

REITs 交流研讨会纪要

会议要素：

会议主题：J-REIT 市场概述及对中国 REITs 的启示

会议时间：2020 年 05 月 15 日

会议地点：线上

参与人员：日本 Leading 证券 董事副总裁：陈欢

克而瑞证券：董浩、吴威、周阜君等，以及多位投资人

会议纪要：

克而瑞证券 董浩：各位领导大家下午好，我是克而瑞地产分析师董浩。欢迎参加我们海外 REITs 系列电话交流会，近期证监会和发改委联合发布关于推进公募 REITs 在基础设施领域试点的高层文件，首单公募 REITs 呼之欲出，资本市场也是非常关注。我们回顾国内公募 REITs 十多年的探索历程，可谓“道阻且长”，对标成熟市场的发展经验是我们研究 REITs 的一个重要途径。以此为契机，今天第一场，日本专场交流，我们也是非常荣幸邀请到日本 Leading 证券的董事副总裁，同时也是在日本具有丰富的 REITs 实操和研究经验的陈欢总，来给我们分享日本 REITs 的发展历史、现状以及能够给中国发展提供的借鉴。下面我们将时间交给陈欢总。

第一部分：日本 REITs 介绍

REITs 的定义：通过发行股票或者收益凭证募集投资人资金，并投资于能够产生稳定现金流的不动产（商业广场、写字楼、长租公寓、物流地产、公共基础设施等），然后将不动产的租金收益和资产增值收益按照投资比例进行分配的信托基金。又或者说，房地产证券化是指将房地产的投资转化为证券投资的形式使投资者与投资标的物之间的物权转变为有价证券的股权和债权，主要包括房地产投资信托和房地产抵押债权证券化两种形式。打个比方讲就是将一个不动产出售到一个为了实现该不动产证券化而特别成立的一个特殊目的公司，以该不动产作为公司的资产进行融资的这样一个行为。

REITs 产生背景：

- (1) 城市化率超过 70%；
- (2) 不动产从增量转向存量，不动产运营时代来临；
- (3) 不动产价格重估，存量资产收益率提升；
- (4) 国内经济下行压力大，倒逼政府出台 REITs 支持政策。

日本 REITs 发展历程：

日本不动产证券化的历史只有 20 多年，整体房地产证券化市场规模包含 J-REIT SPC GK-TK 等架构的总量约为 30 兆左右，其中单 J-REIT 的规模在 19 兆左右，已经是占到了亚洲一半以上。根据 REITs 发展情况，主要分为以下几个阶段：

(1) 筹备期 (1988-2000)：完善法律法规，奠定 REITs 法律基础

J-REIT 的发展受到宏观经济的重要影响。上世纪 80 年代末开始，日本经济开始衰退，房地产价格也一落千丈。出于金融风险控制要求，银行收紧了向地产及相关项目的贷款。陷入融资困

难的房地产企业迫切需要新的融资渠道。在另一方面，政府从上世纪 80 年代中期开始实施的“都市再开发计划”也需要大量的资金投入，资金来源在当吃就成为一个重要的社会问题。

REIT 虽然是个优良的金融工具，但在当时的日本并不可行。REIT 是一个法定纳税主体，因此 REIT 的发展需要以完善的相关法律为基础。日本在这方面的实践是循序渐进的。1988 年 12 月，日本住房研究与提升基金会、日本建设省建设经济局、和 6 家地产企业成立了房地产证券化研究理事会。在日本 REIT 发展的过程中存在几个比较重要的法律，对 REIT 的发展起到的至关重要的作用：

首先，1992 年颁布的特债法 Special Claims Law 对资产证券化做出了较多的限制，列入发行人仅限于少数获得经济产业省颁发资质的特殊目的公司及信托银行。并对基础资产进行了限制，如仅限于租赁债权，消费性分期付款债权和信用卡债权等。

其次，就是 SPC 法，也叫特殊目的公司法，该法律正式出台是在 1998 年，大幅放宽了可供证券化的基础资产种类。在 2000 年的 5 月进行了修订，并更名为《资产流动化法》，进一步放松了资产证券化相关管制。《特殊目的公司法》是日本资产证券化实践的基本法，为日本资产证券化的发展创造了良好的条件，促使日本资产证券化市场规模迅速扩大。

然后，2000 年的时候还针对 J-REIT 发展有着非常大的支撑意义的《投资信托及投资人相关法律》进行了修订。改变了以往不动产证券化先有不动产后证券化的模式，开拓了先有资金后有不动产的道路，并在同年 11 月正式实施，东京证券交易所也基于此法律正式进入到了 J-REIT 的准备工作中，并在次年 9 月实现了 2 家不动产证券化公司在东交所的正式上市。

（2）诞生成长期（2001-2007）：REITs 数量逐年增长，底层资产多元化

2001 年 9 月，以日本两大房地产巨头三菱地所和三井不动产作为发起人的两只 J-REIT 产品上市，标志着 J-REIT 的落地以及日本房地产投资进入了多元化发展时代。到 2002 年底，在东京股票交易所已有 6 只 J-REITs，且均采用投资公司结构。J-REIT 的设立不但解决了房地产相关融资主体的资金问题，同时为传统物业持有者和开发商提供了项目退出渠道，也为投资者提供了以房地产为基础的金融工具。由于 J-REIT 所具有的税率优惠等原因，J-REIT 逐渐受到机构投资者的青睐。2005-2006 年上市 REIT 数量也大幅增加，投资对象也由单一的写字楼物业扩展到酒店、物流设施等，市场规模迅速扩容。2006 年，J-REIT 总市值达 6.82 万亿日元。

（3）短暂受挫期（2008-2011）：受金融危机影响，REITs 发展受阻

受 2008 年雷曼金融危机影响，外部资金、境外资金在日本房地产市场的流入完全停滞，外资也开始恐慌性地撤退。短期融资的更新也开始变得困难，不动产运营收入的大幅减少，资产价格的显著下降，导致资产遭到银行的强制拍卖亦或者以自有资金持有物业的公司发生了因为不能再融资而大批的倒闭情况。2009 年的证券化资产规模已经减少到 2007 年的 1/5 的 2 兆日元左右。J-REIT 的股票只数也从 2008 年的 42 只持续回落到 2011 年的 34 只。

（4）重启发展期（2012-至今）：整装旗鼓再出发，REITs 迎来新机遇

随着安倍政府经济刺激政策的实施，特别是量化宽松政策涉及到日本中央银行对 J-REIT 的大量购买，而负利率的采用以及消费税上调的延迟都对 J-REIT 市场产生积极推动作用。J-REIT 市场重新开始了新的高速发展期。银行加大了在 J-REIT 市场的投资；同时，J-REIT 公司也开始积极增持物业，东京等大都市圈出现投资性物业供应不足的现象。不但如此，日本房地产市场热度逐渐向中小城市蔓延。另外受益于 2020 年东京奥运会举办预期，日本经济逐渐步入复苏轨道。到 2015 年，J-REIT 的总市值已经成为世界第二。截至 2019 年 9 月，J-REIT 的上市公司数达到 64 家，创出了历史新高；总市值突破了 16.4 兆日元，为 2009 年的近 9 倍。

截至 2019 年 9 月 J-REIT 持有物业共计 4115 处，其中各种业态的不动产的比例中最高为办公 41.1%，其次为物流 16.1%、商业设施 5.7%、住宅 14.6%、酒店 8.2%、其他 4.2%；主要地区分布也是一线大城市为主，东京核心 5 区 32.7%、东京 23 区 16.4%、关东 22.1%。

日本 REITs 主要的特点

（1）信托银行积极参与资产证券化

日本的信托银行，是指在依照银行法设立的银行中，根据关于金融机构兼营信托业务的法律，获准兼营信托业务，并且以信托业务为主的银行。在日本的资产证券化实践中，除了帮助 JHF 和商业银行成立特殊目的机构、管理证券化基础资产外，信托银行业还会直接从事资产证券化业务，即信托银行模式。

在信托银行模式中，发起人将基础资产出售给信托银行，信托银行经过信用增级后，分别发行优先信托收益权和次级信托收益权，以供一般投资者和发起人购买。次级信托收益权为优先信托收益权提供了信用增级，债券质量越差，或者优先信托收益权的信用等级越高，次级信托收益权的规模就愈大。

在实际操作中，SPV 模式和信托银行模式既可以单独使用也可以搭配使用。例如，可以将信托银行发行的信托收益权出售给特殊目的机构，再由特殊目的机构转发为债券，以满足那些偏好证券而非信托收益权的投资者的需求。此外还有一种更为复杂的合作模式。首先，发起人将证券化基础资产出售给信托银行，取得信托银行发行的信托收益权；其次，发起人在取得信托收益权后，向 SPV (A) 改发优先信托收益权（优先信托收益权的规模小于第一阶段的信托收益权的规模），此时，另一家银行将向 SPV (A) 提供资金支持，帮助其购买优先信托收益权，该银行再将这一过程中形成的债权出售给 SPV (B)，SPV (B) 再以此债权为基础资产，经过信用增级等程序发行资产支持证券。

（2）政府支持机构在居民住房抵押贷款证券化过程中发挥着主导作用

日本住房支援机构（Japan Housing Financing Agency，JHF）是日本 RMBS 最主要的发起人。截至 2015 年 3 月 JHF 发行的 RMBS 余额为 11.05 万亿日元，其他金融机构发行的 RMBS 余额仅为 3.51 万亿日元。RMBS 其他发起人包括商业银行、信托银行、区域银行以及非银行金融机构。

（3）房地产投资信托在不动产证券化过程中发挥了重要作用

日本住房按揭资产支持证券（MBS）的规模为 2,000 亿日元。J-REIT 的市值是 MBS 规模的 60 倍；2011 年至 2016 年，平均来说，J-REIT 是 MBS 规模的 42 倍。由此可见，虽然 J-REIT 在数量和市值上都远低于美国 REIT，但在日本，它的作用要显著大于 MBS。

第二部分 日本基础设施 REITs

基础设施 REITs 简介：2015 年 4 月 30 日在东京交易所单独设立了基础设施 REITs，投资对象主要为太阳能发电站等再生能源发电设施、道路等运输设施、石油等能源设施、无线设施等基础设施。目前有 7 只基础设施 REITs，全为太阳能发电等再生能源发电设施。

基础设施 REITs 与 J-REITs 差异：

（1）资产类型不同：基础设施 REITs 主要以新能源发电等设施为主，J-REIT 主要以写字楼、购物中心、租赁公寓等为主；

(2) 与资产运营人合作方式不同：J-REITs 与运营方合作方式属于委托管理；基础设施 REITs 与运营方合作方式主要为租赁。

第三部分：日本 REITs 对中国基础设施 REITs 的启示

中国推出基础设施 REITs 原因：

- (1) 广泛筹集资金，加快基础设施建设；
- (2) 提振国内经济，发挥疫情冲击下稳投资的作用；
- (3) 盘活存量资产，降低实体经济杠杆率；
- (4) 资产荒背景下，建立多层次资产结构，满足社会资本投资需求；

中国基础设施 REITs 落地难点

- (1) 标的资产成熟度不够，资产运营收益率较低；
- (2) 税收没有优惠，存在多重收税；
- (3) 法律制度不健全，现有《信托法》《证券投资基金法》等对公募 REITs 带来障碍；
- (4) 中国基础设施所属权属于国家，企业只有特许经营权，且具备一定时期性，与 REITs 长期续存存在冲突。

日本基础设施 REITs 与中国基础设施 REITs 对比：

(1) 范围对比：

日本基础设施 REITs 范围：再生能源类（太阳能、风能、地热等）、运输类（道路、机场、港口等）、能源类（石油和天然气管道等）、其他（下水道、无线设施等）。

中国基础设施 REITs 试点范围：优先支持仓储物流、收费公路等交通设施；水电气热等市政工程；城镇污水垃圾处理、固废危废处理。鼓励信息网络等新型基础设施、国家战略新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等。

(2) REITs 结构对比：

日本基础设施 REITs 结构属于常规公募 REITs 结构；

中国基础设施 REITs 结构是“公募 REIT+ABS”。

(3) 税收政策对比：

日本基础设施 REITs 税收优惠：REITs 满足要求后，免征企业所得税；购买用于 REITs 的资产契税率由 5% 降低为 1.7%；

中国基础设施 REITs 税收优惠：暂无

日本基础设施 REITs 与中国基础设施 REITs 的启示：

- (1) 立法先行，健全法律法规；
- (2) 出台 REITs 税收优惠政策；
- (3) 提升存量资产收益率；
- (4) 培育多层次机构投资者。

免责声明：

此文件并非作为买卖股票之要约或要请。任何意见或引用并不能视为克而瑞有限公司（「克而瑞」）的推荐。在适用的法律法规下，克而瑞及其关联公司并不负责任何因直接或间接引用此文件而引起的损失。此文件只传递至被准许接收或可据当地法律合法接收此文件的人士。此文件并不曾由香港证券及期货事务委员会所审核过。此文件只供参考，并与任何特定投资目的、财务状况及任何接收此文件的特定人士之需要无关。投资者应寻求对合适性规定或投资的独立意见。投资者不应只利用本文件以作出投资决定。投资涉及风险。市场、管理人及投资的过去表现，以及任何对与基金相关经济、股债市场、经济周期的预测并不能预视未来表现。以非港币及美金的投资回报受汇价升跌所影响。投资价值可升可跌。

The document is not intended to be an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of securities. All views expressed and/or CRIC Securities Company Limited (“CRIC”) cannot construe reference to companies as a recommendation. To the extent permitted by applicable law, rules, codes and guidelines, CRIC and its related entities accept no liability whatsoever whether director or indirect that may arise from the use of information contained in this document. This document is for distribution solely to persons permitted to receive it and to persons in jurisdictions who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The Securities and Futures Commission in Hong Kong (the SFC”) have not reviewed this document. This document is prepared for information only and does not have any regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this document. Any person considering an investment should seek independent advice on the suitability or otherwise of the particular investment. Investors should not only base on this document alone to make investment decisions. Investment involves risk. The past performance information of the market, manager and investments and any forecasts on the economy, stock market, bond market or the economic trends of the markets which are targeted by the fund(s) are not indicative of future performance. Investment returns not denominated in HKD or USD is exposed to exchange rate fluctuations. The value of an investment may go down or up.