

## 基础设施 REITs 的六个问题

——REITs 专题研究

宏观事件点评

2020 年 5 月 11 日

## 报告摘要：

近日，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。

## ● 基础设施REITs的七个问题：

- 一、为什么在这个时候推行基础设施REITs？
- 二、为什么采用权益型而非抵押型REITs？
- 三、为什么是契约型而非公司型REITs？
- 四、基础设施REITs更适合什么机构？
- 五、基础设施REITs的增长空间？
- 六、基础设施REITs重点支持范围？

- **风险提示：**项目收益较差、地方财力较弱导致产品增信较为困难、类明股实债问题等。

## 民生证券研究院

## 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

## 研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

## 相关研究

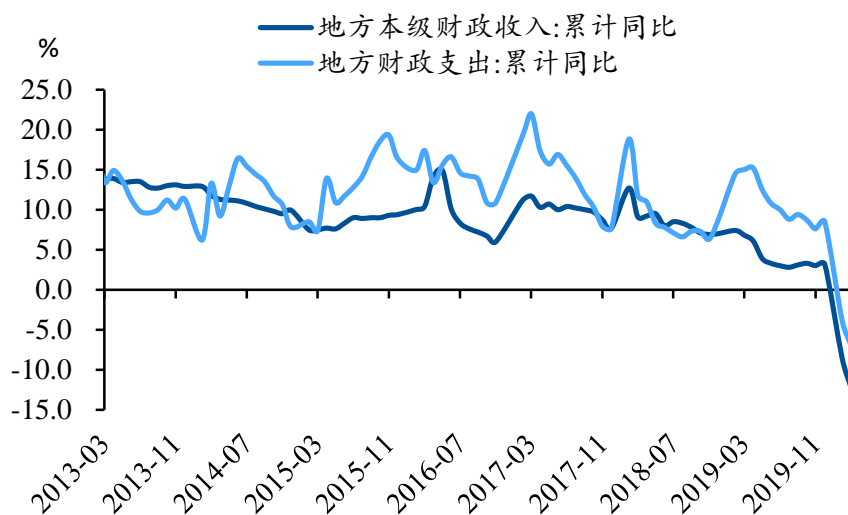
## 前言、境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步

近日，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。REITs 能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。同时，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，拓宽社会资本投资渠道。

### 一、为什么在这个时候推行基础设施 REITs？

解决地方财力困难，提高基建投资效率是基础设施 REITs 推出的原因之一。今年一季度以来，受疫情冲击，地方政府财税收入大幅下降，但其依旧承担补助中小企业和困难居民户的任务，财政开支压力较大。另一方面，根据政治局会议所传达出来的精神，预计未来财政政策将进一步发力，基建投资增速有提高空间。这就对地方财力造成挑战。推出基础设施 REITs，可在一定程度上将资金引入到基建行业，并盘活政府资本存量。

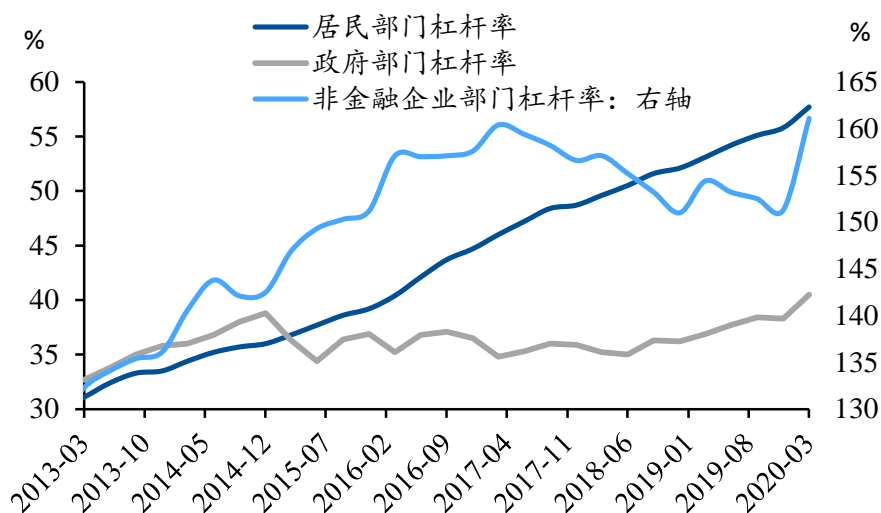
图 1：今年一季度以来地方财政收入大幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

推出基础设施 REITs 能在一定程度上满足控杠杆要求。今年一季度，宏观杠杆率再次大幅上升，从去年年底的 245.4% 上升至 259.3%，创历史新高，其中非金融企业部门宏观杠杆率上升最快，政府部门和居民部门也均有所上升。央行行长易纲在论文《再论中国金融资产结构及政策含义》中明确提出：要稳住宏观杠杆率。综合考虑经济增长对债务融资的需求，以及防范杠杆过快上升可能导致的风险，保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择。文章建议要发展好直接融资尤其是股权融资，减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。因此，推行基础设施 REITs，属于拓宽直接融资的渠道，能在一定程度上缓解宏观杠杆率过快攀升的问题。

图 2：今年一季度宏观杠杆率再次大幅上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、为什么采用权益型而非抵押型 REITs?

根据投资形式的不同，REITs 通常可被分为权益型和抵押型。权益型 REITs 投资于房地产并拥有所有权，权益型 REITs 越来越多的开始从事房地产经营活动，如租赁和客户服务等，但是 REITs 与传统房地产公司的主要区别在于，REITs 主要目的是作为投资组合的一部分对房地产进行运营，而不是开发后进行转售。抵押型 REITs 是投资房地产抵押贷款或房地产抵押支持证券，其收益主要来源是房地产贷款的利息，抵押型通常有很强的加杠杆的行为。

对我国而言，发展 REITs 的目的是为了拓宽直接融资渠道，降低宏观杠杆率，抵押型 REITs 由于可能会造成一定程度的加杠杆行为，且其对监管要求更高，相比之下，权益型 REITs 更适合我国当前的国情，在一定程度上可以作为一种股本金来看待。

## 三、为什么是契约型而非公司型 REITs?

根据组织形式，REITs 可分为公司型以及契约型两种。公司型 REITs 以《公司法》为依据，通过发行 REITs 股份所筹集起来的资金用于投资房地产资产，REITs 具有独立的法人资格，自主进行基金的运作，面向不特定的广大投资者筹集基金份额，REITs 股份的持有人最终成为公司的股东。契约型 REITs 则以信托契约成立为依据，通过发行受益凭证筹集资金而投资于房地产资产。契约型 REITs 本身并非独立法人，仅仅属于一种资产，由基金管理公司发起设立，其中基金管理人作为受托人接受委托对房地产进行投资。

本次 REITs 采用公募基金+ABS 结构，在某种程度上可以看做是契约型 REITs。之所以不采用公司型，其中一个原因在于中国缺乏税收制度上的优惠。而契约型 REITs 在香港已经有一段发展历程，为大陆积累了一定经验。而公募基金+ABS 的发展模式，一方面提高了进入门槛，但也使参与者专业化程度较高，降低了操作风险。另一方面过去几年国内 ABS 供需两旺，发展势头较好，可以在一定程度上给 REITs 的发展提供一些参考经验。

## 四、基础设施 REITs 更适合什么机构?

**险资和养老金有望受益。**由于基建起始投资高、项目周期长，传统的基建类投资项目往往存在期限错配问题。相比之下，险资和养老金机构是最适合基建类项目的，因为久期较为匹配。另一方面，在低利率的背景下，险资和养老金机构风险偏好抬升，投资股性更强的 REITs 能为其带来更高回报。另一方面，从目前的趋势来看，REITs 更偏永续型资产，没有具体到期日，可以随时增发。对于持有人来说，可以自由转手买卖，流动性较好。这就可以在很大程度上盘活整个不动产的流动性。对于险资和养老金来说，持有 REITs 也可以增加其对不动产投资的切入点。

## 五、基础设施 REITs 的增长空间？

**REITs 增长空间极为广阔。**当前来看，国内基础设施预估规模为上百万亿元，根据 IMF 估算，2017 年我国广义政府资本存量为 123.7 万亿元。假如其中一小部分以 REITs 的方式盘活，将有很大的投资空间。未来来看，除了基础设施 REITs 之外，房地产 REITs 也有可能成为新的投资品种，我国房地产市场规模庞大，且城镇化尚未结束，一二线城市人口流入趋势依旧存在，房地产市场仍有很大投资空间。如果房地产 REITs 也能推出，将会使盘活房地产行业存量资本。

## 六、基础设施 REITs 重点支持范围？

**经济重镇和短板行业受到重点支持。**根据文件内容，区域方面，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，这些区域要么是我国经济重镇，要么承担改革开放的重要使命。行业方面，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。值得注意的是，过去 PPP 项目，很多也是城镇污水垃圾处理、固废危废处理等项目。基础设施 REITs 可以和 PPP 形成一定程度的互补。

## 风险提示

项目收益较差、地方财力较弱导致产品增信较为困难、类明股实债问题等。

## 插图目录

图 1：今年一季度以来地方财政收入大幅下滑 .....	2
图 2：今年一季度宏观杠杆率再次大幅上升 .....	3

## 分析师与研究助理简介

**解运亮**，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

**付万丛**，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。