

# 浅析中国房地产资产证券化的现状及未来

李洋 庄太量

研究专论第五十八号

二零一七年六月

香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所  
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

# 鸣谢

刘佐德全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人及机构的慷慨捐赠  
及对我们的支持 (以英文字母顺序):

## 捐助人及机构

查懋德	雅居乐集团控股有限公司
郑海泉	亚洲金融集团有限公司
蔡冠深	中国银行(香港)有限公司
胡祖六	银联金融有限公司
刘佐德及刘陈素霞	中国概念(咨询顾问)有限公司
刘遵义	第一东方投资集团
利乾	恒隆地产有限公司
梁锦松	恒基兆业地产有限公司
李伟波	香港交易及结算所有限公司
吕耀东	中国工商银行(亚洲)有限公司
黄志祥	丽新发展有限公司
孙少文	刘佐德基金有限公司
盛智文	星岛新闻集团有限公司
	新鸿基地产发展有限公司
	大生银行有限公司
	东亚银行有限公司
	香港上海汇丰银行有限公司
	<b>The Lanson Foundation</b>
	永隆银行有限公司

## 活动赞助人及机构

周松岗	盘谷银行
蔡清福	中国银行(香港)有限公司
方方	中国银行金边分行
方正	北山堂基金
冯国经	国家开发银行
李伟波	金陵华软
黄桂林	厚朴投资管理公司
	中国工商银行金边分行
	金陵控股有限公司
	新华集团
	<b>The Santander-K Foundation</b>
	银联国际

# 浅析中国房地产资产证券化的现状及未来<sup>§</sup>

李洋\* 庄太量\*\*

2017年6月

## 1. 前言

房地产行业一直以来都是中国经济的支柱产业，其繁荣与风险，不仅涉及到国民福祉，更与整个国民经济的健康发展紧密相关。2013年，中国商品房销售面积和销售金额双双创下历史新高，随后经过两年短暂调整，2016年，全国商品房销售面积和销售金额录得15.73亿平方米和11.76万亿元人民币，同比增长高达22.5%和34.8%，再创纪录。房地产空前繁荣的背后，伴随着土地价格高涨、库存激增、房企负债陡增等潜在风险逐步积累和暴露，成为国民经济的巨大隐忧。在过去数年中，去库存、降杠杆、防范系统性风险成为中国政府对房地产市场进行调控的主要基调和首要目标。

近年来，伴随中国房地产市场和金融市场的发展、起伏与成熟，房地产资产证券化得到的关注和研究越来越多，也涌现出一些典型案例。它通过将不动产标准化为证券产品，大幅提升了不动产的流动性，释放了房地产的金融属性，是符合当前去库存、降杠杆及防风险政策导向的重要金融创新，受到了政府、企业和投资者越来越多的欢迎。

本文拟通过对房地产资产证券化的概念、类别和在中国的现状进行初步分析，尝试对这一金融创新未来之发展提出可行之建议。

---

<sup>§</sup> © 2017 香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所

\* 华侨城（亚洲）控股有限公司副总裁。

\*\* 香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所常务所长。本文仅代表作者个人意见，并不代表本所的观点。

## 2. 房地产资产证券化的定义

### 2.1. 定义<sup>1</sup>

资产证券化是将缺乏流动性，但具有可预期收入的资产，通过在资本市场上发行证券或收益凭证的方式予以出售，以最大化资产流动性并获取融资的一种方式。

房地产资产证券化，顾名思义，是资产证券化的一种类别，是把房地产产权或债权等权益用股票或收益凭证等证券化形式，以其近期或远期收益为支持发行给各类投资者的投融资制度。

房地产资产证券化最早起源于美国，以上世纪 70 年代的住房抵押债权为开端，随后伴随全球范围内房地产市场的繁荣和证券信息技术的革新，房地产资产证券化在欧洲和亚洲迅速发展，成为 20 世纪重要的金融创新。在亚洲，日本、香港和新加坡是房地产资产证券化的先锋，其中香港和新加坡凭借地缘优势、文化认同优势和成熟的资本市场，成为中国大陆房地产企业开展不动产证券化的主要境外阵地。

### 2.2. 主要类别

广义的房地产资产证券化包括两种基本形态，分别是房地产权益证券化（发行人主要是房地产企业或所有权人等非金融机构）和房地产抵押贷款证券化（发行人主要是银行等金融机构），主要产品类型包括：

#### 2.2.1. 房地产投资信托基金

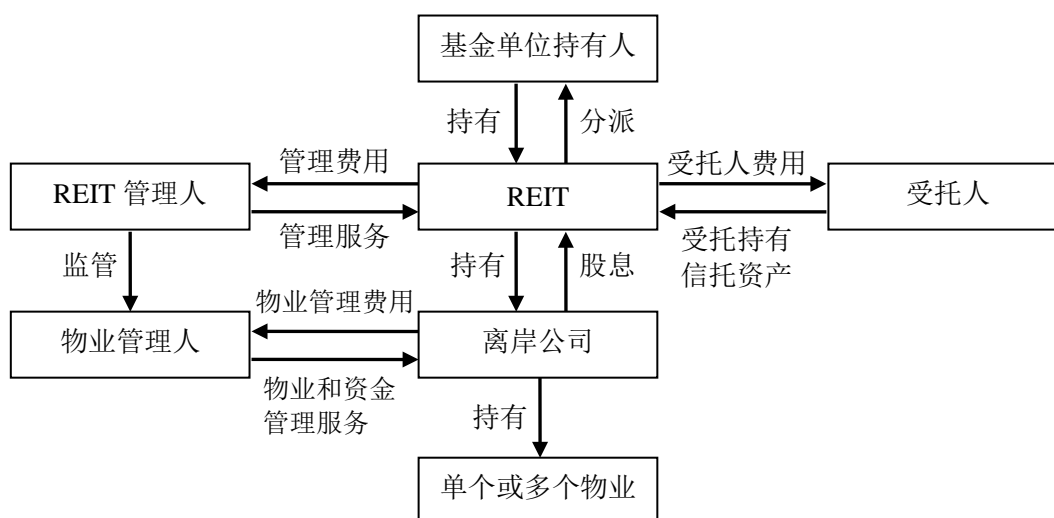
房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trust, REIT）是指通过发行基金收益凭证募集资金，交由专业投资管理机构运作，并专门投资于房地产项目，以获取投资收益和资本增值的基金形式。REITs 份额可以在二级市场流通和交

---

<sup>1</sup> 根据百度词条和公开资料整理。

易，具有高度的流动性，且分红稳定，避免双重征税，是国际上最典型、最普遍的基于商业不动产所有权和收益权的证券化产品。美国是 REITs 的发源地，也是目前全球范围内最成熟和发达的 REITs 市场。此外，在亚洲，香港和新加坡的 REITs 产品也非常丰富，合计约 50 只 REITs 产品，基础资产涵盖了写字楼、零售、酒店与工业厂房等几乎所有的商业不动产类别。

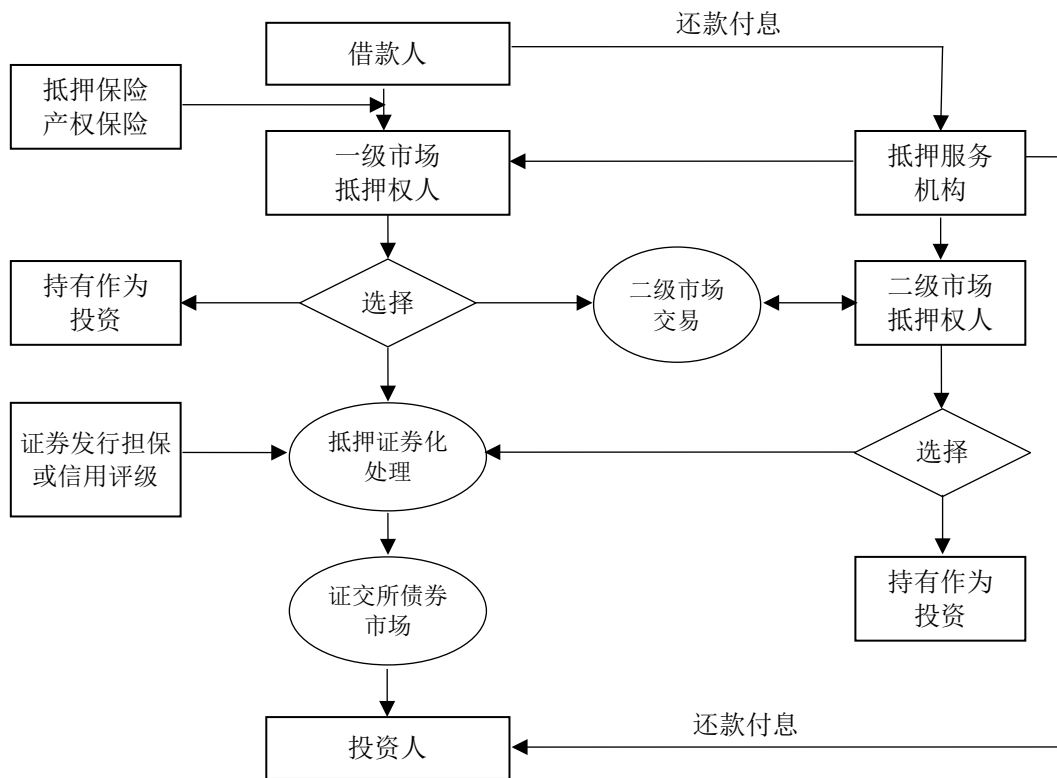
基本的 REIT 架构  
(境内物业境外发行)



### 2.2.2. 房地产抵押贷款支持证券

房地产抵押贷款支持证券（mortgage-backed security, MBS），是指商业银行或住房信贷金融机构（例如美国的 Fannie Mae 和 Freddie Mac）将其发放的零售型、分散化的房地产贷款按照贷款久期和利率进行组合打包，以房地产抵押权为担保，向社会公众发行的标准化的证券产品。MBS 实现了贷款发放机构信贷资产的证券化，极大分散了风险，提高了资产的流动性。美国拥有当前全球最发达的 MBS 市场，首只产品发行于 1968 年，目前美国的 MBS 债券规模仅次于美国国债。

### 美国房地产抵押贷款证券化的简要流程<sup>2</sup>



#### 2.2.3. 房地产专项资产管理计划（资产支持专项计划）

专项资产管理计划是指证券公司、基金管理公司为开展资产证券化业务而专门设立的特殊目的载体，其基础资产是可以产生独立的、可预测的现金流的特定化的财产或财产权利。房地产专项资产管理计划的主要基础资产包括不动产、基础设施的财产或财产权利。这也是目前中国境内不动产资产证券化的主要形式。房地产专项资产管理计划是资产支持专项计划的前身。

#### 2.2.4. 其他类别

除了上述三种主要形式外，房地产资产证券化还包括房地产企业发行股票或债券等形式。因这些方式直接对应的是房地产公司的股权，而非不动产所有权或收益权本身，所以本文将列入广义的房地产资产证券化范畴，不作过多讨论。

<sup>2</sup> 《金融创新推动房地产资产证券化不断发展》，中国指数研究院，2015年9月。

综上所述，房地产投资信托基金、房地产抵押贷款支持证券和房地产专项资产管理计划是目前国内外主流的房地产资产证券化形式。但对于中国市场来说，由于金融制度、金融创新环境、房地产市场、财税体系及信用评价体系等方面存在的诸多不足，上述的资产证券化形式在中国呈现出不同的发展境况，为政策制定者和市场参与者提出了很多有待思考和解决的问题。

### 3. 房地产资产证券化在中国的发展现状

#### 3.1. 房地产资产证券化对当下中国经济之主要意义

房地产在中国经济腾飞的过程中发挥了支柱性的作用，其涉及的上下游产业多达 60 余个，从产业链顶端的金融行业，到最底端的原材料开采和生产，几乎涵盖了国民经济和民众生活的各个方面，对宏观经济的影响可谓“牵一发而动全身”。

近两年来，中国经济增速从高速增长进入了中低速稳定增长的“新常态”。经济高速发展过程中累积下来的痼疾沉疴日益显现，以房地产为代表的传统行业产能过剩、杠杆率高成为最突出的表现。因此，房地产行业去产能、去杠杆与控风险就成为影响国民经济未来发展的主要矛盾点之一。

房地产资产证券化作为解决上述矛盾的有效手段，其将发挥的主要作用有：

##### 3.1.1. 有利于房地产企业去杠杆和轻资产化转型

对于房地产企业，特别是对于拥有大量持有型的商业和工业不动产的开发商来说，通过将持有的并已经产生稳定现金流的不动产进行资产组合，向社会公众或特定投资者发行标准化证券或非标化收益凭证，可以在较短的时间内将投资性物业出表，收回前期投入，有效降低净负债率和融资成本，提升企业的信用评级和再融资能力。同时，不论是发行 REITs 还是专项资产管理计划，发行人即开发商都会保留对原有物业的管理和运营权，这符合当下地产行业由重资产的“房地

产开发商”向轻资产的“城市社区运营商”转变的行业变革大趋势。房地产资产证券化将成为推动产业升级的重要工具。

资产证券化案例与房企战略转型的关系（举例）

企业	资产证券化项目	时间	转型方向
万科集团	鹏华前海万科 REITs	2015.9	城市配套服务商
万达集团	万达“稳赚1号”	2015.6	轻资产运营商
华侨城集团	主题公园入园凭证专项资产管理计划	2012.12	现代服务业成片综合开发及运营商

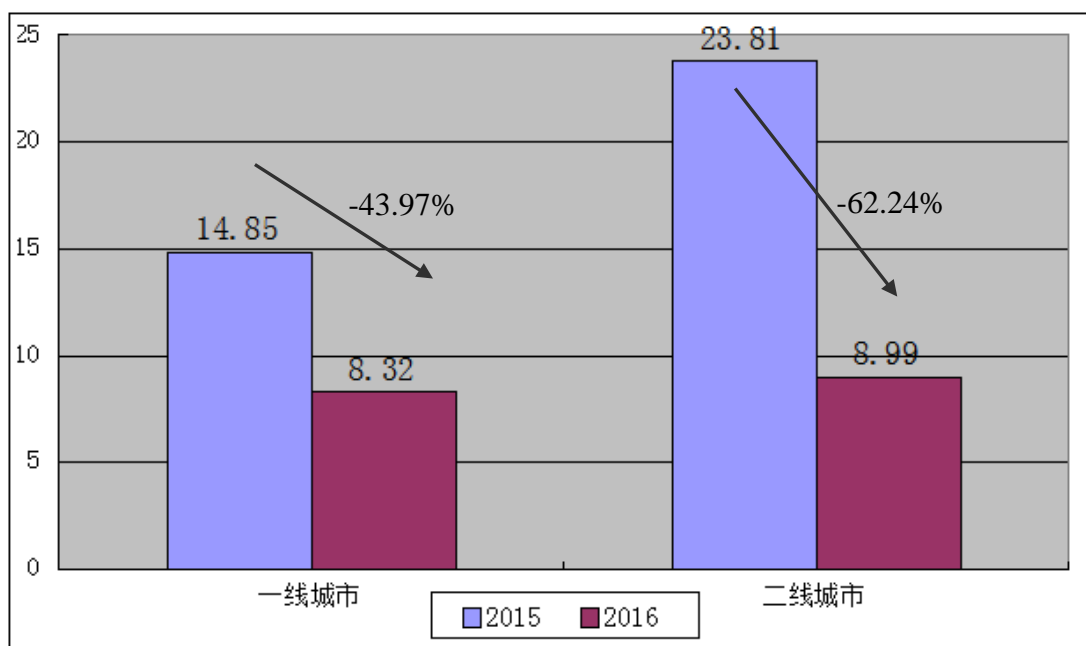
数据来源：根据公开资料整理

### 3.1.2. 有利于政府房地产宏观调控，推进经济转型

房地产资产证券化有利于降低房地产开发企业和银行的杠杆率，提高企业和信贷资产的流动性，在不发生行业系统性风险的情况下，可以有效降低单个企业或金融机构承担的违约风险。同时，对于三、四线城市来说，大量的住宅、商业物业供给已经超过了正常的需求水平，库存去化周期过长，企业拿地和开工意愿显著减弱，政府土地出让收入增速大幅降低，进而影响到了地方债务偿还能力。通过合理的房地产资产证券化手段，比如保障性租赁住房租金收入证券化、住房公积金贷款资产证券化、棚户区改造贷款证券化等途径，不仅可以有效地降低楼市库存，盘活存量，更可以恢复企业投资意愿，缓解政府短期债务压力，将更多的资源投入到新兴产业和公共服务领域，更好地推动经济转型与社会发展。



主要一二线城市库存去化周期（月数）



数据来源：中国指数研究院

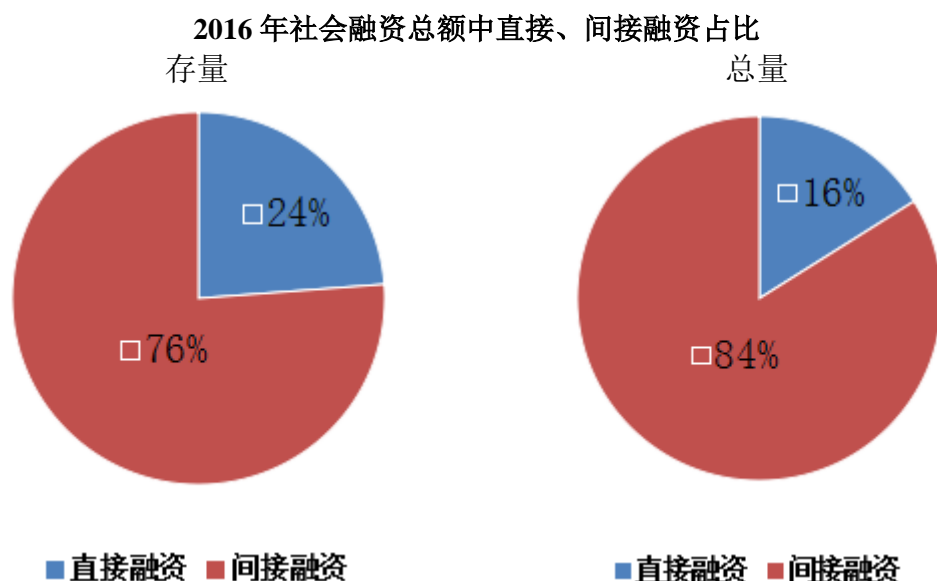
2016 年全年主要城市平均库存去化月数相较于 2015 年，一线城市从 14.85 个月降至 8.32 个月，降幅约 44%，二线城市从 23.81 个月降至 8.99 个月，降幅约 62%。其中一个重要原因是 2015 年以来部分商业银行和地方公积金中心推出了个人住房抵押贷款资产支持证券，释放了金融机构的放贷空间，加快了库存去化速度。一线城市降幅小于二线城市，主要原因是供需相对平衡，限购限贷限价政策未有松绑。（注：数据取样，一线城市为北京、上海、广州、深圳，二线城市为天津、成都、南京、武汉等 21 个城市；一般认为，库存去化月数在 18 个月内为合理水平。）

### 3.1.3. 有利于深化金融创新和金融领域供给侧改革

当前，中国社会融资结构中，直接融资的比例仍然较小，而资产证券化是一种直接融资途径，将社会资本与实体经济直接联系，通过金融脱媒的方式，从利率市场化、风险定价机制、多层次资本市场建设、互联网金融等方面，倒逼金融体系的改革，加快中国金融体系与国际先进金融市场融合与接轨<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 《资产证券化推动金融创新》，钱康宁、蒋健蓉，《中国金融》，2013 年第 21 期。

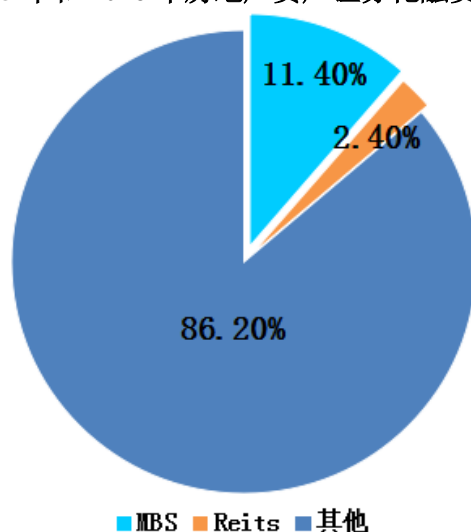
房地产资产证券化，是将流动性差、变现速度慢的不动产转化为流动性极强的有价证券或收益凭证，其本质是利用金融技术，将财富转化为资本，不仅向社会公众或特定投资人提供了更丰富的投资渠道和投资产品，更增加了社会的整体财富。此外，在当前经济弱势、资产荒现象普遍、无风险利率整体下行的宏观环境下，房地产资产证券化产品以其稳定合理的回报，势必得到市场的广泛响应。



注：本图中，直接融资仅包括企业发行债券和非金融企业境内股票融资。数据来源：央行《中国货币执行报告（2016 年第四季度）》

2015 和 2016 年两年，中国内地共发行 1,861 只资产证券化产品，总金额 14,350.9 亿元，其中个人住房抵押贷款支持证券（MBS）发行额 1,641.56 亿元，占比 11.4%，不动产投资信托类产品（REITs）发行额 350.6 亿元，占比 2.4%，两者合计占比 13.8%，显示出以 MBS 和 REITs 为代表的房地产资产证券化在全社会资产证券化整体融资金额中的比例依然较小，但发展潜力巨大。

2015 年和 2016 年房地产资产证券化融资占比



注：本图中，房地产资产证券化仅包括 MBS 和 REITs，房地产资产支持专项计划数据暂缺，未列入其中。数据来源：中央国债登记结算有限责任公司《2015 年中国资产证券化发展报告》、《2016 年中国资产证券化发展报告》

### 3.2. 中国房地产资产证券化的主要形式

如前所述，由于中国目前在金融制度、金融创新环境、房地产市场调控、财税体系、信用评价体系等方面还存在诸多不足，房地产资产证券化在中国呈现出与国际市场截然不同的特点。概括来说，其主要存在形式有以下三种：

#### 3.2.1. 以境内物业为基础资产在境外发行 REITs

##### (1) 概况

国际标准的 REITs 对于投资性物业的租金收益率、资产规模、资产质量、成长潜力、法律权属和管理人资质等方面都有着较高的要求，因此，符合上市条件的 REITs 产品在国际市场的认可度都是比较高的。在亚洲地区，香港和新加坡都专门制定了房地产信托投资基金专项的法律法规，重点是给予 REITs 产品税收优惠政策，避免 REITs 和基金份额持有人双重征税。正因为如此，诸多符合条件的中国大陆地区物业发展商，都选择赴香港和新加坡发行 REITs<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 《中国房地产金融制度创新研究——基于 REITs 理论的探讨》，王仁涛，复旦大学出版社，2009 年。

香港及新加坡上市的 REITs 一览（内地物业）

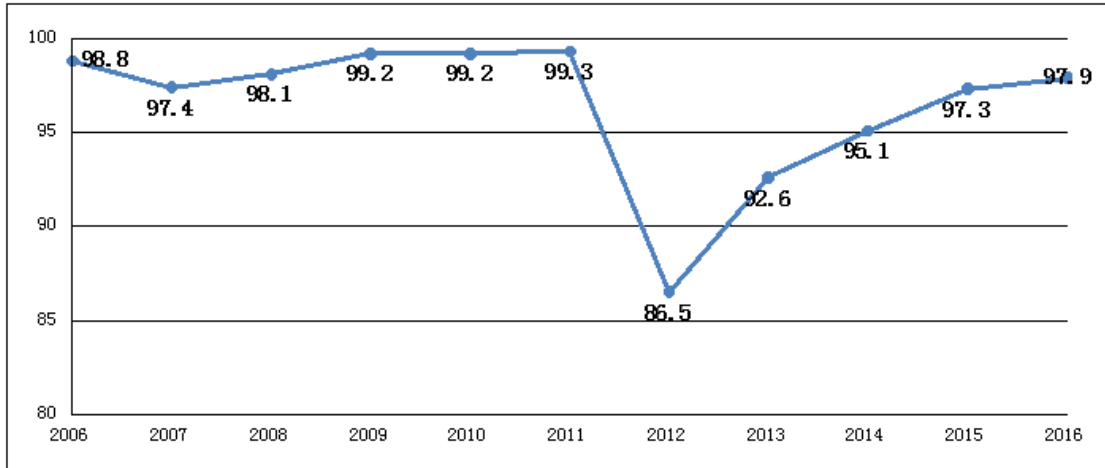
简称	上市时间/ 上市地	首发募资 金额	物业所在地 及组合	可租面积 (平米)	单位分派收益率 (2015 或 2016 预测)
越秀 0405	2005.12.21 香港	40 亿 港币	广州、上海，购物 中心+写字楼+仓库	48.7 万	7.4%
睿富 0625	2007.6.22 香港	39.8 亿 港币	北京，写字楼	10.6 万	N/A
汇贤 87001	2011.4.29 香港	314.1 亿 人民币	北京，商业综合体	58 万	8.7%
开元 1275	2013.7.10 香港	44 亿 人民币	杭州、宁波、长春， 酒店	25.4 万	8.0%
春泉 1426	2013.12.5 香港	77.5 亿 人民币	北京，写字楼	12 万	9.6%
华联商业 信托 BHG	2015.12.11 新加坡	3.942 亿 新元	北京、成都、合肥、 大连及西宁，商场	26.3 万	6.3%
运通网城 EC World	2016.7.20 新加坡	3.46 亿 新元	杭州，电子商务和 物流服务	69.85 万	7.10%

数据来源：根据 wind 资讯和公开数据整理

(2) 案例分析：越秀房地产信托基金

越秀房地产信托基金（0406.hk）于 2005 年 12 月在香港上市，是全球首只投资于中国内地商用物业的房地产投资信托基金。越秀上市时的资产包括越秀投资（0123.hk）分拆的内地商用物业，即广州白马大厦、财富广场、城建大厦、维多利亚广场，随后于 2008 年和 2012 年先后注入越秀新都会和广州国际金融中心两处物业。目前，越秀信托的物业类型涵盖了专业服装市场、甲级写字楼、零售商业、商业综合体、高端酒店公寓等，合计可租赁面积为 48.7 万平方米，2016 年整体出租率为 97.9%，全年收入 18.38 亿人民币，每基金单位分派收益率约为 8.0%（按 2016 年 12 月 31 日收盘价 4.09 港元计算）。

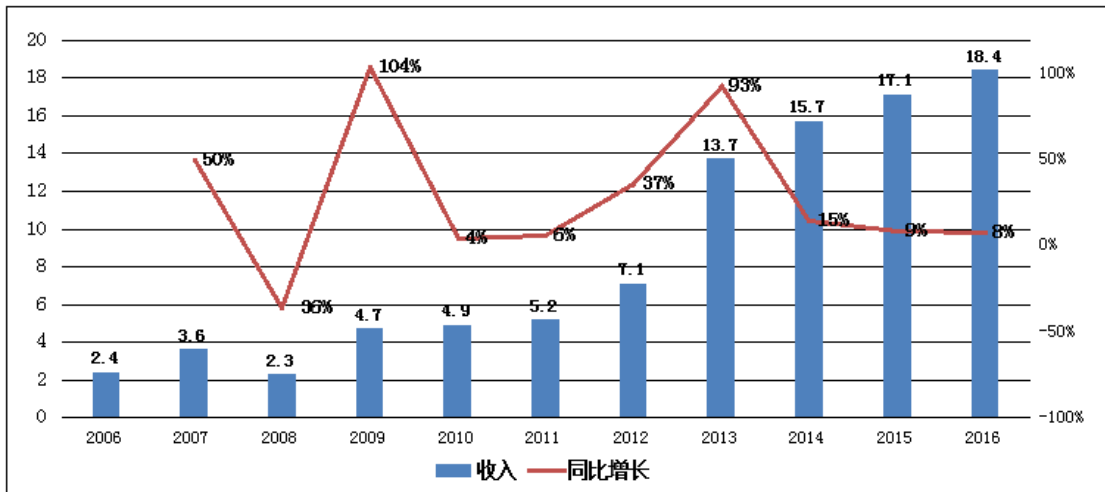
物业出租率变动



数据来源：根据越秀基金历年年报整理

物业出租率保持稳定，历史平均出租率 96.5%，保证了整体租金收入的稳定。

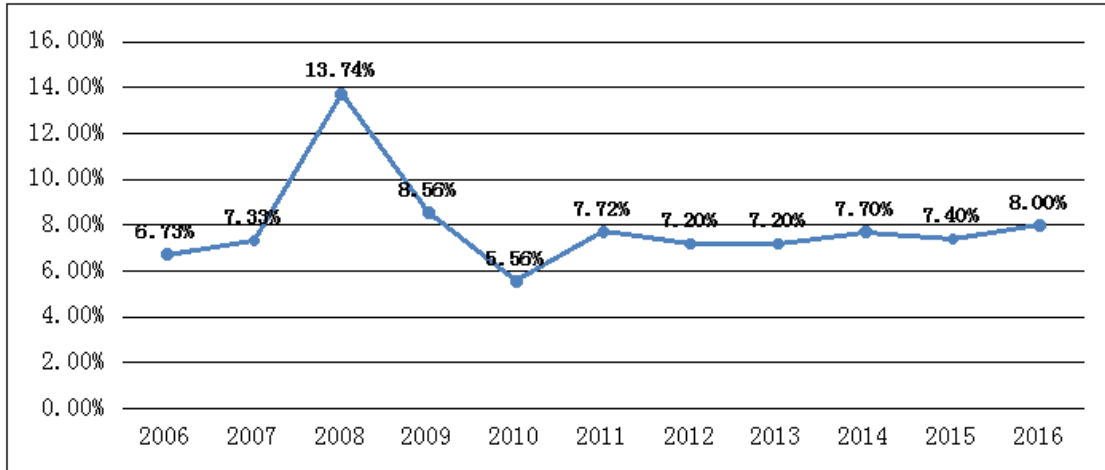
基金收入及增长变动



数据来源：根据越秀基金历年年报整理

总规模不断增长，2016 年总收入达到 18.4 亿元人民币，是上市之初的 8 倍，较快的收入增长，为基金收益率的提升提供了保证。

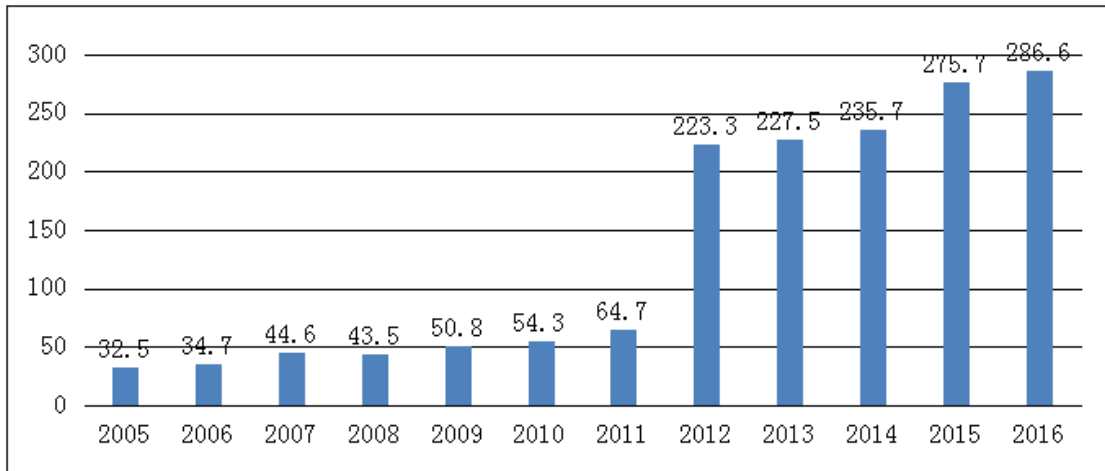
基金分派收益率变动



数据来源：根据越秀基金历年年报整理

基金分派收益率保持稳定，上市以来的平均收益率为 7.9%，高于 5 年期中中国国债利率，在联交所上市的 REITs 中位居前列。

物业估值变动（亿元人民币）



数据来源：根据越秀基金历年年报整理

物业估值逐年攀升，2012 年注入广州国际金融中心物业，2016 年估值较 2011 年增加 4.4 倍。

### 3.2.2. 境内发行的资产支持专项计划或类 REITs 产品

#### (1) 概况

近两年来，伴随国内金融体系、资本市场和房地产市场的不断发展，房地产资产证券化的条件不断成熟，虽然尚未成功发行符合国际标准的 REITs，但越来越多的房企或不动产所有人开始尝试与证券公司或基金公司合作，通过资产支持专项计划或类 REITs 产品，来最大限度上实现不动产的证券化和流动性。

近年来代表性的房地产资产支持专项计划

时间	项目名称	特点
2017.5	金融街（一期）资产支持专项计划	2017 年以来成本最低的同类证券化产品和首次成功在同类产品中引入保险投资者的产品
2017.4	汇富-建投汇宇-SOHO 复兴广场资产支持证券专项计划	民生银行“汇富”品牌下又一单标准化商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）产品
2017.2	深圳益田假日广场资产支持专项计划	深圳地产圈首个资产证券化的商业项目，在深交所商业地产类资产证券化单体规模中排名第一位（53 亿元人民币）
2016.12	中信皖新闻嘉一期资产支持专项计划	国内首单以书店作为物业资产的类 REITs 项目、首单由国有文化企业作为原始权益人的类 REITs 项目，规模 5.55 亿元人民币
2016.9	高和招商-金茂凯晨资产支持专项计划	国内第一单 CMBS 产品，发行规模约 40 亿元人民币，票面利率 3.3%，创下国内同期资产证券化产品发行成本的历史新低
2016.9	汇富富华金宝大厦资产支持专项计划	民间资本商业银行拓展房地产资产证券化项目的新标志
2016.9	首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划	目前类 REITs 项目“商业地产 PERE+REITs”的首单成功交易
2016.8	北京银泰中心资产支持专项计划	国内首单抵押型类 REITs 和国内单只规模最大的类 REITs 项目，排名企业资产证券化单体规模第二位
2016.6	天风-中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划	国内首单信托公司作为原始权益人的类 REITs 项目
2016.2	中信华夏苏宁云创资产支持专项计划	首个将成熟商贸物业纳入证券化标的的场内 REITs 产品
2015.12	招商创融-天虹商场资产支持计划	国内首个国有不动产类 REITs 产品
2015.11	汇添富资本-世茂购房尾款资产支持计划	国内首个购房尾款资产证券化项目，创新示范效益明显
2015.07	博时资本-世茂天成物业资产支持计划	国内首个以物业费收入为基础资产的证券化项目
2015.06	鹏华前海万科公馆 REITs	国内首个公募准 REITs 产品
2016.06	汇富武汉住房公积金贷款 1 号资产支持计划	国内首个以个人住房公积金贷款为基础资产的 ABS
2014.5	中信起航专项资产管理计划	国内首支优先级、次级均可交易的专项资产管理计划
2012.12	华侨城主题公园入园凭证专项资产管理计划	国内首个基于景区门票收入的资产证券化项目

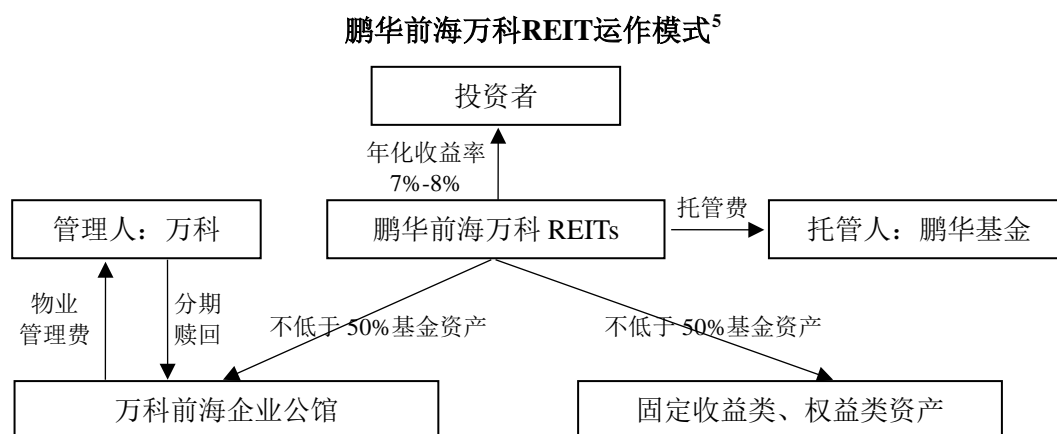
数据来源：根据中国指数研究院、wind 资讯和公开数据整理

## (2) 案例分析：鹏华前海万科 REIT

2015年6月，万科集团与鹏华基金联合成立并发行了中国第一只公募型准REIT——鹏华前海万科REIT产品（代码：160641），基础资产为万科建设和运营的前海万科企业公馆项目（总建筑面积为6.25万平方米，总投资为7.7亿元人民币）。募集资金按比例投向万科前海公馆股权和固定收益类、权益类资产。这是当时中国境内最接近国际标准REITs的产品，但在认购起点、投资方向和比例、分红税收等方面与国际标准REITs还有一定差异，因此，称其为准REIT。

项目	鹏华前海万科 REIT
类型	公募型、契约型、混合型 REIT
募集规模	30 亿元人民币
期限	10 年封闭运营期，期满后转为开放式基金
认购起点	10 万
发售对象	个人和机构投资者
收益来源	万科前海公馆租金收益+固定收益类、权益类资产投资收益
预期收益	年化 7%-8%
分红方式	现金分红，每年至少 1 次，分配比例不低于年度可分配利润的 90%
流通方式	深交所上市

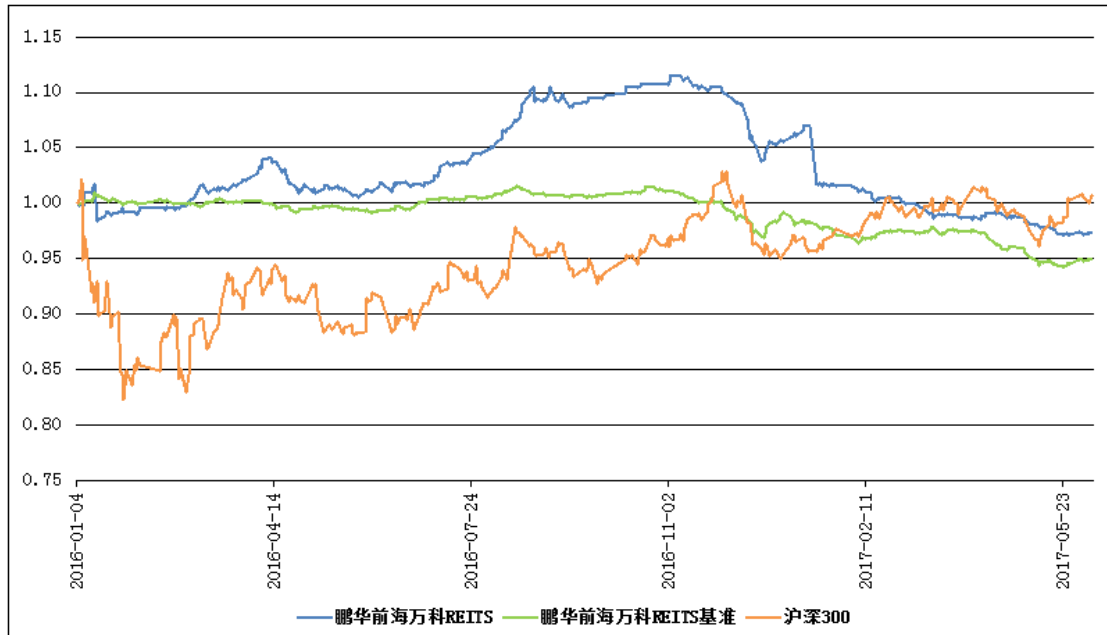
数据来源：鹏华前海万科 REIT 招募说明书



<sup>5</sup> 《金融创新推动房地产资产证券化不断发展》，中国指数研究院，2015年9月。



鹏华前海万科 REIT 累计净值变动



数据来源：wind 资讯

### 3.2.3. 互联网众筹型的房地产资产证券化产品

2015年6月，万达集团通过旗下的第三方支付平台——“快钱”，推出了中国首个商业地产互联网众筹产品“稳赚1号”，创新了商业地产的融资模式，是万达对外宣告的第四次战略转型，即轻资产模式的一个具有标志性意义的举措。

万达通过将待建的商业物业权益分割为起点，认购金额仅为1,000元人民币的标准化份额，并通过互联网金融平台发售，极大降低了投资门槛，分散了投资风险，也缓解了万达前期的资金压力。同时，万达继续保留对商业物业的设计、建设和运营权利，保证了对物业品质和未来经营的控制权，是利用互联网金融探索商业物业轻资产的领先模式。

项目	万达快钱“稳赚1号”
发起人	上海万达稳酬投资管理合伙企业
类型	股权众筹
募集规模	50 亿元人民币
期限	不超过 7 年
认购方式	起点为 1 份（1,000 元人民币），超出部分以 1 份为单位增加，最高认购 1,000 份（100 万元人民币）
发售对象	个人投资者（10 亿元人民币）、机构投资者（40 亿元人民币）
基础资产	万达 2015 年新开工且于 2016 年开业的只租不售的 5 个国内城市商业广场项目
预期收益	租金+物业增值，预计年化收益率 12% 以上
分红方式	每年 7 月 15 日基础资产分红（预期年化 6%），退出时一次性发放增值收益
流通方式	“快钱”平台流通、REITs 或其他方式上市、万达集团回购等

数据来源：根据公开资料整理

#### 3.2.4. 个人住房抵押贷款支持证券（MBS）

中国 MBS 的发展远远落后于美国。1998 年，中国住房分配货币化改革以后，中国央行便开始了相关理论和制度研究。2003 年，中国央行首次提出“积极推进住房贷款证券化”。2005 年，建设银行作为首批试点单位，发行了规模为 30.2 亿元人民币的中国首个 MBS 产品。随后，2008 年的美国次贷危机迫使中国的 MBS 进程暂停，监管层和学术界对这一产品对中国金融体系的影响和潜在风险进行了深入思考和广泛争论。直至 2014 年，中国人民银行、银监会在《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中明确提出：“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS）……专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”中国的 MBS 产品发行才得以重启。

2014 年，邮储银行在 MBS 发行重启后成功发行了首单 68.1 亿元的 MBS 产品。2015 年以来，中国的 MBS 产品发行进入快车道，包括商业银行、信托公司、地方公积金中心等十多家金融机构都先后发行了 MBS 产品，单次发行规模从 7.8 亿人民币至 160.3 亿人民币不等。其中，建设银行于 2015 年获批的“建元个人住房抵押贷款资产支持证券”额度达到 500 亿元人民币。

商业银行发放的个人住房按揭贷款久期长、流动性差，占压了大量银行资产，降低了银行信贷资产周转率。建立一个规模较大、交投活跃的MBS二级市场，可以有效地扩大银行房贷资金来源，是盘活存量资产、加快房地产去库存的有效举措，是中国房地产证券化的必经之路<sup>6</sup>。

部分已发行的 MBS 产品一览

时间	发行银行	项目	金额(人民币)
2016.12	中信信托	中盈 2016 年第三期个人住房抵押贷款资产支持证券	101.3 亿
2016.12	建信信托	建元 2016 年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券	94.1 亿
2016.12	中国对外经济贸易信托	企富 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	90.9 亿
2016.11	建信信托	建元 2016 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券	90.7 亿
2016.10	中信信托	中盈 2016 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券	103.9 亿
2016.9	华润深国投信托	和家 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	100.2 亿
2016.9	中信信托	中盈 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	104.2 亿
2016.7	徽商银行	创盈 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	6.3 亿
2016.6	上海公积金中心	沪公积金 2016 年第二期个人住房贷款资产支持证券	160.3 亿
2016.3	交银国际信托	信融 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	19.2 亿
2015.12	上海公积金中心	沪公积金 2015 年第一期个人住房贷款资产支持证券	69.6 亿
2015.11	中信信托	中盈 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券	45.0 亿
2015.9	华润深国投信托	和家 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	40.5 亿
2015.9	江南农村商业银行	居融 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	8.48 亿
2015.7	建设银行	建元个人住房抵押贷款资产支持证券	总额 500 亿
2015.7	民生银行	企富 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	7.8 亿
2015.3	招商银行	招元 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券	31.5 亿
2014.7	邮储银行	邮元 2014 年第一期个人住房抵押贷款支持证券	68.1 亿
2007.12	建设银行	建元 2007-1 个人住房抵押贷款支持证券	41.6 亿
2005.12	建设银行	建元 2005-1 个人住房抵押贷款支持证券	30.2 亿

数据来源：根据中国债券信息网和公开资料整理

<sup>6</sup> 《10 万亿资金进楼市？道长远》，余丰慧，南方都市报，2014 年 10 月 14 日。

### 3.3. 中国房地产资产证券化面临的主要问题

总体看来，2015 年以来，以资产支持专项计划、准 REITs 和 MBS 为代表的房地产资产证券化产品在中国内地呈现快速增长态势，但相对于美国等发达地区，中国的房地产资产证券化仍然处于起步阶段。其主要原因为：

#### 3.3.1. 产权制度不健全

房地产资产证券化向投资者提供长期稳定的回报，因此要求不动产应具备长期稳定且清晰的产权归属。但中国目前实行所有权与使用权分离政策，住宅用地 70 年使用权、商业用地 40–50 年使用权不能满足资产证券化的需求。《物权法》及相关细则对于不动产使用权行将到期后如何续期或确权也没有明确规定。目前，很多符合资产证券化的不动产，尤其是商业不动产的使用年限已经超过 20 年，越来越短的使用期限对房地产资产证券化快速发展的制约性将愈发显著。

#### 3.3.2. 专门性法律和税收制度缺失

房地产资产证券化比较发达的国家和地区都制定了针对 REITs 的相关法律法规，比如香港《房地产信托投资基金守则》、新加坡《财产信托指引》、日本《投资信托及投资公司法》、韩国《房地产投资信托法》等，而美国则主要是通过税法来明确 REITs 的税收优惠。

上述国家和地区都是以法律的形式，对 REITs 的设立和运作各个环节进行明确规定，尤其是给予 REITs 特别税收优惠安排。这些专项法规和税收政策推动了这些国家和地区房地产资产证券化的蓬勃发展。相比之下，中国目前相关的法律法规只有《信托法》、《信贷资产证券化试点管理办法》、《资产支持证券信息披露规则》等，没有涵盖房地产资产证券化的全部范畴，特别是对 REITs 的设立、发行、上市、交易、运作、分红及特殊目的公司地位等方面，缺少清晰的规定，严重限制了以 REITs 为代表的房地产资产证券化在中国的发展<sup>7</sup>。

---

<sup>7</sup> 《中国房地产金融制度创新研究——基于 REITs 理论的探讨》，王仁涛，复旦大学出版社，2009 年。

各地区 REITs 模式比较

	美国	新加坡	日本	韩国	香港
立法角度	税收法律	专项法规	专项法规	专项法规	专项法规
法律结构	公司	信托单位或共同基金	投资信托或投资公司	公司	信托
不动产区域限制	无	无	无	无	无
最低持有年限	无	无	无	无	无
房地产投资比例	至少 75%	至少 70%	至少 75%	至少 70%	100%
分红比例	至少 90%	至少 90%	至少 90%	至少 90%	至少 90%
最高负债比例	无限制	总资产 35%	无限制	不可通过借贷进行投资	总资产 45%
税收优惠	分红优惠	分红优惠	分红和交易优惠	分红和交易优惠	分红和交易优惠

资料来源：根据 Asialaw 和公开资料自行整理

### 3.3.3. 金融监管严格，限制了金融创新

资产证券化起源于 70 年代美国的住房抵押贷款支持证券。可以说，房地产资产证券化是资产证券化的最先实践，是经济证券化的代表和国际金融工具的一次历史性创新。伴随着金融信息化的飞速进步，房地产资产证券化在全球范围内得到了蓬勃发展。中国对金融监管一直持审慎态度，导致金融创新严重不足。多层次的本市场结构有待健全，特别是债权市场规模过小、活跃度不高。同时，市场参与者中机构投资者占比数量不高，金融体系国际化程度较低，抵御输入性金融风险能力不足。在上述这些因素叠加影响之下，房地产资产证券化在中国的发展相对缓慢<sup>8</sup>。

### 3.3.4. 市场运行机制和信用体系不健全

目前，中国个人住房贷款利率维持历史低位，对于不同地区和不同类别的贷款人，银行还会给予一定的贷款利率折扣。MBS 属于期限较长的投资产品，如果 MBS 收益率降低，甚至低于一些中短期产品，则会导致市场认购不足，MBS 整体规模也难以做大。

<sup>8</sup> 《2015 年中国房地产金融发展趋势研究报告》，中国指数研究院，2016 年 1 月。

相比较发达经济体，中国房地产市场发展迅猛，但历程较短，个人信用数据库不完整，信用违约成本较低，这就导致行业及个人历史数据，比如违约率、贷款提前偿还率等关键风控数据可获取度和可信度受损。信贷机构对个人征信情况的调查与评价的准确度也受到很大限制。这是可能导致MBS产品出现系统性风险的重要因素，也会很大程度上限制MBS产品总的供给量，因为银行只会选取极小部分的优质房贷进行证券化<sup>9</sup>。

### 3.3.5. 产业处于早期发展阶段，企业的运营能力有待加强

房地产资产证券化产品，尤其是 REITs，对于基础资产的收益率、规模、物业升值空间、物业管理人能力等方面都有着非常高的要求。目前，中国各地地价房价高企、商用物业供给过剩、零售产业受电商冲击严重，这些因素都导致商用物业整体租金收益率走低、未来升值潜力受限。因此，从境外发行的内地物业 REITs 的数量就能看出，能满足这些硬性条件的物业寥寥可数。

同时，在中国房地产过去的黄金十年中，内地物业发展商满足于赚快钱的思维，对投资型物业的长期持有意愿不高，物业管理和运营投入的较少，导致优秀的物业运营企业凤毛麟角。这也严重限制了投资人投资于中国内地不动产证券化产品的意愿。

## 4. 相关建议

对于当前中国经济而言，房地产资产证券化对于企业、政府和投资人都具有重要的积极意义。2015 年以来，房地产资产证券化呈现出爆发式增长的态势，充分显示出这一金融创新在中国的巨大潜力。不管是政策制定者还是企业决策者，都应该认真思考如何发挥好这一金融工具的作用，促进房地产市场去库存，防风险，进而推动国民经济的转型升级与社会发展。

---

<sup>9</sup> 《MBS：央行画饼充饥？业内称走上正轨需 8-10 年》，董映贻，华夏时报网，2014 年 10 月 15 日。

#### 4.1. 建立健全相关法律和政策

参照美国或亚洲发达市场的做法，通过完善税收法律或制定专项法律的方式，加快房地产资产证券化制度体系建设，重点是完善 REITs 运作模式，给予 REITs 投资人以一定的税收优惠，承认 SPV 法律地位等方面。

2017 年全国两会期间，针对少数地区住宅用地使用权即将到期的情况，国家监管层表示可按照“两不一正常”的过渡性办法处理，即不需要提出续期申请，不收取相关费用，可正常办理交易和登记手续。这是国家层面关于房地产权到期后如何处理的最新表态。但很显然，这只是一个过渡性临时方案，也没有明确对商业、工业等物业的处理意见。因此，本文建议要尽快从国家立法层面解决这一问题，明确不动产使用权到期后的处理细则，做到“恒产者恒心”，实现房地产资产证券化真正意义上涵盖不动产的所有权，保证资产证券化产品的长期、稳定收益。

此外，也要完善相关会计制度，规范资产销售和表外处理的会计规则，并在随后的确认、会计报表合并、信息披露等方面予以明确制约<sup>10</sup>。

#### 4.2. 鼓励必要的金融创新

监管机构要处理好金融监管与金融创新的关系，支持必要的金融创新，大力发展房地产资产证券化产品。要在符合条件的基础上，扩充房地产资产证券化基础资产的范围，加强供给侧改革，比如住房公积金、物业费收入、停车场收入、棚改贷款和公租房租金收入等，实现基础资产多元化，进而为资产证券化的总量规模扩张奠定基础。

探索设立公积金银行，更加充分利用信贷资产证券化、金融债券等工具，激活存量，优化结构，支持居民家庭合理的住房消费信贷需求。探索成立专业 MBS

---

<sup>10</sup> 《我国资产证券化存在的问题及对策》，彭文峰，《湖南商学院学报》，2011 年第 1 期。

金融机构，对目前市场上的各类 MBS 产品进行收购或重组，统一和强化增信机制，提高产品的标准化和流动性，进而促进市场规模迅速扩大。

加快债券资本市场建设，扩大债券市场参与主体范围，特别是非银机构的参与度，适当向个人投资者开放，深化做市商机制，增强价值发现功能，提高一二级市场的流动性<sup>11</sup>。

### 4.3. 多方面做好风险防范

开展房地产资产证券化，必须认真汲取美国次贷危机的经验教训，对房地产资产证券化在高速发展的过程中，可能对现有金融体系带来的冲击，做好防范。

首先，是要强化对现金流预测、违约概率、贷款合同条款和性质、债务人构成等标准的制定，健全指标体系和计算方式，加强对基础资产的甄别和筛选。

其次，是要加强对资产证券化的参与机构，诸如资产托管机构、信用评级机构、增信机构、承销机构等的监管，加强监管的法律法规建设，提高执业门槛，强化惩治力度，防范道德风险。

第三，是要建立覆盖全社会的个人信用和企业信用征信体系，建立必要的限制和惩罚机制，严格审查债务人的信用历史，确保基础资产的质量。

第四，加强资产证券化产品的信息披露要求，不论是在交易所还是在银行间市场上市交易的产品，都要建立严格的、定期的信息披露和跟踪评估机制，参照上市公司信息披露标准，向所有投资人及时、准确、完整地披露产品信息和风险警示<sup>12</sup>。

---

<sup>11</sup> 《2015 年中国资产证券化发展报告》，中央国债登记结算有限责任公司，2016 年 2 月。

<sup>12</sup> 《房地产资产证券化在市场去化中的发展空间》，中国指数研究院，2016 年 4 月。



#### 4.4. 打造专业的不动产持有和运营企业

当前，房地产行业正从“黄金十年”向“白银十年”过渡。在这一过程中，中小型房地产企业的竞争力将迅速减退，行业整合、并购重组将成为常态，市场将进一步趋于集中。当前，中国的房地产产业升级和企业转型呈现出三个显著特征：一是从传统开发商向现代运营商转变，二是从传统的建设、销售模式向现代的持有、运营模式转变，三是从实业型房企向金融型房企转变。这是房地产开发企业保持基业长青的必经之路。

因此，应充分学习借鉴美国黑石集团、铁狮门集团、新加坡凯德集团等国外优秀房地产投资运营机构的经验，积极推动国内的房地产开发企业转型。在政府层面，要制定相关政策给予支持。比如，对于持有物业较多的房地产企业予以一定的税收优惠，鼓励房地产与金融的融合创新等。在企业层面，要适应产业行业形势的变化，积极实施内部组织和机制变革，加强自身运营能力和人才团队建设，创新商业模式，打造不动产运营的“百年老店”。在中国经济新常态下，积极开展房地产和金融领域的供给侧改革，这必将为中国经济注入新的发展动力。