

内容摘要

房地产业作为规模型、资金密集型行业，资金是制约其发展的瓶颈。随着我国整体经济和房地产行业的发展，房地产企业从“土地型竞争”进入了“资本型竞争”。即房地产行业不再以土地等自然资源为竞争优势，不再是粗放式经营，而是以资本充足率和资金杠杆为关键，追求规模化和专业化经营，并依靠品牌和产品的差异化形成核心竞争力。由于我国现有经济环境的客观约束，发行企业债，引入外资，股权融资及上市都有局限性，规模很小，其他融资渠道也因成本过高，不入主流，银行贷款成了绝大多数房地产商的资金支柱，过去几年银行较为宽松的贷款环境也加剧了这种依赖。银行对房地产行业的贷款包括房地产开发贷款，预售过程中银行按揭贷款，土地储备贷款，建筑商经营贷款等等，总的信贷资金对房地产资金来源的占比超过了70%，银行成为房地产风险的最大承担者。随着房地产市场的急速膨胀，房地产业在银行积聚的风险在增大，2003年国家开始出台一系列以121文件为代表的政策，约束房地产企业各项贷款数量、贷款期限、自有资本金等条件，同时限制住房按揭贷款的发放时间，阻止建筑承包商的垫款，审查清理固定资产贷款，甚至收紧了银行对土地储备单位、建筑商和购房者的贷款。房地产行业的大部分企业面临着资金链条断裂的危机，寻求融资渠道是突破危机的关键。信托借房地产断粮之机，大力扩张，但因自身诸多缺陷令风险倍增。

正是这样的条件下，为了解决我国房地产企业的资金来源问题，和银行风险集中的问题，在分析房地产企业融资可能的几种渠道后，本文试图设立新的产业融资模式——房地产投资信托基金 REITS。REITS 作为房地产证券化的重要形式，一方面可以极大的促进房地产业和房地产市场的发展，另一方面，REITS 进入资本市场，是机构投资者和个人投资者理想的投资工具，同时使银行降低其中的参与度。并因此降低风险，从投资者的存款和房地产业的资金需求中间撤出。

REITS 在国外经历了 40 多年的发展史，已经趋于完善。而在我国，无论是房地产市场还是资本市场都不过短短的十多年发展时间，

对 REITS 的理论研究也才刚刚起步, 仅有对国外 REITS 的介绍, 和在我国实施 REITS 的呼吁。本文在前人的基础上, 运用企业融资理论和组合投资等理论, 根据 REITS 产品的特性, 分析我国近期对实施 REITS 的必要性和可行性, 提出我国发展 REITS 的模式和对策建议, 旨在倡导设立 REITS 法规, 建立 REITS 实体, 解决目前房地产市场参与者多方的困境。

第一部分, 本文首先概略的介绍了何为房地产投资信托基金 REITS。因为美国的 REITS 历史最悠久, 发展得也最完善, 美国一国 REITS 的规模占全球的 80% 以上, 所以本文以美国为例, 介绍美国将企业界定为 REITS 的规定, 以及 REITS 在世界范围内被广泛采用的现状。然后, 文中将 REITS 的特征分类, 一部分是类似于证券投资基金的 REITS 特征, 一部分有别于证券投资基金的 REITS 特征, 同时利用国外的数据和图表对这些特征进行支撑。其次再将 REITS 与我国较为相关的投资产品进行对比。

第二部分, 本文从多个角度分析我国对 REITS 产品的需求空间, 探讨我国是否有足够的动机实施 REITS。首先, 房地产行业的发展现状和前景足以支撑 REITS 的持续发展。近年来, 房地产行业正逐渐成为我国经济发展的主导产业和主要支撑, 推动了 50 多种相关产业的快速增长。房地产业发展趋势的各种指标也无一不证明我国房地产的发展空间是巨大的。这就为实施 REITS 提供了一个必须的基础。但是, 我国的房地产市场存在结构不平衡和泡沫问题, 需要通过设立类似 REITS 的新机制予以改造。其次, 原本房地产企业的开发贷款、预收款、基建垫资、流动资金贷款和土地出让金贷款等源于银行的资金占行业资金来源的 70% 以上, 但受 121 文件等风险管理和规范管理的政策约束以后, 这 70% 的银行信贷资金中, 一半贷款会比以往获取贷款的时间晚 (晚的程度依据不同企业不同项目的实际情况而定), 而另一半贷款来源将不复存在, 房地产企业的资金链条由此断裂。房地产企业濒临危机, 而优良的房地产项目需要投入, 在现有模式存在困境的情况下需要求助另一种模式, REITS 实施的根本动因由此而来。再次, 从 REITS 产品的需求市场来看, 潜力巨大。由于提供给投资者

的是没有其他产品可替代的品种，有不一样的投资特性，机构投资者和个人投资者对投资 REITS 有着真实的兴趣与需求。在 REITS 对我国房地产市场进行规范性整合后，一直对我国房地产市场跃跃欲试但又徘徊之外的海外资金必然大规模进入，成为 REITS 的重要投资力量。然后，从解决我国商业银行在一个行业的风险集中问题的角度，分析 REITS 是和银行信贷紧缩的有效配套措施，既化解了银行的信贷风险，又避免了房地产市场参与者绕过政策，变相获取银行资金的做法。最后，我国证券市场的风险结构和投资品种会因 REITS 而改变，在很大程度上解决证券市场不能满足投资者长期投资理财品种需求的问题。

在明确我国有设立 REITS 的必要性之后，本文对实施 REITS 提出了具体的模式和对策建议。首先构建出 REITS 的设立、经营、扩张的过程，并分析 REITS 结构的主体和它们之间的关系，强调设立 REITS 法规的重点所在，最后分析了 REITS 的实施对各种市场，对各参与主体和相关金融工具带来的影响。

以往的文献大多因房地产市场发展有了障碍，在解决方式中会提及采用国外房地产信托投资基金，但多偏向于房地产信托，而不是标准的 REITS。也有文章只对国外 REITS 做专门介绍。所以本文的从对 REITS 的简单介绍出发，着重理清当前的产业形式，从多种角度的需求分析 REITS 对投融资相关主体困境的解决，证实了引入 REITS 的必要性。同时，论文研究时间不同，政策环境、解决的问题实质和采取的方式就不同。(1) 对房地产企业的资金链条从政策变化前到政策变化后的影响有细致的分析，大部分房地产企业要延长企业生命周期，继续开发优良项目，同时现有的项目不成“烂尾”，如果不愿被兼停并转，就只有开启其他的融资渠道。(2) 房地产行业有着保持增长的趋势和必要，但是这样的增长不应该以银行业提供绝大部分资金，承担绝大部分风险为代价。我国国有企业改革才将历史的包袱转手给了银行，在银行剥离了很大部分不良资产，准备轻装上阵，并实施股份制改革和上市之时，不能再视房地产行业因不规范贷款或政策不健全导致的风险集中而不顾。所以，银行针对房地产行业的信贷收缩是必然且不可扭转的。(3) 从投资者的角度看，虽然对长期理财投资型产

品的需求不是 RREITS 诞生的主导力量，但是满足这些需求是正确引导社会资金投向的方式。机构投资者为房地产投资积蓄着实力，个人投资者的需求从来就没有改变过，只是以更直接的投资方式代替了，或者被迫投资其他产品。设立 REITS 对于疏导投资需求，引导社会资源的合理配置有积极的作用。附带的作用是完善证券市场产品结构。

在我国 REITS 的设立模式方面的构想，REITS 的经营方式和盈利模式是虽然前人有所涉及，但本文予以完善。为了利用 REITS 帮房地产企业走出融资困境，避免整个行业大面积的“整理”，本文建议房地产企业以“入伙”的方式，用房地产项目作为去换取新创建的 REITS 的股份。各合伙人的股份是根据各自所拥有的房地产的评估价值占新 REITS 的房地产总价值的比例来确定。让他们依托 REITS 上市融资套现，同时获取可上市交易的受益凭证，保留对自己原有房地产的所有权。但是 REITS 当事人中的 REITS 管理公司不能像部分文献建议的由信托投资公司或者房地产公司来取代，而应该独立设立，保证投资者利益和资金经营收益分配的规范，并对运行中的 REITS 给各方带来的影响做出设想。

关键词：REITS 房地产企业 房地产管理公司
集合信托投资计划 银行贷款

ABSTRACT

Nowadays, real estate sector is playing a great role in national economy and becomes the pillar industry in China. The competition pattern in this field is transforming from land-focus to the one based on finance support involved capital adequacy, financing competence, and based on scale economy, specialization and diversity of product. In fact, banking loan is the biggest financing channel, offering more than 70% of fund in this industry where companies find themselves unlikely to get other financing channels, such as FDI, trust investment fund, issue corporation bonds and initial public offering. The loan risk hence is transferred from real estate industry to bank system, which makes banks have to tighten credit scale via a series of strict policies in real estate industry. Suffering from the broken fund chain, the most of real estate companies have to seek some other channels to meet their financial needs. This article is trying to introduce REITS, a new financing instrument, under this background.

As a kind of industry trust fund, and a steady-income-flowing investment vehicle, real estate investment trust leads private capital to the real estate investment. Since its occurrence more than 40 years ago, REITS has already developed to its mature period in the world. In China, however, the real estate industry and capital market occurred no more than 15 years. Obviously there is more intensive demands and wider developing space for carrying out REITS in China.

Analyzing foreign financial journals and domestic papers about real estate investment fund, this dissertation gives a definition to the real estate investment trust, and an image of REITS' operating in chapter 1. The following segment is about comparison between REITS and several other investment instruments.

Chapter 2 analyzes the importance and feasibility of developing REITS at present. It is predicted that real estate industry will keep its steady growth track the next fifty years. Paradoxically, real estate companies are often limited by financial bottleneck as a result of banks' tightening policies and, the infancy of trust investment corporations, another financing channel. On the other hand, from the viewpoint of investors, both of the institutional investors or personal investors are exactly finding their way out of the present capital market mostly filled with short-term, high risk financing instruments. Finally, the security market needs other creative investment instruments on industry instead of securities.

The final chapter discusses the framework and operation mechanism of REITS. Section one gives the way to setup REITS and its expansions. Then comes to the analysis of the earning mode in section two. The practicable institutional structure of REITS is illustrated via a graph in section three, and several leading participants in its structure are introduced. Furthermore, the REITS management companies would be emerging company instead of just being converted from the established trust investment corporations and real estate companies. Then the author suggests policymakers the key rules of issuing REITS and indicates the potential influence of the launching of this new investment instrument on its participant, and the problems aroused consequently.

**Key Words: REITS, Real Estate Company,
Real Estate Management Corporations,
trust investment**

学位论文原创性及知识产权声明

本人郑重声明：所提交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。因本学位论文引起的法律结果完全由本人承担。

本学位论文成果归西南财经大学所有。

特此声明

学位论文作者签名：夏辉

2005年4月19日

前言

进入 21 世纪，我国的房地产成为国民经济的支撑行业和国民生产总值增长的带动力。但是我国房地产业的快速成长是以商业银行的大量信用贷款为依赖的。随着房地产市场的急速膨胀，和房地产业在银行的风险积聚，2003 年中国开始出台一系列以 121 文件为代表的政策，约束了房地产商的贷款数量、贷款期限、自有资本金条件等，同时限制住房按揭贷款的发放时间，阻止建筑承包商的垫款，审查清理固定资产贷款，甚至收紧了银行对土地储备单位、建筑商和购房者的贷款。房地产行业的大部分企业面临着资金链条断裂的危机，寻求融资渠道是它们的关键。信托借房地产断粮之机，大力扩张，但因自身诸多缺陷令风险倍增。

正是这样的条件下，房地产投资信托基金 REITS 被引入。REITS 作为房地产证券化的重要形式，一方面极大的促进了房地产业和房地产市场的发展，另一方面，REITS 进入资本市场，是机构投资者和个人投资者理想的投资工具，同时使银行降低其中的参与度，从房地产业和投资者之间撤出巨额风险。

REITS 在国外经历了 40 多年的发展史，已经趋于完善。而在我国，无论是房地产市场还是资本市场都不过短短的十多年发展时间，对 REITS 的理论研究也才刚刚起步，仅有对国外 REITS 的介绍，和在我国实施 REITS 的呼吁。本文在前人的基础上，运用企业融资理论和组合投资等理论，分析我国近期对实施 REITS 的必要性和可行性，提出我国发展 REITS 的模式和对策建议，旨在倡导设立 REITS 法规，建立 REITS 实体，解决目前房地产市场参与者多方的困境。

在介绍了 REITS 的定义、特征和发展现状后，我们将从多个角度深入分析我国对 REITS 产品的需求空间。看看房地产行业是否有足够的前景支撑 REITS 的持续发展，房地产开发商对 REITS 融资渠道的饥渴程度，各类投资者是否有投资 REITS 的兴趣与真实需求，商业银行是否为此如释重负，证券市场是否会改善产品结构。在明确我国有设

立 REITS 的必要性之后，本文构建出 REITS 的设立、经营、扩张的过程，并分析 REITS 结构的主体和它们相互间的关系，强调设立 REITS 法规的重点所在，最后分析 REITS 的实施对各种需求的满足情况。

第一章 房地产投资信托基金 REITS 的阐述

第一节 REITS 简介及其发展现状

房地产投资信托基金 (Real Estate Investment Trusts, REITS) 是一种专营于房地产投资项目的投资基金, 它通过向证券市场发售可自由流通的受益凭证, 集聚各种投资者的资金, 然后凭借自身专业的投资理念参与房地产项目的投资组合, 最后将投资收益以股息、红利的形式分配给投资者 (王铮铮, 洪兰)。

图 1.1 美国房地产投资基金运作流程图¹

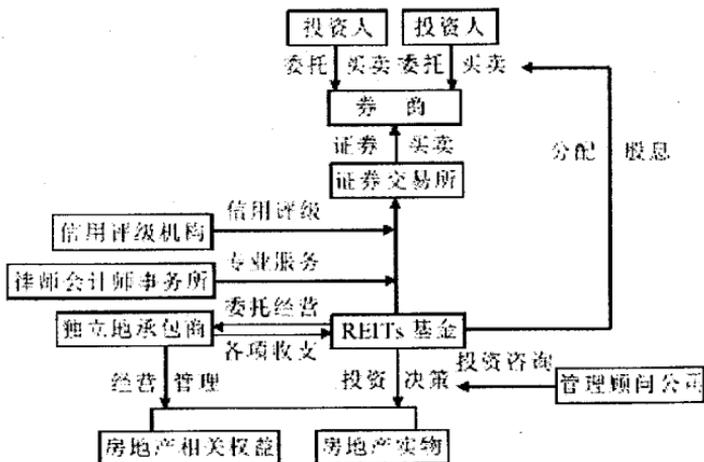


图 1 美国房地产投资基金运作流程图

REITS 本质上是一种产业投资基金, 其运作一般分为四个部分 (见图 1.1):

(1) 成立: 房地产投资信托基金依法设立, 并在证券交易所挂牌交易。

¹ 图形来源: 王铮铮, 洪兰, 《中国房地产金融》2004 年第 3 期的“美国房地产投资信托基金的历史透视”一文。

(2) 筹资：房地产投资信托基金通过证券市场，向特定或不特定的投资者发行房地产投资受益证券，以获取资金。

(3) 经营：房地产投资信托基金将资金投入房地产及其相关权益的投资项目中，并将实际经营管理工作承包给独立的专业开发商负责，从中获取资本增值、利息、租金等投资收入。

(4) 利润分配：房地产投资信托基金的投资经营效益直接反映在股票的价格涨落。受益凭证的持有者（也就是投资项目的受益股东）通过股息分红或低买高卖的方式实现自己的投资收益。

在美国，房地产公司欲成为一家合格的 REIT 公司，必须遵照美国的税则规定。（见表 1.1）²

表 1.1 美国 REITS 的一般标准

范畴	相关规定
企业机制和类型	依法纳税的企业。 以董事会或信托机构管理。 发行可流通股。
业务	至少 75% 的总资产投资于不动产。 不可拥有其他 REIT 子公司 20% 的股票。 所持有的下属子公司的应税资产不超过总资产的 20%。
收入及其分配	至少 75% 的总收入来自于租金或抵押利息收入、出售不动产收入、抵押贷款的利息、拥有其他 REIT 证券的利息、不动产节税收益、贷款承诺费。 至少 95% 的总收益需来自上述 75% 总收益所规定的项目、股利与利息收入、出售股票或其他债券的收入。 至少 30% 的总收益不能源自未达四年即出售的收入、出售持有 6 个月以下的股票或债券收入。 90% 以上的应税收入分配给股东。
公司股东	应税下半年，前五大（或以内）股东不可持股超过五成。

房地产投资信托基金相对于其他的投资基金有其特殊的经济职

² 本节数据来源：NAREIT（国际房地产信托投资基金网站），2004年8月。

能和运作方式。

(1)在美国, REITS 机构免交公司所得税, 同时公司每年至少 90% 的收益必须发放给股东, (2) 房地产投资信托受益凭证与股票、债券一样可以自由买卖, 价值基于特定的房地产项目或房地产项目组合的投资效益而定。(3) 房地产项目融入的资金是表外融资性质。REITS 持有者只拥有特定的房地产项目的股权或债权, 其收益来源于具体的房地产项目, 而不是企业的现金流。(4) 房地产投资信托运作的目的是通过信托合同, 将分散的投资资金集合起来用于巨额价值的房地产项目, 同时将房地产的物权转变为有价证券的股权或债权。

至今为止, 美国的 REITS 市场几乎占了全球市场的全部。由于其他国家的 REITS 产品和市场大都是在 2000 年以后发展起来的, 因此我们主要考察美国 REITS 的种类。

图 1.2 美国 REITS 类型 (比重%)

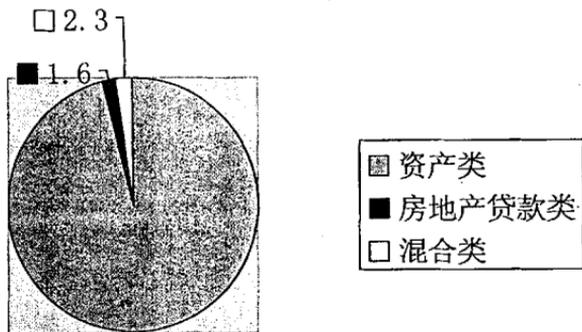


图 96.1

迄今在美国已有 300 多家 REITS, 市值达三千多亿美元。根据 REITS 的投资类型, 可以将它们分为三大类。第一, 权益型 (Equity-REITS): 直接参与房地产的投资、经营; 主要收入来源于房地产的租金, 股息红利和资本增值收益。第二, 房地产抵押贷款类 (Mortgage-REITS): 投资房地产抵押贷款或房地产贷款支持证券

(MBS)，收益主要来源于房地产贷款的利息。第三，混合类(Hybrid-REITS)：采取上述两类的投资策略，投资领域既包括房地产本身也包括房地产贷款。在1975年左右，美国REITS的投资类型的比重是权益类、房地产贷款类和混合类三分天下，各占1/3。而现在，据统计，REITS中的绝大部分是从事权益类投资，占有REITS的96.1%。(见图1.2)固后文的REITS如无特别说明多指权益型的房地产信托投资基金。

权益型E-REITS的投资标的是房地产本身，投资者直接参与房地产的投资、经营，房地产行业景气状况及经营绩效是影响收益的主要因素。房地产贷款类M-REITS的投资者是抵押债券及相关证券为投资标的，作为金融中介提供债权融资，赚取利差，利率是影响其收益的主因。因此权益型E-REITS收益的稳定性一般，投资风险也较高；而房地产贷款类M-REITS收益的稳定性更好，风险更低，但收益也更少。混合类H-REITS是E-REITS和M-REITS的组合，所以收益、风险都居于二者之间。

每个REITS根据各自的专长选择投资领域。有的以地理区域为专长，如地区、州、都市的地产；有的专长于各种行业地产，如零售业、工业、办公楼、公寓、医院等房地产；有些REITS选择广泛的投资类型，包括房地产、贷款类的众多产品。在各种房地产业的投资中，零售业、住宅、工业/办公地产的投资占绝大部分，总计超过总投资的74%。

近年来欧洲、亚洲、南美洲一些国家包括台湾和香港都针对REITS制定专门的立法，推进REITS的发展，截止至2003年底，已有18个国家和地区制定了REITS的法规，预计近期内会有更多的国家加入这个行列。

第二节 REITS 的特征分析

一、REITS 类似基金的特征

1、方向明确的投资策略

REITS具备透明度高、针对性强的投资策略。由于监管方面的规

定，REITS 不可能偏离物业投资业务或分散投资至非物业投资业务。因此，稳定的投资策略给投资者带来较肯定及可预见的管理及业务行为。

2、满足投资者的资产组合需要

其设计结合了不动产投资与股票投资的特质，被称为“all-weather investment”。REITS 将投资者的资金集合起来投资于房地产，一般中小投资者即使没有大量资本也可以用很少的钱参与房地产业的投资，没有最低投资要求。对很多小额投资人而言，投资 REITS 如同投资于专业团队管理的不动产，同时分散了一般投资于单栋建筑的风险。让中小投资者在毋须投入庞大资金的情况下，投资于平衡的、多元化的及大规模的物业投资组合，对大部分中小投资者具有相当的吸引力。

3、可流动的实业投资

REITS 在交易所上市可以提高其流动性。从投资者的角度看，上市的房地产投资信托基金可以为他们提供迅速退出的途径。REITS 的流动性有助于建立和增强投资者的信心。

4、信息的完全透明

类似于上市的基金，上市 REITS 按规定必须向投资者披露运营信息，帮助投资者了解该计划的运作及可能涉及的投资风险；协助投资者对其运营的稳健性建立信心，在充分掌握信息的情况下作出投资决定。同时，在证券交易所上市的 REITS 受到公众及监管机构的监察及分析员的评审。这些监察和评审有助于推动有关基金完善企业管理行为和公司治理。

二、REITS 不同于基金的特征

1、税收优惠

税收优惠是 REITS 在美国和澳大利亚取得成功的重要因素。在美国，REITS 在税收上按转手证券(PASS-THROUGH)计算，即绝大部分的利润直接分配给投资者，公司不被征收资本利得税，即 REITS 所分派股息不会在 REITS 的层面被征税。投资者所收到的股息只会是个人的层面被征税，因此获得较高的税后回报。

2、与其他金融资产的低相关性

由于 REITS 的长期收益由其所投资的房地产价值决定，因此 REITS 的收益与其他金融资产的相关度较低。从各国的统计数字看，REITS 与证券价格走势的相关性偏低，因此已被证明是分散投资组合的有效途径。投资者在资产组合决策中，会考虑 REITS 相对较低的波动性和在通货膨胀时期所具有的保值功能。这是 REITS 成为投资对象的一个重要因素。

我们可以借鉴国外权益类 REITS 收益与其他投资产品的相关系数来估计我国 REITS 的大致情况。美国权益类 REITS 与 RUSSELL2000 的相关系数最高，与 NASDAQ100 的相关系数最低；从七十、八十和九十年代，REITS 与其他投资产品的相关性在逐步降低，与 NASDAQ100 的相关系数在七十年代是 0.34，到九十年代末降为 0.01。总的来说，REITS 收益与市场平均收益的相关度比其他投资品种小得多。

表 1.2 权益类 REITS 收益与市场的相关系数³

市场指数	1972-2000	1972-1979	1980-1989	1990-2000	1990-1994	1995-2000
RuSSell2000	0.63	0.83	0.74	0.5	0.67	0.36
S&P500	0.56	0.64	0.65	0.39	0.53	0.28
NASDAQ CompoSite	0.54	0.73	0.71	0.29	0.64	0.09
S&P UtilitieS	0.38	0.65	0.38	0.33	0.29	0.37
NASDAQ 100	0.34	NA	0.68	0.23	0.57	0.01
Merill Lynch Govt/Corp	0.23	0.47	0.17	0.2	0.39	0.1

3、丰厚而稳定的回报率

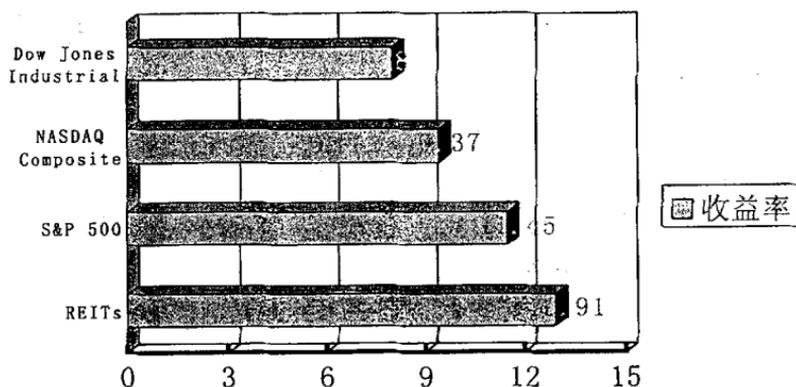
REITS 的税收条件和投资范围决定了 REITS 作为投资产品的特点。REITS 的税收条件要求 REITS 将 90%以上的收入用于分红；而且 REITS 的投资的资产必须是房地产行业。因此，REITS 的投资特性是高分红和适度成长。

³资料来源：Ibbotson Associates, NAREITS.

以规模相似的小盘股作参照，REITS 产品的分红收入比规模相似的小盘股要高出很多。REITS 在 Russell 2000 小盘股指数中占 6% 的比重。在 1995 至 2000 年中，REITS 的平均分红收益率为 7.3%，是同期 Russell 2000 中公司平均分红收益率的 6 倍。值得一提的是，所有的 REITS 都有分红，而相对应的 Russell 2000 中，只有不到一半的公司有分红派息。总的说来，一般情况下投资 REITS 可以获得其他证券 4 倍左右的分红收益。

短期看来，REITS 在有效的资产市场结构中表现出的投资总收益比高增长公司低，但比债券收益高。美国 REITS 行业协会 NAREIT 的研究比较了从 2002 年到 2003 年 11 月各投资产品的收益状况。研究显示 NASDAQ 市场指数的收益最高，平均年收益率达到 46.78% (2003 年)；REITS 的行业指数 (NAREIT Equity REITS Index) 收益率为 33.88% (2003 年)，在大盘股和债券的收益率之间，基本上与小盘股的收益相同。值得注意的是，在 2002 年股市全面下跌时，NAREIT 指数的收益率为 5.22%，比 10 年期的国债收益率高。

图 1.3 REITS 同其他指数的年均收益率比较图 (1971 年 11 月—2003 年 11 月)



而从长期看来，REITS 作为房地产类有价证券表现得比大多数证券指数优异，在其诞生至今的 30 多年的时间里极少有挥发性，其平

均收益远远超出道琼斯工业指数、纳斯达克复合指数、标准普尔 500 指数等其他主要市场指数，见图 1.3。

其中从 2001 年开始的 S&P 含有了 REITS。因为标准普尔意识到 REITS 的重要性，遂把它作为一个主要的投资项目加入了主要的几个指数里。

随着 REITS 的发展，它和其他投资品种的相关性有着减小的趋势，也就是说它作为风险分散的工具越来越必不可少。下表为从 1972 年至 2000 年美国 REITS 的月均收益率与其他投资品种分阶段的相关性比较列表。

表 1.3 美国 REITS 收益率与其他投资品种的相关性比较

相关对象 ¹	1972-2000	70 年代 ²	80 年代	90 年代	1993-2000
小盘股	0.63	0.74	0.74	0.58	0.26
大盘股	0.55	0.64	0.65	0.45	0.25
长期债券	0.20	0.27	0.17	0.26	0.16

4、低风险性

REITS 作为投资产品有其自身的收益和风险结构。在此，以美国 REITS 收益的波动性来衡量 REITS 的收益风险，REITS 的风险远低于 NASDAQ 指数，比标准普尔 500 市场指数低大约 3 至 4 个百分点。从表 1.4 可见。

表 1.4 REITS 收益和风险比较² (单位: %)

区间	NAREIT (权益类)		NASDAQ		标准普尔 500	
	收益率	波动	收益率	波动	收益率	波动
20 年	13.84	11.94	11.33	23.98	14.99	15.43
15 年	10.98	12.41	8.61	25.70	10.87	15.32
10 年	11.95	12.70	10.02	27.57	11.43	14.38
5 年	7.94	13.06	0.32	36.23	3.66	17.97

⁴资料来源: REITS-NAREIT Equity Index; Small Stock-Ibbotson U.S. Small Stock Series; Large Stocks-Standard & Poor's 500; LT Bonds-20-year U.S. Government Bond.

⁵其中, 70 年代排除了 1970 年和 1971 年的异常数据。

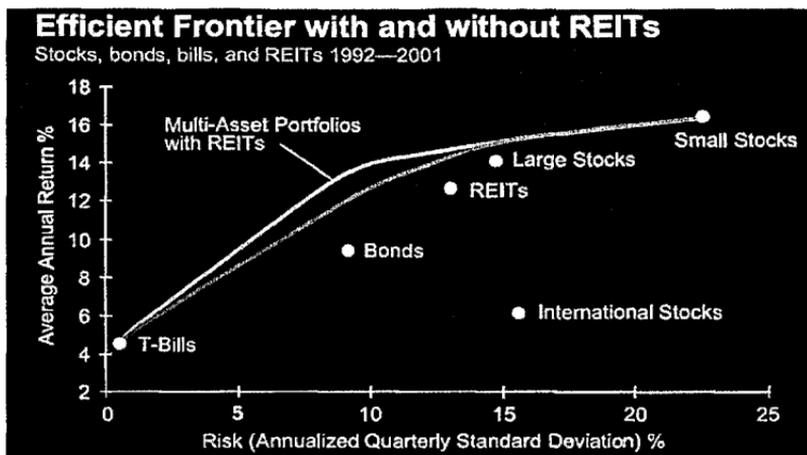
⁶资料来源: NAREIT, Ibbotson Associates, Frank Russell Company; 截止至 2002 年 6 月 28 日。

⁷收益率是年平均累计收益率; 波动是收益率的标准差。

3年	14.21	11.84	-18.30	40.82	-9.18	17.04
1年	16.22	11.29	-32.19	32.83	-17.98	15.77

无论是分散投资者还是机构投资者，REITS 在投资组合中正日益发挥着举足轻重的作用。REITS 作为长期、持续增长型投资，在风险收益均衡 (risk/reward balance) 管理中，其与其他投资品种的低相关性使它对降低风险系数，增大总体回报有着及好的效果。

图 1.4 有无 REITS 下组合投资的有效边界⁸



IBBOTSON 联合机构研究证实投资于 REITS 确实为股东增加了总收益，或降低了总风险。当在分散化投资组合中增持 REITS 股份时，投资组合的有效边界就会上升。这就意味着增持后的组合有着更高的最大预期回报率，同时，每个预期回报率的风险水平降低了。(见图 1.4)

图中的圆点从左至右分别表示短期国债、中长期债券、REITS、大盘股、小盘股的年平均收益率和风险。上面的弧线表示加入了 REITS

⁸资料来源：NAREIT Ibbotson Associates, Frank Russell Company.

Small Stocks—Ibbotson U.S. Small Stocks Series;

Large Stocks—Standard & Poor's 500;

International Stocks—MSCI EAFE Index;

REITS—NAREIT Equity Index;

Bonds—20-year U.S. Government Bond;

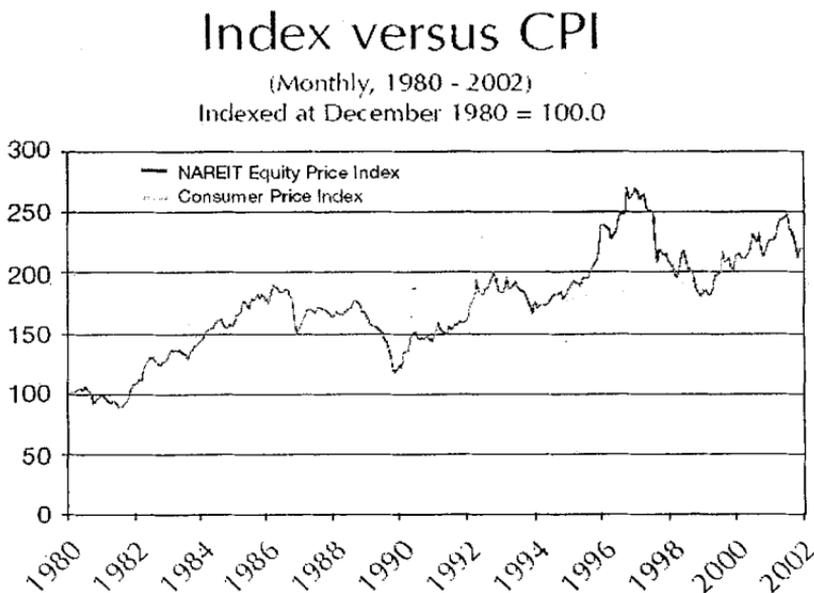
T-Bills—U.S. 30-day T-Bill.

的证券组合可以将组合投资的可行域和有效边界从下面的弧线扩大到上面部分。REITS 在组合中分散风险，增加收益的作用非常明显。

5、REITS 对通货膨胀的抗干扰性

无论是投资于债券还是股票，一个无法回避的事实是，投资收益与通货膨胀相关度不够，真实收益还必须从名义收益中减去通货膨胀率，在通货膨胀严峻的时期，长期收益率有负的可能。而 REITS 以房地产行业为基础，与通货有着极其紧密的关系，其稳定、持久的增长是将通货膨胀的影响纳入其中的。从美国过去二十年间 REITS 的市值和消费者物价指数的关系图可以清楚的看出，投资于 REITS 可以保护股东的资本不受通货膨胀的干扰。图中取美国 1980 年至 2002 年 REITS 市值和消费者物价指数的月度数据作散点图。（见图 1.5）

图 1.5 REITS 市值与 CPI 月度走势比较图（1980 年—2002 年）



Source: National Association of Real Estate Investment Trusts*
and U.S. Department of Labor Bureau of Labor Statistics.

总的说来，以美国 REITS 的关键是从税收的角度，确立 REITS 符合税收优惠的条件，REITS 行业根据税法和市场状况，在结构、经营

策略等方面不断创新，选择合适的结构和发展策略，逐渐衍变成现在的具有以上特征的房地产信托投资基金。

三、REITS 与我国相似产品的差异

1、REITS 与封闭式基金的差异

在美国，绝大多数的 REITS 不是封闭式基金。房地产业的封闭式投资基金是被动式投资房产，而不经营，其运作模式是将收取到的房地产租金传递给投资者。1986 年税法修改过后，权益类的 REITS 可以同时拥有和经营房地产。REITS 在积极管理资产负债以降低资本成本的同时，通过收购兼并达到规模经济或开拓为租户服务的新模式而增加收益。

在我国是不存在产业投资基金的。所以 REITS 与我国现有投资于证券的封闭式基金的差异就很大了。具体区别于发起目的、投资对象、投资收益、投资风险、经营方式、监管部门。至于我国的 REITS 是否会被允许拥有和经营房地产要视市场环境、经营状况以及政策因素所决定。一般情况下，建议我国设立 REITS 法规时允许 REITS 直接投资房地产项目，并用于销售、出租等经营之用。

第一，发起目的的差别。我国建立封闭式证券投资基金的目的是为了引入机构投资者，减少非系统风险，规范证券市场的投机性，满足股市扩容需要，为全流通创造条件，促进行业经济发展，同时为投资者的投资组合多提供一种低风险产品。而建立 REITS 的目的应该在于调节社会资金配置，打通房地产企业断裂的资金通道，并为渴望投资房地产领域却缺乏相关信息和渠道的投资者提供一条捷径。

第二，投资对象的差别。我国的证券投资基金显而易见的投资于证券市场的金融产品，包括上市交易的股票、国家债券、企业债券、和存款。即使有以房地产类上市公司为投资目标，也只是作为一种投资策略，作为组合资产中与其他类别的收益和风险相异的产品，可能是短期，或是阶段性的行为。而 REITS 自始自终都投资于房地产领域，可以包括企业的股份、真实的地产。

第三，投资收益的差别。证券投资基金的收益源致于对股票、各类债券的持有和买卖，获取的股票红利和股息、债券利息、证券买卖

价差等。其收益受证券市场相关因素影响较大，比如经济周期的波动、货币政策的松紧、利率的变动、及其预期等等，这些都是产业经营的间接收益，或是提前的收益。而 REITS 一般获益于实业的经营利润，即使是房地产企业的股票投资，也不是以买卖价差的资本利得为目的。

第四，投资风险的区别。根据证券投资基金的投资对象和投资收益可知，它的风险归属于金融风险，相对于实业投资风险更大，因而风险分散于不同种类的债券，不存在行业风险。虽然房地产行业相对于其他行业来说风险更小，收益更稳定，但 REITS 无法回避的是房地产的行业风险。REITS 通过投资于住宅类、办公类、零售类等等行业的房地产或房地产公司，分散单个房地产的经营风险、财务风险和信用风险。

第五，经营方式的差异。同美国的情况一样，基金不能负债经营，只能通过经营资产将基金收入分派给基金持有人。相反按大多数国家的规定 REITS 可以负债经营，或者在规定比例以内持有负债，所以可以财务杠杆积极高效的运作 REITS 资产。

第六，监管方面的差异。我国的基金都属于证券投资基金，所以其主要监管来自证监会的监管，证券业协会的自律监管和证券交易所的一线监管。REITS 作为上市交易的证券品种，也应受证监会、证券业协会和证交所的监管，同时它作为房地产行业的经营机构和新兴品种，无疑应该为国家相关产业管理部门和政策制定与改革机构所监控。

2、与上市房地产公司的差异

REITS 与房地产公司的差别主要在投资政策、收入分配、负债程度和结构等几个方面。

第一，对于被投资的房地产公司，融入的资金是表外融资性质。也就是说，REITS 受益凭证的持有者只拥有特定的房地产项目的股权或债权，其收益来源于具体的房地产项目，而不是来自于项目所属的整个企业的现金流。投资者的盈亏只与该项目开发的成败密切相关。这是项目受益凭证与企业股票的根本区别。

第二，REITS 的投资范围受到 REITS 设立条件的限制，有明确的投资政策，必须将政策规定比例的资产比例投资于房地产及相关领域——如美国 75%，新加坡 70%，日本除了有 75% 的要求外，还必须将 50% 的资产投资于收入产生型的房地产项目。而房地产公司可以从事房地产投资及开发以外的业务，而且没有下线的限制。

第三，房地产公司必须依照公司法的规定，不得将净资产的 50% 用于对外投资；而 REITS 则没有此限制，如果是单纯的权益类的 REITS，它可以把资产完全的用于投资，通过收购房地产项目实现自身的增长。

第四，REITS 类似于基金，有明确的收入分配政策，将绝大部分的收入以分红形式分配给投资者；房地产公司的收入分配政策不受政策法规的限制，可以象任何公司一样分红、派息或不作为。

第五，REITS 的负债比例受 REITS 法规的限制，如香港 REITS 的负债比例不得超过资产总值的 35%；而地产公司没有相应的限制。

第六，REITS 类似于基金不交营业税和企业所得税，所得税只在投资者个人获取收益的层面缴纳。而房地产公司却相反，投资于房地产公司，要缴纳相关物业税目、公司所得税和个人所得税。

3、REITS 同我国的房地产信托产品的差异性。

第一，现已推出的房地产信托产品是固定收益类产品，有到期日和预期收益率，其本质上是债券类产品，所推出的项目属于信贷融资。REITS 是以房地产为投资对象、有分红和相关税收规定的投资产品，属于股权类的投资产品。

第二，房地产信托计划是通过私募发行的信托类投资产品，其数量、额度、转让都有相应规定，而且在公开宣传方面受到信托法律的限制，与公开发行并上市交易的 REITS 产品差异甚大。

第三，房地产信托产品由于属于信贷融资，对信托项目很难实施类似于 REITS 在管理、投资决策等经营方面的治理结构的约束和完善的信息披露。

第二章 我国发展 REITS 的动因分析

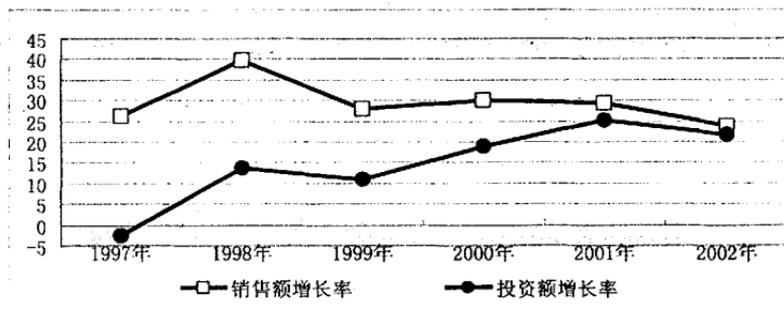
第一节 我国房地产行业的发展有建立 REITS 之需

房地产业有发展的必要，是探讨发展方式，开发一切创新工具的前提。解决房地产业发展不平衡，以及解决以此为部分原因的房地产泡沫之争，是探讨改造现有产业格局，引入特殊行业的产业信托投资基金的宏观动机。

一、我国房地产行业的发展现状

近几年来，房地产业在我国随着国民经济的发展和人民生活的改善正在逐步成为经济发展的主导产业之一。我国的商品房屋销售面积 1997 年为 9010 万平方米，2001 年增至 22411 万平方米，同比增长 148.7%，2003 年全国商品房销售面积达到 32247.24 万平方米，同比增长 29.1%。从下图可以大致的了解我国近几年对商品房的供给和需求情况是保持了一个增量在不断上升。

图 2.1 1997-2002 年商品房销售、投资额增长情况⁹



从我国人民生活的改善和消费结构发展趋势看，家庭开支中用于食品消费的比例逐年下降。1993 年我国城镇居民的恩格尔系数（食

⁹第一节一部分使用的数据均来自历年《中国统计年鉴》和“中国网”《房地产行业分析报告》。

品开支占家庭开支的百分比)为 50.1%,到 1998 年下降为 44.4%,到 2001 年迅速下降至 37.9%。从国际上各国经济发展,可以发现恩格尔系数和住房支出的对应关系(见表 2.1)。以 2002 年我国城镇人均支出 6859 元计算,人均用于住房支出部分可以达到 1289 元,而实际支出仅为 547 元。

表 2.1 国际上恩格尔系数与住房支出比重的对应关系

恩格尔系数	55-59	50-55	45-50	40-45
住房支出比重	7.6	11.2	12.1	18.8

体制变化是基础和第一推动力。1998 年以来,取消福利分房以后,巨大的市场需求是供给扩大的强大动力,从根本上刺激了房地产开发商的积极性,而且吸引其他资金流向房地产业。金融、税收等各项政策的刺激是第二推动力。中国人民银行多次降息以分流储蓄;各大商业银行积极开拓住房开发贷款和个人信贷业务,加大了金融支持;建设部取消多项不合理收费;国家税务总局也降低个人购房契税等,这些政策措施的出台为我国房地产市场的发展提供强大的支撑。居民生活水平改善、旧城改造及城市化等的内在要求是第三推动力。因此,我国住宅市场的潜在需求巨大。有了相应的体制因素、政策因素、和经济环境,潜在的需求必将转化为现实的市场需求,从而推动房地产业的高速发展。

二、我国房地产行业的发展趋势分析

· 行业发展现状和前景是设立行业信托投资基金的前提¹⁰。

1、从 GDP 发展水平来看

世界银行统计数字显示:人均 GDP 达到 600 到 800 美元时,住宅产业进入高速增长阶段;人均 GDP 达到 1300 美元时,住宅产业进入快速增长阶段。目前我国人均 GDP 已接近 1000 美元,其中上海已超过 4000 美元,住宅消费将成为目前及今后相当长时间的主要消费热点,住宅产业相应将进入高速增长阶段。根据“十五”计划的规划指标,2005 年我国 GDP 将达到 12.5 万亿元,人均 GDP 将达到 1130

¹⁰ 第二部分中数据均来自《中国房地产行业季度分析报告》2003 年 8 月。

美元。经济的稳定增长为房地产业的发展创造了良好条件，也对房地产提出了快速发展的要求。

2、从市场潜力来看

目前我国城镇人均住房在 14 平方米左右，虽比改革开放前提高了许多，但与一些发达国家和中等发达国家相比，还相差几倍。国际经验表明，在人均住房建筑面积达到 33—35 平方米之前，会保持旺盛的住房需求。因此，潜在的市场需求将为我国住宅产业持续发展提供强大马力。

3、从城市化角度来看

我国城镇人口占总人口的比重 1980 年为 19.4%，1995 年升至 29%，2001 年进一步提高到 37.7%，达到 4.7 亿左右。据权威机构预测，到 2010 年我国城市化率将达到 46%，城市人口将达到 6.4 亿人，比目前净增 1.9 亿人，平均每年要新增人口 1852 万。按照城市化水平与人均 GDP 的正相关性的规律，如果到 2020 年中国人均 GDP 增到 2800 多美元，那么届时城市化水平可达到 60% 左右。

城市化进程的加快，必然要求房地产和住宅产业与之相适应。就住宅这一项来看，按现在的城市人口计算，我国目前城镇人均住宅面积仅为 8.7—9 平方米，而且城镇人均住宅面积在 4 平方米以下的特困户还有 200—300 万户，居民住宅中有 45% 左右是非成套住宅。“同时，每增加 1 平方米人均住宅建筑面积，就要新建 5 亿平方米左右的住宅。而如果按预测的到 2010 年城市人口达到 6.4 亿人，人均住宅建筑面积按目前的 22 平方米计算，那么仅满足新增加的 1.9 亿城市人口，就需要建设 41.8 亿平方米住宅。

4、从人口流动情况来看

目前，我国流动人口规模已在 1.2 亿以上，大量流动人口的出现既是市场经济的产物，也是经济发展的重要标志。以广州、上海和北京三大城市为例，各城市的外来人口多达 300 万到 400 万，其流动人口与常住人口之比分别是 21:100，10:100 和 6:100。如此大量的流动

¹¹ 《中国住宅市场的发展与政策分析》，厉以宁主编。

人口，是这些城市房屋租赁市场的消费主体，为房屋租赁市场的发展奠定了基础。有预测表明，到 2010 年，我国流动人口将增加到 1.5 亿人以上，按人均居住最低标准（人均居住面积 2 平方米，建筑面积 4 平方米）计算，需要为新增的流动人口建造约 3 亿平方米的租赁房屋，每年需开发建设 3000 万平方米以上的租赁房屋。

5、从国内政策层面来看

改革开放以来，特别是 1998 年以来，国家和有关部门制定的一系列鼓励发展房地产业的有关政策。免征营业税、契税、支持处理空置房；降低房产税和出租房屋的个人所得税等。“十五”计划指出 2005 年城镇居民人均住宅建筑面积要由 2001 年的 19.8 平方米增加到 22 平方米。十六大国家政策继续扶持房地产特别是住宅产业的发展，房地产业将面临日益优化的政策环境，继续巩固其支柱产业的地位，发展空间更加广阔。

因此，从中长期来看，我国房地产业属于朝阳产业，目前还处于总量增长时期，现阶段出现的结构性和区域性矛盾必将随着宏观经济的持续发展和国家产业政策调整而逐步解决，房地产业的中长期趋势良好。发展 REITS 有着丰厚的产业基础和优良的发展空间。随着房地产行业和金融进一步的市场化发展，双方的融合基础上的产业分工是科学的必然的趋势。

三、我国房地产行业的产产品市场结构不平衡问题

目前中国房地公司多为民营性质，实力有限，自有资金不多，所以大量采用杠杆操作。而住宅用房项目，不仅可以在建设中获得银行的在建工程抵押贷款，同时因为商品房是以分割销售为主，可预售，银行房贷操作手法已成惯势，非常纯熟。所以这种项目资金链条稳固，对开发商自有资金要求不高，因此开发住宅用房的房地产开发商趋之若鹜。基于同样原因，产生了“房地产泡沫”（见四、关于泡沫的争论及利用 REITS 解决房地产泡沫），房屋空置率高，住宅类房地产市场供给有脱离需求之势。

与住宅项目相比，商业性房地产如写字楼、商场和酒店难以分割销售，大部分以租赁为主，得不到银行的住房按揭贷款和预售款、定

金等，都是高投入、高利润、高风险、回报周期长，回收难度大的项目。一般来说，写字楼项目可能要 10 年后才能完全收回成本开始盈利，酒店类项目则有可能要 20 年左右才开始盈利。因此对开发商的自有资金实力要求高，因此该类项目问津者稀。商用房产的市场供给缺乏弹性。

此为不平衡一。

在发达国家，房地产市场分为两级。房地产开发商只是项目承包人和建造商，作为新物业的兴建者，不参与房地产销售市场。姑且让我们把物业建设的投标、完工交付部分称为一级市场。更多的市场参与者是从事现成物业的收购、转让、租赁和管理，让我们称其为二级市场。在美国，二级市场的营业收入要远远大于一级市场。美国 REIT 行业基本以二级市场操作为主，成功的企业皆具行业专业经验，强调与租户的关系、增值服务、营销策略及资产组合管理，在投资和管理中运用大量现代金融思想，比如分散风险与核心竞争力的平衡，根据利率等市场条件增发或回购股份以降低资金成本，精通实业与封闭式基金的组合。

而在中国，房地产业仍以一级市场为主。房地产商进入房产开发就等于包揽了房产的建造、销售或转让、出租等全过程。仅仅在建造过程中，房地产商可以把工程分包给建筑承包商，最终销售或者其他一个环节出现故障，即使是短期资金不能回笼，都会影响整个房产项目完成并进入市场消费，甚至影响这个房产商的其他项目申请和进展。主体责任和风险还是由房地产商自己承担。二级市场上的房地产商以房产销售出手为目的，不注重客户关系，增值服务、营销策略及资产组合管理等等，还属于二级市场的“粗放式”经营状态。

此为不平衡二。

121 文件以后，银行对房地产“借贷”，房地产市场融资格局骤变。房地产商必须将自有资金提高到 30% 以上，同时在主体工程没有封顶之前不能获得银行的住房按揭贷款，等诸多要求，住宅项目难度增大，商用项目更是难上加难。总之对大部分民营房地产企业来说，相当于下了“封杀令”。

REITS，作为产业信托投资基金，不仅可以接上断裂的资金链，还可以以其天生资金额巨大，投资或直接经营房地产用以转售、出租的特性，解决住宅用房市场和商用房产市场的不平衡问题，同时 REITS 作为二级市场的主要参与者，它的进入就会完全改造房地产市场，保证物业建造和经营的相互独立，解决不平衡二，使我国的房地产市场进入以产业细分为特征的深度市场化阶段。

四、关于泡沫的争论以及利用 REITS 解决房地产泡沫

自 1998 年以来，我国房地产投资和销售额出现了持续快速增长，而且每年的商品房销售额增长率都高于房地产投资增长率，房地产开发完成的投资额占国内生产总值和全社会固定资产投资比例也逐年上升，对国民经济发展的贡献持续增大，总体上看呈现了一种需求拉动增长的好态势。

但是以房地产投资为首的固定资产投资增长速度过猛、在建规模偏大的问题，已对国民经济产生负面影响。房地产投资连续几年的高速增长，到去年已突破 1 万亿元，已占到固定资产投资的 30% 以上，更有甚者，一些城市、地区的房地产投资占固定资产投资的 50% 以上。我国房地产的结构性矛盾，体现在结构性增长不平衡和区域性投资扩张过热。部分城市房地产开发规模过大、房地产价格上涨过快、住房供求结构失衡和空置量增加、对银行资金的依赖很严重等。对出现的种种问题，政府部门和金融机构非常重视，今年以来，以杭州、上海、南京等城市为主的长三角地区相继出台了一揽子遏制炒房的政策，主要包括杭州征收“二手房交易税”、上海出台“期房限转”政策、南京实施“购房实名制”等，这些政策的出台表明地方政府对房地产市场的监管力度正在逐步加强，目的是维持房地产市场持续、稳定的发展。房产泡沫的存在是不容争辩的事实，泡沫的影响和泡沫破裂的后果是非常严重的。

具体而言，我国房地产开发投资中的局部泡沫表现在：

- 1、地区型泡沫。土地和房屋由于其稀缺性和市场需求的无限性拉动及炒作，价格出现虚涨，炒房子、炒地皮等投机、炒作现象在很多大型城市均有一定规模，且有愈演愈烈之势。

2、产品结构型泡沫。商品房开发投资结构过于向高中档房倾斜。当局部地区高档商品住宅紧俏，暂时性的求大于供就会导致部分开发商盲目乐观，追求开发高价大套型住宅，以期获取高额回报。但高价住宅市场消费容量毕竟有限。另一方面，中低价位住宅的缺乏，使得商品房供应结构失衡，市场畸形发展。

3、投资开发主体型泡沫。国民经济许多行业的企业已开始向房地产业涌入或受其连带影响。

4、资金沉淀型泡沫。房地产开发企业资金拖欠形成的债务链、高资产负债率、大量空置商品房等所导致的资金沉淀构成了资金沉淀泡沫。

在拥有对房地产的现实需求而实际供给处于非均衡的泡沫情况下，解决手段就在于，利用 REITS 市场化的投资选择，改善和优化当前膨胀中的需求，对投资结构中过热部分实现约束；以规范的产业基金方式运作，有效配合政府宏观调控政策，从投资者和投机者的房产实业投资转到 REITS 的有价证券投资。

第二节 我国房地产企业的资金结构及其对 REITS 的需求

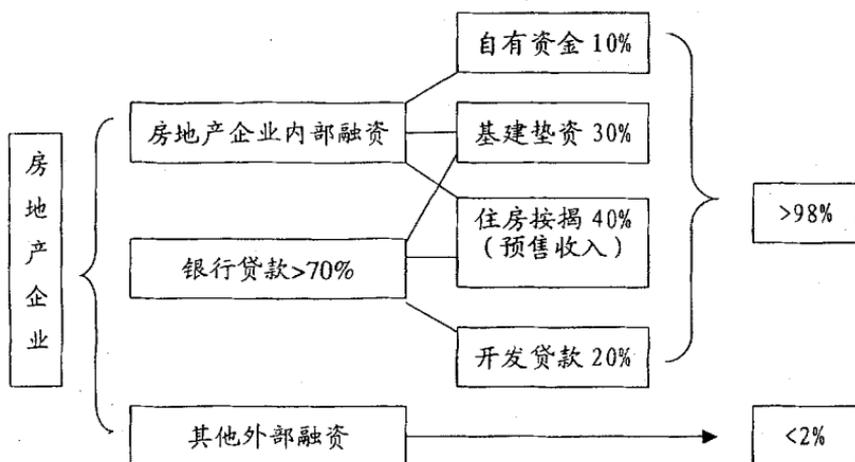
一、我国房地产企业的资金结构

房地产业是资金高度密集的行业，没有资金就没有房地产。投资规模大、周期长等特点使房地产开发、投资需要大量资金，因此房地产商与资金的天然暧昧关系决定了房地产开发企业最关心的是融资。

融资，不单纯是为建设和发展聚集资金的问题，它实质上是一种以资金供求形式表现出来的资源配置过程。所谓融资方式，是由资金供给部门向资金需求部门转化的途径和渠道。综合有关专家对房地产融资的研究成果，房地产企业融资方式有两种：

一是内部融资。即房地产开发企业利用企业现有的自有资金来支持项目开发，或通过多种途径来扩大自有资金基础。内部融资不需要实际对外支付利息或股息，即不发生融资费用，内部融资的成本远低于外部融资，因此是首选的融资方式。

图 2.2 我国房地产企业 2003 年以前的资金来源与结构范例图¹²



一般的统计口径的自筹资金主要包括：组建企业时各方面投入资金；经营开发一定时间，从税后利润中提取的盈利公积金；因筹资超出资金，资本汇率折算差额，以及接受捐赠的财产而形成的资本公积金，现金，其他速动资产（应收银行票据；可以抵押，贴现而获得现金的股票和债券；其他可以立即出售的建成的楼宇），以及在近期可以回收的各种应收款（已定合同的应收售楼款，近期可以出售的各类物业的付款等）。自有资金属于内部融资的范畴。对于开发企业来说，具有一定的自有资金，是项目开发的前提和条件。

内部融资不仅包括自筹资金，还可以包括预收的购房款和基建垫资。预收账款是指房地产开发企业按照合同规定预收购房者的购房资金（包括预收定金和预收款），以及按双方合同规定预收委托单位的开发建设资金（即基建垫资）。

（1）预收住房款主要有两种：一是分次收款（相当于购房者来说是分期付款），另一种是一次预收，显然后一种方式对开发商更为有利。预收账款表现为企业的负债，所以将预收账款归于内部融资的

¹² 图中数据为大部分房地产企业的平均数。

一种。目前，进行商品房预售，是房地产开发企业筹集开发资金的一种重要方式，也是房地产开发企业进行项目开发的一个重要环节，这样可以降低开发项目的最大累计资金需求量，有助于房地产开发企业的滚动开发项目。从实际情况看，这几年由于银行贷款难度的提高，预收账款逐渐占据了开发融资的大头，一些公司的预收账款占筹集资金的比例已高达 50% 以上。对开发企业来说，预收的购房定金或购房款不仅可以筹集到必要的建设资金，而且可以将部分市场风险转移给购房者，虽可能会丧失一些未来利益，但相对于总体利益终究是微不足道的。房地产企业单纯依靠内部融资不能满足资金需求，更多的资金是通过外部融资获得。

(2) 基建垫资是指有经济实力的承包商为争取到建设业务，愿意带资承包建设工程。这样房地产开发企业就可将一部分融资的困难和风险转移给承包商。这种商业信用，相当于建筑承包商融资给开发商，开发企业按照合同还款并支付利息。这个利息要高于银行存款利息，低于银行贷款利息，更要低于开发项目的投资收益率，这才会对双方都有利。当房地产开发企业采用这种融资方式时，还必须对承包商的经济实力进行严格的审查，对其筹资方案也要进行认真的分析。当然工程承包融资在市政建设中较为常见，在实际开发项目中更多的是些开发企业要求施工承包商“垫资”达到减轻资金困难的压力，这是《建筑法》明令禁止的。

全国建筑市场稽查特派员办公室在最近对 37 个城市房地产开发企业的开发建设行为进行的一次专项稽查中发现，有 28.68% 的项目没有建立项目资本金制度，而寄希望于银行贷款和售房款来支撑工程的开发建设。通常来说，房地产开发商的资金结构是自有资金占 30%，然后让施工方垫资 30%—40%（但这其中也有相当一部分是银行贷款），最后一个资金链就是开发商用预售的房款来完成整个资金的周转。自有资金少于 30%，将使房地产资金链吃紧，企业的财务结构不合理，蕴含巨大的风险。可见，央行对房地产开发中企业自有资金达到 30% 的要求是合理且必要的。

预售收入和基建垫资最近几年在总融资来源中占比从 38% 上升

到 47%左右，在房地产开发资金来源中处于较高的状态。这些资金中其较大部分依靠按揭贷款方式实现，其中定金及预收款大约占 38%，剩下的 9%是基建垫款等，这说明房地产开发对市场和销售的依存度在进一步增大。而且企业自有资金占自筹资金一半不到，远远低于国家要求的 30%，整体抗风险能力还比较低，企业的资产负债率超过了规定的 70%。¹²¹ 文件出台后，房地产商对市场和销售的高度依存的高风险现象被制止后，为寻找资金它们就必须另辟蹊径。（详见二、121 文件的出台对房地产业的影响）

二是外部融资。外部融资成为房地产企业获取资金的主要方式。从外部融资是稳健性开发企业的第一选择，有实力的开发商出于资金安全考虑，一般不大愿意过多动用自有资金，只有那些预期盈利丰厚而且回报快的项目，尤其当开发项目预计利润率大大高于银行贷款利率时，开发企业才会根据自己的实力适时投入自有资金。从我国房地产开发具体运用情况来看，房地产开发企业无论自有资金的多少，在每一个具体的开发项目上，相当程度充当“筹资中间安排”的角色。自有资金多的房地产开发企业，同时可从事多个项目的开发，而在每个项目上的自有资金运用较少，大多数的资金需求以预售收入和基建垫资和外部筹集来实现。目前外部筹资主要渠道有银行贷款、发行股票、股权投资、发行企业债券、房地产信托、利用外资、合作开发、产业基金等。由于我国现有经济环境的客观约束，发行企业债，引入外资，股权融资及上市都有局限性，规模很小，其他融资渠道也因成本过高，不入主流，银行贷款成了绝大多数房地产商的资金支柱。

房地产企业的开发贷款在国内主要有三种形式：第一种是房地产开发流动资金贷款，主要用于补充企业为完成计划内土地开发和商品房建设任务需要的流动资金；第二种是房地产开发项目土地使用权贷款，主要为具体的房地产开发项目提供生产性资金贷款；第三种是房地产抵押贷款，是开发商以拟开发的土地使用权或房屋产权做抵押而向银行取得贷款（即在建工程抵押贷款，在房屋建成的一定阶段，开发企业可以之作为抵押，筹集贷款。）这三种贷款方式的期限都很短，无法适应房地产开发周期的需要。由此导致了银行对房地产企业违规

贷款的现象大量存在。

银行贷款是房地产企业最主要的资金来源。2003 年末中国经济金融运行情况显示，资本市场融资规模萎缩，房地产企业融资渠道间接化的格局进一步增强。2003 年末，房地产企业银行贷款余额为 16.8 万亿元，比年初增加 2.8 万亿元，同比多增 0.9 万亿元。

贷款增长过猛势必造成融资格局向银行贷款倾斜，房地产企业融资对银行贷款的依赖增强，加大银行信贷资产风险。上述统计口径中的银行贷款实际上只包括房地产开发贷款，加上预售过程中银行按揭贷款的资金量，信贷资金在房地产投资来源中的占比超过了 70%，银行成为房地产风险的最大承担者。

(2)信托融资相对银行贷款受政策限制少、灵活、创新空间大，但信托产品尚没有一个完善的二级市场，难于流通。（详见三、信托不是最优选择）

(3)我国债券融资在房地产开发资金来源中的比重一直很低，这不仅和我国的政策有关，也和我国债券的融资效率有关。房地产债券融资所占份额也很小。我国房地产债券最先出现在 1992 年，由海南经济特区的开发商推出 3 支“投资券”，总计 1.5 亿元。1993—1998 年上半年，受政策限制，房地产企业没有公开发行房地产债券。1998 年以后政策限制逐步放松，房地产企业重新恢复了债券发行。到 1999 年，债券在房地产开发企业的资金来源中的占比仅达 0.21%。近两年来，房地产开发企业的债券融资比例日益下降，目前已到不足 0.01%，企业债券余额仅 2 亿元。而且企业债券用途多为新建项目，利息高于同期银行利率、期限为 3—15 年，所以，一般房地产开发的项目获取发行的可能性较小。

(4)通常情况下，通过股票来实现筹资具有永久性，保证公司对资本的最低需要，使资本负债率下降，优化企业的资本结构，增强举债能力，同时股票融资也带来不利因素：进入股票市场融资的门槛很高，由于股利从税后利润中支付，因而不具有抵税作用，会增加新股东，在一定程度上分散公司的收益权和控制权，各种信息的公开会暴露公司的商业秘密。在我国，发行上市股票融资还有以下特征：及上市过

程长，手续复杂，成本较高，对企业资质的要求更为严格，大多数的房地产开发商无法接受和实现。

其次，房地产作为一个特殊的行业，在任何国家都会受与普通企业不一样的待遇。美国考虑到房地产业的特殊性，对房地产企业上市做了严格的限制，房地产业基本上都是从直接融资的渠道获取资金（其中一半以上的资金是由 REITS 提供）。我国对房地产企业的上市也向来严加控制，即使其上市通道有稍微的放松，也只是顺应宏观调控，对整个行业还是算紧。

非上市的股权投资虽然可以充实自有资金，但一般房地产企业注册资本金额较小，又不愿意出让控股地位，不甘心将大部分的开发收益拱手相让，所以在实践中也难推行。目前中国拥有 3 万多家房地产企业，其中，截止 2004 年底统计公布的房地产业上市公司只有 65 家，占全国房地产企业总数的 0.28%；这些上市公司的股市筹资占全部房地产企业的资金来源不足 0.5%。

(5)吸引外资、与外商合作也是房地产公司的融资渠道，但是，目前合作外商要求的价码比较高，以国际化的项目条件和收益分成为前提，这对国内房地产商来说有点苛刻。加上我国的房地产市场还不是特别规范，外商对投资环境还有一定的顾虑。总的说来，国外一些投资机构在增大对国内地产市场的兴趣，但是目前的投资额还是杯水车薪。

融资渠道的畅通是房地产企业健康发展的重要保证，但现阶段除房地产抵押贷款和个人住房消费贷款以外，房地产企业与金融业并没有其他畅通联系的渠道。资料显示，我国房地产开发资金主要来源于银行贷款、企业自有资金以及包括预售款及基建垫资在内的其他资金三个方面。2003 年的统计显示这三项之和占总开发资金来源的 98.51%。所以融资现状还是以银行贷款的间接融资为主体。

二、121 等文件的出台及其对房地产企业的影响

我国的房地产商是长期依赖着银行，凭借各自的资金资源成长起来的。整个房地产业同银行业的依存度都非常高（从“一、房地产

商的融资方式”可见)。房地产业的高速发展促使房地产贷款在我国商业银行贷款规模中快速上升的比重对银行产生了巨大的压力。

于是，央行在 2003 年 10 月公布的《中国货币政策报告》指出了房地产贷款比重过高，尤其是风险较高的开发贷款增加偏多。为了防止房地产市场的隐患最终转嫁给商业银行，抑制可能产生的房地产泡沫，中国人民银行在 2003 年 6 月 13 日出台了新的房产信贷政策《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（银发[2003]121 号，俗称 121 号文件），对房地产开发商的开发贷款、土地储备贷款、个人住房贷款、个人住房公积金贷款等 7 个方面提高了信贷门槛。

针对房地产开发商，121 文件要求，（1）房地产开发企业申请银行贷款，没拿到“四证”（土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证）的项目不得发放任何形式的贷款；（2）要拿到土地使用权证书，必须首先交纳土地出让金，而商业银行不得向房地产开发企业发放用于缴纳土地出让金的贷款。以前开发商只需交纳 15%—40%的土地出让金就可以拿到临时土地证，并开始办理开发贷款或者流动资金贷款。而现在取消了临时土地证，开发商必须交纳 100%的全款才能拿到土地证；（3）贷款时房产商的自有资金（指所有者权益）应不低于开发项目总投资的 30%；（4）银行发放给房地产企业的贷款作为流动资金，不能用在盖房上；（5）对土地储备机构发放的贷款为抵押贷款，贷款额度不得超过所收购土地评估价值的 70%，贷款期限最长不得超过 2 年。

针对购房者，121 文件规定，商业银行只能对购买主体结构已封顶住房的个人发放个人住房贷款；对购买第二套以上（含第二套）住房的，应适当提高首付款比例；购买高档商品房、别墅、商业用房或第二套以上的，按照中国人民银行公布的同期同档次贷款利率执行。

121 文件不仅针对房地产开发商的自有资本金、土地出让金贷款、流动资金贷款、和贷款额度、贷款期限进行了比较严格的限制，而且，121 文件以保护购房者利益为目的的条款也最终把约束转移到房地产开发商身上，封顶之前不能发放住房按揭贷款让开发商不能获得预售

款和预售定金，对首付和贷款利率的要求则降低了房产开发商的房屋销售时面对的需求曲线。

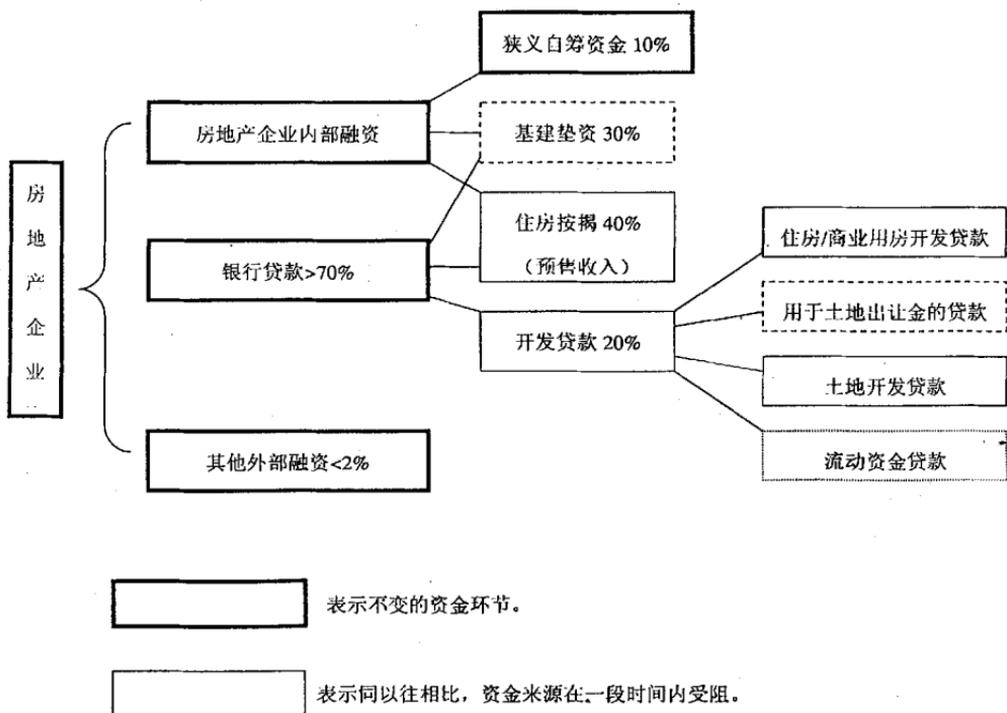
在 121 文件之后，同样为了降低房地产业对商业银行的依存度，降低银行信贷风险，并抑制过度膨胀的房地产市场，国务院和银行系统均发布了多次相关政策。其中包括（1）2003 年 11 月国务院办公厅发布的《关于切实解决建设领域拖欠工程款问题的通知》，要求自 2004 年起，用 3 年时间基本解决建设领域拖欠工程款以及拖欠农民工工资问题。这又封锁了基建垫资等内部融资途径，相应对开发商的资金实力提出了更高的要求。（2）2004 年 2 月银监会开始设计的《商业银行房地产贷款风险管理指引》，规定了银行对房地产贷款余额与总贷款余额比不得超过 30%，申请贷款的房地产开发企业自有资金不低于开发项目总投资的 30%，每笔住房贷款的月房产支出与收入比控制在 50% 以下，月所有债务支出与收入比控制在 55% 以下。这从商业银行的角度对每一笔房地产方向的贷款都加以监督和限制。（3）2004 年 4 月国务院 13 号文出台《关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知》，将房地产开发项目（不含经济适用房项目）资本金比例由 20% 及以上提高到 35% 及以上，又一次提高了房地产开发门槛。（4）同时，银监会在加强贷款风险管理，并在 6 月全面清理了固定资产贷款，紧缩了“银根”，抑制盲目投资开发。此外，因国内土地市场日益采用拍卖，招标方式以及期房预售标准的提高，使项目销售前的资金占用加大，对开发企业的资金需求也提出了更高的要求。房地产企业必须通过各种渠道，增加自筹资金的比重。

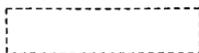
由于 121 文件及其后的一系列政策的出台，将处于尚未完全市场化的中国房地产金融市场中的房地产企业的唯一畅通渠道——房地产企业与金融业的房地产抵押贷款、土地出让金贷款和个人住房消费贷款，堵了大半，加上同样紧缩的建筑商建造贷款和土地储备贷款，房地产行业唯一可依靠就是自有资金了。将图 2.3 同图 2.2 比较可见，房地产企业的资金来源渠道中，除了了自筹资金外其他的融资渠道都各有影响，基建垫资和土地出让金贷款不复存在，流动资金贷款不能用作开发贷款，剩下的大头，按揭贷款、土地开发贷款和开发建设贷

款均因要求提高而阻碍资金流入，受阻时间可达几个月之久。总之，在银行信贷资金占比 70% 的比例中，一半会比以往获取贷款的时间晚（晚的程度依据不同企业、不同项目的实际情况而定），而另一半贷款来源将不复存在。

房地产信贷门槛的提高导致房地产企业融资体制中融资渠道狭窄，资本成本提高。作为资金密集型的行业，随着市场竞争的加剧，越来越多的房地产开发商深切体会到资金已是一个严重制约企业发展的瓶颈。解决好房地产融资问题已经迫在眉睫。急切地寻找着除银行之外更好的融资渠道，是目前我国房地产开发企业面临的主要问题。要解决目前我国房地产金融市场化程度较低的问题，就应该从房地产业融资格局以银行贷款的间接融资为主转向资本市场的直接融资为主。REITS 实施的根本动因由此而来。

图 2.3 我国房地产商 2003 年以后的资金来源与结构





表示资金来源已不复存在。

三、信托不是最优选择

我国信托业经历三年的第五次整顿后，再次步入了快速发展的轨道。目前房地产信托业务蓬勃发展。2002 年底，投向房地产业的信托财产共计 24.08 亿元，占全部信托财产总额的 2.82%，增幅 109.93%。2003 年房地产信托继续以较高的速度增长，2003 年上半年推出的房地产信托计划已逾 20 亿元。求助信托是 121 文件出台后运营规模不算很大，资金链条过紧的房地产商的选择，但却是在没有更多渠道情况下被迫的选择。同时《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法》已于 2004 年 12 月底颁布，其规定符合“过去两年连续盈利且信托业务收入占公司总收入的 60%以上”和“累计发行房地产集合信托 3 次以上、且信托计划已经结束并实现预期收益”等条件的信托公司，可开办不受“一个信托计划不得超过 200 份”的信托合同份数限制的房地产信托业务。看来管理层是在鼓励信托发挥资本市场拾遗补阙的作用，但要在房地产市场上作为支持力量的说法则过于勉强。

1、总体上看，目前房地产信托功能较为单一，房地产资金信托计划大部分是提供“过桥贷款”，即主要为未达到商业银行贷款条件的房地产项目提供前期信托信贷，这些信托计划基本不具有组合投资功能和期限转换功能。

2、关于信托举债。《暂行办法》规定信托不能举借外债，这与房地产行业对资金的大量需求形成矛盾。

3、信托对房地产业非专业运作的劣势。房地产信托在房地产行业强力需求拉动下发展到一段时期就出现了极大的压力，体现在面临行业市场的营销能力、资产管理能力考验的压力。

房地产信托投资管理大体上包括两个方面：集合投资计划管理和地产业务管理。信托公司在运作房地产信托产品时，往往集多种角色于一身，既是信托计划的管理人，又是房地产项目的管理人，缺乏专业化分工。然而，国内大部分信托公司缺乏既懂房地产、又懂金融业

的人才，结果很多房地产信托产品运作得不尽人意。

4、目前，信托还存在信息披露的问题。《信托投资公司信息披露管理暂行办法》已于 2005 年初公布，目前离年报公布最后期限只有 1 个月时间。但截止到目前，除一家信托公司在自己的网站上公布过简单的年报数据外，尚未有信托公司年报在指定平面媒体上亮相。这也是信托长期不规范运作的一个反映。

在房地产商的大量内部融资和外部融资被有了约束的商业银行一口回绝，对信托投资不甚放心，又投奔股市、债市无望后，房地产业的融资之手急于敲开另一个大门——房地产信托投资基金。这是 REITS 诞生的最终动力所在。《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法》也为推行 REITS 埋下了伏笔。

美国 1960 年制定并颁布的房地产投资信托基金法就是在同样的动力之下诞生的。当时美国的房地产企业融资有很多困难，特别是向银行借贷方面有各种各样的限制，房地产商有很大的意见，所以他们想解决融资的问题。（这和国内目前的情况非常的相似。）他们通过成立房地产投资信托基金让信托基金去贷款，去发行 REITS 股份，先筹到资以后，再向房地产开发企业贷款，就解决了他们的融资问题。当然到了今天，我们不一定非得象 60 年代的美国一样让 REITS 基金给房地产企业贷款，我们可以利用后发优势，作选择，选择收购房地产企业，让房地产商持有 REITS 份额，或者直接给房地产商放贷。这是最后一章要解决的问题。

第三节 我国房地产投资者对 REITS 的需求

一、机构投资者的巨大需求

机构投资者们已经用各种方式试探着房地产投资，但主要的力量还在积聚之中，等待时机，准备大举进入房地产投资行业。需要进入房地产投资基金进行投资的机构包括眼下的保险、证券公司、资产管理公司、金融控股公司、信托公司、财务公司等等。特别是国内保险资金进军房地产的愿望非常强烈。

截止 2004 年 8 月末中国保险资产规模达到 11116 亿元。按照国际惯例,如果保险资金中拿出 5%投资于房地产股市场,则将有 500 亿元进入房地产市场,按 50%的财务杠杆和股权占总房地产投资 35%计,这 500 亿元新增资金将控制 1500 亿元的不动产资产。

但是,由于保险资金运用的管理约束,国内保险公司的允许投资品种中还未能加入房地产直接投资,人寿保险基金和养老保险基金还处于蛰伏状态。但一些保险机构已经开始关注并研究房地产行业,并开始试图以间接的方式将保险资金以债权或股权的方式投资于一级城市的住宅或商用物业。2004 年“万科”发行可转债的结果显示,数家大型保险公司在该转债的发行中大举介入。平安保险、中国人寿、中国再保险公司、泰康人寿以及安联大众人寿保险均参与了此次万科可转债的发行,这是保险资金获准投资可转债以来保险公司最大规模的投资行为。

这些体现着国内保险资金对房地产行业投资的强烈愿望。随着改革的推进,我国保险即使对房地产基金投资有约束,也会确定比例,比如保险资金的 30%可以投资到房地产市场。

但是,即使保险资金对房地产投资的政策开放,基于对现行房地产企业直接投资的经营风险、市场风险、信用风险等等,和证券市场的规模约束和空间约束,保险资金期待的仍是房地产行业的信托投资基金的诞生。保险资金在国外不仅对 REITS 市场起着支撑作用,更重要的是为保险资金保值、增值和减少风险贡献异常。在中国实施 REITS 的未来里,保险必将是中国房地产行业最引人瞩目的机构投资者。

二、个人投资者对 REITS 的期待

理论上,已经拥有住房的个人仍有投资 REITS 的必要,让 REITS 的投资与已经拥有的房子互相弥补。拥有自己的房子与其他投资方式不同之处是,当房子拿去抵押贷款时是不断支出利息,或是支出房子的维护费,而非产生固定收入。历史资料显示 REITS 价格波动与房价波动呈现低关联度。因此从财务规划观点,投资人可以利用 REITS 和以购买的房子创造出长期稳定的投资组合。

事实中，我国个人对房地产的巨大需求现状无须多说，因为我国房市需求大部分是由个人投资者支撑起来的。但是依照目前国内的现状，如果一个人想投资房地产，渠道非常单一，只有买房子，别墅或者公寓，自己住或者出租。所以投资房地产一般只能投资住宅市场。个人投资者对商业用房，比如工业区的办公楼、商场就没有办法投资。因为他投资金额需求量非常大，不是一般个人能够承受得起的。而且个人如果倾其所有将资金都投资在办公楼、商场，那么风险非常集中，完全违背风险分散原理。

要在房地产投资上分散风险，以小投大，同时拥有专业的投资手法和投资人士，是非 REITS 不可的。个人投资者对 REITS 的需求只需引导与领悟，就能将个人在房产市场盲目的投资转化为能规范的、市场化、专业化投资和获利的上市产业基金证券投资。

而且，REITS 的投资方式可以激发潜在投资者，或者现有投资者的潜在投资资本。因为 REITS 的投资标的和收入分配方式决定了它与股票、债券等受益凭证不同，进入投资没有门槛限制，物业投向的长期稳定收益，风险很小，不受通货膨胀的干扰，同时流动性有保障，所以进入 REITS 投资的资金可能很大部分来自储蓄或者其强调流动性不强调收益的类现金资产，无论对个人还是机构投资者都是扩展投资范围和投资规模的诱惑。

三、国际资本预入还等

目前，国际资本对中国房地产市场怀着重未有的浓厚兴趣，时机大举入境。2004 年 8 月召开了以“宏观调控下中国房地产如何与国际金融资本接轨”为主题的国际房地产金融论坛会议。同年，美国莱曼兄弟公司、摩根士丹利房地产基金、荷兰 ING 国际房地产、新加坡凯德置地集团、泛亚太资产管理(国际)有限公司等十余家在全球赫赫有名的房地产投资与管理基金的高级代表聚集在一起，一个“中国房地产与国际金融资本合作的融资模式与运营机制”的话题被展开探讨。言论探讨的同时也稍有动作，美国摩根士丹利房地产基金、美国莱曼兄弟公司等曾有多起收购中国与房地产相关的银行不良资产的案例，荷兰 ING 国际房地产、新加坡凯德置地等也曾参与了北京、

上海等地多个房地产项目的开发，其他一些知名的国际地产资本目前也管理着国内的一些高档物业。2005年3月，香港证监会还在筹划香港将来的房地产投资信托基金可以投资全球物业，特别包括内地。

尽管如此，由于国内的房地产行业不太规范，房地产运作模式与机制跟国外有很大差别，国际地产资本在进入国内市场时均异常谨慎，在试探中等待中国转换运作模式。所以目前的国际投资额对国内房地产市场还是杯水车薪。

外资对关注的，最期待改善的国内地产市场的几大弊病包括：

(1) 退出机制不完善

如果直接投资房地产建造，或者与当地地产商合作，在不规范的国内市场一旦项目某个环节中断，外资就无法收回。这是许多国外专家的共同看法。荷兰ING国际房地产中国区总经理就曾经表示，ING不会在中国轻易涉足商铺和写字楼的开发和经营，因为在国内目前的金融条件下，这两类项目的退出机制并不完善。

中国房地产业只有一级市场，没有二级市场的弊端让国外的资金进不来，即使在银行对住房按揭和土地储备等收缩信贷的关键时刻，国际资金面对国内急切的呼唤也不敢贸然涉入。

(2) 市场信息不透明

国际专家一致为中国房地产市场的不透明而倍感顾虑，这也是他们不敢大量投资国内房产的重要原因之一。摩根士丹利资深房地产投资专家Howard Snyder举例称，在中国常常会遇到这样的情况，国外基金会要求很短的时间内作出是否收购某项资产的决定，由于市场化程度不够，信息获取难度很大，给予的时间根本不够用来了解交易标的物的具体情况。

(3) 规则不明确

投资中国的物业有四个方面的规则制订问题亟待解决，一是必须建立保护债权人的法律体系，二是必须制定一个明晰的竞标规则和程序，三是政府必须建立一个高效的批准机制，四是必须给予购买者管理和处置资产的充分自由。这四点国际人士最为担心的，也是我国最弱的环节。

从国际投资机构和国际专业人士对我国房地产市场的要求来看，设立 REITS 无疑是最符合他们胃口的。REITS 的特性恰好能满足国际资本对中国房地产市场的改进要求。首先，REITS 是一套非常明确、非常完整的规则，关于 REITS 持有人权利、REITS 托管人对资产的保管、REITS 管理人对资产的运用和经营的准则，包括每一笔房地产投资的进度监管等等都有行为约束。显而易见，REITS 作为一种基金，对投资者来说，其信息透明度无疑是房地产业所有投资方式中最低的。同样显而易见的是 REITS 的实施完全改变了以前仅以一级市场为主体的房地产业，为外资提供了一个类似完全市场的退出机制。

第四节 减少银行的金融风险有建立 REITS 之需

一、房地产行业的信贷需求带来的压力

表 2.2 2003 年 1-6 月房地产资金来源情况¹³

单位：亿元

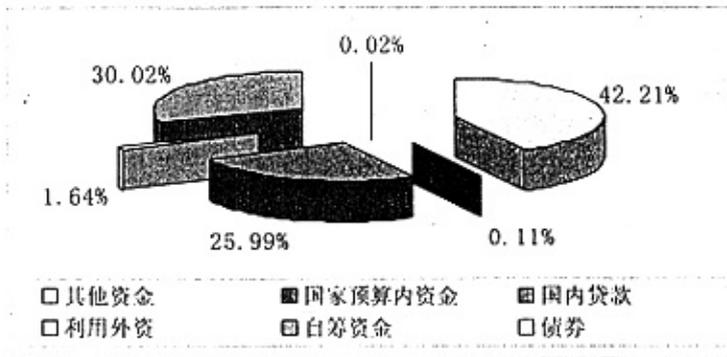
	全国总计	东部	中部	西部
合计	5722.82	4338.1	677.22	707.51
国内贷款	1487.57	1174.87	139.71	172.98
利用外资	94.1	80.21	12.61	1.28
自筹资金	1718.22	1159.49	297.44	261.28
其他资金	2415.34	1917.58	226.47	271.3

从去年上半年我国房地产资金来源表可见，我国房地产开发资金主要来源于银行贷款、企业自筹资金及其他资金三个方面。其他资金来源主要由销售定金、预售收入和基建垫资构成。企业自有资金只是自筹资金的一部分，项目中投入多少资本金，开发商从来都是讳莫如深。有些开发商的自有资金相当低，以 1000 万元的注册资金开发价值 3-4 亿元楼盘的不在少数。而房地产投资是以房地产开发类贷款为

¹³数据来源：《中国房地产行业季度分析报告》2003 年 8 月。

重要来源，再加上预售过程中银行按揭贷款的资金量，信贷资金在房地产投资来源中的占比超过 60%，银行成为房地产风险的最大承担者。近年来，房地产贷款在金融机构机新增资产中的比重一直呈上升的趋势，从 2001 年的 39%，预测会上升到 2005 年的 42%，2010 年的 45%。因此，在房地产业高速发展的同时，房地产新增贷款在我国商业银行新增贷款规模中的比重将快速上升，会在对银行产生很大的压力。银行正急于摆脱作为房地产业主要支撑的角色。

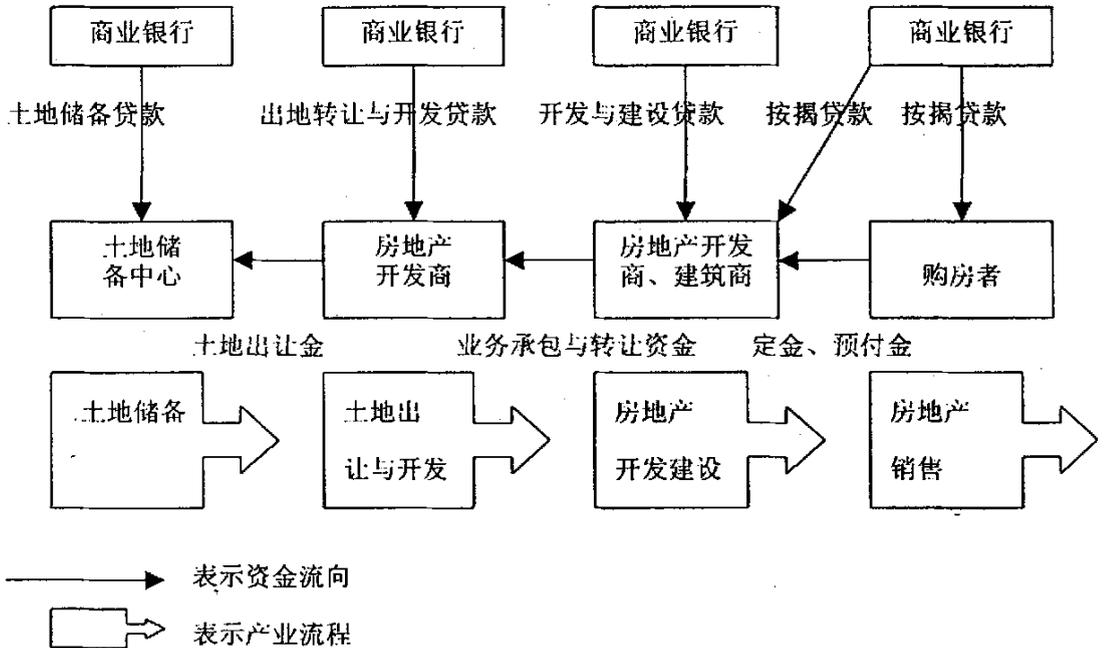
图 2.2 2003 年 1—6 月份房地产投资累计到位资金来源构成



同时，在我国目前的房地产市场资金链中，商业银行基本参与了房地产开发的全过程。（见图 2.4）通过住房消费贷款、房地产开发贷款、建筑企业流动性贷款和土地储备贷款等各种形式的信贷资金集中，商业银行实际上直接或间接地承受了房地产市场运行中各个环节的市场风险和信用风险。在土地储备阶段，商业银行给土地储备中心提供土地储备贷款；在土地出让与开发阶段，商业银行给房地产开发商提供土地转让与开发贷款，同时在这个阶段，房地产开发商要先缴纳出地出让金给土地储备中心，然后将土地承包或转让出去时获取建筑承包商的资金；在房地产开发建设阶段，商业银行要给建筑商提供开发与建设贷款，承包商先给上游开发商支付承包款后开始建楼，房地产尚在建楼过程中获取购房者的预售款或预付定金；也就是进入了房产销售阶段，商业银行还得给购房者提供住房按揭贷款，并由购房者支付给房地产商。其中，数额最大的两个资金流是开发贷款和住房按揭贷款。从这个过程足见商业银行的对房地产业的支撑作用，支撑越大，风险越大，一旦某个环节出现故障，这个环节的上游放贷银行

也会受牵连。

图 2.4 我国房地产市场资金流程图



近几年房地产金融业务快速发展，部分地区的商业银行为抢占市场份额，违反有关规定，放松信贷条件，一定程度上助长了部分地区房地产投资的过热倾向。去年央行在对部分商业银行房地产贷款情况进行调查时发现，商业银行有关房地产的违规贷款和违规金额占总检查笔数和金额的 9.8% 和 24.9%。与此同时，央行发现目前房地产贷款主要存在下面几个问题：（1）对“四证”不齐全的项目发放房地产开发贷款，或逃避央行“四证”规定，以流动资金贷款替代房地产开发贷款。2002 年 11 月，央行对各商业银行房地产信贷业务进行了大检查，发现全国各商业银行违规贷款和违规金额分别占总检查笔数和金额的 9.8% 和 24.9% 截至 2003 年 4 月，房地产贷款金额中近四分之一是违规的。以目前房地产贷款金额为 18357 亿元计算，就意味着全国 4500 亿元房地产贷款是违规的。许多房地产开发商从银行手中获得开发房产项目的资金，进行滚动操作，然后将楼盘以按揭贷款的方式销售，将房地产投资的风险套在了银行身上。举一个简单的例子，由于流动资金贷款的利率较低，一些开发商便在“四证”并不齐全的

条件下，以流动资金贷款来顶替开发贷款，而流动资金贷款期限为一年，但一般都还不了，于是便展期。短贷加展期，实际转化成长期开发贷款。（2）在开发商自有资金尚未达到开发项目总投资 30% 的情况下，发放房地产开发贷款。

这对银行来说相当于直接提升风险，并放弃了风险控制。一旦房地产开发商迸发经营风险，或者发生财务危机，其对银行的影响是灾难性的。

二、消费信贷带来的压力

由于银行不仅通过提供开发类贷款参与住宅的开发，而且通过提供个人住房贷款参与住宅的销售，从而极大地提高了银行资金在住宅投资开发资金来源中的比重。而且，目前我国商业性个人住房贷款不良贷款率不到 0.5%，住房公积金个人住房贷款的不良贷款率仅为 0.24%，这对改善银行资产质量起到了十分重要的作用。因此，商业银行普遍把个人购房贷款看成优良资产而不遗余力地大力发展。消费信贷的扩张，对银行的风险管理提出了新的挑战。

1、“短存长贷”带来的风险。

随着我国个人消费信贷的扩张，个人消费贷款的长期性和银行资金来源的短期性的矛盾加剧，客观上存在期限匹配不一致的问题。根据国际经验，个人住房贷款比重接近或达到 18%-20% 时，商业银行整体流动性和中长期贷款比例的约束就会趋于明显，在利率波动时期，这种期限的错配还会带来利率风险。

当前，个人住房贷款在我国银行业的比例已从 1997 年的 0.3% 上升到 2003 年的 9.27%，对于一些资产规模较小、资产种类较为单一的部分城市商业银行来说，实际比率相对更高，因而实际上已经开始受到住房贷款迅速扩张带来的流动性约束了。

2、对房贷的不良贷款率应该再认识

按照国际惯例，个人房贷的风险暴露期通常为 3—8 年，而我国的个人住房信贷业务是最近三年才开始发展起来的。因此，一方面，我国的房贷规模基数较小且发展较快，一些问题容易被掩盖和忽视；另一方面，我国的个人住房信贷刚刚进入风险暴露期，即使有问题也

可能还没有充分暴露。

3、市场竞争激烈导致操作风险上升。

商业银行和其他金融机构一样存在经营行为本身不理性、不科学、不规范等问题。由于商业银行普遍把房地产信贷作为一种“优良资产”大力发展，同时一些商业银行的分支机构在严厉的考核驱动下，为了拓展消费信贷业务，采取了一系列变通操作，提高了业务的操作风险。一是降低个人贷款条件，降低客户资质等级评定的门坎，将审查手续简化，将审查速度加快，在信用资料不全的情况下照常发放贷款等等。特别是在进行信用审查时，操作手段相对落后，从而在一定程度上形成银行对客户的“信息盲态”，致使消费信贷的潜在风险增大。二是放松个人住房贷款条件，降低首付比例，以个人住房贷款的名义发放个人商业用房贷款，违反期房贷款“多层住宅主体结构封顶、高层住宅完成投资总额三分之二”的政策规定。三是违反现房管理规定，对期房发放个人商业用房贷款，违反个人商业用房贷款的期限不得超过 10 年的规定。四是有的商业银行在发放房地产贷款过程中，对政府担保和政府干预项目盲目乐观，甚至盲目追捧，而忽视了这些项目所具有的风险性。

4、个人信用的评估缺乏有效的信用制度的支持。

我国个人征信系统尚未建立，贷款银行难以及时有效地对自然人的身份、个人账户、收入来源、个人可用于抵押的资产以及过去的信用状况等情况进行全面的评估和调查，缺乏完善的家庭财产登记制、个人财产破产制度，同时也缺乏完备的对个人资信状况进行信用等级认定的专业信用认定的机构¹⁴。

另外，未来房价的波动和利率的变化也在一定程度上加大了拖欠还款的信用风险。同时，“假按揭”等恶意套现行为也不断出现，如一些不法开发商怂恿亲属或本单位职工冒充客户，先与开发商签订购房合同，而后套取银行贷款。还有一些投机者看中个人住房抵押贷款利率持续走低，利用一套住房重复抵押、循环抵押，囤积起多套住房

¹⁴资料来源：《中国经济时报》巴曙松，程晓红 2004 年 10 月 14 日。

投机牟利，无形中加大了银行的金融风险。所有这些都说明，一旦风险暴露或债务链条发生中断，商业银行将面临着违约风险。

三、土地储备贷款给银行带来风险隐患

在我国土地储备制度下，土地被政府部门高度垄断。在土地出让过程中，地方政府出于土地收益的考虑，往往希望获得较高的土地溢价（即所谓的“城市经营”收益）。由于各地城市开发和改造的盘子都非常大，而且土地资产价值往往很高，因此，土地购置的融资要求十分巨大，从而对土地收购和开发的主要资金来源——银行贷款的需求量也巨大。而土地储备属于政府行为，土地收购和开发过程中往往介入了很多政府意图和政府行为，这使得土地的购置和开发非常容易获得商业银行的巨额贷款。但问题在于，还款则主要依靠土地出让金，影响土地出让价格的可变因素很多，土地资产价格本身也波动频繁，具有较大的不确定性，而且，政府行为的普遍介入也往往使得资金流向和资金使用效率大打折扣。所有这些，无不增加了土地购置与开发贷款的隐含风险。事实上，从目前的情况看，在很多地方，巨额的银行信贷资金使土地储备运作机构的贷款利息负担十分沉重，地方政府为此承担了巨大的包袱。

“我国房地产市场资金流程图”明了的给出了房地产行业累积在商业银行中的金融风险，包括了房地产开发商的信贷风险，购房者的贷款风险和土地储备机构贷款风险。其中个人住房贷款风险的化解只有通过银行内部房贷手续的规范、信贷监管的加强、个人征信体系的建立等实现，土地储备机构贷款风险也只有通过银行严格规范的放贷和相关土地储备制度的实施来化解。而房地产开发商的信贷风险是完全可以建立非银行的资金来源，建立规模较大的，有相关政策支撑的，能市场化的动态满足产业需求的融资渠道来避免。这里提起以及解释消费信贷和土地储备贷款对商业银行的压力和带来的金融风险是由于它们也是房地产商资金链条的一个重要环节，也是银行资金对房地产业支撑的一个重要表现，也是房地产商转交给银行的金融风险的一部分。虽然出台严格治理房地产业的多项政策的环境下，建立

REITS 不能解决消费信贷和土地储备贷款带来的风险,但由此可强调房地产行业在银行系统累积风险的严重性,和 REITS 对降低房地产商的信贷需求给银行的压力的有效作用。同时,REITS 为房地产业提供畅通的融资渠道,而使银行从存款到房地产贷款的环节中自然的退出,还可以避免房地产业参与者(包括开发商、土地储备机构、建筑商等)以各种方式绕开相关政策,利用银行条款的漏洞,变相的获取银行信贷资金。

第五节 我国证券市场的完善有建立 REITS 之需

我国证券市场十年来,在证券市场的功能定位上一一直只片面强调了服务于一个需求,即对上市公司的融资需求。其中又特别强调了对国企上市公司的融资需求。同时,我国证券市场一直存在一种偏向,就是比较热衷于高风险产品的开发,好像不发展高风险产品就不能体现金融“创新”。在很多专业人员之中,只要一提金融“创新”,大家就会重点想到期货、期权、股指期货等高端(高风险)产品的开发。而对广大投资者急需的低风险投资产品,始终都未能作为我国证券市场的发展重点,始终未能作为我国证券市场发展的战略性措施来加以推动。

这就造成了一个越来越明显的矛盾现象:即我国证券市场与广大投资者长期的投资理财需求的偏离越来越明显,我国证券市场的投机性特征非常突出的特点与广大投资者的“养老、住房,子女教育”等长期性投资理财需求的矛盾越来越突出。按照现在的发展趋势,我国股市将主要是少数偏好高风险的投机性人群的游戏场所,而将难以吸引大多数偏好低风险的投资性人群的广泛参与。把我国股市与美国股市作个比较,我们可以看到,我国股市的平均市场风险大约是美国股市的 2 倍,而平均市场收益率只是美国股市的 1/2,也就是说,我国股市的市场风险比美国股市高得多,而对应的收益则低得多,我国股市每单位风险的收益大体只有美国股市的 1/4 左右¹⁵。

15 资料来源:《中国证券报》“十亿储蓄为何不进股市” 2003 年 4 月 8 日。

目前我国证券市场的产品结构存在两大缺陷：第一，是风险结构不合理，风险结构倒置，高风险产品占主要地位。目前在我国证券市场上的可交易品种，大约百分之八十为风险较高的股权类产品，只有大约百分之二十为债券类低风险产品。这种投资产品的风险结构极不合理，与广大投资者的长期理财需求不匹配。

第二，低风险产品品种单一，不但是市场规模小，而且品种极为单调，只有少动量流动性较差的国债及少量的企业债、金融债、可转债，不能满足广大投资者的投资理财需求。因此，有侧重地发展低风险市场产品，尽快使我国证券市场的产品结构趋于合理，是我国证券市场发展的重点之一。

REITS 完全可以胜任这一任务，至少可以在很大程度上扭转证券市场风险结构和投资品种方面的问题。（1）凭借 REITS 与基金相同的本质——集合投资、专业管理、组合投资、分散风险，同时加上其特有的实业增长为基础的无泡沫投资方式，和针对房地产这一特殊行业投资的增值保证性，使得 REITS 从品种上完全符合扭转当前证券市场比例失衡的局面。（2）随着 REITS 的引入和渐上轨道，凡是有市场，发展前景好，良性运作的地产和房产都会纳入 REITS 的投资范畴。房地产行业的优良投资对象无疑是庞大的。如果按股票总市值 12000 亿元，依照 2003 年一年的房地产开发投资 10106 亿元估算，假设其中优良的投资对象仅占一半，五年过后仅仅 REITS 这一种低风险产品的规模就可达证券市场的 70% 以上。所以 REITS 的规模无疑可以将现有股市的产品结构来个倒转。

第三章 对发展我国房地产信托基金的思考

在上章的介绍和分析中,我们已经了解到中国房地产业的发展与趋势有设立 REITS 的基础,商业银行收缩信贷的刺激力量和房地产开发商有为资金链条衔接的直接动力,市场各类投资者有着巨大的投资需求,加上 REITS 在成熟市场的发展经验,我们可以得出初步判断,REITS 在中国的发展是有良好的基础的。

美国 REIT 被认定的根本条件是,投资 75%于房地产业,至少 90%的应纳税所得都必须发放给股东,让投资者可以获得比证券投资基金收益分配比例更高的红利和股息,这样的公司属于 REITS 机构,可免交公司所得税。我国法律与美国完全不同,但是我们的目的是一致的,最终都是通过信托合同,将分散的投资资金集合起来用于巨额价值的房地产项目,同时将房地产项目原来的物权转变为有价证券的股权或债权,实现资本的大众化和投资风险的分散化,将资本的固定形态转化为具有流动性功能的证券商品,通过发售这种证券商品在资本市场上筹集资金。

所以在考虑我国 REITS 产品的发展路径时,我们可以采用 REITS 的专项立法规定设立即保持 REITS 本质又适合我国国情的形式。要满足房地产开发企业的融资模式,又满足投资者的投资安全和收益。REITS 作为投资产品的投资特性是与 REITS 的结构模式密切相关的,而这样的结构模式是通过产品设计时对相关法律进行规定来实现的。因此 REITS 投资特性、REITS 结构模式和相关法律的关系见下(图 3.1),以及它们的具体对照表(表 3.1):

图3.1 三者关系图

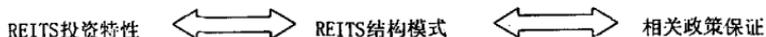


表3.1 REITS投资特性、结构模式和相关政策对照表

REITS投资特性	REITS结构模式	相关政策保证
满足物业投资者的需求	以房地产股权或项目为投资对象	REITS的投资方向要求
组合投资需求	类基金的管理与托管分离的专业管理模式	REITS结构和规模的规定
稳定现金流和较高的回报率	房地产为投资对象； 高达90%的分红比例	REITS的税收规定和分配规定
与资本市场的低相关性	仅以房地产为投资对象	REITS的投资和收入分配的要求
收益的低波动性，抗通胀性	真实物业为投资对象；可流通，不可赎回，不受利率影响	REITS的投资和收入分配要求
投资者进入和退出机制	在交易所上市；没有最低消费要求	针对REITS上市条件的规定
透明度	信息披露体制	监管的规定

REITS 是组合投资于房地产项目或者股权，具有相对稳定的现金流入和较高的回报率的投资产品。决定这些投资特性的因素是 REITS 以相关政策为保证的结构模式。投资方向的规定保证了 REITS 必须以产生收入的房地产为投资目标；收入分配的规定是保证 REITS 收入的相当比例用以分红。对投资目标和收入分配两方面的要求对形成 REITS 最主要的投资特性有决定性作用。其余的投资特性，低相关性、关于资本市场、收益的弱波动性、流动性、透明度、抗通胀等也都是以房地产确定的投资目标要求和高分红比例的收入分配要求决定的。设立 REITS 的结构模式时，必须在立法中明确投资目标和收入分配的规定，以保证 REITS 的投资特性。在此基础上，路径的选择实质上是对选择最小法律制度障碍的方案。

从上表还可以看出，在 REITS 的法规中必须对以下几个方面作出规定：（1）组织方式方面，有严格的 REITS 主体、REITS 管理人、托管人和监督人。（2）投资内容方面，REITS 必须具有清晰明确的投资策略，着眼于拥有及管理物业；（3）收益分配方面，作为产业

投资基金同证券投资基金一样必须将基金净收益的 90%以上以股息红利的方式分配给股东；（4）投资运营方面，对投资领域和借贷予以固定，例如设定借款限额以及参与房地产开发活动的规模限制等，防范 REITS 运作中的风险；（5）信息披露方面，明确上市要求，并通过向投资者的信息披露来确保其运营的透明度。

第一节 对我国 REITS 经营模式的思考

一、REITS 设立和资本的扩充

我国 REITS 的设立时，根据房地产市场优良项目的规模，从机构投资者和个人投资者筹集资本，托管于银行设立的相应部门，由房地产管理公司经营，投资于房地产项目或者房地产企业的股权。当房地产市场扩张，即新项目供给和需求都在增长时，又该另一支 REITS 基金产生。也可以让持有优良项目资源的房地产开发商“入伙”，即让拥有房地产产权的一个或多个合伙人用自己的合伙人权益去换取新创建的 REITS 的股份。各合伙人的股份是根据各自所拥有的房地产的评估价值占新 REITS 的房地产总价值的比例来确定。让他们依托 REITS 上市融资套现，同时获取可上市交易的受益凭证，保留对自己原有房地产的所有权。

我国 REITS 可以尝试负债经营模式。虽然 REITS 的经营可以产生收益，但是按规定 REITS 必须将 90%以上的净利润分配给持有人，而且经营中产生的净现金流节余在时间和数量上都很难与 REITS 扩展的要求相匹配，因此，REITS 在发展过程中通常需要以外部融资的方式来支持房地产收购、开发和更新改造项目。由于 REITS 通常可以用所持有的房地产作抵押，REITS 的融资成本相对较低，因此债务融资通常是 REITS 的首选融资途径。各国在对 REITS 借贷比例的规定上有一定的差异。美国和日本没有对 REITS 借贷比例进行限制，而新加坡、香港和韩国为防范 REITS 可能过度借贷的潜在风险，对借贷比例作了不同程度的限制。新加坡规定借贷的比例不得超过总资产的 35%，香港将借贷比例最高限定为净资产的 35%。韩国非常严格的禁止 REITS 通过借贷进行投资。而我国 REITS 产品可以借鉴两种

方式的长处，在发展中既要防范可能过度借贷的风险，又要充分考虑 REITS 公司收购新的地产项目或进行项目更新的融资要求。因此，建议允许我国 REITS 产品有适度的借贷比例限制。在制定相关法规时，需要根据实际情况规定最高负债比例。

二、REITS 资金的经营增值模式

我国 REITS 的经营模式是通过有经验的房地产管理公司对 REITS 资金投资房地产项目或者项目股权，对所持地产进行管理，提高地产的净收入，实现 REITS 的收入增长。REITS 净资产主要是通过以下几个方面实现增值：

- 通过收购新的地产转售，以形成新的收入增长。
- 通过项目开发，投资完整项目的或几个 REITS 基金共同持有的超大项目，建设，改造或者装饰等过程承包给建筑商等类型公司，完工后再出售。
- 通过出租持有的地产获取租金收益。
- 对所持有的地产进行再开发以提高收入。
- 按相关规定比例负债经营，适当获取贷款，并以多种方式减低运行成本。

REITS 的新设，应根据房地产管理公司各自的专长选择投资领域。可以专门投资于住宅用房，可以以地理区域为专长，如地区、城市的地产；可以投资于各种行业地产，如零售业、工厂制造业、写字楼、医院等房地产。

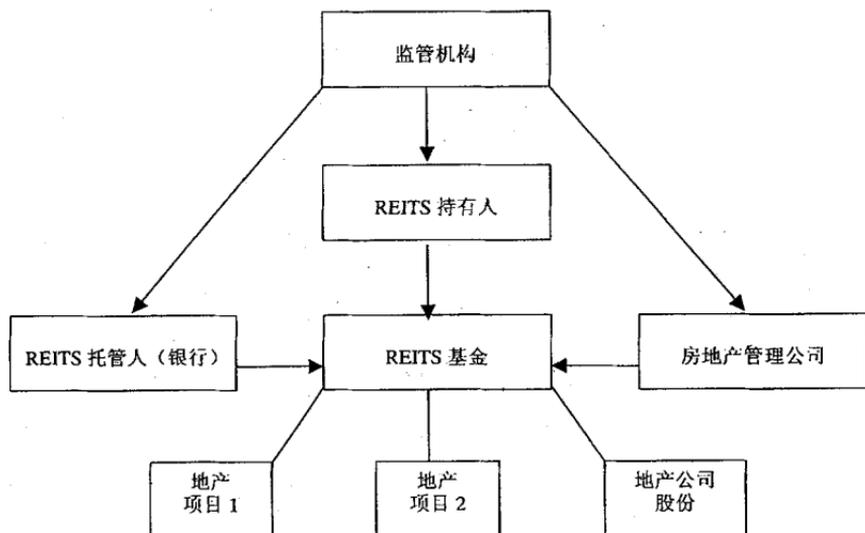
但是，在 REITS 建立早期，笔者建议暂时不要开展发放贷款类 REITS 的业务。避免类似于银行给房地产贷款和信托公司的房地产集合信托投资计划，不至于取得同它们一样的后果。

第二节 对我国 REITS 当事人的思考

由我国 REITS 结构图（见图 3.2）可知，我国的 REITS 由 REITS 管理公司、托管公司和 REITS 持有人组成，以及监管机构，同我国的封闭式证券投资基金很类似。REITS 作为针对一项产业的信托基金，其基本关系是一个信托关系。其中，REITS 份额持有人是信托的

委托人，也是受益人，房地产管理公司和托管公司是受托人。因此，REITS 财产也同基金一样具有独立性，通过 REITS 经营管理获得的收益归入 REITS 财产，同时 REITS 管理人和托管人破产清算时，不将 REITS 财产作为清算财产。

图3.2 我国REITS的结构



REITS 管理公司类似于已有的基金管理公司，其业务是发起设立和管理 REITS，主要职责包括按照 REITS 契约的规定设立发售 REITS 份额，运用和管理 REITS 资产，按照分配方案向持有人支付收益，进行会计核算，编制财务会计报告，计算和公告 REITS 资产净值，REITS 价值的评估等等，并按 REITS 市值的一定比例收取管理费。为此，我国可新建房地产管理公司作为 REITS 管理公司，将房地产行业管理部门和房地产公司里熟悉房地产市场和项目的专业人士、甚至金融机构投行中负责房地产行业的能人，加上参与过基金的人集中起来，为 REITS 财产的增值投资服务。为什么不让信托和房地产公司作为 REITS 管理公司呢？由于 REITS 管理公司的角色非常重要，所以专列后一小节做解释。

REITS 托管人也类似于现有的基金托管人，其职责包括保管 REITS 的资产，保证 REITS 财产的完整与独立，执行 REITS 管理人

的投资指令，披露与托管业务相关的信息，并监督 REITS 管理人的投资运作，审查管理人计算的 REITS 资产净值及基金价格，保存 REITS 的会计帐册，同时按 REITS 市值的一定比例收取按托管费。在我国，基于银行对证券投资基金托管的经验，和银行的信誉和人力、机构等相关的资源，银行无疑是 REITS 托管人最佳人选。

REITS 持有人作为 REITS 的委托人和收益人，有分享 REITS 财产收益和分配 REITS 剩余财产的权利，可以转让持有的 REITS 份额，并通过基金持有人大会参与基金的运作和管理，对基金运作过程中的一些重大事项进行决议。我国 REITS 份额的持有人可以是保险、基金、证券公司、资产管理公司、金融控股公司、信托公司、财务公司等为主体的机构投资者，可以是个人投资者，也可以是国外的投资公司和基金。

第三节 对我国 REITS 管理公司设立的思考

一、让信托投资公司管理 REITS 不可取

正如第二章第二节分析的那样，求助信托是 121 号文件出台后，很多中小型房地产商的选择为衔接上断裂的资金链条的匆忙之选，但却是在没有更多渠道情况下被迫的选择。信托也给予绿灯，针对优良的房地产公司的融资信托计划可以超过 200 份的信托合同份数限制。而且房地产信托产品的收益率高于银行同期的存款利率和国债投资收益率，在一定程度上可以满足投资者对低风险的固定收益类产品的需求。因此 2002 年房地产信托产品诞生后，市场反应热烈，受到投资者的欢迎。从目前的发展趋势看，从信托产品为起点建立 REITS 可能是最便利的方式。

但是，房地产信托产品的成功发行只能证明房地产业的融资需求和投资者对低风险产品的需求。信托机制有很多不完善之处，在从信托产品变身为 REITS 的过程中，很容易将房地产信托原有的缺陷发挥成金融风险的膨胀。

第一，我国的信托公司治理结构很不完善。我国的信托公司多以国家机关或国有单位为主要控股人发起建立，缺乏法人治理结构。我

国的信托投资公司普遍存在信托资产和自有资产不分家的情况。

第二，关于信托公司规模、数量，及 REITS 产品与其他信托业务关系。我国信托投资公司总数多，但是规模分散，资金实力不充足，同时还在进行其他信托业务，因此无法承担起募集 REITS 的责任。我国对信托产品发行的约束也会阻碍信托计划模式 REITS 的操作。同样的，《信托投资公司资金信托管理暂行办法》规定了我国的信托产品只能够以私募的形式发行，不得通过报刊、电视、广播和其他公共媒体进行营销宣传。这个规定与 REITS 的运作模式和理念是冲突的。

第三，信托公司对 REITS 基金的经营管理能力有待质疑。现有的房地产信托产品属于信贷融资，实质即为房地产委托贷款。其对房地产开发商的信贷条款基本上是参照银行贷款的有关条款来执行的，信托公司在委托贷款方面的贷前、贷中、贷后的管理和信贷监管的能力或经验都不及银行强。而且这些信托计划基本不具有组合投资功能和期限转换功能。所以信托公司对房地产行业市场的把握，和组合投资分散风险的能耐不能让人信服。

第四，信托对房地产业非专业运作的劣势。信托在房地产投资管理的非专业体现在面临行业市场的营销能力和资产管理能力。我国现有的信托投资管理人员往往既管理信托计划，又管理房地产项目，缺乏专业化分工，缺乏既懂房地产、又懂金融业的人才。

第五，信息披露方面的质疑。目前，我国对信托的信息披露要求不够严格，达不到上市交易的一般要求。2004 年 7 月 7 日中国银监会制定了《信托投资公司信息披露管理暂行办法》，并在 2005 年 1 月 1 日开始实施，但是该办法没有要求信托财产必须经过审计，而仅要求按信托文件的约定行事。而信托公司变身为 REITS 管理人后，对于 REITS 资金的投资策略、净资产价值、债务明细等情况做频繁的公告。信托公司俨然与其相差甚远。更糟的是，目前的信托公司正存在信息披露的问题。《信托投资公司信息披露管理暂行办法》刚于 2005 年初公布，而信托公司都不愿公布甚至非常简单的年报数据。

第六，监管的制度成本过高。由于目前信托产品是由人行的非银

司审批和监管，将信托产品转变为 REITS，让信托公司管理，同时上市，将涉及大量的各部门之间职责划分和协调，实施成本很大。

二、让房地产公司管理 REITS 亦不可取

以房地产公司为基础设立 REITS 即是让拥有房地产产权的一个或多个合伙人用自己的合伙人权益去换取新创建的 REITS 的股份。各合伙人的股份是根据各自所拥有的房地产的评估价值占新 REITS 的房地产总价值的比例来确定。让他们依托 REITS 上市融资套现，同时获取可上市交易的受益凭证，保留对自己原有房地产的所有权。这类似于国外的“UPREITS”。在我国在创建 REITS 时就设立以房地产公司为管理人，房地产公司项目为投资目标的 REITS，虽然从房地产公司为起点设立 REITS 具有以《公司法》和《证券法》为依据，法律障碍较少和现有上市房地产公司的发展和监管经验可参照的优点，并有着足够的融资动力。但是，让我国的房地产公司胜任 REITS 的设立和管理有很多困难，而且对投资者来讲，稍不注意就沦为证券市场上房地产板块的组合投资。

首先，我国房地产公司质量不高，很多都是粗放式经营，凭借土地资源获取高额利润。让这样的公司将 REITS 资金投资于房地产项目是很不让人放心的。在事实上和心理上都不能说服 REITS 的投资者。其次，即使有些房地产公司的治理结构、资产要求等合乎规定，但这些房地产公司上市要求都达不到，让它们运作 REITS 并上市融资风险将会非常大。难以保证 REITS 严格意义上的投资目标，回报率和高比例分红。再次，打破现有房地产市场上势力割据的均衡，重建以优良项目争取 REITS 股份的局面，也有很大的制度成本。

三、新设 REITS 管理公司为宜

保证 REITS 管理公司同现有证券投资基金相区别，不侵害投资者的利益，需要在两个方面有所安排。一是保证投资人的监督权（详见第四小节，五、持有人的保护与监督机制）。二是将 REITS 管理公司和发起人分离。我国的开放式基金按国家规定相当于将基金发起人和基金管理公司合二为一，这是非常不利于保护投资者利益的模式。REITS 的发起人应该真正作到在其设立和认购存续期间持有有一定

比例的 REITS 份额,使 REITS 发起人同广大投资者的利益保持一致,进而有效监督 REITS 管理人的经营情况。在这里,关于 REITS 发起人的问题也就不不得不提及。我国 REITS 的管理人是与发起人独立的新设机构,那么发起人也应该不与封闭式证券投资基金一致(可以由证券公司、信托公司、和基金管理人发起基金),而是,或者建议最好由房地产行业协会或者其下设组织行使 REITS 发起人的职责。

在 REITS 管理公司成立后,由管理公司发起 REITS 基金契约。REITS 管理公司可以形成自己的房地产管理团队,也可以聘用专业房地产管理公司在投资、管理、业务扩展等方面进行专业管理。一些非信托机构比如与房地产开发商关系密切的投资管理公司已经已经开始积极与信托公司接触,他们希望以专业房地产基金投资管理者的身份介入¹⁶。不可忽略的是,信托投资公司和房地产公司是 REITS 投资人才和行业经营经验的两大来源。同时为保证封闭式基金形式的 REITS 的顺利运行和风险控制,在 REITS 的法规中,对基金管理公司,受托人,和房地产管理公司的资格和责任予以相应的规定。

第四节 建议我国 REITS 法律制订的重点

一、投资对象方面

关于资产组合应规定至少持有 75% 的资产价值于房地产,其余资产应以收入固定,风险相对较小的资产为投资目标,可以以现金或政府债券的形式存在。可以规定 REITS 拥有其他 REITS 发行的证券不得超过其资产价值的某个比例,比如 5% 或 10%。

投资对象必须是可持续产生租金收入的房地产。同时应规定 REITS 不得投资于空置土地或房地产发展计划。我国目前有三万多家房地产开发企业,可以从中获取 REITS 产品开发的主要资源。

二、收入来源方面

严格规定来自于出售房地产、租金或抵押利息收入、节税收益、等等收入占总收入的比例,比如 75%。同样,规定比如至少 95% 的

¹⁶资料来源:第一财经日报 2005 年 3 月。

总收益需来自上述 75% 总收益所规定的项目、拥有其他 REIT 证券的利息收入、出售其他债券的收入。

同时，要限制 REITS 对房地产的短期投资，可以规定至少 30% 的总收益不能源自未达五年即出售的收入，和出售持有 6 个月以下的证券收入。

三、收入分配方面

95% 以上的应税收入应分配给股东是必不可少的要求。

四、风险控制方面

正如前文分析的道理，REITS 可以负债经营。但建议 REITS 采用比较保守的融资比例，平均而言权益与负债的比例各占一半，如此可以降低偿付利息的压力，增强企业运作的实力。

五、持有人的保护与监督机制

首先是持有人的进入和退出机制。REITS 份额应该尽量降低入股单价，提供方便各种投资者进入的渠道。同时，对新设立的合格 REITS 应尽量上市，保证 REITS 股份的流动性。REITS 不能赎回，其流动性只能通过上市后的转让交易实现。其次，应当对股份持有人数有最低限制，同时，可以规定拥有比如 50% REITS 资产以上的持有人应大于 5 人。

对 REITS 信息披露的规定应该比证券投资基金更严。REITS 管理公司必须对持有人及有意向的投资者，提供有关该产品全面、准确和及时的资料，以便他们可以完全了解投资所涉及的风险因素，从而有助于他们在掌握充分资料的情况下做出投资决定。

房地产交易前应该有相应资格的估价师出具估价报告，可以规定 1 亿元以上由两个估价师进行估价，差异大于 20% 则由监管部门协调决定。

REITS 管理公司和托管银行作为受托机构，不得随意变更计划，计划变更应经持有人大会决议通过才执行，或经主管机关核准。

房地产开发公司如果以房地产项目加入 REITS 入股，则公司应承担连带赔偿责任。

第五节 我国实施 REITS 对各种需求的满足

我国 REITS 的设立必然改变当前房地产业融资格局和房地产市场开发与交易的现状，也改变我国资本市场的结构，同时将房地产行业 and 资本市场紧密联系在一起。不仅如此，其必然会对房地产项目、信托投资公司的房地产信托产品、资本市场上的其他投资品种有影响，还对房地产开发商、银行、股票市场、现有的和潜在的机构投资者和个人投资者带来影响。让我们来看看 REITS 对上一章提出的需求满足情况。

一、REITS 与我国房地产市场

REITS 对我国房地产市场的影响大概在以下几个方面。第一，激励开发出新的优良房地产，将现已经筹划而缺乏资金支持的优良项目继续开发下去。第二，增加潜在的地产投资者的数目和投资规模。第三，提高地产二级市场的流动性。第四，通过建立来自机构投资者的较为稳定及长期的投资需求，有助于减低地产市场固有的周期性波动，也有助于增加地产市场的深度。

我国 REITS 对房地产市场影响的大小取决于资本市场的基本因素，即 REITS 的资产收益率和发展规模。REITS 对个人及机构投资者资金的吸引力由 REITS 的风险和资产回报率决定，如果 REITS 的风险和收益结构对投资者有吸引力，REITS 投资者会增加，进而会影响到地产市场内的需求及流动性。REITS 对房地产市场的实际影响力又取决于 REITS 的实际规模，以及当时市场上的经济环境。当 REITS 形成一定规模时，尽管地产价格的走势反映出整体经济及地产市场的供求情况，REITS 不可能扭转地产价格的趋势或使地产市场摆脱固有的周期性质，但是作为具有相当规模的长线持有物业投资者，REITS 可以成为房地产市场的稳定因素。

二、REITS 与房地产公司

REITS 对我国房地产公司的可能影响主要在以下几个方面。

第一，REITS 使房地产公司的资金来源结构起了变化，投资者可能将原本投资在那些流动性或透明度较低的房地产集合信托投资计

划和上市地产公司的资金抽走，而以 REITS 对房地产公司的优良项目持股的形式激励房地产公司对有市场潜力、低风险的项目的集中开发。

第二，由于房地产公司可以选择是否将其拥有的物业转让给 REITS，因此 REITS 的出现有利于房地产公司所持物业的市场价格的形成。如果该公司是上市公司，当上市房地产公司将地产转让于 REITS 并持有该 REITS 时，公司的股价会受物业的转让价格和 REITS 价格的影响。

第三，REITS 为房地产公司提供了将原本属于流动性低的地产资产转换成为现金的途径。房地产公司可以将其房地产注入 REITS，从而将本来流动性低的资产转化为现金。当现金流改善后，地产公司便可以灵活调配资金及强化其资金管理的能力。至于房地产公司是否选择将所持有的房地产注入 REITS，取决于其对资金的需求及其长远的投资及商业目标。

第四，从投资对象的选择和投资后的监督，REITS 都有利于房地产企业的规范经营。选择投资对象时，REITS 会对投资企业的经营管理状况、项目资源、财务状况进行综合评价，这就会对整个行业起到一定的优胜劣汰的作用，促使房地产企业迅速增强品牌质量和特色的竞争力，在行业内取得比较优势。投资后，REITS 不会对房地产企业取得控股地位，但可以在董事会取得相应的席位，监控并监督企业的规范运作，以保障自身的利益。从而对所投资的企业起到一个外部监督的作用，有利于房地产企业的规范发展。

三、REITS 与现有房地产信托投资产品

由于 REITS 同我国的房地产信托产品有本质上的差异性，是股权融资和债权融资的差异，透明度、流动性、融资规模、收益与风险、发行方式以及管理方式等也相应有较大差别。从产品性质判断，REITS 的资金是用于积极的、有管理的房地产投资，投资者的回报来源于 REITS 的业绩，REITS 投资者所承担的是 REITS 的经营风险（非系统风险）和证券市场风险（系统风险），而房地产信托产品是借贷性质的融资手段，房地产信托产品的投资风险是债券类产品的兑付风险，

因而 REITS 投资者和房地产信托产品投资者的风险偏好和风险需求是不同的。发行方式的公开非完全公开，产品最小购买单位不同又决定了投资者范围的不同，和投资者融出资金规模的不同。产品流动性的差异更是将不同流动性需求的投资者区分开来。¹⁷

应该注意的是，在目前我国房地产开发商融资不畅，而偏好房地产投资者投资方式单一的情况，导致房地产集合信托产品大行其道，规模倍增。一旦 REITS 得以施展，那些对波动小、抗通胀、高透明、高流动性类产品偏好而被迫投资信托产品的投资者会立即转移资金投向。

四、REITS 与投资者

对于证券投资者来说，REITS 具有其他投资产品所不具有的独特优势。第一，由于 REITS 的长期收益由其所投资的房地产价值决定，因此 REITS 的收益与其他金融资产的相关度较低。在资产组合决策中，投资者会考虑 REITS 相对较低的波动性和在通货膨胀时期所具有的保值功能。这是 REITS 成为投资对象的一个重要因素。第二，按规定 REITS 必须将绝大部分的收入作为红利分配，投资者可以获得比较稳定的即期收入。第三，由于 REITS 在证券交易所上市，与传统的以所有权为目的房地产投资相比，REITS 具有相当高的流动性。第四，较房地产的直接投资，REITS 的信息不对称程度低，经营情况受独立董事、分析师、审计师、商业和金融媒体的直接监督。第四，由于 REITS 将投资者的资金集合起来投资于房地产，一般中小投资者即使没有大量资本也可以用相对小额的投资参与房地产业的投资，参与由专业房地产项目经理管理的物业及投资项目。从长远来说，更多中小投资者将通过 REITS 投资于物业资产。

五、REITS 与银行

从第三章第五节“满足解决银行业的金融风险的要求有建立 REITS 之需”可以了解，REITS 为房地产业提供银行外的一个融资方式。我国银行一直以来都是地产市场的主要资金提供者，我国的房地

¹⁷ 资料来源：毛志荣《中国发展 REITS 研究》2004 年 3 月。

产业已成为与银行业高度依存的一个行业，大约 70%的房地产开发资金来自银行贷款。银行对房地产开发中多个环节的放贷让银行承担了这个行业过多的风险。因此，REITS 作为房地产融资的另一个资金来源，有助降低因过份依赖银行贷款而带来的系统风险。

REITS 为机构投资者和个人投资者提供的完善的治理结构下的，收益稳定、风险较小、而且高透明、高流动性、低投资门槛的投资产品，同银行存款相比可能会对部分储户产生更强的吸引力。

六、REITS 与股票市场

REITS 对股票市场的影响，最受瞩目的问题莫过于是是否会带来扩容的压力。本人认为短期内可能有影响，但影响不大，长期看是根本不存在这个问题的。短期内，以前有同 REITS 产品一致的投资需求的投资者会将资金转移到 REITS 上，还有一些资本市场上的炒作者和跟风者会抽资转投 REITS，但长期看来，REITS 作为一种产业投资基金，完全具有基金的促进证券市场的稳定和健康发展的“稳定器”作用和促使产业发展和经济增长的促进作用。而且 REITS 为一部分青睐于房地产市场，但资金有限，或者对房地产投资经验不足，或者厌恶上市房地产企业的风险，想分散房地产商的经营风险的投资者提供了一个崭新的金融工具。以往的资本市场没有提供一个投资工具来满足这样的投资需求，所以新推出的 REITS 只会增加潜在的投资者，和投资者们的投资规模，将存款资金引入资本市场。

设立完善的 REITS 并规范运作，对于为资本市场树立典范，净化我国股市，改善投资环境有深远的意义，改变对国外优良的金融工具“一引进就变质”的说法。

参考文献

1. Richard T. Garrigan *Real estate investment trust: structure, analysis, and strategy* McGraw-Hill 1998
2. *Real estate securities: the REITS investment handbook* International Pub. Corp. 1995
3. Stephen P. Jarchow *Real estate investment trusts: tax, securities, and business aspects* Wiley 1988
4. Gaylon E. Greer *Investment analysis for real estate decision* 4 Edition Dearborn Financial Publishing, Inc 1997
5. [美]布鲁格曼 [美]费雪, 2003年,《房地产金融与投资》。
6. 谢经荣, 2002年,《房地产金融》。
7. 曹建元, 2003年,《房地产金融》。
8. 廖昌开, 1999年,《商业银行房地产信贷》。
9. 厉以宁主编, 2003年,《中国住宅市场的发展与政策分析》。
10. 《房地产经济与管理:“21世纪中国房地产学术研讨会”论文集》, 1997年。
11. 陈德强, 2000年,《资金营运论: 房地产企业发展资金研究》。
12. 张恩照, 2003年,《中国住房金融创新研究》。
13. 王达荣, 2003年,《不動產投資信託(REIT)資本結構相關問題之探討》, 国立中山大学博士论文。
14. Yen-Hsieh Yang, 2003, The study of Real Estate Securitization in Taiwan,
15. 袁丁, 2002年,《房地产金融风险及防范》, 博士论文。
16. 魏国威, 2003年,《房地产信托及其在我国的模式构造》, 博士论文。
17. 毛志荣, 2004,《我国发展上市房地产基金研究》, 深圳证券交易所综合研究所研究报告。

18. 毛志荣, 2003, 《资产证券化产品及其交易研究》, 深圳证券交易所综合研究所研究报告。
19. 毛志荣, 2004, 《房地产投资信托基金研究》, 深圳证券交易所综合研究所研究报告。
20. 会立平, 2003, 《房地产金融创新可借鉴美国 REIT》, 新财富, 第 28 期。
21. 丁泰, 2004, 《美国地产的现金流》, 新财富, 2004 (8)。
22. 姚长辉, 2001, 《中国住房抵押贷款证券创新研究》, 北京大学出版社。
23. 姜尧民, 2003, 《日本不动产证券化个案讨论》, 台湾政大商学院信义不动产研究发展中心。
24. 蔡佳明, 2003 年, 《不动产证券化政策发展与前景》, 台湾政大商学院信义不动产研究发展中心。
25. 冀勇庆, 2003 年, 《绷紧的资金链条》, IT 经理世界, 2003 年第七期。
26. 王大通, 2004 年, 《从政策看当前房地产业的热点问题》, 全景网络研究报告。
27. 巴曙松, 2003 年, 《从房地产基金看产业基金的发展方向》, 搜房网。
28. 姜万荣, 2004 年, 《当前中国房地产市场发展态势和前景展望》, 全景网络研究报告。
29. 毛志荣, 2004 年, 《发展房地产投资信托基金正当其时》, 全景网络研究报告。
30. 高广垣, 2004 年, 《房地产基金的切入点 房地产信托是准基金的前身》, 用益信托工作室。
31. 孙孝葵, 2004 年, 《于房地产融资的思考与展望》, 全景网络研究报告。
32. 李乐, 2004 年, 《三大风险影响买家利益 —— 房地产信托需绷紧安全弦》, 全景网络研究报告。
33. 李晓东, 2004 年, 《房地产信托的风险与控制》, 国际金融报。

34. 王德勇, 2004 年,《银行与信托开玩房地产融资翘翘板》, 中国证券报。
35. 方健、李可, 2004 年,《房地产泡沫难破》, 新财富, 2004 (12)。
36. 丁泰, 2005 年,《房地产投资机构化渐趋成型》, 新财富, 2005 (2)。
37. 张元端, 2004 年,《房地产如何开拓新的融资渠道》, 全景网络研究报告。
38. 刘湘宁, 2004 年,《证券市场为房地产企业插上翅膀》, 巨潮资讯。
39. 《中国房地产金融》, 2004 年 1-12 期。
40. 《中国统计年鉴》, 2003 年。
41. 《房地产行业分析报告》, 2003 年。
42. 《中国房地产行业季度分析报告》, 2003 年 8 月。
43. 《中国房地产发展与金融支持》, 中国人民银行研究局课题组, 2004 年 3 月。
44. 《第一财经日报》, 2005 年 3 月。
45. 《中国经济时报》, 2004 年 10 月。
46. 《中国证券报》“十万亿储蓄为何不进股市” 2003 年 4 月 8 日。
47. WWW.NAREIT.COM (美国全国房地产信托投资基金协会网站), 2004 年 8 月。
48. 全景网。
49. 中国网。
50. 中证网。
51. 国研网。
52. 华夏经纬网。
53. 用益信托工作室。
54. 房地产频道/南方网。

后 记

从去年年中开题到今年4月,收集、整理资料以及写作几次中断,几次继续,终于对这篇论文定稿。本文的目的是研究我国的大环境下引入房地产信托投资基金的可能性和可行性,并提出具有可操作性的对策和建议。但是,限于目前我国没有实施REITS,相关资料较少,加上笔者的研究水平有限,文中还存在很多不足。如引入REITS产品后,我国房地产开发企业融资和耗资的流程有着时间和空间的变化,但笔者不能以某一个企业为例,给出融资规模和时间的具体数据,缺乏更直观的说服力。如我国实施REITS需要对现行法律的修订问题分析较少,实施REITS的影响肯定还有没有分析到的地方,恳请各位老师、同学多多指正。

同时,房地产行业在我国是学术界和媒体关注的热点,行业发展状况和相关政策也变化频繁,该论文的初衷也许不一定实现,但还是希望对我国房地产企业资金结构的分析和对新金融工具的实施建议等对世人有所启发。笔者对房地产业的资金渠道和商业银行的风险控制问题会一直关注和研究下去。

致 谢

论文的顺利完成，离不开很多人的帮助和支持。首先，在论文写作中，我要感谢我的指导老师邓乐平教授，正是得益于他的悉心指导和帮助，才令本文的结构更加合理、内容更加充实。在学术上，邓老师的治学严谨，学识渊博，让我对学术研究的一些重要方法有了更进一步的了解和体会，受益终身。同时，我还要感谢在研究生学习过程中给予我大量帮助的各位授课老师，感谢他们一丝不苟的敬业精神和理论联系实践的教学方法令我获益良多。最后，我还要感谢给予我大量帮助的各位同学和在精神上和生活上给我支持的家人。

夏辉

2005-4-15