

E-House

中国租赁住房市场的证券化：以保利发展为例





中国租赁住房市场的证券化：以保利发展为例

中国房地产价格的持续上涨使许多人无法拥有自己的房产。然而由于住房租赁市场的不完善和其他一些挑战，多数人仍然认为租房不是一个可靠的选择。与此同时，因为房产所有者往往不愿意出租房屋，中国住房的空置率一直很高，大中城市均超过10%，¹。这些矛盾的趋势显示了中国决策者面临的根本性的经济和社会困境，即在不降低已购房产价值的前提下，他们需要遏制投机性的房地产投资。房地产开发商是解决这一难题的关键起始点，但迄今为止他们中的大多数都缺乏开发新的租赁住房项目的动力。

中国保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”）发行的房地产信托投资基金（REIT）可能是向正确方向迈出的一步。对于投资者而言，REITs为其提供了一种新的项目融资渠道，从而降低其对于银行贷款的过度依

赖。尽管如此，中国政策环境的重大改革仍然是中国住房市场进一步证券化的必要条件。在此之前，通往成熟的消费者友好型住房租赁市场的道路仍将崎岖不平。

¹ "A Fifth of China's Homes Are Empty. That's 50 Million Apartments." Bloomberg.com. November 8, 2018. Accessed January 20, 2019. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-08/a-fifth-of-china-s-homes-are-empty-that-s-50-million-apartments>.

背景:房地产从繁荣到衰落

中国已经进行了40年的经济改革和以市场为导向的发展战略,这一改革与中国房地产市场的兴起密不可分。目前,地产市场仍然是宏观经济调控的重点,其任务是在社会稳定和经济增长之间保持平衡。

中国向更加市场化的住房分配制度的转变可以追溯到改革开放初期。邓小平在1980年的谈话中曾提到:城镇居民应该有权购买或建造自己的住房。²然而当时薄弱的法律保障,刚刚萌芽的金融市场以及对福利分房制度(或称“单位”制度)的留恋都使人们对改革犹豫不决。

到90年代中期,一些工作单位开始进行改革。一直到1998年国家的住房分配私有化成为了强制性的要求,住房改革才终于迎来了转折点。普通家庭要么必须购买分配给他们的住房,然而价格相当优惠;要么他们就需要开始付房租。在18个月内,中国将近60%的城市公共住房被售出。到2002年,80%的城市公共住房由私人拥有,而曾经与工作单位挂钩的高福利分房制度已经不复存在。³

到2010年,管理更为市场化的住房分配制度的挑战也愈发明显。基于对35个主要城市的调查,城市房价在过去十年中呈平均每年近13%的高速增长。对于中国最大的城市来说,增长幅度甚至更高。例如,北京和上海的房价在2002年至2010年间每年上涨近16%。⁴然而,这背后的驱动因素却并非住房短缺。相反,中

国的房地产开发商在21世纪的头十年里建造的房屋相当于欧洲现有全部住房存量。⁵尽管如此,购房需求仍持续升温。

近几年来,地方和中央政府为抑制需求做出了一连串的努力。然而这些政策措施并不能应对持续推高房价的人口和金融等驱动因素。具体而言,这些因素包括:急剧增加的城市人口,普通家庭缺乏回报率较高的替代性投资渠道,鼓励男性拥有住房并以此作为婚配条件的性别失衡,以及至今仍未建立的国家房产所有权数据库。最后这一因素使得“囤积住房”成为一种配置乃至隐藏家庭财富的诱人手段。⁶虽然中国法律规定任何人在购买第二套或第三套住房时申请抵押贷款的首付会高达50%,但是人们对拥有多套住房依然兴趣不减。⁷

因此,中国平均8到10倍的房价收入比高于大多数发达经济体。例如,美国的平均房价收入比,即使是在最近一次房地产泡沫期间,也只有3倍。目前中国房地产的平均房价收入比与地产泡沫时期的日本相当。⁸如此快速累积的最终结果是:中国巨大的城市住房存量中的22%,也就是约5000万套已购房屋,仍是空置的。由此我们就不难理解为何关于中国地产泡沫破裂的预言层出不穷。⁹

此外,政府为市场降温所做的努力仍面临着严峻的挑战。举例来说,政府坚持要求开发商在建设商品房时必须设置一定比例的经济适用房这一做法并不能解决中国日益扩大的贫富差距问题。经济承受能力较低意味着中国的年轻一

2 Yang, Zan, and Jie Chen. "Housing Reform and the Housing Market in Urban China." Springer Briefs in Economics Housing Affordability and Housing Policy in Urban China, 2014, 16. doi:10.1007/978-3-642-54044-8_2.

3 同上, p.23

4 同上, p.25

5 "Building Rome in a Day." Economist Intelligence Unit, 2011, www.eiu.com, Accessed January 20, 2019

6 Bradsher, Keith. "China's Housing Market Is Like a Casino. Can a Property Tax Tame It?" The New York Times. January 22, 2018. Accessed January 20, 2019. <https://www.nytimes.com/2018/01/22/business/china-housing-property-tax.html>.

7 Yang, Zan, and Jie Chen. "Housing Reform and the Housing Market in Urban China." SpringerBriefs in Economics Housing Affordability and Housing Policy in Urban China, 2014, 30. doi:10.1007/978-3-642-54044-8_2.

8 Chen, Kaiji, and Yi Wen. "China's Great Housing Boom." VoxChina. October 11, 2017. Accessed January 20, 2019. <http://vochina.org/show-3-50.html>.

9 "A Fifth of China's Homes Are Empty. That's 50 Million Apartments." Bloomberg.com. November 8, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-08/a-fifth-of-china-s-homes-are-empty-that-s-50-million-apartments>.

代和数百万期望在城市定居的长期流动人口将无法拥有房产。而中国租房市场的发展也不能满足他们的需求。

打造住房租赁市场:一种政府和企业的新型伙伴关系

中国国家主席兼中国共产党总书记习近平对上述这种情况做出了快速回应。2017年10月,在中国共产党第十九次全国代表大会的一份报告中,他宣称:“房子是用来住的,不是用来炒的”。习主席还承诺政府将“租购并举”。¹⁰然而,这样做不仅需要企业和政府之间的合作,还需要改变现有政策以鼓励租赁住房建设。此外,在房东和租客之间建立更好的信任关系也是必不可少的。

由于目前只有不到12%的人口租房子住,中国为那些买不起房子或由于生活方式而不想买房的人提供住房选择的能力仍远远落后于其他国家。¹¹截至2017年末,开发商或房屋租赁公司拥有或管理的出租房还不到200万间,但需求仍在继续上涨。¹²对于许多中国人而言,尤其是那些收入较低的人,租房往往是跟房东直接商议的结果,而这样的交易几乎没有完善的合同或服务条款。¹³

中国的大城市急需大量的廉租房。为促进廉租房发展,政府推出了一系列政策,其中包括:对于将其一部分住房存量改为租赁住房的开发商给予税收优惠,以及增加仅限租赁住房开发的土地销售。此外,中央政府已经选取了12个城市开展住房租赁试点,以支持发展更强劲、管理更健全的租赁市场。这12个城市包括广州、深圳和杭州等。

这种前提下,各地正推出多项创新政策。¹⁴在广州,当地政府给予租房者与购房者相同的权利,允许他们的子女就近入学。¹⁵在深圳,中国建设银行已经开始以非常优惠的利率提供个人租房贷款。与住房按揭贷款类似,此类贷款专门针对由于经济承受力有限而无法租房的个人。¹⁶租赁房屋通常需要缴纳一大笔押金,有些地方甚至要求提前缴纳一年的房租。在杭州,阿里巴巴和蚂蚁金服与当地合作开发了一个平台,为房东和租客降低租房交易的高额成本。如今,注册房东可以进入一个经过认证的潜在租户库,而其中信用评分高的租客可以免交押金。¹⁷

中国的房屋租赁市场的规模约为1.1万亿人民币,预计到2025年租赁人口将达到2.52亿人,到2030年市场规模将达到4万亿人民币。¹⁸作为租赁市场的先驱者之一,万科早在2007年

- 10 Che, Pan. "Regulators Give Developers of Rented Housing a Financial Boost." Caixin Global. October 25, 2017. Accessed January 24, 2019. <https://www.caixinglobal.com/2017-10-25/101160993.html>.
- 11 Ko, Tin-yau. "Xi's 'go Rental' Message Could Alter China Housing Dynamics." EJ Insight. October 23, 2017. Accessed January 24, 2019. <http://www.ejinsight.com/20171023-xis-go-rental-message-could-alter-china-housing-dynamics/>.
- 12 Chen, Yawen, Shu Zhang, and John Ruwitch. "How China's Plan to Develop Rental Housing Backfired." Reuters. September 14, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-houseprices-rent-analys-idUSKCN1LU0JA>.
- 13 Zheng, Yangpeng. "Long Road to Maturity for China's Stratified Rental Housing Market." South China Morning Post. December 19, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.scmp.com/property/hong-kong-china/article/2178464/long-road-maturity-ahead-chinas-12-trillion-yuan-stratified>.
- 14 全部城市包括广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山和肇庆;《50城房租收入比研究报告:北上深人均房租超2000元》,腾讯金融,2017年7月23日。网页:<https://finance.qq.com/a/20170723/013331.htm>,2019年1月24日浏览。
- 15 "China Moves to Boost Home Rental Market in Large, Medium Cities." XinhuaNet. July 20, 2017. Accessed January 24, 2019. http://www.xinhuanet.com/english/2017-07/20/c_136459297.htm.
- 16 Zhang, Shu, and Ryan Woo. "China Pushes State Banks into Home Rental Market at Their Own Risk." Reuters. June 04, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.reuters.com/article/us-china-rentals-banks/china-pushes-state-banks-into-home-rental-market-at-their-own-risk-idUSKCN1J031N>.
- 17 Chen, Na. "Hangzhou Partners With Alibaba to Improve Rental Market." Sixth Tone. August 10, 2017. Accessed January 24, 2019. <http://www.sixthtone.com/news/1000657/hangzhou-partners-with-alibaba-to-improve-rental-market>; <https://www.caixinglobal.com/2017-08-10/101128781.html>.
- 18 Li, Ran. "Why It's Time for China's Cities to Embrace Rental Housing." Sixth Tone. September 18, 2017. Accessed January 24, 2019. <http://www.sixthtone.com/news/1000863/why-its-time-for-chinas-cities-to-embrace-rental-housing>.

就通过开发小型出租公寓首次开拓了租赁市场。截至2017年9月，万科在24个城市运营着24000套租赁房源。¹⁹ 万科董事长兼当时的首席执行官郁亮在2017年11月曾表示，万科有志于成为租赁住房市场的领军企业。²⁰

然而，要实现这一目标，万科还需要击败自如和相寓这两个竞争对手。到2017年底，这两家住房租赁管理公司分别占据了房屋租赁市场30%和27%的份额。²¹ 他们成功的秘诀其实很简单：从独立的小业主那里获取房源，并为租客提供适合他们需求的住房选择。作为交换，这些公司收取服务费以用于开发其他专有产品，从而实现品牌的差异化竞争。

然而，他们的成功模式也指向了一个根本性的困境：由于租金利润微薄，平均只有1%到2%，因此，房屋租赁企业必须进行规模化扩张。为了提高租赁住房存量，一些公司依赖于银行贷款。在极端情况下，一些公司甚至用租客的名字来获取贷款。²² 相比之下，自如则得到了国内和国际风险资本公司的支持以达到快速扩张。2018年，随着该行业整体竞争加剧，形成了一波高价拿地和高价拿租赁房源的风潮。相应地，那些高杠杆率的租房企业则希望将这些成本转嫁给租户。在一些城市，租金在2017年至2018年间上涨了高达30%。

有鉴于此，政府也不鼓励银行向那些仅仅为了增加租赁住房存量而借款的公司提供商业贷款。然而，这一解决方案并非完美，因为一个

更大的问题仍然存在。租赁住房是一项需要“建造和持有”的低利润业务。然而，传统的中国开发商是通过快节奏的“快建快销”模式来积累财富的。为了实现目标，许多房企都依赖昂贵的短期债务。考虑到即使是中国一些最大的开发商现在也必须提供收益率较高的债券以吸引投资者，他们其实并没有什么动机出租房屋，更不必说建造和持有住房而不是尽快出售它们。²³

因此，私营房地产公司需要一种项目融资模式使他们能够响应政府扩大租赁住房市场的号召，但同时也不会加剧企业自身的债务问题。万科的一个创新之举就反映了这一挑战。在万科位于北京以外的一个新租赁房屋项目中，潜在租客需要预付10年的租金以换取10年间房租不再上涨的保障。然而，即使万科找到了这样的租客，其报告的该项目的收益率仍低于3%，万科仍需要数十年才能收回开发这一出租项目的投资。²⁴

实际上，在不削弱公司财务状况和不把开发的全部成本转移给租客的前提下，如何大力促进中国租赁住房的建设仍然是一个待解的难题。

在这种情况下，证券化越来越成为一种可能的解决方案，其为中国房地产开发商开辟了一条新的融资渠道。证券化是指将合同债务或非流动性资产及其相关现金流转化为支付股息的证券。

19 Zhang, Xin, and Jiang, Xinyi. "China Vanke Bets on Growth in Rental Market." Caixin. November 23, 2017. Accessed February 17, 2019. <https://www.caixinglobal.com/2017-11-23/china-vanke-bets-on-growth-in-rental-market-101174916.html>

20 同上

21 Chen, Yawen, Shu Zhang, and John Ruwitch. "How China's Plan to Develop Rental Housing Backfired." Reuters. September 14, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.reuters.com/article/us-china-economy-houseprices-rent-analys-idUSKCN1LU0JA>.

22 Gopalan, Nisha. "China's Rental Surge Is a Gordian Knot." Bloomberg.com. October 8, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-10-08/china-s-property-rental-surge-is-a-gordian-knot-for-beijing>.

23 Hong, Carrie. "Default Risks Rise in \$355 Billion China Builder Bond Market." Bloomberg.com. November 4, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-11-04/default-risks-rise-in-355-billion-china-property-bond-market>; Balding, Christopher. "Why China Can't Fix Its Housing Bubble." Bloomberg.com. June 24, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-06-24/why-china-can-t-fix-its-housing-bubble>

24 Zheng, Yangpeng. "China Vanke's Rental Challenge: 'We Freeze If You Prepay for a Decade.'" South China Morning Post. April 18, 2018. Accessed January 24, 2019. <https://www.scmp.com/property/hong-kong-china/article/2141998/china-vankes-y18m-rental-challenge-we-freeze-monthly-rents>.

证券化之路

多年以来，住宅地产开发商和投资者都在等待中国大陆推出住房证券化产品。相比之下，商业地产证券化已经开展了一段时间。直到现在，在中央政府的推动下，住宅类房地产投资信托基金和资产支持产品才进入市场。这一趋势的支持者认为，REITs不仅提供了一种新的融资方式，而且如果这些产品可供散户投资者使用的话，它们还有可能为中国的房地产市场降温。²⁵ 具体而言，散户投资者可能会投资某一REIT以代替直接购买多套房产的投资组合。由此REITs将具有重要的社会意义：为更公平地分配中国快速城市化所带来的经济红利提供更大的可能性。

中国政府可能已经意识到这一趋势。截至2018年年中，政府已经批准了17项租赁公寓证券化产品。2017年1月，总部位于上海的魔方服务公寓集团发行了租赁公寓行业的首单资产支持证券（ABS）。自如则紧随其后。两家企业的发行规模分别约为3.85亿元人民币和5亿元人民币。²⁶ 然而，与国际标准REITs有所不同的是，ABS的基础资产通常不包括对基础房产的产权。

中国的类REITs与国际公认的REITs产品更为相似，因为它具有类似股权的性质，但中国的散户投资者还不能购买。2017年10月，新派公寓（CYPA）发行了其类REIT产品，发行规模为

2.7亿元人民币。该证券包括五年到期的优先级和权益级产品。²⁷

与ABS相比，类REIT的股权性质使发行方能够筹集更多的资金。发行方可以获得资产负债表外融资，而ABS则没有这项特点。因此，类REITs增加了流动性，也减轻了发行方的债务负担。此外，在类REITs是股权和债权混合体的情况下，它也享有一些税收优势，但其性质与国际标准的REIT并不相同。²⁸

保利发展是中国首家通过这种方式进行融资的国有企业。2018年3月，保利集团推出了自己的类REIT产品，发行规模高达50亿元人民币²⁹，代表了政府对其融资战略的支持。

中国保利发展控股集团股份有限公司

作为中国国际信托投资公司（中信CITIC）的子公司，中国保利集团成立于20世纪80年代初。如今，其已是国务院国有资产监督管理委员会（国资委）直属的102家中央管理企业之一。³⁰ 该集团从事多种多样的业务，包括能源、文化和艺术、国防制造和贸易以及房地产。该集团共设有600家子公司，拥有60,000名员工。房地产是其主要业务之一。³¹

保利房地产（集团）股份有限公司（保利地产）成立于1992年，其经营业务包括：房地产

25 For an in-depth overview of the development of China REITs, please see: He, Ken. "China REITs: Property Landlords to Shine." DBS Asian Insights, May 2018.; He, Sihang. REITs for Residential Rental Markets in China. Master's thesis, Massachusetts Institute of Technology, 2018.

26 Hong, David. "Four Tap into Asset-backed Securities on Rental Flats - Who'll be Next." South China Morning Post. July 20, 2018. Accessed February 17, 2019. <https://www.scmp.com/property/hong-kong-china/article/2118862/four-tap-asset-backed-securities-rental-flats-wholl-be-next>

27 《五十亿REITs能给楼市带来什么》，新华网，2018年3月30日。网页：http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-03/30/c_1122614544.htm，2019年2月17日浏览。

28 He, Ken. "China REITs: Property Landlords to Shine." DBS Asian Insights, May 2018.; "Quasi-REITs' Catch on in China." Reuters. February 20, 2017. Accessed January 24, 2019. <https://www.reuters.com/article/china-reits-idUSL8N1G503G>.

29 《五十亿REITs能给楼市带来什么》，新华网，2018年3月30日。网页：http://www.xinhuanet.com/fortune/2018-03/30/c_1122614544.htm，2019年2月17日浏览。

30 Nunns, Cain. "China's Poly Group: The Most Important Company You've Never Heard of." Public Radio International. February 25, 2013. Accessed January 24, 2019. <https://www.pri.org/stories/2013-02-25/chinas-poly-group-most-important-company-youve-never-heard>.

31 "Group Profile." CHINA POLY GROUP CORPORATION. Accessed January 24, 2019. <http://www.poly.com.cn/english/1659.html>.

开发、建筑设计、工程施工、物业管理和酒店经营等。其标志性建筑是位于北京并具有独特设计的“保利广场”，这里也是保利博物馆的所在地。其他项目包括：公寓楼、私人住宅、办公楼、购物中心和奢侈品商店。³² 2006年，保利地产在上海交易所上市，该公司也一直是最大的国有房地产企业。

2018年上半年，保利地产的营业收入为595亿元人民币，其中净利润为65亿元人民币。2018年1月至10月期间，其3370亿元人民币的合同销售额也巩固了其作为中国五大房地产开发商的地位。³³ 为了响应中央政府发展租赁住房的号召，该公司也首次进入租赁市场。目前，它管理着30多个租赁公寓项目，拥有瑜璟阁商务公寓、诺雅服务式公寓、和熹会和N+青年公寓四大品牌线，后者主要面向占中国出租住房需求主体的年轻人群。

为了支持这些项目，保利倾向于以房地产投资信托（REIT）的形式进行证券化。尽管保利地产并不是第一家使用REITs这种金融工具的中国公司，但它被认为是中国政府向引入国际标准REIT政策体制迈进的一个信号。在此之前，这种在中国运作的金融创新形式被称为“类REIT”（quasi-REIT）或“中国特色REIT”（也被称为“C-REITs”）。

保利集团发行的类REIT

保利集团与中联前海源房地产基金管理公司（中联基金）联合发行的类REIT产品的正式名称为

“中联前海开源——保利发展出租房屋一号资产支持专项计划”。2017年10月，上海证券交易所批准了17.17亿元的首批发行，总规模可达50亿元。³⁴ 除了是第一家由国有房地产企业发行的租赁住房类REIT，该产品也是中国第一个采用“储架发行”模式的类REIT。这意味着发行方被允许多次发行新证券，而不需要每次发行都经过审批程序，从而让企业在融资时间上拥有了更大的灵活性。

保利的首批发行包括两部分：优先级和劣后级。优先级债券具有更多类似债务的特征，占发行总额的90%，规模为15.45亿元，并获得了中诚信国际信用评级有限责任公司（CCXI）的AAA评级。优先级债券票面收益率为5.5%，期限为18年。³⁵ 每三年结束时，优先级债券投资者可以选择赎回其证券。劣后级债券则占剩余的10%，约为1.72亿元，期限相同。³⁶ 劣后级债券投资者在优先级债券投资者之后获得支付。由于劣后级债券包含股权，投资者可以从资产增值中受益。

在中国典型的类REIT结构一般包括2-3级产品：1-2个优先级债券和1个劣后级债券。优先级债券通常类似于普通债券或商业抵押担保证券（CMBS）。此外，优先级债券也要求高信用（在岸）评级和固定收益回报，而劣后级债券（在许多情况下完全或大部分由发行方拥有）看起来更像是股权，通常并不要求信用评级或固定收益。³⁷

保利集团首次发行的类REIT是由其位于北京、广州、重庆、成都、长沙、大连、天津、沈阳

³² "Real Estate Business." CHINA POLY GROUP CORPORATION. Accessed January 24, 2019. <http://www.poly.com.cn/english/1680.html>.

³³ 《保利房地产（集团）股份有限公司2018年半年度报告》，网页：<http://www.polycn.com/upload/file/2018-08-14/8ed501bf-fdfc-4414-9bef-512498b4a9ef.pdf>，2019年2月27日浏览；《【榜单发布】2018年1-10月中国房地产企业销售TOP100排行榜》。网页：<http://www.cricchina.com/Research/Details/8064>，2019年3月5日浏览。

³⁴ 《中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产专项支持计划说明书》，第43页。

³⁵ 《中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产专项支持计划说明书》，第43页。

³⁶ 《中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产专项支持计划说明书》，第43页，50页。

³⁷ He, Ken. "China REITs: Property Landlords to Shine." DBS Asian Insights, May 2018.; "Quasi-REITs' Catch on in China." Reuters. February 20, 2017. Accessed January 24, 2019. <https://www.reuters.com/article/china-reits-idUSL8N1G503G>.

图表一：保利发展的类REITs物业列表[1]

编号	城市	项目名称	产品	品牌	总面积（平方米）	单元数	评估价值（元）	价格/平方米（元）
1	大连	西山林语	出租公寓	N+	4,456.64	96	48,000,000	10,770
2	长沙	长沙国际广场	服务式公寓	瑜璟阁	5,328.88	96	66,610,000	12,500
3	长沙	麓谷林语	出租公寓	N+	6,017.76	152	43,330,000	7,200
4	重庆	林语溪	出租公寓	N+	3,186.63	93	25,510,000	8,005
5	北京	西山林语	高级住房	和熹会	22,383.91	200	496,000,000	22,159
6	成都	拉菲大厦	出租公寓	N+	4,835.14	35	34,660,000	7,168
7	西安	金香槟城	出租公寓	N+	5,536.02	116	40,350,000	7,289
8	沈阳	溪湖林语	出租公寓	N+	7,292.78	134	35,000,000	4,799
9	天津	都会轩	服务式公寓	瑜璟阁	883.58	15	32,000,000	36,216
10	广州	天悦	服务式公寓	诺雅	19,942.33	150	857,000,000	42,974

来源：

[1] 摘自易居资料《保利地产租赁住房类REITs资产证券化创新实践-20180810》，4.2节

和西安等一线和二线城市的10处租赁房产的收益作为支撑的（见图表1）。这些房产不仅地理位置多样，而且数量众多，使得保利的产品能够进一步差异化。到目前为止，中国的在岸类REIT产品往往仅由单一房产或依赖单一租户的租赁房产支持，这种过度集中限制了REIT吸纳多种收入渠道的对冲能力。相比之下，保利发展的类REIT从10个地理位置不同的物业中赚取租金收入。此外，两家保利发展的子公司也已经签署了100%可出租区域的20年租约。³⁸

在持有期内，保利发展的类REIT将会被征收租赁印花税、租金收入增值税、每处房产的原始成本或租金收入的房产税以及营业利润所得税（假设所有利润都将用于支付股东贷款利息，则此项为零）。该计划也不会18年的期限内支付股息，而将只支付股东贷款的利息。³⁹

类REIT的退出机制将通过发行方保利发展的回购，或者通过出售给第三方来完成。优先级债

券也可以通过商业抵押担保证券（CMBS）实现退出。

保利发展的类REIT和其他类似证券的相关风险

虽然中国的类REITs具有较高的信用评级和固定收益的性质，但仍需谨慎评估其风险/回报状况。以保利发展的类REIT为例，其票面利率为5.5%，而债务比率则达到90%。相比之下，美国富时Nareit综合REITs指数（FTSE Nareit Equity REIT Index）的债务比率则为31.8%。⁴⁰ 保利类REIT如此低的票面利率还不足以支撑其风险的大幅提高。此外，保利类REIT的利息覆盖率接近1倍，因此只能提供轻微的缓冲。与之相比，在美国、香港和新加坡上市的REITs通常以低于净资产价值（NAV）的价格发行。而保利类REIT与估值持平，这意味着如果资产价值下降，就失去了缓冲。最后，和其他

38 《中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产专项支持计划说明书》，第182-202, 225页。

39 《中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产专项支持计划说明书》，第182-202, 225页。

40 《中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产专项支持计划说明书》，第225-228页；“REIT Industry Financial Snapshot.” Nareit. Accessed January 24, 2019. <https://www.reit.com/data-research/reit-market-data/reit-industry-financial-snapshot>.

的类REITs类似，保利类REIT由于不对散户投资者开放而只拥有有限的投资者基础。

尽管如此，由于保利类REIT的资产包括10处物业并可能继续增加新资产，其集中风险仍然较低，特别是与那些拥有单一或少量基础资产的类REITs相比。例如，鹏华前海万科RE的资产仅包括万科拥有的一处综合办公物业。⁴¹

纵观中国类REITs

尽管围绕着中国推出在岸类REITs展开了大量的宣传活动，但该产品仍有很漫长的一段路要走。无论是在岸类REITs的结构，还是中国管理这一金融工具的现行政策体系，都不符合现在的国际标准。

首先，中国的类REITs通常采用私募形式。相比之下，成熟市场的REITs则是以公司或信托的形式构建的，并且以公开交易的方式运行。因此，散户投资者很容易进入成熟的REITs市场。但是在中国，类REITs只是由机构投资者在股票市场和银行间市场进行交易。也正是因为类REITs的私募性质，关于它们的公开信息仍然非常有限。而在另一边，成熟市场关于REITs的信息则是公开的。

成熟市场的REITs通常可进行无限制的资产扩张，这意味着他们可以收购新资产或剥离现有资产。相比之下，保利发展的类REIT尽管规模可观并具有扩张潜力，其发行债券的上限仅为50亿元。

由于其类似债权的性质，类REITs一般设有相对较短的期限。相比之下，和其他股票一样，成熟市场的REITs则没有期限。成熟市场REITs的投

资者可以随时通过在股票市场出售他们的股票来退出投资。而类REIT投资者能够持有资产直至到期。

对于基础资产而言，类REITs通常以债权加上一些目标资产的股权为支持，而成熟市场的REITs一般仅由目标资产的股权来支持。这种差异至关重要，因为投资者是否有权享受房产增值便取决于此。

以上所述的诸多差异最终转化为中国类REITs有限的流动性。然而在成熟市场中，除了为投资者提供一种有效的“轻资产”手段来投资房地产之外，消除流动性不足的风险仍然是发行REITs的主要考量之一。

在中国，类REITs通常要求母公司或发行方提高信用，因为这可能有利于其信用评级。相比之下，成熟市场的REITs通常拥有与其发行方同等甚至更高的信用评级，这主要取决于其基础资产的质量。

最后，尽管成熟REITs市场的法律因国家而异，但成熟市场REITs通常享有某种形式的税收优惠，前提是它们每年会以股息的形式支付大部分应税收入。相反，中国的类REITs通常支付固定利率，而非股息。

培育成熟的REIT体制

大多数分析人员对国际标准REITs在中国的应用和收益仍然非常乐观，但是，要实现这一目标，就需要对目前在中国运行这一金融工具的相关政策环境进行一些改变。

下文列出了一些改革的关键领域：

41 “China Approves First REIT Listing of Vanke Properties.” Reuters. June 09, 2015. Accessed January 25, 2019. <https://www.reuters.com/article/china-property/china-approves-first-reit-listing-of-vanke-properties-idUSL3N0YV3NM20150609?type=companyNews>.

税收

在成熟的REIT市场，优惠税收待遇是这种金融产品最具吸引力的特征之一。然而，中国目前的多层税收制度对国际标准REITs的出现构成了巨大挑战。

如今，中国政府——无论是地方政府还是中央政府——都对商业房地产交易征收多层税收。仅在将财产所有权转移到REIT平台的初始阶段，中国政府就要征收印花税、契税、土地增值税、增值税和所得税。相比之下，成熟的REIT市场如美国、新加坡和香港，在资产转移期间通常不征收土地增值税和增值税。

一旦REIT启动，中国政府便会征收增值税、所得税和财产税，其中所得税是主要的区别之处。成熟市场REITs的税收是透明的，因此，一个REIT赚取的收入只在分配给投资者时征税，而不会对REIT本身征税，从而避免可能降低投资者收益的双重征税情况。然而中国并非如此。

中央政府正倾向于逐步减免部分此类税收，但地方政府很可能会出现反弹。中国目前相当复杂的税收制度能否得到改善以培育国际标准的REITs，这可能需要通过中央和地方政府之间艰难的谈判来达成。

资产质量

虽然中国的商业房地产市场一直在快速增长，但是能够满足REIT收益能力要求的优质物业的

供应仍显不足。REITs旨在包括那些能够产生稳定现金流的高质量房产，并且其建造质量也应该是一流的。

管理能力

房地产领域内的专业管理能力也有待提高。中国的房地产市场仍处于从住宅销售驱动型市场向更成熟市场过渡的早期阶段，资产和物业的管理能力将在这一市场发挥重要作用，对于由租赁物业构成的REITs的成功也至关重要。

估值和信用评级

迄今为止，对于大多数投资者来说，中国房地产的估值仍然是一个黑箱，国内信用评级系统也是如此。确定适当的标准化估价原则和透明的信用评级体系仍然是一项挑战。

结论

无论如何，保利发展的类REIT是一项重要突破，它向那些希望筹集资金的租赁公寓企业展示了利用其自身的资产组合在资本市场融资的新方式。一个成熟的REIT制度也为房地产公司已完成的项目提供了一个现成市场，从而使他们更容易回收现金以注入新的开发项目。

考虑到与类REITs相关的机会和风险以及国际标准REIT制度的潜力，房地产公司需要思考如何最好地定位以利用这一全新的机会，并将其作为一个可能的新增长点来摆脱传统的销售驱动型的商业发展模式。