

研究报告

(2022 年第 5 期 总第 20 期)

2022 年 8 月 9 日

公募 REITs 配套融资工具探讨

不动产金融研究中心

周以升 郭翔宇

【摘要】 不动产信托投资基金 (REITs) 把绝大多数收益分配给股东, 需要充分运用外部融资来补足流动性, 特别是在扩张和收购阶段, 会更依赖外部债务融资或者发行新的份额。本文将对公募 REITs 配套融资工具及其未来发展方向进行探讨。

一、融资杠杆对于 REITs 至关重要

不动产信托投资基金（REITs）诞生于 20 世纪 60 年代的美国。在对 REITs 设置税收减免的同时，美国国会制定了相应的限制措施，其中包括强制分配规则：REITs 需把年净收入的 90% 以上作为股息分配给股东或受益人。这一规则被包括中国在内的其他国家借鉴，逐渐形成了 REITs 的特色：REITs 在本身享受税收优惠的同时把绝大多数收益分配给股东，现金留存极少，需要充分运用外部融资来补足流动性，特别在扩张和收购阶段，会更依赖外部债务融资或者发行新的份额。

由于持有资产多为不动产，REITs 的杠杆率要高于上市公司，后者的平均杠杆率约为 20%~30%；而前者的平均杠杆率，从 2020 年底的数据看，中国香港约为 28%，新加坡为 37%，日本为 44%，美国则达到 50%~60%，远高于同一国家或地区上市公司的杠杆率。

一些金融学文献也对 REITs 的资本结构进行了深入的研究。首先，REITs 绝大多数收入需要强制分配而无需缴税，所以 REITs 并不是由于避税原因才使用杠杆（Harrison 等，2011）。其次，成熟国家的经验是，REITs 在发展初期的外部管理模式下可能会由于信息不对称和道德风险使用更高的财务杠杆（Brown and Riddiough, 2003），但是随着国际金融危机后的市场监管日趋严厉，内外部管理模式并不会在实质上造成资本结构的差异（Dogan 等，2019）。最后，经验丰富的 REITs 管理人会根据市场选择最优的资本结构，并不会追求最高的杠杆率，比如，巴甫洛夫等（Pavlov 等，2016）发现

某些 REITs 会在危机前降低杠杆来规避风险。在周期变化的过程中，适度调整财务杠杆的上限可能有利于 REITs 的发展。

二、中国公募 REITs 融资杠杆的三个问题

（一）融资杠杆的上限低，融资杠杆使用率低

目前，中国公募 REITs 的杠杆率上限为 28.57%（即基金总资产不超过基金净资产的 140%），在并购重组阶段杠杆率上限为 16.67%（借款金额不超过基金净资产的 20%），且已经发行上市的 12 只 REITs 中仅 5 只使用融资杠杆。而对于海外成熟市场，包括美国、日本、澳大利亚、英国在内的部分国家和地区并不对 REITs 杠杆率进行任何限制；以中国香港、新加坡为代表的国家和地区虽然对 REITs 的杠杆率进行了限制，但是上限可达 50%。

相对谨慎的杠杆率上限在 REITs 起步阶段是具有其合理性的。然而，随着扩募需求的增加，融资杠杆的灵活度对 REITs 扩募至关重要；因为相比扩大 REITs 股本金的复杂流程来说，融资杠杆的提升意味着 REITs 扩募或者收购资产具有更灵活的资金来源。

（二）配套融资工具单一，且可用性较差

根据目前公募 REITs 披露的 2021 年年报和 2022 年第一季度报告，有 5 只公募 REITs 使用了外部借款。除了浙商证券沪杭甬杭徽高速 REITs 使用关联方借款外，其他 4 只都使用了银行贷款（见表 1）。

表 1 中国公募 REITs 外部借款情况

项目	浙商证券沪杭甬杭徽高速	平安广州交投广河高速公路	华夏中国建交高速公路	博时招商蛇口产业园	建信中关村
期限	1 年	15 年	15 年	5 年	15 年
借款类型	流动性资金借款	固定资产借款	固定资产借款	并购抵押借款	经营性物业借款
借款对象	浙江省交通投资集团财务有限责任公司	工商银行	中信银行	招商银行	交通银行
借款利率	3.85%	4.25% (发行时 4.41%, 经协商降低)	五年期 LPR 下浮 122bps (发行时 3.43%)	3.5%	五年期 LPR 下浮 70bps (发行时 3.95%)
抵质押	无	无	无	股权质押 + 不动产抵押	不动产抵押
借款金额	5 亿元	10 亿元	3.5 亿元	3 亿元	4.61 亿元
外部借款 / 基金净资产	11.9%	11.2%	18%	14.4%	17.7%
前 3 年还本	5 亿元 (100%)	4782 万元 (5%)	2100 万元 (6%)	300 万元 (1%)	200 万元 (0.4%)
前 5 年还本	—	1.5 亿元 (15%)	5600 万元 (16%)	3 亿元 (100%)	450 万元 (1%)
前 7 年还本	—	2.8 亿元 (28%)	9100 万元 (26%)	—	2600 万元 (5%)

数据来源：REITs 年报、季度报，笔者整理。

在现有的银行借款体系下，银行贷款大多需要进行本金的摊还。以广河高速和招商蛇口为例，贷款的前五年本金摊还分别为 15% 和 100%，项目靠自身现金流无法支持按期还款，被迫需要再融资来替换，这将增加再融资的风险。同时，较多的本金摊还也会影响对公募 REITs 份额持有人的强制派息。

未来在持有期，银行贷款的主要品种就是经营性物业抵押贷款。然而，根据银行业“三个办法、一个指引”的精神，大多数银行要求经营性抵押贷款的资金只能用作偿还股东借款或者用于本项目。也就是说，用存量资产的经营性抵押贷款释放的资金来收购新的项目，资金用途是一个挑战。实操中为了使贷款资金用途合规，可用当前项目公司直接收购资产的方法，而这又会影响到 REITs 自身所得税的税收筹划，其中大量的税收暴露也会影响派息和估值。如果用

银行并购贷款来进行并购，将会面临并购贷款自身期限较短、本金摊还较多的问题。

海外成熟 REITs 会选择组合使用多个融资渠道，多元化融资工具的使用可以分散债务到期时间，降低本金偿还压力。例如，新加坡规模最大的 REITs——凯德综合商业信托（CICT）在 2021 年底的杠杆率为 37.2%，其 86 亿新加坡元的外债中 59%是中期票据，31%是非担保银行借款，10%是有担保银行借款，平均债务期限为 3.9 年，平均融资成本为 2.3%。多种融资工具组合也保证了未来平缓的债务到期，CICT 未来五年每年有 15%左右的债务到期。

（三）目前公募 REITs 融资工具的成本相对较高

5 只使用外部借款的公募 REITs 融资成本为 3.43%~4.41%，借款利率与 10 年期国债 2.8%收益率的息差约为 63~161bps。考虑到目前中国公募 REITs 的贷款价值比（LTV）均低于 18%，尚在较低位，这一融资成本相比于美国、新加坡等成熟海外市场依然相对较高。可参考的数字是：美国沃那多（VNO）在 2021 年发行了利率 2.15%的票据；新加坡吉宝数据中心（Keppel DC）REIT 在 2022 年存续债务的平均成本为 1.8%，比同期 10 年期国债低 100bps。

而融资成本高这个问题，对保障性租赁住房 REITs 而言会更加严重。2022 年 5 月 30 日，两单分别位于厦门和深圳的保障性租赁住房 REITs 正式申报。中国租赁住房收益率过低，相比于 2020 年第四季度美国学生公寓 5.5%和长租公寓 5.19%的资本化率，中国散户租赁平均收益率仅为 2%，完整持有的租赁住房资本化率大多低于 4%，保

障性租赁住房的收益率甚至更低。这就迫切需要成本更低的融资工具作为杠杆。一方面，这使投资人能够获得满意的派息；另一方面，较低的融资成本，将会缓解入池资产定价的压力，增加原始权益人参与 REITs 的积极性和可能性。因此，压低保障性租赁住房 REITs 的融资成本是十分紧迫的。单单推出保障性租赁住房 REITs，没有相应的配套融资工具，并不能很好地盘活全国众多存量保障房资产，促进投融资循环的形成。

三、海外 REITs 常用的融资工具

受制于重资产且经营现金流相对较薄弱的特点，REITs 对融资工具本身较为挑剔。在成熟的海外市场中，REITs 的融资工具基本具备如下特点。第一，债务期限较长。银行借款多为气球贷款（Balloon Loan），如果借款周期短，需要每期摊销大量本金，会出现现金流无法覆盖应还本息的问题。第二，易续期。REITs 资产多为流动性差的不动产，且绝大多数现金收入被要求强制分配，若债务到期时不能较为容易地续期，可能会出现违约风险。第三，融资工具丰富。成熟市场中 REITs 会利用大量不同的融资工具，如银行借款、信用债、可转债、中期票据（MTN）、CMBS 等，多元化的融资工具也帮助 REITs 合理分配自身债务结构，找到适合自身现金流特征的融资组合。

概略来说，成熟市场 REITs 的融资工具大致可分为三类。

首先，银行贷款是 REITs 最早使用的融资工具。一般来讲，抵押贷款的利率相对较低，许多国家对 REITs 提供的贷款期限本身较长且可以循环信贷，提高续期可能性。在发展初期，中国公募 REITs 会比

较依赖银行贷款这一渠道进行融资，亟待解决的问题是如何避免银行贷款到期时需要的大额还本。未来也需要针对 REITs 发行探索可实现灵活还本、易续期的银行借款产品。

其次，债券和中期票据（MTN）。债券和中期票据都是无担保的债务融资工具。债券一般以 REITs 作为主体在公开市场发行，分为信用债和可转债，其评级落后于抵押贷款。新加坡凯德的多个 REITs 都曾公开发行过受投资者欢迎的债券，这种债券一般并不会由特定资产提供担保，保持了相对更高的灵活性。中期票据则是由 REITs 定期发行的融资工具，与公开市场债券最大的区别是其拥有更加灵活的期限和更多元的货币种类，也可以方便地进行再融资。

中国 REITs 多采用“公募基金+ABS+多个项目公司”的结构，相比于海外将 REITs 作为一个整体的信用主体的做法，国内无担保的融资工具的主体信用评级需要通过单个项目公司进行，信用评级会偏低，这就需要通过各个项目公司之间的互相保证等措施来满足信用评级要求。无担保融资工具在中国发展的另一个障碍在于，中国的 REITs 普遍规模较小，且评级机构在评级时倾向于给规模以较高的权重，制约 REITs 的评级等级。同时，较低评级债券的融资成本将会大幅提高。

最后，特别需要重视的配套融资工具是商业不动产抵押贷款支持证券（CMBS）。CMBS 不仅仅是 REITs 的融资工具，其与 REITs 共同组成了不动产资产证券化的金融体系。与美国公募 REITs 约 1.5 万亿美元的规模接近，美国 CMBS 市场总规模约为 1 万亿美元，占据商业不动产融资规模的 25% 以上。

20 世纪 90 年代，REITs 之所以在美国发展迅猛，除了 UPREIT 的结构性创新解决了并购阶段的税收问题外，CMBS 以较低的成本为 REITs 提供资金功不可没，特别是政府提供支持的机构 CMBS（Agency CMBS）对长租公寓 REITs 的发展影响尤为深远。

针对公寓类和租赁住房 REITs，美国的 Agency CMBS 是一项重要的制度和金融创新。Agency CMBS 通过政府或政府支持机构介入为证券化资产提供增信和担保，显著降低了租赁市场的融资成本。据美国 2020 年的数据，在融资成本上，BBB 级的 CMBS 融资成本约为 8%，高出国债的息差为 750bps，而同期 Agency CMBS 仅高出国债 52.95bps。其中房利美（Fannie Mae）、房地美（Freddie Mac）和吉利美（GNMA）都可在 CMBS 发行阶段进行增信，因为有政府的担保，此类 CMBS 的信用等级仅次于国债。在 2008 年国际金融危机之前，美国 Agency CMBS 发行额是非机构 CMBS（non-agency CMBS）的 2 倍，在 2008 年国际金融危机和 2020 年疫情的冲击下，Agency CMBS 的重要性又大幅度提高。

美国的 CMBS 期限大多为 10 年左右，存续期间本金摊还很少，大多不需要主体增信，加之成本较低，成为 REITs 理想的配套融资工具。JP Morgan 的报告显示，2021 年 Agency MBS 发行量为 8000 亿美元，是过去 20 年平均值的 3 倍。根据 S&P 数据显示，截至 2022 年 6 月 30 日，美国 MBS 平均期限为 8.84 年，平均票息为 2.77%。

中国运用 CMBS 融资有一定的基础。截至 2022 年 7 月，CNABS 数据显示，国内 CMBS/CMBN 存量单数为 253 个，存量总规模为 4849.47

亿元，不过这相比于美国 1 万亿美元的 CMBS 市场还有很大的发展空间。

中国的 CMBS 市场仍然需要进一步开拓创新。首先，需要拉长期限。中国 CMBS 大多采用每 3 年滚动发行的方式，有再融资风险。需要参考成熟市场，把贷款的久期拉到 10 年甚至更长的时间。其次，大多需要强主体的增信。反观成熟市场，以美国为例，90%以上的 CMBS 都是无追索权的抵押贷款。对于中国的 REITs 来讲，其主体信用评级一般不高，因此主要依靠基础资产自身的信用来支持 CMBS。这就需要中国的 CMBS 进一步突破主体依赖。最后，公寓 CMBS 市场没有得到足够的重视，政策支持有所欠缺。从美国的经验来看，由“两房”等政府主导机构支持的 CMBS 在降低公寓融资成本上发挥着至关重要的作用。在中国 CMBS 市场中，公寓存量 CMBS 规模为 51.69 亿元，仅占比 1%左右，CMBS 尚未成为公寓企业主流融资工具。而且，中国公寓类的 CMBS 大多依赖企业自身的强主体增信，主体较弱的企业无法顺利通过 CMBS 进行融资。

中国租赁住房的瓶颈在于供给侧，而供给侧的关键痛点在于融资成本。如果中国能够参照海外成熟市场成立政府主导的机构为租赁住房或者保障性租赁住房的 CMBS 提供增信，可以有效降低保障性租赁住房 REITs 的融资成本，将大大改善租赁住房供给侧的瓶颈。

根据 CNABS 数据，2022 年 7 月中国 CMBS 强主体国企 AAA 融资利率与 10 年期国债平均利差为 85bps，CMBS 弱主体 AA+与十年期国债平均利差为 163bps。如果构建中国版政府主导的 CMBS，通过政府信用的介入为 CMBS 提供信用增级和担保，融资成本或将直接降低

50bps。一则可直接提升租赁住房市场的股本收益率 50bps，从而提高公募 REITs 的股东分红派息率，使公募 REITs 进入住房租赁市场成为可能，二则也可以提高社会化股权投资人的收益率，使金融体系得以闭环运行。

四、中国公募 REITs 配套融资工具发展的展望

第一，逐步放松现有杠杆率限制。放眼成熟国际市场，在中国公募 REITs 现有的杠杆率限制背景下，仅中国香港的领展 REITs（18%）一家能够达到要求。从中国香港和新加坡的市场发展经验来看，在风险高的疫情时期，提高杠杆率要求的上限能够帮助 REITs 利用外部融资渡过难关，也有助于优质企业通过融资来收购便宜资产。同时，新加坡平均杠杆率 37%（26%~43%）和中国香港平均杠杆率 28%（18%~44%）的 REITs 均没有达到要求的上限，企业自身会留出部分杠杆空间。

第二，加强可控、可用的多元化配套融资工具的建设，帮助 REITs 更好地优化资本结构。首先，推动银行针对 REITs 进行融资方案创新，推出本金摊还更有弹性、再融资难度低、资金用途灵活的贷款产品。其次，探索利用 CMBS 进行融资，并推动 CMBS 的创新。最后，探索在“公募基金+ABS”的形式下，如何运用信用债、中期票据进行融资。

第三，针对未来的保障性租赁住房 REITs，除了银行贷款、信用类融资工具外，探索构建一个基于 CMBS 的融资生态体系。可以参考借鉴美国、中国香港、日本、韩国等地推动成立政府支持机构对 CMBS 提供增信的做法。另外，建议积极探索利用住房公积金投资保

障性租赁住房的 CMBS 和 REITs，一方面盘活保障性租赁住房，另一方面稳步提升住房公募积金的收益。

（作者：周以升为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心副主任、中心创始理事单位高和资本执行合伙人，郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心创新研究总监、高级研究专员）