

房地产投资基金:创新中需留一份谨慎

祝红梅

REITs 应定位于一种便利广大投资者参与房地产投资的工具,从收益率保障、法律法规基础、管理机构和人才储备等方面考察,目前我国大规模推出 REITs 产品的条件尚不成熟,可以考虑在具备条件的地方先行试点。

人物志



祝红梅:经济学博士,中国人民银行金融研究所博士后,主要研究领域为房地产金融和银行改革。

表 1 我国的房地产信托产品与美国 REITs 的比较

	REITs	国内房地产信托产品
募集方式	公募和私募	私募
组织形式	公司制或契约制	契约制
投资者	不限	保险公司、银行、证券投资基金、养老金等不能投资
投资起点	公募为 1 股,私募一般为 1 千美元	5 万元
流动性	较好	较差
投资对象	成熟物业	处于开发阶段的房地产项目
资金运用方式	主要为股权投资	主要为贷款
收益来源	主要是租金收入	主要是利息收入
规模	平均规模 2.4 亿美元*	根据项目的情况确定规模,以 1-2 亿人民币为主
期限	一般无固定期限	一般 1-3 年
管理方式	大多由专业的房地产管理公司管理	不参与对房地产项目的直接管理

*:以 2006 年底的数据计算,仅指上市交易的 REITs。

REITs:一种特殊的房地产投资基金

REITs 是“Real Estate Investment Trusts”的缩写,国内的研究有些称为“房地产投资信托”,有些称为“房地产投资基金”,也有些称为“房地产投资信托基金”。为防止歧义,本文采用其英文简称 REITs。

REITs 的理念起源于美国,其前身是 19 世纪中叶美国马萨诸塞州的商业信托。1960 年,为了使大众能够分享房地产发展的收益,为中小投资者参与商业性不动产投资提供便利,艾森豪威尔总统签署了《1960 年房地产投资信托法案》,给予 REITs 税收上的优惠,并允许其上市交易,解决了传统的房地产难以流动的问题。1961 年,第一家 REITs 正式成立。

根据美国的《国内收入法》(Internal Revenue Code),REITs 是指满足以下条件的一种组织:(1)由一个或多个受托人或者董事进行管理;(2)股票或受益凭证可以转让;(3)和法人一样可征税的实体;(4)至少有 100 名股东;(5)在前一个税收年度的下半年,少于 5 人的股东或受益人持有的股份或受益凭证不得超过 50%(即 5/50 规则);(6)总资产至少有 75%投资于房地产;(7)除政府债券外,持有单个发行人的证券不得超过 REIT 总资产的 5%,且不得超过单个发行人已发行在外的具有投票权证券余额的 10%;(8)应纳 REIT 子公司股票构成的资产不超过 REIT 总资产的 20%;(9)与房地产管理和处置相关的收入必须占总收入的 75%以上;(10)每年 90%以上的应税收入必须作为股利分配给股东。

总结 REITs 的上述特征,REITs 可以定义为:一种采取公司或者商业信托的组织形式,集合不特定的多个投资者的资金,由专业的投资管理机构,以多种方式运用于房地产投资领域,并将绝大部分收益分配给投资者的一

种投资机构。

“房地产信托”是和房地产相关的信托行为,按投资形式可以分为资金信托和财产信托两种方式。其中,房地产资金信托一般投资于特定的房地产项目,规模和期限都有一定限制,而房地产财产信托是指房地产的所有人作为委托人将其所有的物业委托给专门的信托机构经营管理,由信托机构将信托收益支付给受益人的行为。相比之下,房地产投资基金应当视为房地产资金信托的一种特殊形式,但是它与一般的房地产资金信托相比具有其自身的特点和优势。

对 REITs 与“房地产信托”和“房地产投资基金”比较分析发现,REITs 在本质上可以视为一种特殊的房地产投资基金,其特殊之处在于它在所有权结构、资产结构、收益分配比例、流动性、税收政策等方面有一些特定要求。

那么,REITs 产品与我国的房地产信托产品之间有哪些不同?2002 年 7 月,我国信托投资公司按照“一法两规”的规定开展信托业务后,逐步开始办理房地产信托业务。2003 年 9 月,中国人民银行出台 121 号文件,严格对房地产行业银行贷款条件,房地产开发商纷纷寻找新的融资渠道,房地产信托在这种背景下迅速发展起来。

目前,信托融资已涵盖了房地产投资的各个领域和环节,从土地开发到物业管理,从民用住宅到商用物业。2006 年,投资于房地产的信托产品共发行 99 个,占全年信托产品总数的 18.1%;发行规模 167.3 亿元,占全年信托发行规模的 28.1%。我国目前的房地产信托产品一般针对某个具体的房地产开发项目,以信托合同而非凭证方式向少数人募集,与 REITs 有本质的区别(见表 1)。

两大因素决定我国还不具备发展 REITs 产品市场条件

在对 REITs 产品有了深入了解的基础上,现在,让我们来分

析 REITs 市场发展还需要具备怎样的基本条件?

首先,房地产市场的健康发展和持续稳定的收益保障是 REITs 市场存在和发展的基础。REITs 作为一种金融产品,只有能够为投资者提供良好的收益才能保证资金来源,吸引更多的投资者,促进市场的发展和壮大。由于 REITs 的主要投资品种是房地产,因此,REITs 市场的发展依赖于房地产市场提供持续稳定的收益来源。

其次,REITs 市场的发展需要完善的法律法规体系作为保障。在美国,包括其他已经引进 REITs 产品的国家,都对 REITs 的设立条件、税收政策、监管安排等有明确的法律法规规定。在日本等亚洲国家和地区,REITs 市场都是通过专项立法的形式建立起来的。

再次,REITs 市场的发展需要专业的管理机构和人才。REITs 作为一种联系房地产市场和金融市场的金融创新产品,要求其管理者不仅具备金融知识,还要熟悉房地产市场的运作和管理。

由上分析可见,目前我国还不具备以上三个条件。虽然法律法规保障

一项有可能通过行政手段加快实现,但其他两项都需要较长时间的准备和积累。因此,目前我国大规模推出 REITs 产品的条件尚不成熟。另外,我们还可以从以下几个方面来分析这一问题。

首先,我国的房地产市场难以实现 REITs 产品所需要的收益保障。REITs 作为一种房地产投资产品,它对于物业的选择带有明显倾向。从美国市场的现状来看,在 REITs 的投资方向中,工业写字楼、零售物业的投资占了 54%。在这两种投资类型中,写字楼、购物中心以及区域性商业街又占了 80% 左右。商业性地产对于 REITs 投资的吸引力可见一斑。同时,REITs 在住宅物业的投资上虽然占了 17% 的份额,但它在住宅方面的投资也主要集中在公寓房,这种公寓房一般用于对生活尚未稳定的人群租用,与国内拥有独立产权的住宅有区别。从亚洲已经发展的 REITs 市场来看,日本大约有 70% 的 REITs 均投资于办公楼地产。在新加坡的 REITs 市场上,基本上都是商场、酒店、办公楼等商业地产作为上市物业。之所以出现这种情况,是因为稳定的现金流和资产增值能力是维持 REITs 运转的核心,而商业物业租金收入的可预见性和商业价值的可持续提升,与 REITs 的要求不谋而合。事实上,美国 REITs 对出租型质的公寓住宅的介入,也是考虑预期稳定的现金流这一关键因素的结果。

从目前国内房地产市场现状来看,能够成为 REITs 投资对象的房地产项目主要有两类:商业地产和出租型公寓。我国房地产市场由住宅主导的局面由来已久,2000 年以来每年的商品房竣工面积中有 80% 是住宅。近两年,随着住宅产业的宏观调控措施的陆续出台,商业地产逐步兴起,但商业地产的空置率很高,2005 年高达 30%。在目前住宅市场的供应结构中,适用于出租目的的小型公寓比例较小,这使得 REITs 不容易选择到合适的投资对象。

另一方面,即使选择到合适的投资对象,收益率也难以保证。参考国际资本市场经验,REITs 的净收益率一般不低于 6%,这样对投资者才有吸引力。但据国内某著名房地产公司测算,考虑税收和运营费用,6% 的税后收益

对应的租金收益率需要达到 12%~14%,这远超过了目前国内任何一个城市租金收益率的整体水平。从出租项目来看,目前只有精品超小户型住宅(高档单身公寓或度假酒店)和特大城市中心区的部分商业地产项目可以达到或接近收益率的要求。但精品超小户型住宅的规模普遍不大,商业地产的长期收益率也存在较大风险,这使得 REITs 的投资受到很大限制。万 REITs 发行计划中途搁浅的实例也证实了这一情况。

其次,我国目前缺乏专业的管理机构和人才。一方面,缺乏专业的不动产运营商。美国的 REITs 在发展之初都是交给专业的不动产运营商经营管理。虽然法律后来允许 REITs 直接管理它所投资的物业,但目前仍有很多 REITs 聘请外部管理公司对其项目进行管理。在中国香港和新加坡的 REITs 组织结构中,外部的专业不动产资产管理公司是一个必备环节。目前,我国国内的房地产项目普遍存在缺乏专业资产管理等问题,例如物业管理、设施管理、租户组合管理、租金管理等。而国内现有能提供租户组合和长期回报率等投资运营状况分析的专业资产管理公司也较少。

另一方面,由于我国房地产市场的二级市场仍不发达,目前金融机构涉足房地产领域主要是通过贷款方式,而成熟的 REITs 产品的主要资金运用方式是股权性投资。以美国为例,到 2006 年底,183 个上市交易 REITs 中,有 138 个是权益型(占 75%),权益型 REITs 的市值占全部上市交易 REITs 市值的 91%。这是因为,权益型 REITs 的收益率虽然较低但从长期来看相对比较稳定和低风险最小,而抵押(贷款)型 REITs 的收益情况受市场利率和房地产市场状况的影响受很大,收益率的波动性很大,风险也较高。因此,权益型的 REITs 应该是未来 REITs 产品的主要形式。从目前国内的情况来看,既熟悉金融市场运作,又熟悉房地产投资和运作的专业人才比较缺乏。

总之,从收益率保障、法律法规基础、管理机构和人才储备等方面考察,目前我国大规模推出 REITs 产品的条件尚不成熟,可以考虑在具备条件的地方先行试点,待条件成熟并积累一些经验后再正式推出。

表 2 1998-2006 年中国房地产开发资金来源及占比情况 (单位:亿元人民币,%)

年份	资金来源小计	国家预算内资金		国内贷款		债券		利用外资		自筹资金		其他		其中	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	定金及预收款	占比
1998	4143.96	13.76	0.33	953.34	23.01	7.89	0.19	362.74	8.75	1155.53	27.88	1650.69	39.83	1298.01	31.32
1999	4508.52	10.87	0.24	1032.2	22.89	10.37	0.23	241.23	5.35	1322.57	29.33	1891.27	41.95	1487.82	33.00
2000	5685.95	7.22	0.13	1289.12	22.67	6.37	0.11	164.55	2.89	1599.16	28.12	2619.54	46.07	2153.96	37.88
2001	7377.58	16.21	0.22	1639.53	22.22	0.67	0.009	130.22	1.77	2100.5	28.47	3490.46	47.31	2848.03	38.60
2002	9541.63	11.84	0.12	2149.09	22.52	2.4	0.025	156.39	1.64	2720.44	28.51	4501.47	47.18	3683.15	38.60
2003	13128.22	11.14	0.08	3125.14	23.80	0.34	0.003	184.45	1.40	3758.24	28.63	6048.91	46.08	5085.22	38.74
2004	17168.77	11.81	0.07	3158.41	18.40	0.19	0.001	228.2	1.33	5207.56	30.33	8562.59	49.87	7395.34	43.07
2005	21178.48	12.48	0.06	3834.67	18.11	5.61	0.026	251.96	1.19	7038.95	33.24	10034.8	47.38	7749.15	36.59
2006	26880.21	--	--	5263.40	19.58	--	--	394.44	1.47	8587.08	31.95	12635.3	47.01	8135.6	30.27

注:定金及预收款的占比指在全部开发资金来源中的比重。资料来源:中经网中国经济统计数据库。

利用金融工具拓宽房地产投融资渠道

从理论上讲,我国发展 REITs 产品具有以下几个方面的作用和意义。

第一,满足对较低风险结构投资产品的需求,拓宽投资渠道。目前我国居民的投资渠道比较匮乏,主要集中在证券市场。证券市场上的可交易品种大多为风险较高的股权类产品,债券类低风险产品较少。这种投资产品的风险结构与广大中小投资者的长期理财需求不匹配。

因为,REITs 不仅具有投资起点低、流动性好及利于中小投资者投资等特点,还具有很好的市场表现。美国市场的经验表明,REITs 通过多元化投资组合,选择不同地区和不同类型的房地产项目及业务,有效地降低了投资风险,也取得了较高的投资回报。

根据美国 REITs 协会的统计,从 1987 年 5 月到 2006 年 5 月的 20 年间,与股票指数相比,REITs 的长期收益率低于罗素 2000 指数和标普 500 指数,略高于纳斯达克指数,但波动率明显低于大多数股票指数。与债

券指数相比,REITs 的长期收益率和波动率都较高。其中,权益型 REITs 表现出更高的收益率和稳定性,20 年间的平均年化收益率为 12.14%,而同期标普 500 指数、纳斯达克指数和债券指数的平均年化收益率分别为 11.11%、8.84% 和 7.48%。不仅如此,REITs 的收益与股票和债券收益的相关性都较低。

因此,REITs 是一种收益和风险介于股票和债券之间并且其收益与股票和债券收益的相关性都较低的投资产品,具有这种特性的投资品不仅能满足中小投资者对较低风险结构投资产品的需求,拓宽投资渠道,而且也能成为机构投资者的资产组合提供更多的选择。

第二,开辟房地产投资新渠道,缓解房地产直接投资过热局面。近年来,大量民间资金流向房地产直接投资领域,房地产投资和投机性需求增长较快,加大了房地产价格的短期波动可能性。这不仅带来了金融风险隐患,还成为一个重要的经济和社会问

题。因此,我国适时推出 REITs,可以更好地满足居民的房地产投资需求,分流资金,缓解流动性过剩与房地产投资过热。

第三,在一定程度上拓宽房地产开发融资渠道,分散风险。根据对 1998 年-2006 年我国房地产开发资金来源的分析,房地产开发前三大资金来源分别是“定金及预收款”、“自筹资金”和“国内贷款”。2006 年,前三大资金来源总计 21986.1 亿元,占当年房地产开发资金来源总额的 81.8% (见表 2)。

其中,“国内贷款”一项是指银行直接向房地产开发商发放的开发贷款,“自筹资金”和“其他资金”中有很大比例来自银行对个人的按揭贷款。这三部分资金加起来匡算,房地产开发中使用的银行贷款的比重在 55% 以上,房地产开发企业对银行贷款资金依赖很大。

房地产开发过度依赖银行贷款一方面造成房地产市场的隐患可能转嫁,给商业银行,另一方面也使房地产开

发融资受银行信贷的影响较大,不利于房地产市场的稳定和发展。2003 年的 121 号文件提高了房地产信贷的门槛以后,房地产商开始急切地寻找银行之外的更好的融资渠道。虽然 2004 年以来房地产信托有了很大发展,但大部分产品实质上是一种间接的房地产贷款,并且在规模、期限等方面有很多限制。随着银监会对以房地产信托形式发放贷款的条件的进一步严格,房地产开发融资渠道单一的问题将更加突出。

适时推出 REITs,将有利于拓展房地产开发融资渠道,降低房地产开发对银行信贷的过度依赖。对于商业地产而言,由于其销售周期较长,开发企业资金来源又比较依赖银行信贷,推出 REITs 可以加快资金运转、降低空置率、减轻银行信贷依赖度、降低金融风险。对于住宅而言,由于 REITs 的运营主要以购买物业再出租经营为主,推出 REITs 可以增加出租产品的供给、提高出租产品质量、促进梯级消费结构的形成。

(祝红梅)

看点

●REITs 可以定义为:一种采取公司或者商业信托的组织形式,集合不特定的多个投资者的资金,由专业的投资管理机构,以多种方式运用于房地产投资领域,并将绝大部分收益分配给投资者的一种投资机构。REITs 在本质上可以视为一种特殊的房地产投资基金,其特殊之处在于它在所有权结构、资产结构、收益分配比例、流动性、税收政策等方面有一些特定要求。

●发展 REITs 产品必须具备三个基本条件:首先,房地产市场的健康发展和持续稳定的收益保障是 REITs 市场存在和发展的基础;其次,REITs 市场的发展需要完善的法律法规体系作为保障;再次,REITs 市场的发展需要专业的管理机构和人才。目前我国还不具备以上三个条件。虽然法律法规保障一项有可能通过行政手段加快实现,但其他两项都需要较长时间的准备和积累。因此,目前我国大规模推出 REITs 产品的条件尚不成熟。另外,目前我国的房地产市场难以实现 REITs 产品所需要的收益保障,同样也缺乏专业的管理机构和人才。

●我国发展 REITs 产品具有以下三个方面的作用和意义:第一,满足对较低风险结构投资产品的需求,拓宽投资渠道;第二,开辟房地产投资新渠道,缓解房地产直接投资过热局面;第三,在一定程度上拓宽房地产开发融资渠道,分散风险。

编余

在目前我国继续深化房地产市场调控的大背景下,房地产开发商正面临资金短缺问题,房地产开发也开始纷纷寻求银行体系以外的融资渠道。从这个角度来看,目前我国发展 REITs 市场恰恰可以满足这一市场需求。那么,目前我国大力发展 REITs 市场的诸多市场条件是否具备了?这是一个市场关心的问题。

祝红梅博士分析认为,我国目前大规模发展 REITs 市场的基本条件还不具备。这主要体现在:目前我国房地产市场难以实现 REITs 产品所需要的收益保障,也缺乏专业的管理机构和人才,以及缺乏完善的法律法规体系作为保障。由此推论,目前我国推出 REITs 产品的诸多市场条件还未成熟。

这一分析给予我们一个启示:金融产品创新必须要有其对应的市场充分发育和发展所产生的客观需求,而不是依照主观的意愿随意创新,否则,这样做可能只会“事倍功半”。创新推出 REITs 产品是如此,其他金融产品创新也是如此。

当然,从房地产市场及金融市场发展来看,大力发展我国的 REITs 市场是前景广阔的。因为,这既是一种房地产市场的发展需求,也是一种金融市场的发展需求。尽管目前我国 REITs 市场发展的诸多基本条件还不具备,但我们仍应当看到这一市场发展对我国房地产市场和金融市场发展的作用与意义。因此,如何着力推进这一市场发展,将继续成为我们探讨的一个热点问题。

——亚夫