REITs 结构较复杂，多层管理人权责不明确，可能会产生委托代理问题。公募 REITs 以“公募基金+ABS”架构出发，涉及基金与资产证券化两种业务，本身结构较复杂，从 REITs 持有人到底层资产之间，存在公募基金管理人、ABS 管理人、外部管理机构等多重角色。REITs 持有人委托公募基金管理人来进行投资管理、公募基金管理人委托 ABS 管理人进行资产管理并委托外部管理机构负责底层资产的运营与管理。这种多层委托代理关系的架构下，存在信息不对称问题和利益冲突问题，例如底层资产的运营管理人主要目的是赚取管理费，而非为投资人获取收益，其尽职程度很难为投资者直接观察到，因此可能产生道德风险和更高的代理成本。同时，由于复杂的交易架构可能带来重复征税或者税收过重的问题，从而拖累产品的收益。此外，由于公募 REITs 参与机构众多，每年均需支付一定管理费用，亦会降低产品收益。

## 3、“人行版”REITs

“人行版”REITs，即北金所住房租赁企业股权交易，是2020年北金所在人民银行指导下，参照国际主流标准的REITs模式推出的金融创新项目。产品采用公司制架构，项目公司作为REITs发行主体，公司股权作为REITs份额挂牌交易。

### (1) 产品结构

图 20：“人行版”REITs 产品结构



资料来源：公开资料，中债资信整理

### (2) 特点

“人行版”REITs 主要特点如下：一是产品架构类似美国 REITs，为公司制架构，交易架构清晰，可以避免多层 SPV 结构。二是产品不涉及结构化分层，公司股权即为 REITs 份额。三是，对于底层资产未明确限制资产的运营阶段及资金用途，较之公募 REITs，出让方具备更大的灵活性。四是强制的利润分红安排，产品要求项目公司取得的全部收益 90% 以上定期向股东分配，为投资人收益提供保障。五是，属于股权投资范畴，可以实现资产退出，能够起到盘活存量资产，实现股权资本变现回收的作用。

### (3) 发展现状

截至 2023 年 4 月末，根据北金所披露信息，“人行版”REITs 发行共 8 只，7 只为 2020 年发行，2 只已完成股权转让。从底层资产业态看，底层资产均为租赁型物业，物业类型以白领、青年公寓为主，涉及建筑面积合计 126.64 万平方米，房屋套数 17,949 套。从底层资产位置看，以一线城市（北京、上海）和热点二线城市（苏州、成都、济南）为主。从项目运营看，项目多数处于在建状态，仅 3 只处于运营状态，且由于项目累计亏损等原因，运营 REITs 均未进行收益分配。整体看，当前“人行版”REITs 处于发展初期，规模较小。

**从流动性看**，“人行版”REITs 属于私募非标准化的金融产品，产品挂牌、交易及信息披露场所均为北金所，流动性有待提高。**从底层资产看**，“人行版”REITs 仅限于投资租赁类房地产，底层资产有待拓宽。**从发行规模看**，当前存续规模很小，关注未来扩容情况。**从信息披露看**，“人行版”REITs 按季度披露项目运营情况，但信息披露内容相对有限，相较于公募 REITs 信息披露的及时性和完备性仍有待于提高。



表 2：“人行版”REITs 产品概览

公司名称	首次注册时间	注册资本 (亿元)	底层资产	资产类型	建筑面积 (平方米)	房屋套数 (套)	最新状态 (截至 2022 年末)	2022 年 租金收 入(万)	2021 年 租金收 入(万)	2021~2022 年利益分配
北京建信瑞居物业服务 有限公司	2020/1	0.3	无锡凤凰城长租公寓	白领公寓	3,097	87	在建(装修改 造)	-	0	0
北京汇瀛万恒房地产开 发有限公司	2020/1	32.37	北京大兴区瀛海镇 区级统筹棘突租赁住 房项目	青年型、家 庭型公寓	22,505	4589	在建	-	0	0
苏州工业园公租房管理 有限公司	2020/1	25.35	苏州工业园区公寓、 小区等 10 处资产	人才优租房	928,700	9498	运营	9,762.71	18,730.1 8	0
北京建信瑞善物业服务 有限公司	2020/12	0.6	北京大兴区北京星 光视界西红门项目	蓝领公寓	14,225	336	在建(完成装 修改造)	-	0	0
成都市融园祥实业有限 公司	2020/12	0.5	成都青白江区集体租 赁房试点项目	白领公寓	6,131.	98	招租	-	0	0
北京建信瑞建物业服务 有限公司	2020/12	0.2	济南.泉世界壹品公 寓项目四号楼 3-8 层	青年白领公 寓	3,282	86	运营	56.34		0
上海孚茸置业有限公司	2020/12	0.5	上海松江区中山街道 租赁住房	白领社区	166,121	2300	运营	2,654.71	0	0
北京蓝海创盈城镇建设 开发有限公司	2021/3/	1.53	北京平谷大兴庄镇集 体土地租赁住房	年轻群体共 享社区	122,366	955	在建(装修改 造)	-	0	0

资料来源：公开资料，中债资信整理

注：1、北京建信瑞居物业服务有限公司和北京建信瑞建物业服务有限公司已分别于 2020 年 6 月和 2021 年 3 月完成股权转让

2、苏州工业园公租房管理有限公司、成都市融园祥实业有限公司最新披露状态分别为 2022H1 和 2021 年末

表 3: 不同 REITs 比较

	类 REITs	“人行版” REITs	公募 REITs
组织形式	私募基金+ABS+项目公司	公司制	信托制、公募基金+ABS+项目公司
产品结构	分层（优先、劣后）	平层	平层
交易场所	交易所、银行间	北金所	交易所
发行方式	私募发行	私募	公募
底层资产类型	以商业不动产和写字楼为主	目前仅支持住房租赁资产	基础设施、租赁住房等
底层资产要求	—	拿地、尚处于建设期或成熟运营物业均可	物业已进入运营期，产生持续、稳定的现金流
资金用途	无要求	资金用途不限	90%及以上的净回笼资金用于在建项目或新建项目
管理方式	偏被动管理，重视现金流归集，以安全退出为主	主动管理，重业绩	主动管理，重业绩
收益分配	优先级固定收益，次级浮动收益	至少 90% 以上的收益进行分配	强制分红比例，无固定收益；按照投资者所持份额分配，总分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%
投资者收益来源	优先级固定、次级靠增值	分红及资本增值	特许经营权类产品收益以收取费用为主，产权类包括费用与增值
增信措施	多数具有差额补足及流动性支持增增措施信	无	无
退出方式	到期回购为主，少数也有通过二级市场交易退出	股权转让	二级市场交易，场外认购的需要转至场内

资料来源：公开资料，中债资信整理

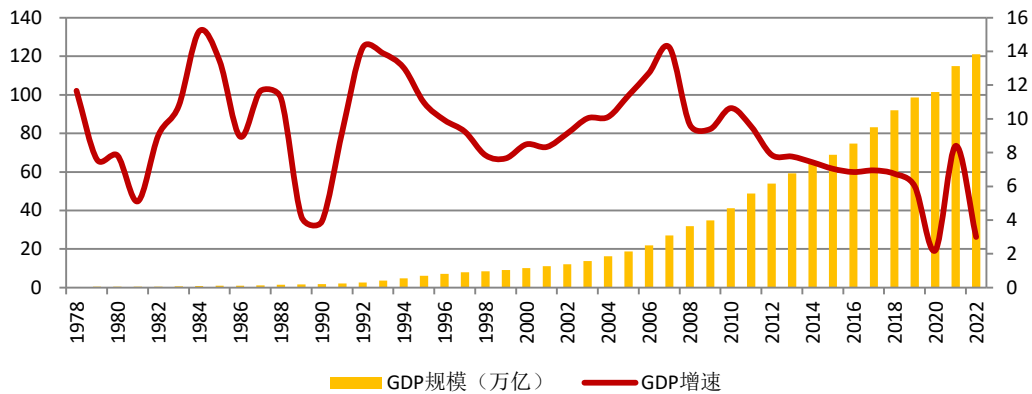
#### 四、国内REITs未来发展趋势及建议

##### （一）国内REITs具备大力发展的经济社会背景

1、我国经济已由高速增长阶段转向中低速高质量发展阶段，城镇化率增速放缓，这与美国、日本、新加坡等国家推出 REITs 的宏观经济背景类似

2012 年以来，受到人口老龄化加重、国外进口需求减退等多重因素影响，我国经济发展逐渐步入新常态，经济由高速增长逐渐转变为中高速增长，调结构、促改革成为主基调。2012~2015 年期间，经济增速保持在 7% 以上，2016~2019 年，经济增速在 6% 以上，2020 年以来，受疫情影响，经济增速进一步下降，2022 年仅为 3%。从城镇化水平看，截至 2022 年末，中国的城镇化率为 65.22%，虽较美国、日本、新加坡等国推出 REITs 时的深度城镇化水平仍有一定差距，但已经接近中等收入国家 67.59% 的平均水平，且城镇化率增速放缓（城镇化率年均增速从 2015 年的 1.58 个百分点逐步降至 2022 年的 0.5 个百分点）。这一经济增速换挡及城镇化率变缓背景与美国、日本、新加坡等国家推出 REITs 的宏观经济背景类似，REITs 市场建设有望成为经济转型升级的“助推器”。

图 21: REITs 推出的国内宏观经济背景



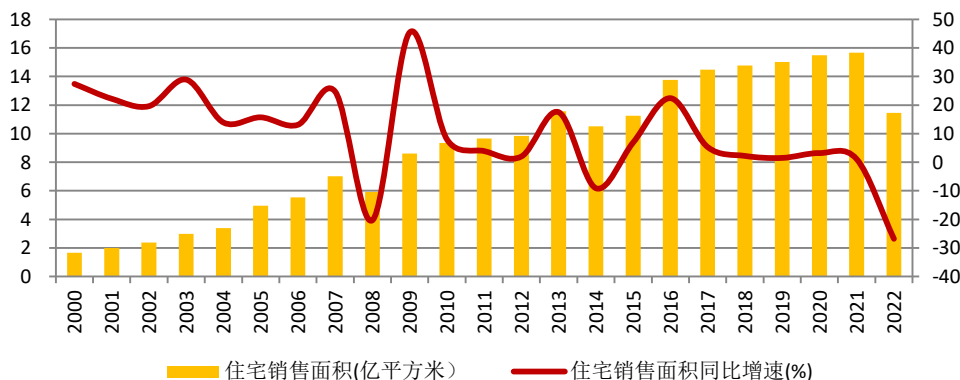
资料来源: Wind, 中债资信整理

## 2、商品住宅销售见顶，租赁住房市场广大，房地产行业进入新发展阶段，REITs 发展有助于房地产发展模式转型

叠加人口增速减慢、城镇化率放缓、房地产行业深度调整（2022 年商品住宅销售面积大幅下滑 26.8%）等多重因素影响，商品住宅销售已到达长周期顶部，未来将逐步进入新发展阶段，行业成长性转弱，投资者难以通过房价上涨获得较高收益，REITs 有望作为促进金融与不动产良性循环的崭新投资工具获得发展。

另一方面，随着城镇化程度加深，我国出现了庞大的租房群体，流动人口、毕业生租房需求上升。第七次人口普查数据显示，我国流动人口已达 3.76 亿，较第六次人口普查增长 69.73%。在一线城市，租房人口占常住人口比例已达 40% 以上，随着新市民、新青年人数增加，未来租房需求将不断扩大。党的二十大报告指出，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。监管部门亦多次强调探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，加大住房租赁金融支持，做好新市民、青年人等住房金融服务。“十四五”时期，全国初步计划建设筹集保障性租赁住房近 900 万套（间）。“人行版”REITs 及公募 REITs 都将保障性租赁住房作为重要的底层资产，REITs 发展将助力房地产行业向新发展模式过渡。

图 22: REITs 推出的国内房地产市场情况





资料来源：Wind，中债资信整理

### 3、商业用房及基础设施存量规模很大，为 REITs 发展提供了充足的底层资产基础

商业地产经过多年发展，沉淀了很大规模存量资产。以新开工面积计算，截至 2022 年末，全国商业营业用房存量约 33 亿平方米，办公楼存量面积 9.5 亿平方米，很大规模的存量商业地产资产为 REITs 发展提供了充足的底层资产基础。此外，根据北大光华管理学院《中国基础设施 REITs 创新发展研究》披露，中国存量基础设施存量规模超过 100 万亿，若仅将 1% 进行证券化，即可撑起一个万亿规模的基础设施 REITs 市场。整体看，REITs 获得长远发展的底层基础资产充足。

图 23：商业营业用房存量情况（万平方米、%）

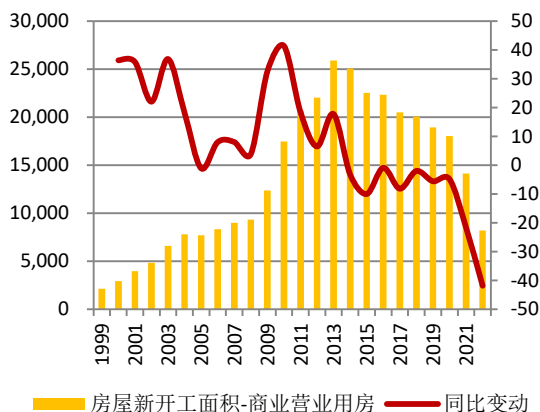
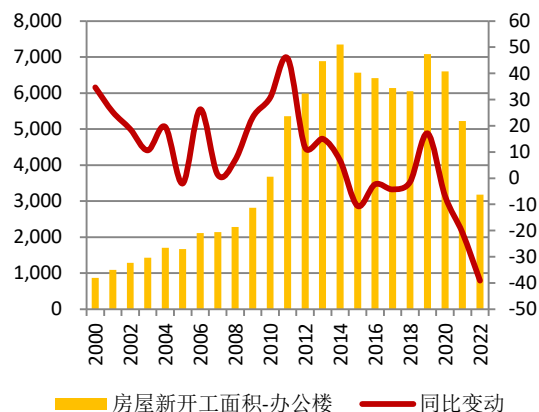


图 24：办公楼存量情况（万平方米、%）



资料来源：Wind，中债资信整理

资料来源：Wind，中债资信整理

#### （二） 相关建议

当前我国经济进入高质量发展阶段，房地产行业也步入新发展阶段，REITs 能够盘活存量资产，打通不动产运营“融投管退”这一管理周期中的退出环节，有助于降低企业杠杆率，激发期盘活存量资产的潜能，而基础设施 REITs 亦能降低宏观杠杆率，化解地方债务风险。考虑到当前我国 REITs 尚处于发展初期，整体规模较小，且仍存在一些问题，建议可以从以下方面进一步优化。

**一是继续大力发展 REITs，不断扩容优质底层资产。**3 月，证监会和发改委发文已将 REITs 底层资产拓展到百货商场、购物中心、农贸市场等领域，建议未来进一步拓展到写字楼、酒店等能够提供长期、稳定的现金流的资产。同时，优化 REITs 产品交易架构，明确不同参与主体职责，减轻项目层面负担成本和费用，提升产品收益。

**二是持续挖掘优质项目，加强示范效应。**已经上市的公募 REITs 项目具有较强的示范性和代表性，例如华安张江光大园 REITs、建信中关村产业园 REITs 底层资产都是国内知名的科技创新园区；华夏中国交建高速 REIT 底层资产是重要的交通网络主干道；富国首创水务 REIT 底层资产是污水处理领域的优质资产。未来在试点项目选择层面，建议优选产权结构清晰、能够提供长期、持续、稳定的现金流的资产，例如优质商业不动产、长租公寓、优质产业园、物流园等。我们梳理了存续发债房企中拥有优质 REITs 底层资产的企业（留言获取附表），供参考。





三是完善 REITs 发展的配套政策及制度，包括土地、国有资产划转，资产交易过程中的税收政策等。REITs 的底层资产中部分为地方政府与国有企业所持有，涉及土地、国有资产划转、税收等一系列问题，涉及监管部门、审批流程较多，建议可出台一揽子政策，打破制度障碍。同时，REITs 交易过程中涉及印花税、所得税等，增加交易成本，可适度给予税收优惠。

---

**免责声明：**本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有。如为合理使用的目的而引用本报告中的定义、观点或其他内容，请注明信息来源于中债资信评估有限责任公司。在任何情况下，中债资信及其雇员对任何机构或个人因使用本报告所引发的任何直接或间接损失不承担任何法律责任。

---