

# 不动产投资信托基金的发展现状及 路径探讨

罗秀玉, 许学军

上海理工大学管理学院, 上海

收稿日期: 2023年9月19日; 录用日期: 2023年12月4日; 发布日期: 2023年12月12日

## 摘要

自改革开放以来, 我国形成了高达数百万亿的存量资产。金融体系应充分发挥资产定价的功能, 建立起房地产领域、基础设施领域的价格发现功能, 扩宽相关企业的融资渠道, 引导市场资源的有效配置。REITS作为创新型金融产品, 是资本市场一项创新型资产。由于我国不动产总量规模巨大, 预计未来REITS市场也将迎来快速增长阶段。本文通过介绍成熟国家REITS市场的发展情况, 对比分析我国市场未来的发展状况。同时通过对首批公募基础设施REITS——华安张江REITS的组织架构、收益分配等进行分析, 指出我国REITS发展现状及存在问题。并对未来发展路径给出具体的对策与建议。

## 关键词

不动产投资基金, 类REITS产品, 基础设施REITS

# Discussion on the Development Status and Path of Real Estate Investment Trust

Xiuyu Luo, Xuejun Xu

Business School, University of Shanghai for Science and Technology, Shanghai

Received: Sep. 19<sup>th</sup>, 2023; accepted: Dec. 4<sup>th</sup>, 2023; published: Dec. 12<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

Since the reform and opening up, our country has formed up to millions of billions of stock assets.

The financial system should give full play to the function of asset pricing, establish the function of price discovery in the field of real estate and infrastructure, expand the financing channels of relevant enterprises and guide the effective allocation of market resources. As an innovative financial product, REITS is an innovative asset in the capital market. Due to the huge amount of real estate in China, the REITS market is expected to usher in a rapid growth stage in the future. By introducing the development of the REITS market in mature countries, this paper makes a comparative analysis of the future development of the Chinese market. At the same time, through the analysis of the organizational structure and income distribution of the first batch of public infrastructure REITS—Hua'an Zhangjiang REITS, the development status and existing problems of China's REITS are pointed out. And the future development path gives specific countermeasures and suggestions.

## Keywords

Real Estate Investment Funds, REITS-Like Products, Infrastructure REITS

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

近 10 年以来, 中国的 GDP 年均增长令世界瞩目, 其中房地产和基础设施投资起着重要的作用。经济高速增长的同时也伴随着不动产规模的扩大。房地产行业与人民生活息息相关, 而在房住不炒的大背景下, 房地产行业迅速进入“寒冬”房地产龙头企业恒大的债务危机也引起了资本市场的恐慌, 房地产企业普遍面临缺乏长期稳定的资金来源问题。在基础设施领域, 地方政府以扩大城市基础设施来拉动经济增长。现阶段中国基础设施已经拥有大量的存量资产, 但基础设施补短板投资需求仍然巨大。在 5G、人工智能、互联网等新型基础设施建设具有广阔的投资潜力。

正是以上背景促使了 REITS 的蓬勃发展, 自国家发改委推出基础设施领域 REITS 之后, 各地方政府也不断推出各项专项措施支持 REITS 发展。中国的经济发展长期靠房地产和基础设施投资, REITS 是创新型金融产品, 是沟通不动产领域与金融领域的重要桥梁。REITS 为不动产行业提供了金融支持, 也促进我国不动产领域高质量发展, 同时也可以为金融体系进行风险分担。

## 2. 文献综述

REITS 是作为一条创新的融资路径, 国内研究也十分丰富。关于融资制度构架的分析, 李雪英(2022)通过分析房地产行业融资困境, 分析 REITS 作为房地产行业融资途径的优势[1]。根据境外实践经验, REITS 的发展需要长期稳定的底层资产。REITS 底层资产方面, 刘志东等(2021)分析 REITS 与各基建领域的结合, 指出基础设施领域 REITS 对新基建未来发展的作用[2]。税收优惠是 REITS 市场规模扩大的重要驱动因素, 张魏滔(2020)对 REITS 税收环节进行预测, 为避免重复征税, 提出了相关完善建议[3]。完善的制度与营运模式对 REITS 发展至关重要; 师瑞斌(2020)通过对信托计划模式与基金模式进行对比, 提出从运作模式入手加快我国特色化投资市场的建设[4]。王轶昕等(2019)聚焦于房地产企业的融资矛盾, 充分结合了市场上“中式”REITS 架构因素, 总结出了现行制度框架下对投资者的不足, 并提出优化思路[5]。

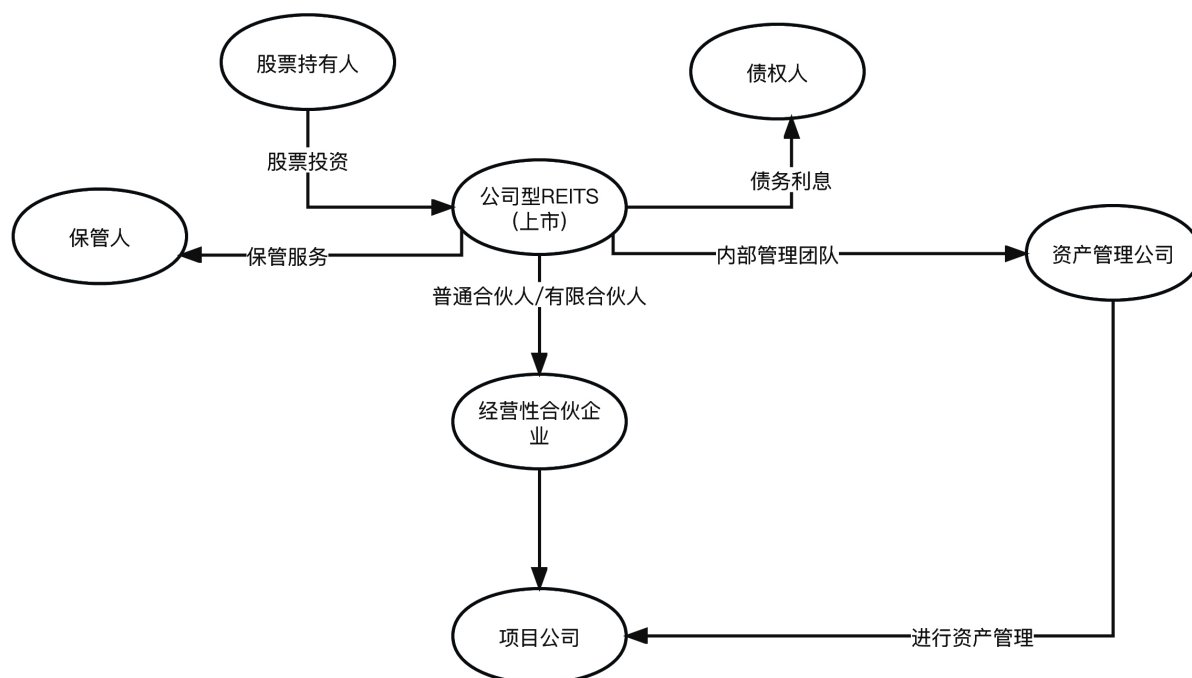
### 3. 不动产信托投资基金相关概念

REITS 是通过发行收益凭证来汇集资金, 并交由专门的投资管理机构进行投资, 并将投资收益及时分配给基金份额持有人。其本质在于将不动产产生的长期稳定的现金流通过证券化的设计, 连接资金的盈余方与需求方, 将投入资金大且流动性较弱的不动产, 转化为资本市场的金融产品一个过程。也可以理解为不动产的首次公开募股。REITS 的资产管理也同时涉及到金融与不动产两个规模较大的领域。其中公司型 REITS 和契约型 REITS 除了法律载体不同外, 在募集方式、资产管理方面也有较大区别, 如表 1 所示:

**Table 1.** Comparison between corporate REITS and contractual REITS  
**表 1.** 公司型与契约型 REITS 对比

	公司型	契约型
载体	公司	信托或基金
主要存在市场	美国市场	亚洲市场
募集基金方式	股票	信托凭证或基金份额
资产管理人	内部管理团队	第三方管理机构

公司型 REITS 常为获取税收优惠, 通常采用伞形结构, 见图 1。REITS 通过募集到的资金, 进而成为项目公司的普通合伙人或有限合伙人。再通过内部管理团队, 对项目公司进行管理。契约型 REITS 通常以信托法律关系为基础, 基金份额持有人、受托人、资产管理人直接签署契约, 再聘用专门的物业管理人对项目公司进行底层资产的运营管理, 如租赁推广、设备维护、租金收取等等, 交易架构见图 2。



**Figure 1.** Typical transaction structure of corporate REITS  
**图 1.** 公司型 REITS 典型交易架构

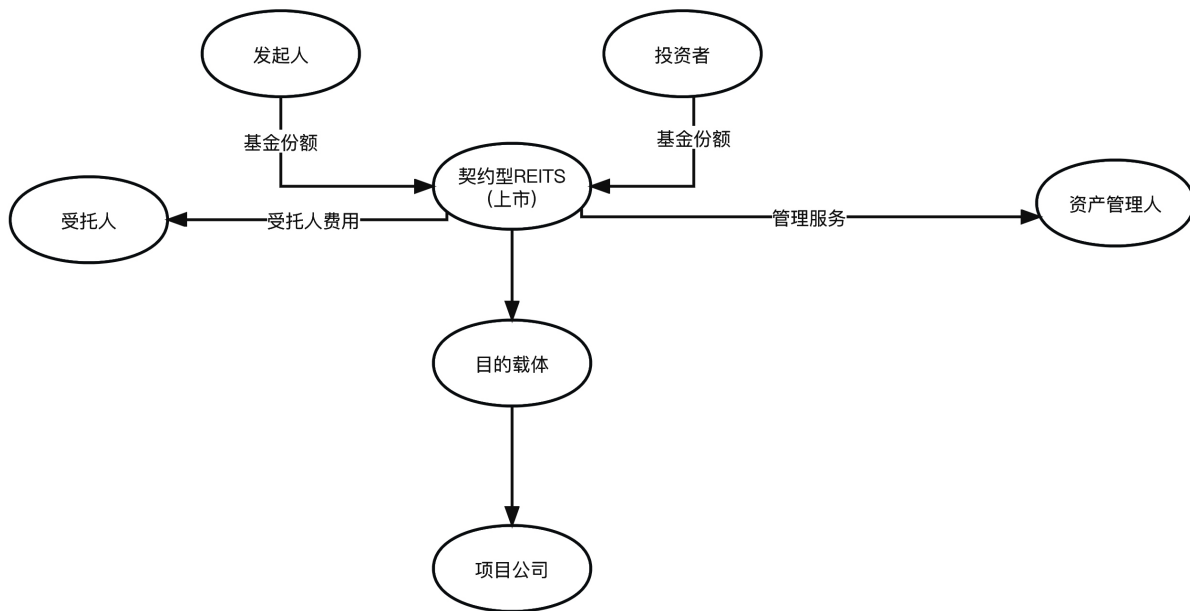


Figure 2. Typical transaction structure of contractual REITs  
图 2. 契约型 REITs 典型交易架构

#### 4. 我国不动产信托投资基金现状

中国境内私募 REITs 产品市场规模不断攀升, 如图 3 所示, 自 2014 年首支 REITs 发行以来, 规模已经从 2014 年的 96 亿元到 2021 年的 644 亿元。在基础资产类别方面, 2019 年以前主要集中在购物中心、写字楼、租赁住房等领域, 相关领域见图 4。这些领域所提供的租金收入能为 REITs 提供稳定的现金流来偿还借款利息。公募 REITs 于 2021 年发行 11 支, 市场规模总计达到 364 亿。基础资产涉及到产业园区、仓储物流、水电气热等多个方面。

在中国境内没有推出公募 REITs 之前, 我国也不断的在不动产证券化方面进行探索。但受限于现有的法律制度与安排, 该类 REITs 投资于不动产不能超过基金资产的 50%, 而在 2021 年推出的公募 REITs 投资于不动产的比例将超过 80%, 基础设施项目信息见表 2。

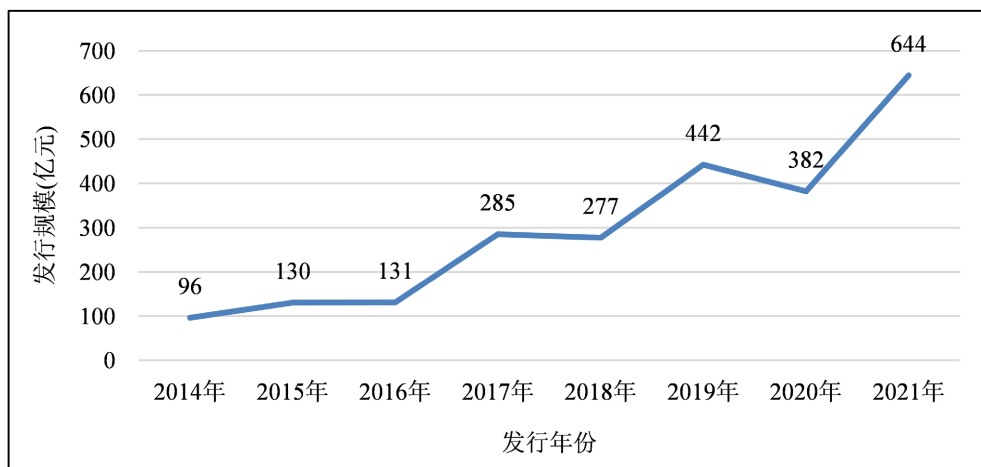


Figure 3. Market size of domestic REITs  
图 3. 境内发行 REITs 市场规模

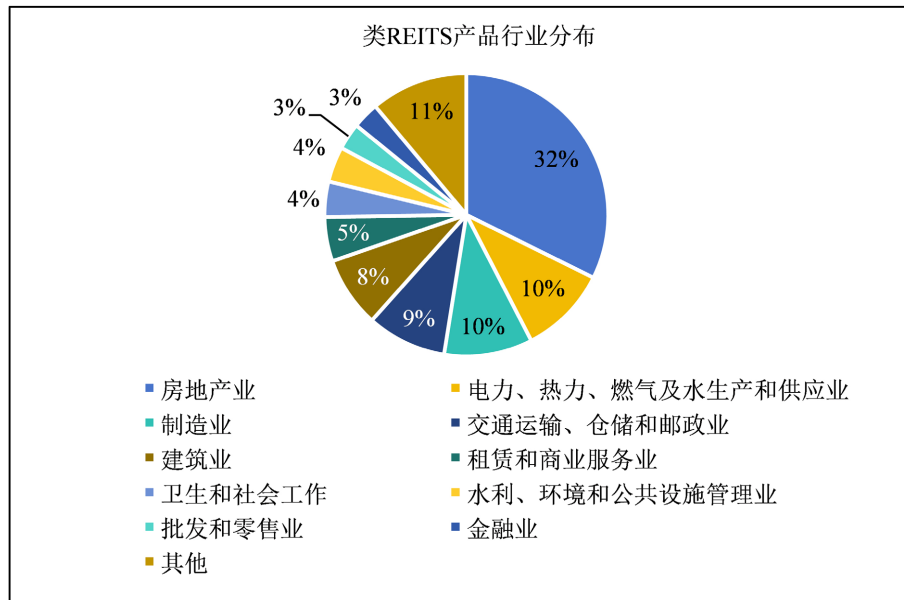


Figure 4. Industry distribution of REITS-like products  
图 4. 类 REITS 产品行业分布

Table 2. Infrastructure project information  
表 2. 基础设施项目信息

产品名称	资产类型	总市值	发行价格	成立日期
浙商证券沪杭甬高速	桥梁公路	50.3	8.72	2021/6/7
博时招商蛇口产业园	产业园区	29.53	2.31	2021/6/7
中航首钢生物质	污染治理	17.78	13.38	2021/6/7
东吴 - 苏州工业园区产业园	产业园区	41.33	3.88	2021/6/7
中金普洛斯仓储物流	仓储物流	72.06	3.89	2021/6/7
华安张江光大园	产业园区	19.3	2.99	2021/6/7
富国首创水务	水电气热	29.43	3.7	2021/6/7
平安广州交投广河高速公路	桥梁工路	91.06	13.02	2021/6/7
红土创新盐田港仓储物流	仓储物流	26.96	2.3	2021/6/7
建信中关村产业园	产业园区	42.57	3.2	2021/12/17
华夏越秀高速公路	桥梁工路	26.24	7.1	2021/12/14

#### 4.1. 基础设施 REITS

基础设施领域的标的资产一般有交通运输收费项目、水利环境建设项目、高速公路收费项目等等。将这些基础资产打包成金融产品进行上市交易，可以有效地实现存量资产的融资，实现固定资产与长期资本的转化。可以更好的让 REITS 为不动产项目服务，推动基础设施领域持续发展。

目前我国基础建设投资额巨大，但是由于经营性资产、投资模式多样化，因此在制定监管规则时应

充分考虑我国国情。我国在基础设施领域的投资力度仍有较大的上升空间, 尤其是在新基建与补短板领域。以交通运输业为例, 中国铁路运营里程与高速公路通车里程均位于世界前列。据统计, 中国基础设施投资额在 2018 年累计投资额达到 130 万亿元, 在 2018 年以后也保持着稳定增长, 增长率见图 5。

巨大的市场规模可以为基础设施领域 REITS 提供产权清晰、收益稳定的基础资产。总体来看, 我国发展基础设施 REITS 条件已经成熟, 可以通过首批基础设施领域公募 REITS 逐步积累经验。

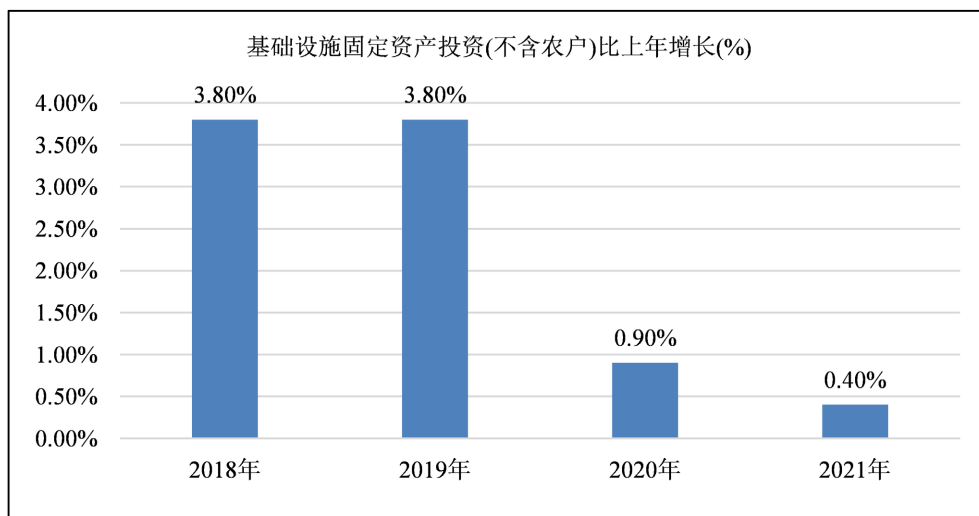


Figure 5. Investment in infrastructure fixed assets

图 5. 基础设施固定资产投资

## 4.2. 住房租赁 REITS

住房租赁 REITS 是 REITS 市场的一个较大分支。在我国一线城市, 住房市场已经到了存量时代。从全球主要经济体来看, 租房租赁 REITS 可以为房地产企业提供大量的资金来源。十九大报告也指出将全面建设住房租赁市场, 建立新的住房租赁制度。

天房 ABN 是我国首个住房租赁不动产信托投资基金。在美国, 住房租赁 REITS 市值约占 REITS 总市值的 12%。中国 REITS 市场规模预计将达到 12 万亿, 按照相同的比例, 住房租赁市场 REITS 将达到 1.44 万亿。由于城镇租赁住房用地刚推出不久, 成为 REIT 标的资产还不够成熟。目前能够带来稳定收益的公租房可能是住房租赁 REITS 市场的合适资产。

## 4.3. 商业物业 REITS

商业物业 REITS 同样是全球 REITS 市场的资产类型之一。其基础资产主要包括购物楼、酒店式公寓、购物中心等等。商业物业作为 REITS 的基础资产主要来源于固定资金收益与商户销售额的提成。从这个角度来看, 商业物业 REITS 的现金流更多取决于营运机构的管理能力。对于商业物业来说, 发行 REITS 有较多优势, 首先能够帮助物业持有人改善资产负债表, 降低企业的杠杆率与经营风险。其次, 能够使原物业持有人回笼资金, 是一条较好的资金退出渠道。

目前, 在我国的一二线城市, 已经积累了大量的商业物业地产。截止到 2019 年, 中国共发行 37 单商业物业类 REITS 产品, 其中购物中心占有较大比例, 共占比 48.98%, 写字楼酒店次之。其它相关底层资产占比如图 6 所示。从全球范围来看, 美国西蒙地产集团拥有大量的商业物业 REITS 资产, 并通过相关的营运管理, 经营收入也在持续增长。

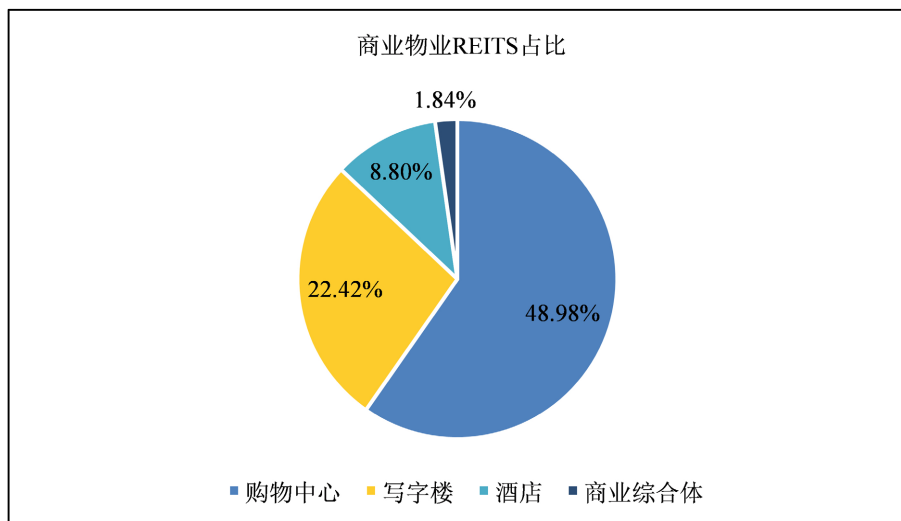


Figure 6. REITS proportion of commercial properties  
图 6. 商业物业 REITS 占比

## 5. 国外不动产信托投资基金市场发展状况

### 5.1. 美国 REITS 市场

全球目前已经有将近 50 个国家和地区推出 REITS 制度, 美国于 1960 年推出 REITS, 是全球 REITS 市场的标杆, 现在已经成为全球 REITS 规模最大的市场。《房地产信托投资法案》的颁布标志着市场的起步, 在此之后的 10 年, REITS 行业资产市值几近翻倍。如今, 超过 1.45 亿美国人民居住的房子属于 REITS 底层资产, 美国 REITS 市场的总市值已经超过了 1.5 万亿美元。随着美国经济结构的变化, 美国 REITS 产品所涉及的领域也有所变化。从传统的房地产、基础设施转变为当下快速发展的云技术与医疗保健领域。并且随着电子商务的发展, 越来越多的产品聚焦于仓储与物流领域。

### 5.2. 新加坡 REITs 市场

新加坡是亚洲第二个推出 REITS 的国家。新加坡金融市场是世界重要的国际金融市场之一, 其 REITS 市场国际化程度也非常高。REITS 的基础资产不仅包括国内资产, 还包括欧洲、美洲等地区的资产, 更有一些 REITS 产品的基础资产完全由外国资产构成。1998 年, 新加坡当局为应对亚洲金融风暴的影响, 振兴国内房地产市场, 随即设立 S-REITS。在制度与构架方面, 新加坡也与美国和日本基本相同。

### 5.3. 香港 REITS 市场

相比其他成熟 REITS 市场, 香港 REITS 起步较晚。在制度设计方面, 即结合了早期 REITS 国家的发展经验, 又结合了香港自身房地产与金融市场的情况。通过对金融、法律、投资信托等多个方面的修改, 逐渐形成了全面、高效、稳健的实施机制。

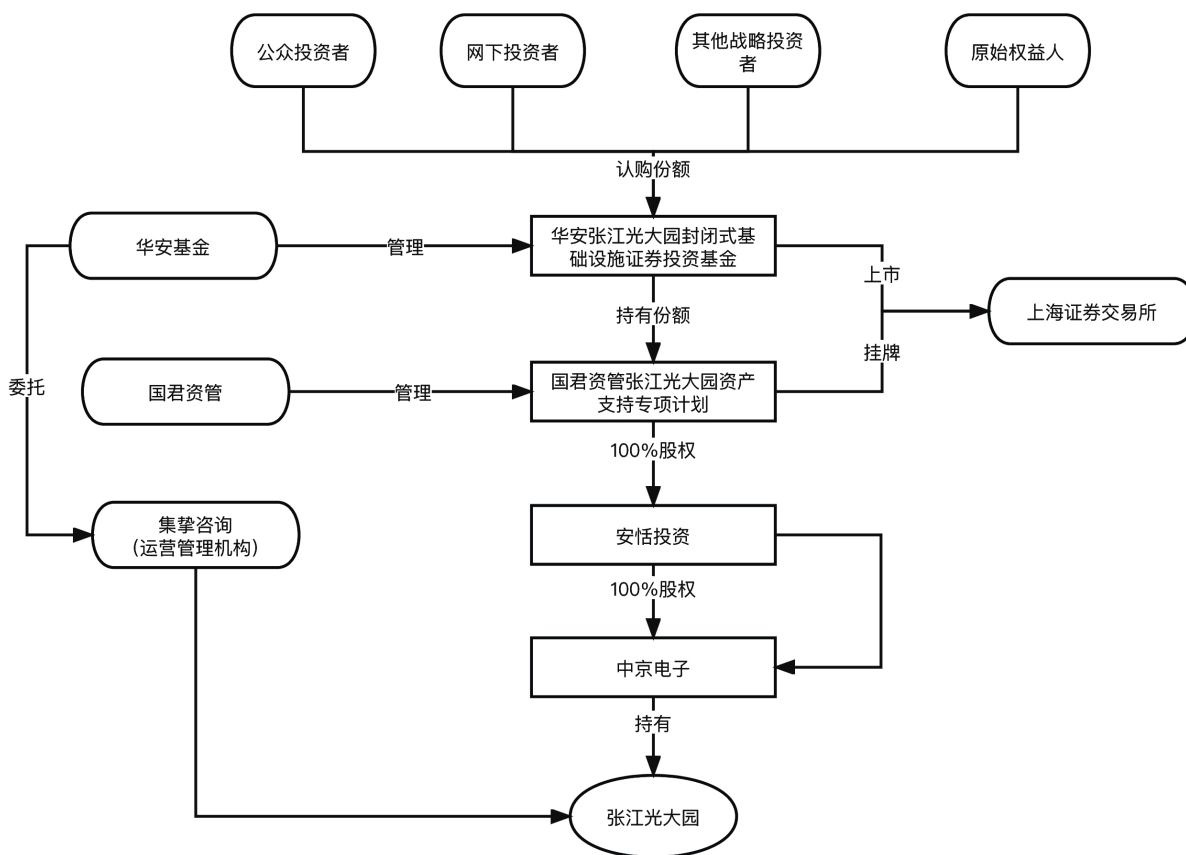
## 6. 华安张江 REITS 产品分析

华安张江 REITS 作为“全国首批”且为“上海首单”项目, 华安张江光大园不动产信托投资基金(简称“张江 REIT”)受到了市场的广泛关注, 相关基础信息见表 3。张江 REIT 的标的资产张江光大园, 位于上海市浦东新区张江科学城, 凸显了新兴产业集聚效应。华安张江 REITS 的成功上市, 可进一步吸引长期稳定的外资进入我国, 促进我国金融开放。

**Table 3.** Basic information of Huaan Zhangjiang REITS  
**表 3.** 华安张江 REITS 基础信息

名称	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金
成立日期	2021年6月7日
运作方式和类型	契约型, 封闭式基金。存续期内(20年)封闭运作, 基金上市后, 场内份额可交易。
存续期	20年
管理人/管理费率	华安基金管理有限公司/0.1%
托管人/托管费率	招商银行股份有限公司/0.01%
业绩比较基准	暂不设业绩比较基准
投资组合比例	80%以上投资于专项计划
回报率	债券型基金 < 华安张江 REITS < 股票型 REITS

**6.1. 组织架构模式**



**Figure 7.** Hua'an Zhangjiang REITS transaction structure  
**图 7.** 华安张江 REITS 交易架构

根据图 7 组织架构, 可以看出各类投资者和原始权益人认购该基金的全部份额。待基金成立后, 华安基金管理有限公司将按照与张江光大园资产支持计划管理人签署的《认购协议》, 以基金资产认购专



项计划的全部份额。其中专项计划托管人以基金份额所募集到的资金用于成为安恬投资股东。国泰君安资产管理有限公司分别向中京电子和安恬投资发放借款，安恬投资和中京电子将资金用于偿还债务及项目资产管理。

## 6.2. 收益分配

华安张江 REITS 将资产的百分之八十以上投资于标的资产支持证券，并成为最大的份额持有人。剩余资产投资于货币市场或资本市场的优质资产。

华安张江 REITS 收益分配采取现金分红方式，各份额享有相同的现金分配收益。在符合相关法律法规的前提下，将可分配的应税收入的百分之九十以上进行分配。2022 年 4 月 8 日，华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金发出分红公告，此次分红为基金成立后的第 1 次分红。

## 6.3. 底层标的资产

基础设施 REITS 的投资价值来源于基础资产，项目信息见表 4，基础资产的选择对基础设施 REITS 而言尤为重要。基础项目名称为国家 FRID 产业化基地项目和盛夏中京科技园。基础设施项目张江光大园地处上海市浦东新区，是国家级高科技园区。园区总建筑面积超 5 万平方米，其中包括 7 幢研发楼和将近 300 个可租赁车位。

Table 4. Infrastructure project information

表 4. 基础设施项目信息

标的资产项目公司名称	上海中京电子标签集成技术有限公司
标的资产项目类型	产业园区
标的资产项目主要经营模式	物业管理及研发楼出租、停车场收费(库)经营并获取经营收益
标的资产项目地理位置	上海市浦东新区盛夏路 500 弄

如图 8 所示，标的资产 2017 年出租率为 96%，2018 年末平均出租率为 74%，2019 年平均出租率为 97%，2020 年末出租率为 99%，截至 2021 年 12 月末实际出租率为 100%，平均租赁业态分布主要为在线新经济、集成电路等高科技领域。

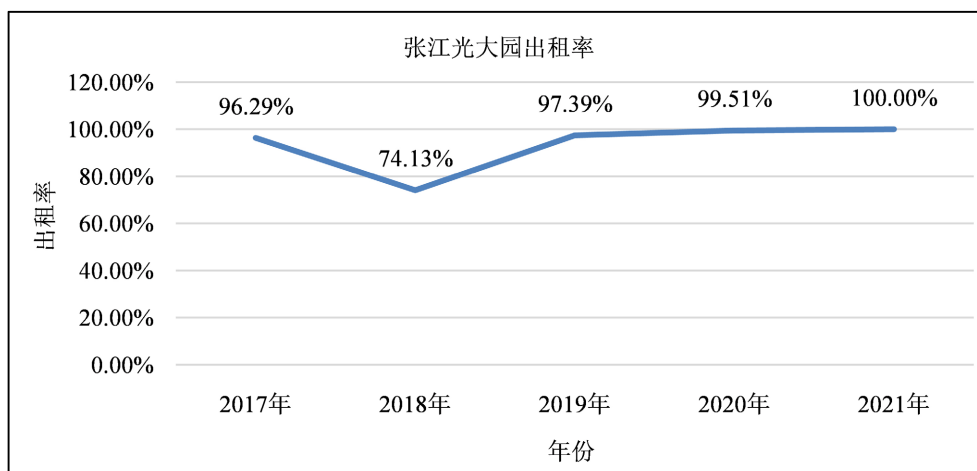


Figure 8. Rental rate of Jiang Everbright Garden

图 8. 张江光大园出租率

## 7. 华安张江 REITS 主要不足

### 7.1. 存在多重委托代理关系

从组织架构图中可知, 华安张江 REITS 组织架构比较复杂。首先, 投资者与华安基金管理有限公司存在直接的契约关系。其次, 国泰君安证券股份有限公司与专项计划之间存在直接契约关系。最后, 运营管理机构集挚咨询与项目公司张江光大园存在委托关系。多重委托代理会导致经营成本的总体上升。由于存在较长的委托代理关系, 由信息不对称引发的道德风险的可能性将会更高。

### 7.2. 基金设计上难以实现扩募

华安张江 REITS 在发行上市后, 在其封闭期内无法实现基金的扩募。封闭期之后, 基金扩募也需要遵循严格的条件, 如基础设施项目资产运营情况是否稳健, 标的资产现金流的持续性及稳定性、现金流来源的分散化程度、投资回报率、净现金流分派率等等指标。而张江光大园区本身也存在着投资回报时间较长、资金周转较慢的问题。在美国, 公司型 REITS 除了初期可以通过发行基金份额获得资金外, 此外还可以通过银行贷款, 债券等方式流入资金, 保证其现金流的稳定。

### 7.3. 标的资产项目运营管理风险

华安张江 REITS 基金投资程度集中度较高, 基金的收益绝大部分来源于标的资产的租金收入。张江光大园区的项目收入受上海市整体租金水平的影响, 且与集挚咨询管理公司的营运能力有很大的相关性。这些因素一旦发生恶化, 也会损害华安张江 REITS 基金的份额持有人的权益。如果标的资产项目收入大幅度低于招募说明书的预测, 并大幅偏离预测收益, 将会影响二级市场的表现。

## 8. 我国不动产信托投资基金发展政策建议

### 8.1. 加大税收驱动作用

REITS 在成立之初, 往往伴随着大量的资产重组行为。由于 REITS 的发起人往往会持有大部分的基金份额, 基础资产的实际持有人实质上仍然为发起人。在实践中, 除国有资产外, 此过程往往伴随着沉重的税收负担, 如土地增值税、所得税和契税等等。由于实际投资主体的控制权并未发生变化, 建议行为可参考企业内部的资产重组, 使没有发生增值的部分免征土地增值税。

### 8.2. 建立高效的管理模式

相较于内部管理模式, REITS 的外部管理模式带来经营成本的上升问题。可以建立严格的内控、更详尽的信息披露、以及更加完善的激励机制, 使代理成本问题得到缓解。建立更加完善的信息披露机制, 完整、准确、真实的反应不动产的运营状况, 为 REITS 的市场发展创造客观、公正的市场环境。同时, 建立起合理的费用结构与管理人资格审批, 通过严格的管理人准入条件与多元化的费率结构, 促使其提高经营水平, 维护投资者利益。

### 8.3. 培养专业人才与成熟投资者

REITS 对其从业者的专业技能要求十分高, 由于 REITS 同时具备金融与不动产两个属性, 因此要求从业者是集金融、不动产、资本领域的全能型人才。加快 REITS 领域专业人才的培育, 对于推进 REITS 市场建设具有重要意义。同时也应该培育成熟的底层资产, 清晰各相关主体责任, 建设较为完善的营运体系。由于我国 REITS 起步较晚, 目前投资者不够成熟, 这对该领域的发展也具有十分不利的影 响。只有市场上投资者对 REITS 项目的需求不断增加, 才能促进 REITS 的供给端的扩大。只有在相关投资者足

够成熟且理性, 才能促进 REITS 市场健康地发展。

### 参考文献

- [1] 李雪英. 基于 REITs 模式的地产融资问题及对策探究[J]. 财经界, 2022(6): 44-46.
- [2] 刘志东, 谢泽中. REITs 助力新基建[J]. 中国财政, 2021(12): 56-58.
- [3] 张巍滔. 我国房地产信托增值税问题研究[D]: [硕士学位论文]. 上海: 上海财经大学, 2020.
- [4] 师瑞斌. 探究我国房地产信托投资基金(REITs)运营模式[J]. 全国流通经济, 2020(27): 72-74.
- [5] 王铁昕, 菲菲. “中式”构架下的房地产信托投资基金发展研究——基于投资人视角[J]. 商业经济研究, 2019(2): 161-164.