创新基础设施 REITs，提升服务实体经济能力

作者

刘志勇 分析师
SAC 执业证书：S0380520030001
联系电话：0755-82830333（136）
邮箱：lizy@wanhesec.com

黎云云 分析师
SAC 执业证书：S0380520120003
联系电话：0755-82830333（125）
邮箱：liyy@wanhesec.com

注：本报告整理节选自 2020 年证券业协会重点课题《创新基础设施 REITs，提升证券经营机构服务实体经济的能力》，陈建瑜、郭恩地、王晋之对本文有贡献。

- 基础设施是我国社会经济发展的基础，2017 年传统基础设施投资占我国 GDP 比重为 20.84%，未来面临无比广阔的空间与潜力。我国基础设施投融资体制在不断变革发展中，但政府依然在基础设施投融资中担任着主要角色，目前政府自筹资金与城投平台是各地政府基建投资的主要来源，占比超过 70%。我国基础设施投融资体制创新急迫性较高，将基础设施与 REITs 结合，推出适应我国基础设施发展的基础设施 REITs 产品将成为我国创新基础设施投融资机制的有效路径之一。回顾美国、日本、新加坡这三大成熟 REITs 市场与基础设施 REITs 细分领域的发展经验，能够为我国基础设施 REITs 发展提供有益参考。

- 美国现在具备全球最大、最成熟的 REITs 市场，发展经验最丰富。美国公开上市 REITs 中主要为权益型 REITs，基础设施 REITs 在美国公开上市 REITs 市值占比已由 2010 年初的 9.58%提升至 2020 年 6 月末的 40.76%，基础设施 REITs 市场重要性逐步提升，现在已经发展成为了最重要的 REITs 品种之一，长期来看以数据中心、物流地产、信号铁塔为主的美国基础设施 REITs 给投资者带来了丰厚的回报。

- 日本 REITs 市场目前是亚洲第一大 REITs 市场，在 20 年的发展历程中经历了初步探索、停滞不前、恢复扩张三大阶段，目前多样、物流、办公 REITs 合计占比超过半数，投资者结构以机构投资者为主，过去给投资者带来了较丰厚回报，估值水平整体稳定；日本基础设施 REITs 多数为物流 REITs，适度杠杆与专业的外部管理机构两方面因素支撑了基础设施 REITs 的扩张成长。此外，日本还专门设立了与 J-REITs 十分相似的基础设施基金，为以光伏太阳能为代表的可再生能源提供了融资渠道，促进了光伏太阳能等基础产业的发展。

- 新加坡 REITs 市场是亚洲第二大 REITs 市场，过去 10 年新加坡 REITs 市值复合增长率为 15%，市值占新加坡股票市场市值的 12%，是全球范围内 REITs 市值占股票市值最高的 REITs 市场；市场酝酿久，制度建设已逐步完善，新加坡 REITs 采取单位信托形式，公司治理结构较完善，以综合地产 REITs 市值占比较高，受益于新加坡金融开放，近年来吸引了很多离岸不动产选择成为新加坡 REITs；新加坡基础设施 REITs 市场以工业地产为主。

- 我国创新发展基础设施 REITs 主要面临以下问题，REITs 的相关法律法规不健全；REITs 的配套税收优惠机制尚未建立；资产收益率较低或制约基础设施 REITs 规模化发展；基础设施 REITs 存在国有资产转让操作困难，实操中涉及的国有资产转让问题主要有两个：一是或涉及国有资产流失，二是国有资产转让程序问题；市场人才储备不足，缺乏具备扎实理论功底和实操经验的复合型人才和专业资产管理团队，软环境仍有待建立完善。

- 对于我国创新深入发展基础设施 REITs，主要有以下建议：首先要完善公募 REITs 的基础制度建设，主要包括税收、交易制度、产权转让等三方面市场基础制度，这是我国 REITs 创新发展的先决条件；同时建议完善公募 REITs 的治理机制，明确、统筹各中介机构参与者的管理职责；资产证券化管理人需要尽快完成从私募产品管理人到公募产品管理人的转变，积极掌握和适应公募 REITs 的各项监管规定；为激发公募 REITs 各管理人的积极性，建议制定完善的激励惩罚机制，力争实现管理人承担的工作职责和风险与收益匹配；在加强投资者保护上，建议从优化内部治理安排、保障基础设施资产与原始权益人有效隔离、建立道德风险防范机制、完善信息披露体系和加强投资者教育等六大方面工作入手。

- **风险提示：政策不及预期等。**

正文目录

一、我国基础设施投融资体制介绍.....4
（一）我国基础设施投资规模增长迅速，投融资规模空间巨大.....4
（二）基础设施融资工具分析.....6
（三）基础设施投融资机制创新迫切性高.....8
二、基础设施 REITs 是创新基础设施投融资的有效路径.....8
（一）政策酝酿及前期类 REITs 市场发展，基础设施 REITs 推出的市场基础已逐步完善...9
（二）基础设施 REITs 作为直接融资工具符合我国现阶段金融体制改革方向.....9
（三）为现有部分基础设施项目提供正式有效的投资退出途径.....10
（四）促进基础设施相关领域资产的市场化、专业化运营.....10
三、境外基础设施 REITs 发展经验回顾.....10
（一）美国：REITs 市场发展历史悠久，基础设施 REITs 具有重要地位.....10
1.美国 REITs 市场介绍.....10
2.美国基础设施 REITs 概况.....14
3.以投资者视角看美国基础设施 REITs 回报.....17
（二）日本：亚洲最大 REITs 市场，专设了基础设施基金市场.....18
1.J-REITs 市场介绍.....18
2.日本基础设施 J-REITs 介绍.....20
3.日本专设了基础设施基金市场助力可再生能源基础设施融资.....22
（三）新加坡：REITs 市场市值占比最高，基础设施 REITs 以工业地产为主.....24
1.S-REITs 市场介绍.....24
2.基础设施 S-REITs 基本特征.....25
四、我国创新发展基础设施 REITs 面临的主要问题.....26
（一）REITs 的相关法律法规不健全.....26
（二）REITs 的配套税收优惠机制尚未建立.....27
（三）资产收益率较低或制约基础设施 REITs 规模化发展.....28
（四）基础设施 REITs 存在国有资产转让操作困难.....29
（五）市场人才储备不足，软环境仍有待建立完善.....29
五、创新深入发展基础设施 REITs 的建议.....30
（一）完善公募 REITs 的基础制度建设.....30
（二）完善治理机制，明确中介机构职责.....30
（三）提升证券经营机构参与公募 REITs 的竞争力水平，简化业务流程.....31
（四）加强制度建设和人才队伍建设，增强基金管理人的投资运营能力.....32
（五）建立管理人激励惩罚机制.....32
（六）加强投资者保护工作.....32
六、风险提示.....33

图表目录

图表 1 传统基础设施投资规模及同步增速.....6
图表 2 传统美国公开交易 REITS 与公开未上市 REITS 的对比.....11
图表 3 UPREITS 的交易结构.....13
图表 4 DOWNREITS 交易结构.....14
图表 5 美国基础设施 REITS 一览.....15
图表 6 FNAER、美国基础设施 REITS、标普 500 指数年涨幅（%）.....17
图表 7 美国基础设施 REITS 指数与标普 500 指数走势.....17

图表 8 J-REITS 交易结构 19
图表 9 J-REITS 各类别不动产市值分布 20
图表 10 J-REITS 各类别不动产只数 20
图表 11 基础设施 J-REITS 21
图表 12 日本基础设施基金结构 22
图表 13 基础设施基金与 J-REITS 的区别 22
图表 14 日本基础设施基金 23
图表 15 基础设施 S-REITS 情况一览 25
图表 16 REITS 税收项目汇总表图表 27

2020 年，一场突如其来的疫情使我国经济发展的内外部环境不确定因素增多，面向未来，我国要构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，要求深挖国内巨大需求潜力，加大传统基础设施与新基建投资双轮驱动、补短板稳投资成为了疫情后时代发展的必选项。我国传统基础设施优质沉淀资产存量规模大，新老基建发展空间规模广阔，创新完善与当前我国新老基建发展阶段相适应的投融资机制，是保证新老基建投资高水平高质量发展不可或缺的组成部分。我国在 REITs 发展上已酝酿多年，过去对类 REITs 产品也做出了成功的尝试推广。2020 年 4 月 30 日，两部门联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着将以基础设施资产为试点正式启动公募 REITs 项目，意味着我国金融机制改革迈出了重要的一步。

一、我国基础设施投融资体制介绍

（一）我国基础设施投资规模增长迅速，投融资规模空间巨大

基础设施、房地产、工业是我国投资的主要三大领域，伴随改革开放和城镇化推进，基础设施可谓是社会经济发展的基础，基础设施对我国经济的影响主要表现在拉动投资和消费、提高社会生产力水平、创造劳动就业机会上。以我国统计局口径分类，传统基础设施领域包括了交通运输、仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业、电力燃气及水的生产和供应这三大领域。2020 年在防控新冠肺炎疫情的背景下，中央再度强调了新基建，同时发改委明确了包括 5G 基站、特高压、城际高速公路和轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网在内等七大领域的新基建范围。

基础设施领域经过了三大发展阶段，已取得一定发展成果

第一阶段萌芽发展期（1953-1978），刚建国的新中国，百业待兴，经济发展的基础薄弱，各项生产活动缓慢复苏，受“大跃进”及“文革十年”的影响，整个阶段基建投资的增速并不高，一些重大交通运输项目完成，改变了国家闭塞落户的面貌。

第二阶段起步快速发展期（1979-2003），国家对基础设施重视程度提升，逐步加大了投入，该阶段后期基础设施迎来迅猛发展阶段，其中在 1998 年亚洲金融危机后，国家为防止通货紧缩及经济增速下滑，采取了更加有力的财政政策，加强了对基础设施的投入建设以稳内需，一大批可带来经济效益的基础设施建成，我国现代交通网络开始成形，基建对经济补短板作用提升。

第三阶段期全面快速发展期（2004-目前），这阶段我国基础设施取得重大成就，政府积极采取措施，基础设施水平得到明显改善。根据世界经济论坛发布的全球竞争力报告发布的数据来看，中国基础设施竞争力排名已从 2006 年的世界排名 60 名提升至 2019 年的 36 位。为了顺应新经济发展与高质量发展时代的要求，2020 年我国强调了要加强包含七大领域的新基础设施发展，意在促进我国多个基础产业实现产业数字转型、技术创新、智能升级。整体而言，我国基础设施经过大规模建设已取得令人瞩目的成就，基础运输网络已形成，仓储和邮政业快速发展，水利与公共设施供给能力大幅提升，基础设施为经济社会发展增效率、添动能、促进步起到了核心作用。

基础设施承担着我国经济压舱石的重任。1994 年世界银行的年度发展报告中，通过对发展中国家 1990 年基础设施的研究提出，基础设施每增长 1%，就会使 GDP 增长 1%，可见基础设施发展对经济促进作用明显；同时从发达国家的发展经验来讲，基础设施投资是经济下行时进行逆周期调节的重要手段，我国经济经过改革开放以来的 40 余年发展，目前经济由高速增长阶段转向了高质量发展阶段，经济迈入结构调整、低速发展的新阶段，为避免经济快速下滑，实行积极稳健的财政政策，意味着稳住基础设施投资是经济发展的必选项与重要内容。从有可追溯可比数据的 2003 年以来，传统基础设施投资[1]占我国 GDP 比重不断攀升，从 2003 年的 10.63%提升至 2017 年的 20.84%，在我国目前经济发展阶段中占有不可替代的位置。

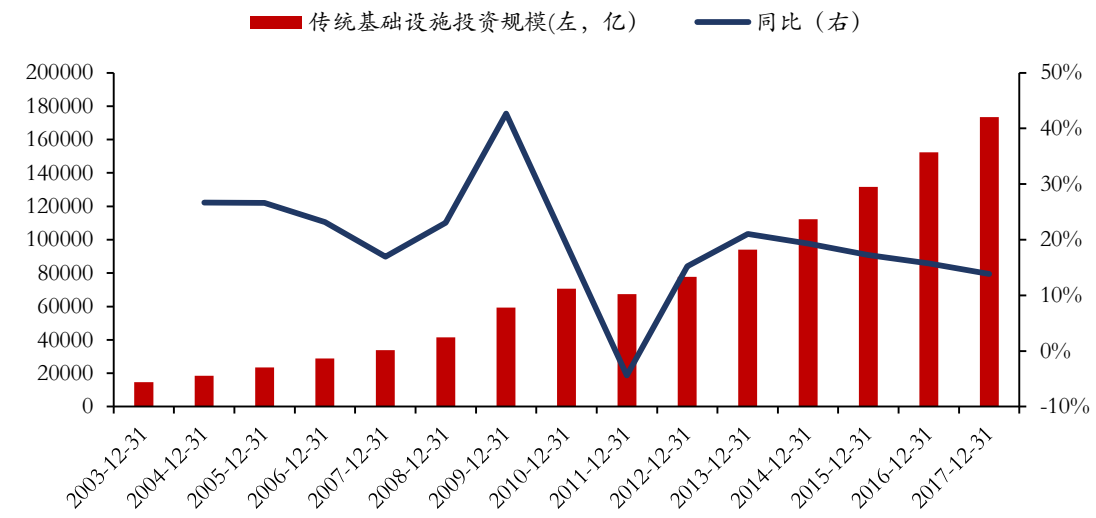
我国基础设施需求面临着无比广阔空间与潜力，兼顾当下的发展阶段与长远来看，主要有以下原因：1).当前经济发展阶段的必须要求。我国处于由发展中国家向发达国家迈进的过程中，基础设施配套是经济发展的重要引擎，但是不可忽视的是，我国目前在交通、水利、能源、生态环保等基础设施领域仍存短板[2]，亟需补齐存短板领域，以更好服务经济工业化进程；2).城镇化推进趋势延续。2019 年我国城镇化率为 60.6%，距离发达国家 80%左右的城镇化率仍有一段距离，我国城镇化不断深化，未来更多人口将生活工作在城镇地区，这意味着基础设施发展量质均需继续提升，同时也将伴随着较高的城市更新改造需求；3).服务国家重大战略发展。习总书记提到过京津冀协同发展、长三角一体化、海南全面深化改革开放、粤港澳大湾区建设、长江经济带发展这五大国家战略关系着祖国的未来，深入实施区域协调发展重大国家战略，意味着对以交通运输网络为代表的传统基建、以信息技术为代表的新基建均提出了更高的要求。4).地区、城乡发展不平衡。改革开放以来，东部沿海地区与中西部地区经济发展差距逐步加大，城乡间发展不平衡，贫富差距拉大，为了缓解这一问题，国家重点实施了西部大开发和中部崛起战略，这当中最重要内容之一是大力投入发展基础设施建设。5).新基建加速落地中。2020 年以来，以 5G、数据中心等新型基础设施将作为未来经济的新增长点，相关领域的投资规模体量尽管相比传统基建体量较小，但未来发展应用空间大，赋能经济转型可期。6).内循环战略发展中的重要内容。投资与消费是发展内循环经济的重要内容，新老基础设施领域的投资机会势必得到重视与强调，有望拉动消费市场，形成良好的经济内循环。

我国基础设施投融资规模将继续保持快速增长。广阔的基础设施需求空间势必将带来旺盛的基础设施投融资需求。2017 年传统基础设施的投资规模达 17.34 万亿元，同比增长 13.84%。2013-2017 年间传统基础设施投资规模的复合增长率达 19.32%，其中除了因受 2008 四万亿计划刺激后的高基数影响下，导致 2011 年同比增速小幅为负外，其余年份均保持了两位数以上的增速，未来传统基础设施有望继续维持快速增长。截止 2020 年 8 月底，从各省市已出台的新型基础设施的投资规划来看，新型基础设施当下投资规模不大，但随着未来建设推进、项目落地、市场培育成熟，长远来看我国新型基础设施产业体系竞争力增强势必会带来更广阔的投资空间。

[1] 传统基础设施投资指传统基础设施投资三大领域的全社会固定资产投资之和

[2]国务院：《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，2019 年 11 月 20 日发布，第（五）条

图表 1 传统基础设施投资规模及同步增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

基础设施投融资体制在不断变革发展中，政府仍是主要角色。伴随着我国基础设施发展水平的提升，基础设施的投融资体制在不同时期呈现着不同的特点。在上世纪 90 年代以前，基础设施融资几乎全部依赖于财政资金或财政补贴；步入上世纪 90 年代以后，在我国金融体制变迁下，基础设施投融资同样经历了市场化改革，以中央划拨资金和地方财政收入为主的财政资金不再作为单一的资金来源，既有以银行信贷为主的间接融资工具，又有债券、股票等间接融资工具，同时信托、融资租赁、ABS、PPP 等金融工具丰富了基础设施投融资工具的多样性，使得私人资本与外资也在我国基础设施投融资中发挥了作用。但是整体而言，因为基础设施项目流动性不强、建设与回报周期长、项目投资规模大、建设风险较高等客观原因，导致民营或个人资本为代表的社会资本投资基础设施项目时面临着天然门槛，现阶段在我国，各级政府基本承担了包括城市与农村各类基础设施的所有权、经营权和管理权，因此政府在基础设施投融资中担任着主要角色。

（二）基础设施融资工具分析

我国以政府为主导的基础设施项目投资路径一般为以下，1）在预算充足时，使用财政预算内资金进行直接投资；2）在预算不足时，政府将采用自筹形式，借助政府性基金、政府债券、PPP 等形式筹集资金；3）通过地方政府给城投平台提供隐形担保，依靠地方城投平台开展基础设施相关投融资工作，城投平台通常会使用城投债、IPO、PPP、抵质押存量资产进行银行贷款、存量资产证券化、信托、融资租赁、产业基金等形式进行基础设施融资。我们通过对 2017 年传统基础设施资金来源构成进行分析，财政预算内资金、自筹资金和地方城投平台、其它方式投向基建的比例分别为 13.97%、74.1%、9.7%，可见自筹资金与城投平台合计是目前各地政府基建投资的主要来源，对基础设施重要融资工具分析如下：

1）.财政资金。我国财政预算分为一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金运算等四类预算，同时每一类预算分为全国、中央与地方三级体系。财政资金用于基础设施建设主要包括财政预算内资金及政府性基金。

财政预算内资金指的是一般公共预算支出中用于基础设施投资的资金，一般公共预算以税收收入为主。政府性基金预算属于政府非税收入，主要以土地出让收入为主，其中 2019 年土地

出让金占政府性基金收入占比为 92.3%，政府性基金预算长期严重依赖于土地出让，近年来政府性基金中用于基建投资的比例一般约为 40%，因此基建投资对土地财政存在较高的依赖度。

2）.政府专项债。专项债券是指为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，通常以建成后收入作为担保，尽管根据过去年份专项债募集资金投向来看，投向基础设施比例存在波动性，但这部分资金用于基建的比例较大。仅截止到 2020 年 8 月底，2020 年新增发行专项债规模达到 2.56 万亿元,投向基建的比例超过 55%,专项债对基建的支撑作用是比较明显的。

3）.城投债。为了解决各地城市建设中的资金缺口，上世纪 90 年代末，承担地方政府投融资任务的城投公司逐步成立，而“城投债”是地方融资平台较常使用的融资工具，城投债多数资金投向了基础设施方向。截止到 2020 年上半年，我国各品种城投债发行数量达 2655 只，规模为 2.2 万亿元，是基建投资资金的重要来源。

4）.银行信贷。银行信贷是长期以来支撑我国基础设施建设的重要来源，其中国家开发银行作为政策性银行，定位为国民经济发展中的中长期重大战略服务，通过开展中长期信贷与投资的业务，在基础设施融资中同样担任着领先角色；在 2008 年金融危机后，为了刺激经济发展，银行通过表外资金为基础设施提供融资，同时当时银监会积极鼓励银行为地方建设项目提供借贷，而基建投资为地方政府与城投平台的主要借贷项目。仅截止到 2019 年 2 月底，我国投放基础设施行业贷款余额已超过 25 万亿元。利用政府主体与地方城投平台的信用，银行信贷资金提供了大量长期的资金注入至基础设施建设中，但不可忽视，信贷资金的投放直接带来了地方政府的债务压力。

5）.PPP。社会资本投资基础设施目前以权益投资的方式即为 PPP（Public-Private Partnership），在国内，财政部、各级政府发起设立 PPP 产业基金母基金，以吸引各类金融机构、社会资本投资于基础设施。在国内，PPP 监管条例要求在基金设立发起时需要与该融资项目中长期规划相符合，同样纳入政府的预算。社会资本与政府风险共担，合理分配责任意在规范地方政府融资、降低政府直接负债的同时，推进地方政府利用市场化手段实现投融资渠道的多元化，提高政府投资项目的运营管理效率。

截止 2020 年 7 底，中国 PPP 综合信息平台项目库入库项目已达 9668 项目,金额近 15 万亿，但落地率仅 68.5%。相比传统银行信贷、政府债券、信托融资等方式，以 PPP 政府投融资模式的重要特征是交易结构复杂、制度规范不到位、政府监管和风险防范化解手段不足，监管难度大。PPP 引入多元社会资本，相当于在项目的一级市场实现混合所有制，但由于重大基础项目投资所需资金巨大，建设、运营和回收周期长，即使在 PPP 模式下，仍会面临投资方高负债和资本长期沉淀的问题，因此当前 PPP 投资基建的效率并不高。

6）.以资产证券化为代表的新型融资工具。近年来，随着资产证券化蓬勃发展，以地方基础设施的污水处理费收费权、高速公路通行费、公交车收费权等收费收益权为基础资产的资产证券化产品不断发行，为基础设施融资提供了较大支持，是比较有效的融资渠道，盘活了地方基础设施存量资产。截止到 2020 年 8 月，过去共有 192 只与基础设施相关的产品发行，收费收益权产品基本以债权类产品为主。

（三）基础设施投融资机制创新迫切性高

基础设施融资来源的多样性对缓解地方政府财政压力意义重大。我国以政府主导的基础设施投融资体制以债务性工具为主，来源相对单一，融资渠道有限，还本付息对地方政府及相关融资平台造成了较大的财政压力。面对日益增长的基础设施投资需求，随着债务规模快速增长，资金供给跟上需求压力越来越大。尤其是经济相对不发达的部分省市的地方政府普遍面临较大的债务压力，造成了举债能力趋弱、主体信用下降，从而导致阻碍地方经济发展、举债能力均进一步下降的恶性循环。地方政府及相关融资平台大量的隐形债务同时对我国经济运行带来了系统性风险，相关金融的信用风险也随之加大。创新探索多渠道的基础设施投资来源，丰富基础设施融资的手段，改变较单一的融资结构，尤其是丰富基础设施股权类资金来源、加大引进个人或民营资本投资于基础设施建设对缓解地方政府债务压力具有重大积极意义。

现行基础设施融资体制受到的约束规范会增多，未来融资难程度会加深。2017 年以来，基于防风险、去杠杆的大环境下，国家通过直接对地方政府和城投平台的债务监管、金融机构的约束监管，致力于控制地方政府的债务，传统基础设施融资项目受到约束规范增多，融资难度程度加深，导致基础设施投资增速放缓。从现行基础设施融资体制来看，展望未来，来自税收的财政预算内资金随着降税减费政策推进势必增长承压；土地财政带来的政府性预算资金在房地产行业受到严监管环境下增速乏力；从近两年各相关部委频繁发布监管文件对地方政府举债的行为监管趋严，发债融资难度加大，非标融资受阻；前期 PPP 项目吸引社会资本受项目投入高、周期长、收益率低等原因导致融资效率一般。

基础设施融资体制应适应新基建未来发展目标。基础设施投融资体制创新应适应于基础设施内部结构的转型升级，目前的基础设施投融资模式仅适应于传统基础设施行业，面对未来发空间广阔的新基建行业，现行的基础设施融资体制需要创新变革以适应这些行业的发展目标。与传统基础设施行业不一样，新型基础设施具有科技创新驱动、变革发展快、生产结果形态不一、变现周期不明、需要与其它行业融合发展等特点，投融资模式势必与传统基础设施模式不一样。目前来看，单纯财政资金促进新型基础设施建设的效率或不及更市场化运作的社会资本，因此新基建融资来源需要更多社会资本参与甚至主导。同时，新型基础设施内细分领域融资模式也存差异，导致对融资工具的要求不尽相同，存在差异化、特色化的融资机制不可或缺。

二、基础设施 REITs 是创新基础设施投融资的有效路径

不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trust,简称“REITs”）是指通过发行股份募集资金投向不动产组合且股份可流动交易，不动产由专业经营机构进行管理，并将投资收益高比例分配给投资者。REITs 上世纪 60 年代起源发展于美国，REITs 从资产端来看是不动产的证券化或 IPO；从资金端来讲可使投资者投资不动产的门槛大幅降低、同时通过持有高流动性的标准产品份额享受不动产的日常经营与增值收益。将基础设施与 REITs 结合，推出适应我国基础设施发展的基础设施 REITs 渠道将成为创新基础设施投融资的有效路径之一，原因主要有以下四点：

（一）政策酝酿及前期类 REITs 市场发展，基础设施 REITs 推出的市场基础已逐步完善

最早可追溯到 2005 年，我国相关部委便提出开放国内 REITs 融资渠道，之后我国陆续不断有来自各方的声音提议开放 REITs，政策不断酝酿。近两年来，我国陆续发行了三单基础设施类 REITs，相比于国外发达国家的基础设施 REITs，基础设施类 REITs 无论是从市场制度建设、发展规模上存在较大提升空间。

国内基础设施类 REITs 产品仍在初步探索阶段，受限于底层资产的所有权属转让、税收优惠等因素的影响，已经成功发行的 3 单基础设施类 REITs 产品结构较为一致，均以“私募股权基金+ABS”形式存在，产品交易结构均特别设计次级由原始权益人全额认购，同时还采取了其它增信措施，以保护优先级投资者的利益。但国内基础设施类 REITs 与国外 REITs 市场相比，仍存在以下的不足之处，主要包括以下四个方面：1).组织形式单一，国内目前仅有“私募基金+ABS”的模式；2).管理方式不具有灵活性，国外 REITs 是偏主动管理型组织，可根据资产的实际运营情况与市场环境对底层资产组合进行灵活调整买卖，而国内类 REITs 产品债权属性较强，持有期间底层物业基本为固定组合；3).退出方式受限，国内类 REITs 退出方式以产品到期或开放期退出为主，而国外公募 REITs 的二级市场交易活跃，可随时通过二级市场交易退出；4).税收优惠优势不明显，国外成熟市场 REITs 可以享受税收优惠，而我国类 REITs 产品涉及公司所得税、土地增值税等多项税种，在收益上完全未享受税收优惠。

2020 年 8 月 10 日，中国证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，明确了基础设施 REITs 试点的基本要求、项目要求，同时对公募基金发展不动产投资信托基金的参与主体资质与职责、投资运作等多方面进行了规范。这预示着将以基础设施 REITs 试点项目开启我国 REITs 市场。凭借政策的大力支持、多部门联合推动及多项配套政策的陆续推出中，前期基础设施类 REITs 的成功尝试也鼓舞了市场人心，我国基础设施 REITs 的推出的市场基础将逐步完善，这将奠定了基础设施 REITs 在我国成功推行的发展基础。

（二）基础设施 REITs 作为直接融资工具符合我国现阶段金融体制改革方向

为了实现“提高直接融资比重”的金融体制改革目标，过去两年，我国打造多层次市场深化改革正在全面推进，科创板成功推出开板，新三板精选层推出，创业板改革并实行注册制成功落地，我国资本市场一直走在创新与完善的路上。但与成熟资本市场相比，我国缺少了“REITs”板块。基础设施 REITs 作为直接融资工具，若成功推出，标志着我国开启了发展 REITs 板块的里程碑,我国多层次资本市场体系将得到进一步完善,市场层次将进一步分明，金融市场的融资功能得到了进一步完善，将全面提升资本市场服务实体经济的能力，推动我国经济健康发展。基础设施 REITs 作为新老基建的融资工具，可与其它交易所市场板块形成互补、错位发展的新格局，标志了我国不动产直接融资开启新时代，有助于减少不动产融资对传统信贷与债权融资的依赖。借助资本市场的透明、高效的特性，基础设施 REITs 提供了个人投资者可投资参与基础设施项目的直接有效途径，激发社会资本直接参与投资不动产的热情。

（三）为现有部分基础设施项目提供正式有效的投资退出途径

基础设施 REITs 可以将基础设施资产转为标准化份额的流动性交易资产，为我国目前庞大的存量基础设施资产中符合要求的项目提供退出的有效机制，从而形成新的资金来源，有利于基建投资项目的有效退出与建设资金的循环有效利用，契合当下宏观大环境下“去杠杆”的基调，缓解了地方政府的债务风险，降低宏观杠杆率，可有效实现基建融资渠道新的探索，有望成为未来基础设施融资发展的重要方向之一，对国有企业盘活重资产、实现不动产权益融资具有先行示范价值。此外基础设施 REITs 可为部分 PPP 项目提供再融资渠道以及退出渠道，可稳步推进 PPP 项目及相关基础设施的建设。

（四）促进基础设施相关领域资产的市场化、专业化运营

长期以来，我国各级政府及相关部门担任着我国基础设施的运营管理职责，但受限于基础设施自身的准公共产品属性、后期运营维护不足及管理方式偏粗放，往往存在相关基础设施主体运营效率不高、经济效益不明显等问题。而基础设施 REITs 要求不动产资产管理人采取主动管理模式，对不动产资产管理组合进行市场化的经营管理，追求不动产经营的稳定回报，力求实现 REITs 产品的收益最大化。这不仅与过去基础设施运营管理模式存在较大的差别，同时将对不动产资产管理人提出要具有更专业、精细的运营管理经验与前瞻性的判断能力的要求，才能为相关资产提供高效、高质量的运营服务，从而保证为投资者带来具有吸引力的稳健收益回报。

三、境外基础设施 REITs 发展经验回顾

目前全球有接近 40 个国家的资本市场拥有了 REITs 市场板块，G7[3]国家均具有 REITs 市场。美国现在具备全球最大、最成熟的 REITs 市场，发展经验最丰富；日本、新加坡 REITs 市场规模在亚洲靠前，均有较完善的市场发展基础，新加坡 REITs 市场市值占股票市值比重高达 12%，说明 REITs 在新加坡资本市场占有重要地位；澳大利亚、法国、加拿大等国家 REITs 市值同样规模较大。我们通过对美国、日本、新加坡这三大成熟 REITs 市场的历史发展回顾、产品的特征、市场现状展开讨论，发现国外 REITs 在组织形式、管理方式、退出方式和税收等方面的可借鉴优势，同时根据我国《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》中对基础设施 REITs 的不动产范围的规定，分析了这三大市场现有可划分为基础设施 REITs 这一具体细分领域。

（一）美国：REITs 市场发展历史悠久，基础设施 REITs 具有重要地位

1.美国 REITs 市场介绍

(1).美国 REITs 市场历史发展悠久，分为两大发展阶段

美国 REITs 市场起源于 1960 年，国会通过 REITs 法案以便让小户投资者可以投资于房地产，鼓励更多投资者可以通过像购买公募基金一样购买 REITs 份额投资不动产。

[3] G7 指美国、加拿大、英国、法国、德国、意大利及日本

①第一阶段（1960-1985），此阶段规定 REIT 只能拥有房地产且由第三方机构运营管理，当时第三方机构运营管理专业能力并不强，这段时期的 REITs 均是高杠杆运营且业绩表现不好，导致投资者并不太热衷投资于 REITs，整个 REITs 市场规模增速及表现一般。

②第二阶段（1960-1985），直到 1986 年通过的《美国 1986 年税收改革法案》，放松了 REITs 底层资产的准入标准，允许 REITs 拥有、经营和管理大部分收益型商业房地产，同时允许 REITs 直接管理经营自己的资产，投资决策由外部专家管理转变为内部管理，凭借税收优惠与流动性优势，此后 REITs 迎来高速发展的新时代。同时 1993 年美国通过《综合预算调整法案》认定养老金由受益人持有，纳入了税收优惠范围，促使许多养老金开始大规模配置了 REITs；2008 年 NAREIT 等行业组织合作修改了 OECD 的税收协定范本，实现对全球跨境 REIT 投资的统一税收待遇；2015 年《PATH ACT》消除国外资金投资美国 REITs 障碍，并废除美国证券交易所上市 REITs 的惩罚性优惠股息规则，方便了国外投资者投资 REITs 产品。经过多年不断制度补充与完善，美国 REITs 市场已迈入了成熟阶段。

(2).从四大标准分类划分美国 REITs

按照 REITs 制度形式上，可分为公司型或契约型 REITs。公司型 REITs 是指 REITs 作为独立法人资格，公司自主运行 REITs，投资者可享有在公司股东大会的投票表决权，对公司日常经营进行监督。契约型 REITs 是指以信托契约成立为依据，通过发行收益凭证筹集资金而投资于房地产，REITs 本身不是独立法人。

按照收益产生来源不同，美国 REITs 品种现可分为权益型和债权抵押型 REITs。权益型 REITs（Equity REITs）通过持有与运营相关不动产为目的获取收益，通常不动产包括住宅公寓、写字楼、商业物业和特殊类（信号塔，基建、赌场等）等四大类；债权抵押型 REITs（Mortgage REITs）通常为投资于不动产抵押贷款、MBS 或其它债务工具，通过这些债权产生的利息赚取收入，对利率表现更为敏感是抵押债权型 REITs 较明显的特征。

按照是否能随意额外发行股份来看，可分为封闭型、开放型 REITs。封闭型 REITs 仅能公开发行股份的份数在发行前就确定了，不能追加认购或赎回，若额外发行股份，需要持有股东同意。开放型 REITs 是指能随时能发行新股份或回购股份的 REITs。

按照是否公开交易和交易场所分类，美国 REITs 又可划分为公开上市 REITs、公开未上市 REITs、私人 REITs。公开上市 REITs 是指在美国证券交易委员会（全称 The U.S. Securities and Exchange Commision，简称“SEC”，下同）注册发行了股份，且能在公开股票市场交易，在财务信息披露和公司治理上需要遵守美国上市公司相关法律法规。公开未上市 REITs 是指在 SEC 注册发行了股份，但没有挂牌或者无法在股票交易市场公开交易，投资者需要受到相关限制，比如需要遵守最小持有时间。私人 REITs 是指未在 SEC 注册，相关证券未上市交易，从而不需要遵守 SEC 相关法律监管，同时设立了较高的针对合格投资者门槛。

图表 2 传统美国公开交易 REITs 与公开未上市 REITs 的对比

	公开交易 REITs	公开未上市 REITs
定义	指在美国证券交易委员会注册发行了股份，且能在主要公开股票市场交易的 REITs	在 SEC 注册发行了股份，但无法在股票交易市场公开交易

流动性	股份已经上市交易，投资者可像公开市场股票一样交易，流动性较好	股份未在交易所公开交易，只能通过做市商购买股份。股份的赎回根据不同的公司要求可能面临不同的规则，但通常流通性受限。投资者甚至可能需要在 REITs 上市或 REITs 底层资产清算才能获取资本利得收益
交易费用	与买卖公开股票交易费用原则一样	前端费用通常要收取 9-10%的手续费给经纪交易商，同时还有可能产生后端费用，比如退出费用等
管理层	通常公司管理层作为公司雇员	公司无雇员，由第三方管理机构管理
投资门槛	1 股起投资	通常 1000-2500 美元起
公司治理	遵循上市公司的公司治理原则	遵循所在州或者北美证券管理协会的公司治理条例
信息披露要求	遵循 SEC 要求的信息披露，包括季报与年度审计财务报告	遵循 SEC 要求的信息披露，包括季报与年度审计财务报告
股价透明度	公开交易所市场可得实时交易价格	股价信息不能随时可得

资料来源：美国证券交易委员会官网，万和证券研究所

(3).成为美国 REITs 主体需在税收、资产和收益形式上满足条件

REITs 最明显的特征在于税收上不用缴纳公司层面的税收,为了成为一个合法的 REITs 主体,需要满足以下特征:

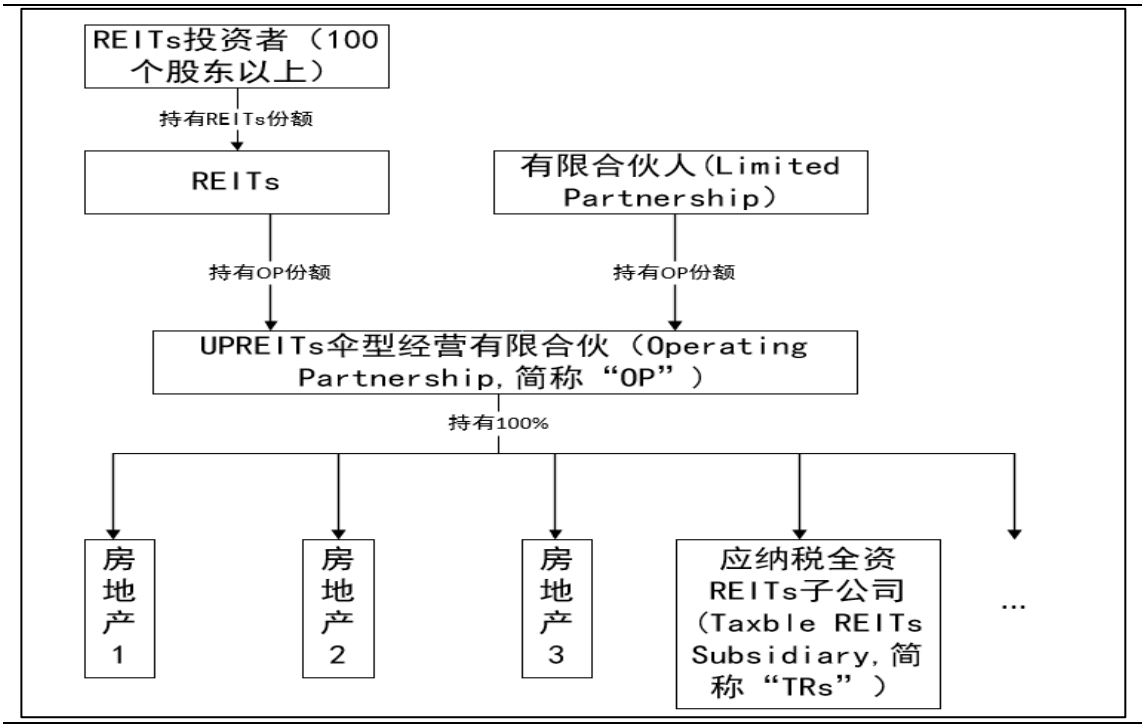
①在税收形式上，REITs 必须符合联邦层面的法人企业税制形式，经过了美国国家税务局在符合条件下认可产生；在成立的第二个纳税年度起，REITs 至少拥有 100 个股东以上，同时 5 个及以下的个人投资者在纳税年度的后半年不能持有 REITs 的 50%以上份额。

②在资产和收益形式上，REITs 需要将每年至少 90%以上的收益用于分红；REITs 需投资至少 75%以上的资产于底层资产或现金；75%以上的收益由底层资产的出租收益或房屋抵押贷款利息产生；REITs 资产组成中不能有超过 25%来自于按照正常纳税标准纳税的实体；同时 REITs 需由管理人或受托人管理，其股份可转让。

(4).美国 REITs 常见交易结构

目前,美国 REITs 的常用交易结构为 UPREITs(Umbrella Partnership REITs,简称“UPREITs”)与 DOWNREITs，根据美国 REITs 从业人员估计，美国 75%的 REITs 由这两类交易结构组成。UPREITs 交易结构出现于 1990 年代后，作为 REITs 结构的创新得到了普遍应用及较快发展。

图表 3 UPREITs 的交易结构

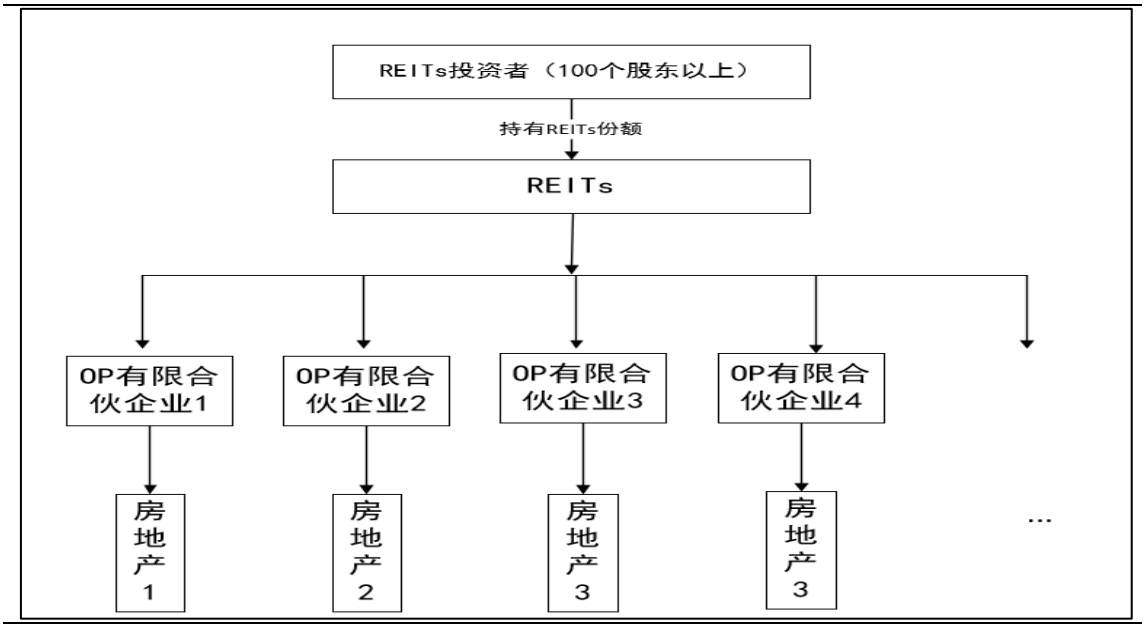


资料来源：SEC，万和证券研究所

UPREITs 交易结构一般为有限合伙人（LP）将房地产或者现金注入到 UPREITs 伞型经营有限合伙公司（OP），LP 因此持有 OP 的股份；而 REITs 向投资者发行股份募集现金，将原自有房地产或现金注入到 OP 从而成为 OP 的普通合伙人（GP）；OP 持有管理房地产物业，且可利用现金继续购买房地产以实现 REITs 规模的扩大。此外，LP 可在持有一段时间后将 OP 的股份以一比一比例转换为 REITs 份额。在 UPREITs 结构中，REITs 未直接持有房地产，而是与 LP 共同持有 OP 股份而持有房地产；此类交易结构下，可使房地产持有者将房地产卖给 OP，从而实现卖给了 REITs 而不会被双重征税。美国 REITs 可以通过应纳税全资 REITs 子公司进行房地产交易或其它以外的业务，时 REITs 主体具备了一定的经营灵活性。

DOWNREITs 交易结构是指 REITs 通过持有设立不同的经营有限合伙公司 OP 而持有不同的房地产。相对于 UPREITs 的广泛使用，DOWNREITs 显得较为小众，原因在于将房地产注入进 DOWNREITs 通常需要更专业的税收及投资服务，需要考虑统筹多个 OP 的税收利益。

图表 4 DOWNREITs 交易结构



资料来源：SEC，万和证券研究所

(5).最常见估值方法体系

REITs 的商业模型很独特，通常与长生命周期的资产相关，会产生大量的非现金的折旧与摊销，折旧与摊销会减少 REITs 的净利润，而 REITs 分红取决于它的现金流，因此 REITs 的分红通常高于它的净利润。因此，传统的估值方法体系并不适用于 REITs。一般通过指标运营现金流（Funds from operation，下称“FFO”）、调整后营运现金流（Adjusted Funds from operation，下称“AFFO”）、净资产价值（Net Asset Value，下称“NAV”）等指标评价 REITs 的财务表现和财务稳健性，并进行估值。

运营现金流 FFO 通常是评价 REITs 运营不动产中所产生的现金流，计算公式为：运营现金流=净利润+折旧/摊销+资产减值损失-出售资产净收益，每股运营现金流是评判 REITs 的盈利能力指标，类似于传统估值指标每股净利润，因此每股价格 P/每股 FFO 类似于 P/E 估值倍数。

调整后运营现金流 AFFO，计算公式为：调整后运营现金流=运营现金流-经常性资本支出+租金上涨-日常维护费用，调整后每股运营现金流是计算报告期内的经常性现金流，是衡量 REITs 自由现金流的有效工具。相对于 FFO 而言，AFFO 对计算 REITs 的归属于股东的剩余现金流更准确。

净资产价值法 NAV，净资产即不动产资产总额与负债之间的差额，是另一种常用的衡量 REIT 估值的指标。从理论上讲，如果 REITs 的每单位净资产值为 1 美元，则每个单位 REITs 应以 1 美元交易，但现实中 REITs 根据不动产的实际运营情况不同，大多相对于其各自每股 NAV 存在溢价或折价。

2.美国基础设施 REITs 概况

按照我国最新的基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作通知相关文件（截至 2020.8 月），以我国基础设施 REITs 试点要求政策规定的资产范围为基准，通过对美国公开上市 REITs 进行梳理筛选，美国过去以来共有 24 只基础设施 REITs 在美主要交易

所上市，有 9 只在中途由股票形式转换为 REITs，包含了以传统基础设施、数据中心、工业地产（特殊工业产业园、物流园等）细分三大类的 REITs 分别有 7、5、12 只，其中中途有 3 只因被收购而退市。

从基础设施 REITs 成立时间来看，16 只在 2010 之后上市或由股票转换为 REITs，8 只在 2010 年成立的 REITs 几乎均为工业地产相关的 REITs。从基础设施 REITs 底层资产所从事的相关行业来看，传统基础设施 REITs 以租赁无线通信基础设施、能源类的 REITs 为主；数据中心 REITs 均为全球化经营数字中心租赁或服务业务；工业地产以物流中心、可租赁工业地产为主。从这些基础设施 REITs 总资产规模来看，截止到 2020 年底，有 6 只超过 100 亿美元以上，其中最高的安博达到 552 亿美元；有 12 只规模低于 50 亿美元，最低的 POWER REITs 仅 0.4 亿美元。

经测算，基础设施 REITs 在美国公开上市 REITs 市值占比已由 2010 年初的 9.58%提升至 2020 年 6 月末的 40.76%，可见基础设施 REITs 在美国公开上市 REITs 市场重要性逐步提升，现在已经发展成为最重要的 REITs 品种之一。截止到 2020 年 6 月底，共有 7 只基础设施 REITs 被纳入了 S&P500 指数，与共有 30 只 REITs 纳入 S&P500 且合计市值占比为 4.42%相比，基础设施 REITs 市值占 S&P500 指数比重为 1.53%，显示美国基础设施 REITs 中已有规模较大、在行业中具备领先优势的 REITs 公司。

图表 5　美国基础设施 REITs 一览

编号	类别	简称	REITs 名称	创立/上市/成为 REITs 时间	介绍	是否为 S&P 500 权重	市值（亿美元）	总资产（亿美元）
1	传统基础设施	AMT.N	American Tower（美国电塔）	1995/1998/2012	全球最大的 REITs 之一，拥有约 18.1 万处资产，遍布多国，是全球领先的无线通信基础设施。	√	1010	415
2	传统基础设施	CORR.N	CorEnergy Infrastructure	2005/2007/2007	专注于能源基础设施，其投资领域主要在具有公用事业功能的中下游资产，例如管道、储存终端和输、配电资产。	×	1	3
3	传统基础设施	SBAC.O	SBA Communications	1989/1999/2016	在美国及南非提供无线通信基础设施，约有 3 万处资产。	√	298	94
4	传统基础设施	CCI.N	Crown Castle	1994/1998/2013	主要在美国运营并提供租赁信号塔、光纤等服务，拥有超过 4 万处信号塔、9 万英里光纤电缆等资产。	√	722	409
5	传统基础设施	UNIT.O	Uniti Group	2014/2015/2015	致力于收购和建造的通信基础设施，如光纤和无线塔楼，截止到 2020 年 3 月底，公司在全美有 630 万英里光缆线、700 个左右无线铁塔等资产。	×	26	48
6	传统基础设施	PW.A	Power REIT	1967/1980/2012	专注于环境控制农业、交通、太阳能农场有关的资产	×	0.8	0.4
7	传统基础设施	HIFR.N	InfraREIT	2001//2015/2015	资产主要集中在美国，投资电力传输和分送的基础设施公司。2019 年 5 月被收购而退市。	×	-	-
8	数据中心	EQIX.O	Equinix	1998/2003/2015	全球领先的数据中心提供商，在全球多个国家提供数据中心相关服务并拥有多处数据中心。	√	597	278
9	数据中心	DLR.N	Digital Realty Trust	2004/2004/2004	数据地产信托公司为遍及全世界的 2300 多家公司提供安全高效的数据中心服务，在 22 个国家的 47 个城市拥有 280 个数据中心。	√	389	339
10	数据中心	COR.N	CoreSite Realty	2010/2010/2010	在美国 8 个主要通信市场拥有 24 个数据中心，为 1300 多个客户提供安全可靠高效的数据库和互联服务。	×	51	22

11	数据中心	CONE.O	CyrusOne	2001/2013/2013	美国第三大数据中心提供商，在美国、欧洲和亚洲拥有超过45个数据中心。该公司目前服务全球数百个大企业客户。	×	84	65
12	数据中心	QTS.N	QTS Realty	2013/2013/2013	专注于数据中心解决方案，包括自定义数据中心、托管和云计算服务，在北美管理着超过700万平方英尺的数据中心。	×	39	35
13	产业地产	IRM.N	Iron Mountain（铁山）	1951/1996/2014	主要为企业信息管理服务行业的企业提供租赁服务，提供包括记录管理、信息销毁、数据备份和恢复服务。资产遍及50多个国家，拥有超过9千万平方英尺的地产。	√	106	144
14	产业地产	EGP.N	EastGroup Properties	1969/1971/1971	主要持有位于主要交通附近或者供应受限的细分市场的产业物流中心，目前拥有约4.6千万平方英尺的地产。	×	56	26
15	产业地产	DRE.N	Duke Realty	1972/1986/1986	公司的资产主要为大型仓库和地区物流中心，资产遍布21个美国的主要城市，可租赁面积达到了1.44亿平方英尺。	×	157	86
16	产业地产	LPT.N	Liberty Property	1972/1994/1994	主要涉及优质办公地产和工业地产，截止2017年底，拥有566处地产，为1200位租客提供了办公及轻工业制造场所。2020年，因被普洛斯收购从而退市。	×	-	-
17	产业地产	PLD.N	Prologis（安博）	1983/1994/1994	普洛斯公司是全球物流领域地产的领导者，主要为b2b和零售网络两大板块的客户提供服务，总计约服务过5500家企业。截至2020年3月底，该公司拥有遍布19个国家的9.65亿平方英尺地产。	√	772	552
18	产业地产	FR.N	First Industrial Realty Trust	1993/1994/1994	主要持有和管理大型区域物流中心，轻工业和其他工业地产，为跨国公司和本地客户提供服务。至2020年6月底，其总计拥有及正在开发的工业地产达为6.4千万平方英尺。	×	60	37
19	产业地产	DCT!.N	DCT Industrial	2002/2006/2006	专注于批量销售和轻工业的服务，业务范围主要集中于全美的物流中心。2018年4月，被普洛斯收购从而退市，被收购时约有7.1千万平方英尺自有和管理中的地产。	×	-	-
20	产业地产	STAG.N	STAG Industrial	2003/2011/2011	主要投资于全美范围内的单租户的多类工业地产。截至2020年6月底，拥有可租赁地产的面积共计约为9.18千万平方英尺。	×	53	43
21	产业地产	TRNO.N	Terreno Realty	2009/2010/2010	资产为位于美国沿海地区的工业地产，拥有1.3千万平方英尺的可租赁地产。	×	40	21
22	产业地产	PLYM.N	Plymouth Industrial REIT	2011/2017/2017	专注于单一和多租户的工业地产，其中包括物流中心、仓库和轻工业地产，拥有2千万平方英尺的可租赁地产。	×	4.7	8
23	产业地产	REXR.N	Rexford Industrial Realty	2013/2013/2013	业务范围主要在南加州，它的投资方向为工业地产，约自有2.75千万平方英尺可租地产，同时管理1百万平方英尺的可租地产。	×	66	42
24	产业地产	IIPR.N	Innovative Indl Ppts	2016/2016/2017	一家独特的工业地产公司，主要为规范的医用大麻生产商提供服务，它的业务范围遍布全美。	×	43	12

资料来源：WIND,NAREITS,STOCK ANALYSIS,各公司官网介绍，公司公告，万和证券研究所

注：是否为标普500权重、总资产均为截止至2020年6月30日数据，总市值是截止到2021年3月25日最新的数据。×代表不是S&P500权重指数，√代表是S&P500权重指数。

3.以投资者视角看美国基础设施 REITs 回报

为了对美国基础设施 REITs 近十年以来的收益回报率进行测算，我们以上文图表 5 中所含的美国基础设施 REITs 的总股本为权数及价格计算点位搭建了美国基础设施 REITs 指数，指数基期为 2010 年 1 月 1 日，指数基点为 1115。经计算，美国基础设施 REITs 指数自 2010 年以来复合年增长率为 12.11%，同期 FTSE 全权益 REITs 指数（FTSE Nareits All Equity REITs，简称“FNAER”）为 10.85%，同期标普 500 指数为 11.67%，美国基础设施 REITs 过去 11 年的回报走势整体基本同步于 FTSE 全权益 REITs 指数与标普 500 指数。在 2014 年之前，美国电塔、安博、Digital Realty 这三只 REITs 占据了美国基础设施 REITs 指数权重 70%以上，因此受三只 REITs 在 2013 年表现疲软影响，美国基础设施 REITs 指数跑输了 FNAER 与标普 500 指数；2014 年起美国基础设施 REITs 指数年涨幅均大幅优于标普 500，2015 年起美国基础设施 REITs 指数年涨幅均优于 FNAER。长期来看，美国基础设施 REITs 指数给投资者带来了丰厚的回报，这也是越来越多基础设施相关行业股票选择转换为基础设施 REITs 的背后原因之一。

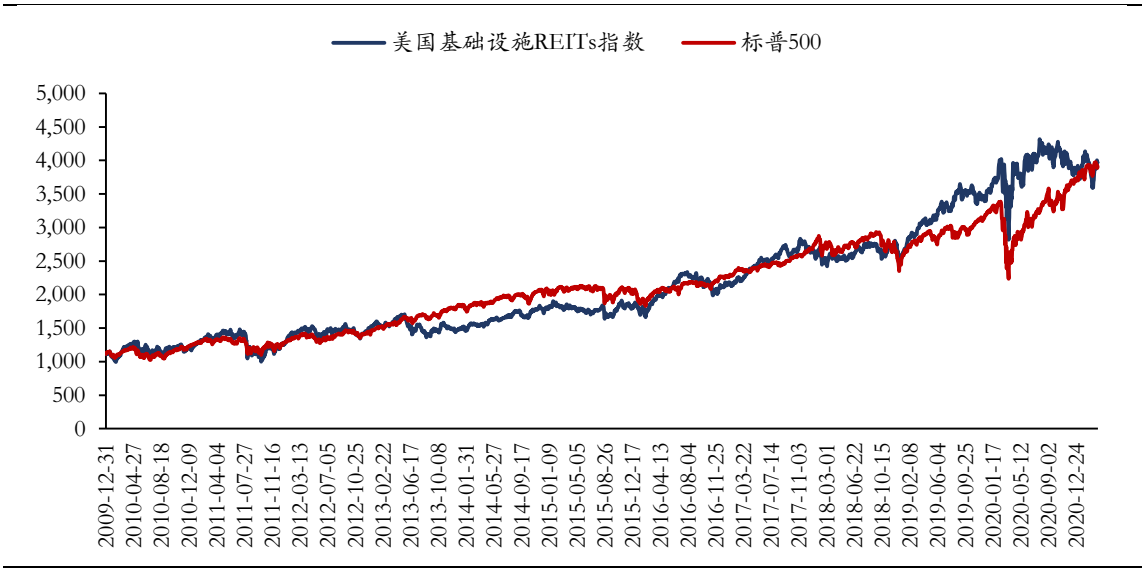
图表 6　FNAER、美国基础设施 REITs、标普 500 指数年涨幅（%）

指数	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FNAER	27.9	8.3	19.7	2.9	28	2.8	8.6	8.7	-4	28.7	-5.12
美国基础设施 REITs 指数	11.2	0.0	17.7	-2.5	20.5	2.7	16.6	25.2	-3.5	42.5	9.74
标普 500	11.0	0.0	11.7	26.4	12.4	-0.73	11.2	18.4	-7.0	28.9	16.3

资料来源：罗素指数官网，同花顺，万和证券研究所

注：FNAER 是以市值加权、动态调整、包含了所有美国权益 REITs 的指数，该指数由富时指数公司公布。

图表 7　美国基础设施 REITs 指数与标普 500 指数走势



资料来源：同花顺，万和证券研究所

因为 REITs 强制分红的特征，多数基础设施 REITs 的股息率在 2016-2019 年期间高于同期美国十年期国债收益率，除了美国电塔与易昆尼克斯分红水平整体较低外（四年平均分红率低于 2%外），剩下多数基础设施 REITs 股息率基本维持在 2%-4%之间，极个别公司如 UNIT、CORENERGY INFRASTRUCTURE TRUST 等公司分红率高达 8%以上，可见基础设施 REITs 的高分红特征明显，对于养老金、年金等长期机构投资者具有非常强的吸引力。

美国基础设施 REITs 能取得丰厚回报背后的主要根本原因在于以数据中心、工业地产和传统基础设施（多数为无线通信基础设施）为底层资产背后的行业正处于加速发展时期，无线通信基础设施、数据中心、物流仓库充分享受着通信技术革新更迭、互联网应用流量爆发与电商崛起等时代红利，这类相关房地产需求迅速增长，相关不动产支撑着相关基础设施 REITs 的规模扩张及收益表现，不但给这些基础设施 REITs 带来了稳定的分红，同时还享受到了资产的增值收益。

REITs 形式为相关基础设施行业实现规模效应，有效支撑行业龙头公司扩张发展。美国数据中心伴随着云计算、大数据、物联网、人工智能等新兴技术发展，需求向规模化与专业化不断迈进。举例 Equinix 和 Digital Realty 这两大数据中心 REITs 分别作为世界知名的零售型与批发型数据中心龙头，不断地改扩建，凭借充分受益美国数据中心高景气度的优势，同时 REITs 低税率优势为公司加速海外扩张提供动力，帮助企业走出海外，提升对资本的吸引力。又如全球物流龙头 REITs 公司安博，基于 REITs 的低风险诉求和特征，积极寻求稳健经营战略，但不放弃追求规模的增长使公司处于行业领先地位，通过资本运作，寻求多方融资渠道，利用地产私募基金和战投关系将高风险资产出表，大大加大了回笼资金的效率，有效支撑了公司高速增长。

（二）日本：亚洲最大 REITs 市场，专设了基础设施基金市场

日本 REITs（简称“J-REITs”）市场目前是亚洲第一大 REITs 市场，截止到 2020 年 7 月，共有 63 只 J-REITs 在东京证券交易所上市，合计市值为 13 万亿日元左右，管理了总资产价值为 19.78 万亿日元的 4224 处不动产。同时，日本自 2015 年以来专门设立了基础设施基金市场，J-REITs 与基础设施基金齐发力分别为地产与基础设施资产融资开拓新渠道。

1.J-REITs 市场介绍

(1).J-REITs 发展回顾：从初步探索、停滞不前到恢复扩张

初步探索取得成功（2001-2007）。在亚洲金融危机后的 2000 年，日本政府对《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，其实施标志着 J-REIT 在日本的确立。2001 年，3 月份东京证券交易所创设了 J-REIT 板；9 月份，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-REIT 分别上市，标志着 J-REIT 的正式落地。2003 年，J-REITs 税率降低，资本利得与股息税率由 20%降至 10%。在这之后的 7 年里，J-REITs 的探索发展比较成功，市场规模快速提升，到 2007 年初已达到 40 只 J-REITs。J-REITs 投资的不动产种类同样进入了多元化发展，办公楼、商业设施、住宅、酒店、物流等不动产均有投资涉及。

次贷金融危机导致停滞不前（2008-2011）。2008 年次贷金融危机后，日本经济受冲击导致不动产市场的租金与出租率下降，许多 J-REITs 经营压力增大，而后 2011 年关东大地震对不动产市场再次造成了新的负面冲击。这期间 J-REITs 市场陷入停滞不前，基本无新上市的 J-REITs，同时还伴随着个别 J-REITs 破产。

再度走向扩张阶段（2012-目前）。日本政府为稳定 J-REITs 市场，以设立了 J-REITs 平稳基金、更改 J-REITs 投资法人兼并购制度等手段使市场恢复了对 J-REITs 市场的信心，投资法人兼并购制度使得 J-REITs 投资法人间互相合并以提升规模与信用级别，此外，当时处于低

谷的日本不动产市场给投资法人调整不动产组合提供了良好的发现价值机遇。2012 年开始 J-REITs 的只数终于开始增加，J-REITs 市场规模又重新开始了新的扩张期，并逐步走向成为了亚洲最大的 REITs 市场。

(2).J-REITs 基本特征

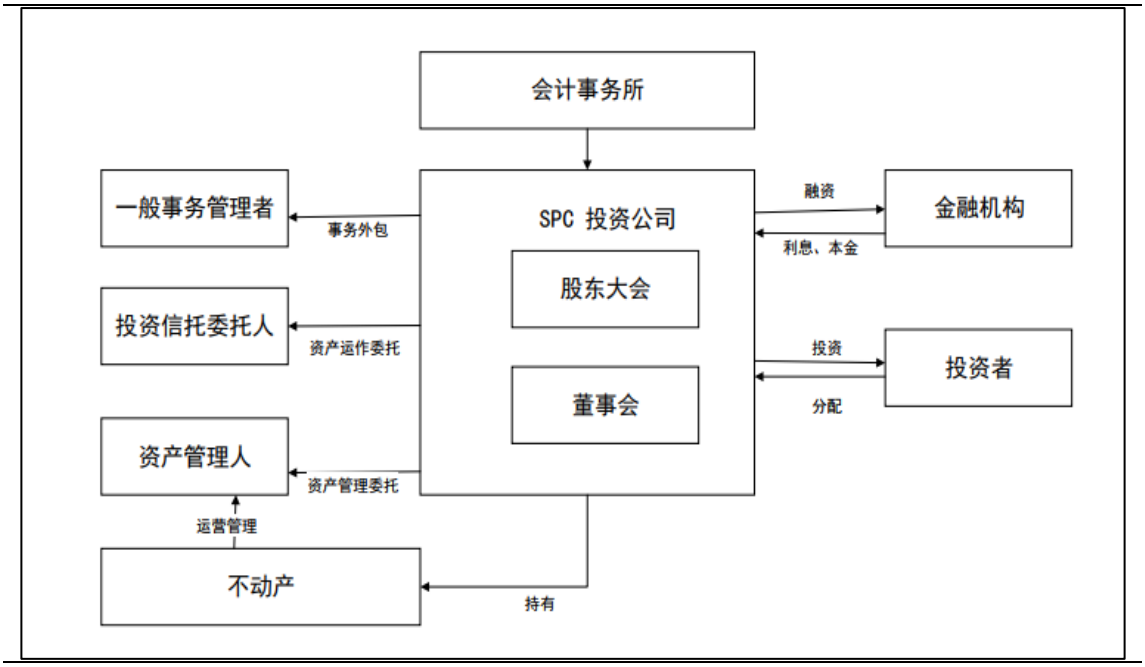
成为 J-REITs 需要遵守《东京证券交易所证券监管条例》中的相关要求，主要包括以下几点。对管理不动产比例有具体要求，包括管理总资产中需要有 70%以上比例投资于不动产，在上市时至少有 95%以上比例投资于房地产及其相关资产；在财务数据上，预计上市时净资产达到 10 亿日元以上，总资产预计到上市时需达到 50 亿日元；在上市股本与投资者要求上，预计到上市时流通股本达到 4,000 以上，前十大股东在上市时持有股份不高于公司总股本 75%以上，除十大股东以外，其余投资者合计总数需超过 1000 人以上。

J-REITs 为享受免交企业优惠，需要满足以下四个条件。（1）分红必须高于收益的 90%；（2）最大股东必须持有 J-REITs 股份少于 50%；（3）最大股东不得持有另一家公司 50%以上的股份（4）如果进行债务融资，这些资金必须来自于机构投资者。

(3).J-REITs 的交易结构

J-REITs 采取公司型 REITs 结构形式，一般交易步骤为不动产商成立 SPC（Special Purpose Company）投资公司，SPC 投资公司是为证券化特别设立的公司，SPC 后在东京证券交易所发行证券向投资者公开募集资金，资金募集完成后用于购买不动产，通过运营不动产产生现金流从而分配给投资者。因 J-REITs 因采用外部管理结构，J-REITs 自身并不雇佣员工或开展工作，而是委托外部管理机构进行不动产管理，同时外部资产管理公司需要是日本投资信托协会的成员。J-REITs 的股东会与董事会负责监督不动产管理工作。

图表 8　J-REITs 交易结构

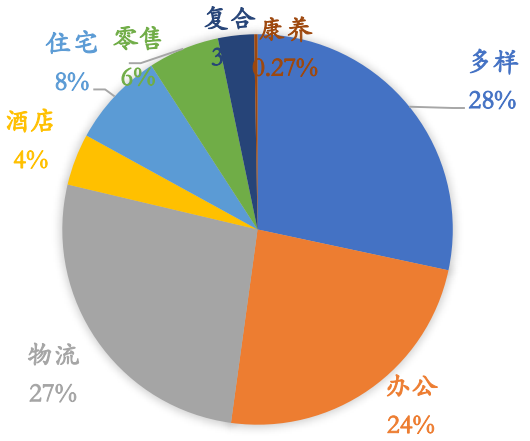


资料来源：东京证券交易所，万和证券研究所

(4).J-REITs 发展现状

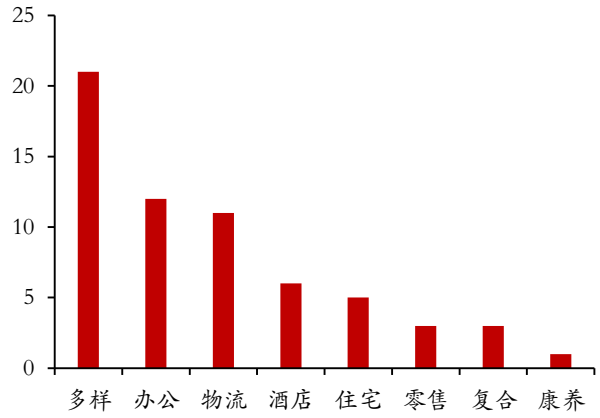
REITs 中多样、物流、办公 REITs 合计超过半数。J-REITs 市场中主要由多样、物流、办公、酒店、住宅、零售、复合、康养等八大地产 REITs 组成，多样地产 REITs 指拥有三类及以上地产，截止到 2020 年 8 月底，J-REITs 中市值占比前三的分别为多样、物流、办公 REITs，占比分别为 28%、27%、24%；从只数来看，多样、办公、物流 REITs 分别拥有 21、12、11 只，同样占据前三。

图表 9　J-REITs 各类别不动产市值分布



资料来源：ARE，万和证券研究所

图表 10　J-REITs 各类别不动产只数



资料来源：ARE，万和证券研究所

J-REITs 投资者结构以机构投资者为主。截止到 2019 年 8 月底，按市值计算，信托银行、外国机构投资者、个人投资者、公司及其它投资者分别持有 J-REITs 市值 42.7%、26.1%、8.5%、8.4%、13.7%，因此 J-REITs 市场以机构投资者为主，但是信托银行持有市值中接近 34%是来自个人投资者持有信托产品，因此个人投资者在 J-REITs 市场中占有重要地位。

J-REITs 过去给投资者带来了较丰厚回报，估值水平整体稳定。过去东交所 REIT 指数价格走势与东证股价指数走势呈现正相关，但受益于 REITs 的高股息率，东交所 REIT 指数总体回报高于东证股价指数。J-REIT 在 2013 年之前股息率可高达 6%，2013 年之后基本在 3%-4%之间浮动，高于东交所 1st section（面向日本上市大企业的股票市场板块）在 2%左右的股息率，同时远高于日本十年期国债 0%左右的利率。从 J-REIT 的 P/NAV 的估值指标来看，过去十年在 0.8-1.5 之间浮动，平均的 P/NAV 为 1.15，除了受关东大地震影响估值小幅创新低外，J-REITs 估值水平相对较稳定，在一定合理水平内波动，多数时候 P/NAV 估值水平大于 1。2020 年受新冠疫情影响，J-REITs 的 P/NAV 估值已从年初的 1.24 跌至 7 月的 1.01。

2. 日本基础设施 J-REITs 介绍

基础设施 J-REITs 多数为物流 REITs。经过我们梳理统计，现 J-REITs 中共有 11 只基础设施 REITs，除了三只不是纯物流 REITs，其余 9 只均为物流 J-REITs，三只非纯物流 REITs 大多数地产为物流。从上市时间来看，除了 2 只在 2010 年以前上市，其余多数在 2015 后上市。从规模来看，基础设施 REITs 管理的物流地产可租赁面积分化较大，Nippon Prologis REIT Inc. 管理达 318 万平方米的物流地产，位列第一，而 ITOCHU Advance Logistics Investment 仅管理了 26 万平方米的物流地产，因此各基础设施 J-REITs 的总收购价值（指购买地产时所花费的成本之和）也受可租赁面积分化而不同，通常来说，可租赁面积越多，总收购价值越高。从基础设施 J-REITs 地理位置分布来看，几乎所有的不动产都位于关东的东京大都市区或关西的大阪地区，这两大地区同时为日本第一、第二大城市，为日本经济的活跃地区。从基础设施 J-REITs 的市值分布来看，受管理物流地产的规模不同，市值呈现区别较大，最高的基

础设施 J-REITs 市值达 8700 亿日元，最低市值仅 650 亿日元。从出租率来看，基础设施 J-REITs 的出租率均超过 99%，即使今年在疫情影响下，以物流地产为主的基础设施 J-REITs 受影响小，经营稳定。

图表 11 基础设施 J-REITs

编号	代码	名称	IPO 时间	截止时间	地产总数	可租赁面积（万平方米）	总收购价值（亿日元	地理位置分布	其它说明	市值（亿日元）	出租率（%）
1	2979	SOSiLA Logistics REIT Inc	2019	2020 年 3 月	7	28	765	其中 70%的地产位于关东地区	90%以上地产为物流不动产	698	100
2	3249	Industrial & Infrastructure Fund Investment Corporation	2011	2019 年 12 月	72	-	3005	超过一半地产位于东京大都市区	拥有基础设施 9 处、物流地产 45 处，工业地产 18 处	3776	99.8
3	3281	GLP J-REIT	2012	2019 年 12 月	75	277	6449	60%、25%地产分别位于东京大都市区和大阪。	全为物流地产	6532	99.9
4	3283	Nippon Prologis REIT, Inc.	2013	2020 年 5 月	49	318	6961	59.7%、35%地产分别位于东京大都市区和大阪。	全为物流地产	8692	99.2
5	3466	LaSalle LOGIPORT REIT	2016	2020 年 6 月	16	106	3488	所有物流地产位于东京大都市区和大阪地区	全为物流地产	2939	99.1
6	3471	Mitsui Fudosan Logistics Park Inc.	2016	2020 年 4 月	18	95	2050	65%物流地产位于东京大都市区。	全为物流地产	2373	100
7	3481	Mitsubishi Estate Logistics REIT Investment Corporation	2017	2020 年 8 月	19	55	1421	65%的物流地产位于东京大都市区	全为物流地产	1489	99.9
8	3487	CRE Logistics REIT, Inc.	2018	2020 年 8 月	16	39	916	95%的物流地产位于东京大都市区	全为物流地产	650	100
9	3493	ITOCHU Advance Logistics Investment Corporation	2018	2020 年 3 月	9	26	588	全部物流地产位于关东地区	全为物流地产	708	99.9
10	8967	Japan Logistics Fund, Inc.	2005	2020 年 6 月	58	130	2696	大部分物流位于东京大都市区	全为物流地产	2580	99.9
11	8984	Daiwa House REIT Investment Corporation	2006	2020 年 8 月	228	298	8191	64%的不动产位于东京大都市区	50%为物流地产	6006	99.1

资料来源：Bloomberg,各公司官网介绍，Japan-Reits.com,万和证券研究所

注：截止时间指地产总数、可租赁面积、总收购价值、出租率统计信息的截止时间，市值为 2020 年 8 月 30 日市值

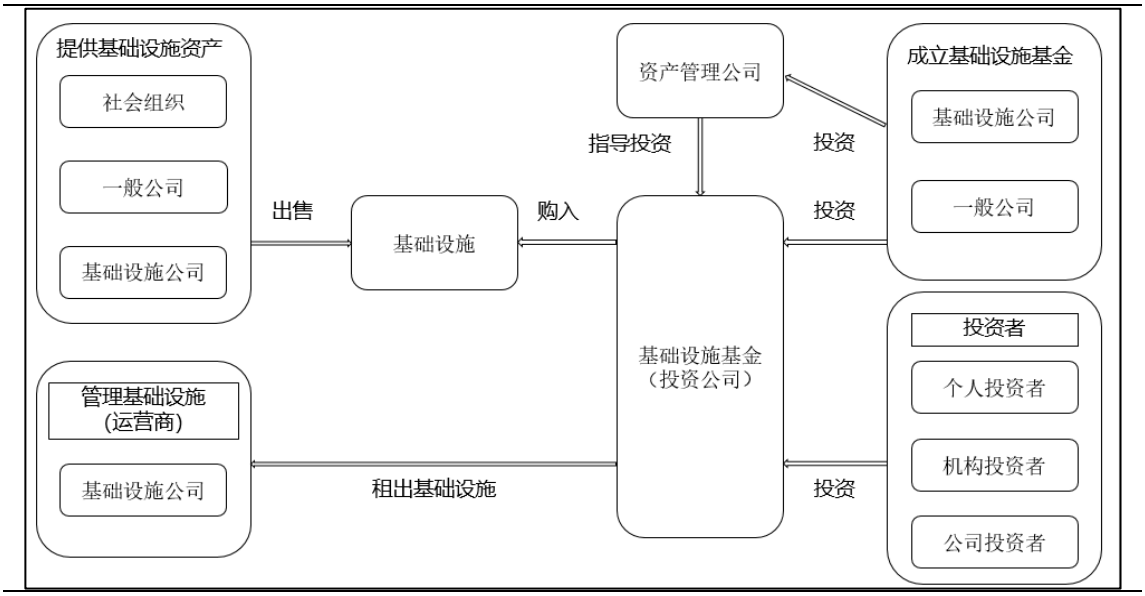
适度杠杆与专业的外部管理机构支撑了基础设施 J-REITs 的扩张成长。目前基础设施 J-REITs 的 LVT（loan to value，贷款价值比）均在 30%-40%之间，基础设施 J-REITs 适度利用了金融贷款,为自身资产规模的扩张提供动力,而相对而言 30%-40%水平的 LVT 对基础设施 J-REITs 的财务稳定性不会造成困扰，同时日本金融市场低水平的融资成本使付息压力不大。专业的外部管理机构对基础设施 J-REITs 的发展同样影响较大，专业的日常运营管理综合能力与发现不动产价值的前瞻性眼光将直接反映投资组合运营结果与效率。基础设施 J-REITs 均十分注重资产管理机构的经营能力，认为这是它们平稳扩张的基础。专注于经济发达地区、交通便捷的物流地产给基础设施 J-REITs 带来了良好的经营结果，同时支撑了基础设施 J-REITs 的适度扩张。

3.日本专设了基础设施基金市场助力可再生能源基础设施融资

受财政紧缩及存量基础设施维护需求提升影响，为了吸引更多个人资金投入于基础设施，充分利用专业的社会力量进行基础设施的开发与管理，日本东京证券交易所于 2015 年 4 月专门设立了基础设施基金市场，以通过更加透明的交易市场为基础设施筹措新资金。

基础设施基金是与 J-REITs 具有相同结构的金融工具，均为通过募集资金投向资产从而收取租金收益，参与机构基本一致，均在东京证券交易所公开交易，但最大区别在于筹集资金投向资产不一样，基础设施基金投向的资产为可再生能源、光伏等基础设施，而 J-REITs 通常投向房地产领域。除了所管理的资产类别不一样以外，从其它基本特征来看，基础设施基金与 J-REITs 在上市条件上需要满足同样的财务指标，此外基础设施的运营方需要经过合适的方法挑选出来；在信息披露上，两者均需要披露发行人、资产管理公司、管理的资产情况，此外基础设施还需要单独披露运营方的情况。

图表 12　日本基础设施基金结构



资料来源：东京证券交易所，万和证券研究所

图表 13　基础设施基金与 J-REITs 的区别

项目	基础设施基金市场	J-REITs 市场

资产要求	1. 直接持有的基础设施资产占总管理资产应超过 70% 2. 基础设施资产及流动资产产生的收益占总收益比例应超过 95%以上	1. 直接持有的房地产资产占总管理资产应超过 70% 2. 房地产及流动资产产生的收益占总收益比例应超过 95%以上
上市条件	在财务指标上要求一致	
	运营方需要通过适当的方法进行挑选	-
信息披露	均需要披露发行人、资产管理公司、管理的资产情况	
	运营方需要单独披露	-

资料来源：东京证券交易所，万和证券研究所

目前基础设施基金管理资产主要为光伏太阳能发电资产。自 2016 年 6 月首只基础设施基金上市以来，目前东京证券交易所已上市 7 只基础设施基金，市场规模不断增长。从基础设施基金管理的资产来看，几乎所有的资产均聚焦于可再生能源领域，其中光伏发电基础设施为主要的资产类别，基础设施基金的资产总收购价值内部分化较大，因此管理资产的数量与规模也不一样。

基础设施基金发展受益于日本的 FIT（可再生能源固定价格收购制度）。在福岛核电站事件后的 2012 年，日本政府下决心调节能源结构，因此推出了 FIT 制度，为了推广更多的新能源资源使用，规定电力公司需要去购买个人和企业利用光伏太阳能发电产生的电力，同时收购价格由政府决定。以光伏为代表的可再生能源市场快速增长，叠加日本政府目标在 2030 年将可再生能源占发电比例提升至 22%~24%（2017 年该值为 16%），未来以光伏为代表的基础设施资产仍将继续快速增长，同时风力水力发电等可再生能源基础设施或成为日本基础设施基金的潜在资产标的，继续支撑日本基础设施基金规模的增长。

图表 14　日本基础设施基金

证券代码	公司名称	上市日期	资产要求	截止时间	资产总收购价值（亿日元）	管理资产数量
9281	Takara Leben Infrastructure Fund, Inc.	2016 年 6 月	光伏资产占比 90%以上，其余可再生能源资产占比低于 10%	2019 年 11 月	287	26
9282	Ichigo Green Infrastructure Investment Corporation	2016 年 12 月	专注于可再生资产	2019 年 6 月	115	15
9283	Renewable Japan Energy Infrastructure	2017 年 3 月	光伏资产占比 90%以上，其余可再生能源资产占比低于 10%	2020 年 1 月	348	46
9284	Canadian Solar Infrastructure Fund, Inc.	2017 年 10 月	光伏资产占比 90%以上，其余可再生能源资产占比低于 10%	2019 年 12 月	489	21
9285	Tokyo Infrastructure Energy Investment Corporation	2018 年 9 月	光伏资产占比 80%以上，其余可再生能源资产占比低于 20%	2019 年 12 月	85	5

9286	Enex Infrastructure Investment Corporation	2019 年 2 月	光伏资产占比 50%以上，其余可再生能源资产占比低于 50%	2019 年 11 月	174	5
9287	Japan Infrastructure Fund Investment Corporation	2020 年 2 月	再生能源资产与公共设施运营	2020 年 5 月	101	15

资料来源：东京证券交易所，截止时间指资产总收购价值与管理资产数量的统计截止时间，万和证券研究所

（三）新加坡：REITs 市场市值占比最高，基础设施 REITs 以工业地产为主

新加坡 REITs（下文简称“S-REITs”）市场是亚洲第二大 REITs 市场，过去 10 年新交所 S-REITs 市值复合增长率为 15%，截止到 2020 年 4 月，共有 43 只 S-REITs 在新交所上市，合计市值为 1 千亿新元左右，占新加坡股票市场市值的 12%，是全球范围内 REITs 市值占股票市值最高的 REITs 市场。

1.S-REITs 市场介绍

(1).S-REITs 市场酝酿久，制度建设逐步完善

S-REITs 最早的历史可追溯至 1999 年，当年 5 月新加坡金融管理局颁布了《Property Fund Guidelines》条例，意味着 S-REITs 的政策条例出台，当时条例对 S-REITs 可投资领域、杠杠限制、托管人职责、信息披露要求、管理人进行了明确规定。2001 年，再度完善规定了税收穿透规则，S-REITs 税收政策完善。2002 年，第一支 S-REITs CapitalMall Trust 在新加坡交易所主板正式上市，这才标志着 S-REITs 的顺利落地，在这之后的 7 年间，另有 20 只 S-REITs 在新加坡交易所上市。2005 年，新加坡金融管理局对 S-REITs 的严格约束管理人、公司治理、解决管理层与投资者利益冲突等监管领域的进一步完善。受 2008 年金融危机对房地产冲击影响，当年仅 1 只 S-REITs 上市。目前 S-REITs 的最新监管法典为《Property Fund Guidelines》经过多次修改完善后形成的《Collective Investment Scheme》，相关市场基础、法律监管已逐步得到完善。

(2).S-REITs 基本特征

采取单位信托形式要求。与美国 REITs 很大不同特征的是，S-REITs 需要受托人对不动产资产拥有合法所有权，并代表 S-REITs 持有该不动产，受托人和管理人均是独立实体。受托人持有信托资产，管理人为单位持有人的利益管理运营信托资产。

强制分红要求。法律规定 S-REITs 需要分配 90%的运营产生的特定税收收入，但资本利得收入没有最低分配要求，分红频率为季度或半年分红一次。

公司治理较完善。通过新加坡金融监管局多年持续不断对 S-REITs 公司治理的政策推进，目前 S-REITs 公司治理较完善。具体包括了以下规定：在股东大会上，可以通过多数的单位持有人投票罢免经理；经理人董事会的三分之一应保持独立；审核委员会必须仅由非执行董事组成，其中多数为独立董事；必须在其财政年度结后的四个月内举行年度股东大会；S-REITs 股东有权出席股东周年大会，就决议案发言并投票。

税收优惠力度有吸引力。新加坡为 S-REITs 提供了税收减免的便利，尽管没有明确规定 S-REITs 自然具有免征企业所得税的地位，但是允许 S-REITs 产品向税务部门申请免税资格。若在信托层面免征企业税的情况下，投资者必须为投资收益纳税。只要满足认定条件，S-REITs 每年将不少于 90%的营业收入作为分红发放给投资者，其来自于房地产及房地产相关资产的现金收入部分就可完全免税。但是资本利得收入则分不同情况决定是否要纳税。对于发行人而言，已上市或在 6 个月内完成上市的 REITs 还可减免印花税。

估值指标主要为 DPU。每单位派息（dividend per unit，简称 DPU）是 REITs 的重要估值指标，因为多数投资者持有 REITs 的主要目标是获得稳定、可持续的股息收益率，DPU 是投资者最关注的投资指标之一。此外，总收益是指 REIT 的 DPU 与升值或亏损之和，与 DPU 相比，它对投资绩效进行了更全面的衡量。

(3).S-REITs 典型交易结构

S-REITs 的交易结构相对简单。通过 IPO 从投资者募集资金用于购买不动产，不动产将用于出租，大部分租金收入用于分配给投资者。许多 S-REITs 需要每年支付 S-REITs 管理人费用、物业管理费用、托管费用等，在扣除上述费用后 S-REITs 的收益才能分配给投资者。

(4).S-REITs 发展现状

S-REITs 以综合地产市值占比较高。截止到 2020 年 3 月底，S-REITs 资产来源有零售、工业、酒店、综合、康养、数字中心和写字楼。其中按市值来看，综合类 S-REITs 市值占比最高为 35%；从只数来看，零售 S-REITs 共有 10 只位于第一。

S-REITs 市场国际化最高，包容度强。在新加坡资本市场具备了良好的发展基础、成熟监管环境、优质营商环境后，越来越多的海外公司选择到新加坡上市或融资，因此海外投资者越来越多，S-REITs 发展深深受益于新加坡金融开放，同时吸引了很多离岸不动产选择成为 S-REITs。截止至 2020 年 4 月，86%的新加坡 reits 持有离岸不动产，其中 17 只为纯海外 S-REITs。

2.基础设施 S-REITs 基本特征

基础设施 S-REITs 市场以工业地产为主。经过梳理，截止到 2020 年 9 月底共有 9 只基础设施 S-REITs，从公司上市时间来看，其中 6 只在 2010 年前上市，3 只为 2010 年后上市。从基础设施 S-REITs 经营管理的不动产类别来看，除了 Keppl DC REIT 为纯数据中心不动产外，其余为多元化经营的工业不动产，包括了停车场、物流仓库等类别的工业不动产。从市值和资产价值来看，基础设施 S-REITs 受管理规模影响资产价值从而导致市值分化较大，最大的 Ascendas REIT 资产价值与市值均超过百亿新元，而较小的 Sabana Shariah Compliant Industrial REIT 仅资产价值与市值分别为 10、3 亿新元，但多数规模相对偏小。

图表 15　基础设施 S-REITs 情况一览

类别	wind 代码	名称	公司上市日期	经营介绍	市值（亿新元）	资产价值（亿新元）
数据中心	AJBU	Keppel DC REIT	2014	拥有位于亚洲及欧洲 11 个城市的 18 处数据中心，面积为 195.23 万平方英尺。	39	26

工业地产	A17U	Ascendas REIT	2003	截止2020年6月底，在新加坡、澳大利亚、英国和美国拥有197处不动产，资产规模达120亿新元，不动产组合包括停车场、工业物业及物流配送中心等，大多数物业位于主要高速公路旁。	105	120
工业地产	M44U	Mapletree Logistics Trust	2005	在亚太地区8个国家的高速公路旁拥有物流中心。	68	89
工业地产	ME8U	Mapletree Industrial Trust	2013	截止到2020年6月底，在新加坡拥有87处不动产、北美27处不动产（数据中心、高科技建筑、停车场等）。	56	59
工业地产	J91U	ESR-REIT	2006	截止到2020年6月底，在新加坡拥有57处工业地产（包括商业停车场、high-space industrial，物流园仓库，面积约1.5千万平方千尺。	12	33
工业地产	O5RU	AIMS APAC REIT	2007	截止到2020年6月底，分别在新加坡、澳大利亚拥有25、2处不动产，多数不动产为物流仓库及工业地产。	8	15
工业地产	K2LU	ARA Logos Logistics Trust	2006	分别在新加坡和澳大利亚拥有27处物流中心，合计超过9百万平方英尺。	6	14
工业地产	BWCU	EC World REIT	2016	投资于以电子商务、供应链管理及物流等不动产,初始资产包主要集中在中国。投资组合包括8个中国物业。投资组合总可租出面积为96万平方米。	5	15
工业地产	M1GU	Sabana Shariah Compliant Industrial REIT	2003	在新加坡拥有18处不动产，主要包括高科技工业地产、化学仓库物流中心、物流中心等不动产。	3	10

资料来源：新加坡交易所，各公司官网，市值与资产价值为截至2020年6月，万和证券研究所

四、我国创新发展基础设施REITs面临的主要问题

（一）REITs的相关法律法规不健全

REITs发展较为成熟的国家均对REITs进行专项的立法安排，在REITs业务开展的全阶段通过立法规定各参与方的主体资格，对REITs的运行结构、发行上市、交易流通、杠杆要求、权益分配、中介管理、信息披露及投资者保护等方面进行全面规制，出台税收优惠、市场建设等配套政策，以完善的法律制度环境保障REITs正常运作，促进REITs的健康快速发展。

目前我国REITs法律法规不健全，暂无专项REITs法律制度。《公司法》《证券法》《证券投资基金法》《合同法》《信托法》中无针对REITs具体内容，REITs的法人主体问题未得到解决，REITs的创立、发行、运营、分配、退出等各项环节缺少专项规范文件。市场现有类REITs产品是在资产支持证券监管框架下发行，主要参考《公司法》《证券法》《证券投资基金法》等规章，但由于许多条款无法适用，在投资期限、投资范围、收入来源、信息披露、关联交易、分配方式均缺少制度规范，国内类REITs产品同成熟市场公募REITs差别较大。

成熟市场公募 REITs 同股票、基金、资产支持证券相比具有较强特殊性，与现有的制度体系相容性匹配度不高，我国目前试点的基础设施公募 REITs 也是在现有国家政策、法律和交易环境下进行的创新和妥协。目前我国基础设施公募 REITs 试点中面临较为突出的制度约束，未来我国基础设施公募 REITs 的健康发展离不开操作性强、有针对性、体系化的专项法律法规和规范性文件。

（二）REITs 的配套税收优惠机制尚未建立

从国际经验来看，促使发行方选择 REITs 而非其他融资方式的最大原因为税收优惠，由于税收政策关乎 REITs 产品整体的成本和效益，配套的税收优惠政策是 REITs 吸引资金的重要因素，也是政府用来实现刺激、引导、推动和稳定 REITs 市场健康快速发展目标的重要工具。

尽管各个国家和地区在税收架构等方面存在一定差异，但针对 REITs 通常都采取配套的税收优惠政策，目前我国创新发展基础设施 REITs 仍面临着暂无相应税收优惠政策的障碍。基础设施 REITs 涉及多个市场交易主体，在我国现行的税法体制下，REITs 设立阶段、REITs 存续运营阶段、REITs 终止阶段涉及多种税收，其中设立和持有经营阶段税负较重，详细税负情况见下图表格 6。同时由于仍缺乏有效的避税手段，发展基础设施公募 REITs 面临总体税收及交易成本都较高的问题。

在 REITs 设立环节，即标的项目资产的交易环节，可能涉及到土地增值税、转让收入所得税、营业税、契税、印花税等各类税收。项目资产购买方需承担契税和印花税，由于基础设施 REITs 规模较大且契税税率较高，项目资产购买方承担的契税税负高。项目资产卖方需承担增值税、土地增值税等多项税负，且处置标的项目资产利得存在重复征税，整体税负压力大。在 REITs 市场发展较为成熟的境外市场，新加坡、美国仅一次性征收企业所得税，不征收土地增值税和增值税，此外新加坡在收购及处置境内物业资产环节免征出售利得的企业所得税。

在 REITs 存续运营阶段，在国内“公募基金+ABS”的基础设施公募 REITs 架构下，在投资者、封闭式证券投资基金、资产管理专项计划、私募基金、项目公司的五个层级均面临不同税收。在项目公司层面，存在的税收有增值税及其附加，印花税、房产税、土地使用税、所得税等税负。在专项计划层面，涉及的税种主要是增值税及其附加。在公募基金层面，涉及的税种主要是增值税与所得税。REITs 标的项目资产物业在存续运营期间通过增值和运营收入所获取的收益，运营公司或 REITs 层面收入需缴纳所得税，且在 REITs 产品向投资者分配利润后，投资者仍需缴纳相应所得税，存在对同一笔收益重复征税问题。在 REITs 发展较为成熟的市场上，REITs 收益分配部分通常仅进行单次征税。美国对 REITs 派息部分在底层项目公司和 REITs 层面免征所得税，新加坡和日本等国家给予一定优惠政策以避免对收益重复征税。

图表 16　REITs 税收项目汇总表图表

流程	交易环节	被征税对象	应税行为	税种	计税依据	税率
设立环节	SPV 公司收购资产	发起人（卖方）	资产转让	增值税	转让收入	11%或 5%
				增值税附加	增值税	12%
				土地增值税	增值额	30%-60%
				印花税	合同金额	0.05%
				企业所得税	应纳税所得额	25%
			受让资产	契税	交易金额	3%-5%

		SPV 公司（买方）		印花税	合同金额	0.05%
	REITs 收购股权	发起人（卖方）	股权转让	企业所得税	应纳税所得额	25%
				印花税	合同金额	0.05%
		REITs（买方）	受让股权	印花税	合同金额	0.05%
持有运营环节	物业营运	项目公司	物业出租	增值税	租金收入	11%或 5%
			物业出租	增值税附加	增值税	12%
			物业出租	印花税	租金收入	0.10%
			持有物业	房产税	租金收入/物业值	12%/1.2%
			持有物业	土地使用税	面积	大城市 1.5 元至 30 元
			物业出租	企业所得税	应纳税所得额	25%
	分红	机构投资者	分红	增值税、企业所得税	封闭式证券投资基金分红免增值税、所得税	
		个人投资者	分红	增值税、企业所得税		
退出环节	投资者在二级市场转让公募基金份额	个人投资者	资本利得	个人投资者免征增值税、所得税，企业投资者需就价差缴纳所得税		
	REITs 处置资产或项目公司 SPV 股权	专项计划或项目公司	财产转移	类似于设立环节时的资产转让和股权转让行为		

资料来源：《不动产信托投资基金税制问题研究》，北京大学光华管理学院，万和证券研究所

REITs 设立环节较高的税负提升了重组成本，降低了发起人 REITs 业务开展的积极性，同时 REITs 存续运营阶段的双重征税拖累了 REITs 产品的投资收益率，进而降低了保险资金、养老基金等投资者的投资意愿。此前我国市场上发行的 REITs 产品均为类 REITs 产品，大多采用双 SPV 模式以实现破产隔离和避税目的，导致了产品交易结构较为复杂。基础设施公募 REITs 项目采用公募基金+ABS 形式进行试点，产品结构更为复杂，目前《指引》中尚没有针对基础设施 REITs 产品设置特别的税收减免优惠，因而在设立、持有和退出等环节仍面临较高的税负成本。在无相应税收优惠政策的情况下，存在税收较重影响项目收益的问题，中国公募 REITs 的长期健康发展亟需逐步出台配套税收优惠政策。

（三）资产收益率较低或制约基础设施 REITs 规模化发展

收益率的高低一定程度上决定了投资者的投资意愿。从成熟市场经验来看，由于长期持有不动产物业使得 REITs 产品获得租金和房产升值收益，叠加分红比例高和配套的税收优惠政策，使得 REITs 产品具有较高的长期投资回报率。此外，REITs 产品作为稳健增长型金融资产，具有较高的收益风险比和良好的流动性，同时与其他投资品相关性较小，有较大的分散化价值，不仅满足了养老基金、保险机构等长期机构投资者，也满足了普通个人投资者能以较低投资门槛参与投资商业物业的意愿。以美国 REITs 为例，权益型 REITs 在 1980 至 2020 年的 40 年年化收益率达到 11.35%，跑赢美国各大指数。

目前我国不动产行业整体资产收益率不高，特别是房地产行业整体租售比水平较低，叠加REITs 的产品期限较长、行业政策不确定性高、不动产处置难度大、缺乏税收优惠等因素，收益率较难达到资本市场投资者要求，投资者投资意愿不强一定程度上限制了 REITs 市场发展。此次我国公募 REITs 试点聚焦基础设施领域，尚未涉及商业地产，而基础设施不动产所有权和特许经营权通常都有时间期限，由于涉及到国计民生，基础资产有公共产品与服务的属性，运营收费通常为政府定价，整体收益率水平不高、增长性较差，制约了基础设施公募REITs 未来的规模化发展。

（四）基础设施 REITs 存在国有资产转让操作困难

基础设施作为保障国家及地区社会经济活动的重要基础，由于基础设施在国民经济各项事业发展中的重要性和准公共物品属性，多数基础设施项目的原始权益人为国有企业。本次基础设施 REITs 优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目，鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点，以上行业对应资产多数为国有资产。

基础设施公募 REITs 实操中涉及的国有资产转让问题主要有两个：一是或涉及国有资产流失，二是国有资产转让程序问题。由于目前试点的基础设施公募 REITs 中要求单一基础设施资产支持证券应受让基础设施项目的全部股权，具体转让价格需依据独立并公允计量的基础资产评估价值。由于基础设施底层项目通常期限有限，增长性相对不高，较难与资本市场投资者收益率要求相匹配，但如若转让价格低于独立公允资产评估价值，则存在国有资产流失的风险。

基础设施 REITs 项目的开展涉及到基础资产的真实转让，而国有资产转让根据国家现行规定需要在产权市场进行公开竞买，资产或特许经营权的流转需要地方政府进行批准，目前基础设施公募 REITs 成为国有资产受让方的方式需同国家国有资产转让规定要求进行适配协调。此外，在具体基础设施项目中，诸多地方性法规或地方政府规章对政府特许经营权的转让均有限制，可能存在项目对应国有资产产权证书或土地出让合同中约定不得转让、不得抵押，部分资产可能受到相关规定不得转让、出资、互换、赠予或只能定向出售的限制，部分特定资产如高速公路在权属转让中需进行招标、审批等流程。此外，国有资产基础设施项目常有相关历史遗留问题导致的许可、验收等文件缺失问题，需要协同的政府部门较多。以上问题均在国有资产转让程序中添加了诸多实际操作困难。

（五）市场人才储备不足，软环境仍有待建立完善

成熟市场 REITs 的快速健康发展离不开具有多项领域专业知识、丰富操作经验的专业人才。REITs 作为一种较为复杂的兼具金融属性与不动产属性的产品，业务涵盖板块较多，不仅涉及资本市场、不动产市场，在法律、会计、税务筹划等方面处理较为复杂，还需对产品设计、法律法规、税务处理、资产管理运营等多方面知识有深度理解。

我国不动产和基础设施领域经过这些年的高速发展，在资产规模上积累了巨大的体量，然而不动产和基础设施领域的资本市场工具发展仍相对滞后，REITs 相关人才储备不足，未能较好服务不动产和基础设施领域的发展。基础设施公募 REITs 开展的全流程中，参与机构包括

公募基金管理公司、证券公司、私募基金管理公司、评估机构、律师事务所、会计师事务所等，各参与方均需拥有较强的专业服务能力和相关复合型专业人才以共同协作支持 REITs 市场的健康发展。由于我国 REITs 市场发展较为初步，类 REITs 产品发行数量有限，具备扎实理论功底和实操经验的复合型人才缺乏，专业资产管理团队的缺失在一定程度上限制了基础设施 REITs 业务在我国的推广和发展，基础设施 REITs 软环境仍有待建立和完善。

根据《指引》，在我国基础设施公募 REITs 试点工作各参与机构中，公募基金管理人在基础设施 REITs 的全新业务中被赋予了较多的职能和责任，如对基础设施 REITs 的底层项目的经营状况、风险和问题进行识别并对项目进行积极管理，公募基金管理公司将面临较大挑战。《指引》中要求开展基础设施 REITs 业务的公募基金管理公司需要设置独立的基础设施基金投资管理部门，配备一定数量具有一定从业经验的基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员。而我国公募基金管理公司业务层面主要为二级市场的证券投资，并未在以往业务开展中对实体产业、基础设施运营管理进行布局，即使在短期内根据《指引》要求配备相关人员，解决人员配置问题，在角色的转换和经验上的缺失仍对公募基金公司在对基础设施项目的经营进行实际管理和控制上提出了巨大的挑战。

除了基金管理人面临着巨大的角色转变和在管理及人员缺失的挑战，其他中介机构如证券公司、律所、会所、评估机构也面临着基础设施 REITs 领域专业化承揽承做团队、律师、会计师、审计师、资产评估师等专业型人才的缺乏，亟需加强人才培育建设工作。此外，发行人、投资主体、运营主体对基础设施 REITs 的认知能力也有待提升，以更好促进我国基础设施 REITs 的软环境建设。

五、创新深入发展基础设施 REITs 的建议

（一）完善公募 REITs 的基础制度建设

发改委、证监会等部委在推动基础设施 REITs 方面做了大量卓有成效的工作，公募 REITs 需要法律、税收与交易三方面的支撑。首先，“法律先行、业务相随”，国家制定相关的法律法规是 REITs 发展的先决条件。目前，我国 REITs 相关法律规定多停留在部委条例规定层面，法律效力相对较低；在税收方面，REITs 的成功运作依赖于清晰明确、避免双重征税的税收制度，公募 REITs 方面的税收制度还有待明确和完善；交易制度方面，我国债券的二级市场交易活跃度有待提高，REITs 产品的上市还需要有一整套的交易制度和活跃的交易市场支撑；此外，我国多数基础设施的所有人为国有企业，产权的转让需要国资委审批，在基础设施公募 REITs 所涉及的产权转移方面，还有待国资委出台明确的规定并简化相关流程。上述客观存在的问题还有待监管加强与各部委的沟通，尽快完善公募 REITs 涉及的法律、税收和交易方面的基础制度建设。

（二）完善治理机制，明确中介机构职责

在现有制度框架下，我国基础设施公募 REITs 采用“公募基金+ABS”的结构，相对国外的公司制 REITs 和其他契约型 REITs,管理链条更长，交易结构更复杂。从整个公募 REITs 的管理链条上看，一般包括最底层基础设施项目管理人，中间过程中的私募基金管理人（如有）

和资产支持专项计划管理人、到最顶层的公募基金管理人三个层面的管理，不同管理人之间管理权责既有不同的地方也有交叉重复的地方。

项目管理人的主要职责包括：基础设施营运管理、基础设施的日常维护、基础设施的客户管理、基础设施的改造处置等职能。资产支持证券管理人（包含私募基金管理人）的主要职责包括：项目及资产并购重组、项目及资产改造处置、项目及资产分析研究、项目及资产财税筹划、项目及资产合规风控、资产支持证券产品设计、项目及资产投资管理运作、投后管控等。基金管理人的主要职责包括：基金发行、基金扩募、投资者关系维护和处理、基金财务管理、基金风险管理、基金市值管理、基金流动性管理等。从管理范围大小来看，公募基金管理人管理范围最大，在其自身管理职责之外，还要统筹资产支持证券管理人和项目管理人的职能；其次为资产支持证券管理人，它需要统筹项目管理人的职能；最后为项目管理人。在实务中遇到的具有重叠交叉部分由权限最大的具体统筹各主体细分职责，出现不属于管理主体的内容，建议由公募基金根据实际情况统筹某主体细分职责。总体上，在公募 REITs 中，公募基金管理人需要进行全盘全面管理，涉及二级市场基金运营管理工作内容均由公募基金管理人来承担，涉及一级市场投资运作管理由资产支持专项计划管理人承担，一级市场基础设施运营管理由项目管理人承担。

（三）提升证券经营机构参与公募 REITs 的竞争力水平，简化业务流程

近几年，证监会和交易所不断加强和完善资产证券化产品的尽职调查、存续期管理、信息披露等方面的监管制度建设。对于资产证券化管理人，以前从事的主要是私募产品的管理，很少涉及公募产品的管理，在信息披露等方面还有待提高，资产证券化管理人需要尽快完成从私募产品管理人到公募产品管理人的转变，积极掌握和适应公募 REITs 的各项监管规定。

目前来看，在基础设施公募 REITs 试点阶段，监管机构制定了较高的参与机构准入门槛，大多数券商尤其是中小型券商无法担任基金管理人和基金托管人（资产支持证券管理人）的角色，这对证券经营机构提出更高要求的同时，也把大多数券商尤其是中小型券商挡在了门外。部分证券经营机构在基础设施公募 REITs 领域虽然在资质、专业性、人员配备等方面不存在明显优势，但符合准则要求的情况下，应鼓励更多的证券经营机构参与公募 REITs 试点项目。不可忽视的是，部分中小型券商本身具有参与公募 REITs 的一些天然的优势，比如说深扎根于地方的区域性券商，本身更熟悉股东方或注册地（或总部所在地）等的基础设施项目，对资产的运营情况通常了解更深入，同时能提供更好的服务。证券经营机构参与公募 REITs 的充分竞争加剧更能使一些区域性券商将业务拓展重点放在公募 REITs 领域，力争打造一批特色鲜明、专业性强的证券经营机构，使证券经营机构参与公募 REITs 的竞争力水平整体得到提升。此外，若项目出现风险，基金管理人和资产支持证券管理人之间的责任如何划分也未明确。建议监管机构进一步明确参与机构的职责，并简化业务操作流程，保证试点项目及后期行业发展的顺利推进。

（四）加强制度建设和人才队伍建设，增强基金管理人的投资运营能力

基金管理人在我国公募 REITs 中担任最重要的角色，基金管理人的投资运营能力会对资产收益率产生重大影响。公募 REITs 的尽调、风控、销售、投资运作等重要环节主要由基金管理人负责，因此现行政策下中对公募 REITs 基金管理人提出了较为严格的要求。比如要求基金管理人必须成立满 3 年，设置独立的基础设施基金投资管理部门、配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验；基础设施基金托管人与基础设施资产支持证券托管人应当为同一人等。目前阶段，除了部分大型公募基金和具有公募基金牌照的头部券商能够满足上述条件外，多数公募基金和券商的资质、人员配置等还无法满足公募 REITs 的要求。基金管理人应当加强制度建设和人才队伍建设，增强 REITs 资产的投资运营水平，提高资产收益率。主要可从以下方面进行改善：

首先，基金管理人应按照指引要求设置独立的基础设施基金投资管理部门，并在公司内部制定健全有效的基础设施基金投资管理、项目运营、内部控制与风险管理制度和流程。公募 REITs 作为我国资本市场上的一个新的产品，我国证券经营机构普遍缺少投资管理经验，更缺乏项目运营经验，加强制度建设是公募基金等证券经营机构参与公募 REITs 的重要保障。

其次，证券经营机构的优势在于资本运营和金融产品的发行、管理、投资等，在基础设施运营和管理方面缺乏经验，鉴于此，对基金管理人的人员配备提出了硬性要求。为了尽快补齐短板，证券经营机构应当尽快从基础设施产业领域招募一批熟悉基础设施管理和运营的专业人才，组建专业的投研团队、运营管理团队等，人才队伍建设是证券经营机构参与公募 REITs 的基础。

（五）建立管理人激励惩罚机制

为了激发公募 REITs 各管理人的积极性，使我国公募 REITs 平稳健康发展，有必要制定完善的激励惩罚机制。如果公募 REITs 像 ABS 或类 REITs 一样，管理人只是简单收取较低管理费的话，管理人承担的工作职责和风险会与收益不匹配，也就无法激励管理人积极主动去做好公募 REITs 的运营管理，这将会损害公募 REITs 平稳健康发展。设计合适的激励机制是公募 REITs 治理的一项重要内容。国际 REITs 采用的惯例是“管理费+业绩分成”模式，建议中国公募 REITs 也采用这一模式，使得基金管理人和投资人利益一致。当然除了整体激励方式，对其他各管理主体也应从长远考虑激励方案，如资产支持专项计划管理人、项目管理人分工职责不同，在激励时会有差异性。由于公募 REITs 非公司制，对公募 REITs 的激励本质是对公募基金管理人及其重要主体的激励。

（六）加强投资者保护工作

REITs 作为一种可以使财产多元化的资产类别，在国外受到了投资者的重视。REITs 对个人投资者而言，是一个不错的投资选择。公募 REITs 在我国作为一种新的金融产品，建议从以下方面加强投资者保护工作。

1、优化内部治理安排。从公募 REITs 投资人到持有基础设施的底层项目公司之间有多级架构，应关注对各层管理人之间的权责划分进行明确安排，做到管理职责“不缺位、不重复、不冲突”，防止因管理链条长导致的责任缺位，或影响决策效率。

2、保障基础设施资产与原始权益人的有效隔离。产品管理人作为基础资产的名义持有方，保障基础资产与原始权益人的有效隔离是其重要职责之一。参照境外市场经验，公募基金管理人、专项计划管理人等应避免与原始权益人存在关联公司，以防止利益输送。

3、建立道德风险防范机制。目前，我国资本市场普遍存在“重法轻管”、“重融资人、轻投资者”的倾向，目前的公募 REITs 市场多是以券商（公募基金）推动，券商（公募基金）、评估师、律所、评级机构等都受融资人委托，存在利益冲突，在公募 REITs 的发展中需要建立道德风险防范机制。

4、完善信息披露体系。与美国、新加坡等公募 REITs 发达国家相比，我国的信息披露制度规范和具体要求相对薄弱，尚未形成强大而系统的披露体系，很多方面都有待完善。我国应当建立明确的标准来规范和统一中介机构在公募 REITs 中的信息披露形式和报告内容，从而方便投资者更好地理解和管理公募 REITs 产品的金融风险，提升市场的透明度和运行效率。公募 REITs 的定期报告、临时报告，主要是把资产的实际经营情况反馈给市场，为投资者估值定价提供必要信息，为投资者投资提供判断依据，有效消除市场噪音。信息披露是透明化的重要手段，是围绕透明化、有效解决信息不对称的重要抓手。公募 REITs 的信息披露责任人主要是公募基金管理人和资产支持证券管理人，双主体信息披露算是个亮点，如何界定这两者信息披露的边界以防推诿扯皮造成信披质量差是在信息披露中首先要考虑的问题。

5、加强投资者教育。公募 REITs 在我国作为一种新的金融产品，交易结构复杂，投资人较难识别产品风险，监管机构、交易所、管理人等应当加强公募 REITs 产品的宣传教育工作，让投资人更好的了解产品的特征和风险。

六、风险提示

政策不及预期等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn