

公募 REITs 试点政策点评
政策春风至，REITs 花愈香



中信证券股份有限公司

作者： 明明 首席 FICC 分析师
余经纬 首席大类资产配置分析师
李晗 固收分析师

目录

一、概述	1
二、公募 REITs 试点政策出台背景	2
1、当前迫切需要激发经济活力，促进经济转型	3
2、疫情冲击下的选择	4
3、当前低利率环境为公募 REITs 的发行创造了条件	4
三、推出基建 REITs 的重要性	6
1、盘活存量资产，拓宽基建融资渠道	6
2、化解地方政府债务风险，平稳保障基建资金来源	7
3、疏通投资通道，满足投资者资产管理需求	8
4、有利于价值发现，合理引导资金配置	8
四、公募 REITs 试点政策取向性高度明确	10
1、聚焦重点区域、重点行业的优质项目	10
2、提出产品结构设置的新要求	11
3、细化定价和披露等过程，强化管理人等角色要求	12
五、当前 REITs 市场情况	15
1、美国及亚太市场	15
2、境内市场	17
六、基建 REITs 和地产 REITs 区别	21
1、基建 REITs 简介	21
2、所有权区别	21
3、流动性区别	22
4、估值区别	22
七、公募 REITs 或成为投资配置新的重要选择	23
1、REITs 提供了新的富有吸引力的资产	23
2、未来基建 REITs 的可能演进趋势	26

一、概述

4月30日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《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》（下文简称《通知》），同时证监会还就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（下文简称《指引》）向社会公开征求意见。此次出台政策明确了基础设施 REITs 试点的重要意义、基本原则，试点项目要求和试点工作安排，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

REITs 是不动产资产证券化的一种重要手段，原始权益者通过向投资者发行收益凭证来募集资金，并交由专门的投资管理机构进行不动产投资和运营管理，获得投资综合收益后按比例分配给投资者。我们于 2019 年 9 月 19 日外发的报告《REITs 研究系列之一：REITs 境内发展概况与展望》中提到，REITs 作为不动产资产证券化的重要渠道之一，相关政策细则自 2008 年起也陆续出台，但受制于国内资本市场与海外的差异，真正意义的公募 REITs 当时尚未推出。如今乘试点政策之风，未来 REITs 花将愈香。

二、公募 REITs 试点政策出台背景

在《通知》发布之前，市场发行产品以私募类 REITs 为主，上交所私募类 REITs 产品基础资产已经覆盖高速公路、仓储物流、产业园区、租赁住房、商业物业等多种不动产类型。此次《通知》的发布将推动基础设施公募 REITs 试点进程，境内 REITs 的市场建设将进一步完善。

表 1 境内 REITs 政策梳理

时间	机构	政策文件	相关内容
2008	国务院	《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	“金融国九条”国务院会议确定九项金融促进经济发展政策措施，首次将房地产投资信托基金（REITs）作为一种国家层面上企业融资渠道方式提出，被认为是一种创新的融资形式
2014	央行	《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	积极稳妥开展 REITs 试点工作
2015	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点
2016	国务院	《国务院关于积极稳妥优化企业杠杆率意见》	有序开展企业资产证券化，支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型
2018.2	深交所	《发展战略规划纲要（2018-2020 年）》	积极支持鼓励研究推进 REITs 产品试点，形成具有深市特色的 REITs 板块；探索发行公募 REITs，引入多元化投资者
2018.4	证监会、住房城乡建设部	《中国证监会住房城乡建设部关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	提出重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金（REITs）
2018.9	中共中央、国务院	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	提出依法依规开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。
2019.1	上交所	《上交所新年致辞：逐梦 2019 投身改革新征程》	提出“进一步深化债券产品创新，推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs，积极引入债券国际投资者
2019.1	中国基金业协会	《中国证券投资基金业协会 2018 年 18 项重点工作》	对 REITs 税收问题作专题研究，探讨实现 REITs 税收中性的可行路径
2020.4	证监会、发	《关于推进基础设施领域	明确了基础设施 REITs 试点的基本原则

时间	机构	政策文件	相关内容
	改委	不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》，《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》	则、试点项目要求和试点工作安排，我国公募 REITs 试点正式启航。

资料来源：相关政府机构网站，中信证券研究部

公募 REITs 市场的建设是中国金融供给侧改革的重要一环。2007 年至今，学术、政策和实务界在中国 REITs 市场的功能定位、运作模式、产品设计、监管规则等方面，进行了深入研究，也做出了诸多尝试，目前法律框架、监管环境、市场准备等条件已基本成熟，进行公募 REITs 试点具有可行性。

1、当前迫切需要激发经济活力，促进经济转型

基础设施是政府的主要投资领域，投资额通常占政府投资的一半以上，基建投资增长也是我国投资增长最重要的动力源之一。而我国的基建投资在经历长时间的快速增长之后，存量规模可观，但投资增速却在近期出现了下滑的趋势。进入 2018 年后，我国基建投资的累计值和单月值的同比增长率出现下降，并在低位保持稳定，基建投资增速有所放缓。

基建投资增速放缓的主要原因之一是基建融资受限。从资金来源看，我国基建投资的主要资金来源是自筹资金。而近年来基建投资资金来源中自筹资金的增速呈快速下滑趋势。这一方面是由于自筹资金体量增大遇到了瓶颈，导致增速下滑；另一方面是由于自筹资金的重要来源是非标融资，在资管新规之后，非标融资的发展受到限制。从融资主体看，基础设施建设的推行主体通常为地方政府，而近年来随着地方政府债务规模的扩大，我国加强了对地方政府融资的管控。基建投资增速的放缓会导致我国经济增速下行的压力增大。从拉动经济增长的三驾马车看，基建投资对维持经济增速至关重要。

另一方面，基础设施投资大多与地方政府密切相关，卖地收入更是地方财政收入的重要来源之一。然而，随着中国经济增长模式的转型，以土地、房地产和基础设施为抵押品的信用扩张难以成为中国经济未来进一步增长的发动机。从中长期看，急剧的人口老龄化导致消费需求出现巨大变化，储蓄率下降，房地产价格和投资下降；随着城镇化率的提升、产业结构的变迁和劳动力的重新配置，现

有的产业投资、公共服务体系建设、房地产投资和城市基础设施亟需优化配置。为了提升房地产、基础设施、公共服务体系等的投资效率，准确的价格信号极其重要。中国需要给房地产、基础设施定价和地方政府信用定价的“锚”，建立起房地产市场、基础设施投融资市场和信用市场价格发现的功能，引导资源有效配置。

在全球 42 个具备 REITs 制度的经济体中，推出 REITs 其目的是激发经济活力，为经济发展提供动力。我们认为，REITs 市场建设将成为解决中国不动产投融资体制诸多结构性问题的破题之作，公募 REITs 以基础设施为切入点，符合当前基建领域投融资的需求。基础设施公募 REITs 以市场化的方式吸引社会资本参与基建项目，借助资本市场的定价机制，推进基础设施建设高质量发展，推动经济高质量发展，助力中国经济转型升级。

2、疫情冲击下的选择

近期，新冠疫情对宏观经济增长、中小微企业以及就业等方面的影响不容低估，GDP 增速与资产价格受到下挫的压力，无疑又给商业物业的资产价格沉痛打击，可以预想当资产价格下降到特定阶段时，站在政府的角度，绝不会放任资产价格无序下跌所出现的系统性崩盘事件，站在市场的角度，新的抄底机会又将会出现。

因此在这特殊时期下，如果 REITs 能够推出，通过较低的地产投资的门槛，和对应优惠的税费条件，可以让大量的资本涌入起到托底救市的作用，提振投资者对未来经济增长的信心。政府也可以借助 REITs 工具，成为逆回购、专项发债等传统措施之外，能够用来调节房地产行业的金融工具。

3、当前低利率环境为公募 REITs 的发行创造了条件

疫情让各国正视经济下行的现实，许多投资者开始选择更加保守的投资策略，对比股票、债券等传统投资品，REITs 更能符合上述条件定位。这是基于 REITs 自身的收益机制模型决定的，REITs 的收益主要有两类，一类是定期派发的股利收益，另一类是在二级市场上低买高卖的资本利得。其中股利收益的来源是持有型物业的租金收入，物业租赁通常属于刚性需求，租赁收入在长期处于稳定增长的趋势，这使得 REITs 兼具抗通胀性与稳定成长的特点。并且在疫情下政府因救

市采取的货币政策，诸如调低利率、降低存款准备金等措施都会让无风险利率下行，当资产价格与利率低至一定水平时，反而为今后的房地产投资提供潜在的收益空间。

总体来说，公募 REITs 具备稳定高额的派息率，并且收益依据的是物业真实的租赁收入，在国内经济增速逐渐放缓，又叠加疫情冲击的行业背景下，这样的投资品更加具备吸引力。此时推出 REITs 有望盘活不动产市场，支持经济重启。

三、推出基建 REITs 的重要性

旨在缓解地方政府债务风险的 43 号文出台后，融资平台由于失去政府信用的担保，债务偿还压力陡增，政府和社会资本合作（PPP）模式成为被鼓励的基建投资模式。疫情影响下，一季度经济增速下滑，国家时隔多年再次发行特别国债，并提前下发地方专项债额度，以拉动经济增长。在出口承压和“房住不炒”的背景下，基建投资成为拉动经济增长的重要动力，此时推出基建 REITs 恰逢其时。我们将从整体经济、地方政府、金融市场投资者、金融体系四个角度分析基建 REITs 推出的重要性。

1、盘活存量资产，拓宽基建融资渠道

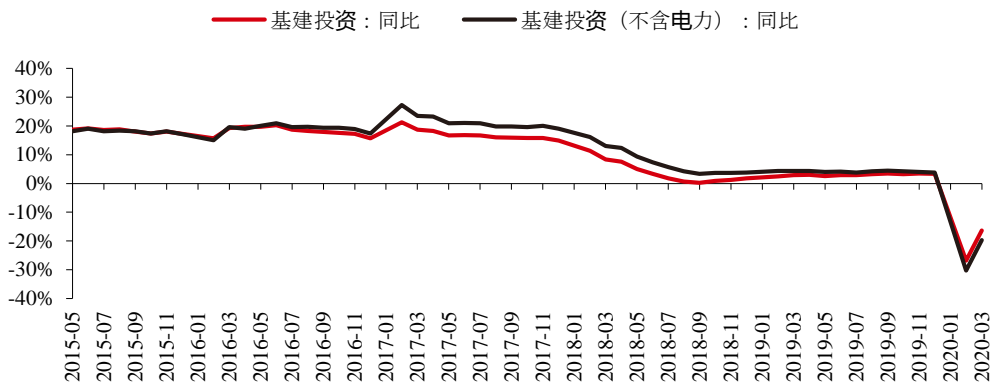
基建 REITs 的发行旨在促进基础设施建设。根据《通知》，基础设施 REITs 优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。此外，《通知》还对融资用途作出了限制，规定原始权益人通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目。体现了政府希望通过基建 REITs 的发行促进基础设施建设的政策意图。

通过推行基础设施公募 REITs，可以通过将缺乏流动性的基础设施存量资产转化为流动性强的金融产品的方式，盘活基建领域存量资产，拓宽基建融资渠道，构建可持续的投融资生态体系。我国经历过去数十年的快速发展，已经积累了百万亿量级的存量基建资产。这些资产广泛存在于地方政府、城投公司、社会资本手中。但是由于基础设施资金投入量大，回收期长，加之近期火热的新型基础设施投资具有技术研发和应用商业模式不确定的特点，对于政府和企业而言，大量的存量资产无法及时变现，退出渠道受阻，也阻碍了投资热情。通过推行基础设施公募 REITs，可以通过将缺乏流动性的基础设施存量资产转化为流动性强的金融产品的方式，盘活基建领域的存量资产，打通退出渠道，提高资金的利用效率，让新一轮的资金供给来源于市场，吸引社会资本的参与，拓宽基建融资渠道，形成良性的基础设施投资循环，构建可持续的投融资生态体系。

2、化解地方政府债务风险，平稳保障基建资金来源

我国基建投资增速已步入低增长阶段，主要原因在于地方政府融资受限。2019 年基建投资（全口径）增速仅 3.3%，基建投资（不含电力等）增速仅 3.8%。受疫情冲击，2020 年一季度基建投资负增长。在我国的基建投资中，地方项目占据大头，而近年来基建投资增速低迷的原因主要在于地方政府融资受限。一方面，资管新规的出台使融资平台城投债发行量减少，非标规模开始收缩，减少了基建的自筹资金；另一方面，近年来减税力度较大，分流了可以用于基建的财政资源。2018-2019 年新增专项债中基建领域的占比并不高，仅为 30%左右，其提升幅度难以抵御城投公司债务收缩规模，虽然新增专项债可作资本金，但其作项目资金要求较高，目前政策还未产生明显效果。在国内经济从高增速向高质量发展转型的背景下，如何在防范债务风险的同时，又能够平稳地保障每年基建资金来源，成为了当前基建领域日益严峻的课题。在这一背景下，基建 REITs 应运而生。

图 1 2015-2020 年我国基建投资同比增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

REITs 通过资产证券化方式把存量资产变成能够流动的证券，能够降低地方政府杠杆率，有效化解地方债务问题。此外，基建 REITs 可以和 PPP 相互促进、相互补充。近年来，地方政府债务不断扩大，债务风险积聚，而在地方政府债务中较大比例用于基础设施建设，这些资金缺乏有效的退出渠道，长期持续的投入使得地方政府负债压力逐年增加。通过资产证券化的方式把存量资产变成能够流动的证券，能够降低地方政府杠杆率，有效化解地方债务问题。一方面，REITs 可以通过存量资产的融资引入更为广泛的投资资金，置换出存量项目中的国有资

本，降低地方政府对债务融资的依赖；另一方面，在新增项目中，REITs 也可以实现对政府资金的替代，避免地方政府通过新增负债扩大基础设施建设。此外，基建 REITs 可以和 PPP 相互促进、相互补充。PPP 为基建 REITs 提供了大量优质的基础资产，而基建 REITs 则为 PPP 项目的早期投资者提供了一条可行的退出通道，社会资本投资参与 PPP 项目的热情有望被提振。

3、疏通投资通道，满足投资者资产管理需求

基建 REITs 的推出，有利于疏通储蓄转化为投资的通道，拓宽社会资本的投资渠道，满足各类金融市场投资者资产管理的多样化需求。中国家庭财富总量和财富人群数量快速增长，激发了大量的资产管理需求。中国资产管理市场起步晚、发展快，市场迫切需要更多类型的金融产品，特别是与不动产资产相关的产品，以更好地匹配各类投资者的资产管理需求。REITs 的理论实质在于通过证券设计的方式，将由存量不动产产生的、大规模的、长期的、稳定的现金流在资本市场证券化，连接资金的供给方和需求方，从而实现资源整合与跨期配置。基建 REITs 的提出，有利于疏通储蓄转化为投资的通道，拓宽社会资本的投资渠道，满足居民理财资金、养老金、社保资金、银行机构、保险机构等资管机构的多样化需求。

4、有利于价值发现，合理引导资金配置

在我国现有的融资体系中，信贷资源并没有实现资金合理配置。国有企业和民营企业、大型企业和小微企业处于不同的地位。以银行信贷为例，由于利率双轨和刚性兑付的存在，再加上地方政府等的背书，国有企业在银行信贷的获得性和贷款成本方面往往享有得天独厚的优势。金融体系在资金的配置方面并没有完全实现竞争中性的原则，信用风险定价一定程度上尚存在被扭曲的现象，部分信贷资源还存资金配置不合理的情况。

此次基建 REITs 的推出预计将主要在两方面促进价值发现和资金合理配置。一方面，物业资产的融资成本更多是基于资产本身而不是融资企业的资质。在 REITs 架构下，低信用等级企业亦可以通过资产获得较低发行利率。以“新派公寓”为例，其发行主体作为一家创立仅 6 年、规模较小的公司，原本在公开市场获得融资面临很大困难。2017 年 11 月，公司以新派公寓 CBD 店作为底层资产，通过私募基金收购底层资产，再通过资产管理计划持有私募基金份额，募集规模

2.7 亿，优行级 1.3 亿+劣后级 1.4 亿。通过类 REITs 形式，公司资产证券化产品优先级获得 AAA 评级，获得较低的发行利率。另一方面，如果有一个比较活跃的二级交易市场，资本市场的价格发现功能就会被挖掘出来，市场会对基础设施资产或是房地产进行相对准确的定价，这样给中国的房地产市场、中国的基础设施提供一个很重要的定价的“锚”。提供定价基准之后，可以根据资产的内在价值通过市场交易形成相对合理的定价，从而引导资源的有效配置。在这个意义上，REITs 可能成为未来中国金融供给侧改革最重要的抓手之一。

四、公募 REITs 试点政策取向性高度明确

1、聚焦重点区域、重点行业的优质项目

(1) 聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。

(2) 聚焦重点行业。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。

(3) 聚焦优质项目。基础设施 REITs 试点项目应符合以下条件：

1) 项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。

2) 具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。

3) 原始权益人及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

4) 加强融资用途管理。原始权益人通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。

本次公募 REITs 政策规定已经较为具体，短期试点项目的取向性较为明确。

(1) 此次政策聚焦的试点地区符合 2017 年以来中央先后作出的海南自由贸易试验区、粤港澳大湾区、雄安新区、长江三角洲区域一体化等重大战略方向，有利于引导社会资本以市场化的方式高效地配置到上述地区的基建项目，借助资本市场的定价机制，推进基础设施建设高质量发展，当地政府和企业有望通过 REITs 降低杠杆率，盘活存量资产。

(2) 此次政策聚焦于新基建、交通、能源、仓储物流、环境保护、信息网络、园区开发等领域，是贯彻落实党中央国务院关于深化投融资体制改革、积极稳妥降低企业杠杆率、保持基础设施补短板力度等决策部署的具体步骤，也是支持国家重大战略实施、深化金融供给侧结构性改革，提升资本市场服务实体经济能力的举措。对于试点项目所属行业的具体规定实际上限制了未来基础资产的类型，具有明确的政策导向性，短期内放开这一类别范围的可能性有限。

(3) 试点政策重点强调聚焦项目的“优质”，我们预计初期对实现产品的基础资产入围的要求较高。但对于“优质”、“持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好”等概念存在进一步量化的可能。我们认为当前试点项目要求基础资产具有稳健性且可持续，意味着试点项目的基础资产应该以进入了成熟期为主，后续现金流具有高度的可预测性。这一要求也对产品端估值的提供了便利。

(4) 试点政策在规定了重点行业的同时，对原始权益人的资质及资金用途等做了规定和限制。实际上对原始权益人的再投资与项目发掘能力提出了考验，盘活存量资产同时提高资金使用效率，我们判断原始权益人能否具有高资金周转能力是入围试点项目的重要参考标准。

2、提出产品结构设置的新要求

《通知》政策规定，基础设施 REITs 以基础设施基金为载体。基础设施基金是指同时符合下列特征的基金产品：

(1) 80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权，基础设施包括仓储物流，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，不包括住宅和商业性房地产。其余基金资产应当投资于利率债，AAA 级信用债，或货币市场工具。

(2) 借款安排方面，基金可直接或者间接对外借款，但不得超过基金资产 20%，且借款用途限于项目维修、改造等。

(3) 基金通过资产支持证券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。

(4) 基金管理人积极运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的。

(5) 基金采取封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%，分配次数每年不得低于 1 次。

在基金架构上，充分参考了成熟市场的经验基础上，《通知》对当前试点期项目作出了非常明确的规定：

(1) 基础设施基金将会和基础设施资产证券化产品一一对应，且很大程度上基础设施资产证券化产品将会是平层结构；明确基础设施公募 REITs 的交易结构将以“公募基金+ABS”的形式进行，有“公募基金-资产支持证券-底层资产”的三层结构，参考国内类 REITs 的结构框架，可能也会引入私募基金或信托公司等中间载体，形成“公募基金-专项计划-私募基金-项目公司”的四层结构。

(2) 根据《通知》，公募 REITs 应通过资产支持证券和项目公司等 SPV 取得“基础设施项目完全所有权或特许经营权”。完全所有权与特许经营权在存续期上存在较大的差别，例如多数 PPP 项目或是收费权项目的特许经营权存在固定期限并非永续，而公募 REITs 原则上有着永续的要求，如何在项目层面做到期限匹配需求进一步细化结构设计。

(3) 基础设施基金规范了投资限制、基金借款比例等基金投资运作，加强了基础设施项目运营管理，降低了虚假出资抽逃出资等基金运作的风险。从另一方面看，《通知》规定细致，也限制了基金未来管理运营的形象空间，更多是把单一基础设施资产证券对应的基础资产管理运作好为目的，获得这一已经事先明确的基础资产未来稳定收益为目标。

(4) 90%的收益分配比例借鉴了美国、新加坡及中国香港的境外 REITs 的成功经验，也展示了国家对于先进政策和管理方法去粗取精的态度，国外成熟 REITs 市场的模式，未来或继续得到借鉴。

3、细化定价和披露等过程，强化管理人等角色要求

(1) 借鉴境外市场公募 REITs 询价发行等成熟做法，基础设施基金经中国证监会注册后，采取网下询价的方式确定份额认购价格，由财务顾问受委托办理

路演推介、询价、定价、配售等相关业务活动。

(2) 强化基金管理人与托管人专业胜任要求。《指引》要求基金管理人除应当具备常规公募基金投资管理能力外，还应当配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目投资管理或运营经验的主要负责人员。同时，《指引》允许基金管理人设立专门子公司或者委托第三方管理机构负责基础设施日常运营维护、档案归集管理等。

(3) 《指引》除要求基础设施基金进行常规基金信息披露外，还要求重点披露基础设施项目与原始权益人等信息，包括：一是份额发行环节，基金招募说明书应重点披露基础设施基金整体架构及拟持有特殊目的载体情况，项目基本信息、财务状况、经营业绩分析、现金流预测分析、运营未来展望，原始权益人情况等，并载明审计报告、资产评估报告、财务顾问报告。二是基金运作环节，加强重大事项临时披露，发生金额超过基金资产 10% 以上的交易或损失、项目现金流相比预期减少 10% 以上、项目购入或者出售等重大事项时，应当及时进行临时信息披露。三是年度报告等基金定期报告设立专章披露基础设施项目运营情况、财务情况、现金流情况等，对外借款及使用情况，相关主体履职及费用收取情况，报告期内项目购入或者出售情况等。

(4) 基础设施项目原始权益人应当参与基础设施基金份额战略配售，战略配售比例不得低于本次基金份额发售数量的 20%，且持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于 5 年。基础设施项目原始权益人以外的专业机构投资者可以参与基础设施基金份额战略配售，战略配售比例由基金管理人与财务顾问协商确定，持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于 1 年。扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额网下发售比例不得低于本次公开发售数量的 80%。

信息披露是此次《通知》的另一核心内容，意图充分保护各参与方的利益：

(1) 基础设施基金的发行采用了 IPO 式，对披露材料、配售、询价与认购、上市交易等流程都进行了细致的规定，这些规定让基础设施 REITs 的设计更具“权益性”，预计后续交易制度、退出方式等流程也会更偏向权益类产品。此外，从募集基金到 REITs 发行的各流程都将严格受到监管，具体后续规范措施未来有望陆续出台。

(2) 基础设施基金允许基金管理人设立专门子公司或者委托第三方管理机构负责基础设施日常运营维护、档案归集管理等。基金管理人与基础设施项目运营人职责划分明晰。未来公募基金以管理人职责为重点培养方向。而基础设施 REITs 的运营能力决定了未来现金流的情况，由于原始权益人本身对于基础设施建设的基础资产的运营经验丰富、胜任能力强，我们判断对于部分行业或者地域的基础资产运营存在较大壁垒的项目，原始权益人或相关人员在未来第三方管理机构可能重要角色，有望成为基金管理人委托的第三方管理机构。

(3) 《指引》还要求基金管理人须配备专业尽责人员完善尽职调查制度、聘请评估机构，同时基础设施基金进行常规基金信息披露外，还要求重点披露基础设施项目与原始权益人等信息，确保了基础设施项目公开透明。上述规定进一步完善和明确了公募基金管理人、托管人、原始权益人等角色在基础设施建设 REITs 的各个流程中的要求和定位，部分条款如尽调过程中财务顾问与基金管理人的角色侧重等仍需在后续的政策和声明中得到确认。

(4) 公募 REITs 面向的投资者短期仍以机构投资者为主。政策规定了战略配售、网下发售及面向公众投资者的比例，分别以 20%、80% 的以最低限度假设战略配售者和网下发售机构投资者的参与数量。值得注意的是，原始权益人将会持有相当一部分基金份额，若要同时满足出表要求，则原始权益人持有份额也会存在上限。同时《通知》对原始权益人的持有权限也做出了规定，可以认为在公募 REITs 发行后相当一段时间内原始权益人都是极其重要的参与方。

综合来看，公募 REITs 虽然在“封闭运作、上市交易”的设计上体现了向国际主流公募 REITs 产品的权益型发展的方向，但在甄选基础设施项目的层面对稳健性提出了较高的要求。公募 REITs 基础资产的质量将会在相当程度上决定这一产品的吸引力，也对公募基金的管理能力剔除了挑战，而原始权益人在短期内会在诸多方面对对应的产品产生影响。

我们判断，在基础设施相关行业内，一批持有进入成熟期、现金流稳健的资产，且负债较高，再投资融资压力较大的企业有望成为提供公募 REITs 基础资产的先行者，而这些企业又可以在运营端通过其资产模式深度参与 REITs 的后续运作，实现多方共赢。

五、当前 REITs 市场情况

1、美国及亚太市场

根据美国不动产投资信托协会 Nareit 数据，截至 2020 年 3 月 31 日，美国 REITs 市场活跃的 REITs 共计 162 支，总市值达 9,496 亿美元，其中基础设施 REITs 共计 5 支，总市值达 1,883 亿美元，占比 19.83%。2019 年美国基础设施 REITs 年化收益率达到 41.95%，远高于市场平均的 28.66%，在 12 种基础资产的主要业态中排名第 4 位。由此可见基础设施 REITs 具有稳定的收益率，投资价值高。

表 2 截至 2020 年 3 月 31 日美国 REITs 市场情况

基础资产的主要业态	数量	2019 年年化收益率 (%)	股息率 (%)	市值 (亿美元)
Infrastructure	5	41.95	2.17	1,882.71
Residential	21	30.89	3.7	1,413.51
Industrial	13	48.71	3.05	1,059.94
DataCenters	5	44.21	2.49	1,044.31
Retail	32	10.65	9.91	858.37
HealthCare	17	21.2	7.9	781.02
Office	18	31.42	4.08	742.06
SelfStorage	5	13.7	4.11	583.84
Diversified	16	24.1	8.73	379.98
Specialty	11	27.39	9.92	349.22
Lodging/Resorts	15	15.65	9.19	219.32
Timber	4	42	7.1	181.53
合计	162	28.66	6.03	9,495.81

资料来源：Nareit，中信证券研究部

根据 3 月 31 日戴德梁行联合中国房地产业协会金融分会发布新一期 2019 《亚洲房地产投资信托基金 (REITs) 研究报告》，截至 2019 年底亚洲市场上活跃的 REITs 共计 178 支，总市值达 2,924 亿美元，同比增长约 25%，其中日本、新加坡和中国香港三地 REITs 市值合计占比达 93%，其中新加坡和中国香港共有 16 支 REITs 持有中国内地 103 处商业不动产。

年化收益率方面，2019 年新加坡和日本 REITs 市场均实现了 10 年来最强劲的年度综合收益，分别为 25.3%和 25.6%，中国香港为 5.30%。

表 3 亚太地区市场年化综合收益率

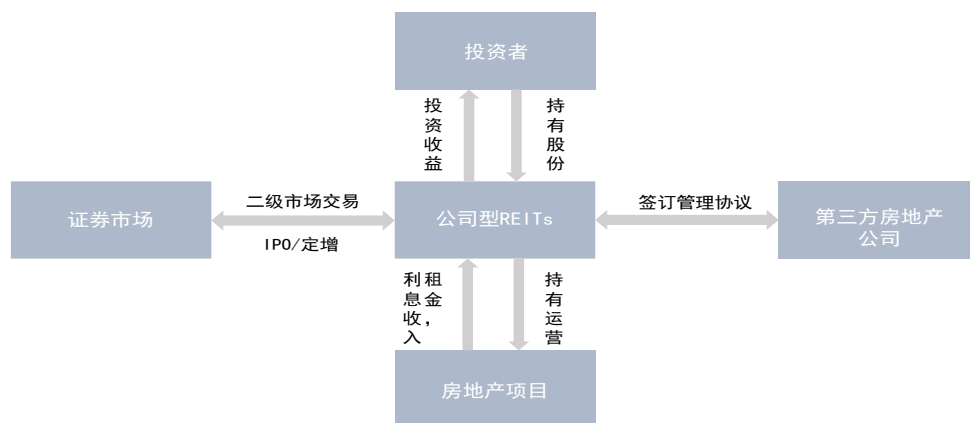
	中国香港	日本	新加坡
1 年	5.30%	25.60%	25.30%
3 年	11.50%	9.20%	16.40%
5 年	12.10%	6.50%	10.00%
10 年	16.10%	13.80%	11.00%

资料来源：亚太房地产协会(APREA)，戴德梁行，中信证券研究部

戴德梁行统计数据显示，截至 2019 年 12 月 31 日，新加坡和中国香港共有 16 支 REITs 持有位于中国内地的物业，其中新加坡 10 支，占新加坡交易所上市 REITs 及商业信托总数的 24%；中国香港 6 支，占香港联交所上市 REITs 总数的 55%，包括汇贤产业信托、开元产业投资信托基金、春泉产业信托、领展房地产投资信托基金、越秀房地产投资信托基金以及于 2019 年成功上市的招商局商业房托基金。

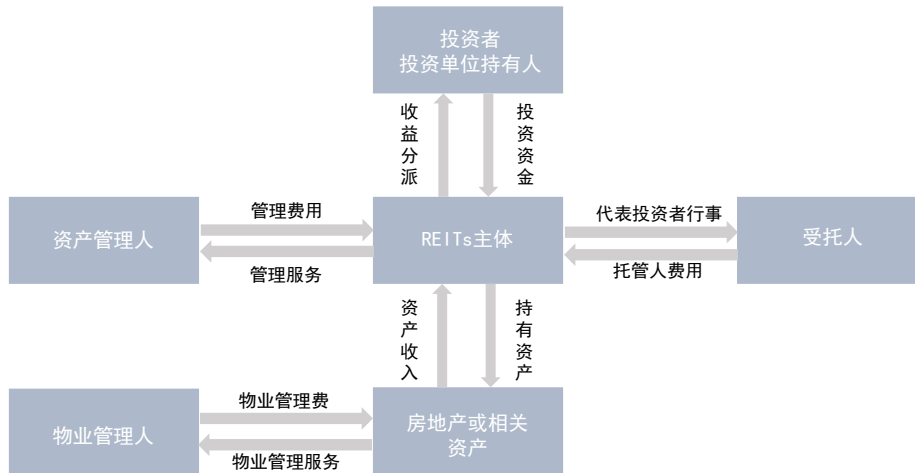
同样源自上述数据，2019 年新加坡和中国香港两地 REITs 在中国内地不动产交易十分活跃，共收购 16 处物业，处置 3 处物业。伴随着内地消费升级和电商的快速发展，两地 REITs 更多关注于内地零售类和工业物流类资产的收购机会，为境内 REITs 向新加坡等亚太地区先进 REITs 等市场提供交流和借鉴的可能。

图 2 公司型 REITs 资产结构



资料来源：金融界，中债资信，中信证券研究部

图 3 信托型 REITs 资产结构



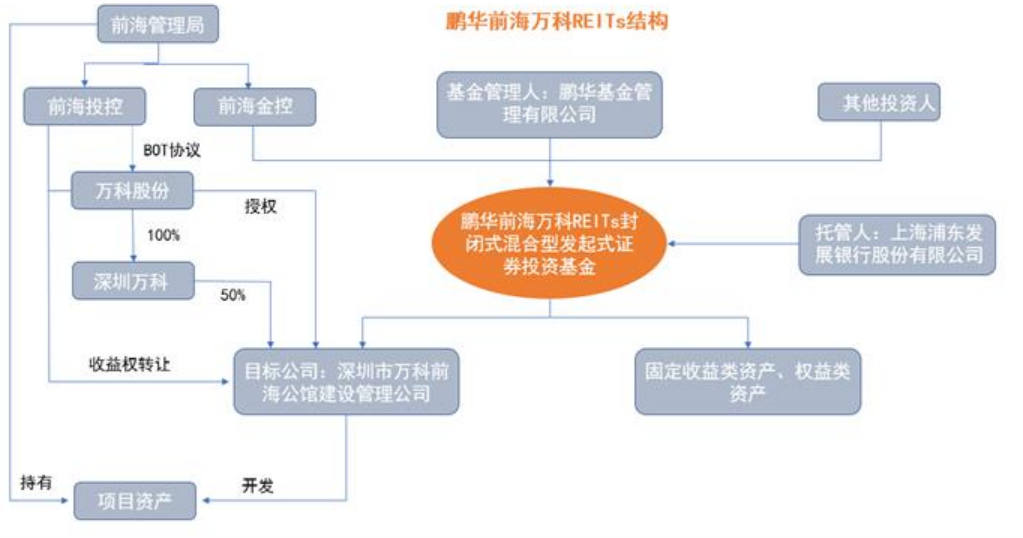
资料来源：金融界，中债资信，中信证券研究部

2、境内市场

我国 REITs 的起源可以追溯至 2005 年，鉴于当时中国内地政策环境的不完备，首个以中国内地物业为底层资产的标准化公募 REITs 产品“越秀房地产投资信托基金”在香港上市。随后，国内通过各种方式对海外的 REITs 进行借鉴和尝试。2011 年，汇贤产业信托在香港上市；同年，鹏华基金发行了中国大陆首支投资美国 REITs 的公募基金——鹏华美国房地产基金（QDII）。

2015 年 9 月，“鹏华前海万科 REITs”在深交所上市。该产品首次使用公募基金作为发行载体，弥补了类 REITs 产品在流动性方面的不足。“鹏华前海万科 REITs”仅获得了目标公司 50% 的股权，同时目标公司享有的只是标的资产的收益权，其并未取得标的资产的经营权，所以该产品实际上是“建设—经营—转让”（即“Build—Operate—Transfer”，BOT 模式）模式的证券化产品。此外，该基金不超过 50% 的基金资产投向了非上市公司的股权，不符合公募基金投资范围不包含非上市公司股权、债权等收益权和“双十”限制，即公募基金单一项目投资不能超过基金净值百分之十、同一基金管理人旗下所有基金累积投资一个项目（证券）不能超过该证券总额百分之十。所以此单 REITs 产品尽管做出了“公募化”的尝试，但复制性和参考性不高。

图 4 鹏华前海万科 REITs 资产结构

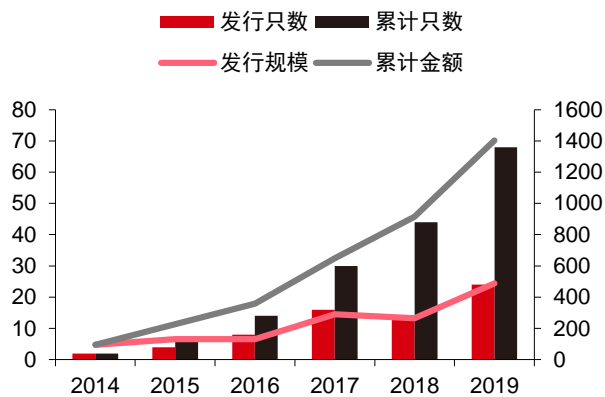


资料来源：鹏华前海万科 REITs 募集说明书，中信证券研究部

目前我国 REITs 市场仍以私募类 REITs 为主。RCREIT 数据显示截至 2019 年 12 月 31 日，我国共发行类 REITs 产品 68 支，发行金额累计 1402.81 亿元，2019 全年国内共成功发行 24 支类 REITs 产品，发行总金额 487.5 亿元。

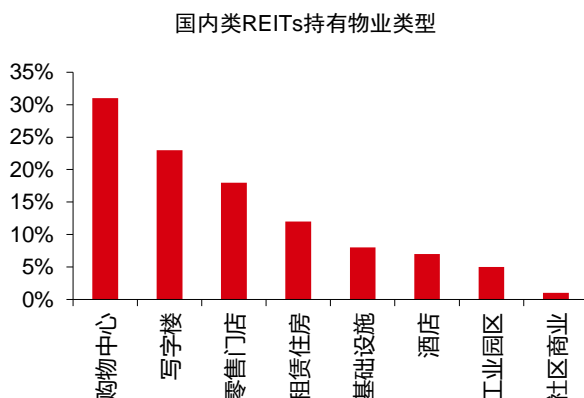
截至 2019 年 12 月 31 日，我国已发行类 REITs 持有物业类型主要包括购物中心、写字楼、零售门店、租赁住房、基础设施、酒店和工业园区等。其中购物中心、写字楼和零售门店占比较大，分别占比为 31%、23%和 18%。

图 5 国内类 REITs 发行情况（亿元）



资料来源：RCREIT（REITs 研究中心），中信证券研究部

图 6 国内类 REITs 持有物业类型



资料来源：RCREIT（REITs 研究中心），中信证券研究部

此前我国主要发行的类 REITs 产品与美国等成熟 REITs 市场中发行的 REITs 在许多方面有差别。首先，在募集方式方面，此前我国大多类 REITs 为私募方式发行，导致个人投资者参与投资门槛较高；而在成熟 REITs 市场，REITs 以公募发行为主，规模占比 90% 以上。其次，在投资方式方面，我国类 REITs 更偏向于优先级固定收益型的债权投资，偏股权的次级占比较低；而在成熟市场 REITs 更多表现出股权特征，权益型 REITs 占主导地位。另外，在税收方面，我国类 REITs 无税收优惠，设立、持有以及退出环节税负较高，而在美国市场 REITs 如果收入用于分红会受到相应的税收优惠，在新加坡对位于境内的物业交易免征所得税，在分配方面也有一定的税费优惠。

表 4 中国类 REITs 与美国成熟 REITs 核心差异

类别	成熟市场 REITs	中国类 REITs
产品属性	权益型为主，抵押型和混合型为辅	固定收益为主
交易结构组织形式	公司型	信托型/契约型
入池物业	动态变化，入池物业可增或出售	存续期内物业组成静态
资产管理	主动管理	被动管理
投资范围	物业产权、地产相关股票、债券、贷款、其他 REITs 或 CMBS 等	项目公司股+债，监管部门规定的合格投资
募集方式	公募为主，私募为辅，成立时在 100 人以上，上市公开发行时股东数量要求更高	主要是私募，一般在 200 人以下，原始权益人拥有优先回购权
分配要求	90% 收益分配给投资者，可长期持有	分设优先 A 级、优先 B 级和次级，优先 A 级享有固定收益，B 级或次级可享有物

类别	成熟市场 REITs	中国类 REITs
		业处置收益但通常期限较短
产品期限	永续	有明确存续期限
投资者交易方式	以二级市场证券交易为主	持有到期或开放期为主
增信	极少有增信	多具有收益支持增信, 本分对本金也进行一定程度增信
流动性	强	弱

资料来源: Wind, 中信证券研究部

六、基建 REITs 和地产 REITs 区别

1、基建 REITs 简介

基建类 REITs 以高速公路为底层资产的三只项目为例。分别是：广朔实业-河北高速 ABN 项目（19 广朔实业 ABN 系列）、中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划项目（沪杭甬优/沪杭甬次），华泰--四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划（19 隆纳优/19 隆纳次）。

表 5 三只基建 REITs 产品要素对比

	广朔实业-河北高速 ABN 项目	沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划
底层资产	沿海高速公路秦皇岛至冀津界段 2018-2026 年的高速公路通行费收入	沪杭甬公司旗下的徽杭高速公路（安徽段）	四川交投所属南方公司营运的隆纳高速（隆昌-纳溪）
交易结构	ABN+私募基金结构	资产支持专项计划+私募基金结构	资产支持专项计划+私募基金结构
发行时间	2019 年 6 月 29 日	2019 年 9 月 23 日	2019 年 12 月 27 日，
产品规模	70 亿元	20.13 亿元，优先份额 9 亿元，次优先份额 11.13 亿元，发行人认购次优先级份额	19.77 亿元，优先级 16.44 亿元，次优先级 3.33 亿元
存续时间	优先 01 级到期时间为 2019 年 12 月 19 日，01-07 级，往下一层延后一年	15 年	10.93 年
优先级票面利率	优先 01-07 级的票面利率分别为 3.91%/4.09%/4.5%/5.18%/5.4%/6.48%/6.5%	3.70%	3.68%
交易场所	银行间	上交所	深交所
特点	交易结构采取的是 ABN 的形式，资产抵押而非出售，发行人保留了资产的所有权；交易商协会 ABN 在银行间市场上自由流通，机构投资者可以自由买卖，投资者数量也不受限制	资产支持专项计划在交易所市场进行交易，投资者必须是合格机构投资者，人数不能超过 200 人	发行利率在三者中同类最低；隆纳高速的控制权仍归四川交投所有

资料来源：Wind，中信证券研究部

2、所有权区别

对比过往案例，在交易结构设计中，地产 REITs 可以出表，部分基建 REITs 存在不出表的考虑。地产 REITs 在交易结构设计中，经营与持有相分离。需要重

资产投入的商场、酒店等行业，经营方因为资金限制很难扩张规模，而通过类 REITs 的发行实现资产出表，轻资产运营；部分基建 REITs 受制于国有资产管理问题，基建资产特许经营权的转让存在较多限制，故在设计时采用不出表的交易结构。

表 6 基建 REITs 不出表案例

项目	基建 REITs 不出表案例
案例名称	四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划
案例介绍	2019 年 12 月 27 日，四川交投设立发行四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划，以四川交投所属南方公司运营的隆纳高速（隆昌-纳溪）为标的资产，面向特定投资者筹集资金，产品总规模 19.77 亿元，募集资金主要用于四川省交通重点项目投资建设
案例特点	四川交投以高速公路收费权、公路广告运营权质押，子公司四川高速承诺差额补足，高速公路资产不出表

资料来源：Wind，中信证券研究部

3、流动性区别

地产 REITs 的底层资产流动性较强，基建 REITs 的底层资产流动性相对较弱。地产 REITs 底层资产多对应酒店、写字楼等商业地产资产，流动性相对较强。此次引入公募基金投资基础设施项目，而基础设施资产缺乏流动性。

4、估值区别

商业地产的估值相对容易，基建类估值受政策影响波动较大。REITs 估值有两种方法，通过 NAV 对 REITs 进行绝对估值，通过 P/FFO 对 REITs 进行相对估值。商业地产的租金收入相对稳定，对 REITs 估值相对容易。基建类资产收益受到外部影响较大（例如高速公路收益受到特许经营权期限、竞争分流、通行费定价等政策因素影响），现金流法估值难度相对较大。

七、公募 REITs 或成为投资配置新的重要选择

1、REITs 提供了新的富有吸引力的资产

当前流动性宽松环境下，宏观利率和收益率都出现下行，金融市场出现一定程度的“资产荒”问题。

(1) 对投资方的影响

基建 REITs 增加了长线资金进行大类资产配置的新渠道。以保险为例，保险之前多通过保险债权计划投资基建项目，保险资金期限和基建项目天然契合。在中国保险资产管理业协会注册产品中，保险机构资产管理产品主要有债权投资计划（基础设施/不动产）、股权投资计划与项目资产支持计划等。其中债权投资计划占绝对多数。债权计划中基建大类中，投向高速公路等交运方向的产品数量也有所提升。

表 7 2017 年 6 月-2019 年 9 月中国保险资产管理业协会注册产品数据（检索口径）

	高速公路方向债权计划注册产品数	合计注册产品数
2017 年 6 月-2017 年 12 月	3	144
2018 年	2	197
2019 年 1 月-9 月	8	159

资料来源：中国保险资产管理业协会，中信证券研究部。注：筛选的“高速公路方向债权计划注册产品数”是以债权计划注册产品名称是否带有“高速”、“公路”等字样为口径得到的数目，该筛选方法可能会遗漏资金最终流向高速公路但不是通过协会注册保险产品途径，或名称未披露为高速公路债权计划的情况

过去的地方交通产业基金或可通过基建 REITs 产品实现退出。在《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发 43 号文）出台后的时间窗口，政府财政和金融机构合作，积极撬动交通基建投资。据经济观察网统计，截至 2016 年 9 月，云南、青海、甘肃、内蒙古、贵州、浙江、湖南 7 个省份的交通产业基金总规模就超过 5000 亿元，其中仅甘肃省就筹建三支基金，总规模达到 1600 亿元。除了省级交通产业基金外，许多市级政府也相继发起了市级交通产业基金。例如 2015 年成立的中交武汉交通建设产业基金，目标募资规模 1100 亿人民币，由武汉市政府与中国交通建设集团有限公司合作设立，主要投资于武汉市大型项目的规划、设计、建设、运营和维护等工作。

表 8 部分交投、高速类私募基金管理人

私募基金管理人名称	注册地	成立时间	登记时间
甘肃交通投资基金（有限合伙）	甘肃省	2015/10/15	2015/12/16
重庆高速公路产业股权投资基金管理有限公司	重庆市	2015/11/2	2017/1/17
中交投资基金管理（北京）有限公司	北京市	2014/3/28	2014/4/23
中建远通高速公路投资基金管理（北京）有限公司	北京市	2015/7/22	2015/8/13
云南交通产业股权投资基金管理有限责任公司	云南省	2017/3/6	2017/8/7
深圳西南交通投资基金管理有限公司	深圳市	2016/1/11	2017/7/12
申银万国交投产融（上海）投资管理有限公司	上海市	2014/7/25	2015/5/21
山东高速信业城市发展股权投资基金管理有限公司	青岛市	2015/6/16	2016/1/14
山东高速投资基金管理有限公司	山东省	2015/8/11	2015/10/16
山东高速通汇富尊股权投资基金管理有限公司	山东省	2017/10/18	2018/4/18
山东高速嵩信（天津）投资管理有限公司	天津市	2017/2/17	2017/11/9
山东高速环渤海（天津）股权投资基金管理有限公司	天津市	2016/11/7	2017/4/21
山东高速光控产业投资基金管理有限公司	山东省	2013/12/23	2014/4/29
山东高速畅赢股权投资管理有限公司	青岛市	2016/9/27	2017/3/31
青岛交通股权投资基金管理有限公司	青岛市	2017/5/3	2017/7/12
湖南省高速公路基金管理有限公司	湖南省	2016/8/31	2019/3/7
湖北交投资本投资管理有限公司	湖北省	2004/4/21	2014/5/20
国开城市交通投资发展基金管理（北京）有限责任公司	北京市	2013/11/22	2017/2/22
贵州交通投资管理有限公司	贵州省	2016/8/18	2017/1/12
广西交通发展投资基金管理有限公司	广西壮族自治区	2016/10/10	2016/12/16
北京高速沃德资本管理有限公司	北京市	2004/6/3	2015/7/9
包头市交投正全投资基金管理有限公司	内蒙古自治区	2016/4/15	2017/4/12

资料来源：中国证券投资基金业协会，中信证券研究部

（2）对融资方的影响

基建 REITs 增加了地方城投/地方国企的融资渠道，但落地进度需要看具体项目资质。前述三单 ABN、资产支持计划产品，其优先级份额都有差额补足条款，需要发行人或发行人子公司承担补足责任，本质上是新增了债券融资渠道。在低利率背景下，资质较好的地方城投/地方国企对发行利率不满意取消发行的可能性较大，而发不出债的概率不大。而资质一般的企业可能依然面临信用分层的难题。而此次改革，在《通知》中规定的基础设施 REITs 试点原则之一为：“遵

循市场原则，坚持权益导向”，“通过 REITs 实现权益份额公开上市交易”，未来的基建 REITs 权益属性更重，且为公募属性，或将加大融资方募资压力。

仅仅建设完毕的资产不一定符合 REITs 收益要求，还需运营至成熟期且有稳定收益。以西部某省级公路基建主体为例，该公司评级 AAA，债券融资渠道通畅；公司下属的省会城市机场高速在一定假设前提下，现金流在经营第 17 年（2019 年）左右才能取得平衡。机场高速于 2002 年开始收费，收费期为 20 年，里程 22 公里，建设投资 90449 万元。我们假设：（1）公司的财务费用在 4.7%-5.1% 之间，取平均值 4.9% 作为机场高速的融资成本；（2）公司的近十年经营数据明显分成两段，2008 年-2012 年是培育期，2012 年-2017 年是成熟期，假设未来的车流量增长率为 2012 年-2017 年的均值 1.75%；（3）假设未来收入的增长率为 2012 年-2017 年的均值 3.45%；（4）由于不知道公司的大修周期，假设未来每年的养护支出为 2008 年-2012 年的均值 1440 万元（该假设可能低估了养护支出）；（5）最后，假设机场高速以通行费为所有收入来源，经营性现金流流入和收入完全匹配（实践中政府还贷公路可能存在时滞）；（6）经营性现金流流出中只考虑公司养护费用，不考虑人员的管理费用，还本付息方为先息后本，2020 年后收费期限可以延长。

表 9 西部某省会城市机场高速现金流

	车流量 (辆/天)	经营性现金流 流入 (万元)	经营性现金流 流出 (万元)	融资性现金流 流出 (万元)	现金流净额 (万元)
2008 年	1,395	3,941	2,681	4,432	-3,172
2009 年	1,910	2,920	2,121	4,432	-3,633
2010 年	2,194	3,425	2,151	4,432	-3,158
2011 年	5,338	5,053	776	4,432	-156
2012 年	6,186	4,778	1,270	4,432	-924
2013 年	6,200	5,054	957	4,432	-334
2014 年	6,322	5,480	885	4,432	163
2015 年	6,437	5,218	962	4,432	-177
2016 年	6,331	5,237	1,329	4,432	-524
2017 年	6,748	5,661	1,272	4,432	-42
2018 年 E	6,866	5,856	1,440	4,432	-16

	车流量 (辆/天)	经营性现金流 流入 (万元)	经营性现金流 流出 (万元)	融资性现金流 流出 (万元)	现金流净额 (万元)
2019 年 E	6,986	6,058	1,440	4,432	186
2020 年 E	7,108	6,267	1,440	4,432	396
2021 年 E	7,233	6,484	1,440	4,432	612
2022 年 E	7,359	6,707	1,440	4,432	835
2023 年 E	7,488	6,939	1,440	4,432	1,067
2024 年 E	7,619	7,178	1,440	4,432	1,306
2025 年 E	7,753	7,426	1,440	4,432	1,554
2026 年 E	7,888	7,682	1,440	4,432	1,810
2027 年 E	8,026	7,947	1,440	4,432	2,075

资料来源：项目募集说明书（含预测），Wind，中信证券研究部

2、未来基建 REITs 的可能演进趋势

公募 REITs 的收益率与长线资金相适配。前期的基建类 REITs 以私募基金参与为主，年化收益率 3-4%，本质上更类似债权融资渠道。未来前期试点的公募 REITs 或将先从现金流良好的资产端开始，在低利率的大背景下，若有年化收益率 4% 以上、持续 15 年的稳定回报，对长期保险资金也具有一定吸引力，险资或成为公募 REITs 重要配置力量。

公募 REITs 有利于城投降杠杆，但信用分层下作用尚待观察。公募 REITs 对城投而言可以真正将资产出表，城投回笼资金偿还非标融资/银行贷款/信用债从而降低杠杆率。但考虑到此次试点的区域、行业、园区本身就存在政策扶持，资质较好的城投公司融资渠道通畅。而区域经济实力较弱、行政地位较低、承接公益性项目较多、过于依赖政府支持的弱资质城投创造经营性现金流的能力一般，也较难达到基建 REITs 基础资产要求以及潜在投资人的收益率要求。

当前《通知》对公募 REITs 做出了概括性的指引，但是诸多细节可能还需要完善。

未来有望出台更多相关的政策，增加 REITs 管理的透明度，降低代理成本，规范并助力公募 REITs 的发展。配合 REITs 试点方案，监管部门也将推出一些配套规则，例如注册管理办法、价值评估指引、信息披露指引等。随着试点的推进，

在试点经验基础上思考公募 REITs 进一步发展的模式、路径，然后建立 REITs 的专项法律，系统构建 REITs 在发行、交易、信息披露、监督管理等方面的监管框架。

按照现行规定，在基础设施 REITs 发起环节，由于涉及资产转让，可能面临较高的土地增值税和所得税。在运营阶段，基础设施项目和投资者还可能面临双重征税。未来将会更多地借鉴国际成熟市场的经验，并制定具有针对性的税收政策，减税降负。当然税收优惠并非公募 REITs 试点的前置条件，但是可以推动 REITs 市场的进一步发展。