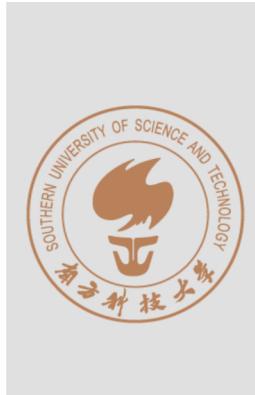


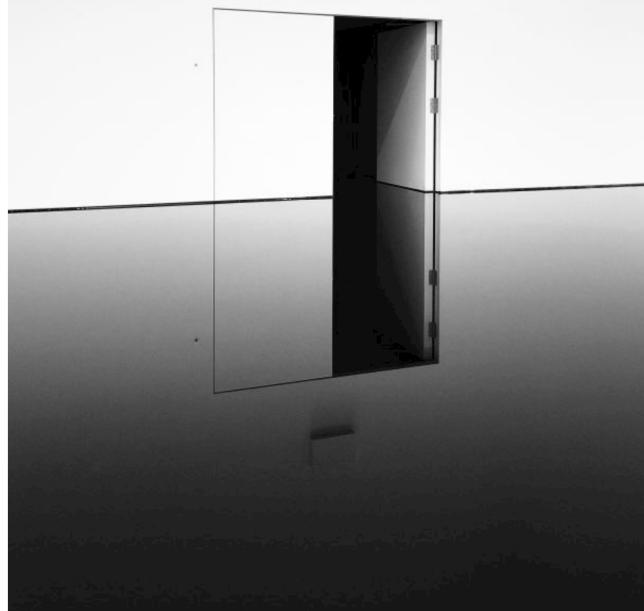


SUSTC  
2020

REITs  
行业研究报告  
小组成员：牟洋忱 郭人仁 宋璟



# CONTENT



- 2 基本概念
  - 3 REIT行业发展《通知》的解读
  - 4 REITs的定价因素
  - 5 中外REITs对比
- 
- REITs对国内债市和政府财政的影响 6
  - REITs对国内投资者行为的影响 7
  - REITs对基金公司的影响 8

## 基本概念 Basic concept

房地产信托投资基金(REITs)是房地产证券化的重要手段。房地产证券化就是把流动性较低的、非证券形态的房地产投资，直接转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程。房地产证券化包括房地产项目融资证券化和房地产抵押贷款证券化两种基本形式。在国际市场，reits是降低房地产投资门槛的重要手段。

# 2020.4.30监管机构出台REIT行业发展《通知》的解读

近日中国证监会与国家发展改革委联合发布了《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》，标志着境内基础设施领域公募REITs试点正式起步。

《通知》明确了基础设施REITs试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排。根据《通知》要求，中国证监会与国家发展改革委将加强合作，按照市场化、法治化原则，充分依托资本市场，积极支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展REITs试点。国家发展改革委将对判断项目是否符合国家重大战略和产业政策、是否符合固定资产投资管理法规，以及是否形成良性投资循环等方面，研究提出指导性意见。中国证监会已同步就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》公开征求意见。中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券投资基金业协会将建立专门的业务受理、审核、备案等工作机制，专人专岗负责，提高工作效率，落实各项监管要求。

根据《通知》，基础设施REITs此次聚焦于新基建、交通、能源、仓储物流、环境保护、信息网络、园区开发七大领域。我国不动产市场体量很大，目前看新基建上市公司主体不太明确；交通、能源、环境保护公司大量实物资产已经是上市公司的主要盈利资产，拆分上市的可能性不大。仓储物流资产和信息网络资产，上市公司中的中国联通、京沪高铁、广深铁路这一类的巨无霸公司可能会收益，但是很难确定相关价值。《通知》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，园区开发的标的较为明确。

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。在上述地区，REITs或会成为地方政府基础设施建设融资的新渠道，会率先推出新的产品。

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。

《通知》的意义可以从以下几个层面进行解读。

首先从经济层面来说，在全球疫情的大背景下，目前各个国家都出台了一些提振经济、恢复消费的政策性工具，REITs是稳投资、补短板的有效政策工具，可以拓宽基础设施的资金来源，降低以往的债务风险。

第二个层面，从产业和企业层面来说，投资是拉动经济的三家马车之一，是经济发展的重要推动力，中国近年来在基建等投资方面积累了大量存量资产，REITs有助于用直接融资、流动性更强的方式盘活这些资产，把不动产直接转换为高流动性的证券，然后很好地运营、退出，建立良性运作方式，利用社会资金继续推进城市发展。

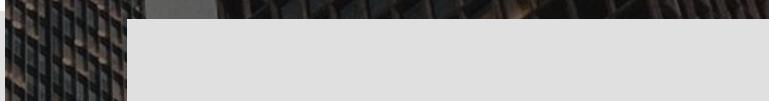
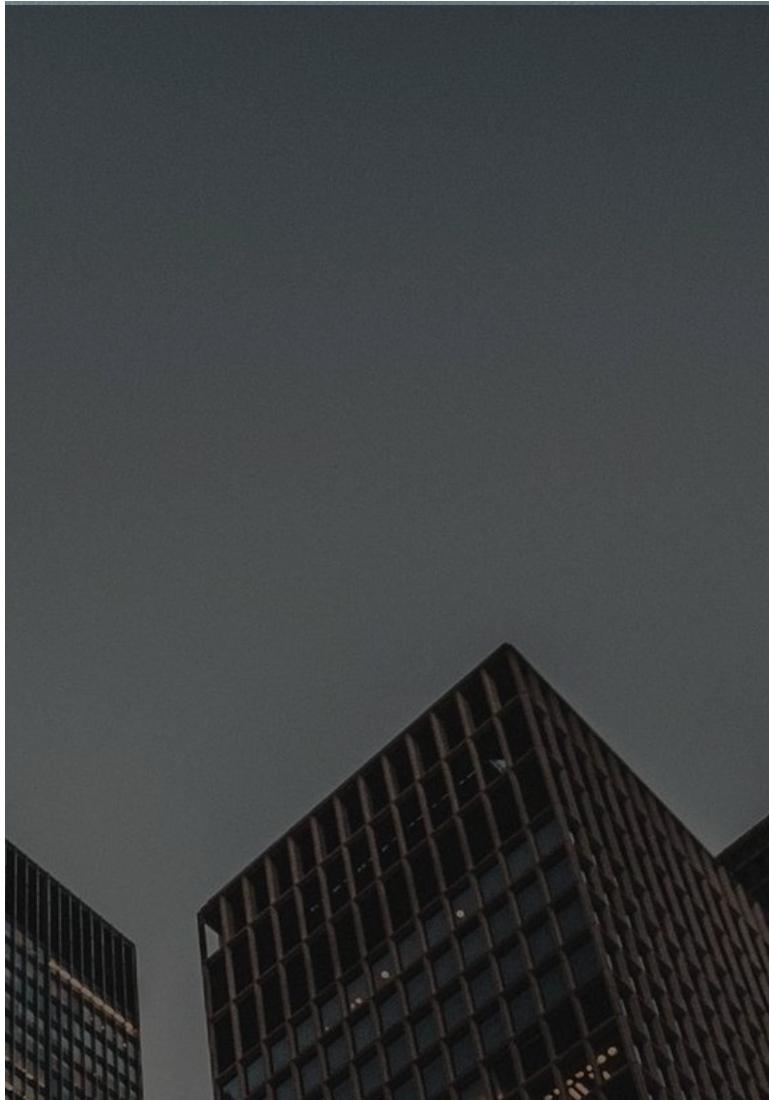
第三个层面，从金融层面来说，REITs丰富了资本市场的投资品种，拓宽了社会投资的渠道，这次的试点采取了公募基金加上资产支持证券的方式，这是一种填补金融市场空白的供给侧改革举措。基础设施REITs这样一个产品，中等收益、中等风险、相对稳定，具有流动性高，收益稳定，安全性强几个特点，有利于平衡资本市场的波动。（接下页）

(接上页)

第四个层面，从社会和居民角度来说，中国是一个高储蓄国家，居民储蓄的转化渠道是不畅的，居民的财富主要集中在理财上，转化率和流动性比较差，金融产品的内循环相当严重，并不能服务于实体经济。

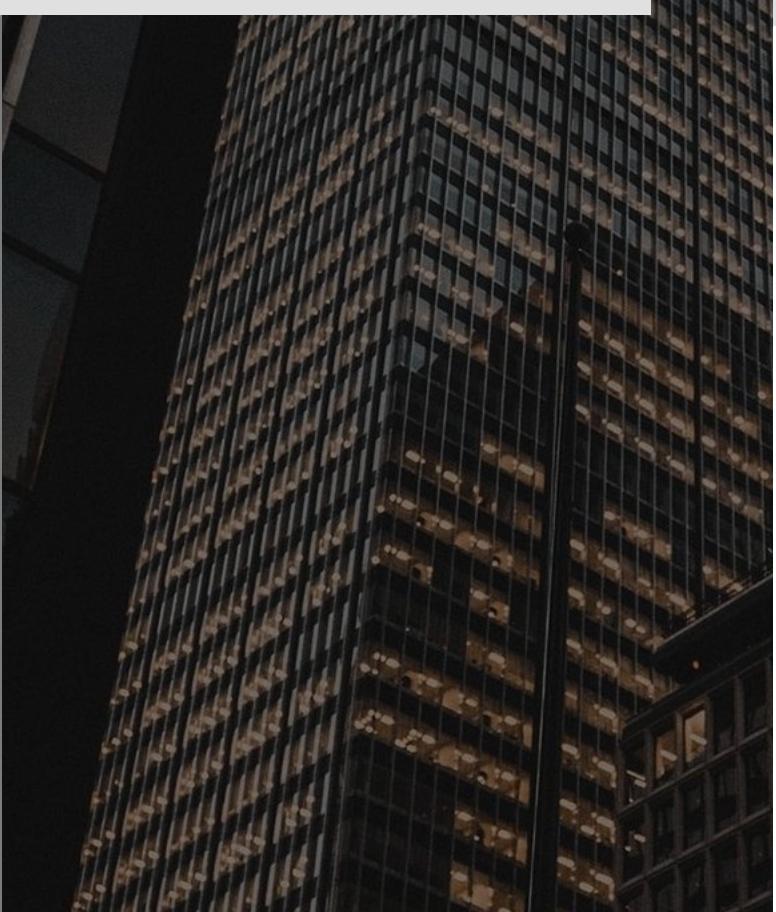
REITs为个人投资者提供了一个很方便获得不动产投资收益的渠道，从长期来看有利于使储蓄转化为投资，从而降低企业的债务杠杆，增加直接融资的比重；同时，REITs也方便居民进行长期资金投资。REITs非常有利于养老金、保险资金等投资，可以为这一类长线资金提供优质的基础类资产，共同分享经济发展成果；REITs具有抗通胀性。

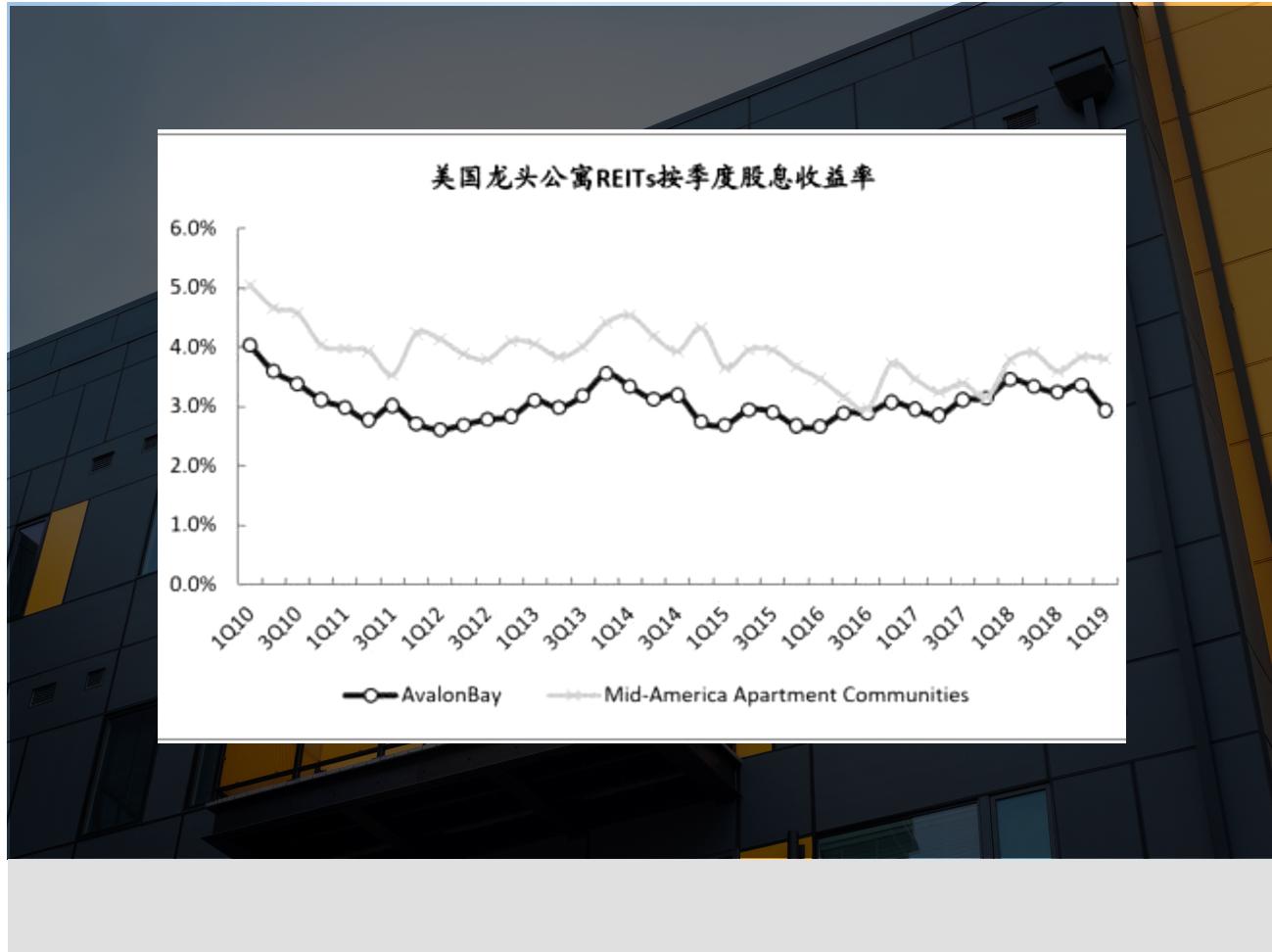
REITs的长期收益和相关资产高度关联，分红收益的来源主要为不动产的租金。如果不房产资质好，租金增长幅度基本超过通货膨胀增幅。同时不动产还有增值的特点，REITs的管理人可以进行一定的资产变现来实现这种增值，把收益分红给持有人，所以REITs具有抗通胀性，有利于个人投资者资产保值。



## REITs的定价因素

Reits是一种以发行股票或基金单位的方式汇集投资者的资金，由专业机构进行房地产的经营管理，并将90%以上的税后收入分配给投资者的一种信托组织。Reits的收益主要来自于租金收入和房地产升值。Reits的定价主要是基于未来预计的稳定现金流（如租金或电厂电费等）进行贴现。另外投资者的组成机构对信息不对称的影响以及红利分配、政府是否对Reits管理人免税以避免双重征税的政府政策等等都会影响到Reits的定价。





## 中外REITs对比

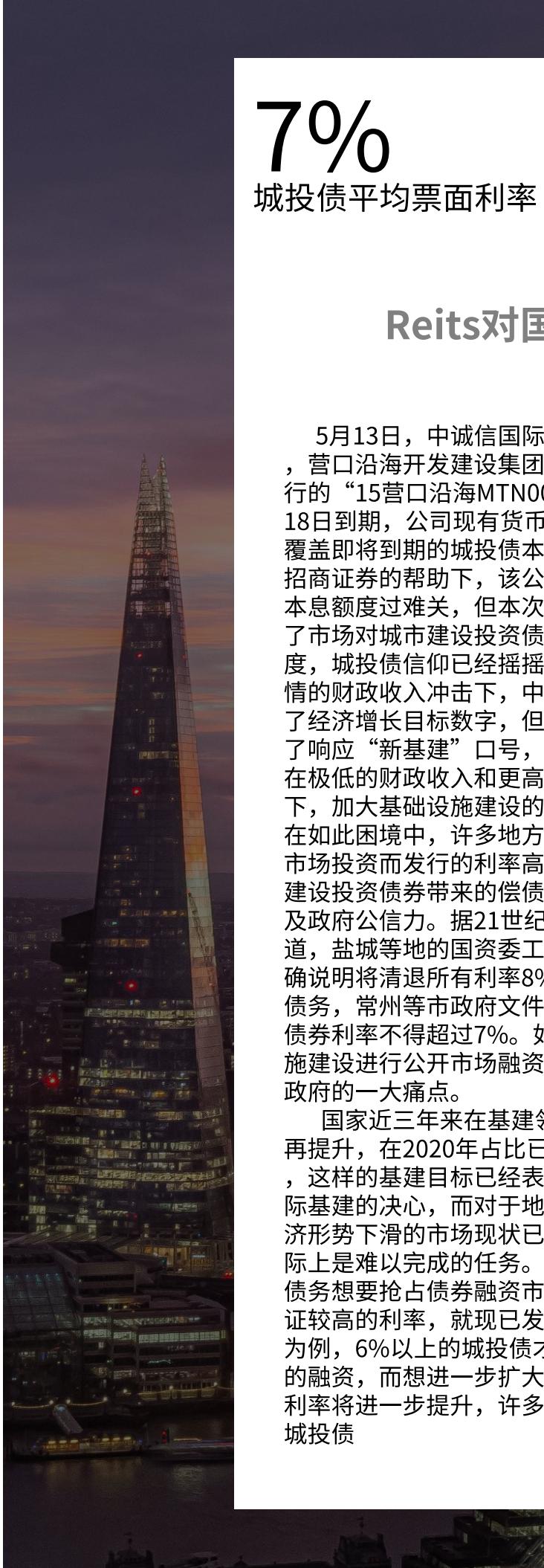
在国外市场，Reits是一种公开市场发行的基金，主要投资于商业用地或者商品房产，并且可以进行跨国的房地市场投资，如果欧洲的投资者认为北美的房地产会升值，那么可以投资北美的Reits，相比直接购买房地产在投资门槛和手续流程上都有很多优势。而在中国通过4.30出台的文件，此次预计推行的Reits投资对象主要国内有持续现金流的优质基础设施。换句话说中国投资的项目几乎都是政府主导投资的项目。

与国内的REITs相比，国外的Reits是一种比较单纯的金融衍生品，在风险上有较高不确定性，但是收益率也更加具有竞争力。而中国的Reits则更像是一种面向公开市场程度更高的国债或者地方债，在风险上投资基础设施的风险普遍较小，但是也是因为投资

的是基础建设，未来现金流上涨的概率较小，整体回报率会比较低。另外中国的Reits也不完全等同于无风险，Reits的基本性质始终还是金融衍生品，因此肯定不可能是无风险，中间涉及基金机构等金融中介，包括政策改变，未来现金流发生减少也是可能的。

国外市场对Reits的配套政策相对齐全，在对用做Reits的产业进行债务分割时，国外有相应政策避免多重征税，产业可以以较低的成本进行债务分割从而给投资者提供一个有保障的投资环境，也让国外Reits的收益率受税收影响较小。

在国内还比较缺乏相应的配套政策，国内如果要把产业做成Reits进行债务分割相当于一次商品房交易，征税是比较高的，这也降低了Reits的回报率。



7%  
城投债平均票面利率

2%以下  
基础设施REITs预估收益率

## Reits对国内债市和政府财政的影响

5月13日，中诚信国际发布公告称，营口沿海开发建设集团有限公司发行的“15营口沿海MTN001”将于5月18日到期，公司现有货币资金不足以覆盖即将到期的城投债本息。尽管在招商证券的帮助下，该公司成功偿付本息额度过难关，但本次事件暴露出了市场对城市建设投资债券的怀疑态度，城投债信仰已经摇摇欲坠。在疫情的财政收入冲击下，中央甚至取消了经济增长目标数字，但地方政府为了响应“新基建”口号，仍旧不得不在极低的财政收入和更高的复工支出下，加大基础设施建设的相关投入。在此困境中，许多地方为争取债券市场投资而发行的利率高于7%的城市建设投资债券带来的偿债风险已经危及政府公信力。据21世纪经济新闻报道，盐城等地的国资委工作通知已明确说明将清退所有利率8%以上的政府债务，常州等市政府文件限制新发行债券利率不得超过7%。如何为基础设施建设进行公开市场融资已成为地方政府的一大痛点。

国家近三年来在基建领域的投入一再提升，在2020年占比已达约17.28%，这样的基建目标已经表现了国家实际基建的决心，而对于地方政府，经济形势下滑的市场现状已经证明这实际上是难以完成的任务。政府的基建债务想要抢占债券融资市场，就要保证较高的利率，就现已发行的城投债为例，6%以上的城投债才能获取常量的融资，而想进一步扩大基建规模，利率将进一步提升，许多二线城市的城投债

票面利率已逾7%（13宛城投债利率达7.05%）。但在我国的政治制度决定下，绝大多数基础设施并非完全的商业设施，更多属于便民惠民和科技发展投资，其回报率自然不比以商业模式运行的美国基础设施体系。而更何况即使是美国商业营运下的REITs指数的年回报率也止于4%（数据取自The FTSE Narieit All REITs index, 美国房地产信托协会发布），经本调研小组成员采访南方科技大学社会科学院研究城乡规划方向的王雨教授得知，实地考察下，我国现阶段基础设施年回报率远低于市场要求。

如此以来，发行不动产信托基金便是现阶段解决这一困境的最佳方案。由于将租金收益转化为投资红利的特征，该基金的风险成本将远低于大多数投资标的，进而导致目标风险补偿目标利率的降低，结合已报备REITs的相关消息和从业人员预测，REITs总额可能达到万亿级别，政府所需承担的债务风险将被消解。以故该制度势必会受政府政策的大力支持，推动基建行业的快速发展。但作为投资者，我们仍需考量其相对于较低风险的极低回报率（现阶段基础设施租金利润率仅约2%）。

之前分析提到本基金模式实质上对城投债券在政府融资层面构成了优势替代，未来城投债市场将可能进一步收缩，现已发行的高利率城投债券价值将有可能提升，但新发行的城投债利率将会压低利率。对未持有城投债的投资者，我们并不建议其增持相关资产类型。

# REITs对国内投资者行为的影响

## 风险趋向类（A股市场股民为例）

自新冠疫情导致的产业冲击以来，大量A股股民逃离股市。但实际上绝大多数A股普通股民对国家债券等低风险资产并不了解，何况本次抗疫特别国债仅面向金融机构予以发行，许多散户回收资金后并不能及时转移至低风险资产投资标的，只能单纯地存回银行。这无疑暴露了我国市场缺乏极低风险资产的现状。而现金流极为稳定的基础设施建设REITs可以为我国提供宝贵的无风险资产公开投资渠道。

然而，但在我国的政治制度决定下，绝大多数基础设施并非商业设施，更多属于便民惠民和科技发展投资，其回报率自然不比商业模式运行的美国基础设施体系。更何况即使是美国商业营运下的REITs指数的年回报率也止于4%（数据取自The FTSE Narieit All REITs index, 美国房地产信托协会发布），经本调研小组成员采访南方科技大学社会科学院研究城乡规划方向的王雨教授得知，实地考察下，我国现阶段基础设施年回报率远低于市场要求。（实际约限制于2%以内）

这样的较低回报率使得许多风险趋向类投资者在今年下半年的避险风潮结束后将快速撤离REITs标的。我们认为该基金对A股股民意义仅限于基本避险行为下的抗通胀保障，其较低的回报率无法保障充足的吸引力。

## 风险规避类（中年小康阶级投资者为例）

尽管REITs的较低回报率使得其在各类高风险市场难以获取足够的吸引力，但其“投资于基础设施”这一口号保障了它对于绝大多数系统性风险的抗压能力。一条高速公路可能会因为一次疫情冲击而对封路一个月，但它不会因为疫情而被迫转移产业甚至永久关停。

加之大多数40岁以上小资投资者由于近年来房市的变化而留下的“买房收租最稳定”情结，以远不及商品房的购买价格获取部分公共设施的租金是非常有吸引力的，也是大多数奋斗一生却买不起房的小康家庭的圆梦方式之一。他们中大多数在人生奋斗中累积了近百万的资产，但仍难以负担一线城市的高额房价，在市场上寻求极低风险的保值资产，以期流传给即将步入社会的儿女作为基本保障。他们不要求高回报率，但要求像实体住房一样的稳定现金流（租金）来源和随时出售也不会折价的保障（用于如重病医疗等突发事件救急）。本基金背后的“国家的公共基础设施”无疑是给他们打下定心丸。我们建议基金发行商以“低价获取国企租金”等凸显本次基础设施建设基金背后国家公信力和房市影子等口号吸引主要以“保值，并传给子女”为目标的中年小康阶级投资者。

# REITs对基金公司的影响

## 1.丰富资产配置选项

对于直接参与另类资产投资较为有限的机构而言，REITs提供了一个通过二级市场参与实体资产投资的渠道，且流动性更佳，在不同物业类型间配置的灵活性也更强，有助于进一步改善投资组合结构。

## 2.保证基金组合收益

REITs作为一种持有型物业的二级平台，其底层资产基于长期运营收益被合理定价，估值水平波动也相对较小。从收益特性上讲，REITs在市场下行周期表现更多债性（较为稳定的租金收益与高分红将支持可观的股息收益率），而在市场上行周期亦可充分表现股性（由底层资产价值扩张拉动的估值倍数提升），因而具备较为均衡的固定收益和资本增值收益，具有一定配置价值和获利空间。

## 3.风险与机遇并存，注意提前布局、引进人才。

结合日前已报备的64支标准公募REITs资产结构，其均投资于单一不动产项目或产业园，与分散资产于不同方向的通常基金结构有明显差异，相关管理人员培训方法和基金定价方法国内仍不明确。据中国证券报5月18日讯，恒生电子相关负责人表示，恒生目前已针对买方、卖方端梳理了分阶段要点，提供包括非标资产管理、估值核算、TA、投资股权计划、舆情监控等一系列服务的整体解决方案，以提供于各大基金公司的REITs项目分部。我们建议各大基金管理公司提前布局，制定REITs专项小组构成方案和定价体系，积极与政府基础设施建设部门协调，争取风险厌恶型投资者的现金流入。



THANK  
YOU  
VERY MUCH

小组成员：牟洋忱 郭人仁 宋璟

SUSTC  
2020

