



J-Reits 是如何炼成的？

导语

夫天地者，万物之逆旅也；光阴者，百代之过客也。

今年是日本 J-Reits 推出的第 20 年，也是距离首只 J-Reits 发行的第 19 个年头。19 年间，J-Reits 不断发展壮大，成为亚洲最大、全球第二的 Reits 市场。20 年间，J-Reits 为日本的经济发展和房地产振兴做出了重要贡献。日本房地产证券化联盟在 2012 年的文章中如此表述：“J-Reits 对日本经济起到了两个关键作用，一是提供了一种长期稳定的金融工具来管理金融资产，二是通过将募集的资金进行投资，有利于城市振兴和经济发展。”

然而，也是同样的 20 年，在我国增量房地产的巨大市场机会前，Reits 却一直停留在监管层犹豫、学术界研究和业界呼吁的瓶颈期，不得不为之感喟。

所幸，今日终于得见曙光。从学术研究到实施探讨，中国不动产 Reits 终于在近期基础设施 Reits 即将推出的好消息释放后，即将进入推行阶段。在等待真正开闸之前，我们有必要学习邻居日本的经验。



来源：《ARES 月度报告》（2020 年 3 月）



借 Reits 重振日本房地产

J-Reits 几乎是日本经济泡沫崩裂后，日本房地产重新振兴的历史。

1991 年开始，日本的地产泡沫开始破裂，到 1993 年时，日本不动产破产企业的负债总额高达 3 万亿日元。同期，日本 21 家主要银行宣告产生 1100 亿美元的坏账，其中 1/3 与房地产有关。

一方面是金融机构手握大量不良债权，另一方面银行收紧向地产项目的贷款，陷入融资难的房地产企业需要新的融资渠道。为了拯救濒临破产的经济，解决金融机构和房地产企业困境，日本 Reits 方案浮出水面。但是 Reits 在当时的日本并不可行，因为 Reits 是一个法定纳税主体，其发展需要完善相关的法律基础。

直到 1998 年 9 月，日本开始实施《特殊目的公司实现特定资产流动化法》，规定了特殊目的公司（SPC）可以对不动产进行证券化，这才为日本房地产证券化奠定了法律基础。

J-Reits 推出的一系列法律障碍终于在 2000 年被清除干净。当年 5 月，政府对该法进行了修订，改名为《关于资产流动化法》，增设了以特殊目的信托（SPT）为不动产证券化的形式。同期，日本政府还对《关于投资信托以及投资法人法》进行了修改，允许投资信托对房地产的投资，同时也认可专门投资房地产的投资公司的合法地位。

该法案的实施，标志着 J-Reits 在日本的确立。2001 年 9 月，以日本两大房地产巨头——三菱地所和三井不动产作为发起人的两只 J-Reits 产品上市。至此，日本 J-Reits 正式落地。

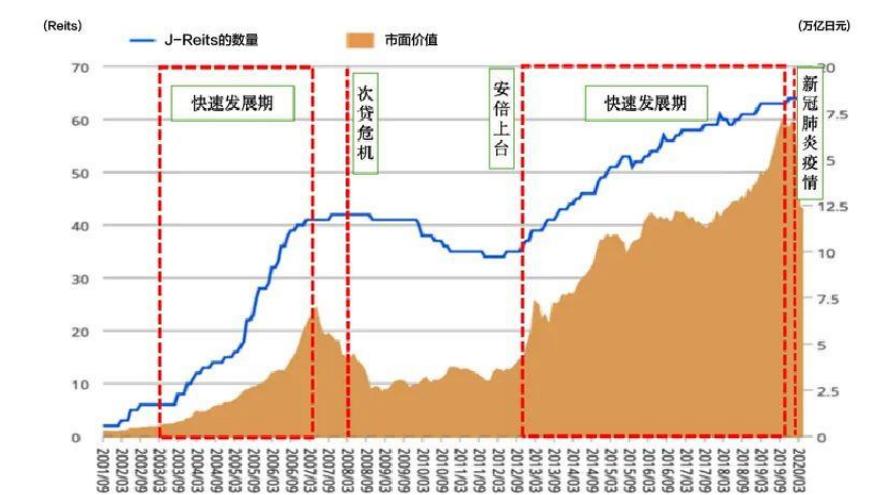


到 2002 年底，东京证券交易所只有 6 只 J-Reits 上市，但到 2003 年，日本政府开放 FOF 基金对 J-Reits 的投资，J-Reits 逐渐受到机构投资者的青睐，发展开始加快。

数据显示，2005-2007 年间，日本上市 J-Reits 数量大幅增加，投资对象也由单一的写字楼物业扩展到酒店、物流设施等。一直到 2008 年，随着次贷危机爆发，J-Reits 价格大幅回落，总市值回落至 2.2 万亿元，J-Reits 的股票只数也从 2008 年的 42 只减少到 2012 年的 34 只。

此后，随着安倍政府经济刺激政策的实施，特别是量化宽松政策，推动日本中央银行大量购买 J-Reits。同时，负利率的采用以及消费税上调的延迟，也对 J-Reits 市场产生了积极的推动作用。J-Reits 市场进入到新的高速发展期——银行加大了在 J-Reits 市场的投资；J-Reits 公司也开始积极增持物业，东京等大都市圈出现投资性物业供应不足的现象。

J-Reits 在 2020 年初的新冠肺炎疫情中再次经受考验。为保持市场稳定，日本央行获财政部授权购买 J-Reits，总体而言，J-Reits 的高速发展势头不改。





J-Reits 市场表现

在回报率方面，J-Reits 的表现远高于日本股市和国债回报，表现出很好的投资价值。

近五年J-Reits市场增长及投资回报

金额单位（百万元）

年份	J-Reits 市场		东证 Reits 指数（无红利）		投资价格相关指标	
	品牌数	时价总额	指数	升降率（对比上一年）	预计分配利率	NAV 倍率
2015	52	10,560,331	1,747.54	-7.92%	3.42%	1.30
2016	57	12,123,315	1,855.83	6.20%	3.52%	1.24
2017	59	11,475,087	1,662.92	-10.39%	4.19%	1.03
2018	61	12,970,262	1,774.06	6.68%	4.18%	1.05
2019	64	16,438,044	2,145.49	20.94%	3.60%	1.20

来源：ARES

由于 J-Reits 的投资对象均为收益类房地产项目，项目租金收益稳定、投资风险相对较小。加之法律上规定 J-Reits 必须将其收益的 90%以上用于分配，因而其分红收益相比于其他股票要高很多。一项研究显示，假设 2009 年东证 Reits 指数和 TOPIX（东证股价指数）同为 1000 点，则到 2019 年东证 Reits 指数超过 3200 点，TOPIX 只有不到 2000 点。东证 Reits 指数大幅跑赢 TOPIX 指数。

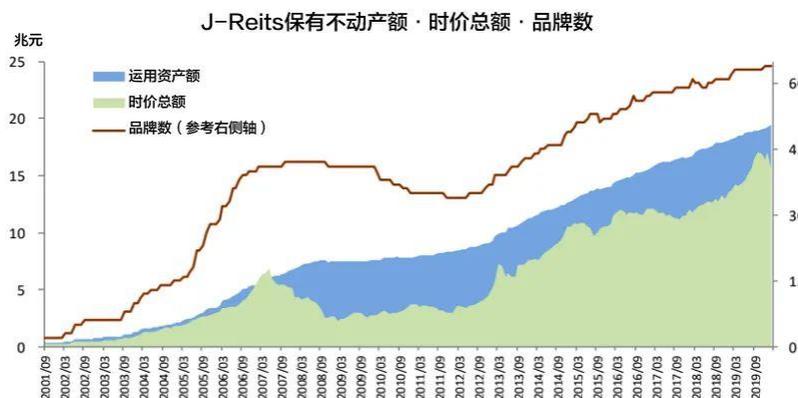


来源：《ARES 月度报告》（2020 年 3 月）

得益于日本量化宽松政策的推出及日本房地产市场的回暖，J-Reits 相较于同期的东证一部的加权平均收益率高出 2%，且与 10 年期日本国债利差也基本保持在 2.59%-3.68% 的区间。

J-Reits 的成功基因

J-Reits 能够获得日本本土及海外个人、机构投资者的追捧，是因为其参与度高、监管灵活、保护得当和收益可观。而这些优势，都是建立在法律框架以及制度设计基础之上的。



来源：《ARES 月度报告》（2020 年 3 月）

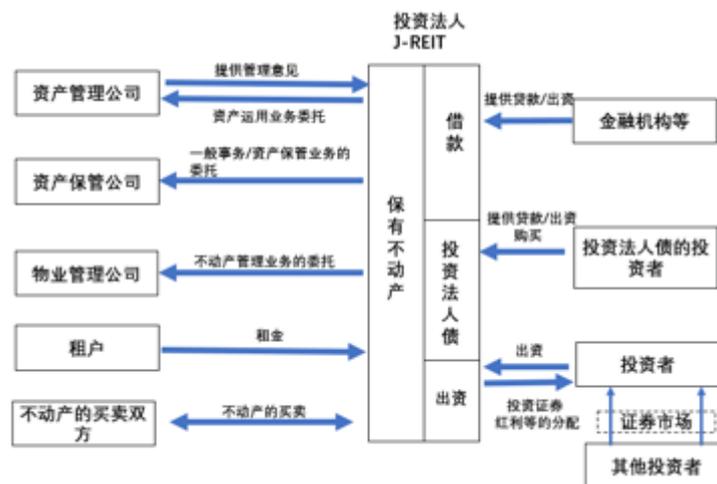
1, 循序渐进、立法先行

从 J-Reits 发展史中可以看到，日本在 J-Reits 推出方面是循序渐进的。从 1988 年展开研究到 2000 年最终法律确立花费了 12 年的时间，这 12 年里日本政府的主要精力用在法律法规的健全合理上。

Reits 准入制度的完善是发展的重要基石。在设立之初，J-Reits 要接受《投资信托法》、《土地建业法》、《金融商品交易法》等一系列律法规制。在上市后的监管上，不仅受到相关律法规制，还要接受日本金融厅、日本国土交通省、财政厅、证监会以及地方金融管理部门等众多监管，按照监管要求定期提交监管报告。可以说，J-Reits 的所有环节都是在法律法规之下行走。

2，从架构设计上体现不动产价值

J-Reits 的架构



来源：RCREIT

J-Reits 在架构设计上体现了两个核心要点：一是分离企业主体与资产主体，让资产主体保持一定的独立性以保全资产保值增值的稳定性；二是清晰资管与运营，以确保持产价值的稳步提升，为投资者带来更好的回报。



● 在 J-Reits 的架构中，投资法人仅仅是将保有的不动产所产生的收益分配给投资人的法律载体，就像一个“容器”，与资产运营相关的所有业务都委托给第三方进行。因此 J-Reits 属于被动管理型。“容器”的架构设计可以让 J-Reits 架构满足“破产隔离”的要件，即原始权益人或其利益相关方即使破产倒闭，投资法人不受影响。因此，这种架构也是限制开发的，即 J-Reits 只能投资现有物业，不能进行新项目开发。这种架构防范其被卷入其他的风险当中。

● J-Reits 投资法人右侧是各类资本方，左侧是资产管理、运营各方。J-Reits 负责筹集资金，而将不动产的购买、出售以及投资标准的决定等资产管理业务委托给资产管理公司（即 AM 公司）。可见，AM 公司对 J-Reits 的运作有举足轻重的作用。为了保证信托财产的独立和安全，不动产权利凭证等将被存放在独立的信托银行，即上图中的资产保管公司。物业管理公司（即 PM 公司）具体负责对 J-Reits 所保有的不动产进行运营管理（如招商、物业等）。这一设计通过持有经营和管理不动产，能更好地提升不动产价值，为投资者带来更好回报。

3，政府强力支持

日本是世界上唯一一个央行购买 Reits 的国家。日本政府为完善安全保障体系，于 2009 年 9 月设立房地产市场安定化基金，通过发行公司债券来改善 J-Reits 公司的财务状况。该基金很大程度完善了 J-Reits 的安全保障体系。同时，央行成立 J-Reits 专用收购基金，在二级市场持续买入 J-Reits，提振市场信心。此外，日本政策投资银行也在资金面上给予了 J-Reits 公司强有力的支援。在 J-Reits 的产品设计方面，监管层也积极促进 J-Reits 的并购重组来改善收益结构，优化配置和期限结构，同时提高资产收益。



4, 低利率市场环境的助推

J-Reits 除投资人的出资（股权）以外，还通过银行和投资法人债（债权）筹集资金，投资于房地产。由于债权的资金调配成本低廉，杠杆效应显现，债性资金的融资比例越高，则权益资本的收益回报越高。

日本率先实行零利率已有 20 年，而日本央行行长黑田东彦推出创纪录的刺激计划也已有 7 年。这意味着日本国内市场上存在着大量便宜资金。这对 J-Reits 通过债权筹资十分有利。

由上可见，日本 J-Reits 获得成功，离不开稳固的法律基础以及在法律基础上搭建的交易架构，离不开宽松的货币环境以及中央银行的直接购买。当然，在此过程中，严格监管和信息公布等对投资者的保护方面也可以让投资者放心购买。

结语

对比日本，中国版 Reits 在政策层面经历了 10 余年研究后，终于决定下海试航。但必须指出的是，法律体系的缺失成为了目前中国版 Reits 发展的根本性障碍。中国现行《公司法》、《证券法》主要规制股票和公司债券，没有认定 Reits 是证券品种，《基金法》难以完全适应 Reits 的一套规则，Reits 相应的税收等配套政策难以制定。中国基金业协会会长洪磊也指出，国内虽然有专业的地产基金，但没有在法律层面上对不动产类的资产管理人做出规范，没有专业的不动产资产管理人机构，就难以作为投资人创造良好价值。因此，我国 Reits 的发展的很多方面都还需要摸着石头过河，而日本 J-Reits 就是一块过河可以摸着借鉴的“石头”。

参考资料：

日本三菱日联信托银行不动产咨询部.《图解日本 REIT》



远洋资本

郭杰群. J-REIT 的发展回顾及启示