

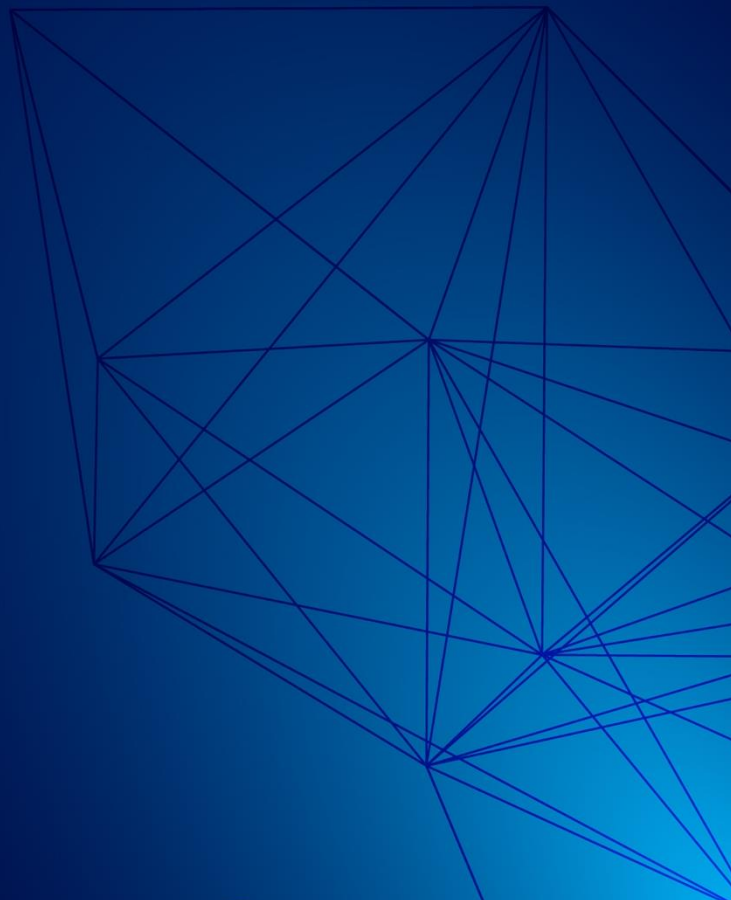


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2019 年第 25 期 总第 36 期



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行）曹明明 何清颖 方培豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构，以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

房地产投资信托基金与中国房地产发展

【对话主持】

北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松

【特邀嘉宾】

中基协资产证券化业务专委会顾问郭杰群

房地产是中国经济发展的重要支柱行业，近几年房地产投资信托基金（REITs）在中国落地的呼声此起彼伏，但是总体来看进展较为缓慢。在全球发达国家，特别是在美国，REITs 已经成为房地产行业的主要组织模式。

一、房地产行业发展的三个阶段

全球房地产行业发展大致经历三个阶段：第一个是以房地产增量为主的阶段。在该阶段中，企业发展是基于具体房地产项目的开发和销售，主要依赖高周转和低融资成本，不同企业服务同质化比较严重。在第二个阶段，房地产交易的存量和增量并举，物业运营管理的专业机构逐步成长，同时企业融资工具呈现多元化，包括间接融资模式，比如银行贷款；包括直接融资模式，比如资产证券化。在第三个阶段，房地产交易以存量为主，房地产专业资金投资者占据主导地位。这些投资者有具体的投资策略，利用募集的资金，有选择地在市场上获取

和交易项目。

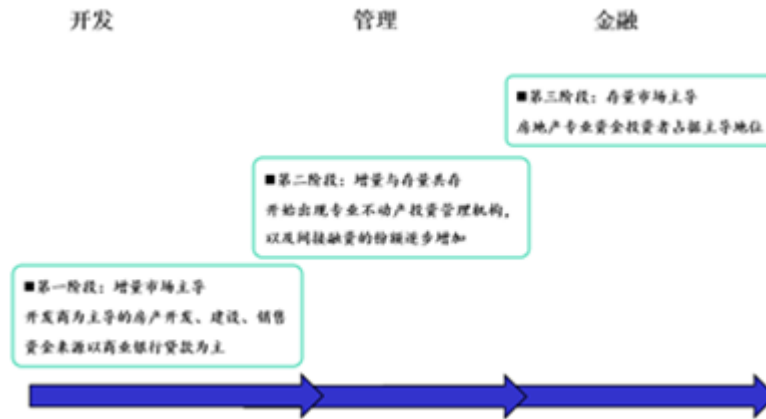


图 1 全球房地产行业发展的三个阶段

这三个阶段的特征又可以简单归纳为开发、管理和金融，第一阶段主要依赖开发能力，第二阶段依赖管理能力，第三阶段主要依赖金融能力。

中国房地产行业中绝大多数企业的性质还是开发商，他们对工程开发管理比较熟悉，但是并不一定具有物业运营管理能力。虽然当前市场上已经存在一些物业公司，但是大部分物业公司还仅仅是房地产开发的配套机构，所提供的服务功能也比较单一。相比之下，美国最大的商业地产公司铁狮门（Speyer Properties）公司，其运营管理除了基础的物业管理之外，还包括租赁服务、建设施工管理、物业更新管理、物业并购管理、资产处置管理、投资管理等众多服务内容。可以看出，中美地产开发商运营管理的范围差距比较大。不但如此，在中国大部分房地产企业的组织构成中，项目部最为庞大，人员比重一般占公司员工总数的 60% 以上，显然这是因为这些企业大多是以项目开发为核心，在圈地、立项、融资、盖楼、售楼、再圈地的循环中发展。

而铁狮门的人员构成中，财务金融人员占比接近 50%，项目部并不是最重要的部门。

中国的地产开发商在项目开发中，可使用多种资金筹集手段，例如银行贷款、信托贷款、委托贷款、夹层融资、公司债、短融、权益融资、资产回租、资产证券化等 30 多种方式。但是，中国房地产行业运用金融工具的能力较弱，这是因为各房地产企业采用某种金融工具的主要目的是为特定的物业项目开发服务。采用哪种金融工具要根据当前企业负债状况和市场融资环境来判断，一般来说融资决策以成本的高低为主要标准，金融工具的使用既不具有企业长期发展的规划目的，也不是基于特定的金融投资策略考量。金融工具仍然是被动的项目管理工具，而不是主动的资金管理工具。因此，目前中国房地产业仅具有第一阶段的开发特征，而不具有第三阶段金融的实质。不但如此，第三阶段的成功依赖于成熟的第二阶段，也就是说金融的运用要基于成熟的物业运营管理能力，因此中国房地产行业也不存在从第一阶段直接跨越第二阶段、进入第三阶段，实现所谓“弯道超车”的可能性。

二、REITs 的特征分析

与中国房地产企业的构成不同，如果以企业数量为衡量标准，超过 60% 的美国房地产企业是以 REITs 的形式存在。自 2005 年中国商务部提出开放国内 REITs 融资渠道的建议以来，呼吁 REITs 在中国落地的声音此起彼伏，但是实际进展缓慢。从定义上说，REITs 是在特

定法律环境下，在市场上以发行所有权凭证或者收益凭证的形式进行资金募集，并将资金投资于不动产及相关领域，比如购置物业资产并持有运营，其后将投资收益按法律要求分配给投资者的特定社会组织或行为。在这个定义中，重点强调了法律的重要性，同时也强调了向投资者强制进行收益分配的必要性。

至于 REITs 的存在形式，比如具有法人资质的企业还是不具有法人资质的信托，这主要由所在国的法律决定。在美国，REITs 大部分的存在形式是公司，但是与一般公司不同的是，REITs 每个季度必须向投资者分配不低于 90% 的应纳税收入，同时享受政府所给予的税收减免政策，即分配给投资人的红利在公司层面不用纳税。实际上，美国的 REITs 每年缴纳的平均税率不高于 3.5%，远低于一般企业的平均税率，这就使得一些从事不动产行业的企业愿意将企业资质从一般企业转化为 REITs。2018 年的特朗普总统税改实际上也给 REITs 提供了进一步的税务优惠，有利于 REITs 的继续发展。

REITs 在 1960 年产生于美国，至今已在全球 40 多个国家立法通过。从各国 REITs 立法时点的宏观经济环境来看，大部分国家在 REITs 立法时都处于经济发展低迷期或紧缩状态。为数不多的特例包括阿联酋（2006 年）和越南（2015 年），在 REITs 立法时点这两个国家的 GDP 增速都高于 6%。同时，大部分国家 REITs 立法都是在不动产行业低迷或者下跌周期。我们知道，企业一般都是顺经济周期运营，在经济扩张期扩大生产，在经济下滑期收紧生产。因此，当一国经济处

于危机时，投资于不动产行业的资金开始减少，而不动产行业一般都是一国的支柱行业，REITs 的立法有助于吸引个人投资者的资金，并达到稳定不动产市场的目的。以美国 1960 年国会通过 REITs 立法为例，当时立法的目的之一就是打开众多零散自有资金进入不动产行业的渠道，丰富不动产资金的来源。

REITs 是不动产行业的一项重要金融创新，通过汇集个人投资者的零散资金，投资于个人投资者原本无法参与的项目。可见 REITs 具有极强的金融属性。事实上美国证券交易委员会（SEC）在行业分类中，把 REITs 和银行、券商、保险公司归为一个大类。由于金融业是面临强监管的行业，REITs 的存在、发展同样必须基于一定基础，主要包括三个方面：一是立法，二是税收政策，三是项目收益能力。目前中国市场上呼吁 REITs 出台实际上是呼吁相关立法的设立，中国目前还没有 REITs 的相关法案。也就是说，REITs 在中国还不是一个合法存在的业态。缺乏法律的名分，显然就无法得到相关的税收优惠政策。因此，在中国实践中，REITs 都与其他合法金融产品形态挂钩，例如资产证券化、公募基金等，而不是严格意义上类似于海外的 REITs。

在房地产发展的第三阶段，主要是以专业资金投资者为主导，金融属性依赖于成熟的物业运营管理能力。由于 REITs 汇集了个人投资者的离散资金，按照法律要求必须进行分红，因此 REITs 对收益有较高的要求。不动产项目的运营收益能力是 REITs 发展的重要基石之一。

对于持有物业并通过运营获得利润的不动产企业来说，物业的运营管理能力自然是获得高收益的关键。亚太房地产协会的数据显示，从2001年以来，亚太REITs的平均年化收益率是6.2%。因此，即便REITs在中国的立法问题和税收政策得以解决，在目前高房价的环境下，以运营中国物业为基础的REITs能否达到如此高的收益，显然是个很大的挑战。如果能够达到，当然对REITs的发展是极大的利好；但如果达不到，投资者对REITs的认可度将大幅降低。

三、REITs 在中国发展滞后的深层次原因

虽然说REITs的立法目前还没实现，但是可以看到各部委对REITs的推动仍在进行，包括商务部、证监会、发改委、人民银行等部委都在不断出台各种政策支撑文件，市场对REITs也非常期盼。但是REITs无法落地存在深层次的原因。首先在思维层面上，对REITs的理解仍然有失准确。在中国，REITs仍被广泛认为是一种融资工具，是解决房地产企业或者项目资金来源的工具。对REITs的理解定位是被动的资金管理，思维仍处于项目开发阶段，还不具备第三阶段金融理解的基础。不论是长租公寓还是基础设施，REITs被提到主要是因为这些项目收益率无法达到投资者的预期目标，无法在市场上获得足够的开发资金。在市场化的环境中，投资者也很聪明，也有自己的收益预期，在项目无法达到预期收益的情况下投资者不会有动力投资REITs产品。可见，作为一个充满创新的金融工具，REITs还没办法被有效使用。同时，由于中国房地产企业仍处于发展的第一阶段，不

可能在不具备第二阶段成熟运营管理能力的情况下直接跳跃进入第三阶段，还无法运用金融思维来考虑企业发展问题。如何转换思维、进行企业战略转型才是关键。这也是中国不动产企业在新形势下迫切需要考虑的问题。

基于上述思维缺陷，呼吁 REITs 出台的机构也比较有限。由于 REITs 被理解为融资工具，因此开发商和券商对其期待较高，但是目前开发商和券商并没有运营管理能力，只是从业务角度对 REITs 进行前瞻布局。事实上，REITs 作为特定资产运营管理模式，也面临很多法律限制，比如美国限制 REITs 对物业进行倒买倒卖和炒作。政府设立 REITs 的目标也非常明确，REITs 是用来扶植国民经济中不动产行业长期稳定发展，而不是成为特定企业炒作不动产牟利的工具。不但如此，美国国会立法还明确限制 REITs 每年可出售物业的数量，设定分红规则，这对规范 REITs 发展、保护投资者利益有重要意义，也是保证 REITs 长期稳定发展的基础。这些要求在中国对 REITs 的呼吁中都还没有涉及。大家都希望 REITs 出台，但是对 REITs 的限制鲜有讨论。实际上，这从另外一个角度体现了对 REITs 理解的不全面。从海外实践来看，REITs 的确是对零散投资者比较有利的工具，不但丰富了个人投资者的可投资金融产品范围，而且由于 REITs 与其他金融产品的相关性较弱，有助于提升投资者的收益并降低风险。因此，转换思维、团结更多的投资者一起来拥抱 REITs 很重要，不能够仅仅从开发商和券商的角度来谈 REITs 的重要性，也要从投资的角度进行呼吁。

REITs 虽然是一个极好的金融工具，但从上文分析中可知，其在中国的真正落地还有待时日。2015 年，中国证监会曾经批准发行鹏华前海万科 REITs，为 REITs 在中国的实践做出了有益尝试。同期由于中国房地产市场发展的优良环境，该基金所投万科物业价值不断上涨，为基金投资人带来了不错的收益。但应该看到，该公募基金作为试点在许多方面还不等同于严格意义上的 REITs。中国 REITs 之路该如何前行，是创造有中国特色的“REITs”体系（如类 REITs）还是采纳海外的标准模式；是尽快立法推动还是等市场瓜熟蒂落，都值得思考。然而不论如何，缺乏对投资人保护、违背金融常识的产品设计表面上看起来是“创新”，实际上将难以腾飞，难以健康持续发展。

四、问答环节

Q1: 长租公寓近些年发展较快，对 REITs 融资需求大，但由于租金受限（直接影响人民群众的生活成本），是否也不看好其前景？

A1: 长租公寓目前运营能力比较欠缺，收益无法达到投资者的预期回报，在市场上也难以募集到资金。因此房地产商想看是否能通过 REITs 渠道来募集资金。我觉得这是一厢情愿，还是以开发商的角度来使用 REITs，而没有真正从金融思维来考虑 REITs。需要一再强调，REITs 不是融资工具，它是特定资产的运营管理模式。因此我认为前景不看好。

Q2: 目前国家明确房地产不能炒的，靠资本增值主动投资房地产的 REITs 是否风险较大？

A2: REITs 在中国还没立法，不存在严格意义上的 REITs。目前所谓 REITs 不少是打着 REITs 的旗号，是金融乱象的一种形式。REITs 的成功在于成熟的运营管理能力，没有这个做基础，一切都是虚空。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“全球市场与中国连线”第三百零一期（2019年8月12日）内容整理而成，特邀嘉宾为中基协资产证券化业务专委会顾问郭杰群博士。

郭杰群博士，入选国家千人计划特聘专家。目前兼中基协资产证券化业务专委会顾问，上交所资产证券化专家委员，大商所研究中心顾问，上期所博士后导师，清华大学货币政策与金融稳定研究中心副主任，并担任若干政府顾问及公司董、监等职务。获2017年清华大学五道口金融学院金融EMBA&高管教育中心“最受欢迎的老师”奖。

郭杰群博士于1995年出国留学，在2014年归国创业前，任美国对冲基金Zais Group全球投资委员会委员、亚太区总经理。2012年在中国证监会全球招聘上期所副总经理中胜出，并授予总经济师职务。郭先生获美国印第安纳大学经济学博士学位。在Journal of Futures Markets, Journal of Structured Finance, 中国金融等期刊发表论文50多篇，发表投资文章400多篇，著有《资产证券化—基础、创新与案例》（中国金融出版社），译有《投资组合的构建和分析方法》（上海人民出版社、格致出版社）、《金融创新》（中国人民大学出版社）等。

【免责声明】

“全球市场与中国连线”为中国与全球市场间内部专业高端金融交流平台。本期报告由巴曙松教授和郑子龙博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“全球市场与中国连线”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

