



**编者的话：**基础设施REITs试点标志着境内基础设施公募REITs正式起步。这是基础设施投融资机制的一项重大创新，也是构建多层次资本市场体系的一次全新探索。然而，我们也要清楚地意识到，公募REITs同时带来的巨大挑战。一方面，亟须在试点中摸索出适合我国国情的REITs相关制度，另一方面，也对金融机构投研管理能力提出了更高要求。

► B9~B10

## 配套规则加快完善 万亿公募REITs稳起步

本报记者 李慧敏 任威 上海报道

随着公募基础设施REITs试点通知的发布，2020年成为中国公募REITs元年。中国多年来沉淀下来的基础设施资产，给REITs带来数万亿市场的想象空间。

公募REITs起航，各方抱有极高热情，且积极参与。但多方专业人士提出了“不可冒进”的提醒。9月27日，国家发改委投资司副司长韩志峰在中国REITs论坛2020年会上直言，中国现阶段基础设施

### 中国REITs定义口径更宽

“今后再谈到REITs的时候，不要首先想到的是房地产，而应该反应出来的是不动产，不动产天然的就包含了基础设施。”韩志峰表示。

1960年，REITs最早出现在美国，现在美国REITs基础设施的占比非常高，很多人以美国REITs对基础设施的定义称为狭义的基础设施，包括铁塔、通信、能源等等。

从目前披露的试点项目中，记者发现，中国对于REITs定义口径较美国口径涵盖范围更为宽泛，还包含大数据中心、仓储物流项目、产业园区项目等。

“如果用中国基础设施的定义反过来去看美国REITs市场的资产类型构成，会发现在美国REITs市场上，基础设施的占比至少达到了43.6%，这一比例与此次试点的口径基本一致。”韩志峰如是解释。

如果把口径放大到医疗健康、林业等领域，美国REITs市场占比超过50%，达到了55%左右。“这一比例的基础设施占比已经超过了传

REITs还不具备大规模推进的基础和条件。中国不可能照搬照抄国外的制度设计、交易规则，而是要根据中国的经济情况、经济制度、发展阶段来设计REITs相关制度。

《中国经营报》记者从上交所了解到，上交所初期依托各地的试点项目逐步转为“产业集群发力”与“政府协同推进”，在重点建设领域、重点产业集群推进上，地方发改委、国资委、税务部门、各主管部门等也积极加入到REITs项目沟通协调中。

统的房地产行业。”韩志峰补充道。

如果按照投资建设项目资金规模，我国基础设施资产量大约有100多万亿元，但这没有考虑到其升值部分。经过这么多年发展，其市场价值肯定已经升值，规模更大。

市场预计，假设100多万亿元的市场拿出1%做REITs，REITs市场即可达一万多亿元，专业人士表示，想象空间远不止于此。

中国REITs论坛2020年会主席、国务院参事徐宪平教授表示，根据北大光华管理学院的研究数据，我国基础设施存量资产的投资额超过130万亿元，如果上交所发行基础设施REITs产品基于成熟市场的现状，将4%的资产REITs化，市场规模将占到目前上交所股票市场的10%左右，约为美国REITs市场规模的50%以上，相当于日本REITs市场规模的6倍左右。如果逐步扩展为全部持有型不动产领域，上交所将成为全球最大的REITs市场。

### 目前不具备大规模推进基础

REITs在中国研讨多年，但受制于各种复杂原因迟迟未能落地。

2020年4月30日，证监会、国家发改委联合发布《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》（以下简称《通知》），标志着公募REITs开闸。

《通知》发出后，各方积极性非常高，但对于现阶段是否能够大规模推进，有关方面持谨慎态度。

全国政协常委、国家发改委原副主任张勇认为，基础设施REITs，在我国还是新生事物，面临着许多新问题、新困难，我们要学习借鉴国外先进经验，结合我国经济社会发展需要和基础设施的投融资领域的实际情况，以试点方式稳步起步，在试点过程中不断解决问题，力争探索出一条适应中国国情的基础设施REITs发展道路。

### 试点工作稳步推进

据证监会债券部主任陈飞介绍，目前，公募基础设施REITs试点正在紧锣密鼓、有序推进当中。证监会、沪深交易所和相关证监局正在与国家发改委及相关部门做好试点项目的推荐和筛选，部分省、市发改委已陆续启动项目申报工作，项目近期将上报国家发改委。与此同时，配套的规则和持续监管制度也正在加紧完善。

韩志峰的态度更为直接：“中国现阶段基础设施REITs还不具备大规模推进的基础和条件。”

在基础设施REITs推进过程中，需要通过试点和协调解决的问题非常多。韩志峰分析，首先需要凝聚合力，REITs涉及的各方主体涵盖监管部门，包括证监系统、发改委系统、财税、国资、行业部门等；各方参与的主体，包括原始权益人、投资人、公募基金、专项计划管理人；还包括中介机构等。此外，基础设施商业性和公益性如何协调也必须高度重视，诸如此类问题纷繁复杂，需要做大量的沟通协调工作。

“我国现行的证券市场的法律法规体系中并没有关于REITs的具体规定，也没有可以直接引用的相关法律条文，现阶段只能探索着往前走。”韩志峰坦言，不能期望基础设施REITs一推出就能够马上大规模推进，这显然是不现实的。

同时，一些具体问题可能也会影响中国REITs市场未来的发展，比如管理费报价问题。

据了解，部分机构、基金公司拿项目都想争取第一批，最极端的做法就是进行恶性低价竞争，管理费报价越来越低，甚至有些机构表示可以免费做。

事实上，政策的初衷是希望REITs管理人在项目推进中，利用专业知识发挥主动管理的作用，把资本市场和产业相结合，提升基础设施管理的质量和水平，从而获得其相应的报酬。“但是，如果费率过低，就会给外界造成一个印象，管理人根本实现不了主动管理。”韩志峰表示，其后果有可能会把整个市场的定位、方向偏掉了，这对REITs产业的发展非常不利。

此外，基础设施商业性与公益性如何协调也是一个非常现实的问题。

韩志峰表示，作为公共产品

或半公共产品，基础设施具有较强的公益属性，在很多时候，在公益性和商业性之间会产生一定矛盾。

更为关键的是，做好基础设施REITs试点需要参与各方的紧密合作。

REITs涉及的参与主体非常庞杂，涵盖几大类：其一为监管部门，包括证监系统、发改委系统、财税、国资、各行业部门等；其二为参与的主体，包括原始权益人、投资人、公募基金、专项计划管理人等；其三为中介机构。

“任何一个方面的关系处理不好，位置不摆好，这个事情有可能就推进不下去。”专家表示，各主体职责不同、角度不同、做事的方式方法不同，因此REITs制度设计需要各方形成共识，形成一个稳定的框架架构后落地REITs产品，这需要非常大量的沟通协调工作，因此需要凝聚各方合力。

## 证监会债券部主任陈飞：公募REITs高度契合金融业发展实际需求

本报记者 李慧敏 上海报道

“从我国金融市场发展现状及面临的问题来看，基础设施REITs试点的推出，高度契合了我国金融行业客观发展的实际需求。”中国证监会公司债券监管部主任陈飞日前在“中国REITs论坛2020年会”上如是表示。

陈飞认为，基于对金融市场各板块主体功能的契合，REITs的推出将为基础设施行业注入新的助推剂，也将对金融行业自身产生深远影响。REITs会缩短基础设施的投资期限，传统的基于服务收费偿还抵押贷款模式将被彻底改变。政府在内的投资者可以缩短其他重要建设项目的资本性支出，反过来会进一步推动基础设施REITs化、金融化程度，甚至改变传统政府机构、国有企业的资产与资本运作方式。

“开展基础设施REITs既能够有效盘活存量资产，形成良性投资循环，进一步提升直接融资比重，降低宏观杠杆率；又能拓展新的投资领域，作为股票、债券、现金之外新的大类资产配置类别，为投资者提供有高收益风险比、具有组合分散化价值、流动性良好的长期投资工具，为居民提升财产性收入提供高质量的大类资产。”陈飞如是分析。

陈飞认为，REITs本身的股票与债券属性，基于“锚定租金”的定价方式、充分的流动性安排、完善的信息披露机制，将进一步提升我国金融市场的效率与运营潜力。这种提升主要体现在四个方面。

其一，公募REITs试点有助于调整信贷市场结构性矛盾。

目前信贷市场，一方面存在融资主体错位，企业替代政府为商业



中国证监会公司债券监管部主任陈飞

回报周期较长的公益和准公益基础设施项目融资，在带来债务成本过高的同时，也给金融体系带来较大风险。另一方面，对基础设施投融资的权益类融资占比过低，过度依赖债务融资，长周期、高风险的经营难以获得适当融资方式；同时，家庭部门金融投资工具不匹配，居民的金财财富过度集中于房地产、货币和银行存款以及货币型代理理财产品，权益型工具整体过低。

“公募REITs的推出将有助于缓解信贷市场结构性矛盾的深层原因，为居民部门提供中长期金融投资工具，为企业和政府部门提供支持基础设施建设的长期权益型融资工具，降低对信贷市场的压力，疏通货币传导机制，促进产业升级。”陈飞表示。

其二，公募REITs推出有助于完善资本市场风险定价机制。

REITs的推出可以提供更多具备风险收益对称以及信息高度透明的产品。过往，在显性和隐性刚兑下，金融机构能够吸引投资者的重心偏重于收益率指标，为了追求高收益要求，机构势必要配置高收益资产，但优质的高收益资产相对稀缺，导致金融机构更容易采取期限错配或者信用下沉的策略，这是造成产品风险与收益不对称的重要原因。

陈飞强调，REITs作为具有“锚定”作用的基石产品将会促进金融机构按照激励相容的方向健康发展。当前，随着多元化专业投资者群体的培育与发展，REITs市场发展将促进完善金融市场的风险定价机制，平衡好资产端与负债端、供给端与需求端。

其三，公募REITs是资本市场投资者优化资产配置的重要路径。

首先，基础设施类资产与其他金融资产关联性低，有助于资产的多元化、分散化配置；其次，基础设施行业是国民经济发展的重要组成部分，依托于基础设施公共服务属性与土地的增值属性，是对抗通胀的重要资产类别，具有重要的配置价值。

“然而由于不动产较高的准入门槛，个人难以介入基础设施领域。对于金融机构而言，传统基础设施融资方式缺乏足够流动性，带来资产负债表的管理压力。”陈飞进一步指出，基础设施REITs试点为各类投资者参与基础设施及不动产市场投资提供了便利渠道，依托专业资产管理及运营模式，帮助投资者实现跨时期、跨地域、跨产业的分散化资产配置，有效帮助投资组合前向外延伸，能够更好地满足养老金、社保资金、居民理财资金对于不动产这一大类资产的投资需求。

其四，公募REITs有助于提升机构投资者经营稳健度，完善金融机构资产管理业务的储蓄特征。

借助REITs收益稳定、波动性低且相对安全的特性，通过投资REITs市场是实现强化资产管理业务的储蓄功能，促进长期价值投资，推动储蓄转化为投资的切实可行路径。REITs高分红、稳定特征，有助于将追寻固定回报资金导入REITs市场。

## 上交所总经理蔡建春：公募REITs助力构建资本市场新格局

本报记者 李慧敏 上海报道

上海证券交易所总经理蔡建春日前在“中国REITs论坛2020年会”上指出，当前中国正处于建设现代化基础设施体系和金融供给侧结构性改革的交汇期。“金融活，经济活；金融稳，经济稳”，基础设施领域公募REITs试点既是完善资本市场基础制度建设的内在需求，也是资本市场助力供给侧结构性改革和经济高质量发展的重要抓手。

“推动公募REITs试点是资本市场助力构建新发展格局的‘重要拼图’，具有重大时代意义；同时，REITs也将为夯实上海国际金融中心基础，增强国际金融中心功能发挥重要助推作用。”蔡建春强调，定价是金融的核心命题之一。以基础设施等不动产为代表的大类资产是资本配置最重要的领域，推动REITs市场发展，将进一步助力上海作为国际金融中心对全国、亚太地区甚至国际市场中的另类资产核心定价作用。

蔡建春表示，优质资产是REITs良性发展的关键，优秀运营能力是REITs稳健发展的保障。当前最重要的任务，就是把控好试点项目质量，加快推动一批优质试点项目落地，充分尊重与激励产业方持久参与意愿，尽快形成市场规模、市场合力，打造良好的示范效应。

《中国经营报》记者注意到，目前上交所储备项目覆盖众多省市区域，涵盖传统领域、新基建在内的主要基础设施类型。越来越多的市场主体在抢抓机遇，争取打通资产上市渠道。同时，试点项目进度加速，执行效率大幅提升。

蔡建春认为，进一步推动经



上海证券交易所总经理蔡建春

济高质量发展，需要持续加强基础设施建设，盘活存量也将成为资本市场长期目标之一。

目前，基础设施建设主体普遍存在建设资金不足的现实困难。一方面，大量优质资产形成资金沉淀，投融资循环受阻；另一方面，债务约束下，新建项目投资面临较大资金缺口。

蔡建春表示，未来REITs将带来新的管理理念。随着“企业信用”向“资产信用”的过渡，将推动政府与企业从传统的资产负债“左侧‘资产’”方式，带来更高流动性的同时，REITs对于促进资本形成、市场化配置资源、降低负债、缓释风险等方面也可以发挥重大作用。

而随着新基建等重要领域不断推进，持续释放的基础设施潜能，也将反过来为REITs发展创造更为广阔的空间。

蔡建春同时指出，未来REITs也将带来新的投融资路径，成为畅通投融资循环、催生新发展动能的重要手段，可以成为当前扩大内需、构建“双循环”新发展格局的重要抓手。

“定价是金融的核心命题之一。以基础设施等不动产为代

表的大类资产是资本配置最重要的领域，推动REITs市场发展，将进一步助力上海作为国际金融中心对全国、亚太地区乃至国际市场中的另类资产核心定价作用。”蔡建春指出，REITs连接资本市场、信贷市场、货币市场、利率市场以及包括基础设施在内的各大类资产领域，为大类资产板块之间提供价格相互“锚定”的金融基础。

蔡建春强调，借助REITs市场，将强化上海作为国际金融中心对海外资本，尤其是长期资本的引进作用，为人民币国际化提供更为丰富的路径。

同时，随着新技术的发展，推进5G、人工智能、数据中心等新型基础设施建设的投资需求越来越迫切。在REITs市场的助推下，上海将进一步带动辐射周边以及全国的基础设施投融资建设，也将成为中国基建行业拓展国际市场的前沿阵地。

“下一步，上交所将继续立足市场规律，深化制度建设，会同各方加快推进基础设施领域公募REITs试点平稳落地。”蔡建春表示，在前期，上交所已在研究探索REITs产品的过程中积累了丰富的实践经验，为公募REITs试点打下了坚实的基础。

相关数据显示，目前上交所基金市场规模占比超过交易所市场的70%，品种覆盖股票、债券、黄金、货币等多种资产类别，连接场内、场外，跨越境内、境外。上交所ABS资产类型覆盖应收账款、融资租赁、消费金融、基础设施等全部大类基础资产，发行规模超过3万亿元，市场规模约占交易所市场的70%。同时上交所也构建了类型丰富、运行稳健的私募REITs市场。