



公募REITs：国际比较、 地方政府债务化解与展望

Public REITs: An International Comparison and Look Ahead

代玉 王祉谕 李欧

摘要：本文回顾国内外REITs发展历程，总结REITs底层资产的共性，分析发行REITs前后对地方政府化解隐性债务的作用。分析表明，下一步需重点关注REITs的估值精准性、税收制度，以及多部门管理等制约REITs健康发展的因素。在此基础上，本文建议进一步发挥REITs二级市场“价格发现”功能，强化公募REITs的制度体系建设，并建立组合监管管理机制。

关键词：公募REITs 国际比较 地方政府债务

Abstract: This paper reviews the development history of real estate investment trusts at home and abroad. It summarizes the commonalities of the underlying assets and analyzes the role of local governments in resolving hidden debts before and after REITs are issued. The paper concludes that it is essential to focus on factors that restrict the healthy development of REITs, such as the accuracy of REIT valuation, shortcomings in the tax system, and complicated supervisory duties that stretch across multiple government departments. The paper makes suggestions to amplify the "price discovery" function of the secondary market for REITs, strengthen the institutional framework for publicly offered REITs, and establish a portfolio supervision and management mechanism.

Keywords: Public REITs, International Comparison, Local Government Debt

作者单位：代玉，中国人民银行抚顺市中心支行；王祉谕，中国人民银行铁岭市中心支行；李欧，中国人民银行抚顺市中心支行。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



国内外REITs市场发展历程

全球REITs发展历程——以美国为例

自1960年美国首次提出以来，REITs（房地产信托投资基金）业务已延伸至日本、新加坡、加拿大等多个国家和地区，并在美国形成全球最大REITs市场，市场规模和产品数量均占较大比例，其发展阶段概述如下。

萌芽阶段（1960—1966年）

1960年，为放宽中小投资者准入条件，推动国内房地产行业提速发展，美国率先出台《国内税收法典》，为REITs市场发展提供法律基础。但鉴于该阶段法律对REITs业务经营和投资尚有诸多限制，REITs发展仍较缓慢。

完善阶段（1967—1990年）

经短暂探索后，美国逐渐放宽对REITs业务限制，标志为抵押型REITs的首次上市。该产品于短期内引起资本市场极大关注，美国REITs市场因此进入发展快车道，总资产规模于1972年达到18亿美元。但随之而来的1974年美国经济危机，放缓了美国本土REITs业务发展步伐，REITs资产价格因之迅速下降，总体资产规模由18亿美元缩减至7亿美元。

为消弭经济危机后续冲击，提振美国本土经济，1981年美国颁布《经济振兴法案》，REITs资产规模再次实现快速发展。同时随着1986年《税制改革法案》的出台，美国官方正式在运营和税收等方面



1991—2021年，美国REITs资产规模从130亿美元扩张至2万亿美元，增长近153倍。与此同时投资标的不断丰富，除包括餐饮、仓储、物业、医疗、消费、物流等传统行业外，逐步涉足5G、通信、数据等新兴领域。



对REITs业务进行规范，当年年底REITs资产规模快速增加至99.2亿美元，达到1972年的5倍。其后由于1990年美国泡沫破灭，REITs资产价格再次出现较大波动，此次价格变动标志着美国REITs市场完善阶段结束。

成熟阶段（1991年—至今）

1991年后，权益类REITs开始进入美国REITs市场，标志着发展进入成熟阶段。市场资产规模迅速膨胀。1991—2021年，美国REITs资产规模从130亿美元扩张至2万亿美元，增长近153倍。与此同时投资标的不断丰富，除包括餐饮、仓储、物业、医疗、消费、物流等传统行业外，逐步涉足5G、通信、数据等新兴领域。

经六十余年发展，至2021年美国REITs市场在税收政策和法律法规等方面得以不断完善，投资标的覆盖面逐步丰富，成交总量大幅增长，美国本土REITs市场规模扩张迅猛，已成为全球首位。

类REITs产品的出现，使我国REITs业务探索进入新时期。与公募REITs相比，此类产品通常采取私募方式发行，多以商业不动产为主要投资标的，具有较显著的过渡性质。

我国REITs市场发展历程

我国REITs起步晚、发展慢，发展进程可概括为三个阶段。

探索阶段（2001—2013年）

国务院于2004年发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，标志着我国资产证券化探索之路的正式开启。包括人民银行在内的金融监管部门于2007年成立REITs专题研究小组，着手在中国境内开始筹建REITs市场。此阶段国内REITs实践主要以境外发行REITs为主，代表性产品有凯德商用中国信托、越秀REITs等。

类REITs阶段（2014—2019年）

类REITs产品的出现，使我国REITs业务探索进入新时期。与公募REITs相比，此类产品通常采取私募方式发行，多以商业不动产为主要投资标的，具有较显著的过渡性质。一方面产品权益属性低，债权属性高；另一方面产品私募发行，准入条件高，流动性不足，价格发现作用难以发挥。因此2014年人民银行和原银监会联

合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，首次提出筹建REITs业务试点。2015年住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，进一步明确提出大力推进REITs试点建设，鼓励REITs产品的研发与创新。

公募REITs阶段（2020年至今）

2020年以来，我国REITs市场募资方式由私募债务融资属性转向公募权益融资属性。在一系列政策引导下，4月开启首只基础设施领域公募REITs产品试点工作，随后9只产品于2021年6月21日进入市场交易，公募REITs正式落地。第二批2只基础设施公募REITs产品亦于2021年11月12日获批发售，我国整体REITs市场发展势头稳健、良好。

我国首批公募REITs发行概况

近年来，随着市场条件和相关政策的逐步成熟，国内各方对推出中国版公募REITs的进展愈发关注。2021年6月21日，中国版公募REITs产品正式上市，第一批次包含9只基础设施REITs项目，其中上交所项目5单，深交项目4单，预估募集总规模达314亿元。

从首批公募REITs产品看，首批9个REITs项目存续期较长，最少20年、至多99年，底层资产属于较为优质的资产，全部采用“公募基金+资产支持专项计划”形式，实现了基础设施不动产证券化。项



目划分为产业园类、仓储类、高速公路类、环保类四大类，地点包括京津冀粤港澳大湾区、长江三角洲和长江经济带等重点区域，具有良好的示范效应。预估现金分派率均处于4%—12%之间，其平均水平在6%附近（表1）。

基础设施REITs案例介绍

考虑到美国REITs产品结构和模式较为成熟，下面以美国电塔公司及中国浙商

证券沪杭甬高速两个案例入手，通过对两个REITs产品架构和模式的对比梳理，进一步总结REITs底层资产共性。

美国基础设施REITs——美国电塔

美国电塔公司（American Tower Corporation）创立于1995年，是全球最大的不动产投资信托公司之一，主营业务是作为供应商向运营商收购铁塔资产，再以出租的方式向政府部门、无线数据提供商及广播电视公司等多行业提供通信的租赁

表 1 我国 9 只首批公募 REITs 基本情况

名称	基础设施项目类型	交易场所	存续期	原始权益人及关联方战略配售比例	项目估值（亿元）	2021年预计现金分派率	2022年预计现金分派率
华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	上交所	20年	20%	14.7	4.74%	4.11%
浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金	收费公路	上交所	20年	56.84%	41.35	12%	11%
东吴—苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	上交所	40年	30%	33.5	4.5%	4.54%
富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	市政设施	上交所	约26年	51%	18.36	8.71%	9.13%
中金普洛斯仓储物流封闭式证券投资基金	仓储物流	上交所	50年	20%	56.18	4.45%	4.48%
博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	深交所	50年	25%—35%	22.28	4.1%	4.17%
平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	收费公路	深交所	99年	51%	96.74	6.19%	7.2%
红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	仓储物流	深交所	约36年	20%	17.05	4.47%	4.75%
中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	垃圾处理及生物质发电	深交所	21年	40%	12.49	5.92%	8.33%

资料来源：Wind，招募说明书。

注：中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金现金分派率根据本年可供分配金额基础设施项目估值计算。

服务。美国电塔公司以铁塔为资产，通过签订长期租赁合同获得租金作为长期、稳定、可预测现金流。其将REITs发行所募集的资金用于扩大资产来源，收购更多的铁塔。截至2020年6月，美国电塔公司拥有18万个通信站点，遍布在19个国家和地区。

美国电塔公司作为REITs公司，将超过九成的可分配收入用于分红，并采用了按季分红的方式，其红利分配稳步增长，从2011年每股分红0.35美元，增长至2021年每股分红1.39美元。

国内基础设施REITs——浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金

浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金（沪杭甬REITs）于2021年6月21日在上海证券交易所获批上市，其基金管理人及资产支持证券管理人为浙商证券资产管理有限公司，项目运营管理聘请杭徽甬高速公路股份有限公司负责。

基金采用“公募基金+基础设施资产支持证券”的模式，通过基础设施资产支



美国电塔公司采取向运营商收购铁塔资产，由此避免了重新建塔可能遇到的项目开发及建设风险，通过“购后回租”的方式获取租金收入，即可产生稳定的资金流。



持证券与项目公司特殊目的载体穿透取得基础设施项目的所有权或经营权利，以获得基础设施项目运行过程中稳定现金流，从而保证投资者的投资收益（图1）。

国内外REITs典型案例底层资产共性

分析美国和我国基础设施REITs，可以发现基础设施REITs的底层资产需要具备以下共性。

一是具有可预期的资金流。其底层资产为优质项目，属于成熟度较高的不动产，从基础设施REITs项目运营开始就可产生可预期、稳定的资金流，市场认可度较高，不易产生估值分歧。美国电塔公司采取向运营商收购铁塔资产，由此避免了重新建塔可能遇到的项目开发及建设风险，通过“购后回租”的方式获取租金收入，即可产生稳定的资金流。我国沪杭甬REITs采用运营并维护的模式，底层资产是通过收取高速公路车辆通行费获得稳定可预测的资金收入。

二是使用者付费收益模式。不管是美国电塔公司还是我国沪杭甬REITs，其所

表2 2017—2020年美国电塔公司经营业绩表现
(单位: 百万美元)

年份	2020	2019	2018	2017
营收收入	8 042	7 580	7 440	6 664
营业成本	2 227	2 217	2 178	2 057
毛利润	5 814	5 363	5 262	4 607
净利润	1 691	1 888	1 236	1 239

资料来源: 美国电塔公司年报。

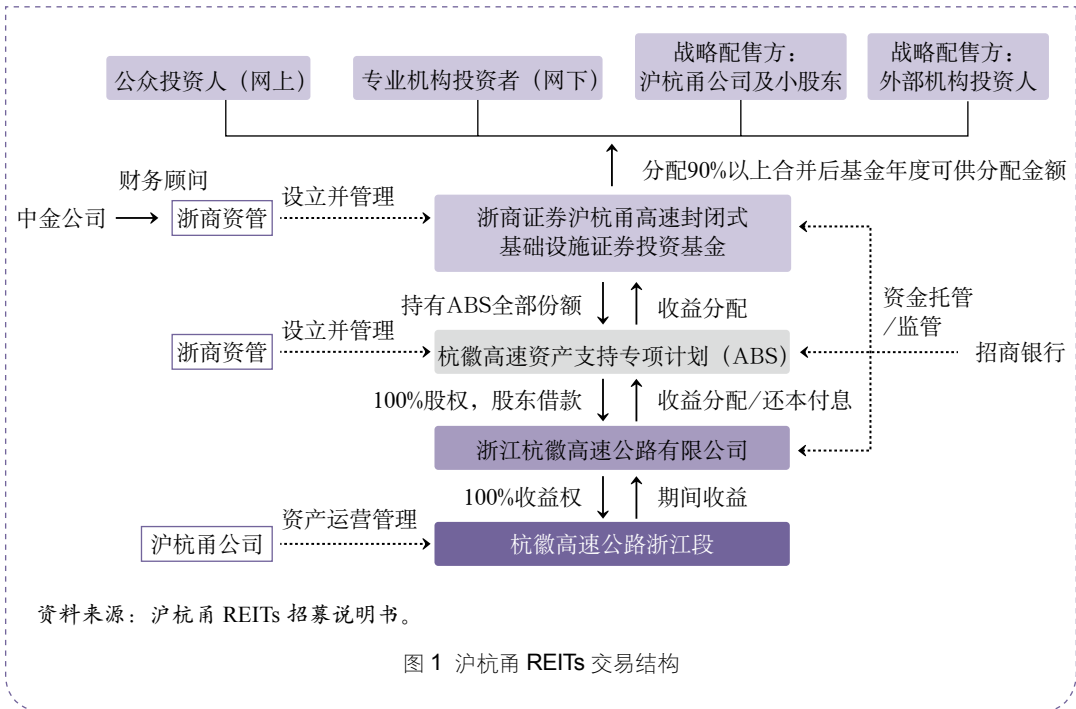


图 1 沪杭甬 REITs 交易结构

拥有的底层资产均采用使用者付费收益模式，可以产生稳定的可预期的现金流。美国电塔公司采用签订长期租赁合同的方式收取租金；我国沪杭甬REITs收取高速公路过路费，都属于使用者付费。

三是底层资产权属清晰。美国电塔公司的底层资产权属清晰，底层资产的转让得到本国证监会法律法规的允许。而我国沪杭甬REITs底层资产属于高速公路类国有资产，虽然不能转让但项目运行期内具备特许经营权，底层资产权属清晰。

公募REITs发行对地方政府化解隐性债务作用

调节直接融资比重，优化资本结构

首批公募REITs在基础设施领域推行，一定程度上属于基建融资模式的创新和变革。传统基建投资主要是由城投公司、国企等市场主体来运作，基建资金大部分是通过财政支出和银行贷款两种渠道获取，属于债务融资。这种方式将导致地方政府的债务压力加剧、杠杆率大幅提升、对银行等间接金融体系的依赖程度加深，导致金融风险产生累积效应。REITs的推行，一定程度上提升了基础设施项目直



接融资的比重，对化解城投债务风险有积极作用。与此同时，公募REITs的推行助力投资者多元化资产配置，实现低门槛涉足基础设施项目，获得优质不动产带来的增值收益，推动普惠金融的多元化发展。

盘活存量资产，推进新型基础设施项目建设

基础设施项目存在长期投资不足、资金回收慢、项目退出难等问题。公募权益型REITs的推行，可以将其存量基础设施项目由原来的债权融资转变为权益融资。以美国REITs为例，美国REITs投资主要是权益型REITs，占总投资的96%，而权益型REITs中所占比重最大的是基础设施REITs，将近19.83%。基础设施REITs的推行对美国的经济发展发挥了重要的作用，尤其是金融危机后，美国的财政及货币政策导致政府的负债压力明显上升，单单依靠政府财政资金难以推动基建产业的快速发展。就我国情况而言，REITs的推广拓宽了基础设施项目的资金来源渠道，帮助地方政府和基建项目主体快速回笼资金，实现原基础设施项目的承载主体退出，获得等价现金资产。收回资金可以投资到新的基建项目或偿还城投企业债务，形成基础投资资金的良性循环，为基建投资获取新增长点的同时降低城投企业负债水平。

发行规模较小，化解地方政府债务具有较大空间

首次获批9只公募基础设施REITs项

目，预计总募集规模合计近314亿元，相对地方债务总体规模而言，发行体量较小。现阶段基础设施REITs项目仍处于试水阶段，对缓解地方政府债务虽有一定的积极作用，但仍具有较大的发展空间。其次，目前的基础设施REITs项目底层资产为产业园、仓储物流等传统资产项目，后续，随着通信设施、5G设施、数据中心等新基建类资产项目发展，基础设施REITs项目底层资产可待进一步丰富。

公募REITs发展中存在的问题

基础设施项目估值不精准影响项目收益

首先，公募REITs的收益主要依赖于基础设施项目运营情况，首批9只公募REITs主要投资于基础设施项目，整体投资集中度高，底层资产可划分为产业园建设类、仓储物流类、高速公路收费类和环保处理四大类。项目运营受宏观经济环境、政策调控等因素影响较大，例如，2020年，受新冠肺炎疫情影响国家暂停高速公路收费，这直接影响了杭徽公司的收入情况，其年毛利润仅为4 149万元，降幅



收回资金可以投资到新的基建项目或偿还城投企业债务，形成基础投资资金的良性循环，为基建投资获取新增长点的同时降低城投企业负债水平。





项目周边产生其他基础设施项目带来的市场竞争、人口流动或附近居民生活习惯变化等都会给项目经营带来不确定性，如区域内新产业园的建立，可能会对原有产业园区产生替代效应，减少项目的收益。



73.28%。

其次，项目收益主要来自于租金收益、通行费及服务费等，收益的波动也会影响基金收益分配水平的稳定。项目周边产生其他基础设施项目带来的市场竞争、人口流动或附近居民生活习惯变化等都会给项目经营带来不确定性，如区域内新产业园的建立，可能会对原有产业园区产生替代效应，减少项目的收益。

最后，项目涉及突发事件与安全事故可能会对项目估值和后续业务需求产生不良影响。如高速公路突发大型事故导致公路严重毁坏将会对项目的价值产生重大影响，导致项目实际现金流低于测算现金流，影响基金收益分配水平。

尚未建立针对公募REITs的税收制度

税收支持政策是REITs发展的基石。我国目前尚未出台针对公募REITs的系统性的税收制度，尚未明确在目标项目收购、公募REITs发行、运营、收益分配等环节的税收政策。以沪杭甬REITs为例，

基础设施基金运作过程中可能涉及基金持有人、公募基金、资产支持证券、项目公司等多层税负。这表明，在税收优惠政策没有正式出台之前，REITs很难得到指数级增长，难以实现REITs市场的规模化发展。

产品结构复杂，涉及多部门管理

公募REITs作为创新金融产品上市，采取了“公募基金+ABS”的结构。虽然公募基金管理人与ABS管理人大多为同一控制，但在REITs的持续运营过程中，多个层级的管理人架构会带来流程复杂、效率低下、责任不明确等问题，需要尽快予以简化。同时，REITs发行、运营和监管的各个环节涉及不同政府职能部门之间的职责划分和协调管理问题。政府各部门之间缺乏快速高效的信息沟通共享机制，无法实现跨部门协同监测、报告等，一旦出现风险问题，容易发生责任推诿现象。

相关建议

基础设施的合理估值，缓释相应风险

公募REITs的资产大多经过重估，评估价值相较于净资产有较高溢价率，部分特许经营类型的公募REITs，随着分配净值递减将趋向于零的属性。因此，要合理发挥二级市场“价格发现”功能，对基础设施进行合理估值，提供定价之锚，基金管理人应严格履行勤勉尽责的投资管理原则，谨慎核实底层资产价值的真实性和准



构建严格的信息披露制度和监督处罚机制，制定明确的公募REITs信息披露规范标准，采用统一的制式报告模板，简化获取信息渠道，便于投资者快速获得相关信息。



确性，通过制定合理完善的治理机制来缓解估值偏差带来的风险。

强化公募REITs的制度体系建设，稳定推进REITs发展

逐步建立和完善针对公募REITs法律、税收和信息披露等多方面制度。首先，逐步探索修订公募REITs涉及的相关法律法规，为我国公募REITs快速发展奠定基础。其次，明确在目标项目收购、公募REITs发行、运营、收益分配各环节的税收政策。可以借鉴学习REITs发展较为成熟的国家关于税法的有关规定，结合我国公募REITs发展实际，完善税收优惠体系。以美国为例，REITs的税基为应税收入扣除向

投资者分配的收益，即如果当期收益全部分配给投资者，则当年无须缴纳公司所得税，从而避免双重征税。最后，构建严格的信息披露制度和监督处罚机制，制定明确的公募REITs信息披露规范标准，采用统一的制式报告模板，简化获取信息渠道，便于投资者快速获得相关信息。

建立组合监管管理机制，实现全流程监管

公募REITs作为创新金融产品上市，其发行、运营和监管的各个环节涉及不同政府职能部门。为减少信息沟通成本和避免出现责任推诿情况，建议考虑跨部门综合监管的管理机制，统筹发展改革委、人民银行、银保监会、证监会和证券交易所等相关职能部门，成立综合性专项监管小组，明确划分监管职责，实现对公募REITs的上市发行、运营管理等环节进行全过程的监管，保障公募REITs的健康稳定发展。[N]

学术编辑：曾一巳

参考文献：

- [1]陈琼,杨胜刚.REITs发展的国际经验与中国的路径选择[J].金融研究,2009(9):192-206.
- [2]姜瑜.国际成熟市场REITs交易机制[J].中国金融,2021(22):94-95.
- [3]李雪灵,王尧.基础设施投资管理中的REITs:现状、问题及应对策略[J].山东社会科学,2021(10):78-83.
- [4]孙汉康.国外REITs发展的经验及对我国REITs转型的启示[J].经济问题,2019(10):57-63.
- [5]张斐懿.基础设施REITs税收安排的中美比较研究-兼论对我国的启示[J].财政监督,2021(15):70-76.
- [6]MCCALL J.A primer on real estate investment trusts: The legal basics of REITs [J].The Tennessee Journal of Business Law,2001,3(2):20-44.