



TSINGHUA PBCSF  
清华五道口

IFR  
金融科技研究院

# 研究报告

(2018 年 第 13 期 总第 13 期)

2018 年 10 月 20 日

## 中国住房租赁 REITs 研究及政策建议

鑫苑房地产金融科技研究中心

**【摘要】** 鼓励住房租赁市场发展是近年房地产行业的政策重点之一。“租售并举”的政策红利下，传统房地产企业和地产服务商均在长租公寓领域布局，但长租公寓运营也存在着前期投入大、周期长、回报率低等问题。不动产信托投资基金 REITs (Real Estate Investment Trusts) 为商业地产运营商提供了一种融资渠道及退出机制。报告介绍了中国租赁市场发展状况，结合目前的政策环境，提出了发展中国公募 REITs 试点的必要性。通过对中国 REITs 市场发展特点的梳理和美国、新加坡等国际经验比较，本文认为，国内 REITs

专项法律法规未出台，税收负担重，租赁住房回报率低和分业监管等是制约国内 REITs 市场发展的原因。基于此，本文对发展住房租赁公募 REITs 在立法、参与主体、市场环境培育等方面提出政策建议，以期标准化公募 REITs 发行营造良好的环境。另一方面，本文认为，金融科技技术可能为 REITs 基础资产转让提供技术选择，如传统房地产企业鑫苑集团在区块链技术的探索尝试。

PBCSF

## 目录

<b>第一章 中国住房租赁市场现状</b> .....	1
1. 租赁需求端：需求攀升，市场前景广阔 .....	1
2. 住房供给端：运营分散、规范性差 .....	4
2.1 长租中介平台竞争激烈，违规操作频现.....	6
2.2 房企资产负债率高，证券化工具支持.....	8
3. 金融工具支持：政府鼓励住房租赁 REITs 试点.....	9
<b>第二章 REITs 发展历史与国际经验</b> .....	11
1. REITs 定义、特点及运作方式.....	11
2. 美国是成熟的 REITs 市场 .....	12
3. REITs 与中国商业地产.....	14
3.1 中国 REITs 发展规模.....	14
3.2 中国类 REITs 产品特点.....	16
3.3 案例比较.....	18
4. 租赁住房 REITs 瓶颈问题 .....	21
<b>第三章 政策建议与展望</b> .....	23
1. 立法完善：明确 REITs 产品的法律定义、应税规则.....	23
2. 参与主体：以房企为主导的商业住房租赁 REITs .....	26

3. 公租房 REITs 可作为试点发行 .....	26
4. 投资者引导 .....	27
5. 提高管理人专业水平 .....	28
6. 区块链：股权资产转让平台，打通地区信息壁垒.....	28
参考文献 .....	32

PBC

# 中国住房租赁 REITS 研究及政策建议

寻朔 柯岩

(鑫苑房地产金融科技研究中心)

## 第一章 中国住房租赁市场现状

### 1. 租赁需求端：需求攀升，市场前景广阔

近年来，我国城镇人口持续增长，城镇化水平加速提升。如图 1 所示，2011 年后，我国城镇人口占比超过农村人口，2017 年，城镇人口合计约 8.13 亿人，占总人口的比重约 58.5%。与城镇人口比重普遍超过 70% 的欧美发达国家相比，我国城镇人口未来还有较大增长空间。

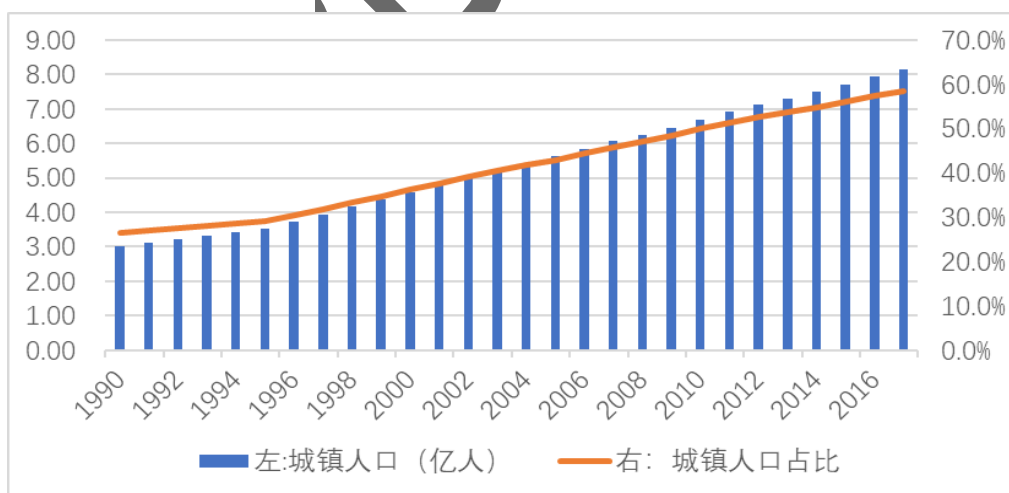


图 1 1990-2017 年中国城镇人口变化趋势

数据来源：WIND 数据库

城镇化进程加快的同时，2010-2014 年间流动人口持续增加，占总人口比重不断攀升（图 2）。2014 年末流动人口占总人口比重

在 18.5%左右，虽然近几年流动人口占比略有回落，但仍稳定保持在 17%以上；截至 2017 年底，我国流动人口总量约 2.44 亿人，人户分离人口约 2.91 亿人，其中包括异地置业大学生、迁住一二线城市务工求职的人口等。

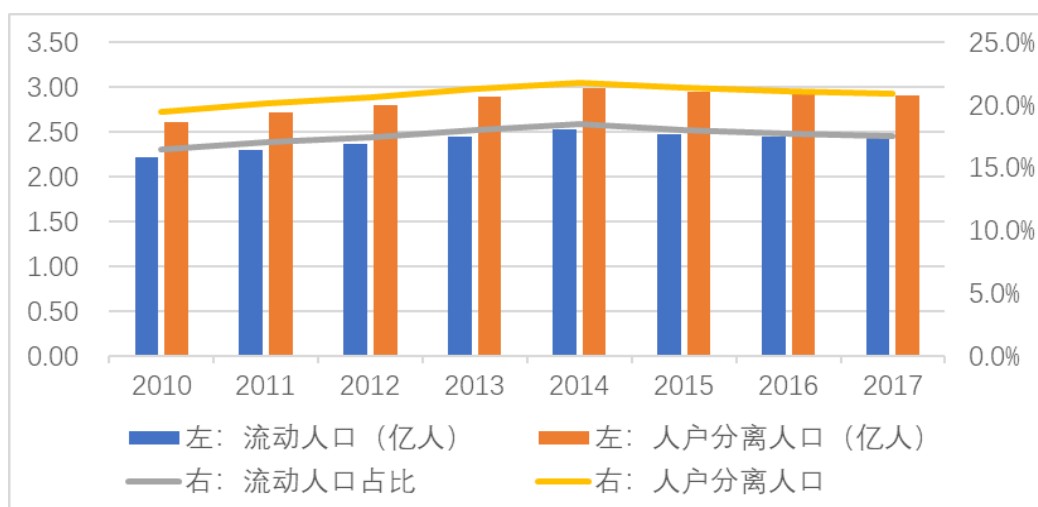


图 2 2010-2017 年中国流动人口和人户分离人口变化

数据来源：WIND 数据库

城镇化进程推进和流动人口增加的背景下，我国城市飙升的房价收入比，使得租赁人口逐渐形成较大规模。房价收入比（Price To Income Ratio，房屋总价/居民家庭年收入）主要用于衡量房价是否处于居民收入能够支撑的合理水平，直接反映房价水平与广大居民的租住需求相匹配程度。国际货币基金组织（IMF）的全球房价观察报告(Global Housing Watch Report)提到，2016 年上半年全球各大城市的房价收入比中深圳以 38.36 居全球第一。另外，在 Numbeo 数据库收录的全球 257 个主要城市房价收入比中，2017 年排名前 15 的城市中有 5 个在中国：深圳以 44.36 排名第二；北京

以 33.75 排名第五；上海以 32.62 排名第七；广州以 25.10 排名十一，如图 3。以国际标准衡量，房价是收入的 4-6 倍属于合理范围，而我国四个一线城市达到 25 倍以上，深圳甚至达到 44 倍之多。

Rank	City	Price To Income Ratio	Gross Rental Yield City Centre	Gross Rental Yield Outside of Centre	Price To Rent Ratio City Centre	Price To Rent Ratio Outside Of City Centre	Mortgage As A Percentage Of Income	Affordability Index
1	Caracas, Venezuela	254.08	3.30	4.07	30.29	24.60	5905.88	0.02
2	Shenzhen, China	44.36	1.31	1.47	76.62	68.25	358.55	0.28
3	Hanoi, Vietnam	37.15	3.69	7.44	27.09	13.45	388.41	0.26
4	Hong Kong, Hong Kong	36.15	2.25	2.23	44.35	44.81	224.85	0.44
5	Beijing, China	33.75	2.17	2.69	46.16	37.21	269.67	0.37
6	Mumbai, India	32.90	1.96	2.75	50.95	36.32	387.10	0.26
7	Shanghai, China	32.62	2.00	2.31	49.91	43.26	261.06	0.38
8	London, United Kingdom	27.80	2.42	3.11	41.31	32.19	190.26	0.53
9	Algiers, Algeria	27.11	2.59	3.03	38.59	33.05	225.36	0.44
10	Lviv, Ukraine	25.91	4.73	5.92	21.12	16.89	607.53	0.16
11	Guangzhou, China	25.10	2.13	2.57	47.04	38.90	213.86	0.47
12	Kiev, Ukraine	23.49	5.37	6.31	18.63	15.84	545.95	0.18
13	Rome, Italy	23.04	2.23	3.50	44.76	28.56	150.75	0.66
14	Ho Chi Minh City, Vietnam	21.65	4.88	5.77	20.48	17.32	223.76	0.45
15	Singapore, Singapore	21.63	2.75	3.65	36.41	27.39	134.33	0.74

图 3 2017 年全球城市房价收入比（前 15 名）

数据来源：

<https://www.numbeo.com/property-investment/rankings.jsp?title=2017>

持续上涨的房价、不合理的房价收入比给居民购房带来较大压力，尤其是在北上广深等一线发达城市。“有钱就买，没钱才租”等购房观点逐步淡化。同时，不断增加的城镇人口和有限的土地供应，无疑会使越来越多人选择租住，而非直接购入。根据中国指数研究院测算，2016 年中国总租赁人口接近 1.8 亿人，占总人口比重为 13%，租房市场规模 1.38 万亿元。形成对比的是，在住房租赁市场最发达的美国，2016 年租户有 1.11 亿租赁人口，占全美比重 35%，租赁市场规模在 3.54 万亿元左右。我国租赁人口在总数上已经超过美国，但租赁人口占比仍低于美国 22 个百分点。随着租赁制度

的健全和配套政策的跟进，我国租赁市场规模具有很大的发展空间。

## 2. 住房供给端：运营分散、规范性差

从租赁模式角度，住房租赁市场主要存在房源分散和规范化管理程度不高等问题。链家研究院统计，全国重点十城<sup>1</sup>租赁住宅供给，截至2017年末，个人普通租赁占比约64%，城中村27%，而品牌公寓（集中式<sup>2</sup>、分散式<sup>3</sup>）机构化房源仅为9%。其中，北京、上海、广州、深圳四个城市的集中和分散式公寓机构房源占租赁住房总房间数的比例，分别为10.3%、7.6%、2.4%和2.7%，如图4。全国十个重要城市中，个人普通租赁和城中村均占市场主导，但此模式规范化程度不高；集中式品牌公寓主要分布在一线城市，在人口流入及经济基础较好的二线城市也有分布；城市间差别大，北京品牌公寓供应量大，而深圳过半数为城中村供应。

<sup>1</sup> 十个城市是指：北京、上海、广州、深圳、成都、天津、苏州、武汉、杭州、南京

<sup>2</sup> 集中式长租公寓：房源集中布置，有公共空间、专业品牌运营管理

<sup>3</sup> 分散式公寓：主要来源为个人房东，通过简单装修和分拆隔间后按间或者按套租出



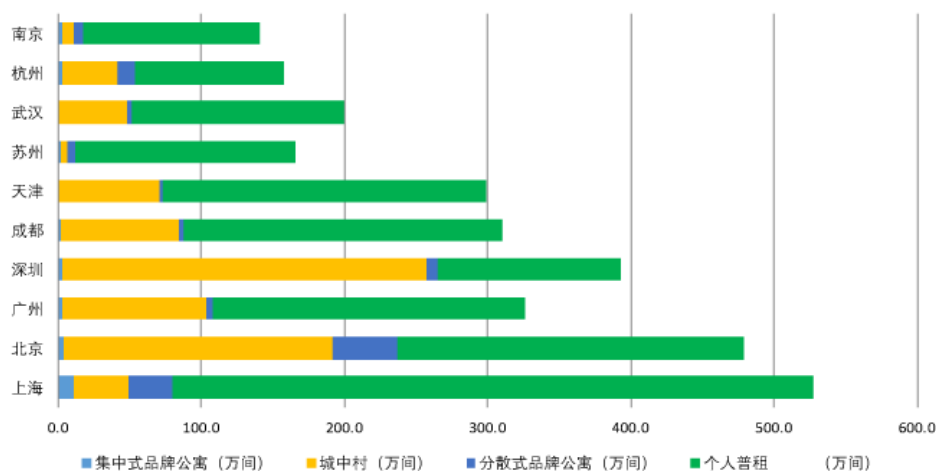


图 4 全国十个城市租赁住宅供应占比

资料来源：链家研究院《集中式长租公寓白皮书》

品牌长租公寓的供应，市场还未出现垄断性的参与主体，参与者正处于抢占市场份额、扩大管理规模的激烈竞争阶段。参与方包括：传统房地产企业、地产服务商、酒店类机构和品牌租赁中介。传统房地产企业，如万科泊寓、BIG+碧家国际社区，充分利用地产母公司持有的资产进行升级改造，采取“开发-持有-运营”模式。链家（自如）、我爱我家（相寓）等由租赁中介业务发展而来的地产服务商，房东处获取分散房源后，统一改造装修配齐家电然后再出租，作为租赁中介业务的变形。酒店类公寓商，例如华住（城家）、铂涛（窝趣）等，在资源端获取上与开发商类似，但在改造转变物业运营能力上有优势。品牌租赁中介平台主要是创业型的公寓管理公司，数量多、经营思路灵活，但在资金端和资源端竞争力弱于前三类。

表 1 品牌公寓参与主体比较

	传统房地产	地产服务商	酒店	品牌租赁中介
典型模式	持有-运营	租赁-运营	租赁-运营	租赁-运营
代表企业	BIG+碧家国际社区	自如、相寓	城家、窝趣	新派公寓、魔方公寓
优势	母公司存量房产资源；集团信用；低成本融资	客户资源；资源端获取分散式房源能力	物业资源、管理经验；客户资源	商业模式、
劣势	服务意识、运营能力	成本控制、现金流、资金成本	资源扩张资金成本	资源和资金；道德风险

从表 1 的对比看出，与轻资产运营的机构相比，传统房地产开发商在集中获取房源方面具有天然优势，有利于长租公寓业务集中化和规模化；大型房企拥有资金优势，能更好地应对现金流风险。

## 2.1 长租中介平台竞争激烈，违规操作频现

在国家大力鼓励和培育租赁住房市场的背景下，一大批长租公寓中介运营平台兴起，同时行业野蛮生长乱象也频频出现。目前，此类中介运营商正处于投入扩张阶段，表现为运营商采取“融资-获取房源-出租-再融资-再获取房源”的以规模为导向的加杠杆发展模式，扩大市场份额，争取房租定价权，实现由“烧钱”到“赚钱”模式的转换。部分租赁中介机构出现抢房源、抬房价、隐形收费、室内甲醛超标、租户被“租金贷”等违规和损害租客权益的行为。据上海消费者权益保护委员会披露，仅 2018 年上半年，上海市消保委共计受理相关投诉近 1400 件，同比增长近 3 倍，图 5 是投诉案件占比。

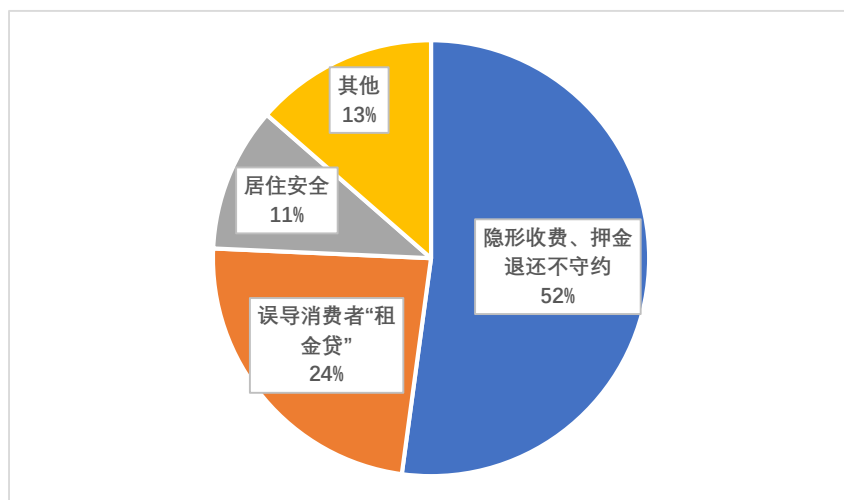


图 5 2018 年上半年上海市长租公寓相关投诉案件占比

数据来源：上海消保协 <http://www.315.sh.cn/concern/detail.aspx?id=57>

事实上，市场上的租赁中介平台盈利并不丰厚，规模化运营下产生的现金流压力是所有长租平台必须面临的挑战。租金差和出租率是盈利的关键要素，但租金存在着回报率低且回报周期长等问题。云房数据中心发布的《2018 上半年中国房地产投资回报率调查报告》显示，如果考虑靠租金获取房屋收益，房价涨幅最快、房价最高的一线城市，如北上广深，反而效果不佳，静态租金回报率（年内租金/售价）不到 2%，分别为北京 1.6%，上海 1.5%，广州 1.8%，深圳 1.7%。另据华创证券报告显示，国内长租公寓租金回报率仅在 3% 左右，远低于美国 8%-10% 的水平。

在期限错配等造成房源空置及现金流压力下，多家租赁中介今年因经营不善而卷钱跑路的“爆雷”事件频现。杭州长租公寓平台“鼎家”倒闭，宣布“因经营不善导致资金链断裂，已停止运营”；上海“爱公寓”过度使用金融杠杆为租客办理“分期贷”大肆扩张，

导致资金链断裂，一些尚处于租房合同期内的消费者，不仅遭遇房东强制清退，还因租赁合同绑定贷款而面临个人信用风险。

## 2.2 房企资产负债率高，证券化工具支持

而在房企参与长租公寓运营中，则存在房企资产负债率较高的隐患，表 2 列举了部分房企的负债情况。Wind 数据显示，2017 年，136 家 A 股上市的房企的负债合计超 6.58 万亿元，同比增长 34%，平均负债率达到 79.1%；2018 年第一季度报披露，平均负债率增至 79.42%，房地产成为仅次于银行和非银金融行业的资产负债率第三高行业。从企业的角度，136 家上市房企中，负债超过百亿元的房企达 67 家，占 49%；负债超过 300 亿元的房企有 37 家，占 27%，其中，万科、绿地控股、保利地产位列前三，分别为 9786.7 亿元、7550.8 亿元、5382.1 亿元。

**表 2 部分房地产企业资产负债率**

证券代码	证券简称	资产负债率		
		2015 年	2016 年	2017 年
600606. SH	绿地控股	88.04%	89.43%	88.99%
2007. HK	碧桂园	75.32%	86.20%	88.89%
3333. HK	中国恒大	81.22%	85.75%	86.25%
000002. SZ	万科 A	77.71%	80.54%	83.98%
600048. SH	保利地产	75.95%	74.76%	77.28%

数据来源：各公司年报、季报

在房企拿地成本增加、楼市调控趋严的背景下，房地产开发商利润下滑，资金周转速度放缓，“开发+销售”传统盈利模式受到一定影响，房企积极寻找新的业务模式。2017 年年底，碧桂园

发布“BIG +碧家国际社区”长租品牌，在上海、武汉、深圳、厦门、广州等一、二线城市落地门店 10 余家。万科、金地、远洋、龙湖、旭辉、石榴、中骏置业等企业都在长租公寓等领域进行布局。若依赖传统融资，房产企业运营长租公寓可能进一步推高企业本身负债，在经济衰退或行业下行时企业将面临快速放大的还债压力，甚至导致金融系统信贷风险。

为控制金融行业的房地产信贷风险，监管层制定一系列政策用于规范房地产融资行为，随着房地产从增量转向存量市场转变，有效盘活存量资产、释放资产的价值，将成为未来房地产企业在融资时优先考虑的因素。REITs(Real Estate Investment Trusts)，不动产资产证券化<sup>4</sup>的一种模式，从国际实践经验看来，既可以补充房地产行业的资金来源、提高融资效率，又可以降低金融系统承担的房地产行业风险，为盘活存量市场提供了发展契机。与传统的融资方式相比，资产证券化的融资方式基于稳定现金流，不依赖于融资方的主体信用；资产证券化产品设立特定目的载体（SPV）以起到破产隔离的作用。

### 3. 金融工具支持：政府鼓励住房租赁 REITs 试点

鼓励住房租赁市场发展是近年房地产业的政策重点之一。2015

---

<sup>4</sup> 资产证券化是指以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券（ABS）产品

年至 2018 年，国务院、发改委、央行和财政部先后多次印发意见，将推进 REITs 产品试点研究作为引导房屋租赁市场健康发展，扩宽不动产项目融资的重要手段之一。2018 年，证监会、住建部发布的《关于推进房屋租赁资产证券化相关工作的通知》，明确提出了将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券性质的资产证券化产品，试点发行 REITs 产品。

在此之前，我国 REITs 法律结构方面已取得初步进展，但整体进程较为缓慢。2012 年新修订的《证券投资基金法》增加了有关非公开募集证券投资基金（私募基金）的规定，主要对投资者、管理人以及募集、管理等进行约束，但对投资标的并没有明确约束，这为私募 REITs 产品在国内发行提供一定法律依据和监管准则。2013 年，新修订《证券公司企业资产证券化业务管理规定》，将“资产证券化业务载体”由原本只允许设立“专项计划”的规定，修改为“中国证监会认可的其他特殊目的载体”，这使得国内房地产企业发行公司型 REITs 成为可能；同时，第十四条提出“同一专项计划发行可划分为不同种类”的要求，肯定了证券分级结构设计可达到 REITs 产品内部增级效果。2014 年，证监会为规范资产证券化产品发行和运营，发布《证券公司及基金管理子公司资产证券化业务管理规定》，这是目前我国类 REITs 产品发行的重要参照。

## 第二章 REITs 发展历史与国际经验

### 1. REITs 定义、特点及运作方式

REITs (Real Estate Investment Trusts) 起源于二十世纪五十年代的美国。1960 年, 美国国会通过《国内税收法典》(Internal Revenue Code of 1960) 和《房地产投资信托法案》(Real Estate Investment Trust Act of 1960) 确立了 REITs 的法律地位, 并规范了 REITs 的定义和组织方式。

从定义上看, REITs 产品是由专业管理机构将投资者资金投资于能产生稳定现金流的房地产资产或不动产, 并将所产生的现金收入以派息的方式及时进行分配, 为投资者提供长期稳定的现金收益。海外成熟资本市场的 REITs 产品特点在于:

- (1) 基金大部分投资于房地产物业, 如香港 90%, 美国、新加坡 70%以上的法律规定;
- (2) 投资收益主要来源于租金收入, 也包括房地产升值收入;
- (3) 收益的大部分用于分红, 如香港、美国均为税后收益的 90% 以上分红给投资者;
- (4) 投资者持有的是 REITs 的股权, 而非债权;
- (5) 上市 REITs 份额固定, 长期回报率稳定且较高。

从 REITs 的运作方式来看, 可以分为两种:

一是设立特殊目的载体公司（SPV）向投资者发行收益凭证，类似股票发行，将募集的资金投资于商场、酒店式公寓等商业地产，并将所属经营性物业项目产生的现金流向投资者派息；

二是物业开发商将所持全部或部分经营性物业资产打包，设立专门的 REITs，将其每年租金、按揭利息等现金流作为标的，分割成若干份出售给投资者，之后定期派发红利，实际上给投资者提供类似债券的投资方式。

## 2. 美国是成熟的 REITs 市场

REITs 在世界范围内得到了快速发展。戴德梁行公布《亚洲房地产投资信托基金（REITs）研究报告》显示，截至 2017 年第二季度，亚洲各大交易所 REITs 总市值约 2095.9 亿美元。日本、新加坡、香港交易所 REITs 市值分别占亚洲市场规模的 55.35%，27.42%、15.47%。美国市场是世界上最完善、最先进的 REITs 市场，安永在《Global Perspectives: 2016 REITs Report》中将美国列为全球唯一一个成熟的 REITs 市场。



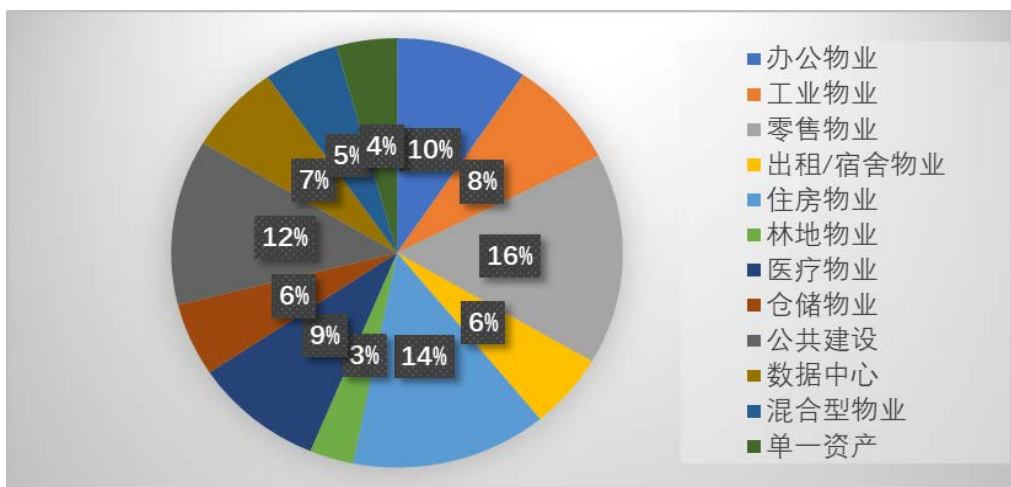


图 6 美国各类型 REITS 产品市值占比 (201808)

数据来源：WIND 数据库

根据美国全国房地产投资信托协会 (NAREITs) 统计，如图 6，截至 2018 年 8 月，美国 REITs 产品持有的房地产资产市值超过 3 万亿美元，产品为公募 REITs 为主，住房租赁 REITs (Residual REITs) 是其中重要的组成部分，约占 REITs 总市值的 14%。1971 年到 2017 年发展来看，权益型 REITs (Equity REITs) 在数量和发行规模上均占绝大部分市场份额，抵押型 (Mortgage) 和混合型 (Hybrid) REITs 发行规模较小，如图 7 和图 8 所示。

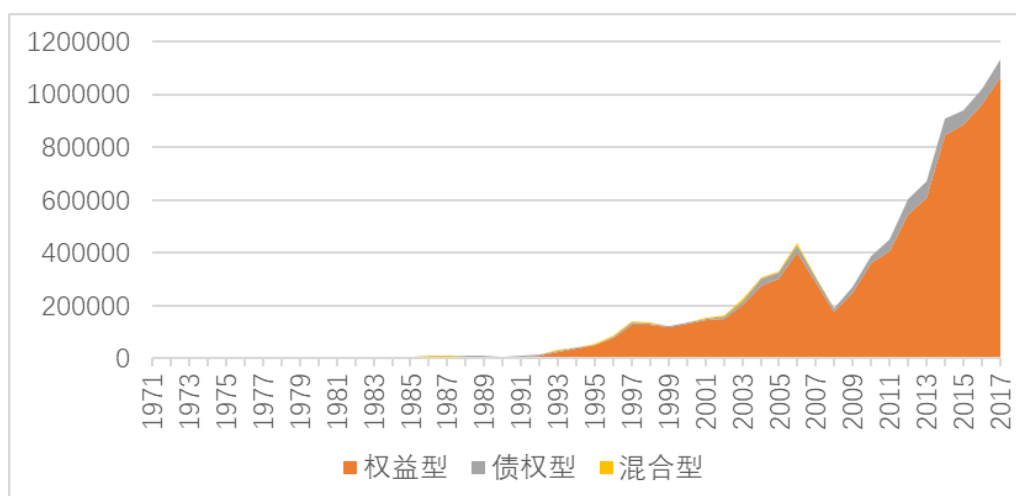


图 7 1971-2017 年美国 REITs 产品规模 (单位: 百万美元)

数据来源：WIND 数据库

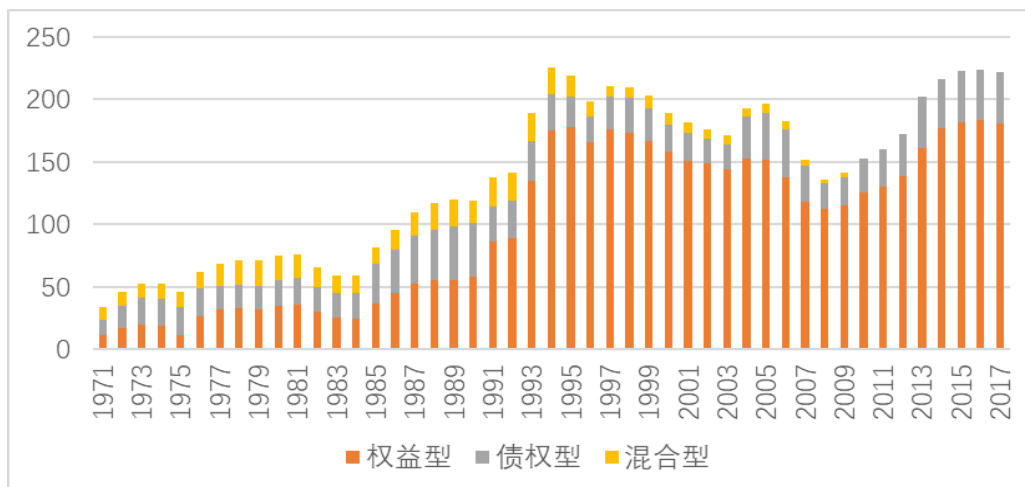


图 8 1971-2017 年美国 REITS 发行数量 (单位: 个)

数据来源：WIND 数据库

### 3. REITs 与中国商业地产

#### 3.1 中国 REITs 发展规模

由于我国尚未对 REITs 进行专门立法定义，目前发行的 REITs 产品在架构设置、投资门槛、流动性、收益分配以及募集范围等方面和标准化 REITs 有一定距离，所以为“类 REITs”产品，与成熟 REITs 市场以产权分割为基础的 REITs 有很大不同。与传统的 REITs 架构相比，首先在物业层面，作为 REITs 载体的专项资产管理计划并没有直接持有物业，而是通过持有项目公司的股权而间接持有物业；在 REITs 层面，采用了专项资产管理计划与非公募基金的叠加结构。

2014 年，我国启动 REITs 的探索性试点。“中信启航专项资产

管理计划”（下称 ‘中信启航 REITs’）是国内第一单股权非公开募集类 REITs 产品，2014 年 5 月在深圳证券交易所挂牌，该产品以中信自持缺乏流动性的不动产作为证券化投资资产，面向持有深圳 A 股证券帐户或基金账户的机构投资者销售。如图 9，国内 REITs 产品规模呈加速发展趋势，截至 2018 年 6 月，国内交易所挂牌发行的类 REITs 证券化产品数量 34 只，仍处于存续期的产品数量 32 只。资金发行总规模为 741.80 亿元，未清偿金额 606.76 亿元，平均发行规模为 21.19 亿元。同时，海外交易所上市的以大陆资产为底层资产的标准 REITs 产品数量共 15 只，例如越秀 REITs、凯德商用中国 REITs 等。

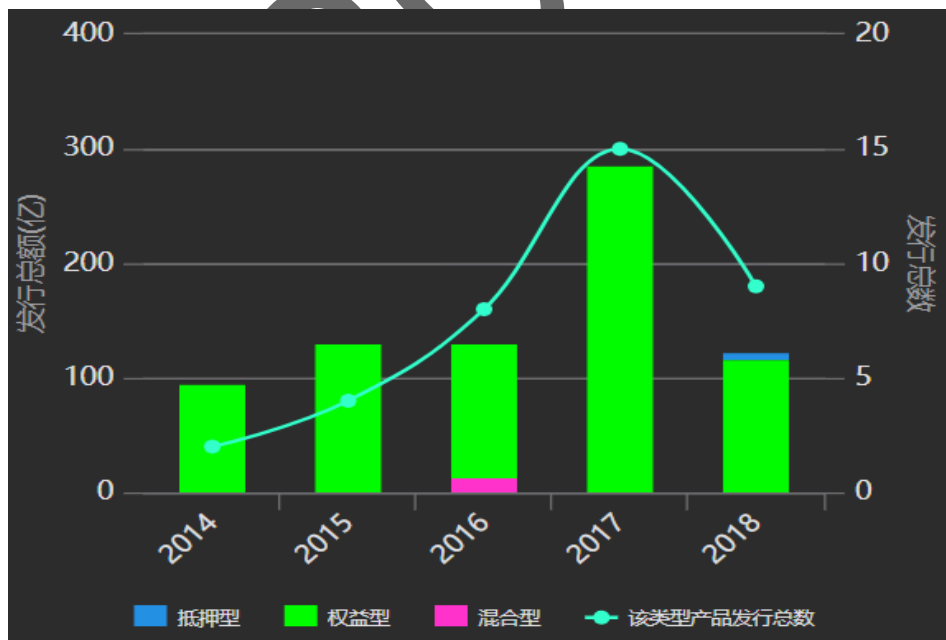


图 9 2014-2018 年 6 月，中国类 REITs 产品发行规模

数据来源：中国资产证券化网

<https://www.cn-abs.com/Market/AssetSummaryV2.aspx?productId=2&assetTypeId=18&subTy>

### 3.2 中国类 REITs 产品特点

目前，国内类 REITs 产品特点主要分为以下几方面：

第一，国内绝大多数 REITs 产品属于私募范畴，主要在银行间、机构间私募产品报价与服务系统等交易所挂牌交易，公募 REITs 基金仅有一只；

第二，国内 REITs 为资产支持专项计划形式，投资标的多为成熟商用房地产；

第三，不少类 REITs 项目中，管理人采取的架构是发起设立私募基金装入标的不动产，再以私募基金作为基础资产发行 ABS 产品的双 SPV 结构。

需要说明，2015 年 7 月，国内出现首个公募类 REITs——“鹏华前海万科 REITs”，在深圳交易所二级市场交易最低份额为 1 万元。但受限于《证券投资基金运作管理办法》中公募基金持有单一公司集中度的相关规定<sup>5</sup>，该产品并不拥有物业产权，实质为 BOT 项目“特许经营权”收益权的证券化。一方面，投资者不能享受不动产增值的收益，另一方面，该单公募 REITs 可复制性不强等原因，至今市场上并未出现同类型的产品。

2017 年 10 月，“中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”（下称‘保利租赁住房 REITs’）发行，这是第一支央

<sup>5</sup> 不动产资产的比例不得超过基金资产的 50%

企发行的以存量物业为投资标的的 REITs 产品。需要注意的一点是，该产品采取“储架发行”模式<sup>6</sup>，公开发行业比例达 90%，十分接近公募水平。这对于近年来加码长租公寓和租赁住房的万科、龙湖、中海等房地产企业来说，无疑提供了缓解其退出渠道“后顾之忧”的范本。

整体来说，REITs 为商业地产运营提供了一种融资渠道以及退出机制。房企以自有资金和信贷融资获得资金进行商业地产的开发及前期培育，待商业地产成熟获得稳定租金收入后将成熟的存量资产打包设立 REITs 在公开市场出售部分份额回笼资金，缩短了投资回报周期，同时房企因持有部分 REITs 份额享受分红收益及潜在物业升值收益，实现重资产向轻资产的转变。

随着租售并举住房体系的推进，中国住房租赁类 REITs 发展迎来一系列政策红利，长租公寓、租赁住房 REITs 在发行规模和数量上有较大幅度提升。上海证券交易所和深圳证券交易所陆续批准保利地产、招商蛇口、龙湖、旭辉等大型房地产企业，以及自如、新派等公寓运营商发行相关的租赁房产类 REITs 产品。仅 2017 年前 10 月交易所挂牌发行的商业房地产 REITs 产品在数量和规模上超过前三年总和。

---

<sup>6</sup> 一次报批核准额度后，分期多次发行融资

### 3.3 案例比较

表 2 列举了我国 REITs 发行、存续期间涉及的税务问题。表 3，将两只国内典型的类 REITs 产品——“中信启航 REITs”、“保利租赁住房 REITs”，与新交所上市的标准 REITs 产品“凯德商用中国信托基金 Capital Retail China Trust(下称‘CRCT’)”（第一支在新加坡上市的中国零售物业标准化 REITs）进行对比。我们发现：

第一，国内类 REITs 产品结构较为复杂，产品设立、存续和退出阶段涉及纳税主体和税种较多。例如，资产划转设立项目公司（土地增值税、契税、企业所得税等）、设立私募基金收购项目公司股权（企业所得税、印花税等）等，还包括股权架构调整、资产重组、到期处置等结构。

第二，国内 REITs 项目实操中，通过架构设计有效避免“双重征税”问题。通过设立 REITs 项目公司以接受不动产资产，进而以股权转让的方式设立类 REITs，不再涉及不动产资产的转让。

第三，复杂的交易架构设计增加了管理环节，增加管理费用；另一方面，复杂交易结构增加了交易参与方运营管理难度，不利于 REITs 规模化发展。

第四，国内 REITs 产品附带较高保证的增信措施，基础资产信用不独立，依赖增信对收益的支持，附带回购条款。

第五，企业融资属性非常强，多是针对单一项目融资，而标准

REITS 则投向于由一揽子地产项目或相关债权形成的地产资产包，关注资产运营增值与权益投资。

表 2 中国发行 Reits 各个阶段涉及税务

环节	纳税主体	税种	税基
购置/处置 物业	买方	3%-5%契税	出售价格
	买方、卖方	0.05%印花税	按比例或定额计税
	卖方	30-60%超额累进土地 增值税	出售物业所得的增值额
		11%增值税（简易征税 为 5%）	全部价款+费用（-购置原 价）
持有运营 物业	运营公司 /REITS	25%所得税	经营所得
		11%增值税（简易征税 为 5%）	租金收入
		25%企业所得税	经营所得
投资者分 红	企业投资者	1.2%/12%房产税（从价 /从租）	计税余额/租金收入
	个人投资者	25%企业所得税	投资收益
		20%个人所得税	投资收益

资料来源：兴业证券研究院



表 3 中国类 REITs 产品与新加坡标准 REITs 比较

	中信启航 REITs	保利租赁住房 REITs	CRCT
管理公司	中信证券	中联前源基金、保利瑞驰资产管理公司	新加坡凯德集团
募集规模	52.1 亿元	50 亿元，产品期限 18 年，分期发行，一期发行 17.17 亿	发行价格 1.13 新元，募集 2.18 亿新元
所持物业	北京中信大厦、深圳中心证券大楼	位于广州、重庆、北京等十个城市的自持租赁住房	先后购入北京、上海等 7 个城市 10 处商业物业
物业持有	专项资产管理计划+私募基金	专项资产管理计划+私募基金+项目公司	信托基金
管理模式	内部管理	内部管理	外部管理
募集方式	私募	私募	公募，2006 年新加坡交易所主板上市发行，不另设投资门槛
增信措施	A. 优先级证券 36.5 亿元，评级 AAA，次级证券 15.6 亿元； B. 中信证券持有 10% 次级凭证，次级为优先级提供信用支持	A. 优先级 15.453 亿元，次级 1.717 亿元，次级不能在上交所公开转让交易 B. 优先级评级 AAA	不设分级
收益分配	A. 优先级在存续期间获得 7% 的基础收益，退出时获得资本增值的 10%； B. 次级获得满足优先级基础收益后的剩余收益，退出时获得资本增值的 90% 等担保措施	A. 私募基金：底层物业资产抵押担保 B. 专项计划：租赁收入及权利维持费用；优先级/次级分层；保利集团差额支付承诺；投资者行使回售权时提供流动性支持；保证金；优先级证券评级下调时保利集团予以全部收购	浮动分红，历史股息收益率在 3-10% 之间
退出安排	A. 上市方式退出，新设立的公募 REITs 将以“75% 现金+25% 份额”收购目标资产 B. 出售方式退出，第三方机构收购目标资产。	A. 存续 18 年，每 3 年设置一次投资者的开放退出，保利对优先级证券回购； B. 到期后保利集团收购私募基金所持项目公司股权和债权	私募基金负责商业项目前期开发、收购以及培育，利用 REITs 实现退市套现，由持有型物业向出售型物业开发转变。
税收	通过设立 SPV，以股权转让代替实物资产转让，合理规避土地增值税和印花税等	通过股+债的方式收购 SPV 股权，节约了股权转让过程中的相关税费	投资者收益的预扣税率从 20% 降至 10%，免征 3% 印花税，个人投资者免征个人所得税



#### 4. 租赁住房 REITs 瓶颈问题

本文认为，REITs 在我国发展较慢的原因是多层面的，以下是最重要的几点：

第一，国内缺少 REITs 综合性税制安排。我国 REITs 发行主要依据 2001 年颁布的《信托法》，目前尚无全国范围内适用的制度和政策，也无税收优惠，实际操作中对于土地增值税的优惠需要与地方政府税务机关具体沟通。所以，国内 REITs 发起方会根据现行法律主动合理避税。例如，中信证券通过资产划转设立特殊项目公司，该公司不属于房地产开发企业，所以依据《关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》第四条规定，“单位、个人在改制重组时以国有土地、房屋进行投资，对其将国有土地、房屋权属转移、变更到被投资的企业，暂不征土地增值税。”，从而实现免缴纳土地增值税的目的。

而国际上，许多国家和地区对 REITs 设定了一些专门的税收优惠安排，包括税负减免、避免重复征税等方面措施。例如，新加坡上市交易或在 6 个月内即将上市的 REITs 涉及的印花税可以减免。在美国，买卖资产的税收优惠较少，但如果收入用于分红，则会提供税收优惠政策支持，同时对不满足要求的 REITs 设置惩罚性税收措施，如 REITs 将不少于 90% 的应税收入作为红利派发给股东则基金层面免征公司税，所以美国 REITs 在股息率和分红率上十分可观。

1990 年以来，美国权益型 REITs 的平均股息率比美国 10 年国债收益率高 1.12%<sup>7</sup>。

第二，租赁住房的租金回报率低。REITs 的收益由两部分构成：日常运营收入以及资本收益，日常运营收入主要来自于租赁租金，而资本收益则主要是处置或互易资产产生的收入。权益型 REITs 的资产净值 (Net Asset Value) 是基于未来营运现金流 FFO (Funds From Operations) 的折现，类似股票的现金流折现模型 (Discounted Cashflow Model) 估值。FFO 中较大部分在于租金收入，不考虑杠杆的情况下，REITs 的投资回报和持有物业的租金回报 (资本化率 Cap Rate，即物业产生的净租金除以资产价格，即净租金收益率) 成正比。

在中国，受融资成本高的影响，REITs 真实投资回报率并不具有优势。根据戴德梁行和北大光华的测算，目前中国商业地产的平均租金回报率仅为 3%，北上深等一线城市甲级写字楼的租金回报率仅 6%，而租赁住房中仅公租房和租赁用地住房勉强达到 5%，一线城市的普通商品房和公寓租金回报甚至在 2% 以下 (十年期国债利率在 4% 左右)。国内房市资产价格高、租金低、资本化率偏低的问题，导致租金回报不足以满足投资者对分红的要求，一定程度上影响投资积极性。

第三，分业监管机制的制约。我国目前银行、保险、证券、信

---

<sup>7</sup> NAREIT.com

托属分业监管，专业化层次低，REITs 设立、运营、上市交易等各个环节分别归属于不同监管机构管理，造成信息难以共享、职能分割等，这与 REITs “混业”的属性特征向冲突。过于分散、个性化的操作背离了证券的内在要求，对发展统一、标准化的 REITs 市场极为不利。

最后，国内缺少成熟的物业运营机构。目前平台和房地产商在长租公寓运营方面都处于探索阶段。平台运营相对零散，房地产商则相对缺少运营经验。在过往经营中，房地产开发商更倾向于持有收益稳定的工业地产和旅游地产，对于开发周期短、风险高的住宅类地产则更倾向于直接出售。

### 第三章 政策建议与展望

#### 1. 立法完善：明确 REITs 产品的法律定义、应税规则

现阶段国内类 REITs 产品均以《证券法》、《基金法》为依据，进行产品设计和发行。要建立完善的 REITs 法律体系，仅《信托法》和《基金法》是不够的，需要将法律制定工作细化，配备一些其他相关法律。

从国际经验看，美国 REITs 的起源有明显的税收优惠特征，而我国香港对 REITs 的规范不是通过税法中税收优惠的杠杆而实现，而是通过专项的立法、修改投资、信托等有关法律或新建法令，对

REITs 的结构、投资目标、收入分配等方面制定了硬性的规定。所以，我们认为，推进 REITs 的过程中，需要通过立法对 REITs 产品进行更为具体的规范和引导。

首先，应明确 REITs 的法律定位，明确权责，加强业务指引。具体可从以下方面着手：

**组织形式：**结合现有《证券法》和发行经验，可继续采用契约型模式，用资产专项计划对接私募基金，间接持有物业公司的股权。

**持有人结构：**参照美国等国规定，对前五/十大持有人的持股比例进行限制，避免过度集中。

**杠杆比重：**限制 REITs 运营中的杠杆率，以防重蹈美国 Mortgage REITs 资金链断裂的覆辙。

**资产及收入来源：**明确 REITs 的投资和运营范围，避免 REITs 产品成为违规资金通道。以美国经验为例，美国法律要求 REITs 总收入中至少应有 75% 来源于不动产出租或出售利得、抵押贷款利息，总收入中至少应有 95% 来源于上述资源、股息、利息及证券出售利得。如果 REITs 未满足 75% 或 95% 的收入测试，将承担 100% 的惩罚性税收。

**红利分配：**引导 REITs 产品提高分红比重，强调 REITs 产品的投资属性。国际上，美国法律规定，应税收入可免税进行股利分配，但需将 90% 以上以股利的形式分配给投资者，否则面临惩罚；日本

法律规定，REITs 收入可免除企业所得税，但需将 90%以上的净收入进行股利分配。

其次，需要对权益型和债务型 REITs 进行明确区分，对产品分层、增信、评级等环节进行更细致的规范，可以通过适度税收优惠推进 REITs 产品发行。具体而言，在所得税方面，可参考美国、日本等国规定，避免公司资本利得和地产税的双重征税，对投资者所得的分红减免所得税。在权益型 REITs 发行阶段，涉及较多的不动产转让、剥离、重组，给物业持有人带来了较高的发行成本，未来可通过试点对 REITs 产品中涉及的产权交易环节予以一定税收优惠，创造良好的税收环境。

再次，现有法律框架下推进公募 REITs 强调了产品的金融产品而忽视了不动产属性，权益类产品发展需要更适合的专项法规。“鹏华前海万科 REITs”投资于不动产资产比例不超过基金资产 50%，其他投资于固定收益证券和股票，这使得不动产资产不是该 REITs 产品的主导基础资产，所以偏向债权产品而非国际标准的权益产品。

因此，在 REITs 法律定位，完善法律框架，创造良好的监管环境和税收环境等方面做出统一规定，是我国推动 REITs 市场标准化发展和公募 REITs 发行的基础工作。

## 2. 参与主体：以房企为主导的商业住房租赁 REITs

当前阶段，我们认为传统房企及房企下属租赁平台仍是发行住房租赁 REITs 的主要参与者。在长租公寓运营中，房地产企业在房源获取、资金投入和物业管理方面拥有天然优势，万科等企业进入住房租赁市场后能够引导市场向集约化、规范化的方向发展。就现有类 REITs 产品来看，租赁中介参与的类 REITs 产品多以信托贷款或委托贷款为基础资产，中介不持有产权，产品的债券融资特征更明显；而保利、碧桂园等房地产企业参与的类 REITs 产品则具有更鲜明的权益性特征，并且房地产企业拥有更强的风险调控能力和更完备的风控体系。

然而，目前以房企为主导的商业住房租赁 REITs 存在以下问题：传统房企缺少长租公寓的运营经验；房屋租售比过低，长租公寓运营成本高、回报慢；房地产企业依赖信贷融资，缺少发行权益型 REITs 的积极性；在现有税收框架下，产权转让成本过高等。

因此，我们建议一方面应调控房价，引导租售比回归合理区间，另一方面，可从国资企业开展试点，给与房地产企业一定的税收优惠或其他激励，引导企业积极参与住房租赁市场。

## 3. 公租房 REITs 可作为试点发行

从底层资产角度，公租房 REITs 可作为标准化 REITs 发行试点的优先考虑对象。

首先，公租房已形成一定规模。目前全国公租房已建成存量约 1300 多万套，投资额约 3 万亿元。未来，公租房增量仍然可观。从各个城市来看，上海预计未来五年新增各类保障房约 55 万套，北京市在“十三五”期间计划建设筹集各类保障性住房 20 万套以上，其中建设筹集公租房 5 万套；深圳提出到 2035 年新增建设筹集各类住房共 170 万套，其中人才住房、安居型商品房和公共租赁住房总量不少于 100 万套。

其次，公租房的税收减免政策能降低 REITs 的发行及运营成本。公租房是一种较为特殊的房地产项目，建设、出租的税收减免政策已基本明确，根据《关于公共租赁住房税收优惠政策的通知》（财税[2015]139 号），免税种类主要有城镇土地使用税、印花税、契税、部分土地增值税、营业税、房产税等。

第三，公租房的建设、运营资金需求与 REITs 产品较为契合。数据显示，在“十二五”期间我国新建 1349 万套公租房中，政府和银行资金投入占总投入的 78.4%。同时，公租房租金标准不确定、资金回收期长、收益率低、后续运营维护成本高等因素也成为制约其发展的主要因素，单纯的融资模式已很难吸引社会资本投资公租房项目，公租房的建设资金来源是保障房融资的“难中之难”

#### 4. 投资者引导

参照美国发展经验来看，标准化 REITs 的长期健康发展离不开

对投资者的引导。

首先，应明确 REITs 作为房地产类投资工具的属性。目前，我国部分投资者存在“投资房地产等于炒房”，因此我们认为，可通过 REITs 产品引导投资者更合理地投资房市、进行资产配置；

其次，加强风险教育。在推行公募 REITs 过程中，应注意风险提示，明确风险及收益来源，引导投资者理性投资。

## 5. 提高管理人专业水平

目前，我国类 REITs 资产池中产品较为单一，产品设计多从单一原始权益人的融资需求出发，而管理机构尚未形成主动筛选、管理、参与运营不同资产的业务模式。

其次，目前类 REITs 产品的风险控制主要是通过产品分层和外部增信完成的，这种做法在债券融资产品中更为常见。而在权益型 REITs 中，资产组合和分散则是控制风险的主要方式。

因此，我们认为在权益型 REITs 推进过程中，必然需要在物业管理方面更加专业的管理机构参与产品设计和发行。

## 6. 区块链：股权资产转让平台，打通地区信息壁垒

目前，我国缺少全国性的股权资产转让平台，表现为 REITs 产品在资金端以私募基金的形态统一备案，但是在资产端，虽然可以实现基础资产的权属认定、打包定价与交易，但工商过户、不动产权属变更以及税务等具体操作必须在基础资产所在地完成。这一现



状对整合业务规则、打破数据信息孤岛提出了更高的要求。而目前，中心化数据库存在数据一致性验证工作量大、清洗入库时间长、体量巨大、并发访问压力等存在问题，所以分布式账本技术/区块链可能是一个较优选择。

联盟链是较好选择。考虑到产权转让登记数据的权威性和法定性特点，特别是目前的信息共享主要集中在政府部门间，建议采用联盟链。设定不动产登记机构这些预选节点为记账人，每个块的生成由所有的预选节点共同决定，这也是预选节点共识过程。其他接入节点参与共识，但不参与记账。用户可以通过该区块链开放的应用程序接口 (API) 进行限定查询。

验证池 (Pool) 共识方法较优。工作量证明和权益证明确认时间长；股份授权证明机制与权益证明原理类似，前者选出了若干代理人来验证和记账，但此两种方法都需发行代币，不适用于信息共享应用。实用拜占庭容错和授权拜占庭容错算法过程不需要代币，共识效率较高，但存在联合作假问题。验证池 (Pool) 基于传统的分布式一致性工作，加上数据验证机制，该方法不需要代币，秒级共识验证。虽然去中心化程度不如公链，但更适合多方参与的多中心商业模式。因此，在实现信息共享的情境下，验证池共识机制是更为适当的选择。

不动产登记转让信息涉及数据隐私保护。采用区块链的非对称加密和授权技术，使得存储在区块链上的信息是公开的，但账户身份信息高度加密，只有在数据拥有者授权的情况下才能访问到，从而保证不动产数据的安全和个人隐私安全。

跨地市的股权资产转让平台对实现不动产登记转让信息共享至关重要，金融科技行业发展带来的高透明度、高效率、成本优化等特点为其发展提供了有利契机。在此背景下，中国的部分地方政府部门联合金融科技公司和房地产企业，如鑫苑集团，已经开始积极尝试。

## 总结：

整体来看，中国住房租赁 REITs 面临着巨大的发展机遇。监管层角度，REITs 等不动产证券化产品被看作是调控房屋租赁市场的重要工具，并积极建立试点；住房租赁企业角度，发行类 REITs 可协助开展轻资产化运作，从长期持有资产转变为租赁住房管理，促进提高租赁住房投资规模，有助于提高运营收益，从而形成住房租赁市场的长效机制。投资者角度，REITs 是投资者享受房地产红利的有效渠道。

本文认为，国内 REITs 专项法律法规未出台、税收负担重、租赁住房回报率低和分业监管等是制约国内 REITs 市场发展的主要原

困。基于以上分析，我们从立法、国际税收优惠经验、鼓励房企主体参与、公租房优先试点、金融科技技术帮助打破数据孤岛以及外部市场环境建设等方面提出优化建议，期望促进我国公募住房租赁REITs 尽早落地。

PBCSF

## 参考文献

- [1]. Nareit. Nareit' s Economic Outlook: A Look Back at 2017 and a look forward in 2018. 2018.
- [2]. IMF. Global Housing Watch Report. 2016
- [3]. 安永. Global Perspectives: 2016 REITs Report. 2016
- [4]. 光华管理学院. 中国公募 REITs 发展研究—投资者的视角. 2017.
- [5]. 光华管理学院. 中国租赁住房 REITs 市场发展研究. 2017
- [6]. 光华管理学院. 不动产信托投资基金税制问题研究. 2018
- [7]. 链家研究院. 集中式长租公寓白皮书. 2018
- [8]. 兴业研究. 如何进行避/节税的交易结构设计——看现有框架下类 REITs 如何起舞. 2017.
- [9]. 兴业研究. REITs 机制及税收制度探讨. 2017.
- [10]. 郭杰群. 中美住宅开发商融资模式对比及分析. 《金融市场研究》, 2018.
- [11]. 戴德梁行. 商业地产资产证券化及估值逻辑分析. 2018.

---

联系人: 高翔

邮箱: [gaoxiang@pbcfsf.tsinghua.edu.cn](mailto:gaoxiang@pbcfsf.tsinghua.edu.cn)

---