

REITs 发展国际经验系列：美国 REITs 简史

证券研究报告

2022 年 03 月 25 日

● 核心结论

全球 REITs 发展概况。REITs (Real Estate Investment Trusts)，是指以公司、信托或协会形式拥有、经营与售卖不动产从而取得租金及资产增值收益，是将流动性较差的房地产转化为流动性较好的证券工具。1960 年 REITs 诞生于美国，70 年代末荷兰、中国台湾、新西兰、澳大利亚相继引入 REITs，90 年代起 REITs 逐渐在全球普及。2021 年是我国发行首批 REITs，目前已有 41 个国家和地区设立 REITs 制度。REITs 起源于美国，目前美国占 REITs 市场份额过半，本文重点讨论美国的 REITs 发展史。

REITs 的三种分类维度：1) 按组织形式可分为公司型和契约型，即“公司”和“信托基金”的区别；2) 按收入来源可以分为权益型、抵押型和混合型，目前全球绝大多数 REITs 为权益型；3) 按底层资产可以分为办公、工业、零售、住宅、酒店、仓储、基建、医疗、数据中心等等。

60 年美国 REITs 发展史回顾。

- 1) **1960-1967 年：**60 年代前中期处于 REITs 探索期，发展十分缓慢，只有 10 家规模较大的 REITs，市值维持在 2 亿美元左右。
 - 2) **1968-1975 年：**1967 年抵押型 REITs 出现，此类有价证券收益率不受当时银行利率管制约束，因此许多美国银行推出抵押型 REITs 提供贷款并实现出表，1968-1972 年 REITs 规模迎来爆发性增长。1973 年石油危机后美国经济衰退、地产严重过剩，大量抵押贷款坏账风险暴露，抵押型 REITs 陷入困境。
 - 3) **1976-1985 年：**《1976 年税收改革法案》和《1981 年经济复兴法案》相继推出令权益型 REITs 迎来黄金十年。十年间权益型 REITs 年化收益率 22.0%、战胜标普 500 (13.6%)。
 - 4) **1986-1990 年：**《1986 年税改法案》鼓励 REITs 主动管理并放大其税收优势，权益型 REITs 优势逐步凸显。但 80 年代末储贷危机叠加地产供给过剩导致 REITs 熊市。
 - 5) **1991-1997 年：**1991-1997 年全美 REITs 规模扩大 16 倍，其中权益型 REITs 扩大 23 倍，是结构创新、IPO 繁荣与机构投资者涌入三因素共振的结果。
 - 6) **1998-2008 年：**亚洲金融危机后全球资金涌入美国股市，REITs 市场则遭到冷落，1998-1999 年 REITs 总市值下跌 11.6%。2000 年初科网泡沫破灭，成长和价值反转，REITs 企稳回升并于 2006 年到达顶峰随后爆发次贷危机。2007-2008 年 REITs 总市值下跌 56.0%。
 - 7) **2009-2021 年：**整体处于中高速发展阶段，但抵押型 REITs 式微。
- 风险提示：对美国及全球 REITs 发展的理解不到位。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



王烁宾



18810513200



wangluobin@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、全球 REITs 发展概况	4
(一) 美国占 REITs 市场份额过半	4
(二) REITs 的三种分类维度	5
二、60 年美国 REITs 发展史	6
(一) 1960-1967 年：REITs 探索期	6
(二) 1968-1975 年：抵押型 REITs 的顺境与困境	7
(三) 1976-1985 年：权益型 REITs 的黄金十年	8
(四) 1986-1990 年：里根税改助长权益型 REITs；储贷危机导致 REITs 熊市	10
(五) 1991-1997 年：结构创新、IPO 繁荣与机构投资者涌入	12
(六) 1998-2008 年：科网泡沫破灭后成长和价值的反转	13
(七) 2009-2021 年：整体中高速发展，抵押型 REITs 式微	16
三、风险提示	17

图表目录

图 1：全球设立 REITs 的国家和地区及时间线	4
图 2：1990-2020 年全球上市 REITs 数量和市值	4
图 3：全美 REITs 按收入来源分类占比	6
图 4：美国 REITs 底层资产的引进变化	6
图 5：60 年代标普 500 指数	7
图 6：70 年代各类 REITs 总市值（百万美元）	7
图 7：70 年代各类 REITs 价格指数表现（1971 年 12 月=100）	8
图 8：1976-1985 年美国实际 GDP 同比和 CPI 同比	8
图 9：美国 OFHEO 房价指数同比	9
图 10：美国 30 年期抵押贷款固定利率	9
图 11：1976-1985 年各类 REITs 全收益指数表现（1976 年 1 月=100）	10
图 12：1976-1985 年各类 REITs 总市值（百万美元）	10
图 13：美国银行倒闭数量	11
图 14：美国房地产景气指数	11
图 15：美国房屋空置率和出租空置率	11
图 16：1986-1991 年美国实际 GDP 同比和 CPI 同比	12
图 17：美国 REITs IPO 规模	12
图 18：90 年代各类 REITs 总市值（百万美元）	13
图 19：90 年代各类 REITs 全收益指数表现（1991 年 1 月=100）	13

图 20：美国标普 500 指数市盈率14

图 21：美国 REITs 的 P/FFO.....14

图 22：美国：新断供比例：ALT-A 级贷款（季）15

图 23：美国居民储蓄率15

图 24：美国新屋及成屋销售15

图 25：1998-2008 年各类 REITs 总市值（百万美元）16

图 26：2009-2020 年各类 REITs 总市值（百万美元）16

图 27：2009-2022 年各类 REITs 全收益指数表现（2009 年 1 月=100）17

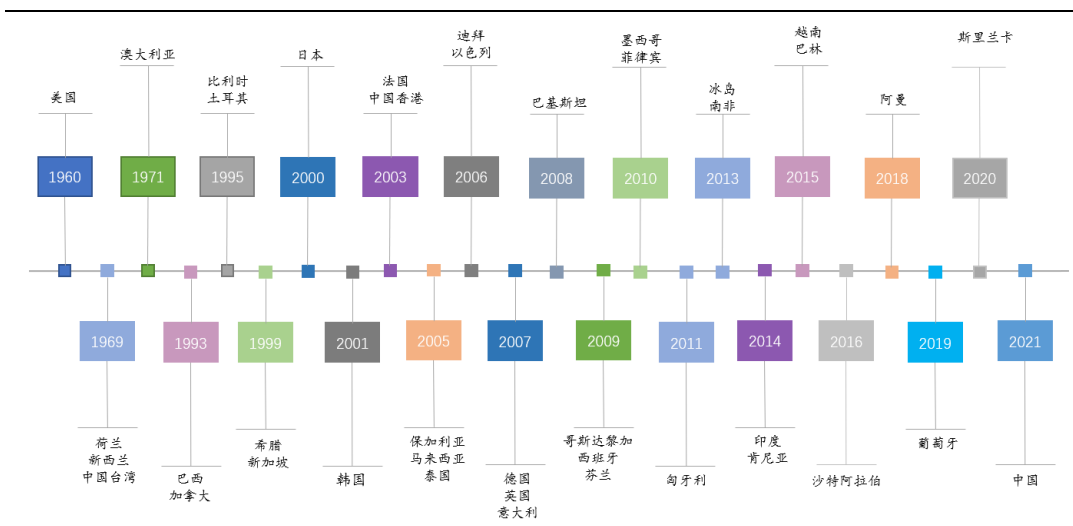
表 1：2021 全球主要国家 REITs 市值及相关权重5

一、全球REITs发展概况

(一) 美国占REITs市场份额过半

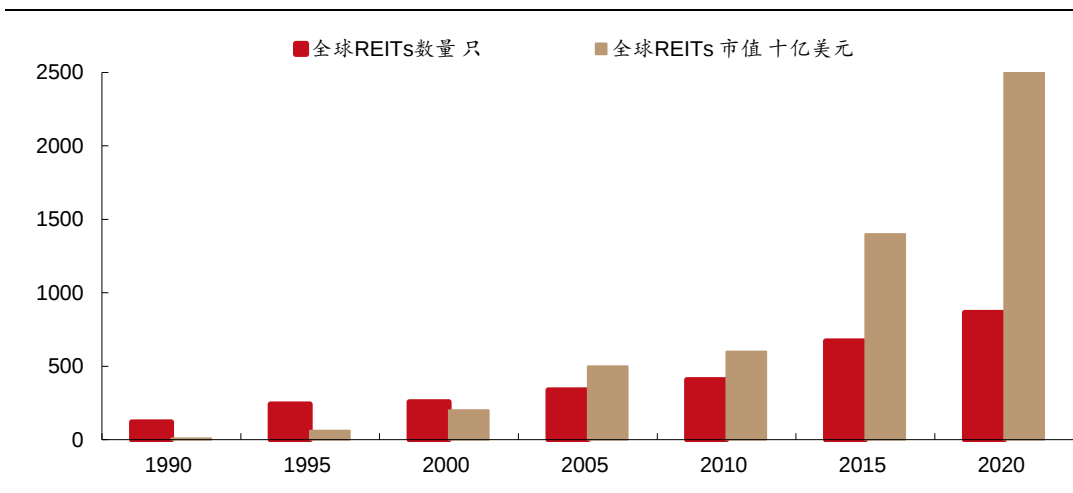
REITs (Real Estate Investment Trusts), 是指以公司、信托或协会形式拥有、经营与售卖不动产从而取得租金及资产增值收益, 是将流动性较差的房地产转化为流动性较好的证券工具。1960年REITs诞生于美国, 70年代末荷兰、中国台湾、新西兰、澳大利亚相继引入REITs, 90年代起REITs才逐渐在全球普及, 2021年是我国也发行首批REITs, 目前已有41个国家和地区设立REITs制度。截至2021年12月全球共有932家上市REITs, 总市值约2.5万亿美元, 美国占据半壁江山。REITs起源于美国, 目前也是国际上规模最大、发展最成熟的市场, 因此本文重点讨论美国的REITs发展史。

图 1: 全球设立 REITs 的国家和地区及时间线



资料来源: Nareit Global Reit Approach, 西部证券研发中心

图 2: 1990-2020 年全球上市 REITs 数量和市值



资料来源: EPRA, 西部证券研发中心

表 1：2021 全球主要国家 REITs 市值及相关权重

国家	REITs 市值 (十亿美元)	REITs 数量 (只)	REITs 占地产上市 公司比重	REITs 占商业地产 比重	REITs 占 GDP 比重
美国	1,696.3	190	98.5%	18.1%	8.1%
加拿大	77.5	42	84.2%	10.2%	4.7%
德国	6.7	7	5.0%	0.4%	0.2%
法国	52.2	28	88.4%	4.3%	2.0%
意大利	0.9	3	59.9%	0.1%	0.0%
西班牙	25.7	75	81.9%	4.4%	2.0%
英国	105.8	53	88.7%	6.8%	3.9%
澳大利亚	127.4	42	95.1%	20.5%	9.4%
新西兰	6.5	6	58.1%	6.9%	3.1%
日本	148.2	63	57.7%	6.5%	2.9%
韩国	7.2	20	84.1%	1.0%	0.4%
新加坡	77.9	35	67.6%	24.2%	22.9%
中国	8.9	6	1.7%	0.2%	0.1%
中国香港	26.7	9	12.1%	8.4%	7.7%
中国台湾	3.5	7	14.4%	1.3%	0.5%
印度	8.1	3	17.4%	1.7%	0.3%
发达市场	2,406.5	606	74.5%	10.4%	4.8%
新兴市场	92.6	326	10.0%	1.1%	0.3%
全球市场	2,499.1	932	60.1%	7.9%	3.2%

资料来源：EPRA，西部证券研发中心

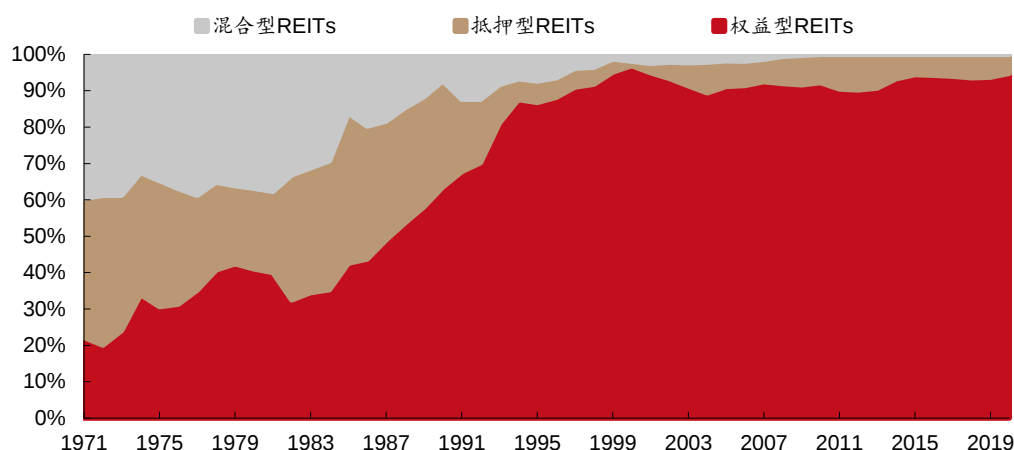
（二）REITs的三种分类维度

1) 按组织形式可分为公司型和契约型。公司型 REITs 通过发行股份的方式募集资金，具有法人资格，投资者持有的是公司股票，代表国家为美国、日本、欧洲；契约型 REITs 通过发行收益凭证筹措资金，不具有法人资格，投资人持有的是 REITs 的信托凭证或基金份额，代表国家为新加坡、澳大利亚、中国。

2) 按收入来源可以分为权益型、抵押型和混合型。权益型 REITs 直接投资房地产，收入来源为租金和转售；抵押型 REITs 投资住房贷款或 MBS，收入来源为利息；混合型 REITs 介于两者之间，也从事放款业务获取收入。目前，全球绝大多数 REITs 为权益型。

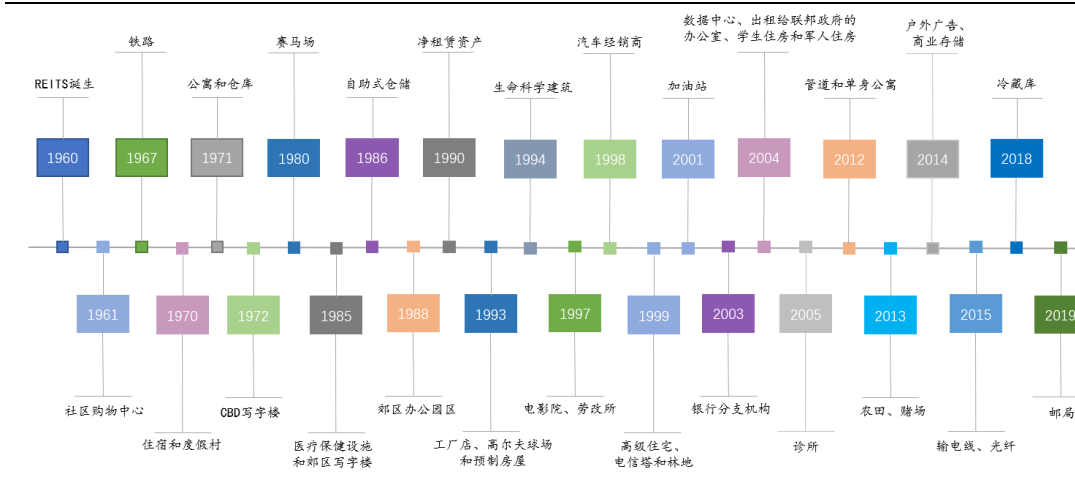
3) 按底层资产可以分为办公、工业、零售、住宅、酒店、仓储、基建、医疗、数据中心等等。

图3：全美REITs按收入来源分类占比



资料来源：Nareit，西部证券研发中心

图4：美国REITs底层资产的引进变化



资料来源：Nareit，西部证券研发中心

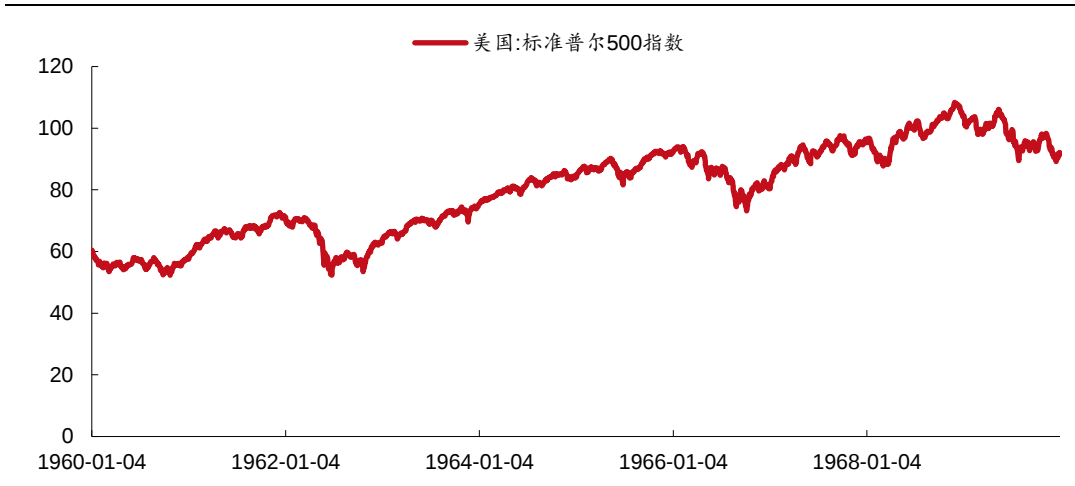
二、60年美国REITs发展史

（一）1960-1967年：REITs探索期

1960年9月14日美国总统艾森豪威尔签署《公法 86-779》，首次允许设立 REITs 并赋予税收优惠。但为避免逃税现象泛滥，仅允许 REITs 以非法人信托或组织成立且资产必须交由第三方管理，并对资产、收入、分红提出严格要求。由于 1958 年“艾森豪威尔衰退”后美国经济乃至地产业的不景气，REITs 的诞生一方面吸引民间资本进入房地产市场，拓宽融资渠道，另一方面也满足个人投资者参与规模化、多元化地产投资的需求。1960 年 9 月 15 日全美房地产投资基金协会成立，即全美房地产投资信托协会（Nareit）的前身。但是 60 年代前中期 REITs 发展十分缓慢，根据 Investing in REITs (4th)¹，60 年代前中期只有 10 家规模较大的 REITs，市值维持在 2 亿美元左右。不过，尽管规模很小，但 60 年代 REITs 年化总回报 11.5%，战胜同期标普 500 的 6.7%。

¹ Block R L. Investing in REITs: real estate investment trusts[M]. John Wiley & Sons, 2011.

图 5：60 年代标普 500 指数



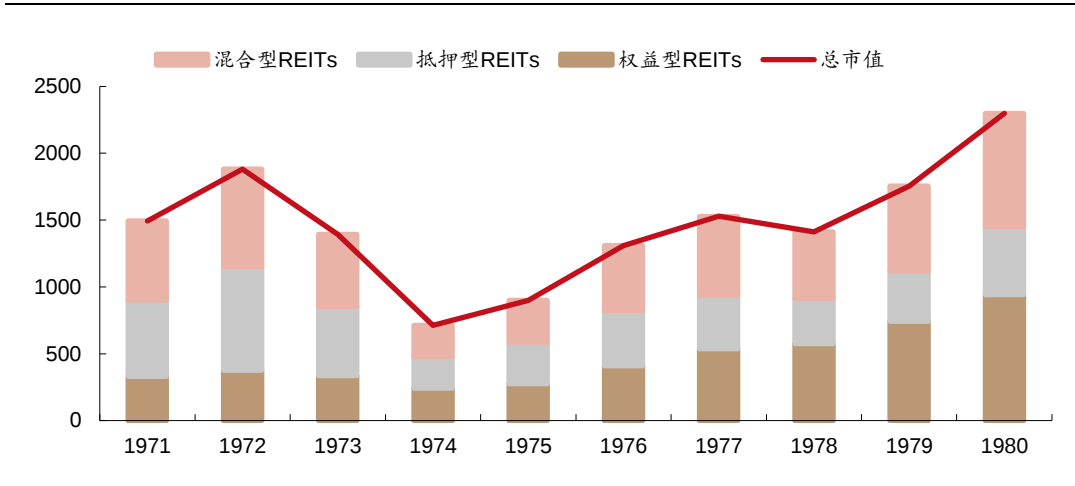
资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）1968-1975 年：抵押型 REITs 的顺境与困境

1968-1972 年 REITs 规模迎来爆发性增长。1967 年抵押型 REITs 出现，此类有价证券收益率不受当时银行利率管制约束，因此许多美国银行推出抵押型 REITs 提供贷款（以更高利率）并实现出表，1968-1970 年共新增 58 家抵押型 REITs。水涨船高，REITs 行业总市值从 1968 年的 2 亿美元左右攀升至 1972 年的 18.8 亿美元。

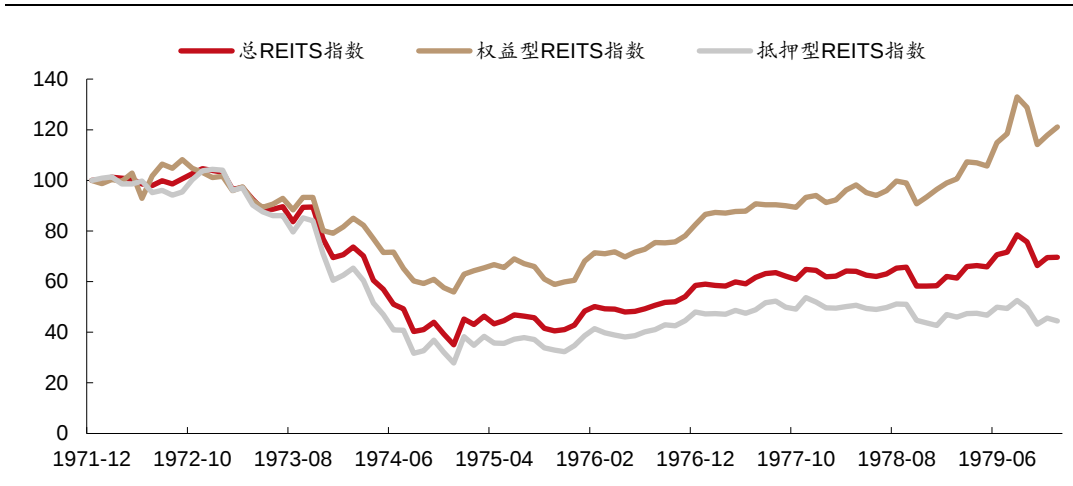
1973-1974 年抵押型 REITs 规模显著萎缩。1973 年石油危机后美国经济衰退、地产严重过剩，大量抵押贷款坏账风险暴露，1974 年不良资产率高达 73%，许多抵押型 REITs 进入破产程序。1974 年抵押型 REITs 总市值相对 1971 年缩水一半多，1974 年 12 月总 REITs、权益型 REIT 和抵押型 REITs 价格指数相对 1972 年同期分别下跌 66.3%、44.7% 和 73.3%。1974 年美国国会出台《美国 REITs 税收法案》，允许 REITs 在获得违约或被拍卖后 90 天内对物业进行运营管理，但之后需要将运营转移给独立第三方。至此，REITs 行业止住颓势。

图 6：70 年代各类 REITs 总市值（百万美元）



资料来源：Nareit，西部证券研发中心

图 7：70 年代各类 REITs 价格指数表现（1971 年 12 月=100）

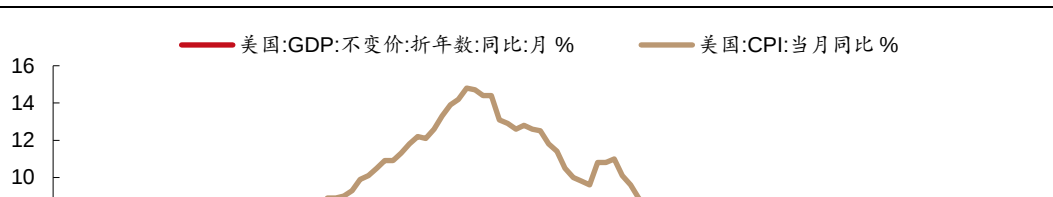


资料来源：Nareit，西部证券研发中心

（三）1976-1985年：权益型REITs的黄金十年

1976年11月时任美国总统福特签署《1976年税收改革法案》，允许REITs在商业信托之外以公司形式成立，将分红比例由90%提高至95%，同时允许REITs可以转售为目的持有不动产。该法案令REITs市场尤其是权益型REITs迎来快速发展。70年代中后期美国出现高通胀，80年代初美国经济两度陷入滞胀，此间REITs是有效对抗通胀的工具。1981年时任美国总统里根签署《经济复兴法案》，允许房地产企业采用加速折旧方式进行避税，于是资本大量涌入商业地产并推高房价，支撑权益型REITs业绩。而受美联储加息影响80年前中期30年期抵押贷款固定利率久居高位，抵押型REITs（多为固定利率模式）增加借贷成本的同时压缩利润空间。

图 8：1976-1985 年美国实际 GDP 同比和 CPI 同比



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39737

