



2020.05.03

## 地方政府融资制度的二次突破：股权化

### ——逐条解读公募 REITs 新规

**本报告导读：**地方政府融资在 2015 年完成从土地财政、城投债模式为代表的土地财政金融化走向公募化债券后，未来将借助基建公募 REITs 向“类股权化”拓展摘要：

- **第一、此次《新规》有三个重大意义：**
  - 1、开拓地方政府公募“类股权化”融资渠道，有利于进一步释放地方政府风险，解决地方政府专项债等融资渠道的可持续性问题。此次新规标志着继 2015 年地方政府融资以债权形式“公募化”后更进一步：类股权化+公募化。
  - 2、给了现有地方政府基建投资相关主体退出渠道，将极大地盘活现有地方政府基础设施建设存量资产，为新领域投资增加资金。以“铁公鸡”为例，2000 年后我国铁路、公路、航空运输投资累计投资约 31 万亿。
  - 3、构建实体经济和资本市场新的联通渠道，将大大拓展了资产管理行业的规模和空间。此次新规在《证券法》、《基金法》现行法律框架下，采取公募基金+ABS 形式。
- **第二、此次新规的三个影响：**
  - 1、前期规模不是太大，更多在于制度突破，中长期规模将持续放量。（1）根据《通知》所确定的标准等，存量基础设施 REITs 规模可以达到 2.5-3 万亿；（2）因为前期是“重点领域以个案方式”推行，实际发行规模不是太大；（3）但是，标志着地方政府投融资模式新机制开始，中长期规模将持续放大（参照 2015 年后地方专项债不断放量）。
  - 2、从领域、行业看，主要盘活“老基建”存量领域基础资产，增量资金投向更多着眼“新基建”、公用事业；从地区看，重点支持经济较发达地区。（1）存量资产盘活：“优先支持”三大行业：交运、环保、公用事业；“鼓励”三大领域：5G 等新基建；战略新兴产业；高新科技、特色园区。（2）增量资金投向两大领域：新基建、公用事业。（3）六个重点区域：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。
  - 3、试点项目选择标准更多是原则性，将更多的项目选择权交给发改委，新融资方式助力当前经济下行压力下地方政府稳基建投资。
- **第三、“新规”在免税等问题上后续有待进一步明确。**

#### 报告作者



花长春(分析师)



0755-23976621



huachangchun@gtjas.com

证书编号

S0880518110004



张捷(分析师)



010-83939819



zhangjie018644@gtjas.com

证书编号

S0880517050006

#### 相关报告

一季度已过，中美第一阶段协议落实如何

2020.04.29

“全球投入产出表”视角下全球第二、三波疫情冲击

2020.04.28

美国对中小企业和个人派现已达 9 万亿人民币

2020.04.27

新基建：政府会倾情投入吗

2020.04.22

欧洲债务风险大起底：主权有惊无险，汽车产业链或成风暴眼

2020.04.21

## 一、地方政府融资制度的二次突破：类股权化

### 第一、此次《新规》有三个重大意义：

1、开拓地方政府公募“类股权化”融资渠道，有利于进一步释放地方政府风险，解决地方政府专项债等融资渠道的可持续性问题。此次新规标志着继2015年地方政府融资以债权形式“公募化”后更进一步：类股权化+公募化。这有利于进一步释放地方政府风险，增加基建投资中长期融资，解决当前地方政府专项债等融资渠道的可持续性问题。

第一次突破，2015年3月12日，财政部财库〔2015〕64号印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》，标志着地方政府融资从土地财政、城投债模式为代表的土地财政金融化走向面向社会公众主体的公募债券融资。

第二次突破，此次基础设施公募REITs为“类股权化”融资是因为或将采取的ABS+公募基金形式，一来给了地方政府基建投资相关主体像股权一样的退出渠道，二来ABS之后采取像公募基金公开募集、公开发行、公开交易的方式，完成类似于股权在社会公众主体之间通过二级市场的永久持有、流转。也就是说，此次公募基建REITs正式突破了非公开发行的限制，与此前的类REITs有较大不同，具有《证券法》意义下“证券”的性质，能够突破200人的限制。REITs因架构形势不同—公司型，还是契约型，带来两大关键问题—税收优惠问题和产权问题。

2、给了现有地方政府基建投资相关主体退出渠道，将极大地盘活现有地方政府基础建设存量资产，为新领域投资增加资金。我国现在整体进入存量经济时代，如何通过制度突破、机制建设，提高存量经济效率是重要问题。以“铁公鸡”为例，2000年后我国铁路、公路、航空运输投资累计投资约31万亿。

3、构建实体经济和资本市场新的联通渠道，将大大拓展了资产管理行业的规模和空间。此次新规在《证券法》、《基金法》现行法律框架下，采取公募基金+ABS形式。

### 第二、此次新规的三个影响：

1、前期规模不是太大，更多在于制度突破，中长期规模将持续放量。（1）根据《通知》所确定的标准等，存量基础设施REITs规模可以达到2.5-3万亿；（2）因为前期是“重点领域以个案方式”推行，实际发行规模不是太大；（3）但是，标志着地方政府投融资模式新机制开始，中长期规模将持续放大（可参照2015年后地方专项债不断放量）。

2、从领域、行业看，主要盘活“老基建”存量领域基础资产，增量资金投向更多着眼“新基建”、公用事业；从地区看，重点支持经济较发达地区。（1）存量资产盘活：“优先支持”三大行业：交运、环保、公用事业；“鼓励”三大领域：5G等新基建；战略新兴产业；高新科技、特色园区。（2）增量资金投向两大领域：新基建、公用事业。（3）六个重点区域：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

3、试点项目选择标准更多是原则性，将更多的项目选择权交给发改委，新融资方式助力当前经济下行压力下地方政府稳基建投资。

### 第三、“新规”在免税等问题上后续有待进一步明确。

## 二、逐条解读公募 REITs 新规

2020 年 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》，正式启动基础设施领域的公募 REITs 试点工作。如下，我们进行逐句解读。

### 中国证监会国家发展改革委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）

中国证监会各派出机构，上海证券交易所、深圳证券交易所，中国证券业协会，中国证券投资基金业协会，各省、自治区、直辖市、计划单列市发展改革委，新疆生产建设兵团发展改革委：

为贯彻落实党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板（点出了此项政策的出台初衷，可以归纳为一个核心：从债权融资到股权融资。2015 年 3 月 12 日，财政部以财库〔2015〕64 号印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》。2015 年开始，地方政府融资以“债权”形式“公开化”——“公开化”的本质是投资主体、风险承担主体的变更。此次新规标志着在此基础上更进一步——公募+股权化。“股权化”跟“去杠杆”的政策导向更吻合，反衬出后续推进这项政策的力度、决心）的决策部署，积极支持国家重大战略实施，深化金融供给侧结构性改革，强化资本市场服务实体经济能力，进一步创新投融资机制，有效盘活存量资产（这里三个关键问题：第一、盘活规模。根据发改委相关专家测算，存量基础设施 REITs 规模可以达到 2.5-3 万亿<sup>1</sup>；第二、盘活的存量资产主要是哪些。后文“聚焦重点行业”部分对此给出指引——“优先支持”老基建，“鼓励”新基建；第三、通过公募 REITs 获取的资金投向哪些。后文也给出了答案——通过转让基础设施取得资金，“鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设”。这说明，受益领域集中于新基建、公用事业等。从国际市场看，REITs 大规模应用在通讯基站、数据中心、电力配送网络、能源输送管道、港口码头、高速公路等领域），促进基础设施高质量发展，现就推进基础设施领域（基础设施与持有型房地产是 REITs 的两类基础资产。REITs 最早集中在持有型房地产领域，现广泛应用于基础设施领域。截至 2019 年 6 月 30 日，美国共有 220 只上市 REITs，投资于基础设施领域的占比为 22%）不动产投资信托基金（以下简称基础设施 REITs）试点工作通知如下：

#### 一、充分认识推进基础设施 REITs 试点的重要意义

基础设施 REITs 是国际通行的配置资产（上交所、深交所已经推出了私募 REITs，但整体发行规模较小<sup>2</sup>。例如，深交所累计发行 39 支私募 REITs，规模 775.8 亿。此次的重大意义在于两大点：集中于基础设施，公募化。“公募化”的意义在于“规模”质的提升），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（再次说明基础设施 REITs 总体上属于金融资本），拓宽社会资本投资渠道（从基础设施投资主体——风险分散化一角度，主要是新增四大类：保险、社保、养老金以及民间资本。后文表明以前三类长期投资者为主），提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效（公募 REITs 打通了实体经济对接资本市场的通道）。短期看有

<sup>1</sup>如果绿地项目能通过试点突破的话，将更大

<sup>2</sup>自 2014 年开始，深交所相继推出国内首单依托资产证券化业务的私募 REITs “中信启航”、首单以公募基金为载体的 REITs “鹏华前海万科 REITs”、首单物流仓储私募 REITs “中信华夏苏宁云享”



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（这些都是在强调公募 REITs 的“股权化”特征），降低实体经济杠杆，推动基础设施投融资市场化、规范化（对应公募发行；标准化金融产品）健康发展。

各相关单位应充分认识推进基础设施 REITs 试点的重要意义（新华财经推出的解读文件：2019 年 2 月以后，国家发改委到赴京津冀、粤港澳大湾区、长三角和海南开展了专题调研，实地调研了产业园、自贸区、机场、码头、收费公路、仓储物流、生态环保等领域。此次基础设施 REITs 的三大问题都已明晰：在哪些地区试点，盘活哪些存量（主要是两大类）、增量资金投向什么领域（主要是新基建）），加强合作，推动基础设施 REITs 在证券交易所公开发行业务，盘活存量资产、形成投资良性循环，吸引更专业的市场机构（基础设施 REITs 试点可供分配利润的高分红将吸引长期投资者。这说明发行对象还是以保险、社保、养老金等长期投资者为主。这会反过来影响基础资产的选择、产品设计等）参与运营管理，提高投资建设和运营管理效率，提升投资收益水平。

## 二、推进基础设施 REITs 试点的基本原则

（一）符合国家政策，聚焦优质资产。推动国家重大战略实施，服务实体经济，支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目（这六条原则很重要，关键是后两条可以对应到具体的行业领域）开展基础设施 REITs 试点。

（二）遵循市场原则，坚持权益导向。结合投融资双方需求，按照市场化原则推进基础设施 REITs（REITs 正式突破了非公开发行的限制，与此前的类 REITs 有较大不同，具有证券法意义下“证券”的性质，能够突破 200 人的投资者限制。REITs 因架构形式不同——公司型，还是契约型，带来两大关键问题——税收优惠问题和产权问题），依托基础设施项目持续、稳定的收益，通过 REITs 实现权益份额公开上市交易。

（三）创新规范并举，提升运营能力。加强对基础设施资产持续运营能力、管理水平的考核、监督，充分发挥管理人的专业管理职能，确保基础设施项目持续健康运营，努力提升运营效率和服务质量，推动基础设施投融资机制和运营管理模式创新（我国此前私募类 REITs 在交易结构、税负水平、运营方式、收入来源、收益分配方式、募集范围等六方面与成熟市场 REITs 比有较大区别。此次的“市场化、标准化”指出了后续改进的方向）。

（四）规则先行，稳妥开展试点（这段话很关键，表明三点：1、前期的规模不是太大；2、此次《通知》的意义在于中长期制度突破；3、与 2015 年财政部财库〔2015〕64 号文类似，此次《通知》标志着地方政府投融资模式新机制开始。中长期规模将持续放大，对资产管理是重要利好）。借鉴成熟国际经验，在现行法律法规框架（主要是《证券法》、《基金法》）下，在重点领域以个案方式（强调重点领域，个案方式）先行开展基础设施 REITs 试点，稳妥起步，及时总结试点经验，优化工作流程，适时稳步推广。

（五）强化机构主体责任，推动归位尽责。明确管理人、托管人及相关中介机构（产品架构预计是“公募基金+ABS”，涉及几个重要角色，公募基金、券商等，大大拓展了资产管理行业的规模和空间）的权责边界，加强监督管理，严格落实诚实守信、勤勉尽责义务，推动相关参与主体归位尽责。

(六)完善相关政策,有效防控风险。健全法律制度保障与相关配套政策,把握好基础资产质量,夯实业务基础,有效防范市场风险。借鉴境外成熟市场标准,系统构建基础设施 REITs 审核、监督、管理制度,推动制度化、规范化发展(此次是公开发行、公开交易,权益型导向,相关的风控要求将更高)。

### 三、基础设施 REITs 试点项目要求(这一部分是全文的重中之重)

(一)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(点出了六个重点区域,都是经济发达区域)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(这个也是重点)开展试点。

(二)聚焦重点行业(对于受益领域,要明确两大方面:盘活什么存量领域、行业资产;增量资金投向什么。这部分主要阐述盘活什么存量领域、行业资产)。优先支持(优先支持和下面鼓励明显不同,三大行业,交运、环保、公用事业)基础设施补短板行业,包括仓储物流、收费公路等交通设施(交运),水电气热(公用事业)等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理(环保)项目。鼓励(鼓励是三大方面)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(5G 等新基建;战略新兴产业;高新科技、特色园区)。

(三)聚焦优质项目。基础设施 REITs 试点项目应符合以下条件(这部分第一条明确了些较硬性标准,其他更多是原则性的,将更多的项目选择权交给发改委):

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(较硬性标准)。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.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(要求更多是原则性的),最近3年无重大违法违规行为(这个门槛不高)。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

(四)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(这部分明确了增量资金投向什么:新基建、公用事业),重点支持补短板项目,形成投资良性循环。

### 四、基础设施 REITs 试点工作安排

(一)(这段对架构设计进行了清晰说明,公募基金+ABS)试点初期,由符合条件的取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司,依法依规设立公开募集基础设施证券投资基金(公募基金,涉及两大主体),经中国证监会注册(先期是个案审批,不是备案制)后,公开发售基金份额募集资金,通过购买同一实际控制人所属的管理人(控制和管理人统一)设立发行的基础设施资产支持证券(ABS),完成对标的基础设施的收购,开展基础设施 REITs 业务。

公开募集基础设施证券投资基金符合《证券法》《证券投资基金法》规定的（公募基金+ABS 都不突破现行法律框架），可以申请在证券交易所上市交易。

(二) 各省级发展改革委主要从项目是否符合国家重大战略、宏观调控政策、产业政策、固定资产投资管理条例，以及鼓励回收资金用于基础设施补短板领域（回收资金的用途是后续关键）等方面出具专项意见。各省级发展改革委要加强指导，推动盘活存量资产，促进回收资金用于基础设施补短板项目建设，形成投资良性循环。在省级发展改革委出具专项意见基础上，国家发展改革委将符合条件的项目推荐至中国证监会，由中国证监会、沪深证券交易所依法依规，并遵循市场化原则，独立履行注册、审查程序，自主决策（项目的选择权等主要在于国家发改委）。中国证监会各派出机构、沪深证券交易所与省级发展改革委加强协作，做好项目遴选与推荐工作。

(三) 中国证监会制定公开募集基础设施证券投资基金相关规则，对基金管理人等参与主体履职要求、产品注册、份额发售、投资运作、信息披露等进行规范。沪深证券交易所比照公开发行业务相关要求建立基础设施资产支持证券发行审查制度。中国证监会各派出机构、沪深证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等有关单位要抓紧建立基础设施资产支持证券受理、审核、备案、信息披露和持续监管的工作机制，做好投资者教育和市场培育，参照公开发行业务相关要求强化对基础设施资产支持证券发行等环节相关参与主体的监督管理，压实中介机构责任，落实各项监管要求。

中国证监会指导各派出机构、沪深证券交易所、中国证券业协会与中国证券投资基金业协会制定完善试点项目遴选相关配套措施，加强基础设施 REITs 的业务过程监管，并结合实践情况，适时完善法律制度保障。

(四) 中国证监会、国家发展改革委密切沟通协作、加强信息共享，协调解决基础设施 REITs 试点过程中存在的问题与困难，并依据职责分工，不断优化流程、提高效率，推动基础设施 REITs 试点工作顺利开展，并支持探索开展基础设施 REITs 试点的其他可行模式。

有关单位应按照本《通知》要求，做好项目储备等前期工作，待相关配套规则明确后，按规定报送相关材料。

中国证监会 国家发展改革委

2020 年 4 月 24 日

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1.投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
<b>2.投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		



