



创新发展并表权益类REITs， 完善基础设施金融产品链闭环

Innovation at Consolidated Equity REITs and Improving Infrastructure Financing

张 凡

摘 要：自2021年4月中国REITs问世以来，基础设施金融产品链条已臻于完善，大致实现了业务生态闭环，但依然不够圆满，原因在于现有的产品体系满足不了部分特定市场需求。以债权类融资工具为主的私募金融和公募REITs均不能为成熟运营三年以内的基础资产提供权益融资，二者之间无法真正有效衔接，以满足国企降负债稳增长的需求，基础设施金融产品链出现缺口。并表权益类REITs借鉴私募产品和公募产品的设计原理，通过产品创新满足央企权益融资需求，可以补足缺口。

关键词：基础设施金融 生态链缺口 并表权益类REITs

Abstract: The launch of Chinese REITs in April 2021 has contributed to a marked improvement in infrastructure-related financial products. Nonetheless, the existing product system does not meet all market needs. Private finance and public REITs cannot provide equity financing services for underlying assets that have less than a three-year history. They also cannot be effectively integrated to meet the needs of state-owned enterprises seeking to reduce debt while maintaining steady growth. Consolidated equity REITs draw on the design principles of private equity products and public offering REITs, and meet the equity financing needs of central government enterprises through product innovation.

Keywords: Infrastructure Finance, Gap, Consolidated Equity REITs

作者系西南财经大学中国金融研究院博士研究生、长城基金管理有限公司REITs部门总经理。诚挚感谢清华大学金融系陆瑶教授和会计系谢德仁教授，以及博士生导师西南财经大学彭龙教授对本文的指点。当然，文责自负，且不代表所在机构立场。



自 2021年4月中国REITs问世以来，业界普遍认为从初始规划、施工建设到物业经营、退出等全阶段的不动产基础设施，均有相应的金融产品满足其融资需求，基础设施金融产品链条已臻于完善，大致实现了业务生态闭环，但依然不够圆满。现有的基础设施金融产品链存在一个缺口：不管是私募产品，还是公募产品，都无法满足运营0.5~3年内的权益融资需求。以债权类融资工具为主的私募金融和公募REITs均不能为成熟运营三年以内的基础资产提供权益融资，二者之间无法真正有效衔接，以满足国企降负债稳增长的需求。并表权益类REITs借鉴私募产品和公募产品的设计原理，通过产品创新满足央企权益融资需求，填补产品链缺口，弥补私募产品和公募产品之间的鸿沟，形成“Pre-REITs债务融资—并表权益类REITs股权融资—REITs股权融资”的闭环产品生态链，使基础设施金融产品链真正形成闭环。

基础设施金融生态闭环的缺口

私募产品和公募REITs面临的市场困境

自2016年以来，中央及各级地方政府

大力推动央企/国企降杠杆减负债：2016年9月，国务院出台意见要求切实降低企业杠杆率；2017年8月，国常会部署推进央企深化改革降低杠杆；2018年4月，中央财经委要求国企尽快降杠杆；2018年7月，国资委数次公开要求央企在合并口径下降低资产负债率，华电、华能等签署责任状；2018年9月，中办国办印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，明确提出降低资产负债率的量化标准；2019年，发改委发布通知明确企业降低杠杆率的工作要点。2022年，稳杠杆工作面临的内外部形势更加严峻。一是2022年经济增速下滑，肩负保增长使命的央企/国企新增投资规模屡创历史新高，必然推高资产负债率。二是国资委要求央企/国企整体资产负债率要稳中有降，对资产负债率的下降幅度进行量化考核。既要平衡好促发展与稳杠杆的关系，还要引入权益资金，2022年稳杠杆工作面临较大挑战^①。

私募类型的基础设施金融产品大多需要依靠主体信用增信，同时增加资产负债表左端的货币资金和右端的负债，提高企业负债率，属于债权类的融资工具^②，无

① 以某央企为例，其降杠杆稳增长工作方案的总体目标是：集团公司合并口径资产负债率同比下降0.5个百分点，实现资产负债率稳中有降；新增投资支出1000亿元。

② 一级土地开发阶段的城投流贷信托计划、棚改险资债权计划、信用债等，项目开发阶段的供应链反向保理ABS、供应链反向保理私募产品、银行再保理产品、开发贷险资债权计划、开发贷险资信托计划、银行开发贷，运营阶段的CMBS、经营性物业险资债权计划、银行经营性物业贷款，以及险资永续债、基础设施建设险资债权计划、基础设施建设险资信托计划、北金所债权融资计划和传统类REITs均属于债权类的融资工具。



法同时满足央企/国企降杠杆控制资产负债率和增加权益融资实现稳增长的要求。

标准化公募REITs的推出，是近年来资本市场业务创新体现，但依旧存在阻滞REITs发展的不利因素：公募REITs要求发行人自持至少20%的基金份额，底层基础资产年度可分配现金流不低于4%，评估时按收益法估值，其对价可能小于市场价格，且公募REITs可以盘活的资本金额度有限，以上原因导致企业发行REITs的意愿不强；在公募REITs交易结构安排中，通常需要对基础资产进行重组，各地工商局对资产重组的要求不一致，如实操过程中工商系统不支持子公司反向吸收合并母公司的情形，存在无法完成工商登记的情况；公募REITs在设立运营环节涉及的税费较多，目前财政部针对公募REITs的税收优惠政策还非常不完善，税收政策的不确定性制约了公募REITs的发展；当前针对基础设施公募REITs的规章制度和配套规则尚不完善，窗口指导较多，仍需相关部门逐步完善REITs相关的法律制度，最终将REITs产品作为创新产品纳入《证券法》的调整范围；在推进基础设施公募REITs项目过程中，国有企业参与公募REITs会涉及国资转让需要进场交易的问题，在首批试点发行时，虽部分地方政府主管部门原则同意将REITs在交易所上市视为公开转让，豁免了北京金融资产交易所进场交易要求，但针对国有企业参与公募REITs的相关国有资产转让配套政策仍需完善，效

率仍需不断提高。

基于以上原因，公募REITs虽然可以实现央企/国企降杠杆控制资产负债率和增加权益融资实现稳增长的要求，但由于试点阶段准入要求较高，权益融资效率有限，发行规模受到较大限制，预计今年额度不超过1 000亿元，肩负不起实现国家降杠杆稳增长战略的重任。

当前基础设施金融生态闭环的缺口

Pre-REITs等私募基金以债权类融资工具为主，虽具有融资功能，但会提升企业资产负债率，不完全符合国企/央企降负债稳增长的现实需求；公募REITs试点要求基础资产成熟运营满三年，虽然可以实现权益融资，但仅适用于成熟运营三年以上的基础资产，对成熟运营不满三年的基础资产则无能为力。Pre-REITs等私募基金和公募REITs均无法为成熟运营三年以内的基础资产提供权益融资，二者之间无法真正有效衔接，基础设施金融产品链出现缺口。

并表权益类REITs集合了私募产品融资规模可观、公募REITs权益融资属性的优点于一身，借鉴私募产品和公募REITs的设计原理和理念，通过产品创新实现国家降杠杆稳增长的战略目标，可以弥补当前基础设施金融生态闭环的缺口。

并表权益类REITs产品设计创新

并表权益类REITs产品设计

并表权益类REITs产品借鉴了公募



REITs和有限合伙企业的设计原理，是在传统类REITs交易结构的基础上，通过搭建有限合伙企业架构设计，采用融资人的并表子公司或基金子公司作为GP，以原始权益人持有的份额作为LP，发行的类REITs，在满足第22号和第37号会计准则规定的条件下，募集资金可计入少数股东权益科目，以达到降低资产负债率的效果^①。

并表权益类REITs产品通过设立有限合伙企业，以及安排合伙企业决策机制，可将有限合伙企业并入实际融资人的合并报表，从而将SPV持有的有限合伙份额计入合并报表的少数股东权益^②。并表权益

类REITs产品属于标准化金融产品，投资人范围广，销售难度较低，底层基础资产支持发行期限较长，加之融资人的高评级信用，可以在较长的产品期限条件下，获得相对较低的利率。

并表权益类REITs成立的前提是：有限合伙企业需要由发行方合并报表，并表权益类REITs发行后，80%的有限合伙份额纳入发行方合并报表范围内，可以计入少数股东权益，从而在不增加负债的情况下进行权益融资。

并表权益类REITs产品设计原理肇始于2014年私募基金“自融”，私募基金管理人在募集资金后，将募集资金用于私募基

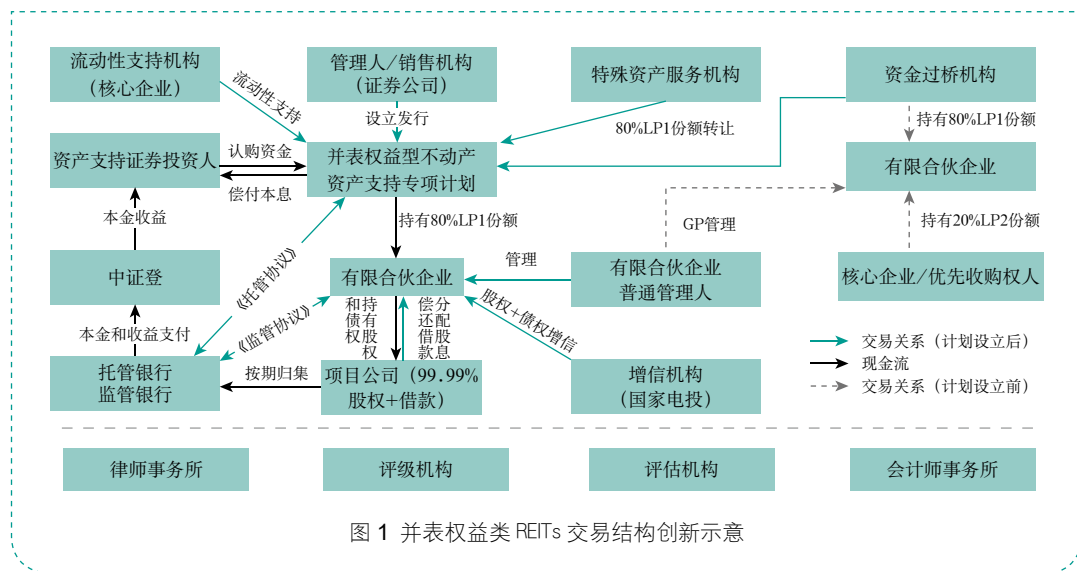


图1 并表权益类REITs交易结构创新示意

- ① 通常GP如为支持有限合伙企业运作而收取管理费或报酬，会被要求进行私募基金管理人备案登记。
- ② 有限合伙企业是否被界定为私募基金从而进行基金业协会备案，在业界存在巨大争议：如被认为不属于私募基金，可无须在基金业协会备案；如被认为属于私募基金，但实践中无法备案，丧失创新设计基础。



金管理人的关联方的经营。如部分公司为解决资金问题而设立私募基金管理人，并将募集资金用于认购其关联公司的股权。

(1) 发行方集团母公司出资20%担任有限合伙人LP1，其余80%有限合伙份额由资金过桥方或集团内外其他机构提供作为LP2，集团并表的私募基金管理人担任GP。(2) 有限合伙企业向发行方收购底层资产99.99%产权，支付转让款；以股东借款形式向项目公司发放贷款^①。(3) 有限合伙企业LP2以其80%的有限合伙份额作为基础资产，发行并表权益类REITs。

(4) 并表权益类REITs发行完毕后，以募集资金向原有限合伙人LP2支付转让对价，LP2退出。(5) 项目公司通过收取底层不动产租金或管理费等现金流，借款本息并派息，进而向并表权益类REITs分配收益，从而完成并表权益类REITs本息的兑付。

并表权益类REITs产品的合规性探讨

并表权益类REITs的交易结构符合

《合伙企业法》第61条和第62条关于合伙人最低数量的规定；普通合伙人GP、有限合伙人LP1和有限合伙人LP2签署书面合伙协议并进行实缴出资，符合《合伙企业法》规定的设立登记要求。因此，原始权益人LP1认缴80%有限合伙份额且满足《合伙企业法》第14条规定的条件后，即可以申报登记设立有限合伙企业。根据《合同法》和《合伙企业法》的相关规定，书面合伙协议生效后，无论有限合伙人LP1是否已经实缴出资，均可根据书面合伙协议的条款合法持有80%有限合伙份额，资产权属明确，符合ABS基础资产发行条件^②。作为基础资产的80%有限合伙份额为有限合伙人LP1合法所有的、权属明确、完整、可特定化的财产，基础资产的形成过程符合合规性要求。

有限合伙企业^③通过协议约定严格的投资标准和投决流程，约束合伙企业资金流向投资标的，通过投决会、持有人大会机制全流程管控合伙企业的投资，以满足

① 有限合伙企业一旦界定为私募基金，并表权益型类REITs的结构创新就有可能被全盘否定：私募基金为统筹安排搭建股债比例而向项目公司发放股东借款，会违背《私募投资基金备案须知》“私募投资基金不应是借（存）贷活动”的要求。有限合伙企业发放股东借款如被认为是集团内部借贷行为，则不会违反公司法要求。

② 有限合伙企业设立时虽然只有2个LP，但LP2份额转让给SPV后，如根据实质重于形式的原则，可能裂变为多个LP，从而有被认为涉及非公开募集资金的可能性。

③ 《合伙企业法》规定国有企业只能担任有限合伙人，这里的国有企业概念应属于狭义范畴，即为国家直接全额出资设立的、非有限公司形式的一级法人组织，除此之外，国家直接全额出资设立的一级法人组织的子公司、参股公司以及国家直接全额出资设立的有限公司，均有资格担任合伙企业普通合伙人。因此，发行方集团旗下的子公司，在满足上述要求时，可以认为不属于狭义范畴内的国有企业，有资格担任有限合伙人。



发行人并表有限合伙企业的需求。在合伙协议中，需要约定GP、LP的角色安排，以确保不能以非公开方式募集资金。有限合伙企业如果不属于合伙型私募基金，就可以不在基金业协会进行私募备案。

作为底层资产受让方的有限合伙企业与股权转让方签署股转协议，项目公司和转让方在协议生效10日内递交股权变更申请材料，协议生效20日内完成股权登记变更，底层基础资产股权转让过程符合合规性要求。有限合伙企业与项目公司之间签署股东借款协议，以企业间借款的名义向项目公司借贷，未损害第三方利益，未违反《民法典》等强制性规定，股东借款的转让符合合规性要求。

当专项计划成立时，计划管理人向有限合伙人LP1一次性支付80%有限合伙份额的全部购买价款，双方对资产交割进行确认后，80%有限合伙份额从有限合伙人LP1转移至专项计划，基础资产的转让过程符合合规性要求。

并表权益类REITs产品的会计探讨

并表权益类REITs产品中，普通合伙人GP出资虽少，权限却大，出资份额和控制权力的不匹配，造成了会计处理上难以正确适用于IFRS和我国企业会计准则关于合并报表的定性判断标准。根据第33号、第37号会计准则的要求，如果发行方集团可以有效控制有限合伙企业，就能够实现并表募集资金、做大少数股东权益从而降

低资产负债率的目标。

为保证会计并表的基本要求，发行方集团母公司作为有限合伙企业的普通合伙人GP，发行方集团并表范围内的下属公司作为有限合伙人LP2，在合伙协议中约定投资标的合格标准、投资回流本金及收益的分配等决策机制，如投资标的需要为AAA央企/国企、基础资产项目公司需要为发行人自身或体系内并表子公司、回流现金再投资需要比前次投资在进行无风险收益率对标调整后继续跳升等。由于合伙协议已约定明确的投资标的，普通合伙人只能在形式上影响投资，并且有限合伙企业持有的底层基础资产运营情况会显著影响有限合伙人LP2的可变回报，同时有限合伙企业LP2持有的份额不低于20%，这使集团下属公司具有充分理由拥有控制权，增加少数股东权益。有限合伙企业向基础资产项目公司发放的股东借款系集团内部借款，对应负债在合并报表层面可以相互抵消，不会增加集团合并报表层面的负债规模，因此达到降低集团资产负债率的目的。

在上文并表权益类REITs案例中，发行方集团并表范围内的下属公司作为有限合伙人LP2，持有限合伙企业20%的份额，资金过桥方LP1作为原始权益人持有80%的份额。当发行方集团并表范围内的下属公司持有的20%份额被视作权益工具，且发行方集团控制并合并有限合伙

企业财务报表，此时，SPV从有限合伙人LP1受让的80%份额可以确认为发行方集团合并财务报表范围内的少数股东权益。合并有限合伙企业后，有限合伙企业80%的份额作为少数股东权益合并进集团财务报表，发行方集团的总资产增加，负债不变，发行方集团资产负债率由于实现少数股东权益融资得以降低。

并表权益类REITs圆满构建基础设施金融生态闭环

Pre-REITs产品设计创新

Pre-REITs基金是指为公募REITs或类REITs的原始权益人（资产持有人）形成基础资产提供过桥融资、培育公募REITs或类REITs底层资产的私募基金。Pre-REITs基金不仅是一种金融产品，更

是一种“非标转标”和“批量化运营”的商业模式。

Pre-REITs发起机构一般从一级市场新建或购买培育型不动产并进行孵化，之后在资本市场发行REITs或类REITs。如果以类REITs作为退出途径，次级投资者通过利用资金杠杆，可以博取高收益；资产池一般为动态池，交易的投资管理机构会根据资产池的质量情况和收益率水平变化对池中资产进行持续动态管理。

首先，不动产金融机构与产业资本合资设立私募基金公司或有限合伙企业（SPV），由SPV作为GP与外部投资人（LP）合资设立Pre-REITs基金。

之后，不动产金融机构提供符合准入标准的原始权益人名单和备选入池资产，或由产业资本推荐原始权益人和入池

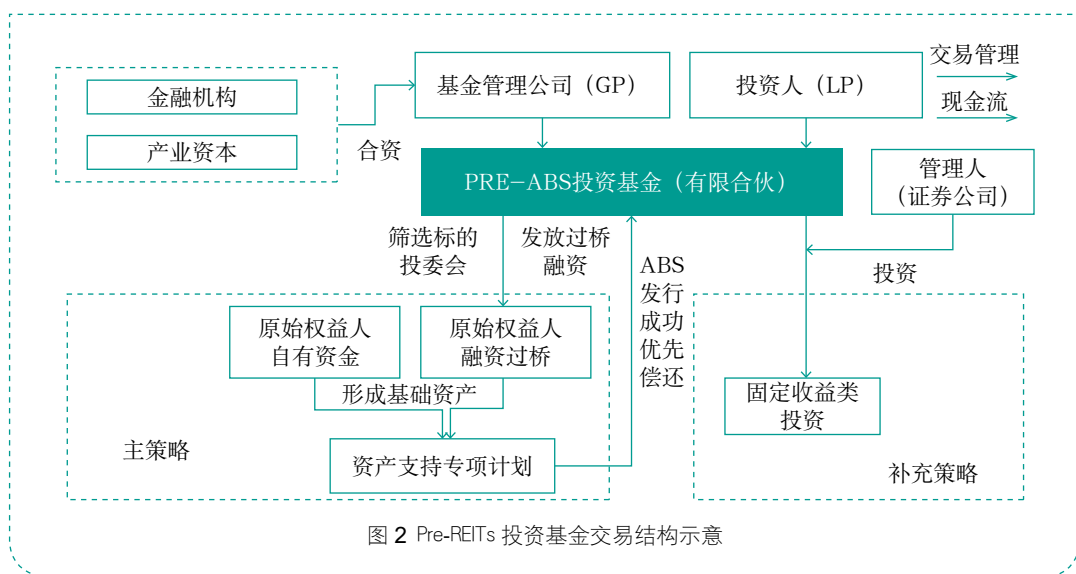


图2 Pre-REITs 投资基金交易结构示意图



资产，与证券交易所充分沟通开展公募REITs或类REITs的政策可行性，并与投资者提前沟通销售可行性，撰写可行性研究报告。若从政策层面和销售层面均具有较强可行性，则提请合资公司召开投资决策委员会（简称“投委会”）进行表决。若投委会表决通过，则由基金公司/证券公司作为管理人，与律师事务所、评估机构、评级机构（如需）和会计师事务所等中介机构进行尽调，制作申报材料并向发改委（如需）、证监会（如需）和证券交易所报送项目。在上报项目前，Pre-REITs基金通过信托计划或企业间借款向原始权益人发放过桥贷款，并对过桥贷款资金进行严格监管（只能由原始权益人对外投放形成基础资产），同时与原始权益人签订《债权质押合同》，原始权益人将基础资产质押给Pre-REITs基金。

公募REITs或类REITs产品完成发行后，基金公司/证券公司对募集资金进行实质监管，只能用于向Pre-REITs基金偿还过桥贷款。若极端情况下公募REITs或类REITs未成功发行，则由原始权益人按照约定的过桥贷款利率向Pre-REITs基金支付过桥贷款本金和利息，或通过非标模式将基础资产转让实现过桥资金退出。上述两种备选退出方案，Pre-REITs基金拥有选择权。

若以类REITs为退出路径，Pre-REITs基金相对于原始权益人和二级市场投资人具备优势地位，可以考虑利用这一优势，

主动为自己定制和投资上述资产证券化产品的中间层（次级一般由原始权益人自持）。中间层一般包括夹层和次夹层（如有）两档类REITs产品，评级通常分别为AA/AA-和A+/A（以下合称“夹层档”）。夹层档投资总金额占基金规模的比例可控制在20%以内，Pre-REITs基金认购了夹层档产品后，存续期间可以视市场情况进行交易转让，通过交易一次性变现投资收益，并腾挪头寸。当然，若夹层档产品需求旺盛，能够以较低的市场化价格迅速销售完毕，则也可以考虑全部对外销售。

传统类REITs承销项目中，关于夹层档的分层比例和预期收益的决策，主动权掌握在类REITs原始权益人手中，主承销商和投资机构只能被动接受分层和定价；Pre-REITs基金在项目中处于主导地位，掌握“主动定制产品+投资的主动权”，夹层档的分层比例和预期收益可以由Pre-REITs基金定制，主动投资的收益较为可观；Pre-REITs基金负责原始权益人以及其拟证券化的基础资产的审核和尽调，并负责设计分层比例和收益分配方案，相较于二级市场投资人，Pre-REITs基金具有信用风险识别的信息获取优势和产品设计的主动权，具备定制“相对低风险+高收益”夹层档产品的先发优势；随着Pre-REITs基金管理规模的增长，未来可以择机设立独立的夹层投资基金，有望挖掘新的业

务方向和收益增长点，尤其在资产荒的背景下；定制切分出次夹层产品进行主动投资，或与投资人共同投资夹层档，对提高投资人信心、加快销售进度、提高Pre-REITs基金的投资周转效率和投资回报，均有积极意义。

Pre-REITs基金可以为原始权益人提供过桥融资形成基础资产，也可以为原始权益人发行公募REITs或类REITs产品提供整体交易安排和产品方案设计（参与公募REITs或类REITs项目是提供过桥融资的前提），通过收取过桥期间实际资金成本占用费获取收益，同时，每单交易Pre-REITs

基金在公募REITs或类REITs项目发行后，一次性收取Pre-REITs产品过桥资金退出服务费。

并表权益类REITs是链接Pre-REITs和公募REITs的纽带

国企/央企资产培育阶段的融资需求可以由Pre-REITs等私募基金解决，资产成熟阶段（运营满三年）的融资需求可以由公募REITs解决，债权融资可以由私募基金解决，权益资金可以由公募REITs解决。但是，在基础资产刚刚建成至满足三年运营条件期间，私募基金和公募REITs无法满足国企/央企的权益融资需求。

表 1 Pre-REITs 基金交易方案要素表

要素名称	详细内容
产品形式	集合资产管理计划或有限合伙企业
基金管理人/GP	证券资产管理公司、公募基金子公司或有限合伙企业
LP资金来源	包括保险资金、产业资金及家族信托资金在内的合格投资人
投资领域	符合公募REITs/类REITs资产培育要求的、处于建设期或运营初期的基础设施不动产项目
决策方式	由金融机构和产业资本联合成立投资决策委员会（“投委会”），对基金每次投资标的、投资金额、交易结构安排等进行事前讨论与决策
放款时点	事先就原始权益人和基础资产与发改委、交易所及核心投资者进行沟通，在具备发行公募产品的政策和市场可行性或类REITs发行前提下再投放Pre-REITs资金
退出方式	1.原始权益人发行公募REITs或类REITs募集资金定向偿还过桥融资；2.选择比较优质的主体作为投资标的，并要求其提供相应增信措施（如有，包括母公司担保、资产抵质押等。若交易对手非常优质则可不要求提供增信），同时根据原始权益人的财务实力合理控制过桥融资金额，即使公募REITs或类REITs因意外情况未发行成功原始权益人也有能力偿还过桥融资
投资规模	首期规模不低于20亿元，模式成功后进行规模化复制
募集方式	为提高资金使用效率，可采取认缴制（非实缴制）方式，即先寻找符合投委会要求的投资标的资产，然后再发行资管产品募集资金
盈利来源	基金管理费和GP投资预期收益率
收益分配方式	GP各股东按照其持股比例分享GP层面的净收益（净收益=基金管理费+GP投资收益-基金运营成本和费用）



在公募REITs提供权益资本退出通道的情况下，Pre-REITs重点进行资产挖掘和资产管理，业务核心是资产价值风险识别能力和资产管理能力，这也是Pre-REITs确立基金领先地位的关键。Pre-REITs基金风险可控、有较大收益空间，为资产优化资金结构和搭建退出路径的同时，培育和提升现金流，待现金流成熟时通过类REITs或公募REITs退出。

并表权益类REITs承接Pre-REITs基金培育的基础资产，可以满足运营期为0.5~3年的不动产项目权益融资需求。基础设施产生稳定现金流后，发行方可以发行并表权益类REITs，将募集资金用于体系内存量/新增项目建设，培育新的优质资产，同时解决降杠杆和权益融资难题，进一步促进形成投资良性循环。

不动产基础资产运营满3年进入稳定阶段即可通过公募REITs实现退出，大幅缩短投融资循环周期，提升资金周转效率，有利于公司实现资产规模化发展，迅速覆盖市场；借助公募REITs，搭建公司资本运作平台，达到“Pre-REITs债务融资—并表权益类REITs股权融资—公募REITs股权融资”基础设施金融闭环的效果，实现盘活存量、带动增量、释放流量的模式转型。

基于降低代理成本的REITs产业链创新方案设计

对于一家大型集团来说，聘请集团

内部基金公司还是外部基金公司作为公募REITs管理人，是一个各方利益激烈博弈、较难抉择的决策。REITs治理的核心在于代理成本，为精简委托代理链条，将“持有人—REITs—管理人（基金管理公司及其关联企业）—资产管理团队—优质项目”模式衍化为“持有人—REITs—资产管理团队—优质项目”模式，减少利益冲突和信息不对称，有必要将REITs管理人和资产管理团队融为一体。

公募基金管理人与集团产业资本方合资设立REITs基金专业子公司，在REITs基金管理人层面，既可以运用公募基金资质操盘公募REITs，又能够组建专业的实体运营公司，负责公募REITs底层项目的运营管理，实现资产服务机构从外部到内部的转化，消除公募基金管理人与基石投资人的分歧，从而降低集团公募REITs的委托代理成本。

公募REITs专业子公司设立后，可以与集团旗下各板块的REITs发行人合作发行公募REITs，为每一类型的REITs设立由公募REITs专业子公司与REITs发行人合资的资产服务机构，承接相应REITs发行人的运营管理人员，不仅能助力集团实现轻重资产经营模式的分离，还可以通过REITs重构商业模式，倒逼实施有利于提升资产运营管理能力的改革，并向全球市场提供第三方资产管理服务，实现在不消耗资本的情况下提高盈利水

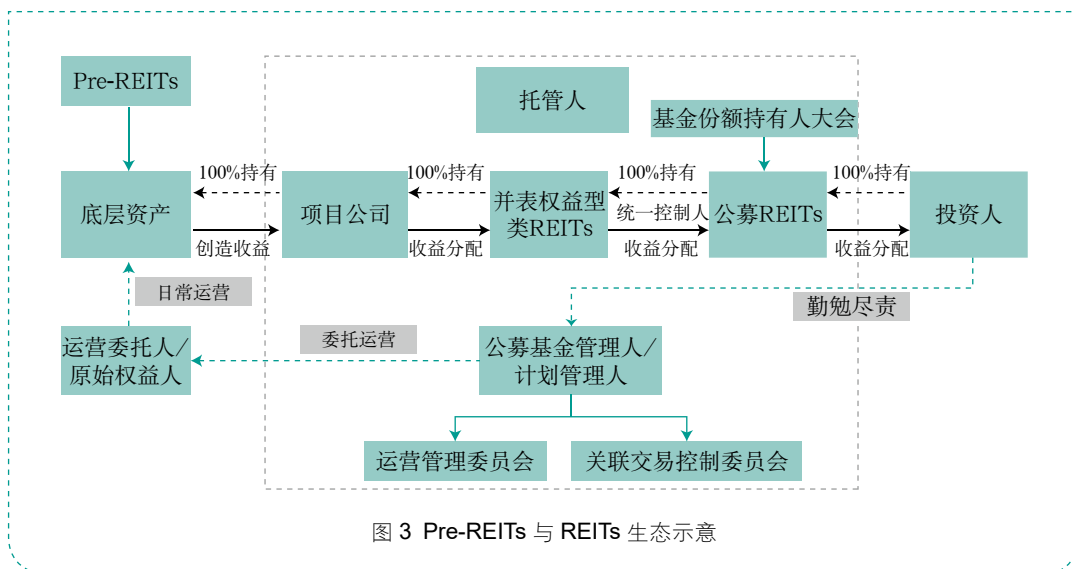


图3 Pre-REITs与REITs生态示意

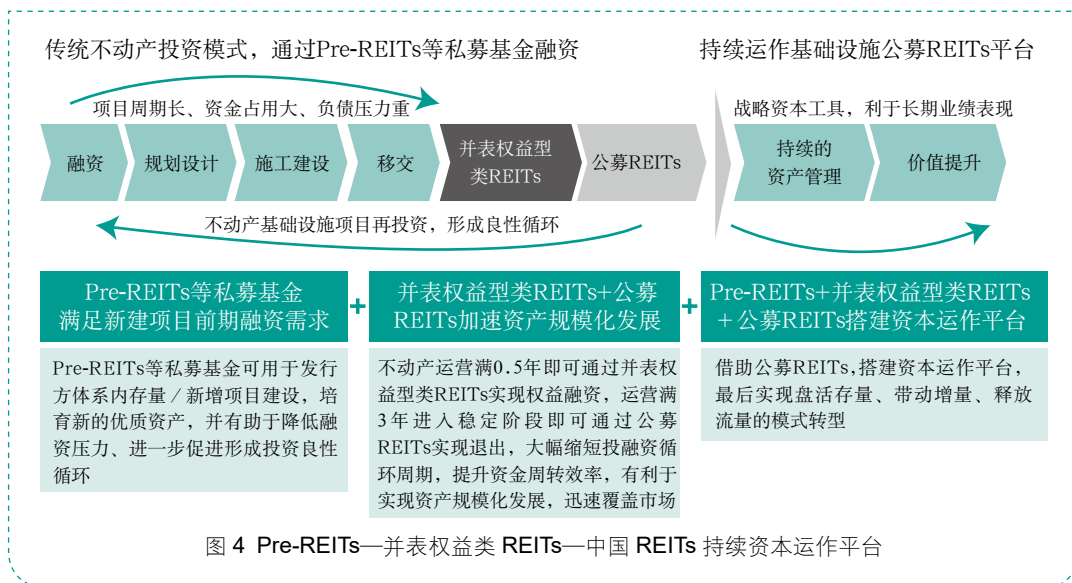


图4 Pre-REITs—并表权益类REITs—中国REITs持续资本运作平台

平，进而提升集团上市公司整体市场价值的理想目标。

公募基金管理人为服务集团REITs，与集团各子公司分别合资设立资产服务机

构，合资资产服务机构不纳入集团合并报表。资产运营管理业务属于劳动密集型的性质，需要耗费大量的人力，但产生的效益比较有限。集团可将各子公司的资产运



营管理人员划转至各合资资产服务机构，剥离资产运营管理业务，经过资产重组后的集团各子公司实现轻重资产分离，可以轻装上阵，最终实现由传统的“建设—持有—运营”重资产业务模式向“建设—持有—运营—REITs—建设”不动产金融业务闭环模式的嬗变。

REITs基金专业子公司成立后，在股东会、董事会、经理层层面均受到集团的深刻影响，可深入贯彻集团的意图，有效避免过度投资和融资，以回应集团发行人的利益诉求。由于公募基金管理人与集团产业资本方合资设立了REITs基金专业子公司，REITs基金专业子公司与集团产业资本方的利益将会保持高度一致，不会发生损害集团发行人利益的行为。在资源分配上，REITs基金专业子公司的业务以集

团利益最大化为导向，全力助力集团企业统筹中国能源金融产业链，综合运用Pre-REITs、类REITs和公募REITs，打造REITs资本持续运营平台。

总之，相对于聘请外部公募基金管理人，以体系内基金为REITs管理人，可以有效减少委托代理链条，将“持有人—REITs—管理人（基金管理公司及其关联企业）—资产管理团队—优质项目”模式衍化为“持有人—REITs—资产管理团队—优质项目”模式，减少利益冲突和信息不对称，最终可以降低委托代理成本。体系内基金从REITs基金专业子公司治理层面和REITs治理层面提供双重安全保障，作为可信赖的、不漏气的发动机，为集团REITs的安全推进保驾护航。公募基金管理人与集团产业资本方合资设立

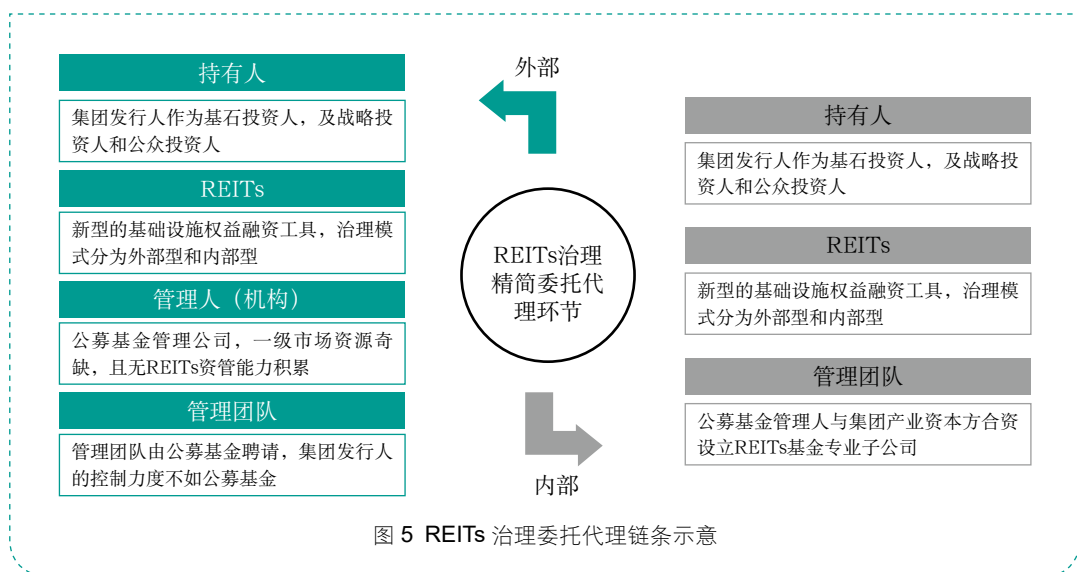


图 5 REITs 治理委托代理链条示意



REITs基金专业子公司，与集团主要板块分别合资设立合资资产服务机构，合资资产服务机构接收集团各主要板块的REITs运营管理人员，可以在降低委托代理成本的前提下，安全顺利运行“Pre-REITs—类REITs—公募REITs”持续资本运作平台。

搭建REITs持续资本运作平台的路径

管理Pre-REITs+并表权益类REITs+公募REITs持续资本运作平台，首先需要搭建不动产金融特殊目的载体（简称“不动产金融SPV”），目标是专注不动产板块的平台建设和发展，打造“行业整合和金融创新”的专业产业体系，以不动产开发、运营及商业并购为业务主导，以专业化的金融融资优势以及商业管理能力为核心竞争力，致力于金融服务实体，实现产融协同发展。

不动产金融SPV可以通过“募、投、管、退”的经营业务模式，建立专业化的资本运作体系：根据不同项目和市场需求进行Pre-REITs等私募基金的发起与募集，根据不同的融资目的设立不同类别的专业化基金；通过根据市场的发展，策划与定位投资标准，进行项目的合理筛选与投资；利用丰富的资本市场实战经验进行专业化的运营管理及投后管理；通过对商业物业的提升，在退出方面可以进行项目出售、转让回购以及在资本市场上发行并表权益类REITs或公

募REITs，使Pre-REITs等私募基金合理退出。

不动产金融SPV根据客户的实际需求提供切合需要的顾问服务、设施管理及资产管理服务。在商业策划、商业规划、工程管理、工程顾问、招商管理、运营管理、物业管理及物业顾问方面建立护城河，通过专业化的不动产资产管理，帮助所投资的标的企业进行有效运营，提升不动产基础设施价值。

不动产金融SPV要求从业人员兼具实业背景和金融背景，对不动产行业和金融业具有深刻独到的理解，通常来自于不动产资产管理机构和头部金融机构，分别负责不动产金融业务底层基础资产的规模管理和资产运营，及底层资产管理、投资组合管理和投资资本管理；资金来源于自有资金和银行信贷资金：自有资金主要来自于资产管理资金和不动产基础设施开发商的项目销售回款、资本市场直接融资和净利润；银行信贷资金主要来自于银行对项目的配套贷款。

为实现REITs持续资本运作平台的良好运营，不动产金融SPV需储备以下资源：积累丰富的资产端客户资源，高效对接各项资产端需求；积累丰富的资金方资源，建立专业的投资者需求库，能够精准掌握不同资金方对多种金融产品的需求；建立经验丰富的投行团队，培育强大的资产开发能力、投行团队执行能



力、资深的金融产品销售能力以及专业深入的研究分析能力；凭借股东及团队资源禀赋，建立对不动产、私募基金、债券市场和权益融资市场的深刻认知和资源积累，能够建立起不动产和资本市场的桥梁，面对亟待盘活的大量不动产基础设施资源，为投资人挖掘不动产基础设施资产链条中的资本机遇，通过发展咨询、融资服务两类业务，为资产端客户提供融资解决方案，通过基金管理和资产服务商两类业务为金融端客户提供资产管理解决方案。

随着行业规模增长和细分领域的精细化发展，对各基金的资产管理和资产挖掘能力的要求越来越高。不动产金融SPV需要拥有强大的资产开发能力、投行执行能力以及深厚的资产销售能力，积极开展不动产基础设施资产证券化业务，致力于构建基金、投行投资联动的一体化综合金融格局。

Pre-REITs基金完成收购标的资产后，可以发放借款为项目公司提供初始现金流，并提供良好的运营管理服务，待项目公司本身形成良好稳定的现金流后，运营满0.5年可通过并表权益类REITs实现权益融资退出，运营满3年进入稳定阶段即可通过公募REITs实现退出，同时也可以采用项目出售，转让回购等方式进行退出，大幅缩短投融资循环周期，提升资金周转效率，有利于实现资产规模化发展，迅速

覆盖市场。

依据风险收益指标，Pre-REITs基金的投资策略可以分为核心型策略、核心增值型策略、价值增值型策略和机会型策略四种，对应的特征分别是：核心型策略投资于成熟资产，持有期限长，投资杠杆低于50%，内部收益率为6%~8%，体现出低风险低回报的特征；核心增值型类似于核心型，不同之处在于将少量资金投资于培育型资产，杠杆率在50%~60%，内部收益率为10%~12%，体现出中风险中回报的特征；价值增值型策略将大部分资金投向于培育型基础资产，通过资产管理改善基础资产经营现金流，从而获得资产增值的收益，持有期较短，杠杆率为50%~75%，内部收益率为13%~15%，体现出稍高风险收益的特征；机会型策略主要投向于情形复杂、增值潜力较大的底层资产，要求投资人具有优良的资产管理能力，持有期较短，杠杆率高于60%，内部收益率高于18%，体现出高风险高收益的特征。

REITs投资逻辑聚焦于投资组合策略和个股选择策略。REITs投资人根据对资本市场、宏观经济、产业政策、物业业态等领域的判断，在投资组合中决定配置比例和时点，进行最佳风险收益配置：分散度过高会导致REITs投资人的精力不集中，从而降低管理能力；分散度过低则会增加系统性风险的影响，从而

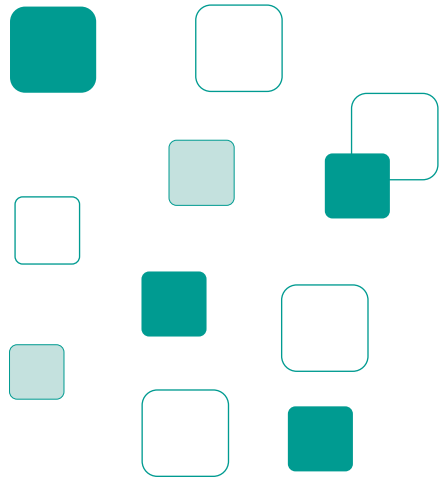


拉低组合业绩。在REITs个股选择层面，REITs投资人通过研判REITs估值水平、财务指标、发展潜力和管理人历史业绩、行业口碑等因素，评估REITs个股的质量，通常经历一个完整经济周期且表现良好的REITs管理团队，是公认比较优秀的。

不动产金融SPV运营团队需要根据不同客户的特质和需求，为各类物业提供地方及设施的管理服务，保障企业生产力，并提升物业组合的潜在价值。SPV同时以综合方案模式向客户提供全面而切合需要的顾问服务、设施管理及资产管理服务，包括市场定位、竞争环境分析、商业物业内部整体布局设计、招商策划、营运及维修、能源管理、租赁管理、资产维护与全

生命周期计量与规划，以及重要设备的更新与项目管理服务。[N]

学术编辑：曾一巳



参考文献：

- [1]巴曙松.房地产大周期的金融视角[M].厦门:厦门大学出版社, 2012.
- [2]蔡建春.中国REITs市场建设[M].北京:中信出版社, 2020.
- [3]陈飞,等.全球主要REITs市场法规汇编[M].北京:机械工业出版社, 2020.08.
- [4]韩志峰,张峥. REITs中国道路[M].北京:人民出版社, 2021.06.
- [5]胡翰,李丹,郭紫明.高管兼任与企业创新——来自集团型上市公司及其子公司的经验证据[J].投资研究,2020(9).
- [6]林华,等.金融新格局 资产证券化的突破与创新[M].北京:中信出版社, 2014.
- [7]林华.中国REITs操作手册[M].北京:中信出版社, 2018.
- [8]刘洪玉,张红.房地产业与社会经济[M].北京:清华大学出版社, 2006.
- [9]陆瑶,施新政.公司治理改革、产品市场竞争与公司价值[J].宏观质量研究,2016,4(04):48-62.
- [10]谢德仁.自由现金流量创造力十问[J].财会月刊,2021(21).
- [11]余靖雯,王敏,郭凯明.土地财政还是土地金融?——地方政府基础设施建设融资模式研究[J].经济科学,2019(1).
- [12]Chan, Su Han.Real estate investment trusts: structure, performance, and investment opportunities[M].Oxford University Press,2003.
- [13]Pavlov,Andrey;Steiner, Eva;Wachter, Susan.REIT Capital Structure Choices: Preparation Matters.[J].Real Estate Economics,2018,Vol.46(1):160-209.