

# 公募 REITs 破冰，助力化解地方政府债务风险

联合资信、联合评级 宏观研究部

## 一、公募 REITs 试点方案概述

4 月 30 日证监会、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》（以下简称“《通知》”），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）（以下简称“《意见》”）公开征求意见。此次中国公募 REITs 的试行是一次制度的突破，于中国不动产投融资体制改革具有重大意义。

《通知》指出基础设施 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效。短期看有利于广泛筹集项目资本金，降低债务风险，是稳投资、补短板的有效政策工具；长期看有利于完善储蓄转化投资机制，降低实体经济杠杆，推动基础设施投融资市场化、规范化健康发展。

《通知》中还对试点 REITs 的区域、行业、项目资质做出具体要求：

表 1 《通知》对区域、行业、项目资质的具体要求

要求	具体内容	
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。	
重点行业	优先支持：交通设施 市政工程 污染治理	仓储物流 收费公路 水电气热 城镇污水垃圾处理 固废危废处理
	鼓励：新型基础设施 新兴产业	信息网络 国家战略性新兴产业集群 高科技产业园区 特色产业园区
优质项目	1. 权属：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。	

	<b>2. 运营状况：</b> 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。
	<b>3. 发起人：</b> 发起人（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。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。
	<b>4. 融资用途：</b> 加强融资用途管理。发起人（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。

资料来源：《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》，联合资信整理

## 二、什么是 REITs

房地产/不动产投资信托基金（REITs，Real Estate Investment Trusts）是以发行股票或收益凭证的方式募集投资者的资金，由专门管理机构进行不动产投资和运营，并将租金和不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金。本质上来讲，REITs 是将不动产产生的稳定现金流在资本市场证券化，连接资金供给方和需求方，从而实现资源整合与跨期配置的重要手段。

图 1 REITs 产品结构示意图



资料来源：RCREIT

REITs 的出现主要是为了便于中小投资者参与到体量较大的不动产项目投资中，从而分享这些项目的租金、运营收入及资产增值收益。简单来说，投资者购买公开上市的权益型 REITs，类似于购买上市公司的股票。作为上市公司，

REITs 将发行股票(确切的说叫信托单位)融来的资金用来收购建成的房地产(如办公室、商业地产、住宅、物流地产、工业用地等)或基础设施项目(如路桥、水、电、气、污水处理等收费型项目),然后通过出租、管理、运营、乃至翻新等业务获得租金、收费等收益,并将所得利润的 90% 以上以分红的方式返还给“股东”(确切地说叫“信托单位持有者”)。

REITs 与普通上市公司的一个重大不同是“税收中性”的安排。为防止投资者在 REITs 公司盈利层面和个人分红所得层面被双重征税,各国对 REITs 都采取了不同形式的特殊税收安排。这些安排往往被理解为税收优惠,但实际上只是避免双重征税的“税收中性”的做法。

除了通过租金、收费等形式获取红利回报,投资者购买 REITs 获得的总回报中的另一大块来自所持底层资产的升值。根据彭博的数据,2000—2019 年间,全球 REITs 的总回报率超过 600%,远远超过全球债券和全球股票的总回报率。经折算,其年均复合总回报率超过 10%,其中红利和股价上涨(反映资产增值)两个部分几乎平分秋色。因此,作为一个资产类别,权益型 REITs 之所以深受中长期投资者的青睐、成为当前国际主流的 REITs 模式,离不开底层资产长期升值这一重要原因。

国内 REITs 的发展起源于 2005 年,越秀 REITs 在香港上市,此后央行和证监会等部门持续推进 REITs 制度建设。2014 年,在资产证券化迎来备案制利好、房地产融资环境改善的驱动下,类 REITs 规模开始快速扩张。类 REITs 产品为从业者积累了丰富的不动产证券化实操经验,培育了投融资市场。但目前市场上的 REITs 均未在“公募”属性上实现突破。也正因为如此,类 REITs 相对公募 REITs,在标准化程度、税收负担、增信措施、投资期限、底层资产周转、投资者准入门槛、流动性、透明度等方面,存在诸多差距。

表 2 公募 REITs 与类 REITs 的区别

区别	类 REITs	公募 REITs
标准化程度	低:受诸多税务、法律法规条款的限制,结构较为复杂,不同产品结构不完全相同	高
税收负担	高,设立阶段资产重组产生额外税收负担,运营阶段 SPV 和投资者层面双重征税	税收中性原则,部分国家和地区给予额外税收优惠
增信措施	有,债券属性较强	无,投资属性较强
投资期限	非永续,需要考虑退出问题,与不动产较长的投资周期不一定匹配	永续,能够匹配不动产较长的投资周期

底层资产 周转	不可周转，存续期内需持续持有	可以周转，即可以处置、更新底层资产以提高收益率
投资者准入门槛	高	低，机构投资者和个人投资者都能参与
流动性	低，通常为私募产品，无法上市公开交易	高
透明度	结构复杂，缺乏信息披露规范，透明度较低	信息披露制度严格，透明度较高

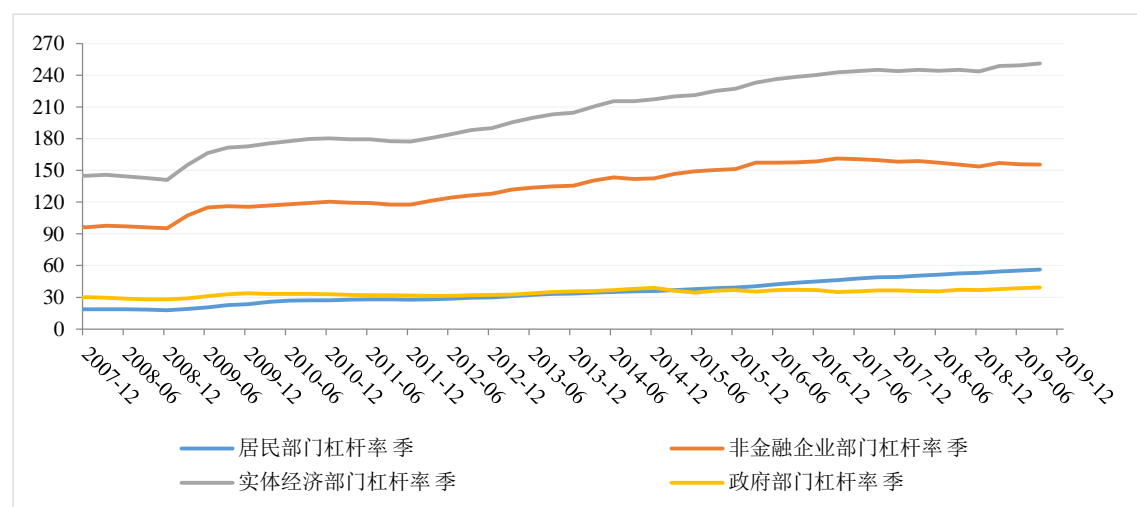
资料来源：RCREIT，联合资信整理

### 三、公募 REITs 在我国出台的背景

#### （一）我国宏观杠杆偏高，降杠杆措施需持续推进

经过前期快速发展，中国宏观杠杆率高于 250%，赶超美国、德国等国家，特别是非金融企业部门，杠杆率已位居全球前位。总体看，我国宏观杠杆率整体偏高，降杠杆措施仍需长期地持续地推进。

图 2 中国各部门宏观杠杆率



资料来源：人民银行，联合资信整理

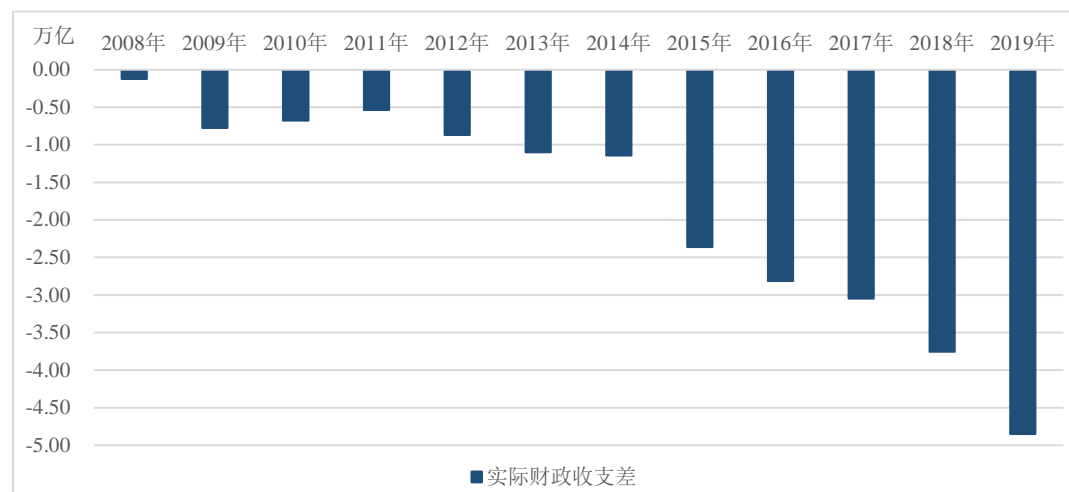
根据我国现行的“政府部门加杠杆，居民部门稳杠杆降杠杆，企业部门降杠杆”的结构性调整措施，企业部门降杠杆将成为宏观降杠杆的核心目标。

在我国非金融企业部门杠杆中，城投企业和房地产企业占有举足轻重的地位，只有降低城投企业杠杆水平，方能降低企业部门杠杆，进而达到宏观降杠杆的目标。

#### （二）政府财政收支矛盾持续凸显

2019 年，全国公共财政收入为 19.04 万亿元，公共财政支出 23.89 亿元，收支赤字 4.85 亿元，较 2018 年的 3.75 万亿元增加 1.09 万亿元，财政收支差继续扩大。

图 3 中国财政赤字持续扩大



注：实际财政收支差 = 公共财政收入 - 公共财政支出

资料来源：Wind，联合资信整理

随着经济增速放缓，我国财政收支矛盾日益凸显，特别在地方政府“财权小，事权大”的背景下，地方政府财政收支压力更为严峻。

叠加新冠疫情影响，一季度企业运营停摆，地方政府主要税源增值税短收，与此同时，财政支出扩大，原本就财力紧张的地方财政承受的压力更大。

根据北京大学光华管理学院研究，在全球 42 个具备 REITs 制度的经济体中，大部分是在经济低迷、经济危机、以及经济增长动力不足时推出 REITs，其目的是激发经济活力，为经济发展提供动力。

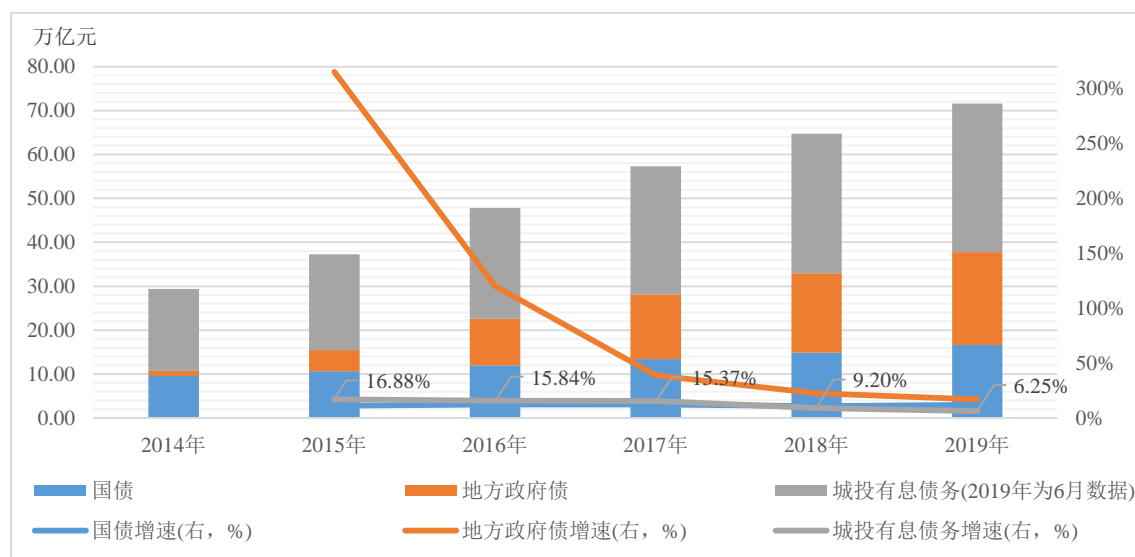
公募 REITs 在基础设施领域的推行，一定程度上盘活流动性较低的存量基础设施资产，帮助地方政府和基建项目主体快速回笼投资资金，融入资金再次投入基建领域，拓宽了基建资金主要来自财政支出及银行贷款的路径，有效刺激“补短板”基建的投资。

### （三）地方政府隐性债务风险显现

城投企业作为基础设施投资建设的重要主体，前期投资建设沉淀了大规模基建资产及由此产生的债务。经过前期高速增长，大部分省份广义地方政府及城投债务已达高位。

在地方政府债务管理的大背景下，财政部一直在强调“坚决遏制隐性债务增量，不允许以新增隐性债务方式上新项目、铺新摊子”。受此影响，近年城投企业有息债务进入 6% 的小幅增长状态，该增速更多的是为了防范发生系统性风险，维持现有债务的还本付息，城投企业债务大规模增长空间有限。地方政府隐性债务的严格管理，使得地方基础设施建设资金来源受到一定限制。

图 4 国债、地方政府债券及城投企业有息债务规模及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

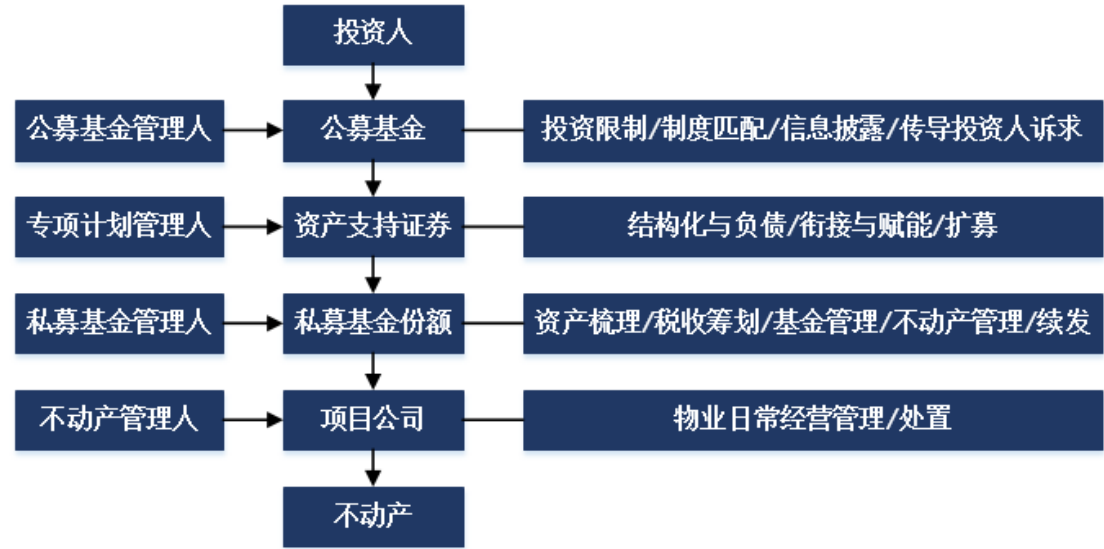
## 四、中国版公募 REITs 试点的创新

### （一）从债权融资到股权融资，从私募到公募

2015 年 3 月 12 日，财政部印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》，地方政府融资债权形式公开化。此次新规标志着在此基础上更进一步公募+股权化。《通知》指出：“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”。明确基础设施 REITs 股权属性，对应类 REITs 的债权属性。REITs 的总回报中，底层资产的增值是重要组成部分。考虑到基础设施项目的公益性特征，其收费回报率或租金回报率不可能很高。但股权具有长期升值潜力，这对社保基金、退休金基金、保险公司等中长期机构投资者而言是理想的投资标的。

《指引》中明确：1、基础设施 REITs 的基金资产投资于单一基础设施的比例须达 80% 以上，公募 REITs 应当取得“基础设施项目完全所有权或特许经营权”；同时，要求“基金管理人积极运营管理基础设施项目”，为此要“设置独立的基础设施基金投资管理部门”。2、设计审慎，要求原始权益人持股，专业投资者为持股主体。原始权益人应当以战略配售方式持有不低于 20% 的份额，锁定期限不少于五年。其他专业机构投资者也可以参与战略配售，锁定期限不少于一年。专业投资者持股占比不得低于战略配售外总份额的 80%。从体量上看，原始权益人、专业投资者最低持股量分别为 20% 和 64%，个人投资者最高持股比例仅为 16%。3、利润分配比例 90% 以上。这一要求与境外公募 REITs 接轨，即 REITs 的收益大部分用于分红。

图 5 基础设施 REITs 发行模式



资料来源：RCREIT

（二）底层资产为基础设施项目，不含房地产项目

虽然从全球情况来看，绝大部分 REITs 都是以房地产项目为底层资产（70% 左右），但由于中国房地产市场的租金回报率过低、投资渠道较多、税收体制较难改动、以及社会敏感性较高等多种原因，在当前推出以房地产为底层资产的 REITs 尚存在市场接受度和社会认同度较低等多种风险与困难。选择基础设施项目作为底层资产，一方面是为了“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”；另一方面，“REITs 作为中等收益、中等风险



的金融工具，具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点，有利于丰富资本市场投资品种”。

### （三）公募基金+单一基础设施资产支持证券（ABS）模式

公募 REITs 试点采取了“公募基金+资产支持证券”的模式，首先具备公募牌照的券商或基金公司设立基金，经证监会注册后公开发售基金募资，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券，完成对标的基础设施的收购，开展基础设施 REITs 业务，并实现上市交易。

试点中的中国版 REITs 采用的不是公司制，而是采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券（ABS）”模式。这种安排完全是为了符合当前中国法律法规的要求（主要涉及《公司法》、《证券法》、及《基金法》等），在不改动当前法律法规的前提下，尽早推出具有 REITs 内在精髓的中国版 REITs。

### （四）规则先行，稳妥开展试点

试点方案高度强调 REITs 底层资产的质量、基金管理运营的规范、基金管理人的受托责任等，其目的是充分保护投资者利益，令中国版 REITs 在成立之初就走上一条健康的、市场化的、可持续发展之路。比如，试点方案要求，每个 REIT 只能有单一的基础设施项目作为底层资产，确保底层资产具有高度的透明度；基金管理人和托管人必须满足一系列严格的专业胜任要求；底层基础设施项目的产权清晰无瑕疵，“现金流持续、稳定，投资回报良好，现金流由市场化运营产生，不依赖第三方非经常性收入”；“原始权益人必须参与战略配售，比例不少于基金份额发售总量的 20%，且持有期不少于 5 年”等等。这些都是为了防止 REITs 退化为各级政府退出基础设施项目、获取融资的工具，保护投资者利益。

## 五、公募 REITs 推行中待解决的问题

### （一）准公益性项目的低收益性如何吸引投资者

基建领域 REITs 支持收费公路、水电气热、污水垃圾处理等项目，上述项目多属准公益性项目，存在收益水平低的现实问题。特别是水电气热等项目，因与百姓日常生活密不可分，其定价普遍采用成本法定价，且最终需由相关政府监管部门通过，属于微利业务。即便是基建领域 REITs 试点鼓励的产业园区等项目，



除了比较优质且成熟的产业园区可以收到稳定的租金外，部分园区在招商引资环节仍会采用减免租金等方式吸引厂商，因而园区的租赁收入可能并不可观。

公募 REITs 以上述准公益性项目为基础，在项目自身收益水平低且增值空间有限的情况下，产品对投资人吸引力有限。如果在管理方式、退出方式、税收支持力度上更加灵活和宽松，将为基础设施 REITs 产品的发展提供新的动力。

## （二）融资方式的比较与替代

如前所述，若基建领域 REITs 想很好的吸引投资人购买，则需要提高产品收益，这便会增加原始权益人融资成本。而且，为了专业化中介机构管理职能，产品交易结构中需要加设多层嵌套，交易结构较为复杂，这将增加 REITs 产品的中介费用，最终也会转嫁到原始权益人，增加其融资成本。

对于拥有准公益性项目的原始权益人，通过债券、银行借款等途径的融资成本本身就相对较低，特别是部分燃气公司还可通过 IPO 等方式融资，因此，选择通过 REITs 募集资金的动力也会受到一定影响。

## （三）是否影响原始权益人再融资能力

公募 REITs 的底层资产为基础设施项目，是原始权益人最为核心的资产构成，底层资产的稳定现金流入也是银行等金融机构最为看重的核心。公募 REITs 产品的发行一次性交割了底层资产的权益，或对原始权益人再融资带来一定的负面影响。

# 六、公募 REITs 对地方政府债务及城投企业的影响

## （一）降低地方政府杠杆水平

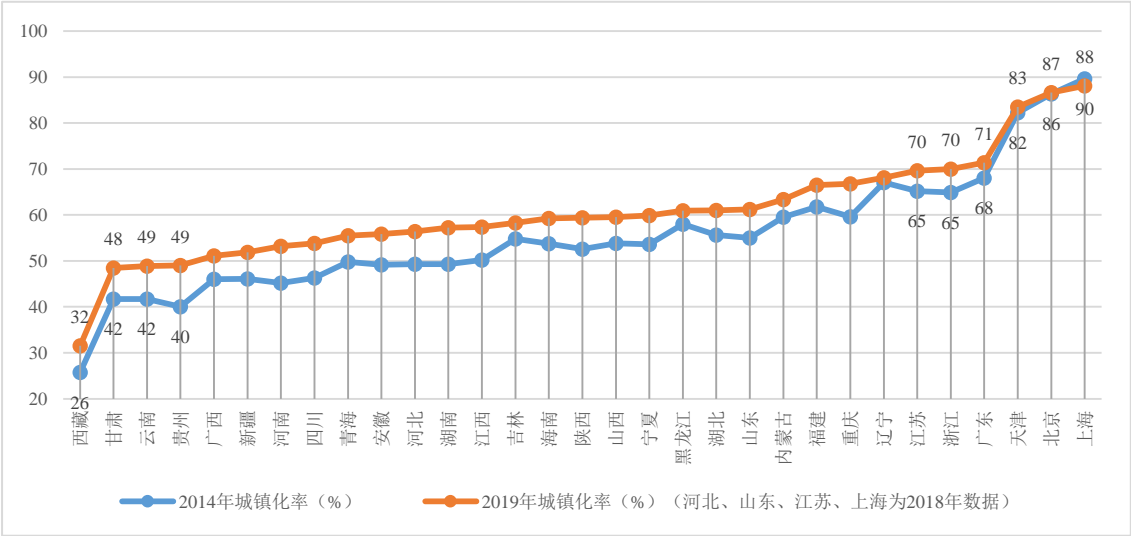
城投企业债务是地方政府隐性债务的重要组成部分。本次试点聚焦基础设施领域，城投企业作为基础设施投资建设主体，作为基建领域 REITs 的原始权益人角色，其资产中盘踞着大规模已建成基建项目，同时背负着大量债务。其中准公益性项目如收费公路、水电气热、污水垃圾处理以及产业园区的厂房等，虽然具有稳定的过路费、水电暖费、处理费以及厂房租赁费等现金流，但往往回收期很长，造成资金的长期沉淀，推高城投企业杠杆水平，进而抬高地方政府隐性债务。

截至 2018 年底，城投企业资产及权益总额分别为 81.27 万亿元和 33.10 万亿元，其中水务、交通投资等主要投资于准公益性项目的企业占比约 10%，根据权益推算，基建投资领域 REITs 规模约 3 万亿元，相较于 30 余万亿元的城投企业债务以及 20 余万亿元的地方政府债务而言，REITs 占比相对较小。同时，REITs 的实际推行可能还面临一些技术问题，上述预测规模是否可以完全激发存在较大不确定性。因此，公募 REITs 破冰可一定程度上化解地方政府债务风险，但化解能力较为有限。

## （二）不同程度的缓释城投企业信用风险

2019 年，我国城镇化水平率超过 60% 这一关键结点，但各个区域城镇化发展水平仍旧不均。北上广以及江浙等经济发达省份城镇化率高于 68%，城镇化水平较高。西藏、贵州、甘肃和云南等经济欠发达省份城镇化率均低于 49%，对于基础设施的投资需求还很高，通过投资拉动经济的动力也相对较强。

图 6 各省份城镇化率



资料来源：Wind，联合资信整理

本次 REITs 试点强调优先支持京津冀、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，上述省份城镇化水平较高。业务的推行，一方面可有效帮助基建“补短板”领域的政策落实，一方面可化解地方政府债务风险，一定程度上缓释区域内城投企业的信用风险。

随着 REITs 政策及制度的逐步推进和完善，覆盖领域将逐步放宽至其他省份，特别是经济欠发达省份。上述省份地方政府本身财政收支压力大，城投企业

经过前几年的高速发展积累了大规模债务，企业信用风险加剧，2018 年至今非标违约事件集中爆发，使得上述区域城投企业再融资能力受到较大限制。REITs 政策的推进，可有效盘活上述省份的基建资产，为本就举步维艰的城投企业带来新的资金来源，可较大程度的减轻部分城投企业及地方政府债务压力，缓释城投企业信用风险。

总体上，通过 REITs 将流动性很弱的准公益项目盘活，将项目出表运作，广泛募集项目资本金，是可以降低城投企业杠杆水平，化解地方政府债务风险的，但因其规模限制及推行问题，其化债能力或有限。