

淺析中國房地產資產證券化的現狀及未來

李洋 莊太量

研究專論第五十八號

二零一七年六月

香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝

劉佐德全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈
及對我們的支持（以英文字母順序）：

捐助人及機構

查懋德	雅居樂集團控股有限公司
鄭海泉	亞洲金融集團有限公司
蔡冠深	中國銀行(香港)有限公司
胡祖六	銀聯金融有限公司
劉佐德及劉陳素霞	中國概念(諮詢顧問)有限公司
劉遵義	第一東方投資集團
利乾	恒隆地產有限公司
梁錦松	恒基兆業地產有限公司
李偉波	香港交易及結算所有限公司
呂耀東	中國工商銀行(亞洲)有限公司
黃志祥	麗新發展有限公司
孫少文	劉佐德基金有限公司
盛智文	星島新聞集團有限公司
	新鴻基地產發展有限公司
	大生銀行有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海滙豐銀行有限公司
	The Lanson Foundation
	永隆銀行有限公司

活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行(香港)有限公司
方方	中國銀行金邊分行
方正	北山堂基金
馮國經	國家開發銀行
李偉波	金陵華軟
黃桂林	厚樸投資管理公司
	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團
	The Santander-K Foundation
	銀聯國際

淺析中國房地產資產證券化的現狀及未來[§]

李洋* 莊大量**

2017年6月

1. 前言

房地產行業一直以來都是中國經濟的支柱產業，其繁榮與風險，不僅涉及到國民福祉，更與整個國民經濟的健康發展緊密相關。2013年，中國商品房銷售面積和銷售金額雙雙創下歷史新高，隨後經過兩年短暫調整，2016年，全國商品房銷售面積和銷售金額錄得15.73億平方米和11.76萬億元人民幣，同比增長高達22.5%和34.8%，再創紀錄。房地產空前繁榮的背後，伴隨著土地價格高漲、庫存激增、房企負債陡增等潛在風險逐步積累和暴露，成為國民經濟的巨大隱憂。在過去數年中，去庫存、降杠杆、防範系統性風險成為中國政府對房地產市場進行調控的主要基調和首要目標。

近年來，伴隨中國房地產市場和金融市場的發展、起伏與成熟，房地產資產證券化得到的關注和研究越來越多，也湧現出一些典型案例。它通過將不動產標準化為證券產品，大幅提升了不動產的流動性，釋放了房地產的金融屬性，是符合當前去庫存、降杠杆及防風險政策導向的重要金融創新，受到了政府、企業和投資者越來越多的歡迎。

本文擬通過對房地產資產證券化的概念、類別和在中國的現狀進行初步分析，嘗試對這一金融創新未來之發展提出可行之建議。

[§] © 2017 香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所

* 華僑城（亞洲）控股有限公司副總裁。

** 香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所常務所長。本文僅代表作者個人意見，並不代表本所的觀點。

2. 房地產資產證券化的定義

2.1. 定義¹

資產證券化是將缺乏流動性，但具有可預期收入的資產，通過在資本市場上發行證券或收益憑證的方式予以出售，以最大化資產流動性並獲取融資的一種方式。

房地產資產證券化，顧名思義，是資產證券化的一種類別，是把房地產產權或債權等權益用股票或收益憑證等證券化形式，以其近期或遠期收益為支持發行給各類投資者的投融資制度。

房地產資產證券化最早起源於美國，以上世紀 70 年代的住房抵押債權為開端，隨後伴隨全球範圍內房地產市場的繁榮和證券資訊技術的革新，房地產資產證券化在歐洲和亞洲迅速發展，成為 20 世紀重要的金融創新。在亞洲，日本、香港和新加坡是房地產資產證券化的先鋒，其中香港和新加坡憑藉地緣優勢、文化認同優勢和成熟的資本市場，成為中國大陸房地產企業開展不動產證券化的主要境外陣地。

2.2. 主要類別

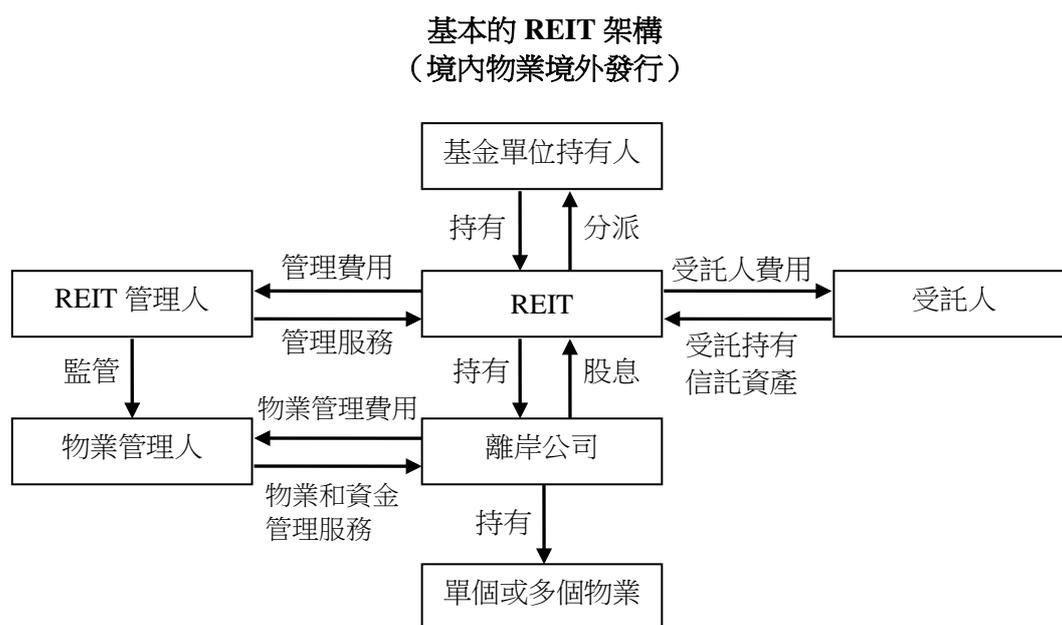
廣義的房地產資產證券化包括兩種基本形態，分別是房地產權益證券化（發行人主要是房地產企業或所有權人等非金融機構）和房地產抵押貸款證券化（發行人主要是銀行等金融機構），主要產品類型包括：

2.2.1. 房地產投資信託基金

房地產投資信託基金（Real Estate Investment Trust, REIT）是指通過發行基金收益憑證募集資金，交由專業投資管理機構運作，並專門投資於房地產專案，

¹ 根據百度詞條和公開資料整理。

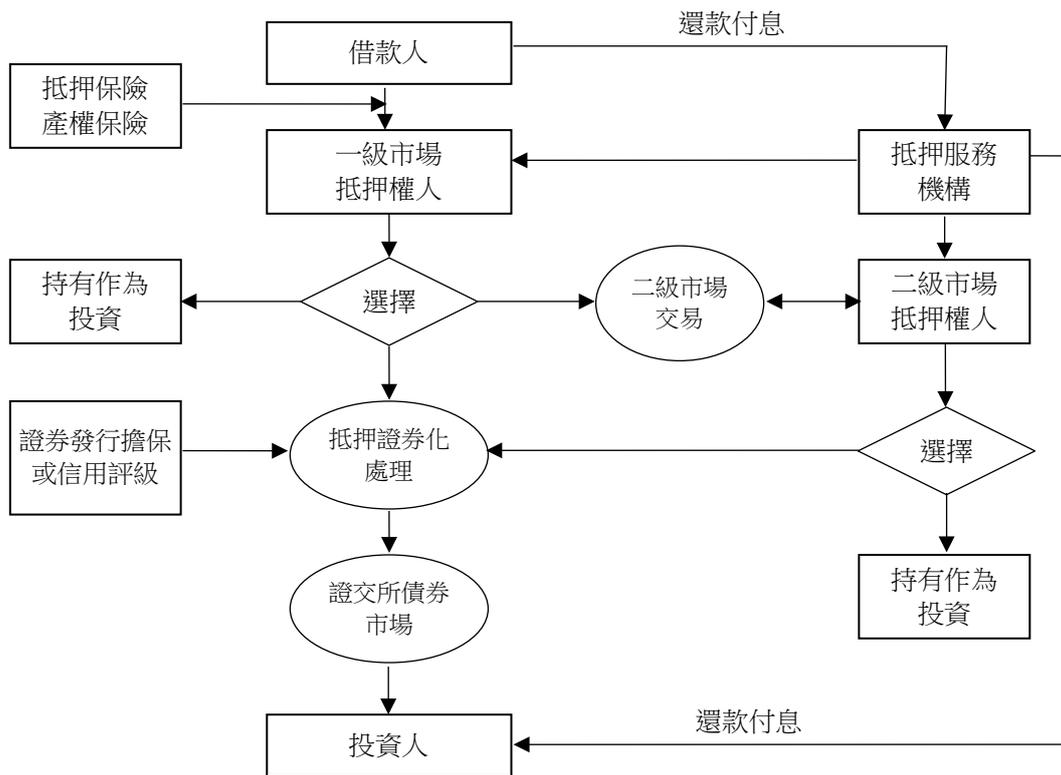
以獲取投資收益和資本增值的基金形式。REITs 份額可以在二級市場流通和交易，具有高度的流動性，且分紅穩定，避免雙重徵稅，是國際上最典型、最普遍的基於商業不動產所有權和收益權的證券化產品。美國是 REITs 的發源地，也是目前全球範圍內最成熟和發達的 REITs 市場。此外，在亞洲，香港和新加坡的 REITs 產品也非常豐富，合計約 50 隻 REITs 產品，基礎資產涵蓋了寫字樓、零售、酒店與工業廠房等幾乎所有的商業不動產類別。



2.2.2. 房地產抵押貸款支持證券

房地產抵押貸款支持證券 (mortgage-backed security, MBS)，是指商業銀行或住房信貸金融機構（例如美國的 Fannie Mae 和 Freddie Mac）將其發放的零售型、分散化的房地產貸款按照貸款久期和利率進行組合打包，以房地產抵押權為擔保，向社會公眾發行的標準化的證券產品。MBS 實現了貸款發放機構信貸資產的證券化，極大分散了風險，提高了資產的流動性。美國擁有當前全球最發達的 MBS 市場，首隻產品發行於 1968 年，目前美國的 MBS 債券規模僅次於美國國債。

美國房地產抵押貸款證券化的簡要流程²



2.2.3. 房地產專項資產管理計畫（資產支持專項計畫）

專項資產管理計畫是指證券公司、基金管理公司為開展資產證券化業務而專門設立的特殊目的載體，其基礎資產是可以產生獨立的、可預測的現金流的特定化的財產或財產權利。房地產專項資產管理計畫的主要基礎資產包括不動產、基礎設施的財產或財產權利。這也是目前中國境內不動產資產證券化的主要形式。房地產專項資產管理計畫是資產支持專項計畫的前身。

2.2.4. 其他類別

除了上述三種主要形式外，房地產資產證券化還包括房地產企業發行股票或債券等形式。因這些方式直接對應的是房地產公司的股權，而非不動產所有權或收益權本身，所以本文將其列入廣義的房地產資產證券化範疇，不作過多討論。

² 《金融創新推動房地產資產證券化不斷發展》，中國指數研究院，2015年9月。

綜上所述，房地產投資信託基金、房地產抵押貸款支持證券和房地產專項資產管理計畫是目前國內外主流的房地產資產證券化形式。但對於中國市場來說，由於金融制度、金融創新環境、房地產市場、財稅體系及信用評價體系等方面存在的諸多不足，上述的資產證券化形式在中國呈現出不同的發展境況，為政策制定者和市場參與者提出了很多有待思考和解決的問題。

3. 房地產資產證券化在中國的發展現狀

3.1. 房地產資產證券化對當下中國經濟之主要意義

房地產在中國經濟騰飛的過程中發揮了支柱性的作用，其涉及的上下游產業多達 60 餘個，從產業鏈頂端的金融行業，到最底端的原材料開採和生產，幾乎涵蓋了國民經濟和民眾生活的各個方面，對宏觀經濟的影響可謂“牽一髮而動全身”。

近兩年來，中國經濟增速從高速增長進入了中低速穩定增長的“新常態”。經濟高速發展過程中累積下來的痼疾沉痾日益顯現，以房地產為代表的傳統行業產能過剩、杠杆率高成為最突出的表現。因此，房地產行業去產能、去杠杆與控風險就成為影響國民經濟未來發展的主要矛盾點之一。

房地產資產證券化作為解決上述矛盾的有效手段，其將發揮的主要作用有：

3.1.1. 有利於房地產企業去杠杆和輕資產化轉型

對於房地產企業，特別是對於擁有大量持有型的商業和工業不動產的開發商來說，通過將持有的並已經產生穩定現金流的不動產進行資產組合，向社會公眾或特定投資者發行標準化證券或非標化收益憑證，可以在較短的時間內將投資性物業出表，收回前期投入，有效降低淨負債率和融資成本，提升企業的信用評級和再融資能力。同時，不論是發行 REITs 還是專項資產管理計畫，發行人即開發商都會保留對原有物業的管理和運營權，這符合當下地產行業由重資產的“房地

產開發商”向輕資產的“城市社區運營商”轉變的行業變革大趨勢。房地產資產證券化將成為推動產業升級的重要工具。

資產證券化案例與房企戰略轉型的關係（舉例）

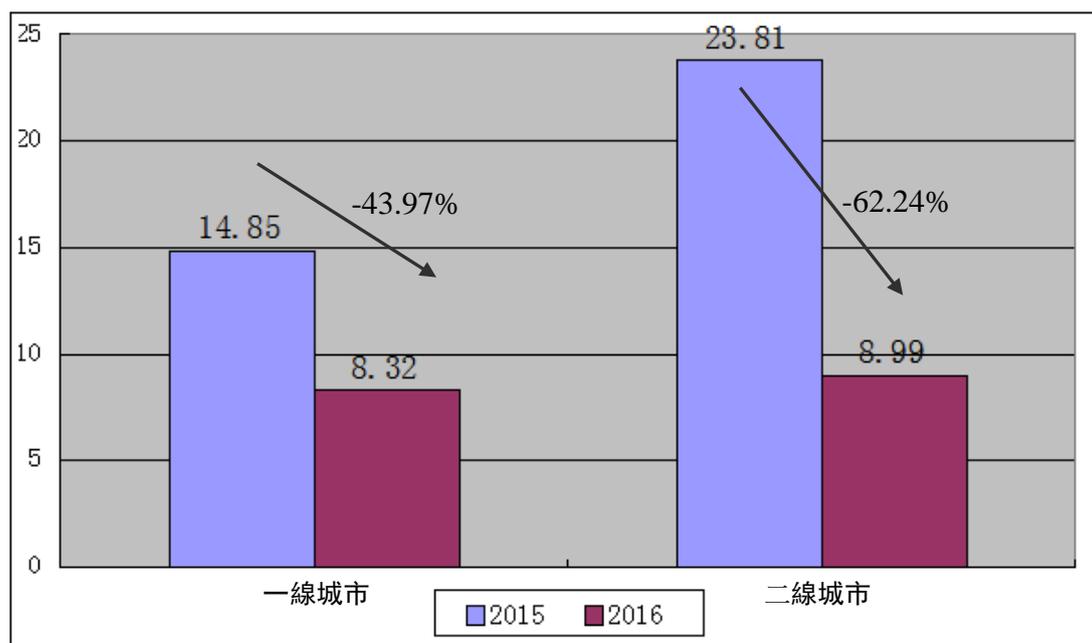
企業	資產證券化專案	時間	轉型方向
萬科集團	鵬華前海萬科 REITs	2015.9	城市配套服務商
萬達集團	萬達“穩賺1號”	2015.6	輕資產運營商
華僑城集團	主題公園入園憑證專項資產管理計畫	2012.12	現代服務業成片綜合開發及運營商

數據來源：根據公開資料整理

3.1.2. 有利於政府房地產宏觀調控，推進經濟轉型

房地產資產證券化有利於降低房地產開發企業和銀行的杠杆率，提高企業和信貸資產的流動性，在不發生行業系統性風險的情況下，可以有效降低單個企業或金融機構承擔的違約風險。同時，對於三、四線城市來說，大量的住宅、商業物業供給已經超過了正常的需求水平，庫存去化週期過長，企業拿地和開工意願顯著減弱，政府土地出讓收入增速大幅降低，進而影響到了地方債務償還能力。通過合理的房地產資產證券化手段，比如保障性租賃住房租金收入證券化、住房公積金貸款資產證券化、棚戶區改造貸款證券化等途徑，不僅可以有效地降低樓市庫存，盤活存量，更可以恢復企業投資意願，緩解政府短期債務壓力，將更多的資源投入到新興產業和公共服務領域，更好地推動經濟轉型與社會發展。

主要一二線城市庫存去化週期（月數）



數據來源：中國指數研究院

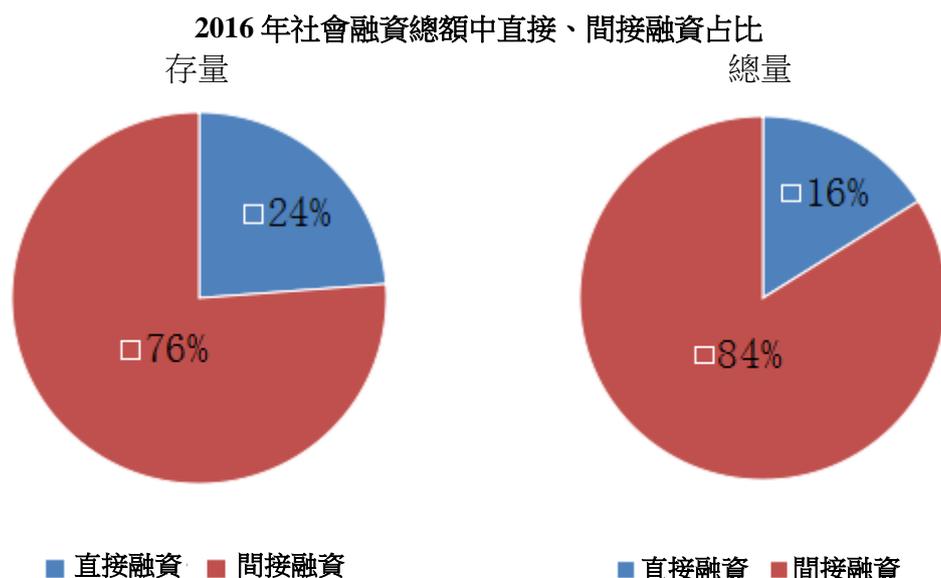
2016 年全年主要城市平均庫存去化月數相較於 2015 年，一線城市從 14.85 個月降至 8.32 個月，降幅約 44%，二線城市從 23.81 個月降至 8.99 個月，降幅約 62%。其中一個重要原因是 2015 年以來部分商業銀行和地方公積金中心推出了個人住房抵押貸款資產支持證券，釋放了金融機構的放貸空間，加快了庫存去化速度。一線城市降幅小於二線城市，主要原因是供需相對平衡，限購限貸限價政策未有鬆綁。（注：數據取樣，一線城市為北京、上海、廣州、深圳，二線城市為天津、成都、南京、武漢等 21 個城市；一般認為，庫存去化月數在 18 個月內為合理水準。）

3.1.3. 有利於深化金融創新和金融領域供給側改革

當前，中國社會融資結構中，直接融資的比例仍然較小，而資產證券化是一種直接融資途徑，將社會資本與實體經濟直接聯繫，通過金融脫媒的方式，從利率市場化、風險定價機制、多層次資本市場建設、互聯網金融等方面，倒逼金融體系的改革，加快中國金融體系與國際先進金融市場融合與接軌³。

³ 《資產證券化推動金融創新》，錢康寧、蔣健蓉，《中國金融》，2013 年第 21 期。

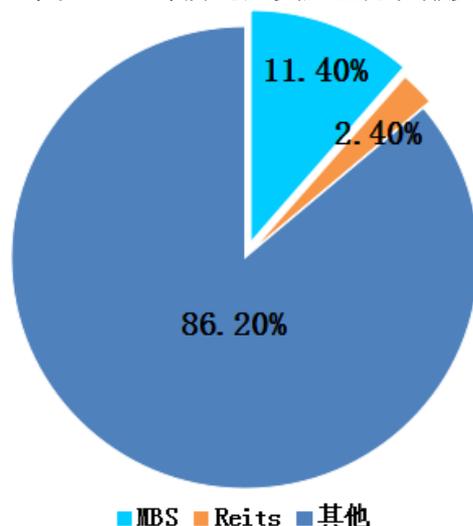
房地產資產證券化，是將流動性差、變現速度慢的不動產轉化為流動性極強的有價證券或收益憑證，其本質是利用金融技術，將財富轉化為資本，不僅向社會公眾或特定投資人提供了更豐富的投資管道和投資產品，更增加了社會的整體財富。此外，在當前經濟弱勢、資產荒現象普遍、無風險利率整體下行的宏觀環境下，房地產資產證券化產品以其穩定合理的回報，勢必得到市場的廣泛響應。



注：本圖中，直接融資僅包括企業發行債券和非金融企業境內股票融資。數據來源：央行《中國貨幣執行報告（2016年第四季度）》

2015 和 2016 年兩年，中國內地共發行 1,861 隻資產證券化產品，總金額 14,350.9 億元，其中個人住房抵押貸款支持證券（MBS）發行額 1,641.56 億元，占比 11.4%，不動產投資信託類產品（REITs）發行額 350.6 億元，占比 2.4%，兩者合計占比 13.8%，顯示出以 MBS 和 REITs 為代表的房地產資產證券化在全社會資產證券化整體融資金額中的比例依然較小，但發展潛力巨大。

2015 年和 2016 年房地產資產證券化融資占比



注：本圖中，房地產資產證券化僅包括 MBS 和 REITs，房地產資產支持專項計畫數據暫缺，未列入其中。數據來源：中央國債登記結算有限責任公司《2015 年中國資產證券化發展報告》、《2016 年中國資產證券化發展報告》

3.2. 中國房地產資產證券化的主要形式

如前所述，由於中國目前在金融制度、金融創新環境、房地產市場調控、財稅體系、信用評價體系等方面還存在諸多不足，房地產資產證券化在中國呈現出與國際市場截然不同的特點。概括來說，其主要存在形式有以下三種：

3.2.1. 以境內物業為基礎資產在境外發行 REITs

(1) 概況

國際標準的 REITs 對於投資性物業的租金收益率、資產規模、資產品質、成長潛力、法律權屬和管理人資質等方面都有着較高的要求，因此，符合上市條件的 REITs 產品在國際市場的認可度都是比較高的。在亞洲地區，香港和新加坡都專門制定了房地產信託投資基金專項的法律法規，重點是給予 REITs 產品稅收優惠政策，避免 REITs 和基金份額持有人雙重徵稅。正因為如此，諸多符合條件的中國大陸地區物業發展商，都選擇赴香港和新加坡發行 REITs⁴。

⁴ 《中國房地產金融制度創新研究——基於 REITs 理論的探討》，王仁濤，復旦大學出版社，2009 年。

香港及新加坡上市的 REITs 一覽（內地物業）

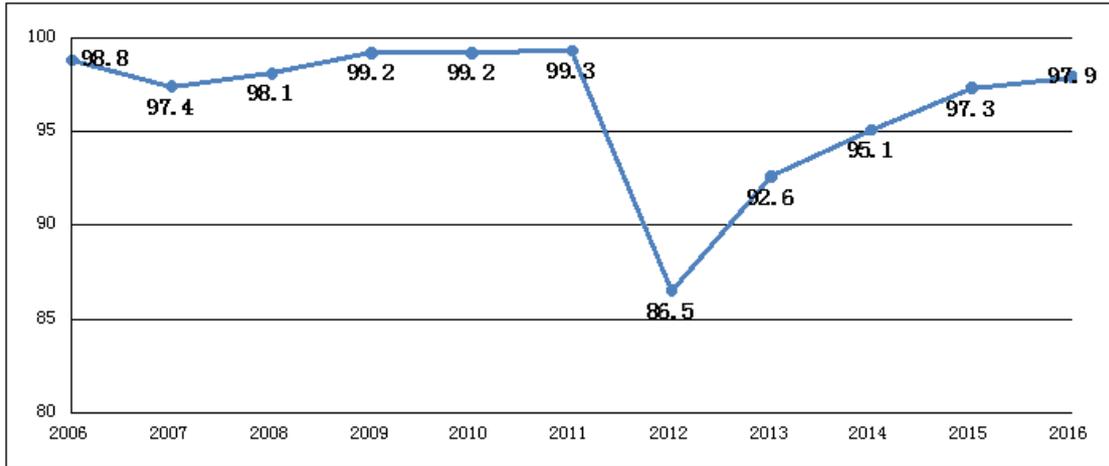
簡稱	上市時間/ 上市地	首發募資 金額	物業所在地 及組合	可租面積 (平米)	單位分派收益率 (2015 或 2016 預測)
越秀 0405	2005.12.21 香港	40 億 港幣	廣州、上海，購物 中心+寫字樓+倉庫	48.7 萬	7.4%
睿富 0625	2007.6.22 香港	39.8 億 港幣	北京，寫字樓	10.6 萬	N/A
匯賢 87001	2011.4.29 香港	314.1 億 人民幣	北京，商業綜合體	58 萬	8.7%
開元 1275	2013.7.10 香港	44 億 人民幣	杭州、寧波、長春， 酒店	25.4 萬	8.0%
春泉 1426	2013.12.5 香港	77.5 億 人民幣	北京，寫字樓	12 萬	9.6%
華聯商業 信託 BHG	2015.12.11 新加坡	3.942 億 新元	北京、成都、合肥、 大連及西寧，商場	26.3 萬	6.3%
運通網城 EC World	2016.7.20 新加坡	3.46 億 新元	杭州，電子商務和 物流服務	69.85 萬	7.10%

數據來源：根據 wind 資訊和公開數據整理

(2) 案例分析：越秀房地產信託基金

越秀房地產信託基金（0406.hk）於 2005 年 12 月在香港上市，是全球首隻投資於中國內地商用物業的房地產投資信託基金。越秀上市時的資產包括越秀投資（0123.hk）分拆的內地商用物業，即廣州白馬大廈、財富廣場、城建大廈、維多利廣場，隨後於 2008 年和 2012 年先後注入越秀新都會和廣州國際金融中心兩處物業。目前，越秀信託的物業類型涵蓋了專業服裝市場、甲級寫字樓、零售商業、商業綜合體、高端酒店公寓等，合計可租賃面積為 48.7 萬平方米，2016 年整體出租率為 97.9%，全年收入 18.38 億人民幣，每基金單位分派收益率約為 8.0%（按 2016 年 12 月 31 日收盤價 4.09 港元計算）。

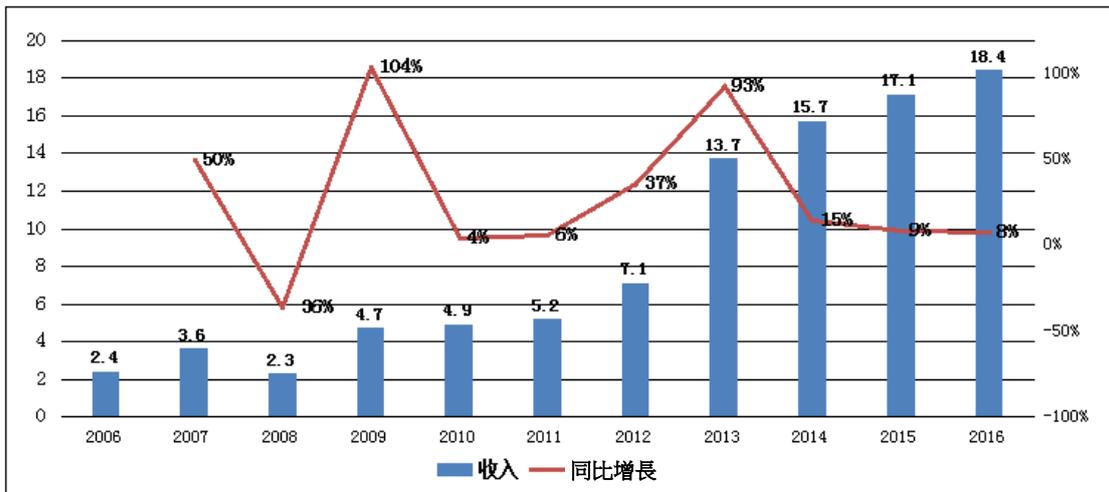
物業出租率變動



數據來源：根據越秀基金歷年年報整理

物業出租率保持穩定，歷史平均出租率 96.5%，保證了整體租金收入的穩定。

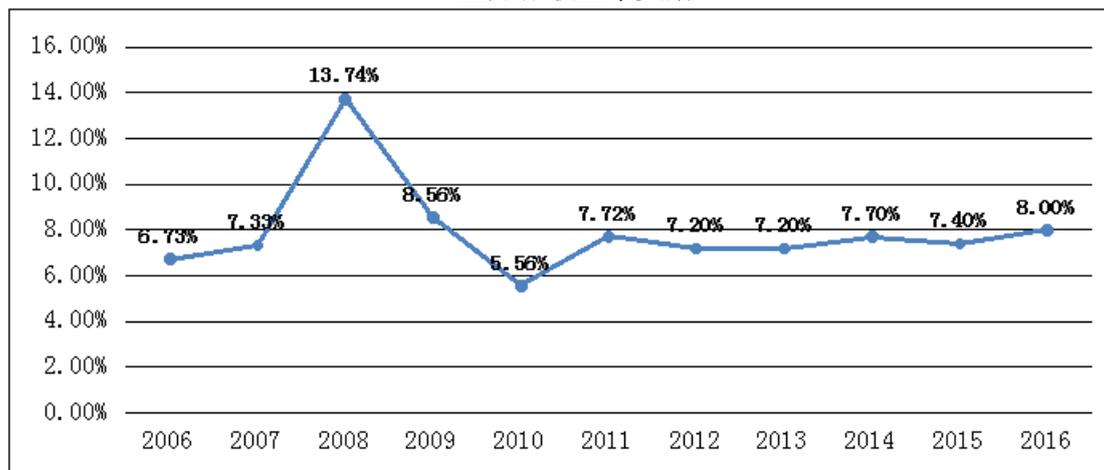
基金收入及增長變動



數據來源：根據越秀基金歷年年報整理

總規模不斷增長，2016 年總收入達到 18.4 億元人民幣，是上市之初的 8 倍，較快的收入增長，為基金收益率的提升提供了保證。

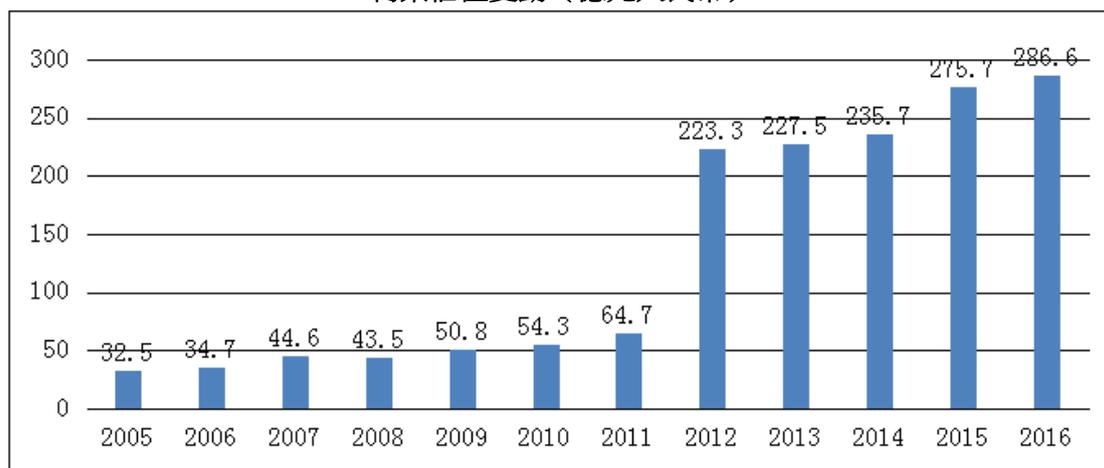
基金分派收益率變動



數據來源：根據越秀基金歷年年報整理

基金分派收益率保持穩定，上市以來的平均收益率為 7.9%，高於 5 年期中國國債利率，在聯交所上市的 REITs 中位居前列。

物業估值變動（億元人民幣）



數據來源：根據越秀基金歷年年報整理

物業估值逐年攀升，2012 年注入廣州國際金融中心物業，2016 年估值較 2011 年增加 4.4 倍。

3.2.2. 境內發行的資產支持專項計畫或類 REITs 產品

(1) 概況

近兩年來，伴隨國內金融體系、資本市場和房地產市場的不斷發展，房地產資產證券化的條件不斷成熟，雖然尚未成功發行符合國際標準的 REITs，但越來越多的房企或不動產所有人開始嘗試與證券公司或基金公司合作，通過資產支持專項計畫或類 REITs 產品，來最大限度上實現不動產的證券化和流動性。

近年來代表性的房地產資產支持專項計畫

時間	項目名稱	特點
2017.5	金融街（一期）資產支持專項計畫	2017 年以來成本最低的同類證券化產品和首次成功在同類產品中引入保險投資者的產品
2017.4	匯富-建投匯宇-SOHO 復興廣場資產支持證券專項計畫	民生銀行“匯富”品牌下又一單標準化商業房地產抵押貸款支持證券（CMBS）產品
2017.2	深圳益田假日廣場資產支持專項計畫	深圳地產圈首個資產證券化的商業專案，在深交所商業地產類資產證券化單體規模中排名第一位（53 億元人民幣）
2016.12	中信皖新閱嘉一期資產支持專項計畫	國內首單以書店作為物業資產的類 REITs 項目、首單由國有文化企業作為原始權益人的類 REITs 專案，規模 5.55 億元人民幣
2016.9	高和招商-金茂凱農資產支持專項計畫	國內第一單 CMBS 產品，發行規模約 40 億元人民幣，票面利率 3.3%，創下國內同期資產證券化產品發行成本的歷史新低
2016.9	匯富富華金寶大廈資產支持專項計畫	民間資本商業銀行拓展房地產資產證券化專案的新標誌
2016.9	首譽光控-光控安石大融城資產支持專項計畫	目前類 REITs 專案“商業地產 PERE+REITs”的首單成功交易
2016.8	北京銀泰中心資產支持專項計畫	國內首單抵押型類 REITs 和國內單隻規模最大的類 REITs 專案，排名企業資產證券化單體規模第二位
2016.6	天風-中航紅星愛琴海商業物業信託受益權資產支持專項計畫	國內首單信託公司作為原始權益人的類 REITs 項目
2016.2	中信華夏蘇寧雲創資產支持專項計畫	首個將成熟商貿物業納入證券化標的的場內 REITs 產品
2015.12	招商創融-天虹商場資產支持計畫	國內首個國有不動產類 REITs 產品
2015.11	匯添富資本-世茂購房尾款資產支持計畫	國內首個購房尾款資產證券化專案，創新示範效益明顯
2015.07	博時資本-世茂天成物業資產支持計畫	國內首個以物業費收入為基礎資產的證券化專案
2015.06	鵬華前海萬科公館 REITs	國內首個公募准 REITs 產品
2016.06	匯富武漢住房公積金貸款 1 號資產支持計畫	國內首個以個人住房公積金貸款為基礎資產的 ABS
2014.5	中信起航專項資產管理計畫	國內首支優先順序、次級均可交易的專項資產管理計畫
2012.12	華僑城主題公園入園憑證專項資產管理計畫	國內首個基於景區門票收入的資產證券化專案

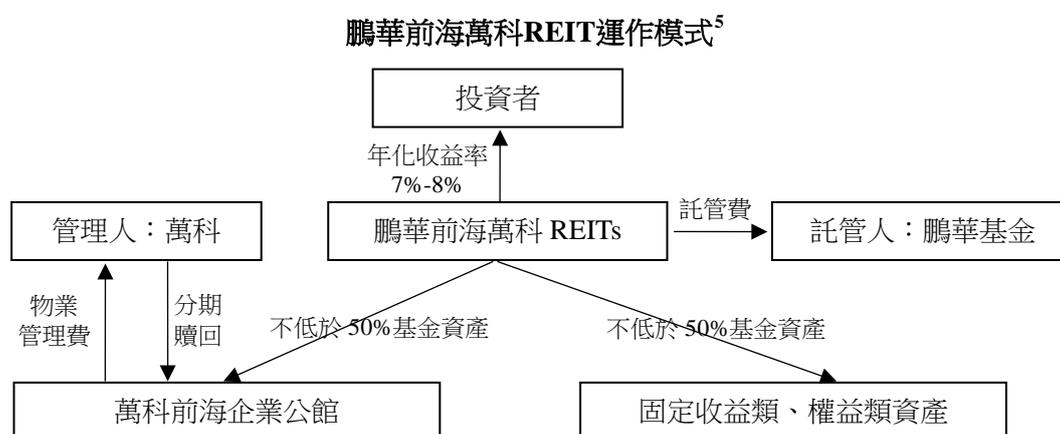
數據來源：根據中國指數研究院、wind 資訊和公開數據整理

(2) 案例分析：鵬華前海萬科 REIT

2015 年 6 月，萬科集團與鵬華基金聯合成立並發行了中國第一隻公募型准 REIT——鵬華前海萬科 REIT 產品（代碼：160641），基礎資產為萬科建設和運營的前海萬科企業公館項目（總建築面積為 6.25 萬平方米，總投資為 7.7 億元人民幣）。募集資金按比例投向萬科前海公館股權和固定收益類、權益類資產。這是當時中國境內最接近國際標準 REITs 的產品，但在認購起點、投資方向和比例、分紅稅收等方面與國際標準 REITs 還有一定差異，因此，稱其為准 REIT。

項目	鵬華前海萬科 REIT
類型	公募型、契約型、混合型 REIT
募集規模	30 億元人民幣
期限	10 年封閉運營期，期滿後轉為開放式基金
認購起點	10 萬
發售對象	個人和機構投資者
收益來源	萬科前海公館租金收益+固定收益類、權益類資產投資收益
預期收益	年化 7%-8%
分紅方式	現金分紅，每年至少 1 次，分配比例不低於年度可分配利潤的 90%
流通方式	深交所上市

數據來源：鵬華前海萬科 REIT 招募說明書



⁵ 《金融創新推動房地產資產證券化不斷發展》，中國指數研究院，2015 年 9 月。

鵬華前海萬科 REIT 累計淨值變動



數據來源：wind 資訊

3.2.3. 互聯網眾籌型的房地產資產證券化產品

2015 年 6 月，萬達集團通過旗下的第三方支付平臺——“快錢”，推出了中國首個商業地產互聯網眾籌產品“穩賺 1 號”，創新了商業地產的融資模式，是萬達對外宣告的第四次戰略轉型，即輕資產模式的一個具有標誌性意義的舉措。

萬達通過將待建的商業物業權益分割為起點，認購金額僅為 1,000 元人民幣的標準化份額，並通過互聯網金融平臺發售，極大降低了投資門檻，分散了投資風險，也緩解了萬達前期的資金壓力。同時，萬達繼續保留對商業物業的設計、建設和運營權利，保證了對物業品質和未來經營的控制權，是利用互聯網金融探索商業物業輕資產的領先模式。

項目	萬達快錢“穩賺1號”
發起人	上海萬達穩酬投資管理合夥企業
類型	股權眾籌
募集規模	50 億元人民幣
期限	不超過 7 年
認購方式	起點為 1 份（1,000 元人民幣），超出部分以 1 份為單位增加，最高認購 1,000 份（100 萬元人民幣）
發售對象	個人投資者（10 億元人民幣）、機構投資者（40 億元人民幣）
基礎資產	萬達 2015 年新開工且於 2016 年開業的只租不售的 5 個國內城市商業廣場項目
預期收益	租金+物業增值，預計年化收益率 12% 以上
分紅方式	每年 7 月 15 日基礎資產分紅（預期年化 6%），退出時一次性發放增值收益
流通方式	“快錢”平臺流通、REITs 或其他方式上市、萬達集團回購等

數據來源：根據公開資料整理

3.2.4. 個人住房抵押貸款支持證券（MBS）

中國 MBS 的發展遠遠落後於美國。1998 年，中國住房分配貨幣化改革以後，中國央行便開始了相關理論和制度研究。2003 年，中國央行首次提出“積極推進住房貸款證券化”。2005 年，建設銀行作為首批試點單位，發行了規模為 30.2 億元人民幣的中國首個 MBS 產品。隨後，2008 年的美國次貸危機迫使中國的 MBS 進程暫停，監管層和學術界對這一產品對中國金融體系的影響和潛在風險進行了深入思考和廣泛爭論。直至 2014 年，中國人民銀行、銀監會在《關於進一步做好住房金融服務工作的通知》中明確提出：“鼓勵銀行業金融機構通過發行住房抵押貸款支持證券（MBS）……專門用於增加首套普通自住房和改善型普通自住房貸款投放。”中國的 MBS 產品發行才得以重啟。

2014 年，郵儲銀行在 MBS 發行重啟後成功發行了首單 68.1 億元的 MBS 產品。2015 年以來，中國的 MBS 產品發行進入快車道，包括商業銀行、信託公司、地方公積金中心等十多家金融機構都先後發行了 MBS 產品，單次發行規模從 7.8 億人民幣至 160.3 億人民幣不等。其中，建設銀行於 2015 年獲批的“建元個人住房抵押貸款資產支持證券”額度達到 500 億元人民幣。

商業銀行發放的個人住房按揭貸款久期長、流動性差，占壓了大量銀行資產，降低了銀行信貸資產周轉率。建立一個規模較大、交投活躍的MBS一二級市場，可以有效地擴大銀行房貸資金來源，是盤活存量資產、加快房地產去庫存的有效舉措，是中國房地產證券化的必經之路⁶。

部分已發行的 MBS 產品一覽

時間	發行銀行	項目	金額(人民幣)
2016.12	中信信託	中盈 2016 年第三期個人住房抵押貸款資產支持證券	101.3 億
2016.12	建信信託	建元 2016 年第四期個人住房抵押貸款資產支持證券	94.1 億
2016.12	中國對外經濟貿易信託	企富 2016 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	90.9 億
2016.11	建信信託	建元 2016 年第二期個人住房抵押貸款資產支持證券	90.7 億
2016.10	中信信託	中盈 2016 年第二期個人住房抵押貸款資產支持證券	103.9 億
2016.9	華潤深國投信託	和家 2016 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	100.2 億
2016.9	中信信託	中盈 2016 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	104.2 億
2016.7	徽商銀行	創盈 2016 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	6.3 億
2016.6	上海公積金中心	滬公積金 2016 年第二期個人住房貸款資產支持證券	160.3 億
2016.3	交銀國際信託	信融 2016 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	19.2 億
2015.12	上海公積金中心	滬公積金 2015 年第一期個人住房貸款資產支持證券	69.6 億
2015.11	中信信託	中盈 2015 年第二期個人住房抵押貸款資產支持證券	45.0 億
2015.9	華潤深國投信託	和家 2015 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	40.5 億
2015.9	江南農村商業銀行	居融 2015 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	8.48 億
2015.7	建設銀行	建元個人住房抵押貸款資產支持證券	總額 500 億
2015.7	民生銀行	企富 2015 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	7.8 億
2015.3	招商銀行	招元 2015 年第一期個人住房抵押貸款資產支持證券	31.5 億
2014.7	郵儲銀行	郵元 2014 年第一期個人住房抵押貸款支持證券	68.1 億
2007.12	建設銀行	建元 2007-1 個人住房抵押貸款支持證券	41.6 億
2005.12	建設銀行	建元 2005-1 個人住房抵押貸款支持證券	30.2 億

數據來源：根據中國債券資訊網和公開資料整理

⁶ 《10 萬億資金進樓市？道長路艱》，余豐慧，南方都市報，2014 年 10 月 14 日。

3.3. 中國房地產資產證券化面臨的主要問題

總體看來，2015 年以來，以資產支持專項計畫、准 REITs 和 MBS 為代表的房地產資產證券化產品在中國內地呈現快速增長態勢，但相對於美國等發達地區，中國的房地產資產證券化仍然處於起步階段。其主要原因為：

3.3.1. 產權制度不健全

房地產資產證券化向投資者提供長期穩定的回報，因此要求不動產應具備長期穩定且清晰的產權歸屬。但中國目前實行所有權與使用權分離政策，住宅用地 70 年使用權、商業用地 40–50 年使用權不能滿足資產證券化的需求。《物權法》及相關細則對於不動產使用權行將到期後如何續期或確權也沒有明確規定。目前，很多符合資產證券化的不動產，尤其是商業不動產的使用年限已經超過 20 年，越來越短的使用期限對房地產資產證券化快速發展的制約性將愈發顯著。

3.3.2. 專門性法律和稅收制度缺失

房地產資產證券化比較發達的國家和地區都制定了針對 REITs 的相關法律法規，比如香港《房地產信託投資基金守則》、新加坡《財產信託指引》、日本《投資信託及投資公司法》、韓國《房地產投資信託法》等，而美國則主要是通過稅法來明確 REITs 的稅收優惠。

上述國家和地區都是以法律的形式，對 REITs 的設立和運作各個環節進行明確規定，尤其是給予 REITs 特別稅收優惠安排。這些專項法規和稅收政策推動了這些國家和地區房地產資產證券化的蓬勃發展。相比之下，中國目前相關的法律法規只有《信託法》、《信貸資產證券化試點管理辦法》、《資產支持證券資訊披露規則》等，沒有涵蓋房地產資產證券化的全部範疇，特別是對 REITs 的設立、發行、上市、交易、運作、分紅及特殊目的公司地位等方面，缺少清晰的規定，嚴重限制了以 REITs 為代表的房地產資產證券化在中國的發展⁷。

⁷ 《中國房地產金融制度創新研究——基於 REITs 理論的探討》，王仁濤，復旦大學出版社，2009 年。

各地區 REITs 模式比較

	美國	新加坡	日本	韓國	香港
立法角度	稅收法律	專項法規	專項法規	專項法規	專項法規
法律結構	公司	信託單位或共同基金	投資信託或投資公司	公司	信託
不動產區域限制	無	無	無	無	無
最低持有年限	無	無	無	無	無
房地產投資比例	至少 75%	至少 70%	至少 75%	至少 70%	100%
分紅比例	至少 90%	至少 90%	至少 90%	至少 90%	至少 90%
最高負債比例	無限制	總資產 35%	無限制	不可通過借貸進行投資	總資產 45%
稅收優惠	分紅優惠	分紅優惠	分紅和交易優惠	分紅和交易優惠	分紅和交易優惠

資料來源：根據 Asialaw 和公開資料自行整理

3.3.3. 金融監管嚴格，限制了金融創新

資產證券化起源於 70 年代美國的住房抵押貸款支持證券。可以說，房地產資產證券化是資產證券化的最先實踐，是經濟證券化的代表和國際金融工具的一次歷史性創新。伴隨著金融資訊化的飛速進步，房地產資產證券化在全球範圍內得到了蓬勃發展。中國政府對金融監管一直持審慎態度，導致金融創新嚴重不足。多層次的本市場結構有待健全，特別是債權市場規模過小、活躍度不高。同時，市場參與者中機構投資者占比數量不高，金融體系國際化程度較低，抵禦輸入性金融風險能力不足。在上述這些因素疊加影響之下，房地產資產證券化在中國的發展相對緩慢⁸。

3.3.4. 市場運行機制和信用體系不健全

目前，中國個人住房貸款利率維持歷史低位，對於不同地區和不同類別的貸款人，銀行還會給予一定的貸款利率折扣。MBS 屬於期限較長的投資產品，如果 MBS 收益率降低，甚至低於一些中短期產品，則會導致市場認購不足，MBS 整體規模也難以做大。

⁸ 《2015 年中國房地產金融發展趨勢研究報告》，中國指數研究院，2016 年 1 月。

相比較發達經濟體，中國房地產市場發展迅猛，但歷程較短，個人信用數據庫不完整，信用違約成本較低，這就導致行業及個人歷史數據，比如違約率、貸款提前償還率等關鍵風控數據可獲取度和可信度受損。信貸機構對個人徵信情況的調查與評價的準確度也受到很大限制。這是可能導致MBS產品出現系統性風險的重要因素，也會很大程度上限制MBS產品總的供給量，因為銀行只會選取極小部分的優質房貸進行證券化⁹。

3.3.5. 產業處於早期發展階段，企業的運營能力有待加強

房地產資產證券化產品，尤其是 REITs，對於基礎資產的收益率、規模、物業升值空間、物業管理人能力等方面都有着非常高的要求。目前，中國各地地價房價高企、商用物業供給過剩、零售產業受電商衝擊嚴重，這些因素都導致商用物業整體租金收益率走低、未來升值潛力受限。因此，從境外發行的內地物業 REITs 的數量就能看出，能滿足這些硬性條件的物業寥寥可數。

同時，在中國房地產過去的黃金十年中，內地物業發展商滿足於賺快錢的思維，對投資型物業的長期持有意願不高，物業管理和運營投入的較少，導致優秀的物業運營企業鳳毛麟角。這也嚴重限制了投資人投資於中國內地不動產證券化產品的意願。

4. 相關建議

對於當前中國經濟而言，房地產資產證券化對於企業、政府和投資人都具有重要的積極意義。2015 年以來，房地產資產證券化呈現出爆發式增長的態勢，充分顯示出這一金融創新在中國的巨大潛力。不管是政策制定者還是企業決策者，都應該認真思考如何發揮好這一金融工具的作用，促進房地產市場去庫存，防風險，進而推動國民經濟的轉型升級與社會發展。

⁹ 《MBS：央行畫餅充饑？業內稱走上正軌需 8-10 年》，董映頡，華夏時報網，2014 年 10 月 15 日。

4.1. 建立健全相關法律和政策

參照美國或亞洲發達市場的做法，通過完善稅收法律或制定專項法律的方式，加快房地產資產證券化制度體系建設，重點是完善 REITs 運作模式，給予 REITs 投資人以一定的稅收優惠，承認 SPV 法律地位等方面。

2017 年全國兩會期間，針對少數地區住宅用地使用權即將到期的情況，國家監管層表示可按照“兩不一正常”的過渡性辦法處理，即不需要提出續期申請，不收取相關費用，可正常辦理交易和登記手續。這是國家層面關於房地產權到期後如何處理的最新表態。但很顯然，這只是一個過渡性臨時方案，也沒有明確對商業、工業等物業的處理意見。因此，本文建議要儘快從國家立法層面解決這一問題，明確不動產使用權到期後的處理細則，做到“恆產者恆心”，實現房地產資產證券化真正意義上涵蓋不動產的所有權，保證資產證券化產品的長期、穩定收益。

此外，也要完善相關會計制度，規範資產銷售和表外處理的會計規則，並在隨後的確認、會計報表合併、資訊披露等方面予以明確制約¹⁰。

4.2. 鼓勵必要的金融創新

監管機構要處理好金融監管與金融創新的關係，支持必要的金融創新，大力發展房地產資產證券化產品。要在符合條件的基礎上，擴充房地產資產證券化基礎資產的範圍，加強供給側改革，比如住房公積金、物業費收入、停車場收入、棚改貸款和公租房租金收入等，實現基礎資產多元化，進而為資產證券化的總量規模擴張奠定基礎。

探索設立公積金銀行，更加充分利用信貸資產證券化、金融債券等工具，啟動存量，優化結構，支持居民家庭合理的住房消費信貸需求。探索成立專業 MBS

¹⁰ 《我國資產證券化存在的問題及對策》，彭文峰，《湖南商學院學報》，2011 年第 1 期。

金融機構，對目前市場上的各類 MBS 產品進行收購或重組，統一和強化增信機制，提高產品的標準化和流動性，進而促進市場規模迅速擴大。

加快債券資本市場建設，擴大債券市場參與主體範圍，特別是非銀機構的參與度，適當向個人投資者開放，深化做市商機制，增強價值發現功能，提高一二級市場的流動性¹¹。

4.3. 多方面做好風險防範

開展房地產資產證券化，必須認真汲取美國次貸危機的經驗教訓，對房地產資產證券化在高速發展的過程中，可能對現有金融體系帶來的衝擊，做好防範。

首先，是要強化對現金流預測、違約概率、貸款合同條款和性質、債務人構成等標準的制定，健全指標體系和計算方式，加強對基礎資產的甄別和篩選。

其次，是要加強對資產證券化的參與機構，諸如資產託管機構、信用評級機構、增信機構、承銷機構等的監管，加強監管的法律法規建設，提高執業門檻，強化懲治力度，防範道德風險。

第三，是要建立覆蓋全社會的個人信用和企業信用徵信體系，建立必要的限制和懲罰機制，嚴格審查債務人的信用歷史，確保基礎資產的品質。

第四，加強資產證券化產品的資訊披露要求，不論是在交易所還是在銀行間市場上市交易的產品，都要建立嚴格的、定期的資訊披露和跟蹤評估機制，參照上市公司資訊披露標準，向所有投資人及時、準確、完整地披露產品資訊和風險警示¹²。

¹¹ 《2015 年中國資產證券化發展報告》，中央國債登記結算有限責任公司，2016 年 2 月。

¹² 《房地產資產證券化在市場去化中的發展空間》，中國指數研究院，2016 年 4 月。

4.4. 打造專業的不動產持有和運營企業

當前，房地產行業正從“黃金十年”向“白銀十年”過渡。在這一過程中，中小型房地產企業的競爭力將迅速減退，行業整合、並購重組將成為常態，市場將進一步趨於集中。當前，中國的房地產產業升級和企業轉型呈現出三個顯著特徵：一是從傳統開發商向現代運營商轉變，二是從傳統的建設、銷售模式向現代的持有、運營模式轉變，三是從實業型房企向金融型房企轉變。這是房地產開發企業保持基業長青的必經之路。

因此，應充分學習借鑒美國黑石集團、鐵獅門集團、新加坡凱德集團等國外優秀房地產投資運營機構的經驗，積極推動國內的房地產開發企業轉型。在政府層面，要制定相關政策給予支持。比如，對於持有物業較多的房地產企業予以一定的稅收優惠，鼓勵房地產與金融的融合創新等。在企業層面，要適應產業行業形勢的變化，積極實施內部組織和機制變革，加強自身運營能力和人才團隊建設，創新商業模式，打造不動產運營的“百年老店”。在中國經濟新常態下，積極開展房地產和金融領域的供給側改革，這必將為中國經濟注入新的發展動力。