

选题（20%）	说理（60%）	文笔（20%）	总分

作者：刘昱靖

学号：1700015552

学校院系：北京大学经济学院

提交日期：2020 年 12 月 19 日

基建 REITs：项庄舞剑，是否意在沛公？

2020 年 4 月 30 日，中国证监会和发改委联合发布《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》，标志着我国进入公募 REITs 时代。所谓 REITs，简单理解就是不动产的证券化，即通过将不动产未来运营可预期的现金流入打包出售，实现盘活资产的目标。一个简单的例子是商业地产的证券化：某地产开发商计划开发建设一个购物广场 A，建成并投入运营后，该开发商可以有两种选择——自持或发行 REITs。如果选择自持，开发商将在未来按期收取租金；如果选择发行 REITs，则开发商将立刻获得这些未来租金的现值，将购物广场这一流动性较差的不动产变现，所谓盘活资产，并进一步将获得的现金投入到下一个购物广场 B 的开发建设中。同时，如果市场中的投资者看好购物广场 A，预期其在未来能带来稳健而可观的租金收入，REITs 的发行也将为这些投资者提供合意的投资标的，满足其投资需求。

以上例子体现了 REITs 作为一种金融产品的意义：通过匹配资金供需双方，支撑实体经济发展。具体而言，地产开发商作为资金需求方增加了融资渠道，投资者作为资金供给方增加了投资选择。但是，我国今年 4 月推行的 REITs 有两个关键的定语值得关注：一是“公募”，二是“基础设施领域”。这两个定语分别体现了中国内地 REITs “向发达国家市场靠拢”的一面与“具备中国特色”的一面，对这两个定语的深入分析有助于理解公募基建 REITs 推出的更深层次意义。

“公募”与私募相对，指向公众投资者而非特定人群募集资金，通过降低认购门槛，让更多投资者能参与房地产金融市场的投资，体现了公募 REITs 向发达国家市场靠拢的一面。

“基础设施领域”限制了 REITs 底层资产（对应例子中的购物广场 A），这与国际上 REITs 底层资产以商业地产、住宅为主的情况大相径庭，体现了基础设施领域 REITs 具备中国特色的一面。因此，我们必须对开发商建购物公园的例子做一些修改，才能符合中国现实。

基础设施可分为传统型和新兴型：传统型包含收费公路、机场港口、水电气热等，建设方为中央和地方各级政府；新兴型包含物流仓储、数据中心、产业园区等，建设方为在对应领域经验丰富的开发商。如果讨论新兴基础设施领域 REITs，仅需将例子中的地产开发商替

换为对应领域的开发商（如物流地产的普洛斯），将购物广场 A 替换为物流园，即可理解其盘活资产、促进实体经济的意义，这与以商业地产为底层资产的 REITs 没有本质差异。但如果要研究以传统基础设施为底层资产的 REITs，特别是底层资产由地方各级政府出资建设的，则须结合更多宏观经济运行的状况：

将例子中的地产开发商替换为某地政府，将购物广场 A 替换为传统基础设施，就会发现基建 REITs 的发行有利于将地方政府的资产（即有稳定收益的基础设施）变现、加快地方基础设施建设。结合 2016 年来地方政府借债投资、杠杆率逐步攀升的现实，REITs 的发行还具有降杠杆、降风险的作用。再结合地方政府财政收入的构成，我们将发现 REITs 试点推进“意在沛公”。地方政府建设基础设施需要资金，这些资金依赖于地方财政收入，而土地出让金是地方政府的主要财政收入来源，因此可以将地方政府推进基建的逻辑穿透至对地产开发商不断拿地与高地价的依赖，这正是次贷危机后中国制造业投资增速下滑的背景下，房地产投资拉动基建投资从而拉动经济增长的逻辑。而在目前房价高起叠加两亿套住宅“吃灰”、部分房企杠杆率过高的背景下，房地产市场适当降温与“房住不炒”长效机制的建立迫在眉睫。2010 年来商品房量价反向变化的走势表明，供给端因素为房地产市场波动的主要来源，因此要实现房地产行业的有效调控，须从供给端发力。但一旦从供给端降温，必将打击房企的拿地意愿，进而拉低地方政府土地出让收入，最终波及基建的增长。不仅如此，土地出让收入也是地方政府偿还到期债务的重要资金来源，因此房地产市场的供给端调控也将影响地方政府的偿债能力，增大系统性金融风险。幸运的是，基建 REITs 试点的推进将通过存量基础设施变现的方式，弥补地方政府土地出让金因房地产市场调控而减少的空缺，进而保证基建投资增速，防范系统性金融风险。

以上从地方政府作为资金需求方的角度探讨 REITs 的意义，但我们绝不能忽视其对资金供给方的价值。房地产市场降温将不可避免地影响居民买房投资的意愿，但又必须确保有替代性的投资标的来消化居民手中本会进入房地产市场的资金。基建 REITs 以传统型基础设施为底层资产，预期收益稳健，符合居民的投资偏好，可谓优质替代品，叠加“公募”机制允许居民进入市场，完美实现了 REITs 产品发行方（即地方政府）和认购方（即居民）的匹配。

因此，公募基建 REITs 不仅能盘活地方政府存量资产、降低地方政府杠杆率，更能为房地产市场的政策调控释放空间，缓冲因地方土地出让收入减少而衍生的基建增速下滑，缓释地方政府债务风险。结合今年 8 月“三条红线”首次从供给端发力降温房地产市场，可推测公募基建 REITs 的推行不仅意在发力新老基建，也在为房地产市场调控趋紧做铺垫，避免“红线”对房地产市场、金融市场及经济的过大冲击，所谓“项庄舞剑，部分意在沛公”。

WORD 批量转 PDF 工具-未注册 注册码购买 QQ: 3049816538(注册后本文字和以下内容消失)

2000 字

[成都购房咨询, 大专本科成都落户咨询, 成都社保代缴咨询 QQ: 3049816538](#)