

## 行业研究

## 日本 J-REITs 发展历程对我国的借鉴意义

## ——建筑装饰行业基建公募 REITs 专题研究之六

## 要点

## J-REITs 与日本基础设施基金

J-REITs 是日本版不动产投资信托基金，投资者能够通过投资 J-REITs 间接投资房地产。东京证交所于 2001 年 3 月建立了 J-REITs 市场并于同年 9 月启动上市了 2 只基金。截至 2020 年 12 月底，日本 J-REITs 市场规模约为 9206 亿人民币，是全球第二大 REITs 市场，其发展历程能够对我国公募 REITs 市场未来的发展提供较好的借鉴与参考。

与 J-REITs 市场类似，东京证券交易所于 2015 年 4 月 30 日建立了基础设施基金市场，其目的在于进一步运用私营部门的资本和实操知识来开发和运营公共基础设施。**基础设施基金与 J-REITs 的区别在于前者主要购买基础设施资产，而后者主要投资办公楼和住宅楼等房地产类资产。**目前，基础设施基金拥有的资产仅限于已通过 FIT 系统认证的太阳能发电设施，预计未来资产类型将不断扩大。

## 参照 J-REITs 市场规模，未来我国公募 REITs 市场规模或超 3 万亿人民币

日本 J-REITs 市场 20 年来不断发展完善，虽然其间经历了 2008 年美国次贷危机和 2020 年新冠疫情冲击，但总体向上的趋势未变，总市值由 2001 年 9 月上市初的 2600 亿日元增至 2021 年 6 月末的 17.53 万亿日元（以 2021 年 6 月 30 日汇率计，约 1.02 万亿人民币），上市 REITs 数量由最初的 2 只增至 2021 年 6 月末的 62 只。日本 J-REITs 市场的蓬勃发展为我国公募 REITs 市场发展带来启示：**参照 2020 年中日的经济体量及当前 J-REITs 市场规模，未来我国公募 REITs 市场规模或超 3 万亿人民币。**

## 税收节约是 J-REITs 的核心优势之一

目前日本的 J-REITs 均以公司型投资信托架构进行运作，采用的是投资法人的 SPC 形态。与普通公司不同，日本的投资法人享有特殊的税收处理要求，其可以从日本法人税目的应纳税所得额中扣除向单位持有人支付的股利，而通常情况下 J-REITs 倾向于分配近乎 100% 的可分配收入（至少 90% 以上），**故其实质上被免于征收企业所得税，从而在实质上获得了节税效应。**

## J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目，且其回报率高于政府债券和股票

TSEREIT 指数月度波动率的走势和幅度均接近日经平均股价指数的月度波动率，近 20 年来处于相对平稳状态（仅在 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情时有短期较大波动），表明 J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目。同时，J-REITs 的节税效应使其收益率 20 年来一直高于日本政府债券及东京证交所市场一部股票收益率，基本维持在 3%-6% 的水平。

**投资建议：我国基建公募 REITs 兼具投资价值和空间。**日本 J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目，其享有的特殊税收处理使其实质上获得节税效应，从而具有高于政府债券和股票的回报率；我国基建公募 REITs 具有类似特性：节税优势（当前主要通过架构设计实现，预计后续将有相关税法出台对其进行明确和优化）、资产增值和降低“再投资”风险等。且参照 2020 年中日的经济体量及当前 J-REITs 市场规模，未来我国公募 REITs 市场规模或超 3 万亿人民币。

预计后续将有更多配套支持政策，细化税收优惠等方面的规则，进一步鼓励、支持我国基建公募 REITs 的发展。我国基建公募 REITs 的持续落地，将带来建筑公司价值重估。**随着法规完善，REITs 出表属性将强化，或带来 1) 中期基建投资增速预期的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表，资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。**建议关注：1) 报表内无形资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的**中国交建、中国电建**；2) 受益于基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的**中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国中冶**。

**风险分析：基础设施项目经营风险；基金价格波动风险；流动性风险；税收等政策调整风险；终止上市风险。**

建筑和工程  
买入（维持）

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇——建筑装饰行业专题研究之一（2020-05-01）

投资 REITs 吸引力高，作为第四类大类资产有优势——建筑装饰行业专题研究之二（2020-05-02）

上修中期基建投资增速预期——建筑装饰行业专题研究之三（2020-05-06）

首批基建公募 REITs 发行超预期，期待建筑企业价值重估——建筑装饰行业专题研究之四（2021-06-11）

公募 REITs 试点范围拓宽，政策支持升级仅是开始——建筑装饰行业基建公募 REITs 专题研究之五（2021-07-05）

## 投资聚焦

J-REITs 是日本版不动产投资信托基金，日本 J-REITs 市场于 2001 年建立后经历了 20 年的蓬勃发展，已成为全球第二大 REITs 市场，截至 2021 年 6 月末其总市值达 17.53 万亿日元（以 2021 年 6 月 30 日汇率计，约 1.02 万亿人民币）。

我国基建公募 REITs 市场刚刚起步，J-REITs 超万亿人民币的市场规模可以为国内公募 REITs 的发展提供较好的借鉴与参考，对 J-REITs 的梳理也可以帮助我们更好地理解公募 REITs 未来的趋势从而做出前瞻性决策。

### 我们的创新之处

#### 1) 对 J-REITs 发展历程进行梳理，为我国公募 REITs 发展提供参考经验

日本 J-REITs 市场 20 年来不断发展完善，虽然其间经历了 2008 年美国次贷危机和 2020 年新冠疫情冲击，但总体向上的趋势未变，总市值由 2001 年 9 月上市初的 2600 亿日元增至 2021 年 6 月末的 17.53 万亿日元，上市 REITs 数量由最初的 2 只增至 2021 年 6 月末的 62 只。对 J-REITs 发展历程进行梳理可以使我们得到公募 REITs 发展的宝贵经验和教训，从而更好地建设我国基建公募 REITs 市场。

#### 2) 对 J-REITs 进行具体的案例分析，得到更直观的认知

对 Nippon Building Fund Inc.和 Invincible Investment Corporation 进行了拆解分析，由行业层面深入至公司层面，对 J-REITs 有了更直观和更深入的认知。深入理解 J-REITs 能够对我国公募 REITs 的发展作出前瞻性判断。

### 投资观点

**我国基建公募 REITs 兼具投资价值和空间。**日本 J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目，其享有的特殊税收处理使其实质上获得节税效应，从而具有高于政府债券和股票的回报率；我国基建公募 REITs 具有类似特性：节税优势（当前主要通过架构设计实现，预计后续将有相关税法出台对其进行明确和优化）、资产增值和降低“再投资”风险等<sup>1</sup>。且参照 2020 年中日的经济体量及当前 J-REITs 市场规模，未来我国公募 REITs 市场规模或超 3 万亿人民币。

国家发改委自 2020 年 4 月起，陆续出台了 40 号文、586 号文和 958 号文等政策文件支持我国基建公募 REITs 市场的构建、发展和完善。我们观察到政策层面逐步放宽公募 REITs 试点范围（区域扩大，行业领域扩大）、简化申报流程并鼓励回收资金再投入新项目等，并将设计 REITs 成为可扩展可扩募的资产证券化平台。预计后续还将有更多配套支持政策，细化税收优惠等方面的规则，进一步鼓励、支持我国基建公募 REITs 的发展。

**基建公募 REITs 的持续落地，将带来建筑公司价值重估。**随着法规完善，REITs 出表属性将强化，或带来 1) 中期基建投资增速预期的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表、资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。建议关注：1) 报表内无形资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的**中国交建、中国电建**；2) 受益于基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的**中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国中冶**。

<sup>1</sup> 参见《首批基建公募 REITs 发行超预期，期待建筑企业价值重估——建筑装饰行业专题研究之四》孙伟风（2021-06-11）

# 目 录

<b>1、 J-REITs 及基础设施基金市场概况 .....</b>	<b>6</b>
1.1、 J-REITs 市场概况.....	6
1.2、 基础设施基金市场概况.....	7
<b>2、 J-REITs 发展历程 .....</b>	<b>9</b>
<b>3、 J-REITs 的收益分配具有节税效应 .....</b>	<b>13</b>
3.1、 J-REITs 的架构设计 .....	13
3.2、 J-REITs 的节税效应 .....	16
<b>4、 J-REITs 具有风险低、收益高的优势 .....</b>	<b>20</b>
4.1、 J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目 .....	20
4.2、 J-REITs 回报率高于政府债券和东证一部股票 .....	21
<b>5、 J-REITs 案例分析 .....</b>	<b>23</b>
5.1、 Nippon Building Fund Inc.....	23
5.2、 Invincible Investment Corporation.....	29
<b>6、 投资建议.....</b>	<b>35</b>
<b>7、 风险分析.....</b>	<b>36</b>
<b>附录：目前日本所有 J-REITs 一览 .....</b>	<b>37</b>

## 图目录

图 1: 多种投资型 J-REITs 中主要类型数量占比.....	7
图 2: 单产业 J-REITs 主要类型数量占比.....	7
图 3: 基础设施基金体系结构.....	8
图 4: J-REITs 发展历程一览.....	10
图 5: 日本历年上市 J-REITs 数量及其总市值 (千亿日元).....	12
图 6: 日本历年 J-REITs 所有物业数量及其总资产规模 (千亿日元).....	12
图 7: 结构融资模式的包含关系.....	13
图 8: 日本不动产证券化产品分类.....	13
图 9: 不动产证券化框架图.....	14
图 10: 不动产投资信托架构.....	16
图 11: 契约型投资信托细分.....	16
图 12: 公司型投资信托细分.....	16
图 13: J-REITs 投资公司框架.....	17
图 14: ARES 日本不动产指数(ARES Japan Property Index (J-REIT))——季度收益.....	20
图 15: TSEREIT INDEX 和日经平均股价指数.....	20
图 16: TSEREIT INDEX 波动率 (月度) 和日经平均股价指数波动率 (月度).....	21
图 17: J-REITs 平均预期股息收益率 (预期股息收益率= (本期预期利润分配+下期预期利润分配) /投资单位价格) 与其他市场收益率对比 (Dividend Yield= Dividend Payout/Stock Price).....	22
图 18: Nippon Building Fund Inc. 上市以来运营总收入和净收入发展趋势及总资产规模.....	23
图 19: Nippon Building Fund Inc. 上市以来单位净资产价值及单位股利分配.....	24
图 20: Nippon Building Fund Inc. 物业总租用率(%).....	24
图 21: Nippon Building Fund Inc. 分区域资产管理规模.....	24
图 22: NBF 市盈率 (每股市价/每股收益) 和市净率 (每股市价/每股净资产).....	25
图 23: NBF 的总资产周转率 (收入/平均资产).....	25
图 24: NBF 的 ROA 和 ROE.....	25
图 25: NBF 每股 FFO (日元).....	26
图 26: NBF 每股资产净值 (NAV per unit/share) (日元).....	26
图 27: NBF LTV(loan to value).....	27
图 28: NBF 租赁活动产生的净运营收入 (十亿日元).....	27
图 29: Nippon Building Fund Inc. 长期固定利率付息债务比率和付息债务比率 (付息债务/总资产).....	27
图 30: Nippon Building Fund Inc. 普通股本回报率 (最近 12 个月普通股股东可分配净利润/平均总普通股股东权益 *100%) 和投资资本回报率 (最近 12 个月税后净营业利润/平均投资资本*100%).....	28
图 31: Nippon Building Fund Inc. 主营业务收入增长率、普通股股东所得利润增长率 ([ (本年度普通股可分配净利润/上年普通股可分配净利润) -1]*100%) 及每股股利增长率.....	28
图 32: NBF 股息收益率 (每股股利*股利支付率/每股股价*100%).....	28
图 33: INV 资产配置比例.....	29
图 34: 大东京区 GDP 占比与其他地区对比.....	30
图 35: INV 物业总租用率(total occupancy rate).....	30
图 36: INV 总资产周转率 (收入/平均资产)、总资产收益率(ROA)和净资产收益率(ROE).....	31

图 37: Invincible Investment Corporation 运营现金流 (亿日元) 和 FFO 增长率 ..... 31

图 38: Invincible Investment Corporation ..... 32

图 39: INV 主营业务收入增长率、普通股股东所得利润增长率 ( $[(\text{本年度普通股可分配净利润}/\text{上年普通股可分配净利润}) - 1] * 100\%$ ) 及每股股利增长率 ..... 32

图 40: INV 普通股本回报率 (最近 12 个月普通股可分配净利润/平均总普通股权益\*100%) 和投资资本回报率 (最近 12 个月税后净营业利润/平均投资资本\*100%) ..... 32

图 41: Invincible Investment Corporation LTV (loan to value)..... 32

图 42: Invincible Investment Corporation 每股 NAV (日元) ..... 32

图 43: Invincible Investment Corporation NOI 年化收益率 (%) ..... 33

图 44: INV 公司 2020 年酒店物业业绩情况 (ADR/RevPAR: 日元; GOP: 百万日元) ..... 33

图 45: Invincible Investment Corporation 每股分配增长情况 (日元) ..... 34

## 表目录

表 1: 世界 REITs 市场资本总额前五的国家 (截至 2020 年末) ..... 6

表 2: J-REITs 底层资产类型细分 ..... 7

表 3: 基础设施基金主要投资类型细分 ..... 7

表 4: 不动产证券化的两种主要架构 ..... 15

表 5: 不动产证券化工具和相关法律依据 ..... 15

表 6: J-REIT、私募 REIT 与私募基金的异同 ..... 18

表 7: 上市 J-REIT 和上市不动产公司的比较 ..... 19

表 8: 目前日本所有 J-REITs 一览 (截至 2021 年 6 月 23 日共 62 家) ..... 37

# 1、J-REITs 及基础设施基金市场概况

## 1.1、 J-REITs 市场概况

**不动产投资信托基金 (REIT) 是一种金融工具**，它利用从投资者和其他来源筹集的资金，收购不动产和其他财产，并将所拥有的不动产的租金收入以及出售这些财产的收益分配给投资者。REITs 最早于 1960 年在美国诞生，经历了一系列制度变革后，其市场规模于 20 世纪 90 年代迅速扩张，现已确立为主导性金融工具。

**J-REITs 是日本版不动产投资信托基金，投资者能够通过投资 J-REITs 间接投资房地产**：日本在 2000 年 11 月修订了《投资信托与投资法人法》，新增了不动产等作为共同基金的投资资产类别；在之前，这类基金的主要资产类别是股票等有价值证券，新修订的法规取消了日本版不动产投资信托基金（即 J-REITs）成立的禁令。针对这一发展，东京证交所制定了包括上市和退市标准在内的上市制度，并于 2001 年 3 月建立了 J-REITs 的上市市场。之后，J-REITs 于 2001 年 9 月启动，当时前两只基金在东京证交所 J-REITs 市场上市。

**J-REITs 目前是全球第二大 REITs 市场**。截至 2020 年 12 月底，日本 J-REITs 市场规模约为 9206 亿人民币，是全球第二大 REITs 市场，其发展历程能够对我国基础设施公募 REITs 市场未来的发展提供较好的借鉴与参考。

**表 1：世界 REITs 市场资本总额前五的国家（截至 2020 年末）**

排名	国家	市场资本总额 (十亿美元)	市场资本总额 (十亿人民币)	REITs 数量 (个)
1	美国	1206.00	7869.03	192
2	日本	141.09	920.60	62
3	澳大利亚	107.34	700.38	41
4	英国	83.19	542.81	57
5	新加坡	75.21	490.74	35

资料来源：European Public Real Estate Association (2020/12/31 中行转换汇率：1 美元=6.5249 人民币)，光大证券研究所

注：表中日本 REITs 数量取 j-reit.jp 日本不动产证券化协会 (ARES) 官网公布数据

**J-REITs 上市标准**。根据东京证券交易所的规定，对于 J-REITs 的资产，必须满足以下上市筛选标准：1) 不动产在基金管理资产中的比例为 70% 或更高；2) 不动产、不动产相关资产和流动资产的总和比例达管理资产总额的 95% 以上。东京证券交易所对具体的不动产类型几乎没有限制，例如 Industrial & Infrastructure Fund Investment Corporation 虽然也投资一些铁路相关设施、道路运输设施以及其他基础设施（如机场设施等），但整个基建部分的投资占比不到投资组合总市值的四分之一。

**J-REITs 以产权类资产为主**。J-REITs 底层资产通常有办公楼、零售物业（购物中心和商业建筑）、住宅物业、物流物业、酒店、医疗（如养老院）等。以底层资产组合类型划分，J-REITs 可以分为多元型 REITs 和单产业 REITs。

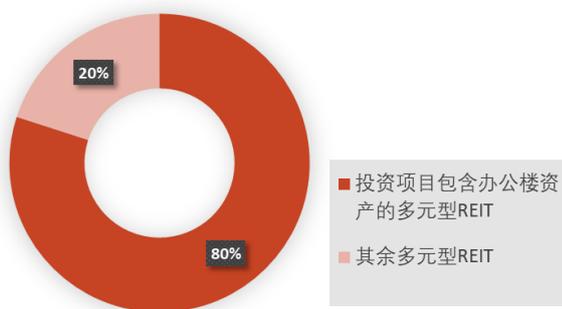
根据日本不动产证券化协会 (ARES) 官网截至 2021 年 6 月 23 日数据，目前日本共有公募 J-REITs 62 家。相较于我国目前主推的基础设施公募 REITs，J-REITs 的底层资产多为地产类项目。

表 2: J-REITs 底层资产类型细分

J-REITs 类别	底层资产类型
专注单产业的 J-REITs	办公楼
	住宅物业
	零售业设施
	物流设施
	酒店
投资多产业的 J-REITs	双产业型
	全面型
	投资两种不同用途的不动产
	投资三种或以上用途的不动产

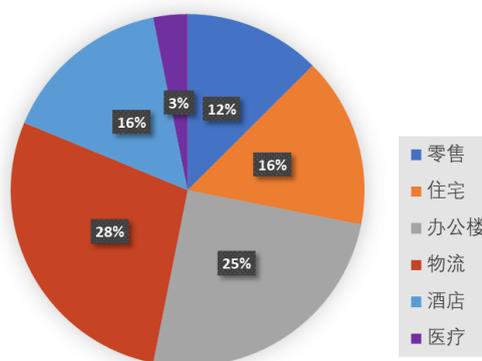
资料来源: TSE REIT GUIDEBOOK 2020, 光大证券研究所

图 1: 多种投资型 J-REITs 中主要类型数量占比



资料来源: j-reit.jp 日本不动产证券化协会 (ARES) 官网, 光大证券研究所  
注: 共计 30 家, 截至 2021 年 6 月 23 日

图 2: 单产业 J-REITs 主要类型数量占比



资料来源: j-reit.jp 日本不动产证券化协会 (ARES) 官网, 光大证券研究所  
注: 共计 32 家, 截至 2021 年 6 月 23 日

## 1.2、基础设施基金市场概况

**基础设施基金市场的建立及目的。**与 J-REITs 市场类似, 东京证券交易所于 2015 年 4 月 30 日建立了基础设施基金市场, 其目的在于进一步运用私营部门的资本和实操知识来开发和运营公共基础设施; 同时, 该市场的建立也与基础设施投资需求增长等因素有关。目前全球多个国家和地区已经建立了这种投资各种基础设施资产的上市基金市场。

**基础设施基金与 J-REITs 的区别**在于前者主要购买基础设施资产, 而后者主要投资办公楼和住宅楼等房地产类资产。基础设施基金是一种结构类似于 J-REITs 的金融工具, 通过利用从投资者处募集到的资金来购买基础设施资产 (例如可再生能源发电设施等), 并将租赁此类资产所产生的收益分配给投资者。投资于基础设施资产的投资公司在基础设施基金市场上市, 其与 J-REITs 的区别在于前者主要购买基础设施资产, 而后者主要投资办公楼和住宅楼等房地产类资产。

表 3: 基础设施基金主要投资类型细分

基础设施类别	底层资产类型
可再生能源发电设施	太阳能
	风能
	地热能
	生物质能

	中小型水电站等
公共设施运营权	运营不同类型公共设施的权利
交通运输相关资产	公路
	机场
	港口设施
	铁路
	通过水路运输或储存能源的船舶
能源相关资产	电力设施（电站）
	油气管道
其他类型	供水及污水处理
	无线电设备等

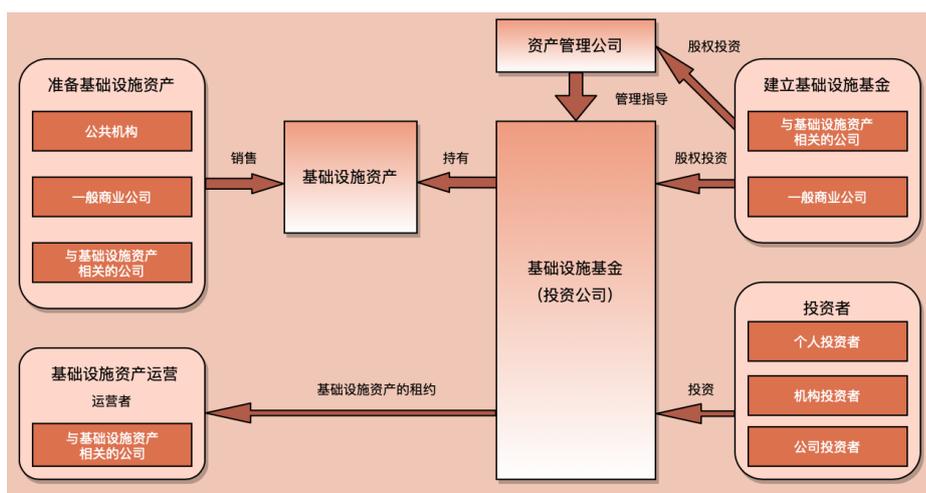
资料来源：TSE OFFICIAL J-REIT GUIDEBOOK（2021.5），光大证券研究所

自 2016 年 6 月首个基础设施基金上市以来，基础设施基金市场已经发行了七期债券，按市值计算，其市场规模已增长至约 900 亿日元<sup>2</sup>。从分散投资组合风险的角度考虑，投资者对基础设施基金的兴趣较为浓厚。同时，基础设施属于稳定资产，其盈利不易受到经济波动的影响；且基础设施基金与 J-REITs 类似，也被授予税收优惠，可以消除双重征税<sup>3</sup>，故其对投资者吸引力较强。

**基础设施基金所拥有的资产受益于政府的可再生能源上网电价制度（FIT，Feed-in Tariff）：**为了普及和推广可再生能源，该制度要求电力公司在一定时期内（例如，太阳能发电是 20 年）以政府指定的价格购买通过使用太阳能、风能、水力、地热能或生物质能发电的电力。

目前，基础设施基金拥有的资产仅限于已通过 FIT 系统认证的太阳能发电设施，预计未来资产类型将不断扩大。截至 2018 财年，可再生能源在日本总发电量中的比例为 16.9%，日本政府计划到 2030 年将这一比例扩大到 22%至 24%。某些上市基础设施基金也表明了未来将纳入其他可再生能源设施（例如风力发电和水力发电）的策略。因此，预计未来可再生能源设施（不限于太阳能发电设施）的资产类型将不断扩大。

图 3：基础设施基金体系结构



资料来源：TSE REIT GUIDEBOOK 2020，光大证券研究所

<sup>2</sup> 资料来源：TSE OFFICIAL J-REIT GUIDEBOOK（2021.5）

<sup>3</sup> TSE OFFICIAL J-REIT GUIDEBOOK（2021.5）：从第一项投资资产租赁开始算起，符合条件的期限限制为 20 年。

## 2、J-REITs 发展历程

2000 年 11 月，日本修订了《投资信托与投资法人法》（以下简称《投信法》），新增加了房地产等作为共同基金的投资资产类别。按照惯例，这类基金的主要资产类别是股票等有价证券，而《投信法》修订给 J-REITs 的问世提供了机会。修正前的《投信法》仅限于股票以及债券等投资对象，无法通过投资信托的形式进行不动产投资。此次修正的主要目的是为了刺激不动产市场，并吸引个人存款进入不动产投资市场，因为证券化可以使投资金额实现小额化，更容易广泛地聚集投资人。2001 年，日本成为亚洲首个引入现代 REITs 制度的国家。

- **2001-2007 年，初期扩张到高速发展：**J-REITs 市场始于 2001 年 9 月，东京证交所发行了两只 J-REITs 上市基金，总市值约为 2600 亿日元，到了 2007 年 5 月，总市值增长至约 6.7 万亿日元（当时共有 41 只 J-REITs 上市），TSEREIT 指数（不包括股息支付）以 2612.98 点创历史新高。这是 J-REITs 的初期扩张到高速发展阶段。
- **2008-2009 年，金融危机带来的衰退期：**2008 年起，J-REITs 进入了衰退期。受全球金融危机的影响，2008 年 10 月首次发生了 J-REITs 公司的破产案例（New City Residence Investment Corporation 因为破产而退市）。TSEREIT 指数跌至 704.46 点，为该指数问世以来最低点。在 2008 年到 2011 年之间，受金融危机的影响，上市 J-REITs 数量有所下降，J-REITs 所有物业总量以及总资产规模上升也十分缓慢。到 2011 年 11 月底，上市的 J-REITs 数量下降至 34 家。虽然市场进入衰退期，但日本政府以及央行给予了相应扶持，以重振 J-REITs 市场并促进经济复苏。
- **2009 年—2012 年，政府救市下 J-REITs 触底回升：**为了稳定投资者对 J-REITs 市场的信心，继续投资于该市场，日本政府于 2009 年 9 月设立了面向 J-REITs 市场的救市基金——不动产市场安定化基金，以期为 J-REITs 市场募集资金。随后，日本央行专门设立了购买 J-REITs 股票的基金，持续买入 J-REITs 股票，意在稳定 J-REITs 市场。

同年，日本政府还着手有关 REITs 合并<sup>4</sup>的立法准备<sup>5</sup>，在负商誉<sup>6</sup>和合并产生款项方面进行修正，有关投资法人的合并制度明确后，各投资法人通过合并以扩大规模和提高信用度。随着 REITs 合并相关法律的修订，一些投资公司开始进行吸收并购和创立合并。2010 年共有 7 个成功的合并案例，促进了 J-REITs 市场的重新洗牌。虽然市场处于衰退阶段，但公司的合并也给未来的发展带来了更强劲的动力，所以 2009 到 2011 年间上市 J-REITs 数量的下降不完全是金融危机的影响，还有公司合并的原因。

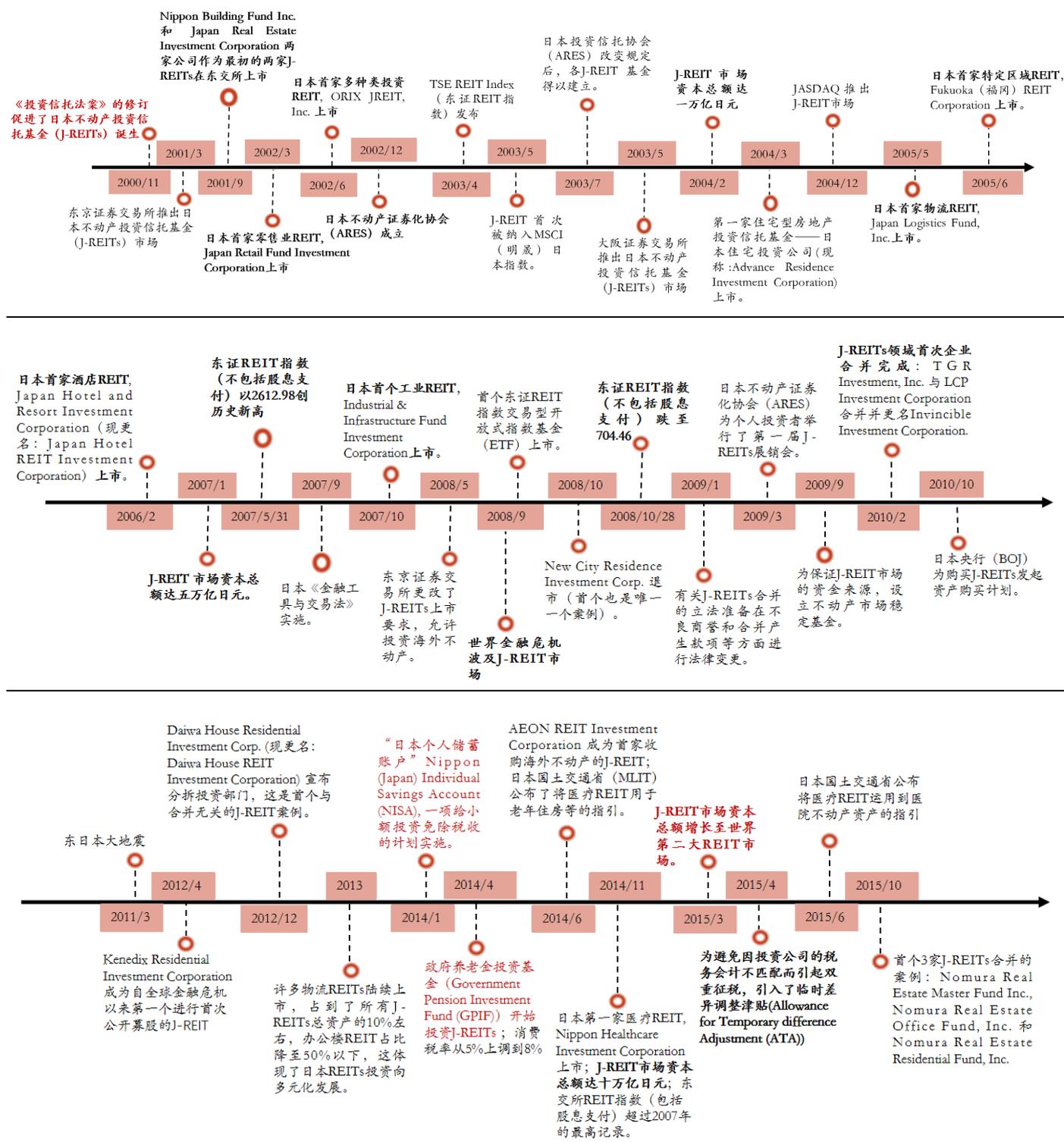
2011 年 3 月，东日本发生大地震，又给日本不动产投资市场带来了巨大的影响，不动产交易市场也因为地震风险而一度停滞。所幸由于日本建筑设计都有抗震要求，J-REITs 所持物业在这次大地震中没有很大的损失。

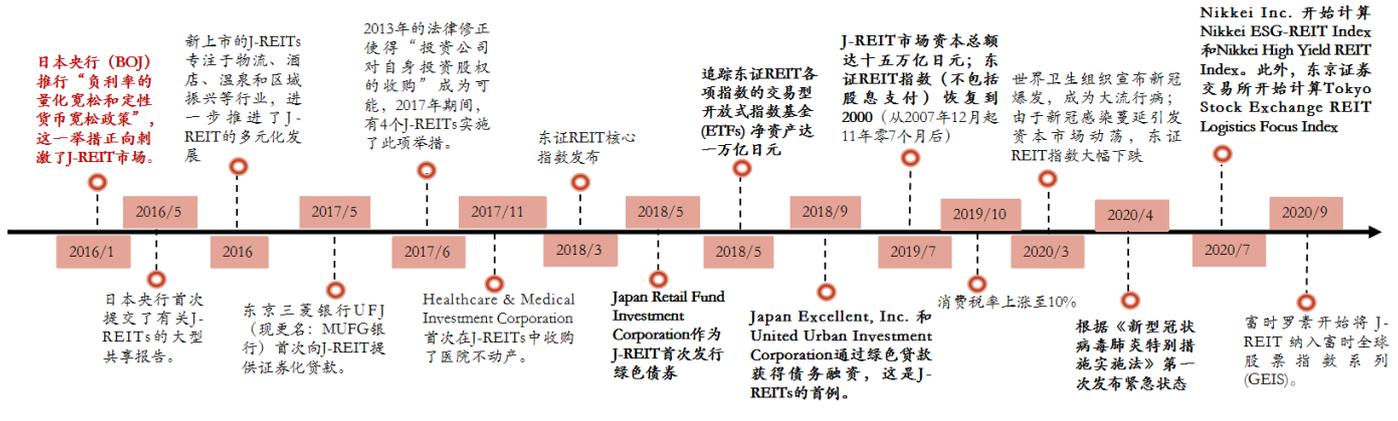
<sup>4</sup> 合并制度变更的主要内容包括：①合并支付金的处理，由关于投资法人的法令予以明确②明确规定将分配收益相当的合并支付金作为分配的收益计入损失。③并购价和公司资产差额的会计处理，如果在发生年度一次性计入损益的，可以将并购价和公司资产差额的发生额从作为收益分配冲销条件的可分配收益中予以扣除。④投资法人间的合并是否符合税法规定的“被合并法人和合并法人共同经营事业的合并”（适格合并）的判断标准，由金融厅向国税厅发出意见征询，明确投资法人的适格合并的条件。（资料来源：《图解日本 REIT》）

<sup>5</sup> 有关 J-REITs 税收，原则上，不包括在直到出售时才可扣除的费用中的减值损失和合并时的负商誉都是产生税收和会计差异的重要原因。（资料来源：日本国土交通省官网：Report of the Real Estate Strategy）

<sup>6</sup> 负商誉是指购买某企业或业务时的实际支付金额低于该企业或业务的净资产的差额。多数合并投资法人都将合并时产生的负商誉加以利用，进行物业的更换，整理资产组合。在 J-REITs 领域，被收购的 J-REITs 净资产价格高于购买价时，二者之间的差额就会作为会计计算上的收益。但是该收益不是税务上的所得收入，所以不用纳税，通过从分配收益中扣除等措施，可以不作为分配金额一次性分配。原则上，J-REITs 的收益是不得内部保留的，但是仅在合并投资法人的情形下，允许从下一会计年度开始保留基于负商誉的收益，直至必要时再予以拆分。负商誉可以用在出售损失、减值损失等多方面，来稳定分配金额。（资料来源：《图解日本 REIT》）

图 4: J-REITs 发展历程一览





资料来源: j-reit.jp 日本不动产证券化协会 (ARES) 官网, 光大证券研究所

- **2014 年-2016 年，税收政策持续优化，养老金入市：**由于人口老龄化问题越来越显著，2014 年 1 月，日本仿照英国从 1999 年开始实行的 ISA (Individual Savings Account) 免税投资模式推行 NISA (Nippon Individual Savings Account)——“日本个人储蓄账户”计划，作为给小额投资免除税收（投资上市股票，股票投资信托等产生的股息和资本收益都免除税收）的一项计划实施<sup>7</sup>，该账户可以用于投资 J-REITs。2014 年 4 月，政府养老金投资基金 (Government Pension Investment Fund (GPIF)) 也开始投资 J-REITs。

日本政府发现 J-REITs 在避免双重征税问题的措施上仍然存在一定缺陷。在 J-REITs 问世之初，就有相关为避免双重征税设立的规定，即 J-REITs 投资公司满足一定条件则可将分红计入亏损（详细说明见脚注 19），其中最重要的条件是将可支配收入的 90% 进行分红。“可支配收入”是指以当期的税前净收益为基础，再根据税法而采取一定计算方法得出的，但这有可能与会计上的以税后收益为基础算出的“利润分配”不一致，从而产生税会不一致问题<sup>8</sup>，所以这还不足以更完善地解决双重征税问题。因此，2015 年 4 月，《投信法》进行了修正，引入了临时差异调整津贴 (Allowance for Temporary difference Adjustment (ATA))<sup>9</sup> 来解决这一问题。

- **2016 年至今，负利率大背景下 J-REITs 快速发展：**2016 年 1 月，日本央行 (BOJ) 推行“负利率的定量和定性货币宽松政策” (QQE with a negative interest rate)<sup>10</sup>：日本央行对金融机构在央行的账户实行 -0.1% 甚至更低的负利率，同时对货币市场进行调控，使货币基数以每年 800 亿日元的速度增加，以期拉动消费、贷款和投资；此外，日本央行开始以每年 900 亿日元的速度购入 J-REITs。这一系列政策措施提振了 J-REITs 市场，上市

<sup>7</sup> 只要居住在日本并年满 20 周岁即可建立个人储蓄账户，用该账户的存款投资上市股票或者股票投资基金，可免除税率 20% 的资本利得税。每年最多投资 100 万日元 (每年没有用完的额度不可以延至下一年)；免税期限最长为五年 (根据 NISA 计划，5 年期限后，投资者可以持有该资产并每年投资不超过 100 万日元。因此，实际上该计划的最长免税期为 10 年)。这一举措是为了鼓励个人小额投资，增强居民的理财投资意识，让居民在社保框架之外也有其他收入来保证现在以及退休后有更充足的生活来源。

<sup>8</sup> 如果两种算法下的可支配收入差异大，税费成本会大幅压缩税后收益，就会导致对利润的分配低于可分配收益的 90%，就不能满足分红计损的条件了。

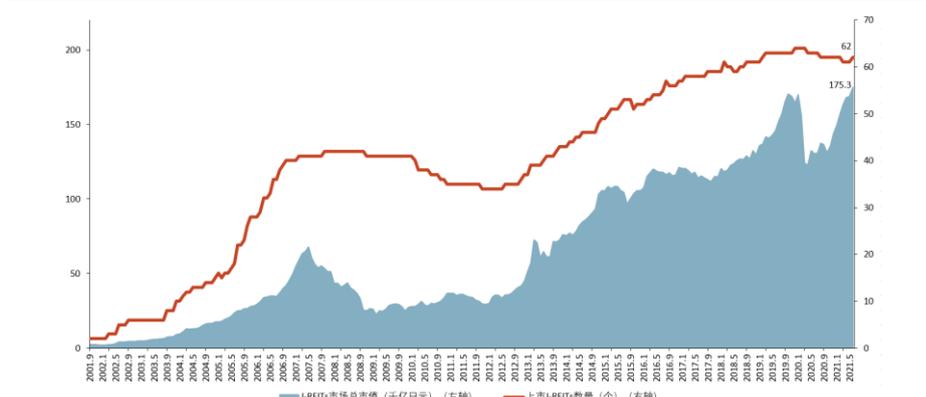
<sup>9</sup> 鉴于投资信托法的修正案，相当于超额利润分配一部分金额的临时差异调整准备金的增加额将计入包括在临时差异调整准备金中的分红中。此外，根据需分配大于 90% 的收益的控制性股息要求，应从可分配利润中扣除暂时性差异调整准备金的增加额。

<sup>10</sup> 日本中央银行于 2016 年初发布公告，决定推行“负利率的定量和定性货币宽松政策”，以期能尽快实现通胀率 2% 的物价稳定目标，该政策涵盖了利率、定量和定性三方面。其中定性政策方面对 J-REITs 的直接影响比较大，其中一条即日本中央银行会以每年 900 亿日元的速度购入 J-REITs。

J-REITs 数量不断增加，截至 2020 年 1 月末 J-REITs 总市值达到 17.02 万亿日元。

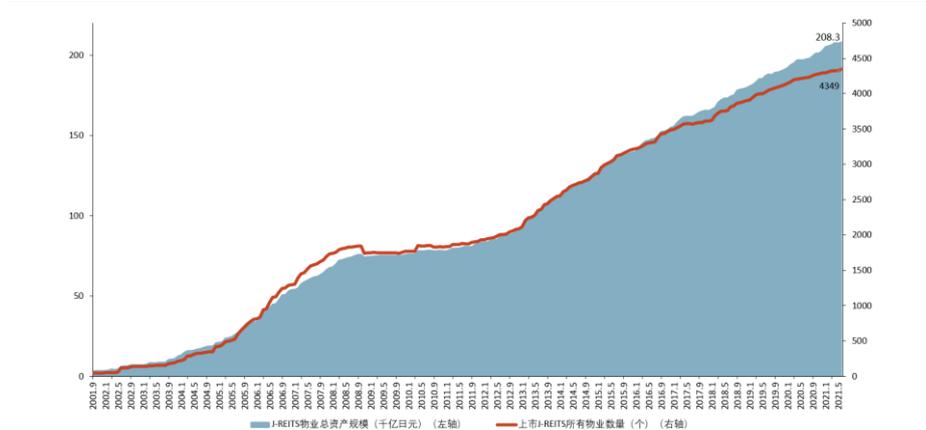
然而次月开始，新冠疫情在日本传播爆发，J-REITs 市场受到严重冲击，总市值在 3 个月内下跌 27.7%，由 1 月末的 17.02 万亿日元跌至 4 月末的 12.31 万亿日元。2020 年 5 月开始日本疫情逐步得到控制，J-REITs 市场持续恢复，并于 2021 年 6 月末创下新高，总市值达 17.53 万亿日元（以 2021 年 6 月 30 日汇率计，约 1.02 万亿人民币），TSEREIT 指数（不包括股息支付）亦恢复至 2151 点。

图 5：日本历年上市 J-REITs 数量及其总市值（千亿日元）



资料来源：j-reit.jp 日本不动产证券化协会（ARES）官网，光大证券研究所，截至 2021 年 6 月末

图 6：日本历年 J-REITs 所有物业数量及其总资产规模（千亿日元）



资料来源：j-reit.jp 日本不动产证券化协会（ARES）官网，光大证券研究所，截至 2021 年 6 月末

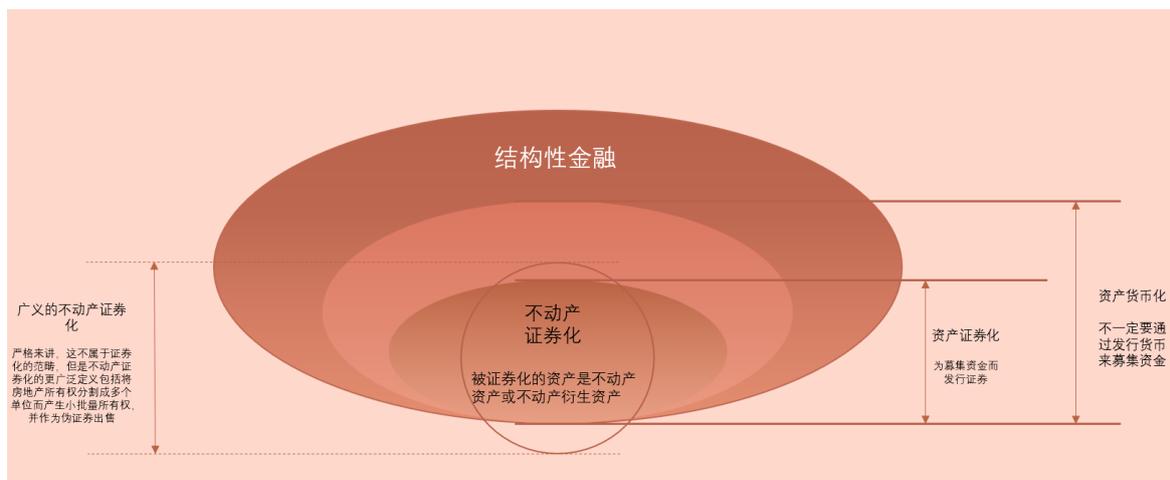
**日本 J-REITs 市场的蓬勃发展为我国公募 REITs 市场发展带来启示：未来我国公募 REITs 市场规模或超 3 万亿人民币。**参照 2020 年中日的经济体量（据世界银行官网数据，2020 年中国 GDP 总量为 14.72 万亿美元，日本 GDP 总量为 5.06 万亿美元，两者接近 3:1）及当前 J-REITs 市场规模（2021 年 6 月末 17.53 万亿日元；以 2021 年 6 月 30 日汇率计，约 1.02 万亿人民币），未来我国公募 REITs 市场规模或超 3 万亿人民币。

### 3、J-REITs 的收益分配具有节税效应

#### 3.1、 J-REITs 的架构设计

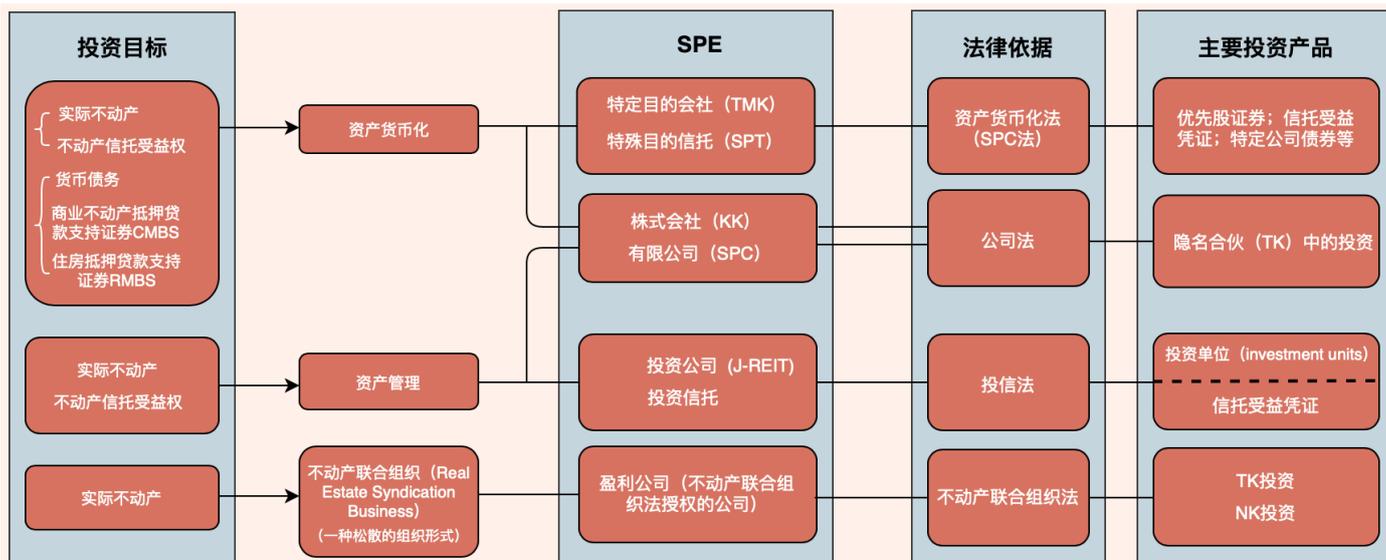
J-REITs 是不动产证券化的形式之一，而不动产证券化属于资产证券化的范畴，它们都包含在结构融资模式之下（用特殊结构进行融资的融资方式称为结构融资）。不动产证券化的产品和形式多种多样，投资目标也不相同，包括实际不动产、不动产信托受益权、抵押贷款支持证券等，运用的特殊目的工具（SPV/SPE）也不同，有 TMK、有限公司、投资公司、契约型投资信托等多种类型，所以架构上也有一定差别。

图 7：结构融资模式的包含关系



资料来源：ARES Real Estate Handbook 2006-2007，光大证券研究所

图 8：日本不动产证券化产品分类

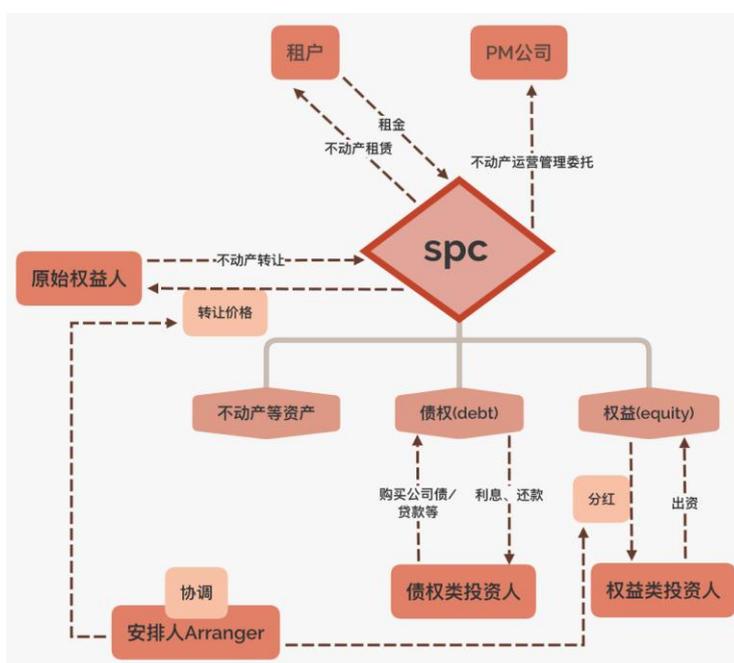


资料来源：ARES Real Estate Handbook 2006-2007，光大证券研究所

证券化是指任何把资产的经济绩效与金融和资本市场联系起来的过程。“一种重组流动性有限的资产的现金流的技术，资产经过重组后，可以根据投资者和资本市场参与者的需求创造出值得投资的投资产品。”<sup>11</sup>

通常，要将流动性低的资产转变为具有更大流动性的资产时，会使用“资产货币化”的方式。这种情况下，拥有资产的发起人（originator）仅出于拥有这些资产的目的而建立实体（该实体通常称为特殊目的实体或 SPE），然后将资产转让给这个 SPE。该资产产生的未来现金流量可以为 SPE 的投资和贷款做担保，这些资金最终将流回发起人。在这种情况下，不是必须发行有价证券，因此这也称为广义的资产证券化。而资产证券化简单来说是可以在未来产生现金流的资产放在具有“破产隔离”性质的载体（SPE）中并对该资产实施管控措施并维持其信誉。

图 9：不动产证券化框架图



资料来源：《图解日本 REIT》（日本三菱日联信托银行不动产咨询部 著），光大证券研究所

一般而言，资产证券化有四个基本要素：（1）将要被证券化的、能产生未来现金流量的资产（底层资产）；（2）投资于底层资产产生的现金流量的投资者；（3）充当渠道连接底层资产和投资者的 SPE（通常称为特殊目的载体（SPV））；以及（4）证券化产品，代表投资者将要购买的权益，但并不一定必须是投资证券的形式。结合了以上这些要素并使底层资产可能产生的破产情况与发起人和投资者分离，且具有其他各种风险控制技术来维持信誉的交易被称为证券化。

在资产证券化的各种形式中，不动产证券化是以将未来不动产产生的现金流量分配给投资者为保证来募集投资的证券化方式，或者说是一种确保流动性较低的不动产资产获得更大流动性的手段。该流动性通过发行小面额的股权来实现，这些股权具有获得证券化不动产产生的现金流量的各种权益<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> ARES Real Estate Handbook 2006-2007 中引用的西村律师事务所在 Corpus Juris Finance 一书中对证券化的定义。

<sup>12</sup> 参考资料：ARES Real Estate Handbook 2006-2007

表 4：不动产证券化的两种主要架构

	资产货币化	资产管理
<b>概念定义</b>	将特定的不动产资产转移到特殊目的实体中，主要通过该资产产生的现金流量来募集资金。通过证券化将房地产的经济利益分成小单位，这样更容易募集到资金。	从多个投资者处募集的资金汇集在一起（形成一个基金）投资于房地产物业并进行管理；将营业收益分配给投资者。可以通过证券化创建小额投资单位并确保流动性。
<b>主要载体/法律依据</b>	SPC/资产货币化法	投资公司和投资信托/投信法
<b>该证券化方式的主要特点</b>	首先指定不动产（对于基于资产货币化法的 SPC，必须事先指定要货币化的不动产）；物业的质量（可产生的现金流）是关键考量因素；原则上投资期限是有限的。	利用投资者的资金创建基金，原则上可以自由更换不动产；如果是 J-REIT（投资公司）则将管理职能外包给外部的投资信托经理；基金经理的能力是关键考量因素；原则上，“投资公司”是持续经营的公司。

资料来源：日本投资信托协会官网“Investment Trust in Japan 2014”，光大证券研究所

不动产证券化是将某项不动产转让到为证券化而设立的特殊公司中，此特殊公司以其受让的不动产作为基础资产进行资金募集的过程。由于证券化不动产的运营管理需要和原始权益人的信用风险进行严格的隔离；同时证券化产品所产生的现金流需要按照证券化计划所设计的层级进行先后分配，为了完成这些目的而设立的特殊目的载体称为 SPV (special purpose vehicle)，是一种为证券化而特别设立的工具。

SPV 有信托、组合等各种形式，其中不动产证券化最常见的形式是 SPC。SPC 的公司形态有 GK 和 TMK 两种形式。GK(合同会社)是公司法体系下的一种公司形态，TK<sup>13</sup>是基于《商法》设立的组织形态，一般以 GK-TK（隐名合伙）的架构形式出现。GK 作为经营者与作为 TK 员的权益投资者签署 TK 投资合同。TMK(特殊目的会社)是基于《SPC 法》的投资载体。灵活性相对于 GK-TK 较弱，所以实际应用中使用频率相对 GK 要少得多，但该结构也有其优势，比如可以发行公司债，可以不通过信托形式直接投资实物不动产等<sup>14</sup>。

表 5：不动产证券化工具和相关法律依据

工具 (SPE)	不动产联合组织法 (1995.4 颁布; 1999.9 修订)		SPC 法 (1998.9 颁布; 2000.11 修订)		投信法 (1998.12 颁布; 2000.11 修订)	
	有许可证的经营者	有许可证的经营者	特殊目的公司 (TMK)	特殊目的信托 (SPT)	投资公司	投资信托
方法 (资产货币化/资产管理)	-	-	资产货币化	资产货币化	资产管理	资产管理
方法 (契约 (合同) /法人)	-	-	公司	信托	公司	信托
投资者的投资形式	对 TK 投资	对 NK 投资	优先投资证券 特殊公司债券 有特殊承诺的按揭 商业票据	信托受益凭证	投资证券	信托受益凭证
股权	-	-	-	信托受益凭证	投资公司债	信托受益凭证
债券	-	-	-	信托受益凭证	投资公司债	信托受益凭证
在《金融商品取引法》下被定为有价证券	无	无	有价证券	有价证券	有价证券	有价证券
股权货币化	无	无	无	无	有上市交易市场	-
分销市场	无	无	无	无	有上市交易市场	-

资料来源：ARES Real Estate Handbook 2006-2007，光大证券研究所

<sup>13</sup> 为使在投资载体层面不课税，而只在投资人层面记入收益（投资载体的导管性特征），在日本有信托、任意组合、TK 等制度。税务上，在 TK 的形态下，SPC 的损益有一部分应计入 TK 成员的损益中，由此对 TK 成员进行了课税，这部分可从 SPC 的损益中予以扣除。TK 业务中产生的收益，如果全部计入 TK 成员中，作为 SPC 来说这部分是算作损失的，抵消了收益项，从结果上说，SPC 没有被课税，因此避免了双重征税问题。（资料来源：《图解日本 REIT》）

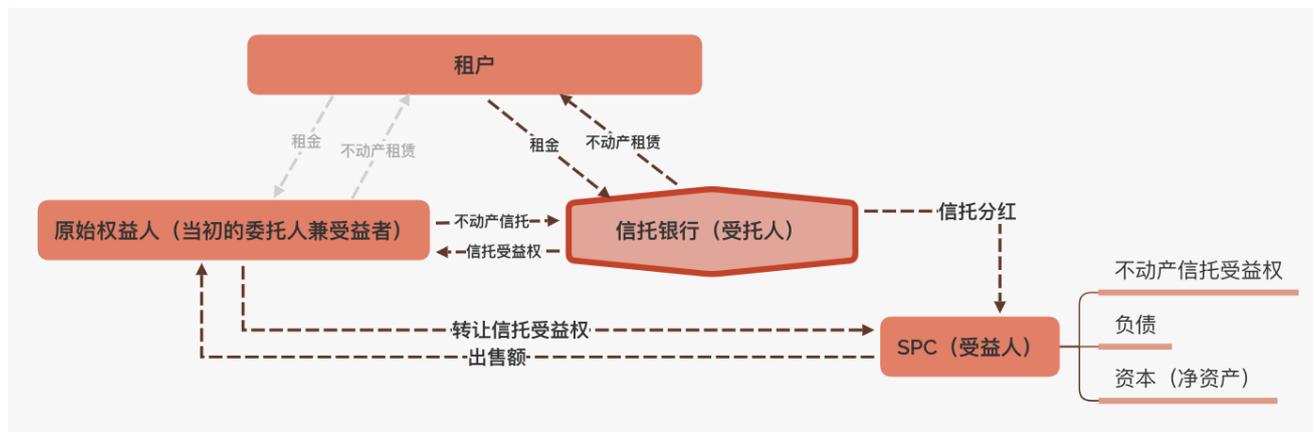
<sup>14</sup> TMK 原则上要被课取企业所得税，但如果其发行的特定公司债和优先级证券满足一定条件，如要求目标主体对经营年度的可分配收入的 90%以上进行分红等，则可以把红利分配作为亏损来计入，来避免双重征税问题。（资料来源：《图解日本 REIT》）

### 3.2、 J-REITs 的节税效应

日本的投资信托制度始于 1941 年，最初的指定货币信托以民法、信托法和信托商业法为法律依据，1951 年颁布的《证券投资信托法》为现在通行的投资信托奠定了基础。但是从 1951 年开始直到 1998 年，法律只允许公募的契约型（合同型）证券投资信托。因此，为了增强信托的功能，政府在 1998 年和 2000 年大力改革了投资信托制度并修订了相关法案。这些相关改革引入了公司型的投资信托（投资公司）、私募型投资信托和不动产投资公司。改革后的日本投资信托制度才与欧美国家的信托制度相类似<sup>15</sup>。投资信托的具体形式可能在不同国家会有不同。一般来说，契约型投资信托采用信托和共同基金等形式，日本的契约型采用的是信托形式。

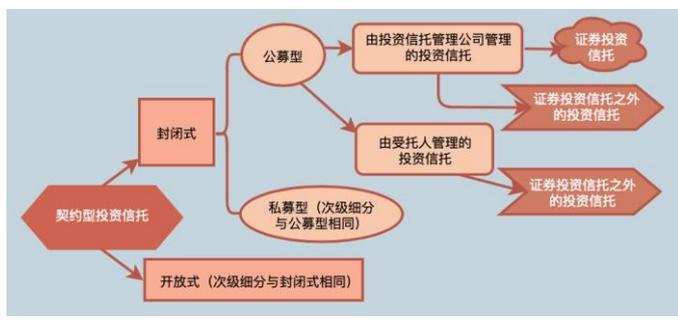
在日本，以合同类型的投资信托为主流，公司型主要是以 J-REITs 为中心进行运作的<sup>16</sup>。从形态上来看，投资信托可以分为契约型和公司型。契约型投资信托是通过订立管理公司与信托银行之间的信托合同而形成的投资信托。公司型则是以投资为目的成立法人团体而形成的投资信托（投资法人）。

图 10：不动产投资信托架构



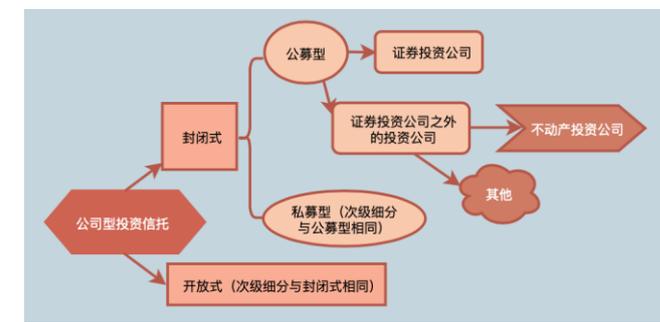
资料来源：《图解日本 REIT》（日本三菱日联信托银行不动产咨询部 著），光大证券研究所

图 11：契约型投资信托细分



资料来源：日本投资信托协会官网“Investment Trust in Japan 2014”，光大证券研究所

图 12：公司型投资信托细分



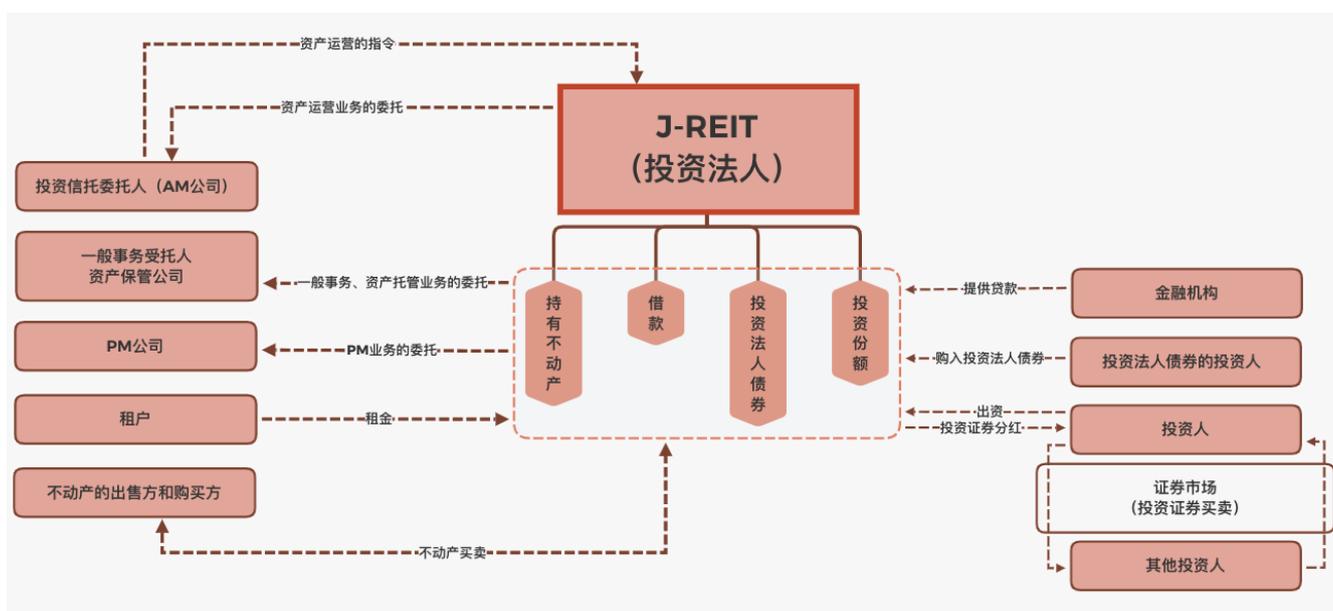
资料来源：日本投资信托协会官网“Investment Trust in Japan 2014”，光大证券研究所

<sup>15</sup> 参考资料：日本投资信托协会

<sup>16</sup> 资料来源：日本投资信托协会官网：<https://www.toushin.or.jp/>

- **日本的契约型投资信托<sup>17</sup>**，以信托为基础法定形式，由负责指导信托财产投资管理的“委托人”和负责信托财产的管理和保管的“受托人”签订信托协议后，投资管理产生的收益便会交付给“受益人”。在 1998 年对《证券投资信托法》进行修订之前，该法律仅允许契约型投资信托，且这种类型至今在日本仍占主导地位。
- **公司型投资信托（投资公司）主要投资于特定资产，并发行投资凭证（股票）。**投资者通过持有投资凭证获得股东身份，并获得投资管理产生的收益。1998 年对《证券投资信托法》的修正案允许建立证券投资公司。但是，当时的法律将其主要投资目标限制在证券上。因此，该法律只允许成立证券投资公司<sup>18</sup>。2000 年的法律修正案通过将投资信托的主要投资目标从证券扩展到特定资产，从而开始允许设立投资公司。除证券投资公司外，其他投资公司主要投资于不动产、租赁不动产的权利和地上权的权利。投资公司具有与普通商业公司几乎相同的要素，例如发起人制定的公司章程、投资者大会、执行董事、监事会以及董事会等；但是，投资公司必须将其业务（如资产管理，基金资产的托管和一般业务管理）委托给外部公司。

图 13: J-REITs 投资公司框架



资料来源: j-reit.jp 日本不动产证券化协会 (ARES) 官网,《图解日本 REIT》(日本三菱日联信托银行不动产咨询部 著), 光大证券研究所

目前，日本所有的 J-REITs 都为投资公司（投资会社 toshi hojin）的法定形式，采用的是投资法人<sup>19</sup>的 SPC 形态。公司型的投资信托（投资法人/投资公司）“投

<sup>17</sup> 信托契约是信托公司和银行签订的契约。由基金管理人在发行受益凭证募集证券投资信托基金之后，以委托人的身份与作为受托人的基金托管人(保管银行)签订以基金投资者即受益证券持有人为受益人的证券投资信托契约。受托人取得了基金资产的名义所有权，并负责保管与监督，委托人则保留了基金资产投资与运用的指示权，受益人则依受益证券的记载享有信托基金的投资受益权。（资料来源：日本投资信托协会官网）

<sup>18</sup> 根据日本不动产投资协会资料，“证券投资公司”是指依法成立的、目的是通过将所拥有资产投资于证券来管理这些资产的公司。

<sup>19</sup> 投资法人原则上要征税，但如果满足一定条件，就可以将分红计入亏损，而避免双重征税的问题。这些条件包括：在年度末要有 50 人以上的投资者或者只有在税法上认定的机构投资者；在年度末的时候，不能与机构投资者成为关联公司；对其他公司的股权持有或出资不能超过 50%（海外不动产投资相关的情况除外）以及要将可分配收入的 90%进行分红。

资”为投资和管理房地产物业而设立的公司,发行“投资单位”,供投资者购买。J-REITs 通过使用股权融资(发行新的投资单位)和债务融资(借入资金,发行投资公司债券等)获得的资金来购买房地产,并分配其从租赁或出售所拥有物业中获得的收益。

**J-REITs 自身不做投资判断,其内部职能部门(如普通股东会议和董事会)负责监督资产管理活动。**由于在法律上,投资公司只是一种投资工具(SPV),故 J-REITs 既不能雇佣员工也不能从事实质性活动,必须将其资产管理工作外包给资产管理公司(AMC)<sup>20</sup>;其行政事务和资产保管也必须委托给第三方。

这种外包的形式,引起了关于发起人(sponsors)和单位持有人(unitholders)之间的利益冲突:假如资产管理公司的报酬与基金管理规模挂钩,则其有动机大量收购资产、扩大管理规模,而不考虑物业的品质以及收购价格,这可能损害单位持有人的利益。为解决这一问题,2013年日本政府对《投信法》进行了修正,要求资产管理公司在投资公司与资产管理公司的利益相关方(如发起人)之间进行某些重大交易之前必须先获得投资公司(基于其董事会的批准)的同意<sup>21</sup>。

表 6: J-REIT、私募 REIT 与私募基金的异同

	J-REIT	私募 REIT	私募基金
<b>定义</b>	根据《投信法》的修订,在 2000 年 11 月启动的,以不动产为主要运营对象的投资法人非上市的不动产投资信托或投资信托基金的总称		募集的投资者仅限于少数机构投资人的不动产基金
<b>最低投资额</b>	数万日元左右	1 亿日元左右	5 亿日元左右
<b>募集/投资时间</b>	随时	一般固定期限	一般仅组成时
<b>流动性</b>	高	中	低
<b>运用期间</b>	无期限	无期限,不易受到短期不动产市场变化的影响	在初始设定固定运营期限(如 5 年)
<b>架构</b>	公司型投资信托(目前所有上市 J-REITs 均采用)和契约型投资信托	不动产投资信托	GK-TK 模式; TMK 模式; KK-TK 模式(运用不广泛); 二层结构基金(TK 模式嵌套另一种 SPC)
<b>资金筹措/主要资金方</b>	权益融资和债券融资(个人投资者和机构投资者) 权益融资:通过公募增资(指公开发行信投资份额来募集广大社会投资者的发行方式)、第三方定向增资进行; 债权融资:用从金融机构贷款、发行投资法人债券等方式从机构投资者处调配资金	仅限机构投资者	企业年金基金、人寿保险公司、财产保险公司、金融机构等日本机构投资者; 海外机构投资者; 主权基金
<b>收益分配</b>	J-REIT 从租赁方获得租金收益或出售不动产的收益,扣除固定资产的税费、维修费等物业有关费用、委托外部企业的报酬、借款或举借外债的利息、维持投资法人的费用和上市费用后,结算所得利润分配给投资人(折旧部分的费用通常不分配,但也有极少数 J-REITs 会将折旧费用以超额利润的形式分配给投资人);对经营年度的可分配收入的 90%以上进行分红	分红回报率基准设定在 4%左右, LTV 基准设定在 30%~40%	基金收入扣除基金承担的各项费用和税收之后,首先用于返还基金投资者的投资本金;再支付各投资人预期基准收益;上述分配完成后,如有剩余收益,基金管理人按一定比例分配剩余收益

资料来源:《图解日本 REIT》(日本三菱日联信托银行不动产咨询部 著),光大证券研究所

J-REITs 的投资收益根据投资金额、利润分配、资本收益(资本损失)、投资期限等计算得出。目前日本的 J-REITs 均以公司型投资信托架构进行运作,采用的是投资法人的 SPC 形态。与普通公司不同,日本的投资法人享有特殊的税收处

<sup>20</sup> 资料来源: The Law Reviews: The Real Estate M&A and Private Equity Review - Edition 5. J-REITs 投资管理职能必须外包给根据日本《金融工具和交易法》(FIEA)注册的资产管理公司(AMC)

<sup>21</sup> 资料来源:《图解日本 REIT》; TSE REIT GUIDEBOOK; j-reit.jp 日本不动产证券化协会(ARES)官网

理要求（需要遵守《税收特别措施法》的某些规定<sup>22</sup>），其可以从日本法人税目的应纳税所得额中扣除其向单位持有人支付的股利，而通常情况下 J-REITs 倾向于分配近乎 100%的可分配收入（至少 90%以上），故其实际上被免于征收企业所得税，从而在实质上获得了节税效应。

表 7：上市 J-REIT 和上市不动产公司的比较

	J-REIT	上市不动产公司
法人的种类 (法律依据)	投资法人 (《投信法》)	株式会社 (《公司法》)
权益	投资份额	股份
表示股权的有价证券	投资证券	股票
股权持有人	投资者	股东
最高决策机构	投资者大会	股东大会
负债	投资法人债、借款	公司债、借款
法定代表人	执行董事	董事长
职员	不雇佣	众多
业务内容	不动产租赁、买卖	不动产开发、销售、租赁、中介、不动产基金运营、其他
业务的外部委托	投资判断、不动产调查、不动产管理等，几乎全部业务委托外部	基于公司的判断决定业务有公司自行开展还是委托外部
分红 (收益分配)	实际业绩分红 (目前分配倾向近乎 100%的业绩)	根据公司业绩、分配政策不同，金额和分红方式也不同
法人税 <sup>23</sup>	实质不征收 (税务上满足一定条件，扣除)	征税
投资者的分红纳税	没有关于分配扣除、分配收益不算入的政策 (如果在 SPC 层面已经有免税措施，那么对于分红的征税就不再免除)	有关于分配扣除、分配收益不算入的政策

资料来源：《图解日本 REIT》(日本三菱日联信托银行不动产咨询部 著)，光大证券研究所

<sup>22</sup> 这些规定包括：投资公司必须根据税收法规将可分配收入的 90%以上分配给其单位持有人；同时，在每个会计期间结束时（通常为六个月），投资公司不是《税法》所定义的家族公司（所有权的 50%以上由一个单位持有人及其附属公司持有）。资料来源：The Law Reviews: The Real Estate M&A and Private Equity Review - Edition 5

<sup>23</sup> 即“法定实收税率”，日本政府对法人的所得征收的一种税，相当于国内的企业所得税。法定实收税率包括三个税种，即法人税(corporate tax, local corporate tax)、住民税(inhabitant tax)、事业税(enterprise tax)。其中法人税是国税、住民税和事业税是地税。（日本 2018/4 到 2019/3 的法人税税率）

Brackets of taxable income	Up to 4 million yen	4 million yen to 8 million yen	Over 8 million yen
Corporate tax	15.00%	15.00%	23.20%
Local corporate tax	0.66%	0.66%	1.02%
Corporate Inhabitant taxes 1. Prefectural	0.48%	0.48%	0.74%
Corporate Inhabitant taxes 2. Municipal	1.46%	1.46%	2.25%
Enterprise tax	3.40%	5.10%	6.70%
Special local corporate tax	1.47%	2.20%	2.89%
Total tax rate	22.46%	24.90%	36.81%

## 4、J-REITs 具有风险低、收益高的优势

### 4.1、 J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目

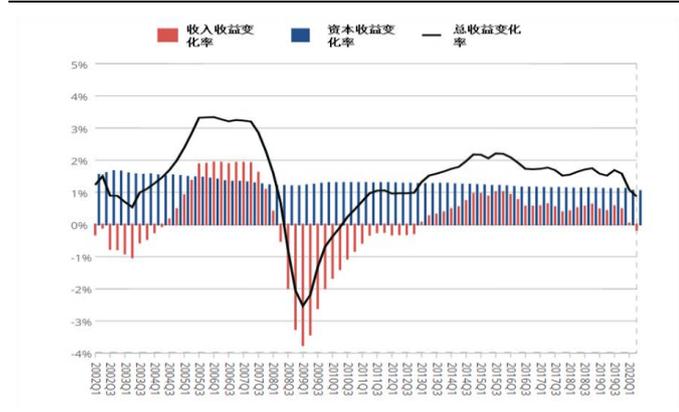
ARES 日本不动产指数(“AJPI”)是根据核心房地产基金拥有的整体创收性房地产(主要为机构投资者)计算得出的指数。不动产指数是基于外部评估价值的变化,根据经营活动产生的实际净运营收入数据和资本增值数据计算出的加权平均指数。

AJPI 季度收益指数是根据每季度 AJPI 的变化率<sup>24</sup>计算的得出的。AJPI 季度收益指数包括 AJPI 季度收入收益、AJPI 季度资本收益和 AJPI 季度总收益指数,它们分别表示为相关季度的非年度收益。在这三个 AJPI 季度收益指数中,AJPI 季度收入收益和 AJPI 季度资本收益通过计算获得 AJPI 的季度变化率。同时,AJPI 季度总收益被定义为 AJPI 季度收入收益和 AJPI 季度资本收益之和。因为 AJPI 季度资本收益的变化率基本稳定,所以 AJPI 季度总收益变化率曲线走势与 AJPI 季度收入收益变化率基本同步。

受益于日本 J-REITs 市场的迅速发展,各种新品类的 REITs 不断上市,J-REITs 市值迅速增加,AJPI 季度在 2005~2007 年间收入收益变化率持续处于高位。之后受金融危机的影响,2008~2012 年季度收入收益变化率大幅下跌至负值区间,2009 年起跌幅逐渐收窄,这可能与 2009 年政府为稳定市场成立的不动产市场安定基金有关,其帮助弱化了金融危机的影响。

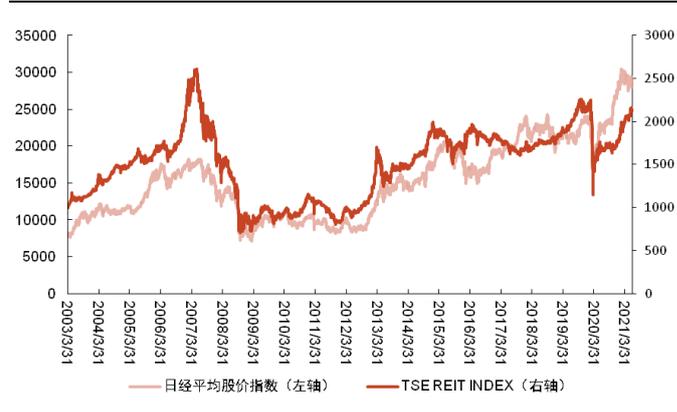
2014 年起,由于日本政府设立了 NISA,在一定程度上拉动了个人投资行为,同时政府养老金投资基金也开始投资 J-REITs,接着日本央行也为刺激市场推行了负利率政策,金融危机对 AJPI 季度收益指数的影响有了明显好转,AJPI 季度收益变化率持续提升,AJPI 季度总收益变化率也逐渐增至 2% 以上。

图 14: ARES 日本不动产指数(ARES Japan Property Index (J-REIT))——季度收益



资料来源:日本投资信托协会官网“Investment Trust in Japan 2014”,光大证券研究所

图 15: TSEREIT INDEX<sup>25</sup>和日经平均股价指数



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 截至 2021 年 6 月 23 日

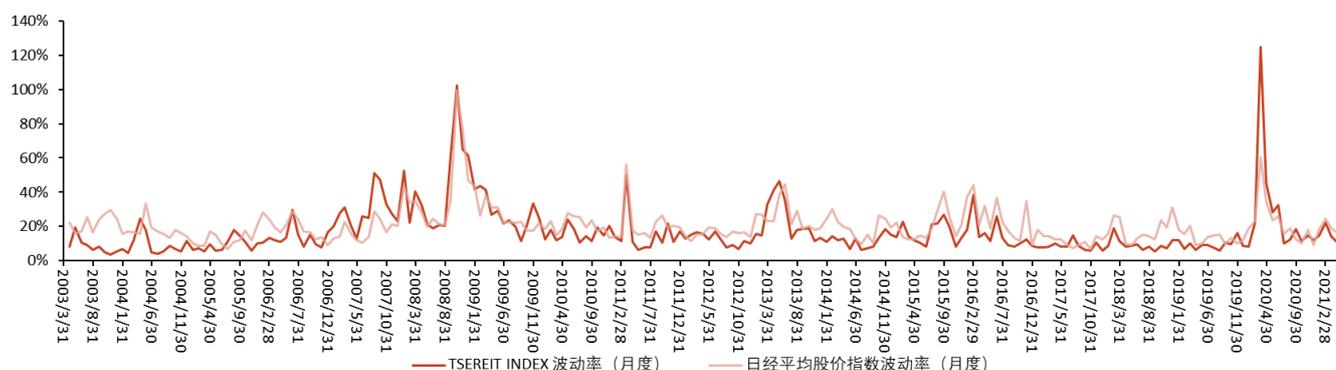
TSEREIT 指数月度波动率的走势和幅度均接近日经平均股价指数的月度波动率,近 20 年来处于相对平稳状态。东证 REIT 指数在 2006~2007 年间表现较好,达

<sup>24</sup> AJPI 变化率=[(当季度末 AJPI/上季度末 AJPI)-1]\*100%

<sup>25</sup> TSEREIT Index=(当日市场资本总额/基期(2003/3/31)市场资本总额)\*1000

2500 点左右；2008 年受到全球金融危机的冲击后东证 REIT 指数和日本不动产总收益指数都有较大幅度的下滑，之后缓慢回升。TSEREIT 指数月度波动率的走势和幅度均接近日经平均股价指数的月度波动率，近 20 年来处于相对平稳状态（仅在 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情时有短期较大波动），表明 J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目。

图 16: TSEREIT INDEX 波动率（月度）和日经平均股价指数波动率（月度）



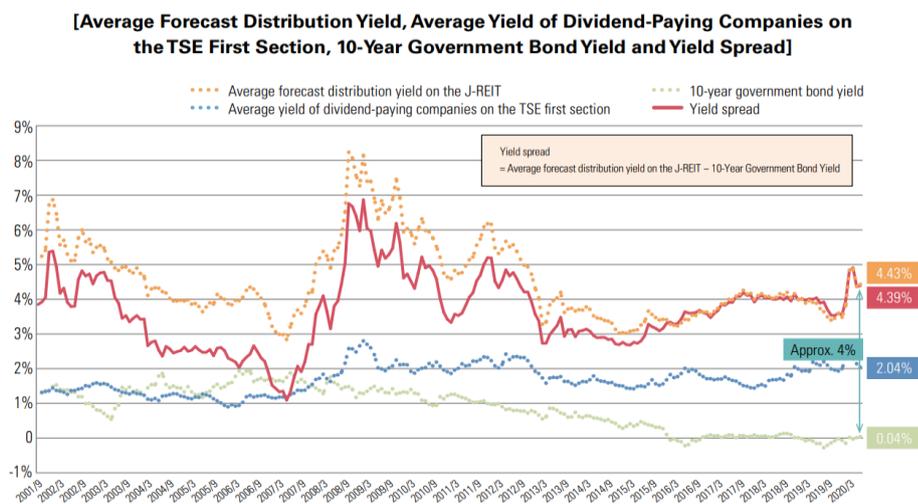
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，截至 2021 年 6 月 23 日

## 4.2、 J-REITs 回报率高于政府债券和东证一部股票

20 年来 J-REITs 收益率一直高于日本政府债券以及东京证券交易所市场一部股票收益率，基本维持在 3%-6%的水平。在 J-REITs 市场开放初期，J-REITs 的年股息收益率超过 5%；之后随着投资单位价格的上涨，到 2007 年末，收益率下降到不足 3%，约比当时的日本 10 年期政府债券收益率（每年略低于 2%，约为 1.7%）高出 1 个百分点，高于在东京证券交易所市场一部上市的派息公司的平均收益率。J-REITs 的年股息收益率偶尔波动较大，如在全球金融危机期间，由于投资单位价格的下跌，该收益率一度超过 8%。自 2013 年以来，J-REITs 收益率基本稳定在 3%-4%的水平，与政府债券收益率之差也相对稳定。

**J-REITs 的高收益源于其节税效应。** J-REITs 可以通过从应纳税所得额中扣除分配额来避免所得税——只要它们满足分配 90%或更高的可分配收入并将最大单位持有人的投资单位持股比例设为 50%或更少。这使得 J-REITs 的投资者实际上可以从其投资中获得收入而无需缴纳所得税，享受 J-REITs 高于股票的回报率。

图 17: J-REITs 平均预期股息收益率 (预期股息收益率= (本期预期利润分配+下期预期利润分配) /投资单位价格) 与其他市场收益率对比 (Dividend Yield= Dividend Payout/Stock Price)



Source: TSE

资料来源: TSE REIT GUIDEBOOK 2021, 光大证券研究所

## 5、J-REITs 案例分析

### 5.1、 Nippon Building Fund Inc.

Nippon Building Fund (NBF) (日本建筑基金股份有限公司) 是日本最初上市的两家 J-REITs 之一，也是首家专注于办公楼 REIT 的投资公司，至今已有二十年历史。Nippon Building Fund Management Ltd.为其资产管理公司，主要发起人 (sponsor) 为 MITSUI FUDOSAN 公司。

#### 公司资产组合策略<sup>26</sup>

NBF 以东京为中心进行投资，包括东京中央商务区 23 区、大东京其他地区以及其他城市。70%以上的投资资产位于东京商务区及大东京其他区域，其他城市投资不足 30%。这一投资策略的目的在于将地震以及空房率所带来的现金流风险尽可能最小化。

#### 公司投资准则

- 1) 根据建筑地理位置及基本硬件表现等；
- 2) 抗震性、环境及地质条件等；
- 3) 对未完工或未进行出租的物业的投资比例不得超过总投资的 10%。

虽然全球金融危机对 J-REITs 有一定冲击，但从运营总收入来看，公司所受影响有限，2011 年的东日本大地震也没有对其造成太大影响，公司投资选择标准的合理性得到了体现。2012-2014 年间运营总收入有所回升并增长，从 2013 年及以后基本维持在 350 亿日元以上；同时，继 2017 年首次突破 400 亿日元后，2020 年运营总收入再次突破 400 亿日元达 417 亿日元。净收入在金融危机后几年内有所下滑，2013 年开始回升并接近 150 亿，2016 年后有所增长，但增速较缓，2017 年下半年达 150 亿，随后稳步增长，2020 年增至 173 亿日元。

图 18: Nippon Building Fund Inc. 上市以来运营总收入和净收入发展趋势及总资产规模



资料来源：公司官网，光大证券研究所

2008 年之后的几年，单位股利分配受到 2008 年全球金融危机的影响，比 2008 年上半年下降 20 多万日元，并持续到 2014 年左右才逐步回升，截至 2020 年下半年，单位股利分配已恢复至 1.10 万日元，接近 2008 年上半年的峰值 1.13 万日元。

<sup>26</sup> 公司官网

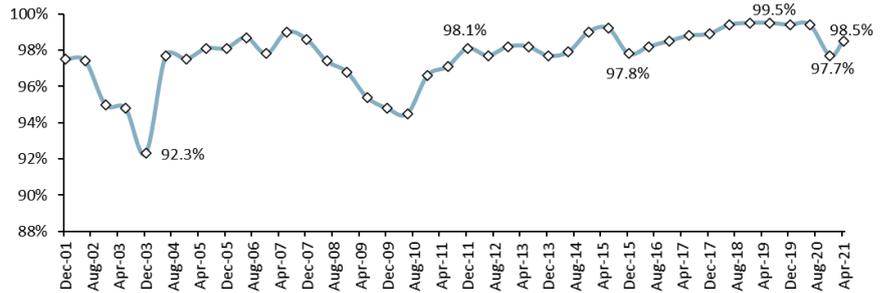
图 19: Nippon Building Fund Inc. 上市以来单位净资产价值及单位股利分配



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

公司在刚开始运营时租用率波动较大, 随后除 2008~2010 年间受到金融危机的一定影响租用率有所下降, 其余年份基本稳定在 98% 上下, 近年来甚至达到了 99.5%。

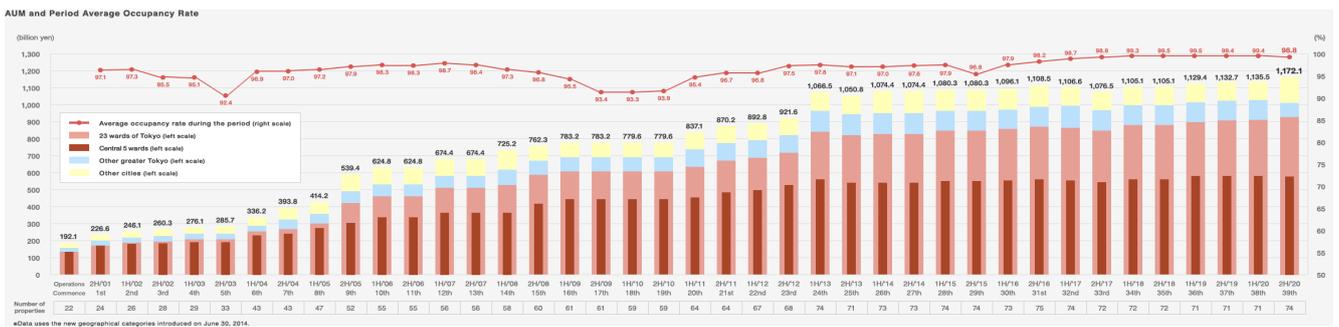
图 20: Nippon Building Fund Inc. 物业总租用率(%)



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 光大证券研究所

Nippon Building Fund Inc. 资产一开始集中在中央 5 区, 从 2005 年下半年开始, 东京 23 区及周边城市的资产规模开始上升, 2013 年及以后增量更加明显, 表明近年来公司一直在向东京中心区以外的区域扩张, 但中央 5 区的物业占比一直维持在较高比例, 因为那里经济活动最密集, 对物业租用的需求量最大, 可以维持较稳定的租金收益。

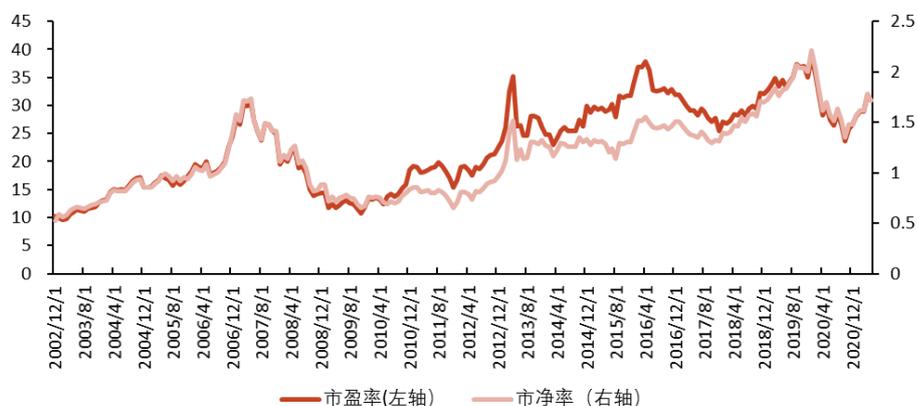
图 21: Nippon Building Fund Inc. 分区域资产管理规模



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

公司前期市盈率和市净率均有一定起伏，自 2013 年起其市盈率基本稳定在 23~40 区间内，市净率基本稳定在 1~2.2 左右。

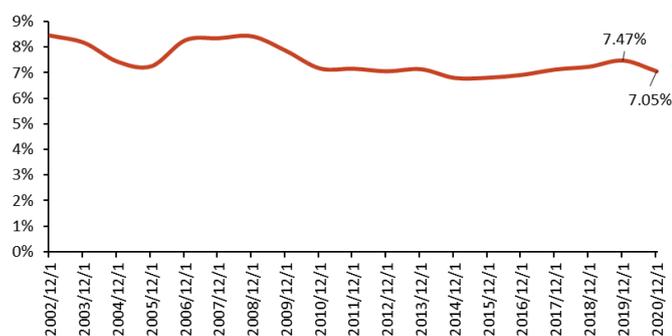
图 22: NBF 市盈率（每股市价/每股收益）和市净率（每股市价/每股净资产）



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 截至 2021 年 6 月 23 日

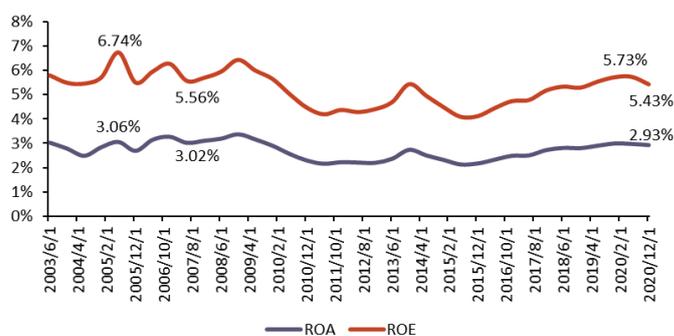
NBF 公司的资产周转率近 20 年来基本一直维持在 6.5%~8.5%之间，金融危机对它造成了一定负面影响，但近年来有所回升，2019/2020 年分别达 7.5%和 7.1%。公司 ROA 和 ROE 在全球金融危机后都有一定程度的下降，近年来逐步回升，截至 2020 年末已接近金融危机前的水平。

图 23: NBF 的总资产周转率（收入/平均资产）



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 截至 2020 年末

图 24: NBF 的 ROA<sup>27</sup>和 ROE<sup>28</sup>



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 截至 2020 年末

公司每股营运现金流量在金融危机之前一直处于较快上升状态，受金融危机影响有所下降，随后 2015 年到 2019 年一直处于连年缓慢增长的趋势，2020 年受新冠疫情影响略有下降。

<sup>27</sup> ROA=一般性收入/((期初总资产+期末总资产)/2)

<sup>28</sup> ROE=净收入/((期初净资产+期末净资产)/2)

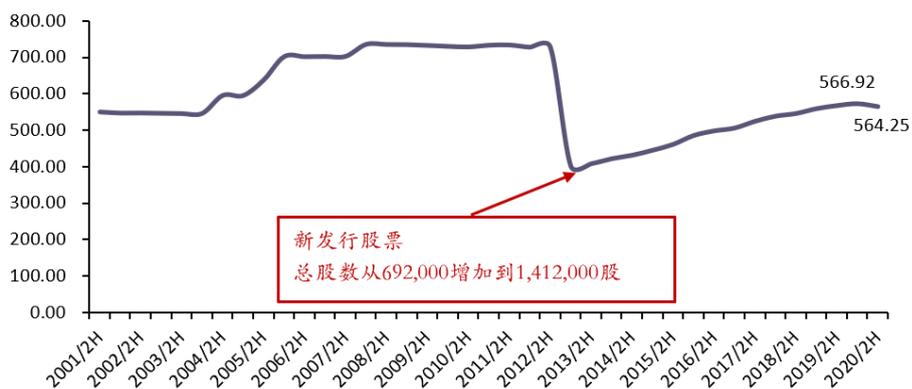
图 25: NBF 每股 FFO<sup>29</sup> (日元)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

公司每股资产净值基本处于平稳上升状态, 在 2013 年新发行股票之后, 至 2019 年也一直处于上升趋势, 2020 年受新冠疫情影响略有下降。

图 26: NBF 每股资产净值<sup>30</sup> (NAV per unit/share) (日元)



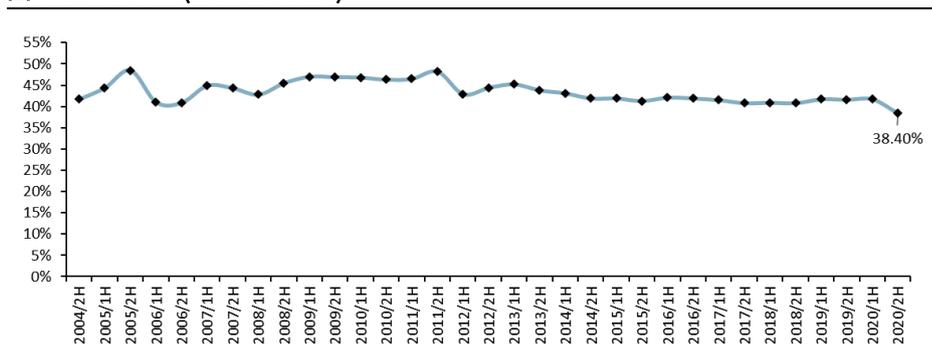
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

公司的贷款价值比 LTV 在金融危机后稳中有降, 截至 2020 年末降至 38.4%。公司租赁活动产生的净运营收入除了在 2008~2009 年间受金融危机的影响稍有下降外, 其余时间一直处于稳步上升状态, 截至 2020 年末已升至 263.2 亿日元, 表明公司的投资组合中的物业基本处于比较良好的经营状况, 故公司的租金收入也很稳定, 并且每年也有增长。

<sup>29</sup> 每股 FFO=(净收入(除去出售物业的收益和置换物业的收益)+折旧+摊销)/期间加权平均普通股股数

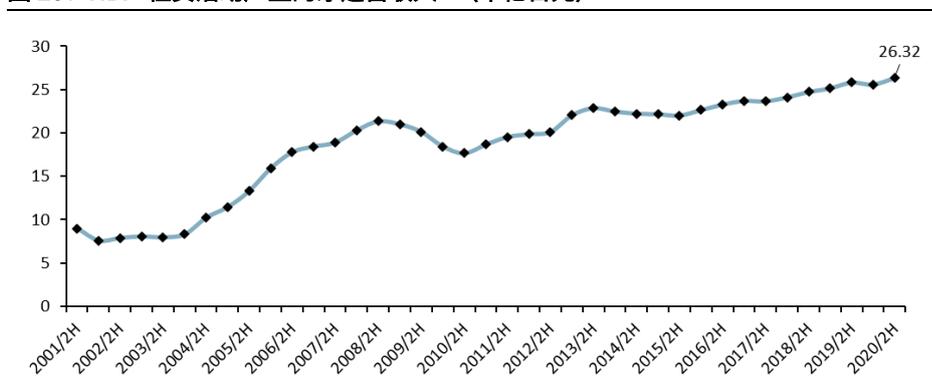
<sup>30</sup> 每股资产净值=净资产/总股数

图 27: NBF LTV(loan to value)<sup>31</sup>



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

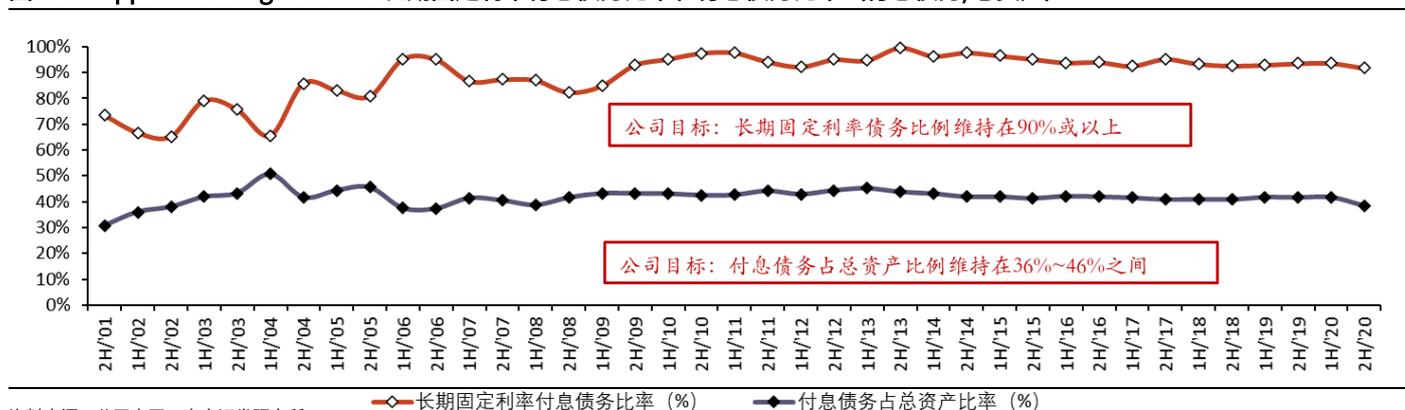
图 28: NBF 租赁活动产生的净运营收入<sup>32</sup> (十亿日元)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2009 年以前公司长期固定利率付息债务比例波动较大, 2009 年后该比例一直维持在 90% 以上; 付息债务占总资产比例也基本维持在目标水平, 以保证能有较灵活的融资和并购空间。

图 29: Nippon Building Fund Inc. 长期固定利率付息债务比率和付息债务比率 (付息债务/总资产)



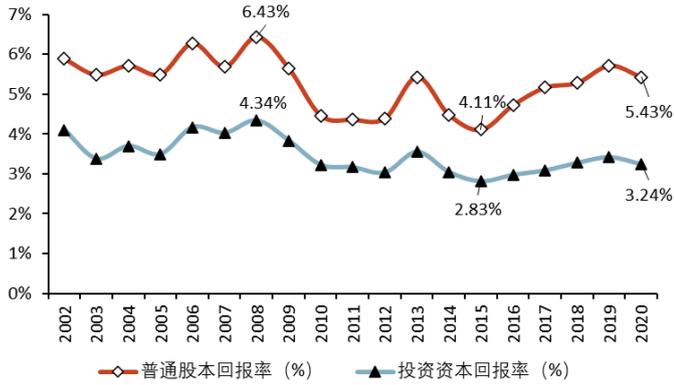
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

<sup>31</sup> LTV=(付息债务+托管存款)/总资产

<sup>32</sup> NOI from property leasing activities= (物业租赁收入-租赁费用) + 折旧+摊销

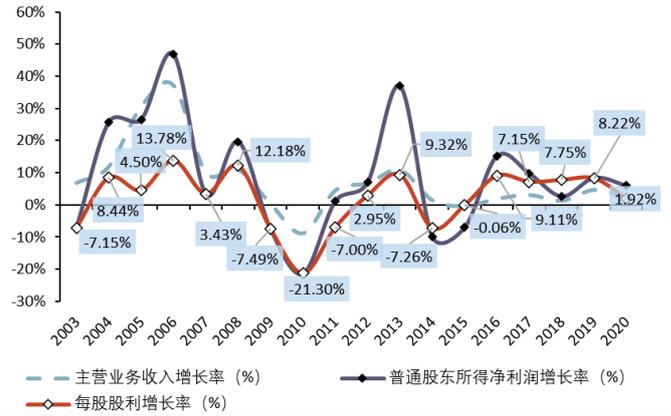
主营业务收入增长率、普通股股东所得净利润增长率以及每股股利增长率在 20 年间均有不同程度的波动，可以看出该行业有一定的运营风险和不确定性，但从回报率表现来看还是较为稳定，投资资本回报率基本稳定在 2.8%~4.4%，普通股回报率维持在 4%~6.5% 之间。受全球金融危机的影响，每股股利在 2009 到 2011 年间均呈负增长；2016 年-2019 年每股股利保持 7%~9% 的增长率，2020 年受新冠疫情的影响，每股股利的增长率跌至 1.9%。

图 30: Nippon Building Fund Inc. 普通股本回报率 (最近 12 个月普通股可分配净利润/平均总普通股权益\*100%) 和投资资本回报率 (最近 12 个月税后净营业利润/平均投资资本\*100%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 31: Nippon Building Fund Inc. 主营业务收入增长率、普通股股东所得净利润增长率 ([本年度普通股可分配净利润/上年普通股可分配净利润]-1]\*100%) 及每股股利增长率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

近十年公司股息收益率基本维持在 2.8%~6.2% 之间，与近十年来所有 J-REITs 股息收益率区间基本吻合，说明 REITs 的确是一种收益较为稳定、投资回报率也相对较高的产品。

公司股利支付率一直维持在很高的水平，在 100% 上下浮动，净利润的绝大部分都用于股利分配，甚至分配超额收益，这也是 REITs 项目的一大特点。

图 32: NBF 股息收益率 (每股股利\*股利支付率/每股股价\*100%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

## 5.2、Invincible Investment Corporation

Invincible Investment Corporation(INV)的前身是 TGR Investment Inc.，于 2004 年在大阪证券交易所上市（随后于 2007 年从该交易所退市），并于 2006 年在东京交易所上市。2010 年 2 月，公司与 LCP Investment Corporation 合并并从 TGR Investment Inc.更名为 Invincible Investment Corporation，是日本 J-REITs 第一家实现企业合并的公司。

### 投资目标（按不动产种类）的选择策略<sup>33</sup>

- 1) 主要投资于酒店或住宅物业、由此类酒店或住宅物业支持的房地产资产以及其他资产以及房地产支持证券（=“核心资产”）；
- 2) 投资用于除酒店、住宅、由此类酒店或非住宅物业支持的房地产资产以外用途的物业（=“子资产”）；
- 3) 核心资产配置比例应在 50%以上。

图 33: INV 资产配置比例



资料来源：公司官网，光大证券研究所

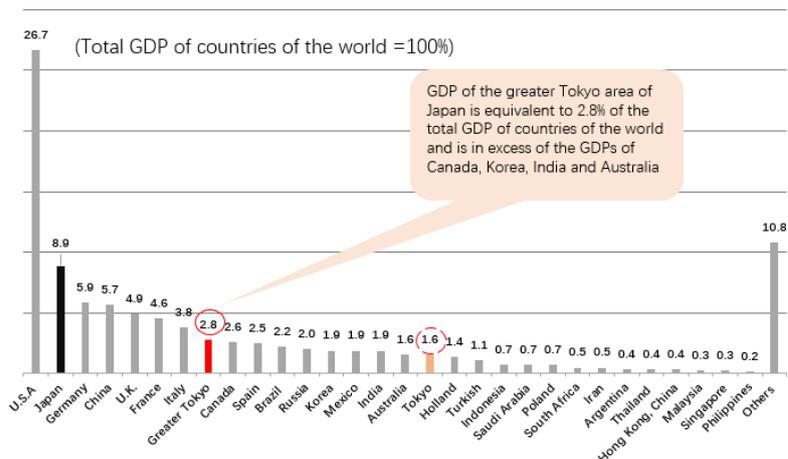
### 投资目标（按地理位置）的选择策略

- 1) 主要投资目标地区是大东京地区（东京、神奈川县、千叶县及埼玉县）和条例指定的城市；目标地区还包括全国和海外的主要城市及周边地区，以确保寻求投资机会的灵活性（投资资产中日本国内占 85%或以上，其中大东京地区占 70%或以上，其他主要城市占 30%或以下）；
- 2) 为了确保中长期投资资产的健康增长和稳定的利润，INV 旨在构建地理上多样化的投资资产组合，以避免某些地区经济波动的风险并避免在某些地区过于集中来分散地震及其他风险；
- 3) 海外资产方面，INV 目前计划仅投资于酒店物业。同时，INV 的海外投资目标将仅包括符合日本投资信托协会规定的《投资信托与投资法人法》第 24-2 条规定的国家和地区。

Invincible Investment Corporation 认为有效的投资是在人口和资产集中的地方投资，即将大东京区作为主要投资目标，因为这一区域的 GDP 总量相当于世界 GDP 总量的 2.8%，在世界各国和地区中处于领先水平。

<sup>33</sup> 资料来源：公司官网

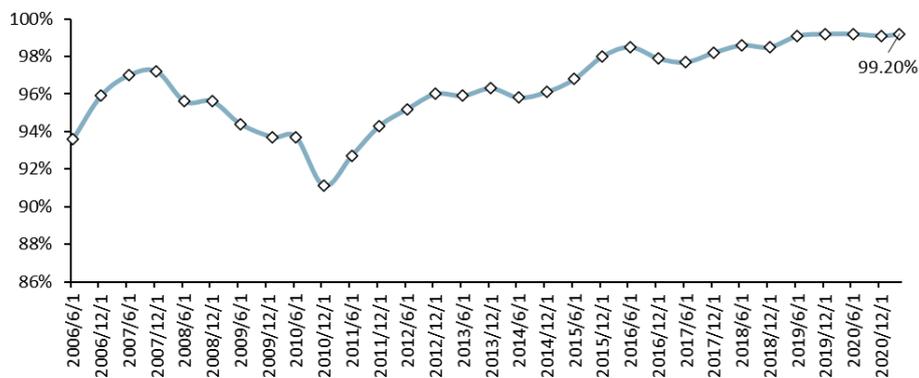
图 34：大东京区 GDP 占比与其他地区对比



资料来源：公司年报（2010），光大证券研究所

INV 公司主要投资于酒店和住宅等行业，租户相对比较固定，租用期也较长，故其物业租用率基本维持在 95% 以上的较高水平，除去受到全球金融危机影响的 2008~2010 年间租用率有所下降，近年来一直保持着稳定上升的趋势，租用率高达 99% 左右。

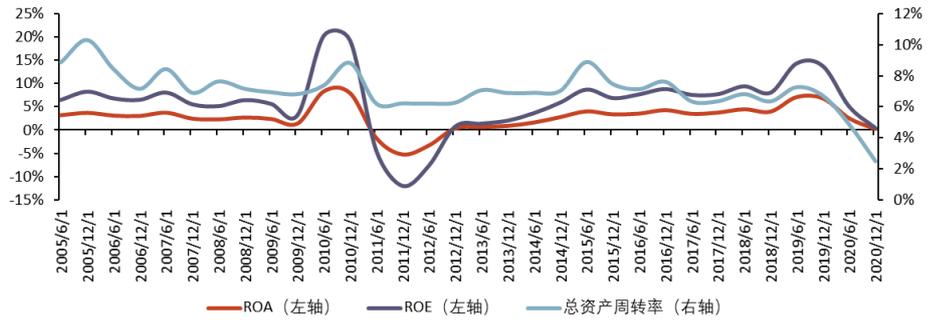
图 35：INV 物业总租用率(total occupancy rate)



资料来源：公司年报，光大证券研究所，截至 2021 年 H1

近十五年公司总资产周转率基本维持在 6%~8% 之间，在 2010 年产生并购和 2015 年赴日游客大量增加的情况下有明显的上升，2020 年受新冠疫情影响有明显下降。ROA 和 ROE 在 2010 年并购后也呈现上浮趋势，但 2011 年下半年由于处置 New Edobashi Building 造成的出售物业的损失(1 百万日元)以及付给 Calliope 的费用(3.365 亿日元)和一系列交易的退出费(14.36 亿日元)等，该报告期净收入为负，所以当期 ROA 和 ROE 都为负，随后 ROA 和 ROE 逐步上升，至 2019 年底基本恢复到金融危机前的水平，2020 年受新冠疫情影响两者均降至接近零点。

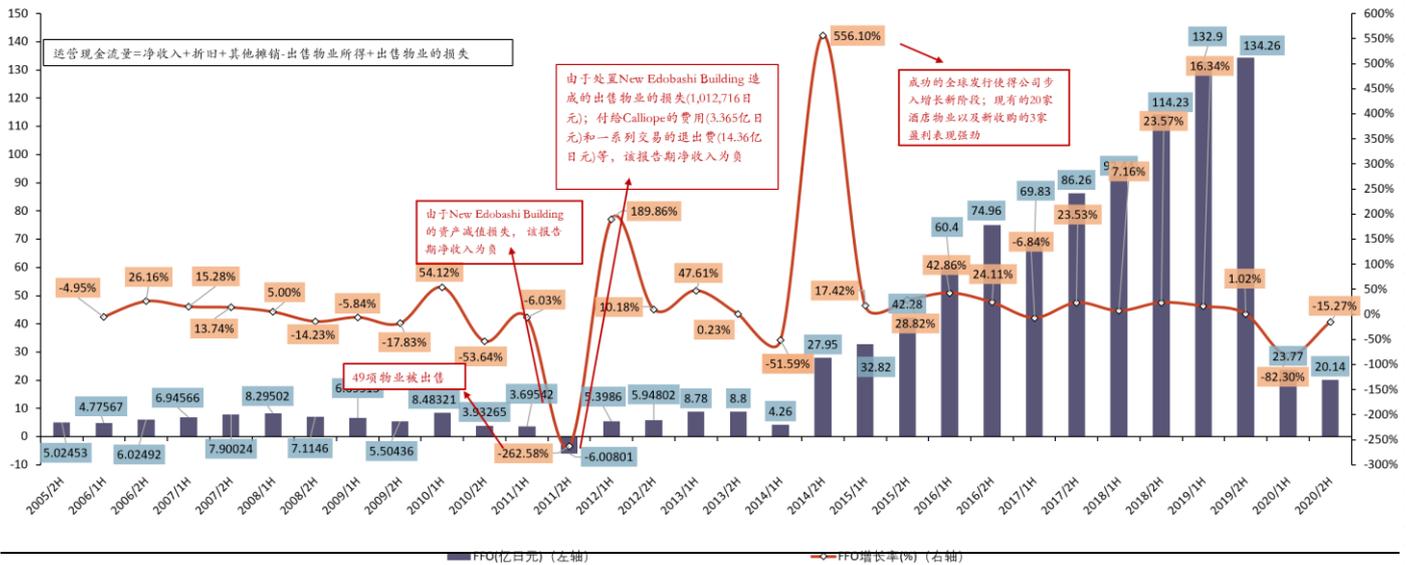
图 36: INV 总资产周转率(收入/平均资产)、总资产收益率(ROA)<sup>34</sup>和净资产收益率(ROE)<sup>35</sup>



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 截至 2020 年末

公司运营现金流在 2014 年下半年前都在 10 亿日元以下,并在 2011 年下半年产生了负的现金流量。从 2014 年下半年开始,公司的运营现金流有了比较明显的增长,规模也从几十亿上升到一百多亿的水平,但在 2020 年受新冠疫情又急剧下滑。

图 37: Invincible Investment Corporation 运营现金流(亿日元)和 FFO 增长率



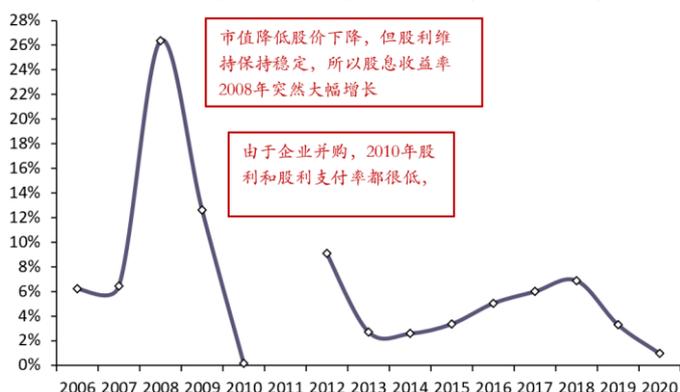
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

2010~2011 年间较大的浮动应该是受到并购的影响, 资产组合有所调整, 其余年份公司普通股回报率和投资资本回报率都维持在比较稳定的区间内。

<sup>34</sup> 总资产收益率 ROA (年化) = 一般性收入/当期加权平均总资产\*100/当期天数\*365

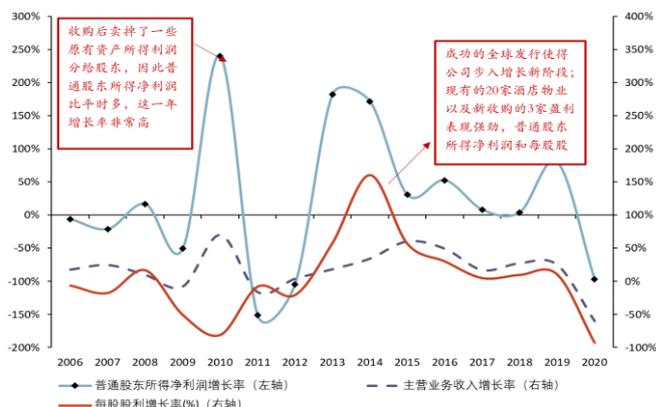
<sup>35</sup> 净资产收益率 ROE (年化) = 净收入/当期加权平均净资产\*100/当期天数\*365

图 38: Invincible Investment Corporation  
股息收益率 (每股股利\*股利支付率/每股股价\*100%)



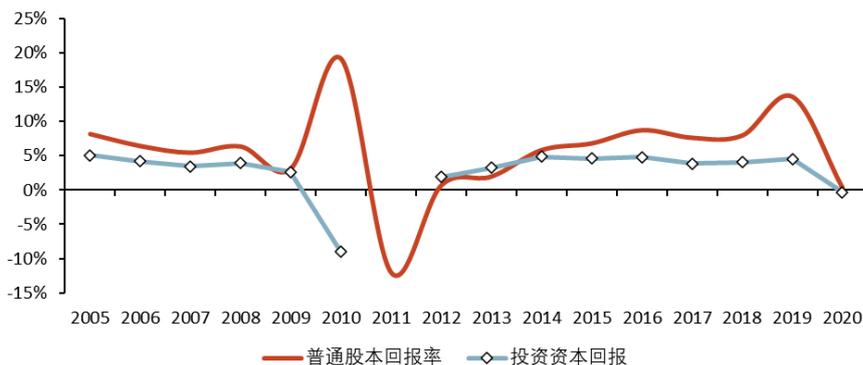
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 39: INV 主营业务收入增长率、普通股股东所得利润增长率 [(本年度普通股可分配净利润/上年普通股可分配净利润)-1]\*100% 及每股股利增长率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

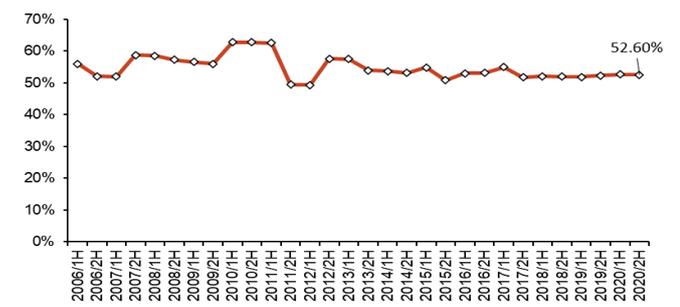
图 40: INV 普通股本回报率 (最近 12 个月普通股可分配净利润/平均总普通股权益 \*100%) 和投资资本回报率 (最近 12 个月税后净营业利润/平均投资资本\*100%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

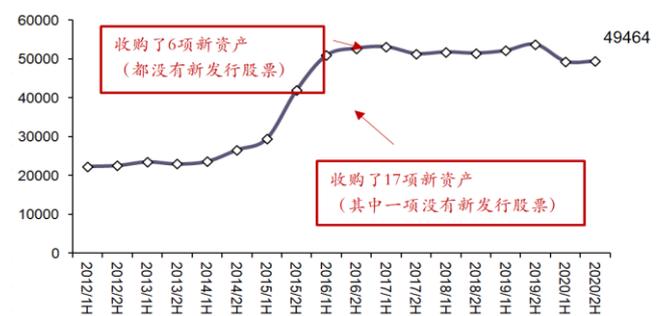
自并购以来, 公司每股净资产价值在 2015 到 2016 年间有大幅增长, 之后基本维持稳定。

图 41: Invincible Investment Corporation LTV (loan to value)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

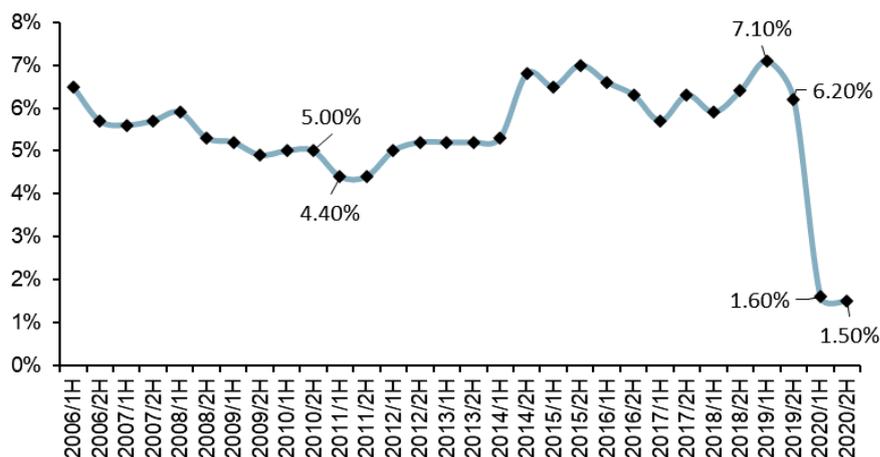
图 42: Invincible Investment Corporation 每股 NAV (日元)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

INV 公司的 NOI 年化收益率基本维持在 5%~7%之间，在 2010 到 2011 年间一度低于 5%，主要由于金融危机的后期影响和东日本大地震的影响，收入稍有下降。2015~2016 年间 NOI 年化收益表现较好，因为 INV 主要投资于酒店物业，在日本更新了三年签、五年签等旅游签证政策后，日本的海外游客增多，酒店收入在旅游旺季有明显的增长。2020 年受新冠疫情影响，日本旅游业受到很大冲击，酒店的入住率大幅下降，其 NOI 也大幅降低至 1.5%。

图 43: Invincible Investment Corporation NOI 年化收益率 (%)



资料来源：公司财报，光大证券研究所

公司 DPU 截至 2019 年实现连续七年增长，但受新冠疫情影响 2020 年 DPU 大幅下降。

图 44: INV 公司 2020 年酒店物业业绩情况 (ADR/RevPAR: 日元; GOP: 百万日元)

Area	KPI		Dec. 2019 FP	Dec. 2020 FP	Variance	2019 Full Year	2020 Full Year	Variance
			Actual	Actual		Actual	Actual	
Domestic hotels <sup>1</sup>	ADR	(¥)	10,615	8,374	-21.1%	10,366	7,806	-24.7%
	Occupancy	(%)	88.4	48.3	-40.0pt	87.6	48.2	-39.4pt
	RevPAR	(¥)	9,380	4,046	-56.9%	9,078	3,764	-58.5%
	GOP	(¥ million)	12,884	3,344	-74.0%	24,456	3,759	-84.6%
Overseas hotels <sup>2</sup>	ADR	(¥)	36,021	19,058	-47.1%	41,343	49,886	20.7%
	Occupancy	(%)	72.3	4.5	-67.8pt	80.7	20.9	-59.8pt
	RevPAR	(¥)	26,049	852	-96.7%	33,379	10,436	-68.7%
	GOP	(¥ million)	1,460	-415	-128.4%	4,395	519	-88.2%
NOI <sup>3,4</sup>		(¥ million)	12,940	1,363	-89.5%	26,559	2,962	-88.8%

资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 45: Invincible Investment Corporation 每股分配增长情况 (日元)

(¥)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
June Period	200	200	264	573	860	1,186	1,264	1,430	1,656	69
December Period	200	117	237	733	1,187	1,477	1,564	1,683	1,725	167
Full Year	400	317	501	1,306	2,047	2,663	2,828	3,113	3,381	236
※Offering (1) Issued month (2) Global / Domestic (3) Issued Units <sup>2</sup> (4) Offering Size <sup>2</sup>				(1) July (2) Global (3) 1,095,507 (4) ¥23.9 bn	(1) July (2) Global (3) 525,000 (4) ¥29.3 bn	(1) March (2) Global (3) 482,138 (4) ¥37.9 bn	(1) March (2) Domestic (3) 185,000 (4) ¥8.3 bn	(1) August (2) Global (3) 955,000 (4) ¥42.2 bn	(1) July (2) Global (3) 430,000 (4) ¥24.4 bn	
							(1) October (2) Global (3) 932,357 (4) ¥39.8 bn			

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

## 6、投资建议

### 我国基建公募 REITs 兼具投资价值和市场空间

日本 J-REITs 是一种低风险的稳定投资项目，其享有的特殊税收处理使其实质上获得节税效应，从而具有高于政府债券和股票的回报率；我国基建公募 REITs 具有类似特性：节税优势（当前主要通过架构设计实现，预计后续将有相关税法出台对其进行明确和优化）、资产增值和降低“再投资”风险等。且参照 2020 年中日的经济体量及当前 J-REITs 市场规模，未来我国公募 REITs 市场规模或超 3 万亿人民币（目前 J-REITs 以房地产资产为主；我国公募 REITs 以基础设施资产为主，预计其未来涵盖的领域将进一步扩大）。

### 预计后续将有更多配套支持政策细化税收优惠等方面的规则

国家发改委自 2020 年 4 月起，陆续出台了 40 号文、586 号文和 958 号文等政策文件支持我国基建公募 REITs 市场的构建、发展和完善。我们观察到政策层面逐步放宽公募 REITs 试点范围（区域扩大，行业领域扩大）、简化申报流程并鼓励回收资金再投入新项目等，并将设计 REITs 成为可扩展可扩募的资产证券化平台。预计后续还将有更多配套支持政策，细化税收优惠等方面的规则，进一步鼓励、支持我国基建公募 REITs 的发展。

### 基建公募 REITs 或带来建筑公司价值重估，优选无形资产占比较高的企业

基建公募 REITs 的持续落地，将带来建筑公司价值重估。随着法规完善，REITs 出表属性将强化，或带来 1) 中期基建投资增速预期的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表、资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。建议关注：1) 报表内无形资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的中国交建、中国电建；2) 受益于基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国中冶。

## 7、风险分析

### 基础设施项目经营风险

基础设施项目可能因经济环境变化或运营不善等因素影响,存在基金收益率不佳的风险。

### 基金价格波动风险

受经济环境、运营管理等因素影响,基础设施项目市场价值及现金流情况可能发生变化,可能引起基础设施基金价格波动。

### 流动性风险

基础设施基金采取封闭式运作,不开通申购赎回,只能在二级市场交易,存在流动性不足的风险。

### 税收等政策调整风险

如果国家税收等政策发生调整,可能影响投资运作与基金收益。

### 终止上市风险

基础设施基金运作过程中可能因触发法律法规等情形而终止上市。

## 附录：目前日本所有 J-REITs 一览

表 8：目前日本所有 J-REITs 一览（截至 2021 年 6 月 23 日共 62 家）

东证编号	公司名称	所属 REIT 部门	资产种类	市值（十亿日元）	市值（十亿人民币）
8953	Japan Retail Fund Investment Corporation	零售	零售	214.63	12.53
8964	Frontier Real Estate Investment Corporation	零售	零售	271.73	46.53
3292	AEON REIT Investment Corporation	零售	零售	298.98	17.46
3453	Kenedix Retail REIT Corporation	零售	零售/物流	173.08	29.64
2971	ESCON JAPAN REIT Investment Corporation	零售	零售	39.31	2.30
8979	Starts Proceed Investment Corporation	住宅	住宅	60.15	3.51
3226	Nippon Accommodations Fund Inc.	住宅	住宅	319.70	18.67
3269	Advance Residence Investment Corporation	住宅	住宅	508.30	29.68
3282	Comforia Residential REIT, Inc	住宅	住宅	244.97	14.31
3459	Samty Residential Investment Corporation	住宅	住宅	79.53	4.64
8951	Nippon Building Fund Inc.	办公楼	办公楼	1153.69	197.56
8952	Japan Real Estate Investment Corporation	办公楼	办公楼	937.79	54.76
8958	Global One Real Estate Investment Corporation	办公楼	办公楼	121.20	20.75
8972	Kenedix Office Investment Corporation	办公楼	办公楼	332.95	57.02
8975	Ichigo Office REIT Investment Corporation	办公楼	办公楼等	150.62	8.80
8976	Daiwa Office Investment Corporation	办公楼	办公楼	389.57	22.75
8987	Japan Excellent, Inc.	办公楼	办公楼	182.38	10.65
3298	Invesco Office J-REIT, Inc.	办公楼	办公楼	198.94	11.62
8967	Japan Logistics Fund, Inc.	物流	物流	294.60	50.45
3281	GLP J-REIT	物流	物流	822.26	48.02
3283	Nippon Prologis REIT, Inc.	物流	物流	915.27	53.45
3466	LaSalle LOGIPORT REIT	物流	物流	297.62	17.38
3471	Mitsui Fudosan Logistics Park Inc.	物流	物流等	314.36	18.36
3481	Mitsubishi Estate Logistics REIT Investment Corporation	物流	物流等	168.20	9.82
3487	CRE Logistics REIT, Inc.	物流	物流	93.13	5.44
3493	ITOCHU Advance Logistics Investment Corporation	物流	物流	89.72	5.24
2979	SOSiLA Logistics REIT Inc	物流	物流	92.85	5.42
8985	Japan Hotel REIT Investment Corporation	酒店	酒店	279.19	16.30
3287	Hoshino Resorts REIT, Inc.	酒店	酒店	149.09	8.71
3463	Ichigo Hotel REIT Investment Corporation	酒店	酒店	24.89	1.45
3472	OoedoOnsenReit Investment Corporation	酒店	酒店	19.65	1.15
3478	MORI TRUST Hotel Reit, Inc.	酒店	酒店	68.75	4.01
3455	Healthcare & Medical Investment Corporation	医疗	医疗	45.38	2.65

8954	ORIX JREIT Inc.	多类型投资	办公楼、零售等	591.74	101.33
8955	Japan Prime Realty Investment Corporation	多类型投资	办公楼、零售	425.94	72.94
8956	NTT UD REIT INVESTMENT	多类型投资	办公楼、住宅	212.92	36.46
8957	TOKYU REIT, Inc.	多类型投资	办公楼、零售	171.67	10.02
8960	United Urban Investment Corporation	多类型投资	办公楼、零售等	508.87	87.14
8961	MORI TRUST Sogo Reit, Inc.	多类型投资	办公楼、零售等	204.60	11.95
8963	Invincible Investment Corporation	多类型投资	酒店、住宅等	266.13	15.54
8966	HEIWA REAL ESTATE REIT, Inc.	多类型投资	住宅、办公楼等	183.22	31.38
8968	Fukuoka REIT Corporation	多类型投资	零售、办公楼等	129.83	7.58
8977	Hankyu Hanshin REIT, Inc	多类型投资	零售、办公楼等	109.63	18.77
8984	Daiwa House REIT Investment Corporation	多类型投资	物流、办公楼等	742.25	43.35
8986	Daiwa Securities Living Investments, Inc	多类型投资	住宅、医疗	253.65	14.81
3226	Nippon Accommodations Fund Inc.	住宅	住宅	319.70	18.67
3234	Mori Hills REIT Investment Corporation	多类型投资	办公楼、住宅等	311.21	18.17
3249	Industrial & Infrastructure Fund Investment Corporation	多类型投资	物流等	426.84	24.93
3278	Kenedix Residential Next Investment Corporation	多类型投资	住宅、医疗等	233.04	13.61
3279	Activia Properties Inc.	多类型投资	零售、办公楼	390.24	22.79
3290	One REIT, Inc.	多类型投资	办公楼、零售	76.41	4.46
3295	HulicReit, Inc.	多类型投资	办公楼、零售等	243.38	14.21
3296	NIPPON REIT Investment Corporation	多类型投资	办公楼、住宅等	203.37	11.88
3451	Tosei Reit Investment Corporation	多类型投资	办公楼、住宅等	47.23	2.76
3309	Sekisui House Reit, Inc.	多类型投资	住宅、办公楼等	393.27	22.97
3462	Nomura Real Estate Master Fund, Inc.	多类型投资	办公楼、住宅等	839.78	49.04
3468	Star Asia Investment Corporation	多类型投资	办公楼、物流等	65.01	3.80
3470	Marimo Regional Revitalization REIT, Inc.	多类型投资	住宅、零售等	21.05	1.23
3476	MIRAI Corporation	多类型投资	办公楼、酒店等	84.44	4.93
3488	XYMAX REIT Investment Corporation	多类型投资	办公楼、零售等	27.48	1.60
3492	Takara Leben Real Estate Investment Corporation	多类型投资	办公楼、零售等	56.06	3.27
2972	Sankei Real Estate Inc.	多类型投资	办公楼、酒店	45.71	2.67
<b>合计</b>	-	-	-	<b>16937.15</b>	<b>1483.29</b>

资料来源: j-reit.jp 日本不动产证券化协会 (ARES) 官网, 光大证券研究所 (摘自 Bloomberg 2021 年 6 月 23 日公司收盘市值; 转换汇率: 100 日元 = 5.8397 人民币)

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE