中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2020 年 6 月 28 日　　2020 年第 23 期（总第 292 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：叶银丹　中国银行研究院
电　话：010　-　6659 6874

签发人：陈卫东
审稿人：周景彤
联系人：梁　婧　叶银丹
电　话：010　-　6659 6874

*　　对外公开
**　　全辖传阅
***　内参材料

基础设施 REITs 起航，基建投资模式进入新时代*

2020 年 4 月 30 日，证监会、国家发改委联合发布《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》（证监发〔2020〕40 号），明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求及试点工作安排；同时，证监会就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）公开征求意见。这两份文件出台标志着中国境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

此次试点的公募基础设施 REITs 有三大特点：一是采用“公募+单一基础设施 ABS”模式，二是产品采用全封闭式管理且分红标准与国际主流 REITs 看齐，三是以公募基金管理人为主要责任主体。此次基础设施 REITs 试点将有助于控制地方政府债务增量、缓解存量债务压力，丰富资本市场投资品种、推动基建融资利率市场化，促进基建行业长期健康发展，改善建筑企业商业模式和资产负债表等。

基础设施 REITs 起航，基建投资模式进入新时代

2020 年 4 月 30 日，证监会、国家发改委联合发布《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》（证监发〔2020〕40 号），明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求及试点工作安排；同时，证监会就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）公开征求意见。这两份文件出台标志着中国境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

此次试点的公募基础设施 REITs 有三大特点：一是采用“公募+单一基础设施 ABS”模式，二是产品采用全封闭式管理且分红标准与国际主流 REITs 看齐，三是以公募基金管理人为主要责任主体。此次基础设施 REITs 试点将有助于控制地方政府债务增量、缓解存量债务压力，丰富资本市场投资品种、推动基建融资利率市场化，促进基建行业长期健康发展，改善建筑企业商业模式和资产负债表等。

一、基础设施 REITs 的特点及运作模式

REITs（Real Estate Investment Trusts）是一种以不动产为底层资产的权益投资产品。基础设施 REITs 就是指以基础设施为底层资产的权益投资产品。REITs 通过发行股份或收益凭证的方式设立投资公司或募集资金，将资金投资于不动产等领域，并由专门投资机构进行管理，将投资综合收益按比例分配给投资者。一般情况下，投资人能以较低门槛参与，获得市场交易、租金与增值所带来的收益。

REITs 最早于 20 世纪 60 年代在美国发行，最初的发行目的是为了盘活存量地产，并为更多投资者提供间接投资房地产的方式。2000 年以来，全球范围内 REITs 蓬勃发展，市场规模不断扩大。根据欧洲房地产协会（EPRA）统计，截至 2020 年 3 月，全球 REITs 数量达 827 只，总市值规模达 1.52 万亿美元左右，主要分布在美国、日本、英国、澳大利亚、新加坡等国（表 1）。美国是当前 REITs 总规模最高的国家，其 REITs 总规模已高达 1 万亿美元左右，约占全球 REITs 总规模的 65%。美国自 2012 年起开始发行基础设施 REITs，目前基础设施 REITs 规模约占美国 REITs 总规模的 16%左右。

表 1：全球主要国家 REITs 数量和市值规模

国家	REITs 数量（个）	REITs 市值（亿美元）	REITs 占股票市值比重（%）
美国	189	9755.6	3.61
日本	66	1153.8	3.86
英国	53	614.7	3.08
澳大利亚	45	578.9	6.44
新加坡	37	540.3	26.74
加拿大	46	459.5	3.14
法国	28	428.8	2.34
中国香港	10	263.1	4.09
西班牙	76	228.1	5.31
比利时	17	187.6	8.75
德国	6	43.6	5.43
新西兰	6	40.4	7.87
韩国	9	19.3	0.21
合计	827	15128	4.14

资料来源：Wind，中国银行研究院

REITs 发展至今，已成为世界上通行的主流投资产品之一。REITs 的底层资产也已拓展至仓储物流、收费公路、水电气热、污水处理等较多领域。REITs 在不断发展过程中形成了多种不同类型的产品，其在资金投向、资金募集方式、组织形式、运作方式等诸多方面各有特点（表 2），以满足各种不同需求。

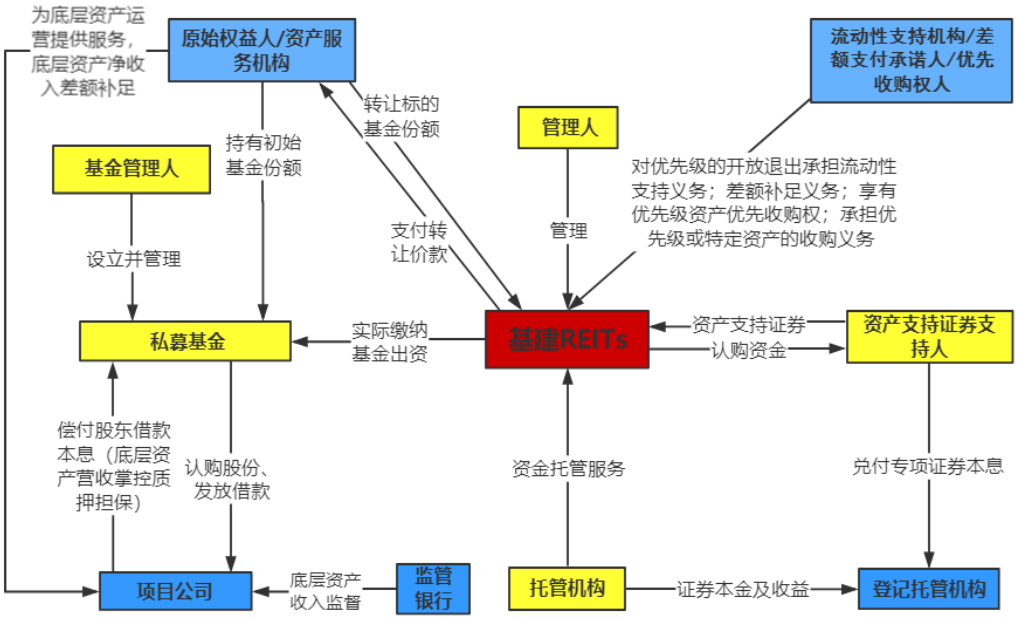
基础设施 REITs 的主要参与者与交易资金流向如图 1 所示。作为 REITs 产品中的一种，基础设施 REITs 与其他 REITs 产品存在一定的差别。

表 2：不同类型 REITs 的特点

划分方式	类型	特点
资金投向	权益型	拥有并经营收益型不动产，同时提供物业管理服务。收益来自租金和不动产的增值，受经营状况影响较大
	抵押型	直接向不动产所有者或开发商提供抵押信贷，或者通过购买抵押贷款支持证券间接提供融资，其主要收入来源为贷款利息，受利率影响比较大
	混合型	既拥有和经营不动产，又向不动产所有者和开发商提供资金，是权益型和抵押型的混合
资金募集方式	公募	在公开的证券市场上，向广大投资者进行资金募集。募集的资金量大，起步的资金额比较低
	私募	以不公开的方式向少数、特定的投资者募集资金
组织形式	公司型	依《公司法》成立，并作为主体发行股份募集资金，依照法律和公司章程投资不动产物业。收益来源于股利
	信托型	依信托契约发行受益凭证，并以募集资金投资不动产物业。收益来源于基金分红、信托收益
运作方式	封闭型	存续期内份额不变，不允许随意追加股份和赎回
	开放型	存续期内份额可变，允许投资者随时买入和赎回

数据来源：《中国公募 REITs 发展白皮书》，中国银行研究院

图 1：基础设施 REITs 交易资金流向图



资料来源：Wind，中国银行研究院

一是底层资产所有权和流动性不同。基础设施 REITs 的底层资产为基础设施，根据《物权法》规定，基础设施为国家所有，一般不会发生交易。基础设施 REITs 产品的持有人只拥有底层资产的使用权，而不具有所有权。商业物业的交易限制较少、交易行为活跃，商业物业类 REITs 产品的持有人一般拥有底层资产的所有权。

二是产品估值方法和价值走势不同。基础设施的收益一般由国家制定，通常在特许经营权到期后自动停止，因此基础设施 REITs 仅可采用收益法进行估值，即把未来特定期限内（特许经营权到期前）的现金流按照一定折现率折现，得到资产估值，通常估值逐年降低。而商业物业类 REITs 则可采用收益法和比较法，当前市场中采用这两种方法的商业物业类 REITs 大约各占一半。近年来国内各类物业价值保持上升趋势，商业物业类 REITs 估值价值也稳中有升。

三是风险和收益不同。基础设施 REITs 的收益主要来自未来基础设施稳定的经营收入，因此风险较低；但同时，基础设施项目多以公益服务性目的为主，收益也相对不高。因此，基础设施 REITs 主要为低风险、低收益产品。相反，商业物业的经营管理主要以盈利为目的，其经营效率和盈利能力相对较强，但同时风险也较高。因此，商业物业类 REITs 产品的收益和风险也相对较高。

二、中国当前“类 REITs”产品发行情况

尽管境内物业在 10 年前就已在香港等离岸市场发行 REITs 产品，但受政策法规、税务等多方面限制，截至目前，中国境内尚未发行过符合国际市场管理的真正意义上的公募 REITs。国内已发行的主要是各种“类 REITs”产品。根据 REITs 研究中心统计数据显示，2019 年国内发行“类 REITs”产品 24 只，总金额约 488 亿元；截至 2019 年底共发行“类 REITs”产品 68 只，总金额超过 1400 亿元。这些“类 REITs”产品中，底层资产为购物中心、写字楼、零售门店、租赁住房和酒店占比较高，分别占 27%、26%、18%、11%和 10%；而底层资产为基础设施的仅为 3 只（表 3）。

表 3：中国已发行的基础设施“类 REITs”产品

发行时间	项目名称	交易场所	发行规模	原始权益人	底层资产
2019.6.28	上海广朔实业有限公司 2019 年第一期光证资产支持票据	银行间债券市场	70 亿元	上海广朔实业有限公司	沿海高速秦皇岛至冀津界段
2019.9.24	中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	上海证券交易所	20.13 亿元	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	沪杭甬徽杭段高速公路
2019.12.27	华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划	深圳证券交易所	19.77 亿元	四川高速公路建设开发集团有限公司	隆纳高速公路

资料来源：Wind，中国银行研究院

当前国内已发行的“类 REITs”产品与国际标准 REITs 在产品结构、产品期限、募集方式、增信措施、投资范围，以及项目管理、收益和退出方式等诸多方面存在较大差异（表 4）。

表 4：中国现存“类 REITs”产品和国际标准 REITs 产品对比

	中国“类 REITs”产品	国际标准 REITs 产品
产品结构	以“资产支持专项计划+私募基金”的形式持有标的的不动产股权	直接持有不动产
产品属性	以固定收益产品为主，权益型和混合型 REITs 占比较少	以权益型 REITs 为主，抵押型和混合型占比较低
产品期限	有到期日	永久存续
募集方式	私募为主	公募为主
二级市场流动性	较弱	较强
融资方式	产品本身不融资	银行贷款、发债和股票增发
增信措施	多有租金差额补足增信，大部分产品通过主体回购为本金偿付增信	较少，极少部分产品有租金差额补足增信
投资范围	项目公司的股权或债权，监管规定的其他合格投资品	不动产项目或不动产相关的股票、债券、贷款，其他 REITs 或 CMBS 等
不动产管理方式	被动管理	主动管理
收益实现方式	优先级固定收益、次级剩余收益	分红及资本增值
退出方式	持有到期项目方回购、处置或清算，也可通过二级市场交易退出，但市场流动性较弱，退出难度较大	二级市场证券交易，退出更加灵活

资料来源：Wind，中国银行研究院

三、本次基础设施 REITs 试点政策突出“一对标，三聚焦”

近年来，中国基础设施 REITs 支持政策相继出台（表 5），本次基础设施 REITs 试点政策可概括为“一对标，三聚焦”。“一对标”指的是此次国内政策对标海外成熟市场。“三聚焦”，一是聚焦京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长三角等重点发展区域；二是聚焦仓储、物流、水电等基础设施补短板行业和信息网络等新型基础设施；三是聚焦现金流稳定的优质项目。

此次试点推出的公募基础设施 REITs，主要有以下三大特点。

一是采用“公募+单一基础设施 ABS”模式。通过 ABS 和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权。80%以上基金资产持有单一基础设施 ABS 全部份额，基础设施 ABS 持有基础设施项目公司全部股权，为股权型 REITs。底层资产为基础设施项目，包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。此外，每个 REITs 产品仅能投资单一基建项目，确保底层资产具有高透明度。

二是基金产品采用封闭式管理，以获取基建项目租金、收费等稳定现金流为主要目的，分红标准与国际主流 REITs 看齐。采取封闭式运作模式，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%。同时，为保证流动性，可允许二级市场上市交易，可能将面临一定折价，存在一定估值波动，而且对于基础设施项目底层资产如何进行有效估值定价，存在一定难度。

三是公募基金管理人为主要责任主体。公募基金管理人承担起 REITs 投资募资、专业化管理、运营维护和投后监控等事项。基金管理人和托管人需满足一系列严格的专业条件，项目控制权实质上转移到公募基金手上，需要公募基金有主动管理项目的能力，这将给传统以二级市场投资交易为主业的公募管理带来综合挑战。

表 5：近几年中国基础设施 REITs 支持政策推进一览表

日期	文件/会议	内容
2016/12/26	《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》	共同推动不动产投资信托基金（REITs），进一步支持传统基础设施项目建设
2017/06/07	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》	共同推动不动产投资信托基金（REITs），进一步支持传统基础设施项目建设
2018/11/23	第四届中国 PPP 融资论坛	上交所副总经理刘绍统：目前相关的金融监管部门正在研究基础设施类 REITs 相关的制度和推进方式
2019/5/27	国家发改委投资司发文，介绍了浙江省探索基础设施公募 REITs 制度	浙江省促进民间投资下一步工作打算中，包括加大 PPP 模式规范推广力度，研究设立浙江省千亿级基础设施投资基金，探索基础设施公募 REITs 制度，有效盘活基础设施存量资产，化解地方债务风险，破解融资难题
2019/06/27	中国 REITs 论坛 2019 年年会	国家发展改革委投资司副司长韩志峰：推动基础设施 REITs 具有重要意义，基础设施 REITs 盘活存量资产收回的资金，可以为新的补短板项目提供资本金，形成投资良性循环
2019/11/12	2019 中新（重庆）战略性互联互通示范项目金融峰会	证监会副主席阎庆民：证监会正会同相关部委，研究推进在国家政策重点支持区域的公募 REITs 试点工作，支持中新产业园区等新加坡在华投资基础设施项目通过公募 REITs 融资
2019/12/17	2019（第十一届）卓越竞争力金融峰会	证监会公司债券监管部副主任刘榕：下一步将会继续会同相关部门，积极推动基础设施领域 REITs 的发行试点工作，盘活存量增长，创新投融资机制
2020/01/16	2020 年证监会系统工作会议	稳妥推动基础设施 REITs 试点
2020/04/30	《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》	正式启动基础设施领域的公募 REITs 试点工作，明确了基础设施 REITs 试点的原则、试点项目要求和试点工作安排
2020/04/30	《公开募集基础设施证券投资基金指 引(试行)》（征求意见稿）	明确产品定义与结构、管理人与托管人等机构主体的专业胜任要求、基金份额发售方式、规范基金投资管理与项目运营管理、强化监督管理

资料来源：Wind，中国银行研究院

四、基础设施 REITs 试点对各方带来的影响

（一）有助于控制地方政府债务增量，并缓解存量债务压力

对于新建基建项目，基础设施 REITs 可在一定程度上替代政府资金，减小地方政府在扩大基建投资时的新举债规模。

对于存量基建项目，由于基建投资不仅资金量大，且回报周期长，对于地方政府而言存量基建项目无法及时变现。基础设施 REITs 可通过存量资产收购或与 PPP 机制相结合引入更广泛的投资资金，置换出存量基建项目中的国有资本，降低地方政府对于债务融资的依赖，提高基建资产的流动性和盈利能力。

（二）丰富资本市场投资品种，推动基建融资利率市场化

对于机构投资者，基础设施 REITs 可推动社保、保险、养老资金，以及公募私募基金等投资于优质基建资产，更好地满足长期安全性与回报率要求。**对于个人投资者，**个人投资者可通过投资基础设施 REITs 的方式间接投资于基建项目。因此，基础设施 REITs 为个人投资者提供了一种高分红、高收益风险比的长期投资工具，扩充了个人投资者的投资范围。此外，基础设施 REITs 还可加强社会公众对基建项目的参与感，加强公众对基建项目建设和运营的监督。

当前基础设施领域的融资市场主要参与者是银行和地方政府，其中地方政府议价能力更强，因而贷款价格往往参照贷款基准利率，以较低的利率水平完成融资，从而扭曲了贷款风险定价结构。本次基础设施 REITs 试点中，十分重要的一个制度设计是允许符合条件的基础设施 REITs 向证券交易所申请上市交易。未来随着越来越多的二级投资者在市场上交易，将逐步改善以往的买方市场格局，形成基础设施领域的市场化融资价格。

（三）促进基建行业长期健康发展

一是存量基建资产运营往精细化、专业化方向迈进。优质的存量基础设施资产 REITs 化，通常会引入专业的该类资产运营机构，资产增值将成为首要目的，其运营

向精细化、专业化方向迈进。

二是基建投资资金来源明显拓宽。当前国内基建投资资金主要来源于自筹资金，包括政府性基金、城投债、PPP、非标等。近年来由于地方政府性基金增速下滑、地方政府融资管控加强、资管新规限制非标融资发展等原因，基建投资的自筹资金来源受限。基础设施 REITs 能够通过权益化融资的方式盘活存量基础设施资产，募集的资金以资本金的形式参与基建投资，可撬动更多增量基建投资资金，能够为基建投资补充可观资金来源。

三是提供资产价格锚，提升社会资本参与基建投资热情。基建资产 REITs 化后，其信息披露透明化程度将提升，借助资本市场公开透明的定价机制，有助于形成基建资产的价格锚，叠加 REITs 化带来的项目退出路径拓宽，未来将提升社会资本参与基础设施投资的热情。

（四）有助于改善建筑企业的商业模式和资产负债表

建筑行业典型的重资产行业，其商业模式为垫资施工和加杠杆。由于单个项目对资金需求较大，因此建筑企业往往对银行贷款需求较强，有较高的资产负债率。此外，近年来建筑企业涉足大量 PPP 项目，当前在外部融资环境趋紧、在手 PPP 项目逐渐进入移交期的情况下，建筑企业资金压力趋紧、融资趋难。基础设施 REITs 一方面拓宽基建融资渠道、利好基建新项目落地及存量项目推进；另一方面可盘活建筑公司在手存量资产，提高企业的资产周转效率，改善经营现金流，降低资产负债率，提升 ROE，从而有助于建筑企业可持续发展。

五、未来基础设施 REITs 推广需要突破的困难

一是项目层面优质资产筛选难度较高。本次试点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等基础设施项目。一方面，这些项目普遍具有投资回收期长、持有期收益低等问题，而资产证券化要求有较好的收益优质资产。另一方面，权益型的资产证券化产品除了注重稳定的现金流和分红外，对产品价值未来的升值性也有期

待，例如房地产 REITs 中投资者可能预期其基础资产会有较好的升值空间。而基建资产未来升值的空间相对有限，且部分基础设施 REITs 有经营期限，这也将对 REITs 产品定价形成挑战。

二是复杂的产品交易结构带来的产品设计成本高等问题。按照“公募基金-ABS-私募基金-项目公司-基础资产”的产品模式进行设计，包含了项目公司和两层嵌套产品（ABS 和私募基金）。这一复杂的交易结构将加大实际操作难度，同时也会导致通道费侵蚀投资回报等问题。

三是对公募基金的运营、管理和维护职能提出了更高要求。“公募基金+ABS”模式的法律障碍小、可操作性强，但对于管理人在公募基金发行期的项目筛选能力以及在运营期的项目运营能力等提出了更高要求。美国、香港、新加坡等 REITs 成熟市场拥有较多专业机构担任基金管理人，而中国培养相关专业中介机构、不动产资产管理人才等仍需要一定时间。

四是相关税收优惠政策仍需探索。在中国设立 REITs 通常需要对不动产进行资产重组，并被视为交易行为，需缴纳增值税、土地增值税等税费，而在境外 REITs 没有增值税、土地增值税等税负较重征税项目。境外 REITs 在缴纳所得税以及分红环节等实施不同程度的优惠政策，可为未来国内税收优惠政策设计提供借鉴。