

2015年9月30日,鹏华前海万科REITs(以下简称“前海万科REITs”)作为国内首单公募REITs正式在深交所挂牌上市,吸引了业内人士的瞩目。所谓REITs(房地产投资信托基金),指的是以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金,由专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

中国早在2002年就开始了REITs的研究,但受制于制度瓶颈,进展缓慢。直到近年来随着监管部门一系列政策的发布,REITs的发展才进入提速阶段。2014年9月,央行和银监会出台了《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》,提出积极稳妥开展房地产投资信托基金(REITs)试点工作。2015年1月,住房建设部印发《关于加快培育和发展住房地产投资信托基金(REITs)试点》。随后,中信证券和苏宁云商先后发行了两单私募类REITs;鹏华基金适时推出首单公募类产品,分别实现了REITs在国内私募和公募领域的破冰,拉开了国内REITs发展的帷幕。

站在这个时点,笔者不禁思考:中国REITs沉寂多年,近期获得监管层大力推进,动因何在?作为国内首单公募REITs,前海万科这款产品与美国主流REITs相比,有何差异?在政策暖风频吹之际,国内发展REITs还需克服哪些障碍?

大力推进REITs动因何在

近几年,在国内经济下行、结构转型的背景下,大力推进REITs的动因主要来自政府、房地产商、投资者三方的力量。

对政府来讲,将存量资产证券化,对经济的转型至关重要。一方面,引入REITs有助于化解银行不良资产。国内房地产与银行关联密切,无论是建设开发贷款,还是经营性物业贷款大幅都躺在银行资产负债表上。房地产的大幅下滑将给房地产行业带来系统性风险,甚至危及中国金融安全。通过引入REITs,能在一定程度上分散这种风险,提高国内金融体系的安全性。另一方面,利用REITs能盘活存量资产。当前国内很多国有控股企业及事业单位拥有可观的物业资产,通过REITs来盘活这些存量资产,不仅能改善其资产负债表,还能提高运营效率。

对房地产商来讲,发展REITs的动力首先在于改善融资结构。长期以来,中国的房地产企业主要以间接融资为主,房地产开发资金(包括国内贷款、定金、预收款、应付工程款)中有近50%来源于银行信贷。尽管近几年其他融资渠道如信托贷款、上市融资等方式逐渐被打开,但其资金占比仍较低,房地产企业融资渠道依旧狭窄。REITs作为一种融资方式,能够拓展开发商的融资渠道,改善其融资结构。

其次,REITs还有助于房地产商从重资产向轻资产模式转型。中国长期以来的房地产开发,主要是拿地、开发、销售模式,该模式下资金占用周期长,特别是商业地产运营,往往以长期租赁获取租金来实现收益,资本沉淀大,开发商是典型的重资产运营。引进REITs有助于房企经营模式的转变,开发商可以等商业项目运营成熟后,通过出售、分散和打包设立REITs在公开市场出售,引入投

中国REITs发展任重道远

■刘晓婷 李学楠 欧阳辉 长江商学院

所谓REITs(房地产投资信托基金),指的是以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金,由专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。



资人、资产管理人和托管人,从而实现资金的快速回笼,同时还可以通过持有部分REITs份额,享受分红和物业升值收益,促使房企向轻资产转型。

对投资者来讲,REITs作为现金、股票、债券之外的第四大类资产,可大大丰富其投资选择。在个人投资者层面,REITs不仅使房地产投资化整为零,便于普通投资者参与,为资产市场发展普惠金融注入新动力;而且通过给予个人投资者低门槛投资商业物业的机会,REITs还能起到抑制住宅物业过度投机的作用。

在机构投资者层面,与股票、债券等资产相比,REITs具有波动小、收益高的特点,是长期资产配置的重要工具。从国外经验来看,REITs非常适合养老金、保险机构以及银行长期理财等投资者的需求。在这些投资者看来,股票虽然收益率高,但短期波动风险大;固定收益风险低,但长期回报又不高;REITs的收益和风险特征居于二者之间,能带来长期稳健回报。

前海万科REITs与美国主流REITs比较

REITs发源于美国,自1960年美国国会批准《房地产投资信托法》以来,经过半个多世纪的发展,美国已建立了较为成熟的制度体系,并发展为全球规模最大的市场。与这一成熟市场相比,中国的REITs尚处于试点阶段,国内首单公募产品于近期才发行。下面我们不妨将这款产品与美国主流REITs进行对比,来一窥中美差异。

首先,就收益来源而言,美国典型的REITs包括两部分:租金收入和物业增值。装入REITs中的资产经过真实出售后,其产权相

应的也转移给了SPV(Special Purpose Vehicle),所以投资者不仅能获得日常的租金收益,还能分享物业的升值红利。而中国首单公募REITs的收益只包含项目未来的租金收入,不动产增值收益并未纳入其中。究其原因在于,该产品的基础资产即前海企业公馆项目本身是个BOT项目,即万科出资建设前海企业公馆,并通过8年的运营来回收项目投资,最后再无偿移交给前海管理局。也就是说,不动产的产权并不在万科手里,也不可能转移到基金手上,产权的问题从根本上就断了其享受物业增值的可能。这点备受市场人士诟病。有人甚至指出,这一产品的实质是BOT项目“特许经营权”的证券化,与收费公路、隧道等基础设施收益权的证券化并无区别。

其次,就上市类型而言,美国较为常见的是公司制REITs,即REITs本身为公司制实体,上市流通的凭证是公司制实体的股票。前海万科REITs采用的是基金型的REITs结构,即REITs本身为基金实体,REITs持有人持有的是上市的基金份额。一般来说,公司型REITs的治理结构能更好的保护投资者,通过设立一个独立、有效、按照投资者最佳利益行事的董事会,公司REITs的股东就可参与选举董事会,董事会直接对公司发展和运营负责,而不像基金型或信托型REITs的投资者,必须在REITs成立伊始就全权委托外部管理人负责REITs的发展和运营,这也是为何在美国市场上REITs产品越来越多采用公司制组织结构的原因。然而,由于中国《公司法》对REITs公司制实体的设立、组织结构等立法缺失,使得当前采用基金型,将REITs做成有限期、可上市交易的封闭式基金,更符合国内的实际情况,也容易被管理层和投资者接受。

再次,就REITs的管理而言,美国上市的

REITs大多采用主动管理,投资对象多元化,且具有扩张性,能通过出售已有物业或再融资获得新资金来投资更多物业标的。对照来看,前海万科REITs更多为被动管理(这里指的是投资不动产的管理,而不包括万科REITs中部分投资于固定收益类、权益类的资产),投资对象单一,不动产标的仅前海企业公馆项目一个,且封闭期结束后转为开放式基金,投资标的已与REITs无关。

就投资组合而言,美国REITs规定至少要有75%的总资产投资于房地产及其相关贷款和证券。这也是其获得税收优惠的条件之一。但中国当前采用公募基金作为REITs的投资载体却在这方面有一定的障碍。根据《证券投资基金运作管理办法》规定,公募基金持有单一上市公司的股票市值,不能超过基金净值的10%;且持有单一公司发行的股权比例,不能超过该公司的10%。万科前海REITs作为试点的金融创新产品,虽然得到了证监会的特殊批准,突破了这两个10%限制,但也只能以不超过50%的资产配置在商业物业股权上,低于国外75%的标准,未完全体现商业地产投资的特征。

此外,就税收优惠而言,美国的REITs是典型的税收驱动型,REITs几十年的发展与演变基本也都围绕如何合法避税而进行。美国的税收待遇大致包括,REITs自身的税收优惠和REITs股东的税收待遇两部分。前者是指依托信托税制的“导管原则”,REITs自身可被视为收入传递工具而免征所得税;后者则是将REITs红利收入视为证券组合投资(如股票、债券)收入,仅在投资者层面缴纳红利所得税,两方面结合从而避免了双重征税。

反观国内,至今尚未有REITs税收优惠的政策出台。此前有市场传闻称,中信证券发行的国内首单私募REITs,曾缴纳了数亿人民币的税费。前海万科REITs利用现有公募

基金税收政策,虽然通过巧妙的结构设计最大程度降低了交易环节的税负,但不存在复制推广的意义。

最后,就投资及服务而言,伴随REITs多年的发展,美国市场已形成了具有专业投资管理的人才队伍、精细化的物业管理商以及围绕REITs为中心的各种服务商。相较而言,国内的基础较为薄弱,基金或信托的投资管理能力不足,过去以开发为主导的地产业商业模式对物业管理的重视度也不够。万科前海REITs之所以能顺利发行,得益于各方的精心准备,不仅选择了相对有经验的管理团队,而且万科作为物业管理方在行业内竞争优势也较为显著。最重要的是,前海企业公馆项目的特殊性避免了评估过程的种种难点,保证了估值的平稳进行。然而,这一点同样很复杂复制到以后形式多样的经营性资产中。

未来仍需突破几重障碍

尽管中国REITs已在私募和公募领域先后破冰,但从当前环境来看,这些产品并不具备复制推广意义,国内REITs之路仍任重道远。未来要想复制更多的REITs出来,国内仍需突破几重障碍:

一是,出台相关的税收优惠政策。当前中国还没有REITs的税收支持政策,装入REITs的物业既要缴纳营业税、房产税、所得税等,分红时还要缴纳个人所得税。如果按此条件全额纳税,税收可能接近租金的一半,这将会给国内本就不高的租金回报率雪上加霜,使得REITs产品的回报率难以满足投资者需求。为此,借鉴美国经验,国内应逐步出台税收优惠政策,避免双重征税问题。

二是,克服收益率的难题。国内推进REITs面临的市场问题是,较低的租金回报率难以满足投资者的期望。主要原因在于,一方面,过去几年国内资产价格飞速上涨,导致租金收益和售价不相匹配,商业地产租金回报率较低;另一方面,国内刚性兑付环境使得无风险利率长期维持在较高水平,投资者对REITs产品有较高的预期回报。当前在推进利率市场化的背景下,如何打破刚性兑付,加强投资者教育,降低其过高的预期回报,是摆在监管层面前的一道难题。

三是,放宽公募投资限制。从目前国内的环境来看,公募基金不论从法律程序,还是投资者接受度,都不失为推进公募REITs的一种投资载体。监管层应创造良好的环境,努力在其他方面突破一些障碍,来保障REITs的推广。如根据当前法规,公募基金不得以超过10%的净资产投资非上市商业物业,这与国外投资房地产比例需达到75%以上的标准相比,还有很大差距。因此,未来应拓宽基金投资范围,放大公募基金投资商业地产的股权比例,使其更好的达到REITs产品初衷。

四是,健全投资管理及物业运营等基础设施的建设。考虑到目前国内机构在REITs方面的投资管理能力、以及后续地产公司在物业运营上与国外成熟市场相比尚有很大差距,未来不仅要加强投资性专业人才的培养,地产公司也应重视物业营运能力,来提高REITs收益率。此外,以REITs为中心,国内还应完善相关的服务商建设,如建立合理成熟的评估机构、估值体系以及其他配套的基础设施。

稳定是发展资本市场的核心工作

■中国安邦集团研究总部

是不可以单兵突进的。

刘士余还谈到了维护股市信心的几点措施。首先,对于市场投资者关心的中证金护盘救市资金是否会逐步退出一事,刘士余称没有考虑这事,并表示未来的较长时间内心谈中证金退出为时尚早。其次,对于去年的救市措施,刘士余认为当时果断出手是十分必要的,否则会引发更大规模的恐慌,引发系统性的金融风险。他称今后当陷入市场完全失灵、连续失灵的情景时,仍然应当果断出手。

第三,刘士余明确宣布熔断机制未来几年都不会再搞,理由是国内资本市场中小投资者占绝对主体,未来几年这个市场主体结构也不会发生根本性的变化,熔断措施实施时会对大陆资本市场的主体结构“考虑欠周”,这个机制没有牢牢立足于中国国情,导致效果与初衷背离。他强调,政府的职能不能动摇,就是维护资本市场的公开、公平、公正,离开“三公”原则就谈不上对消费者权益的保护,谈不上对中小投资者权益的保护。只有保护好中小投资者的权益,才能促进中国资本市场稳健发展。

与此同时,保监会主席项俊波也表示,险资举牌也是稳定股市之举,去年共有10家保险公司累计举牌了36家上市公司的股票,投资余额是3650亿元,占整个保险资金运营的余额是3.3%,5%都不到,是很小的比例,总体风险可控。项俊波指出,加大股权投资是今后一段时期国家大力发展直接融资的大方向,暗示险资会进一步加大在股市中的股权投资规模,加大股市维稳力度。

安邦咨询(ANBOUND)研究团队认为,目前国内银行业的盈利模式和监管模式,决定了当经济处于上行期,银行会锦上添花、主动、过度地放贷给企业;而一旦经济进入下行期,银行却很难做到雪中送炭,使下行的经济雪上加霜。因此,未来的发展方向是“股权型”关系的资本经济,让金融机构将钱“投”给创新企业和创业企业,占有企业股份。当企业经营困难时,股权能够风雨同舟;企业高速增长时,它会获利退出,调节经济增速,使经济可持续发展。这就要求未来的企业按照上市公司的标准去发展,只要有好的想法和创意,只要敢于创新,就有可

能到资本市场进行大众融资、发行股票,再利用资本增长方式去发展。因此,从长远发展角度看,国家必然会实行IPO注册制来降低企业上市门槛,引导社会资金流向初创型企业,帮助其实现直接融资,从而激发大众创业的热潮。

但正如几任证监会主席总结的那样,从交易制度到交易者、监管制度,中国资本市场还很成熟,只有先全面加强监管,加强配套措施建设,然后才能谈注册制。据媒体披露,证监会等部门正在筹备出台IPO先行赔付规则,对于投资者因欺诈发行等严重违法行为而遭受的损失,由承担保荐责任的保荐机构基于事先的承诺赔付投资者,并相应取得向发行人依法赔偿的权利。由于我们没有集体诉讼制度,以及举证责任倒置的安排,投资者依靠司法维权异常艰难。如果该报道属实,那拟定中的先行赔付规则,就是基于目前国内市场法制诚信环境来保护投资者合法权益的一种探索。

从安邦咨询研究团队看来,只有更多类似这样的配套措施出台并逐步完善,才有可

能让公司上市闯关不再任性随意,让上市公司信息披露机制和事事后监管更加严格,提升上市公司质量,减轻新股“泥沙俱下”对市场和投资者的伤害。在这个工作完成之前,注册制不太可能出台,未来2-3年内推出注册制的概率不是很高。几位负责人的讲话已经表明,中央对发展资本市场的态度更加谨慎了,先稳住阵脚、稳住市场情绪,给市场和投资者增加一些信心和安全感,成为了当前和今后一段时间决策的首要目标。也唯有这样,才可能为股市发挥好直接融角色打好基础,让国企和民企通过股市融资增强生存力和竞争力、进而稳定经济局势成为可能。

中国中央政府对待发展资本市场的态度更加谨慎,稳住市场预期、给市场和投资者增加一些信心和安全感,成为了当前和今后一段时间决策层的首要目标。打好了基础,稳定了预期,今后资本市场就有发展基础了。

(注:安邦咨询公司是中国内地一家独立智库机构,专注于财经与公共政策研究。本文只代表该机构观点。)

日本央行将利率维持在-0.1%

统引发非预期性后果的政策微调后,日本央行行长黑田东彦不得不为这一政策辩护。

日本央行的言论暗示了今年晚些时候出台更多宽松政策的可能性很高,但也显示出,负利率的连锁反应正给欧洲央行及其他央行在新激进政策工具的使用上带来实际限制。“我的确看到了日本央行正在软化其负利率立场的迹象。”汇丰驻香港经济学家Izumi

Devalier说,“我认为,他们被自己收到的负面反馈的数量吓倒了。”她补充说:“我无法排除进一步降息的可能,但这强调了一点,他们希望给这一政策更多一点时间发挥作用。”并称,日本央行很可能在下月进一步推出宽松措施。

除了维持利率不变,日本央行将继续每年购买80万亿日元(合7080亿美元)资产的

计划。1月份开始实施的负利率政策拖累银行股下跌,并促使金融业的工会放弃他们的加薪要求,这与日本央行想要推高通胀的目标背道而驰。

1月份的这一政策也没有大大压低日元汇率,因为对日元的避险需求占了上风。3月15日日本央行公布利率决定后,日元兑美元汇率上升,从1美元兑113.8日元上升到兑

113日元。

黑田东彦认为该政策正在按预期发挥作用。他在记者会上表示:“自从我们引入负利率,短期和长期债券收益率下跌,而且这显然已带动抵押贷款和贷款利率下降,因此在利率方面的影响已经很明显。我预计这种影响将蔓延到物价和实体经济。”

(FT中文网)



日本央行(BoJ)下调了对本国经济的预期,但仍将利率维持在-0.1%水平,该行正在设法消除公众对1月份利率突然迈入负值区域的困惑。

在宣布一系列旨在减少负利率在金融系