

上海证券交易所

# 美国REITs 市场的全景扫描

---

上海证券交易所研究中心

2006年3月



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

# 美国 REITs 市场的全景扫描

研究中心 陆一

房地产证券化起源于美国，美国是全球最早发展 REITs 的地方，也是全球发展最成熟的市场。

在美国，对 REITs 的定义是：REITs 是一家公司，拥有并（在大多数案例中）营运带来收益的房地产，例如公寓、购物中心、办公室、饭店和仓库。有些 REITs 也从事房地产融资。很多 REITs 的股份都在主要的股市中自由进行交易。

若要取得 REITs 资格，公司必须每年将至少 90% 的应纳税收入分配给股东。取得 REITs 资格的公司可以从企业应纳税收入扣除付给股东的股息。因此，大多数的 REITs 将至少 100% 的应纳税收入移交给股东，所以没有企业税。股东要按收到的股息和资本收益付税。美国大多数的州都遵从这项联邦条约，也不要求 REITs 缴纳州所得税。除了合股经营外，REITs 和大多数的企业一样，无法将税收损失转移给投资人。

美国拥有目前全世界最发达的房地产投资信托基金（REITs）市场，根据美国国家房地产投资信托基金基金会（Nation Association of Real Estate Investment Trusts，简称 NAREIT）统计，至 2005 年底为止，向美国证券及交易委员会（SEC）注册的 REITs 有 197 只，它们都在美国主要股票交易所挂牌上市：纽约证券交易所（New York Stock Exchange）169 只；美国证券交易所（American Stock Exchange）20 只；Nasdaq 交易所（Nasdaq National Market System）8 只。这些登记上市的 REITs 总资产超过 4 千亿美元。已在 SEC 注册的 REITs 约有 20 家未上市交易。大约有 800 家 REITs 尚未向 SEC 注册，也不在证交所交易。

在美国房地产投资信托基金市场逐步发展的同时，房地产投资信托基金这种投资工具的优势也开始在全球范围内得到确认。

美国房地产投资信托基金（REITs）的构想来自于共同基金（Mutual Fund），其运作的基本内涵是由受托机构向投资人募集资金，成立房地产投资信托基金，然后用以投资房地产、房地产相关权利、房地产相关有价证券、或其它主管机构核准投资的标的。同时发行房地产投资信托基金受益证券，以明确投资人对于信托财产的权利，REITs 所得到的利益由全体受益人依照房地产投资信托基金契约的约定共享。因此，REITs 的投资人涵盖机构投资人与小额投资人。投资人之所以会选择 REITs，是因为高成长潜力和长期而言相对稳定的资本利得。再者 REITs 可以像股票一般在公开市场上交易，满足机构投资人和一般小额投资人的需求。在美国，房地产证券化商品已被投资者视为在股票、债券、现金之外的第四类资产，增加资产配置的多样性，分散投资风险。在 2005 年美国国会已经通过法案，将 REITs 产品推荐为企业年金、社会保障基金、退休基金、保险基金的投资产品。

## 一. 美国 REITs 的基本状况

### 1. 美国 REITs 的历史演变

REITs 首先立法于 1960 年美国国内税收法规（Internal Revenue Code），同年美国国会通过房地产投资信托基金（REITs）法案（Real Estate Investment Trust Act）是这项制度建立的开端。

1960 年以后，房地产投资信托基金在美国开始蓬勃发展起来。此后，经过多次起伏和政策调整，房地产投资信托基金在美国终于发展到今天的水平。

#### （1）1960~1967 年发展期

美国于 1960 年国会通过房地产投资信托基金法案（Real Estate Investment Trusts），此法的目的在于汇集多数投资人的资金运用于较大的收益型商业房地产计划。初期法令上只允许权益型房地产投资信托基金（Equity REITs）的设立。在同一年通过的税捐稽征法（the Internal Revenue Code of 1960），则赋予 REITs 税赋优惠，推动 REITs 的发展。由于当时的法律禁止房地产投资信托基金直接经营或者管理房地产，而通过第三方的经营管理来获利的努力又不甚有效；同时，以有限合伙方式获得的税收利益还要高于房地产投资信托基金基金，因此，早期的房地产投资信托基金基金发展比较缓慢。

## (2) 1968~1974 年成长期

1967 年开放抵押权型房地产投资信托基金( Mortgage REITs ),于是 1968 年到 1974 年银行利率管制时期 REITs 达到发展巅峰。当时因当时法令对银行存款利率设定上限、而有价证券的收益率不受利率管制的限制,因而发生大众资金大幅流向证券市场的逆中介( Disintermediation)现象,在这时期美国 REITs 家数快速成长将近 20 倍,其中权益型新成立有 209 家,抵押权型有 113 家,光是 1973~1974 年间,REITs 总资产就激增了 45%。

## (3) 1975~1986 年重整期

在 1974 年之后,因为多数业者过于乐观而进行高度财务杠杆操作,许多公司在短期内扩张过速,而当时的 REITs 禁止自行管理财产,需由第三者管理,早期的经理公司处理资产表现不佳,大多未能做好投资管理;再加上利率升高、缺乏多样化投资组合、高估开发报酬率、对投资风险的控管不佳,二十世纪 70 年代又遭遇美国整体经济衰退,进一步打击了房地产投资信托基金基金通过不断控制地产获得平稳成长的能力,高达 70%甚至以上的净资产负债率对该产品而言无疑是雪上加霜,导致 REITs 不断萎缩。因此,到 1980 年,REITs 跌到谷底,资产总额由 1974 年的 204 亿美元,大幅下降至 1980 年的 70 亿美元。1981 年以后,REITs 开始在经营上讲求多样化投资与投资风险管理,并降低负债比率。

## (4) 1986~1990 年税制改革发展加速

美国房地产投资信托基金的复苏转机来自于 1986 年制定的《税收改革法》( the Tax Reform Act of 1986 )。1986 年前,REITs 因为不能抵减损失,使得 REITs 无法与有限合伙( limited partnership ,另外一种房地产证券化的组织型态)制度竞争。1986 年税收改革法案( the Tax Reform Act of 1986 )限制了有限合伙的减税优惠,该法案大大削弱了合伙企业通过产生账面亏损为其投资者进行税收抵扣的能力,并取消了房地产的加速折旧记账方式,放松了房地产投资信托基金的准入标准,从而使房地产投资信托基金不仅可以拥有房地产,还可以在特定条件下经营管理房地产;而且,大多数房地产投资信托基金在其组织文件中也都增加了保持低负债的条款,降低了运营风险。在业者多样化的投资组合,以及更为审慎的风险管理,并大幅降低负债比率的措施之下,负债比率由 1973 年的 70%降到 1985 年的 50%,更重要的是,属于中短期负债的银行的借款与商业本票融通只

占总负债的 25%，而财务杠杆的应用主要是资产本身的抵押担保，此类负债属于中长期借款，对绝大多数资产属长期性质的 REITs 而言，可大大降低负债的流动性风险。该法案促进了 REITs 的发展，使得权益型 REITs 在所有权与资产经营上有更强的基础。同时法案也开放 REITs 可以直接经营管理他们的资产，不再需要透过第三组织。其它修正项目还包括：REITs 成立的第一年有关资产与所得的规定予以放宽、资金收入的重新界定、以直线折旧取代原来的加速折旧方式。

#### (5) 1990 年代以后高速扩张期

1990 年代是 REITs 的高速扩张阶段，成长的原因有二，一是 1990-1991 年经济不景气时，商用房地产价格下跌约 30%-50%，因而使得 1992-1993 年经济复苏时，房地产投资者纷纷进场。另一个助力是 1992 年立法创造了 UPREITs，UPREITs 放宽了资产拥有者投入 REITs 的税制，促使大型房地产业主纷纷转型发展 REITs。而 1993 年时，开放退休基金得以投资 REITs，也使得投资机构群更为扩大。

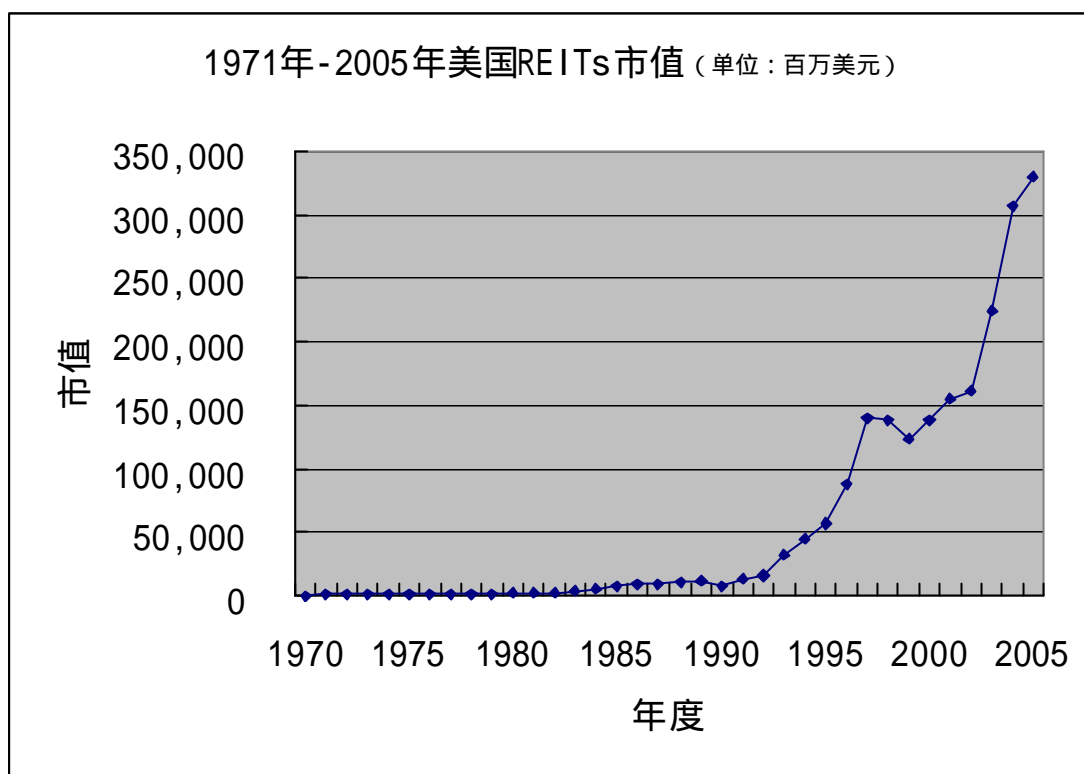
因此，进入二十世纪 90 年代之后投资人的信心逐渐恢复，加上 90 年代美国的经济繁荣也带动了房地产投资信托基金的迅速发展，1990 年共有 119 家房地产投资信托基金上市交易，资产市值为 87 亿美元。此后，该产品发展迅猛，截至 2002 年底，在美国各大证券交易所上市交易的房地产投资信托基金大约有 180 个；另外，还有 100 多个未在 SEC 登记的房地产投资信托基金在场外进行交易。在美国，房地产投资信托基金的回报率通常高于固定收益债券的回报率以及直接进行房地产投资的回报率。在 1993 年 12 月至 2003 年 1 月期间，房地产投资信托基金的平均年股息率达 6.96%，高于十年期美国政府债券（5.86%）、标准普尔指数公用股（4.45%）及标准普尔 500 指数（1.79%）。

截止 2005 年底，美国的房地产投资信托基金市值（market capitalization）已经达到 3306.9131 亿美元<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 资料来源：www.nareit.com

图 1 1971 年-2005 年美国房地产信托市值



资料来源: www.nareit.com

2004 年 10 月 22 日,美国总统布什签署了好几条房地产投资信托基金专门条款。这些条款是得到美国参、众两院议员广泛支持的房地产投资信托基金修订法案 (RIA) 最初的部分。这份由美国国家房地产投资信托基金协会 (NAREIT) 支持的房地产投资信托基金修订法法案条款包括:去除对外国投资者购买公开发行房地产投资信托基金股票的歧视性障碍;阐明和更正围绕 1999 年房地产投资信托基金现代化法案的一些问题;向美国国税局 (IRS) 提供因违反房地产投资信托基金税收检定合理条款而又不想丧失房地产投资信托基金地位所能承受罚金的能力。该法还与为在美国其他股票上进行投资且拥有不到 5%的上市美国房地产投资信托基金的海外投资者制定的书面指导方针及税收后果相一致。这些条款的修改,既有助于免除对海外投资者投资美国房地产投资信托基金股票的负面影响,也体现了政府对房地产投资信托基金规定的完善。

2005 年,美国国会通过了“房地产投资节俭储蓄法案”(the Real Estate Investment Thrift Savings “REITS” Act)。将 REITs 指数期权加入联邦政府的缴费确定型计划(defined contribution plan)<sup>2</sup>和节俭储蓄计划(the Thrift Savings

<sup>2</sup>企业年金的筹资模式,国际通行的两种分别是“缴费确定型计划”(defined contribution plan 简称 DC 计

Plan)<sup>3</sup>推荐投资对象中。

## 2. 美国 REITs 的形态种类

一般来讲，美国的“房地产投资信托基金”，依据它的投资类型、组织型态与存续期限有以下几种分类方法：

### (1) 根据投资对象不同

可分为权益型(Equity)、抵押型(Mortgage)、与混合型(Hybrid)等三种基本型态。

**权益型 (Equity REITs)：**直接经营具有收益性房地产的投资组合，主要收入来自租金，或买卖房地产的交易利润。权益型REITs 投资组合视其经营策略的差异有很大不同，常见投资的房地产类型包括购物中心、公寓、医疗中心、办公大楼、工业区、餐厅、旅馆、游乐区或混合型态等等。

**抵押权型 (Mortgage REITs)：**这类REITs 主要是扮演金融中介的角色，将所募集的资金用于发放各种抵押贷款，收入来源是发放抵押贷款所收取的手续费和抵押贷款利息，以及参与抵押贷款所获抵押的房地产的部分租金与增值收益。由于投资标的是以放款债权或相关证券为主，而不是投资房地产本身，所以以利息收入为其主要收益来源，收益性类似一般债券，与市场利率的升降呈反向的变动关系。

**混合型 (Hybrid REITs)：**混合型房地产投资信托基金就是权益型和抵押权型的综合体，其主要投资标的包括房地产本身及抵押放款债权，其中二者投资比率则由经理人依据市场景气及利率变动进行调整。

---

划)和“收益确定型计划”(defined benefit plan 简称 DB 计划)。

<sup>3</sup> “节俭储蓄计划 (Thrift Savings Plan)”是美国目前供联邦政府工作人员使用的社会保障手段，类似于企业的 401(k) 计划。它是一个公共管理的项目，不属于私有化的制度。按照节俭储蓄计划，个人现在可在五种基金(大型公司股票基金、小型公司股票基金、国际股票基金、公司债券基金和美国国库券基金)中任选其中的一种存钱，以作为退休养老金的补充。

表1 REITs 类型特性比较分析

	权益型 (Equity REITs)	抵押权型 (Mortgage REITs)	混和型 (Hybrid REITs)
投资型态	直接参与房地产投资、经营	金融中介者赚取利差	二者混和
投资标的	房地产本身	抵押债权及相关证券	二者混和
影响收益的主要因素	房地产景气及经营绩效	利率	二者混和
收益稳定性	较低	较高	中
投资风险	较高	较低	中
类似的投资标的	股票	债券	二者混和

注：抵押权型REITs之所以有较稳定的收益及较低投资风险，是因为在不计违约风险的假设情况下。

资料来源：林左裕，2000，房地产投资管理

表2 美国各类型REITs 报酬率

	股利率	1年	3年	5年	10年	15年	20年
全部REITs	5.24	49.41	21.44	17.23	11.97	22.69	10.17
权益型	5.05	47.49	20.09	16.77	11.92	12.13	12.32
抵押权型	7.42	77.89	51.24	27.86	15.82	10.9	8.58
混合型	6.45	66.08	35.8	20.1	9.86	8.41	7.7

资料来源：Nation Association of Real Estate Investment Trusts (2004/3/4)

## (2) 按照组织结构不同

可分为契约型和公司型。所谓契约型的REITs，是指在信托人与受托人缔结以房地产投资为标的的信托契约的基础上，将该契约的受益权加以分割，使投资人取得表示这种权利的受益凭证；公司型的REITs是指设立以房地产投资为目的的股份有限公司，使投资人取得公司股份的型态，公司再将收益以股利形式分配给投资人。

## (3) 按照经营期限长短

REITs 依据经营期限，可以区分为有明确期限及无明确期限两种。

## (4) 按照股份是否可以追加发行

可将REITs 区分为开放型及封闭型。(应以是否可以赎回区分)

封闭型：REITs 被限制发行量，不得任意发行新的股份。

开放型：REITs 可以随时为投资于新的房地产增加资金而发行新的股份。

## (5) 按照投资标的确定与否

分为特定型与为特定型。基金募集时，特定投资于某房地产或抵押权投资者为“特定型REITs”；反之，于募集基金后再决定适当投资标的者为“未特定型



REITs ”。

### 3. 美国 REITs 的免税规则

房地产证券化的施行在美国已经有四十多年的历史。就 REITs 而言，其基金被视为免税主体，但首先它的组织方式、投资内容、收益来源与收益分配等，都必须符合一些严格的规定。如投资资产组合，规定至少 75% 的资产价值投资于房地产等；且规定至少有 75% 的总收益需来自房地产的租金收入或其出售收入等；又规定至少 30% 的总收益不能来自于房地产持有期限不到四年就出售的收入、或股票或债券的持有期限不到六个月就出售的所得。详见下表：

表 4 美国法规对 REITs 的规定

项目	规定内容
组织型态	必须为公司、信托，或如同法人一样可以征税的实体。
管理	由董事会或受托管理人管理
股票与所有权	REITs 证券必须可以完全转让交易，在征税年度中至少有 335 天；其证券持有人必须维持在 100 人以上，公司、合伙、信托、退休基金与其它中介机构都视为一人；在前一个税收年度的下半年，由五人以下人数拥有的股份不得超过 50%。
资产组合与来源所得的规范	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 总资产的 75% 必须投资于房地产、抵押贷款或其它 REITs 证券等。</li> <li>2. 投资于任何一种证券的价值不得超过总资产的 10% 。</li> <li>3. 75% 的收益需源自于与房地产租金或贷款利息等与房地产相关的经营投资收益。</li> <li>4. 20% 的总收入可来自股利、利息、股票、债券出售的利得。</li> <li>5. 由应纳税 REITs 子公司股票所构成的资产不得超过 20%。</li> </ol>
资产出售持有期限的限制	出售持有不满六个月的股票、债券或持有不满四年的房地产收益不得超过总所得的 30% 。
参与经营方面的限制	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 投资人不得参与经营业务。</li> <li>2. 由董事会或受托人管理人负责经营决策，只可授权顾问 (advisor) 及董事会任命的管理人员。</li> </ol>
课税损失的处理方式	不能转给投资人用以扣抵其它所得，但可保留至往后年度中。
所得分配的要求	REITs 的征税所得除资本利得与确定的非现金 (noncash) 征税收益，至少 90% 必须以股利方式分配给投资人。

资料来源：《房地产证券化》，臧大年等合著，王达荣整理。

由上表可知，REITs 要享受免税的优惠待遇必须符合许多严格规定，每一规

定都反映出当初 REITs 的设立宗旨，如果不符合上述规定，那么该 REITs 即如同普通的投资公司一般，必须缴纳公司所得税。

#### 4. REITs 的操作程序

美国 REITs 的操作程序大致如下：

(1) 房地产投资信托基金公司必须先与建筑经理公司，或是专业的技术顾问公司签订房地产信托基金的基本协议和房地产经理契约。

(2) 房地产投资信托基金公司必须选定投资标的物，并且进行开发计划的研究。

(3) 房地产投资信托基金公司必须和房地产信托基金托管银行签订房地产投资信托基金契约，成立房地产信托基金专户，来收受信托投资基金。

(4) 检附下列几项重要文件，包括：投资计划书、房地产投信契约、公开说明书、受益凭证发行计划、受益凭证样本等文件，送交证管会与政府主管机关审核。

(5) 政府单位负责计划的审核及评鉴。

(6) 开发计划审核通过之后，才能发行首次的受益凭证，但受益凭证的发放必须委托证券承销商来营销。

(7) 募集得来的资金必须存入房地产信托基金专户之下；若必须运用资金时，则由建筑经理或顾问公司向房地产投资信托基金公司作出建议。

(8) 为筹措房地产开发所需资金，房地产投资信托基金公司可在成立之后，依相关法规规定，发行或运用各种融资工具以为资金融通之用

(9) 由房地产投信公司向基金保管银行作出信托基金的运用指示，由银行的专户来支付建筑经理公司对投资标的物的开发和管理经营上的支出。

(10) 投资标的物的产权登记及所产生的投资收益也必须登记在基金专户的名下。

(11) 最后，再由房地产信托基金保管银行依照房地产投资信托基金契约的规定来分配投资收益给投资人

#### 5. REITs 监管与规范

### (1) 组织规范

组织型态——REITs 的组织必须是公司、信托或如同法人一样可以征税的实体。由一人或一人以上的董事或受托人 ( Trustee ) 所管理。

股票与所有权——首先, REITs 所发行的证券必须可以进行交易转让, 而且其可征税年度至少有 335 天; 其证券持有人最少须 100 人, 而且公司、合伙、信托、养老信托与其它中介 ( intermediaries ) 都被视为 1 人。其次, 在可课税的下半年度中, 半数或半数以上的 REITs 证券不得为 5 人或 5 人以下所持有。再次, 为有助于符合上述(1)(2) 项, REITs 应记录有关证券的所有权归属资料。

### (2) 投资规范

资产组合 ( portfolio ) ——至少持有 75% 的资产投资于房地产、抵押贷款、其它 REITs 的证券、现金或政府债券。

多样化——除上述项目外, REITs 投资于其它公司发行的证券及发行在外的普通股 ( outstanding voting securities ), 分别不得超过其资产价值的 5% 及 10%。

### (3) 收益规范

至少 75% 的总收益必须来自——房地产的租金收入、房地产抵押贷款的利息、出售房地产收入、拥有其它 REITs 证券的利息、房地产节税收益、贷款承诺费 ( commitment fee ) 源自于以房地产抵押贷款, 但因为偿还而房地产经由法院拍卖的收入。

至少 95% 的总收益必须来自——上述 75% 总收益所规定的项目、股利与利息收入、出售股票或其它债券的收入。

至少 30% 的总收益不能源自——房地产持有期间未达四年就出售的收入、股票或债券之持有期间未达 6 个月就出售的所得。

### (4) 收益分配

REITs 的可税所得除资本利得与确定的非现金可税收益, 至少 90% 必须以股利 ( dividends ) 方式分配给投资人。

### ? (5) 公开发行规范

美国房地产投资信托基金的公开发行必须向证券交易委员会 ( Securities and Exchange Commission; SEC ), 以及所在州证券主管机关注册。对于发行要件、发起人条件有许多严格的规定。房地产投资信托基金也可私募不用登记。但需依

据证券交易法，私募的投资人上限为 35 人。

#### (6) 信息披露规范

初次披露义务——依据美国证券法第五章规定，房地产投资信托基金发行人需先向证监会申报注册报告书；而该报告书要求详细揭露关于业务、财产、管理及财务的重大事项，其中并包括完整的财务报表。

持续披露义务——房地产投资信托基金应于每会计年度终了后 90 天内，及第一、二、三季终了后 45 天内定期向 SEC 申报最近年度与最近一季的业务及财务状况。

另外，对有控制权的发行人的变动、非常规交易以取得或处置金额重大资产、破产或受破产管理、决定采用与以往不同的会计年度结束日等事项在事实发生 15 日内向证监会申报。

针对发行人签证会计师改变、发行人认为对其有价证券持有人有重要影响的其它事项、董事因与发行人持反对意见而辞职等事项，在事实发生后 5 天内向证监会申报。

综上所述，以下两点值得特别注意：

在美国，所谓投资信托虽名为信托，但其实际操作型态并非全都采用信托（契约型）方式，基本上是以公司型基金的形态出现。1960 年美国国会制定房地产投资信托基金法赋予 REITs 与证券投资信托和证券共同信托基金（investment trusts and common trust funds of securities）相同的纳税优惠以及采用与投资公司相同的规范。简单地说，不管公司型或契约型，REITs 不过是信托基金与投资公司两种个体的结合。

此外，美国的 REITs 须符合许多严格规定才能享有免税优惠，否则须缴交所得税。另一方面，由于 REITs 开发房地产所需资金庞大，仅有受益人资金参与或有不足，美国允许 REITs 得以负债方式筹措资金，以美国的 REITs 的情形来看，在法律赋予 REITs 特殊的地位下，REITs 就像个投资公司一样，可以使用各式的融资工具，因此我们有时就可以看到 REITs 所发行的特别股、公司债或可转换公司债在证券市场上挂牌交易。

## 二. REITs 发展 45 年历程中的 45 件大事<sup>4</sup>

REITs 的诞生改变了房地产投资领域的面貌。为了记住这个行业内所发生过的一切，全美房地产投资信托基金会（NAREIT）记载了在这 45 年中，REITs 发展的里程碑事件、关键人物和所取得的成绩。同时，希望为 REITs 的下一个 45 年提出一些启迪。

1. 1960 年 9 月 14 日：当美国前总统艾森豪威尔签署 REIT 法案的时候，美国国会决定创建房地产基金，让所有的美国投资者都可以有机会投资大型的综合的房地产项目。

2. 1960 年：美国房地产投资信托基金会(NAREIT)的前身国家房地产投资联盟建立。今天，NAREIT 已经成为美国房地产基金和大型房地产上市公司在国际上的代名词。协会已经成为行业的代表和在投资者面前的发言人。

3. 1960 年-1961 年：美国的第一批 REITs 成立。其中包括：Bradley Real Estate Investors, Continental Mortgage Investors, First Mortgage Investors, First Union Real Estate, Pennsylvania REIT 和 Washington REIT。

4. 1965 年 6 月：Continental Mortgage Investors 成为第一只在美国纽约股票交易市场挂牌的 REITs。

5. 1968 年：Sam Zell 和 Robert Lurie 共同成立资产投资公司。此后该公司发展为 4 只著名的 REITs：美国最大的办公物业 REIT-Equity Office Properties Trust；美国最大的住宅类物业 REIT-Equity Residential；最大的自建房屋 REIT-Equity Lifestyle Properties 和商业融资 REIT-Equity Lifestyle Properties。这 4 家公司的市值总共达到 250 亿美元。

6. 1969 年 8 月：华尔街公布第一部关于 REITs 的研究报告。到目前为止，华尔街已经拥有 40 位专业分析师对 REITs 进行每日分析。“华尔街的第一部研究报告标志 REITs 已经开始被投资者广泛接受。同时，让一些机构投资者开始关注这个产品。”华尔街知名投资经理人 Steven Brown 说道。

7. 1969 年-1974 年：REITs 行业迎来了第一个发展高潮。行业资产从最初的不到 10 亿美元增长到超过 210 亿美元。这主要得益于行业内从事为土地开发和建筑融资提供贷款的公司。到 1973 年石油禁运，REITs 行业的第一个春天宣

---

<sup>4</sup> 资料来源：全美房地产投资信托基金会（NAREIT），陆一翻译注释

告结束，做贷款业务的 REITs 公司也遭受重创，许多都宣布破产。

8. 1970 年 9 月：另一个标志着 REITs 行业增长的信号出现。Kenneth Campbell 推出并出版了第一本完全关注上市房地产证券的周刊杂志《Realty Trust Review》。此后，该杂志改名为《Realty Stock Review》。

9. 1972 年 1 月：NAREIT 房地产基金指数首次亮相。

10. 1974 年：第一个关于 REIT 税收的法规出台。美国国会颁布了有关“丧失(抵押品)赎回权财产”的法规。这个法规允许 REITs 在收购一个失去了(抵押品)赎回权的物业、或者默认的在运作一个物业 90 天后，可以将其交给另外一个独立的承包者来运营。

11. 1976 年 11 月：作为 1976 年美国税法改革的一部分，前总统福特签署 REITs 简化修正案，特别允许 REITs 在原有商业信托的基础上以公司的形式成立。

12. 上世纪 80 年代：在这段时期内，美国以私有形式组成的房地产合伙人公司滋生。该类公司在地产业务上的逃税让私人投资者赚取了数 10 亿美元。REITs 很快发现他们与这种合伙人公司很难抗衡，因为 REITs 无法通过他们的股东逃税。

13. 1985 年 1 月：美国国家房地产股票基金协会组建了第一只专注于 REITs 和其他房地产证券产品的共同基金 Lipper。到今天，美国已经拥有 80 只房地产共同基金。1986 年 Martin Cohen 和 Robert Steers 共同成立了美国最大的 REITs 投资管理公司，公司资产达到 190 亿美元。

14. 1986 年 10 月：美国前总统里根签署了税制改革法案。在新的法案中，一些条款有效地避免了私有公司通过合伙人形式逃避房地产投资税的现象。此外，关于 REIT 的一系列简化法规也在此时出台。其中包括，第一次允许 REITs 可以进行自我的内部资产管理。“1986 年的改革让 REITs 从一个简单的资产包形式升级到可以自行管理资产，我清晰地记得在之前，一只 REITs 并不能从其拥有的写字楼物业范围内的电话亭收取利润，因为那个时候这不算房地产相关的利润。所以这些利润跑到了我们的物业管理者的手中。而 1986 年的改革则开始允许 REITs 自行管理物业，” BRE 公司的总裁 Connie Moore 回忆道。

15. 1989 年-1991 年：自 1930 年的经济大萧条以来，美国经受了最糟糕的一次房地产行业的低迷。REITs 的股价严重下滑。

16. 1991 年仲量联行的创始人 William Sanders 组建证券资本公司开始关注 REIT 行业。仲量联行这个全球性的公司开始收购 REITs，标志 REITs 行业走向世界的开始。全球房地产公司及其他们的庞大资产都包括进了 REITs 的重量级选手的囊中，如 [ProLogis](#)、[Archstone-Smith](#)、[Storage USA](#)、[CarrAmerica](#) 和 [Regency Centers](#) 等等。Sanders 领导着他的公司直到 2002 年 5 月被 GE Capital 买走（现在是 [GE Commercial Finance Real Estate](#)）。

17. 1991 年 10 月：NAREIT 定义了 FFO(funds from operations)<sup>5</sup>。在 2003 年 1 月，美国证监会通过法案允许 REITs 在财务报表中使用这一统一指标。“FFO 出现的意义不止是一个新金融词汇的产生，更重要的是它代表了 REIT 行业开始有了一套自己的金融体系，同时也开始被传统的金融体系所接受，” Weingarten Realty Investors 的首席财政官 Stephen Richter 说道。

18. 1991 年 11 月：Kimco 地产公司在筹备多年后完成了 IPO 上市。标志着现代 REIT 时代的到来，同时激发了整个行业的复苏。“Milton Cooper (Kimco 的创始人)让我们看到了一个治理优良的公司是如何创造长期利润并稳定发展的。”美林公司的执行董事 Mark Patterson 告诉我们。

19. 1991 年 12 月：New Plan 成为第一只在股票市场上价值达到 10 亿美元的公司。那之后，该公司的市值达到 28 亿美元。“New Plan 公司所取得的成绩让人们知道房地产基金同样可以通过诚信经营让公司成长。而不像之前大多数人提到投资房地产会认为是一个肮脏的词汇” Kimco 公司主席 Milton Cooper 如是说。

20. 1992 年 12 月：Taubman Centers 有限公司的上市标志着一种新型的 REIT 产品—UPREIT 的诞生。UPREIT(Umbrella Partnership REITs)是指房地产公司和私人业主将自己的物业以股份兑换而不是出售的方式纳入 REITs 中(就像笼罩在 REITs 的伞下)，从而避免支付因出售物业获得资本收益的所得税。通常，UPREIT 并不拥有物业，它拥有的只是一种合伙控制权。

21. 1993 年 8 月：作为 1993 年综合预算统一调节法案中的一个部分，前美

---

<sup>5</sup>和大多数美国企业相同的是，REIT 产业使用一般公认会计原则 (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) 定义的净收入作为不动产公司的主要营运绩效审核标准。REIT 产业也使用营运基金 (Funds From Operations, FFO) 作为评估 REIT 营运绩效的补充措施。NAREIT 将 FFO 定义为净收入 (按 GAAP 计算)，不包含大多数房地产销售的增益或损益，也不计算不动产的贬值。不动产公司在新闻稿或 SEC 文件中会使用 FFO，但法律规定他们必须让 FFO 与 GAAP 净收入达成一致。

国总统克林顿签署了“Five or Fewer”法案，让养老金可以更容易地投资 REITs。

22. 1993 年 12 月：REITs 公司大规模 IPO 时代到来，Simon Property Group 公司完成了 REIT 行业有史以来最大的 IPO，共筹集到资金 8.399 亿美元。接着，该公司成为当时美国最大的 REITs，市值达到 160 亿美元。

23. 1996 年 6 月：经过 NAREIT 三年的游说和努力，美国国税局终于同意住宅类 REITs 向其租户提供有线电视服务。这也成为一系列关于 REITs 可以为租户提供各种延伸性增值服务的开端。REITs 拓展了盈利范围和服务领域。

24. 1997 年 6 月：投资者对于 REITs 越来越多的需求，让 Boston Properties, Inc. 公司完成了 REITs 历史上最大的一次 IPO，共募集到 9 亿美元，公司的市值超过 77 亿美元，是目前美国第六大 REIT。

25. 1997 年 8 月：作为 1997 年纳税减免法案的一部分，前美国总统克林顿签署了 1997 年 REITs 简化法案。该法案拓宽了 REITs 可以提供的增值服务范围，同时允许专营森林木厂物业的 REITs 建立。

26. 1997 年 10 月：美国财政部修改税收条款允许所有美国以外的投资者只需支付 15% 的 REITs 投资所得税。这也开启了海外资金进入美国 REIT 投资领域的大门。

27. 1997 年 11 月：AMB Property Corporation 公司完成了 REITs 历史上第一次把分散管理的私人资产组合打包然后进行上市融资的工作。引入了私人资本进入 REITs 产业。

28. 1999 年 1 月：NAREIT 推出实时 REITs 指数并且推出第一个分类 REITs 指数系统。

29. 1999 年 10 月：由于投资者对于公开上市的 REITs 兴趣越来越大，欧洲公共市场房地产协会（the European Public Real Estate Association, EPRA）成立。该协会致力于提供良好的财务审计、信息披露和公司治理信息给公共投资者。在与 NAREIT 的合作中为投资者提供更加透明的 REITs 公司信息。从那时起，NAREIT 和 EPRA 在促进房地产公开市场及其成员公司的全球拓展上，一直保持着紧密的工作关系。

30. 1999 年 12 月：作为 1999 年工作许可证与工作奖励促进法案的一部分，前美国总统克林顿签署了 REIT 现代化法案，开始允许 REITs 成立按正常公司纳



税的子公司(taxable REIT subsidiaries, 简称 TRS)。TRS 的成立允许 REITs 进行房地产以外业务的服务。“ TRS 的引入在很大程度上加强了 REITs 的盈利模式, 并且让那些有实力的公司拓展了经营范围, 从而有效地防范风险, ” Archstone-Smith 公司主席 R. Scot Sellers 说道。

31. 1999 年 12 月: NAREIT、欧洲公共市场房地产联盟 EPRA 和 Euronext 共同推出 EPRA/NAREIT 全球房地产指数。在 2005 年 2 月, FTSE Group 接管并重新命名为 FTSE EPRA/NAREIT 全球房地产指数系列。FTSE's 大大增强了 FTSE 这样的全球指数的可信度, 它可以被全世界投资者广泛运用于投资分析、绩效度量、资产分配、投资组合保护以及创造领域广泛的指数基金。

32. 2000 年 6 月: 道琼斯房地产指数基金成立, 成为第一只在房地产交易市场上的指数基金。一年不到, the street TRACKS Wilshire REIT Index Fund 和 iShares Cohen & Steers Realty Majors Index Fund 都纷纷加入。

33. 2001 年 8 月: 美国权威资产分配组织 Ibbotson 协会公布了一个对于 REITs 行业产生深远影响的研究报告。该报告的研究结果显示, 投资 REITs 在房地产投资组合中是非常重要的, 不仅提高回报率, 而且可以降低风险。该报告一推出, 在美国的房地产投资领域引起了很大的关注。此后, Ibbotson 每年都推出关于 REITs 的各类投资研究报告, 使更多的投资者开始熟悉并喜爱 REITs。

34. 2001 年 10 月: 标准普尔开设了专门的 REITs 指数。同时, Sam Zell 的 Equity Office Properties Trust 成为第一只进入标准普尔 500 指数的 REITs。一个月后, Equity Residential 也跟着进入。到 2005 年 8 月 16 日, 总共有 9 只 REITs 进入标准普尔 500 指数, 12 只进入标准普尔 400 中型企业指数, 还有 16 只进入标准普尔 600 小型企业指数。

35. 2003 年 3 月: The [Principal Financial Group](#) 宣布将发行一个基于 401(k) 投资组合的 REITs 期权。同时, 教师保险和养老金协会大学退休金基金 ( the Teachers Insurance and Annuity Association College Retirement Equities Fund , 简称 TIAA-CREF ) 也在其中包含了一个类似于投资期权的房地产基金, 这个基金建立在 403 ( b ) 计划平台上。这将由此在此计划参与者中产生一个额外的 1.46 亿美元的 REITs 期权。由此产生的戏剧性变化是, 可以想见每一个 401 ( k ) 计划的参与者都由此具备了投资 REITs 期权的机会。全美 401

(k) 理事会有关报告显示，过去 4 年参与 401(k) 计划的成员出售房地产期权的收益超过了三倍。

36. 2003 年 3 月：美国和英国重新修正并批准了互惠税收条款，允许英国的养老金投资美国的 REITs 而不需要对其红利交纳任何的税款。此后，美国对日本也实施同样的互惠税收政策。

37. 2004 年 5 月：更大的进展发生在 401(k) 计划领域。IMB，美国最大的 401(k) 计划发起者，向它的 401(k) 计划参与者推荐投资 REITs 指数基金。

38. 2004 年 8 月：General Growth Properties, Inc. 公司以 126 亿美元收购 The Rouse Company 公司，完成了 REITs 历史上最大的一笔收购。

39. 2004 年 9 月：为投资者带来分红是 REITs 行业的一个主要目标。当 Federal Realty Investment Trust 公司在 2004 年宣布公司股票分红又增长的时候，这已经是该公司连续第 37 年分红增长了。同时，也是美国国内所有上市公司和 REITs 中连续分红增长时间最长的公司。

40. 2004 年 9 月：机构投资者服务机构(Institutional Shareholders Services 简称 ISS)的统计数据显示，房地产基金行业是在其追踪监测的 24 个行业中，公司治理系数(Corporate Governance Quotient 简称 CGQ)最高的一个行业。REITs 的 CGQ 平均值是 65.2%，远高于全部统计数的平均值 51.8%。

“REITs 公司的治理是有目共睹的，之所以这个行业能够发展到今天，与他们在公司治理上的努力是分不开的，”Morgan Stanley 的执行董事 Greg Whyte 认为。

41. 2004 年 10 月：[New Century Financial Corporation](#) 在 10 月 1 日的 IPO 超过了 1997 年 [Boston Properties](#) 融资数量，创下了按揭贷款类 REITs 融资的新纪录。New Century 现在是 29 亿美元的权益型市场中最大的按揭贷款类 REITs 企业。在 13 个公开发行的产业部门中，2004 年的房地产金融是最繁忙的部门。

42. 2004 年 10 月：总统布什签署美国创造就业法案，其中包括三条 REIT 改良法规。其中很重要的一条就是取消所有国外投资者在投资美国公开交易的 REIT 产品时候的差别对待。另外一条就是，改变了过去法律中有关在违反了 REITs 税收条例时取消 REITs 注册资格的规定，改为可以改正错误或接受罚款处

罚。

43. 2004 年 12 月：NAREIT 的综合 REITs 指数总回报率，在一年、三年、五年、十年、十五年和三十年的周期中都超过了标准普尔 500 指数、拉塞尔 2000 指数、NASDAQ 综合指数和道琼斯工业平均指数。而且除了标准普尔 500 指数，NAREIT 的综合 REITs 指数在 25 年周期的总回报率也超过了以上各个指数。

44. 2005 年 4 月：Jon Porter (R-NV) 和 Chris Van Hollen (D-MD) 提出 H.R. 1578, 房地产投资节俭储蓄法案 ( the Real Estate Investment Thrift Savings “ REITS ” Act )。将 REITs 指数期权加入联邦政府的缴费确定型计划 (defined contribution plan)<sup>6</sup>和节俭储蓄计划 ( the Thrift Savings Plan )<sup>7</sup>推荐投资对象中。在 8 月 1 日 68 个国会议员、包括政府改革委员会主席 Tom Davis (R-VA) 和议院少数党领袖 Nancy Pelosi (D-CA) , 签署了共同发起的房地产投资节俭储蓄法案 ( the Real Estate Investment Thrift Savings “ REITS ” Act )。

45. 2005 年 6 月：亚洲公共房地产市场协会(The Asian Public Real Estate Association , 简称 APREA)成立。与美国的 NAREIT 和欧洲的公共房地产市场协会 ( EPRA ) 一样，APREA 在国际市场上，提升了投资者对于亚太地区房地产公众公司的认知度，亚太地区的房地产市场是本地区增长速度最快的部门。

---

<sup>6</sup>企业年金的筹资模式，国际通行的两种分别是“缴费确定型计划”(defined contribution plan 简称 DC 计划)和“收益确定型计划”(defined benefit plan 简称 DB 计划)。

<sup>7</sup>“节俭储蓄计划 (Thrift Savings Plan)”是美国目前供联邦政府工作人员使用的社会保障手段，类似于企业的 401 (k) 计划。它是一个公共管理的项目，不属于私有化的制度。按照节俭储蓄计划，个人现在可在五种基金 ( 大型公司股票基金、小型公司股票基金、国际股票基金、公司债券基金和美国国库券基金 ) 中任选其中的一种存钱，以作为退休养老金的补充。