

国际 REITs 管理人的历史、经验与启示

2019 年 12 月

研究发展部：盖新哲

目 录

一、从美国 REITs 的三个历史阶段看管理人管什么.....	2
(一) 早期阶段：被动管理模式下的挣息差.....	2
(二) 1980 年代后半段：主动收购抓住机遇.....	3
(三) 1990 年代后：改造和开发的重要性突显.....	4
二、现代 REITs 管理人的专业能力体现在何处.....	5
(一) 收购.....	5
(二) 出售.....	6
(三) 开发.....	7
(四) 资产管理与资产提升.....	8
(五) 资本管理.....	9
三、对我国建设 REITs 市场和管理人的启示.....	9
(一) REITs 定位不仅是资产证券化，更是主动管理.....	9
(二) 优秀 REITs 管理人应“以管为本”，避免“通道化”、“被动化”... ..	9
(三) 合理的收费制度有助于激励管理人发挥专业能力.....	9

管理人对于 REITs 的价值创造、资产表现至关重要。我国类 REITs 仍以被动管理为主，甚至“债”的属性大于“管”的属性，与国际 REITs 管理人有较大差距。所以，国际 REITs 管理人究竟管什么，如何为投资者创造价值，这个问题对我国发展真正的 REITs 市场、培育优秀管理人有重要借鉴意义。

一、从美国 REITs 的三个历史阶段看管理人管什么

对于管理人究竟管什么的问题，回顾美国 REITs 发展的三个历史阶段，可以从中略见一斑。

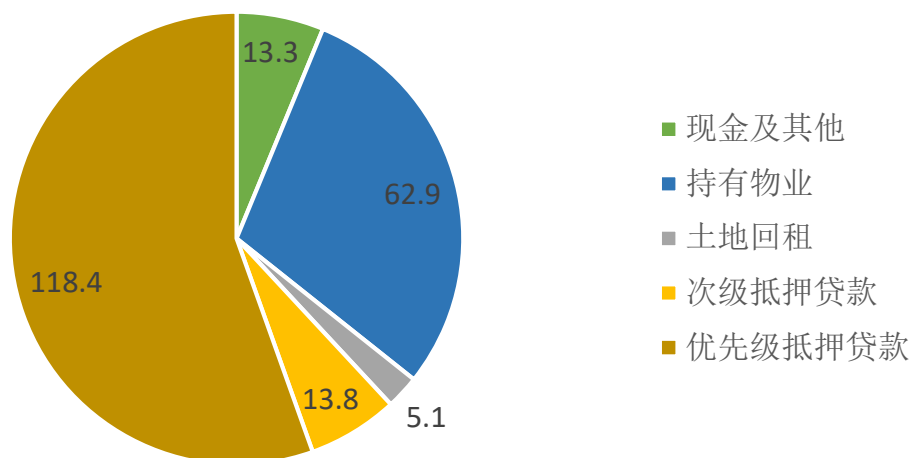
（一）美国 REITs 管理人之早期阶段：被动管理模式下挣息差

早期美国 REITs 管理人与现代 REITs 完全不同。尽管美国现代 REITs 管理人以主动管理、权益型为主，但在 1960-1970 年代，早期美国 REITs 管理人策略以被动管理、债权型为特点。

从管理模式看，早期 REITs 以被动管理为主。早期美国法律将 REITs 设计为只能被动收取租金或利息的投资工具，还不能开展太多主动管理。早期很多 REITs 的发起人和管理人是银行，银行只是希望利用 REITs 绕开那个年代的贷款利率管制，因此也并不想以主动管理创造价值。

从投资逻辑看，早期 REITs 的债权特性明显。早期大部分 REITs 的资产端以抵押贷款为主，这些贷款投向房地产拿地、开发与建设。同时通过银行信贷加大杠杆，管理人为投资者赚取息差收益。但是，抵押贷款助推了房地产建设过剩，也为市场步入寒冬后的债务违约埋下伏笔。

图 1：1975 年美国 REITs 行业资产结构（单位：亿美元）



资料来源：美国国会，远洋资本研究发展部

（二）美国 REITs 管理人之 1980 年代后半段：主动收购抓住机遇

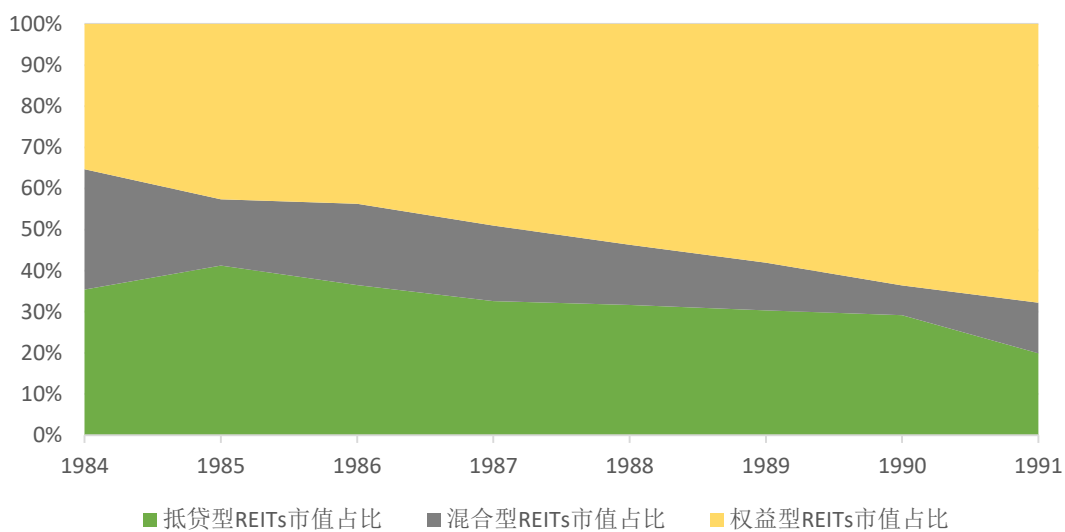
1980 年代后期到 1990 年代初期，权益型 REITs 管理人开始采取大举收购物业资产的策略。伴随着收购扩张，REITs 投资者也把上市的权益型 REITs 看做类似成长股的资产。

里根改革让主动管理和内部管理人模式登上历史舞台。里根执政时期为推动经济发展，大力减税和改革监管，其中 1986 年税改法案（Tax Reform Act of 1986）改变了 REITs 只能被动管理的政策局面，允许管理人在主动管理上发挥更大作用。同时，该法案允许投资者委托的管理人设置于 REITs 公司内部。当然，该法案还强化了 REITs 的税收优惠待遇。总体上，该法案是 REITs 现代化过程中里程碑式事件，是最重要的监管制度变革之一。

变革也让管理人抓住了抄底收购机遇，权益型 REITs 成为主流。之所以有如此重要的制度变革，与当时经济压力倒逼有关。前期的房地产建设浪潮造成了供给过剩，80 年代末储贷危机导致银行减少放贷，房企融资困难，违约增多，

市场陷入寒冬，经济同样低迷。里根政府希望通过税改推动经济复苏，也让权益型 REITs 管理人抓住机遇。寒冬中的不动产估值下跌至低于重置成本，收购自然成为权益型 REITs 管理人的重要策略。投资者把快速扩张的权益型 REITs 看做类似成长股，更多的资金从股市流入 REITs，进一步支持了管理人开展收购，最终推动房地产市场和经济走出低谷。

图 2：80 年代后期美国权益型 REITs 市值凭借收购超越抵押型 REITs



资料来源：Nareit，远洋资本研究发展部

（三）美国 REITs 管理人 1990 年代后：改造和开发的重要性突显

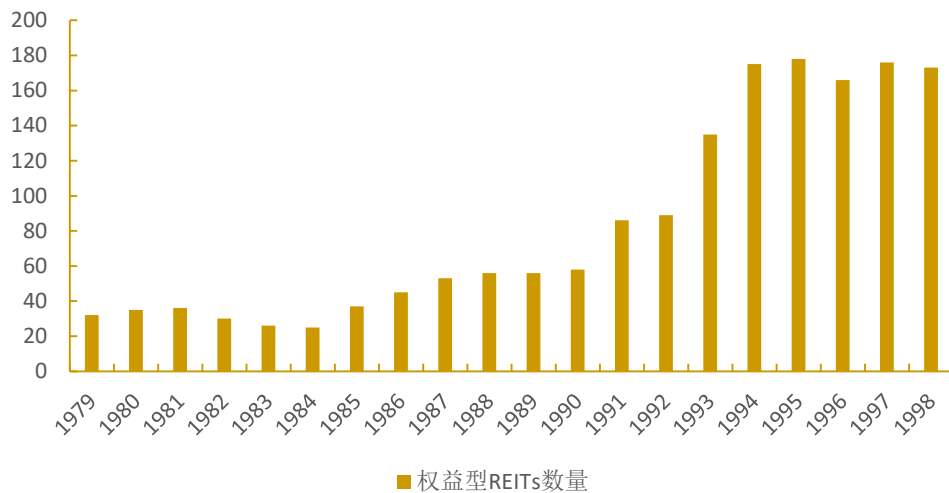
1990 年代后，权益型、内部管理 REITs 完全成为主流，改造提升和开发物业的重要性上升。

大量房企转型为 REITs，主动管理能力更为突出。1992 年创新出第一例 UP-REIT 交易结构，能够延迟支付房企将资产置入 REIT 时的增值税，并保持房企对物业控制权。从 1993 年开始，大量房企变身为公司制的上市 REIT，由此管理人自然从房企内部团队继承而来，更加擅长物业的主动管理、资产提升改造。

市场周期的变化使物业提升、改造和开发策略更加重要。1990 年代中后期

资产价格回升，收购成本高企，很多资金也回流至股票市场。被动驾驭市场周期的收购和出售策略已经不足以实现 REITs 成长，需要通过提升改造、开发等多元化策略才能创造更好的收益。

图 3：1990 年代美国大量房企变身 REITs，REITs 数量迎来大爆发



资料来源：Nareit，远洋资本研究发展部

二、现代 REITs 管理人的专业能力体现在何处

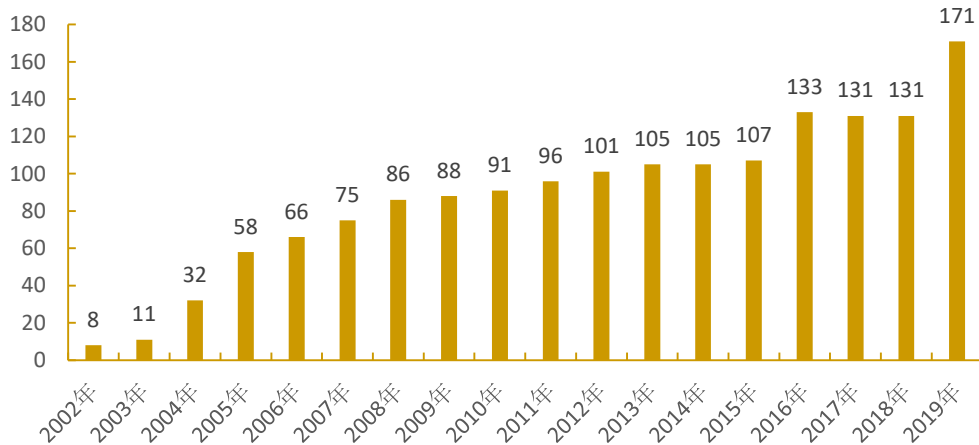
投资管理、资产管理、资本管理是现代 REITs 管理人三大关键能力。其中，投资管理又可以细分为收购、处置、开发三个方面，是 REITs 外延式发展的侧重点。而资产的招租与改造提升等管理，则是 REITs 内涵式发展的重点。这些在现代 REITs 管理人身上已经有很多经验。

（一）收购

收购是 REITs 成长的重要策略，也是管理人盈利来源之一。对于管理人而言，做好收购需要有强大的项目获取能力。新加坡的 Ascendas REIT（腾飞）从成立之初只有 8 个物业，通过收购到 2018 已有 171 个物业，成为新加坡最大 REIT 之一。收购不仅能扩大资产管理规模进而提高管理费收入，而且管理人还

可以获得收购费收入（Acquisition Fee）。

图 4：依靠收购，Ascendas（腾飞）持有物业数量持续增长



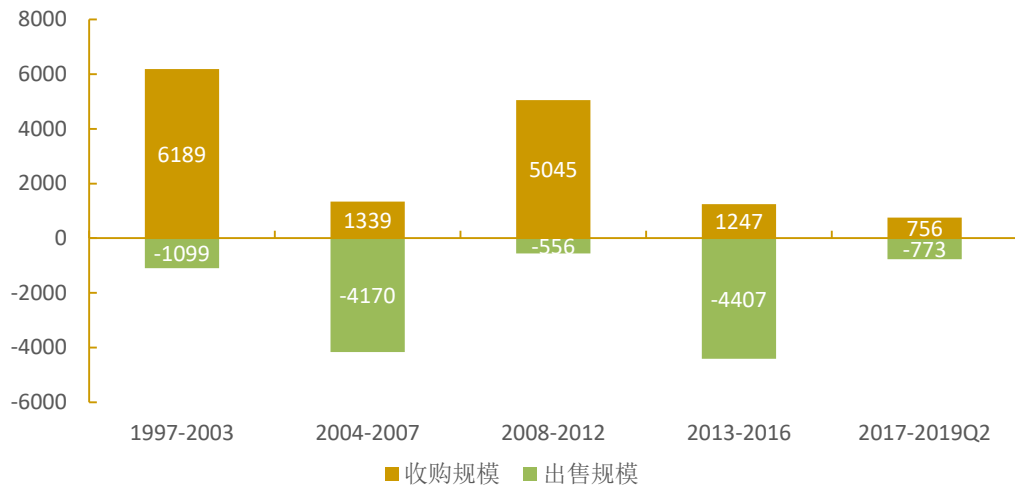
资料来源：Ascendas REIT，远洋资本研究发展部

（二）出售

出售也是 REITs 投资管理的重要内容。物业估值偏低时，管理人以收购扩张为主；但物业估值过高时，管理人会出售物业，赚取估值差。由于出售物业会导致管理规模和管理费收入下降，因此可以向管理人支付处置费（Divestment Fee），用以鼓励管理人在合理价位出售物业。从市场角度看，这有助于平抑周期，避免过度波动。

在市场周期的不同阶段，出售有时会比收购更重要。美国的 BXP REIT（波士顿地产）在互联网泡沫危机、次贷危机时期的收购规模更大，在估值过高阶段反而出售规模更大。出售物业后回收资金，可以用于开发或下一期投资，形成良性循环。

图 5：BXP（波士顿地产）有时出售规模超过收购（单位：百万美元）



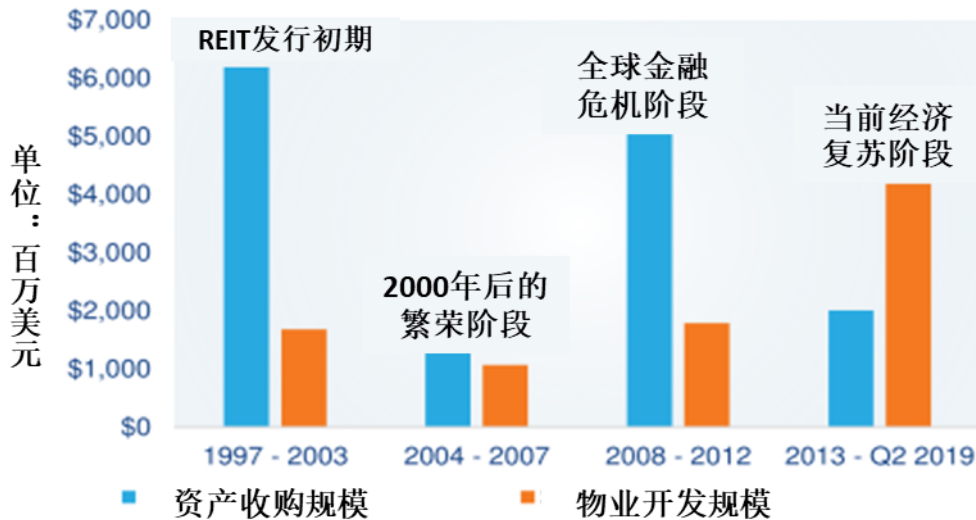
资料来源：BXP REIT，远洋资本研究发展部

（三）开发

多数监管机构允许 REITs 管理人投入开发活动。大量新开发物业供应进入市场，也会使市场价格从过高向合理水平回归。香港允许 REIT 资产规模的 10% 投入开发，新加坡允许 25% 投入开发，韩国、美国没有这样的比例限制，只有日本不允许管理人从事开发活动。相应的，REITs 管理人可以收取开发管理费（Development Management Fee）。

由于美国对开发没有比例限制，开发在美国 REITs 中的作用较为突出。尤其是收购成本高于开发成本时，开发规模会超过收购规模。自 2013 年以来，BXP REIT 的开发规模达到了收购规模的 2 倍，开发成为 REIT 成长的主要驱动力。

图 6：2013 年以来，开发业务是 BXP（波士顿地产）成长的主要驱动力

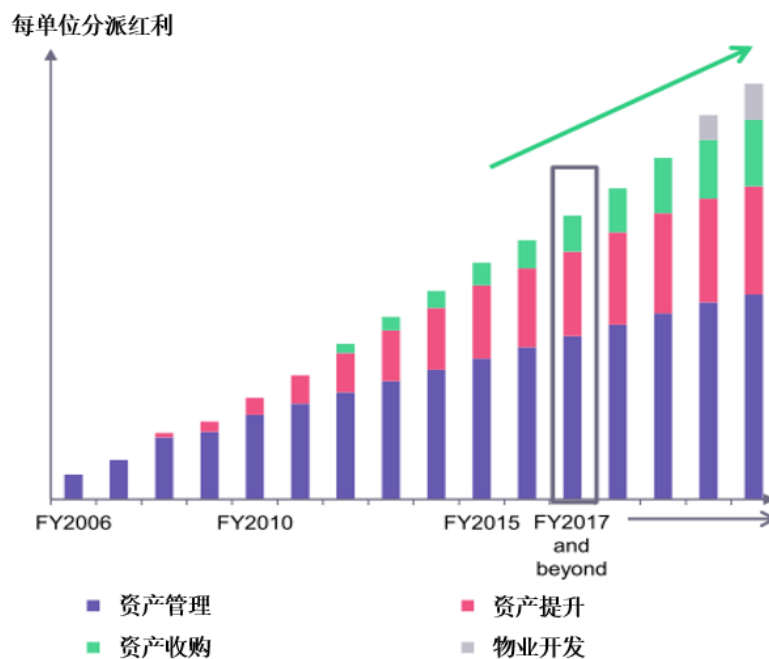


资料来源：BXP REIT，远洋资本研究发展部

（四）资产管理与资产提升

通过招商营销、租约管理、租户构成管理、改造建筑物、物业翻新、优化布局等方式，实现入住率、续约租金调升率的改善，最终提高分派红利，增强 REITs 抵御外部风险的能力。

图 7：资产管理和资产提升始终是 LINK（领展）派息增长的基础



资料来源：领展 LINK REIT，远洋资本研究发展部

（五）资本管理

通过贷款、发行债券与票据、发行 ABS、份额增发等方式融资是国际 REITs 资本管理的常见操作。对于杠杆率，新加坡、香港限制 REITs 杠杆率为 45%，美国没有限制。此外，资本管理还包括流动性管理、利率风险管理等方面。

三、对我国建设 REITs 市场和管理人的启示

（一）REITs 定位不仅是资产证券化，更是主动管理

把 REITs 当作资产证券化，往往强调的是融资属性，弱化了管理人以主动管理创造价值的作用。但从国际 REITs 的历史和经验来看，管理人发挥主动管理能力，才是 REITs 市场蓬勃发展、优秀 REITs 持续成长的关键。

（二）优秀 REITs 管理人应“以管理能力为本”，避免“通道化”、“被动化”

从历史来看，国际 REITs 管理人经历了从被动管理到主动管理，管理策略从简单到多元的演进。从国际经验看，越是优秀的 REITs，主动管理创造价值的作用就越是突出。反之，如果管理人趋于“通道化”、“被动化”，不主动创造价值，资产回报较低，可能难获投资者青睐，最终可能陷入市场冷、发行难。

管理人需要有立体的、系统化的专业能力。一是运营、改造与增值等管理能力，二是不动产收购、退出等投资能力，三是有金融资本运作能力。对于产业特点突出的 REITs，如数据中心地产、医养地产，还要有相应产业的投资和经营能力。

（三）合理的收费制度有助于激励管理人发挥专业能力

除了基本的管理费之外，一般会设计绩效费、收购费、出售费、开发管理费来激励管理人发挥专业管理能力。基本管理费可挂钩于物业规模或可分派收入，



绩效费可挂钩于利润或派发红利，收购费等挂钩于项目规模。并且，可以设计用 REIT 份额而非以现金支付管理费，最终促进投资者利益与管理人激励相容。

声明：本报告信息仅供一般性研究使用。未经许可，任何机构和个人均不得以任何方式转发、复制、修改或者刊登。