

中国特色REITs市场的探索、实践及展望

周小舟

(中国证券监督管理委员会债券部, 北京 100033)

摘要: 经过十几年的不懈探索,我国公募基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)正式启动试点。目前,REITs市场已初步形成一定规模效应和示范效应,在促进盘活存量资产、扩大有效投资以及践行“房住不炒”、优化资产配置和服务实体经济等方面的价值逐步显现。与境外成熟市场不同,我国REITs市场在服务方向、发展路径、运作模式、制度规则体系等方面具有鲜明特色,探索走出了一条既遵循成熟市场规律、又适应中国国情的REITs发展之路。展望未来,围绕贯彻落实党的二十大精神,REITs市场建设应总结试点经验,借鉴国际最佳实践,充分结合中国实际,坚持发展与规范并重,着力优化市场体系、完善制度规则及监管安排、夯实法律基础,更好服务经济高质量发展。

关键词: 基础设施领域不动产投资信托基金; 制度体系; 中国特色; 高质量发展

Abstract: After more than ten years of unremitting exploration, China's publicly-traded Real Estate Investment Trusts(REITs) in the field of infrastructure pilot projects have been officially launched. At present, the REITs market has initially formed a certain scale effect and demonstration effect, and its value in promoting the revitalization of existing assets, expanding effective investment, practicing “houses are for living in and not for speculative investment”, optimizing asset allocation and serving the real economy has gradually emerged. Unlike overseas mature markets, China's REITs market has distinctive characteristics in terms of service direction, development path, operation mode, system, and rules. It has explored a way to develop REITs that both follows the laws of mature markets and adapts to China's situation. Looking forward to the future, focusing on the implementation of the spirit of the 20th National Congress of the Communist Party of China, REITs market construction should summarize the pilot experience, learn from international best practices, fully consider China's situation, adhere to the equal emphasis on development and regulation, focus on optimizing the market system, improve the rules and regulations and regulatory arrangements, consolidate the legal basis, and better serve the high-quality development of the economy.

Key words: Real Estate Investment Trusts in the field of infrastructure, institutional system, Chinese characteristics, high-quality development

作者简介: 周小舟, 经济学博士, 中国证券监督管理委员会债券部主任, 研究方向: 资本市场、债券市场改革、政策与监管。

中图分类号: F832.49; F293.3 **文献标识码:** A

不动产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts, REITs)是指在交易所公开上市交易,通过证券化方式将具有持续、稳定收益的不动产或其权益转化为流动性较强证券的标准化金融产品。REITs在国际资本市场已有60多年历史,市场发展迅速、产品相对成熟,具有定期高比例分红、上市流通、享受税收优惠,资金主要投资于可产生持续、稳定租金或收益的不动产、突出产业化运营管理等主要特征。

目前,已有40多个国家或地区建立了REITs市场,截至2022年10月底,全球REITs市场规模超过2万亿美元。

不同国家或地区从各自市场环境、法律制度、税收制度等具体情况出发,形成了监管框架、发展路径各不相同的市场发展之路。

一、历经多年研究探索,我国REITs试点正式启航

多年来,理论界、实务界等相关各方对REITs进行了不少研究和探索,可以说,境内REITs市场建设先后主要经历了萌芽探索、试点培育和常态化推进三个阶段。作为改革的新生事物,REITs市场功能日益发挥,也逐步得到了市场广泛认可。

(一)萌芽探索阶段(2001年至2019年初), REITs的研究论证逐步开展

从上世纪90代开始,中国部分地区就已经开展了具有REITs雏形的早期探索,如“三亚地产券”,已具备了现金流来自销售收入、破产隔离等基本制度安排,初步体现REITs的部分特征。2003年前后,日本、新加坡、中国台湾和中国香港相继推出REITs产品,引起社会各界的广泛关注。

2004年1月,国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(国发〔2004〕3号),开始提出探索资产证券化业务。2008年,国务院办公厅发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发〔2008〕126号),提出开展房地产信托投资基金试点,拓宽房地产企业融资渠道。2009年,央行联合银监会、证监会等11部委成立REITs试点管理协调小组,研究试点路径和相关方案,标志着境内REITs正式进入研究论证阶段。

2010年,住建部等七部委联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》,鼓励金融机构探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房的融资渠道。2016年10月,国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发〔2016〕54号),提出有序开展企业资产证券化,支持房地产企业通过发展REITs向轻资产经营模式转型。

2014年以来,证监会开展了不动产证券化业务试点,中信启航专项资产管理计划在深圳证券交易所挂牌,以类似于REITs的形式开启境内不动产证券化实践。2015年6月,鹏华前海万科封闭式混合型发起式证券投资基金设立,成为国内首单公募REITs产品。虽然前海REITs实际享受的是物业租金的收益权,而非完全的产权,但为以“公募基金+资产支持证券”模式推出公募REITs试点提供了可资借鉴的案例。

2018年以来,社会各界对推出公募REITs的呼声日益高涨,诸多“两会”建议提案提出要推出公募REITs。2019年1月,《中共中央 国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》明确提出“支持发行房地产投资信托基金(REITs)等房地产金融创新产品”。证监会、国家发展改革委在总结传统基础设施领域和社会资本合作(PPP)项目资产证券化的运行实践的基础上,着手研究从基础设施领域破冰公募REITs的可行性。

(二)试点培育阶段(2019年初至2021年底),公募REITs从基础设施领域取得突破

2019年,国家发展改革委、证监会组成联合调研组,先后赴海南自由贸易试验区、粤港澳大湾区和长三角地区等区域调研,与地方政府、基础设施运营企业、金融机构、科研院所等广泛沟通交流,探究开展基础设施REITs试点的可行性及配套政策需求,各方普遍认为基础设施已经具备开展试点的基础。

经过充分论证和履行有关决策程序,2020年4月底,证监会、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》(证监发〔2020〕40号),在现有法律框架下,创新性地采取“公募基金+资产支持证券”模式,正式启动基础设施REITs试点。

试点启动以来,证监会、国家发展改革委在市场培育、项目推荐、审核注册、信息披露、日常监管等方面构建了制度性、机制性安排,保障了试点工作顺利开展。财政部、国家税务总局在税收支持政策和会计处理,国资委在国资转让,银保监会在保险资金、银行理财等机构投资者准入方面都给予了大力支持,完善了配套支持政策,激发了市场参与热情。

基础设施REITs试点坚持高标准、稳起步,明确了适当的收益率及资产规模门槛要求,构建了国家发展改革委项目合法合规性推荐、证券交易所上市审核、证监会产品注册的流程机制安排,确保试点项目合法合规和高质量。

2021年6月,首批9个试点项目顺利上市,投资者认购踊跃,共募集资金314亿元,项目涵盖产业园区、高速公路、仓储物流、污水处理等多种资产类型。试点项目的成功落地,标志着我国公募REITs市场建设迈出关键一步。

在试点项目稳步推进的基础上,2021年7月,国家发展改革委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》,将试点区域范围拓展至全国各地区,明确符合条件的项目均可申报。试点行业范围拓展至保障性租赁住房、旅游设施,以及数据中心、5G设施、通信铁塔等领域。

(三)常态化推进阶段(2022年初至今),盘活存量资产,扩大有效投资,助力稳定宏观经济大盘

2022年以来,经济下行压力依然较大,高效统筹疫情防控和实体经济恢复发展的背景下,中央对扩大基础

设施投资作出重要部署，2022年5月，国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》(国办发〔2022〕19号)，明确提出“进一步提高推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的基础设施REITs项目发行上市”。

为贯彻落实国务院办公厅《关于加快发展保障性租赁住房的意见》(国办发〔2021〕22号)和国办发〔2022〕19号文相关要求，2022年5月底，证监会联合国家发展改革委印发《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》，推动保障性租赁住房REITs业务规范有序开展。

为贯彻落实国办发〔2022〕19号文有关要求，2022年8月底，证监会联合国家发展改革委制定《加快推进基础设施REITs常态化发行的十条措施》，从市场培育、项目遴选推荐、审核注册、监管资源配置和配套政策完善等全链条、全流程等方面，明确政策安排，推动常态化发行和市场规范健康发展。

国办发19号文和“十条措施”发布以来，不少地方政府相应明确了配套政策措施，证监会联合国家发展改革委优化了项目审核推荐程序，建立重点地区综合推动机制，推动形成项目供给梯队。2022年下半年以来，REITs首发和扩募项目加速推进和落地，基础设施REITs开始由个案试点阶段转入常态化推进新阶段。

二、REITs试点工作取得积极成效， 对于服务实体经济高质量发展意义重大

2021年6月，首批试点项目顺利上市以来，各项工作有序推进，试点项目市场认可度较高，运行总体平稳，各项制度规则初步经受了市场检验，达到预期目标。REITs对于盘活存量资产，扩大有效投资，降低实体企业杠杆率，推动金融供给侧结构性改革，服务构建新发展格局和经济高质量发展具有重要积极意义。

(一)试点稳步推进，市场初具规模

随着基础设施REITs常态化发行的推进，截至2022年11月底，已有24只公募基础设施REITs产品获批，其中22只产品上市，募集资金超750亿元，总市值约830亿元，项目涵盖收费公路、产业园区、污水处理、仓储物流、清洁能源、保障性租赁住房等多种资产类型，形成了一定规模效应和示范效应。上市REITs运行总体平稳，市

场认可度较高，平均日均换手率超过2%，流动性高于日本、新加坡和中国香港等成熟市场的平均水平。

(二)支持盘活存量，扩大有效投资

已发行REITs原始权益人涵盖中央企业、地方国企以及民营背景企业，其中16只产品实现了出表，平均自持比例为28%，有效降低了原始权益人的资产负债率，降低地方政府和国有企业债务负担，有助于从整体上降低宏观杠杆率。

发行REITs可以提前收回投资，用于补充其他投资项目的资本金。已上市REITs募集资金重点用于科技创新、绿色发展和民生等基础设施补短板领域，回收资金带动投资的新项目总投资额超过4200亿元，助力盘活存量资产，促进有效投资。

(三)提升运营管理效率，促进国有企业改革

基础设施REITs可深度融合产业资本和金融资本，并通过资本市场的公司治理、信息披露及市场约束机制，促进企业从重资产持有者向专业运营管理者转型，提高基础设施项目的运营管理效率，提高发展质量。

REITs中等风险、中等收益的特征，可弥补资本市场金融产品的短板，通过发行REITs引入战略投资者和公众投资者，拓宽了国有企业混合所有制改革的新路径，可有效调动各方参与基础设施建设和国有企业改革的积极性。

(四)助力保障性租赁住房市场发展，服务房地产发展模式转型

推出保障性租赁住房REITs，是落实中央“房住不炒”和“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”战略部署的重要举措。

2022年8月底，北京保障房、深圳人才安居、厦门安居集团首批三只保障性租赁住房REITs成功发行上市，共募集资金38亿元，带动投资总额超过350亿元，全部投向新保障性租赁住房项目建设，有力支持了保障性租赁住房发展。12月9日，首单市场化机构运营的保障房REITs，也是首单R4住房租赁专项用地REITs上市，募集资金12亿元，网下及公众投资者认购倍数超247倍，创已发行REITs认购倍数新高，受到市场高度认可，有力助推保障性租赁住房深化市场化改革。

(五)促进共同富裕，满足“长钱”需求

截至11月底，上市REITs收盘价较首发平均上涨约20%，产权类REITs对应现金流分派率平均为3.67%，特许

经营权类REITs对应内部收益率(IRR)平均为5.51%，高于市场多数理财产品收益率，具有风险适中、收益稳定、流动性好等特点，为投资者开辟了一条参与基础设施等项目投资的新渠道，有利于推动金融供给侧结构性改革，提升居民财产性收入，落实共同富裕、共享发展的新理念。

公募REITs对追求中长期稳健收益的机构投资者存在较强吸引力，可较好满足社保类基金、养老基金、企业年金、保险资金的配置需求。保险资金已积极参与REITs市场，从一级市场看，截至11月底，保险公司合计获配116.56亿元，占首次发售金额的15.39%；从二级市场看，保险公司合计持有126.96亿元，占REITs市场规模的15.36%。社保类基金、养老基金、企业年金等长线资金投资REITs市场正在积极推动过程中。

三、进一步发挥各方合力，持续走好中国特色REITs市场高质量发展之路

我国基础设施REITs试点始终坚持服务实体经济的根本方向，聚焦盘活基础设施存量资产、扩大有效投资的核心目标，坚持政府引导和市场驱动的有效结合，鼓励企业打造REITs资产上市平台，实现转型发展；创新治理机制，以基金管理人为主导，原始权益人参与，实现“优势互补”和“互相制衡”；完善监管制度机制，强化投资者权益保护。总体看，基础设施REITs市场体系逐步完善，市场功能稳步发挥，市场建设也正扎实有序推进。

展望未来，我们要深入贯彻党的二十大精神，围绕建设中国特色现代资本市场，进一步推进REITs常态化发行，加快推进多层次市场体系建设，夯实法规制度基础，完善监管和投资者保护安排，走好中国特色REITs市场发展之路，更好助力经济高质量发展。

(一)坚持服务实体经济，加快推进市场体系建设

一是拓宽试点范围。尽快将试点范围覆盖到新能源、水利、新基建等基础设施领域。落实中央“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”要求，加快打造REITs市场的保障性租赁住房板块。会同相关部委积极研究市场化的长租房及商业不动产开展REITs的可行性和路径安排。二是完善多层次市场体系。贯彻落实国办《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》有关要求，进一步推进REITs各项基础制度改革创新。尽快推动首批扩募项目落地。促

进畅通从Pre-REITs培育孵化、运营提质到公募REITs上市的渠道机制，积极探索建立多层次REITs市场。三是进一步推进常态化发行。继续推进基础设施REITs常态化发行十条措施落实落地，推动更多符合条件的基础设施REITs项目发行上市，促进形成投融资良性循环的市场生态。

(二)完善制度规则体系，夯实市场发展基础

一是优化工作流程，提高工作效率。联合国家发展改革委进一步优化试点项目推荐、审核程序，统一审核理念和审核标准，提高工作效率，增强可预期性。二是明确大类资产审核和信息披露标准。总结试点经验，对产业园区、收费公路和仓储物流等实践较多的资产类型，按照“成熟一类、推出一类”的原则，明确审核及信息披露要求，并以适当方式向市场公开。三是完善市场化的询价定价机制。按照市场化、法治化原则，完善REITs发售业务规则，规范发行推介、询价、定价、配售行为。四是研究推动REITs立法。借鉴境外成熟市场实践，在《公司法》《证券法》框架下，研究依托资产支持证券框架推动REITs立法；研究推动将REITs份额认定为国务院认定的其他证券，推动专门立法，系统构建符合REITs发展规律及中国国情的法规制度安排。

(三)强化事中事后监管，促进市场平稳运行

坚持发展与规范并重，证监会已制定印发《基础设施公募REITs监管工作方案(试行)》，初步构建符合市场运行规律、具有中国特色的监管制度安排，着力防范市场风险，促进实现市场规范有序、主体依法合规、投资者有效保护的良好市场生态。

加强基础设施公募REITs监管工作的主要思路是：一要构建全链条的监管机制。遵循基础设施REITs的特点规律和风险特征，借鉴成熟市场经验，遵循证券公开发行监管逻辑，建立包括项目尽调、发行定价、信息披露、资产运营管理、二级市场交易等环节的全链条监管制度。二要突出以“管资产”为核心。按照基础设施REITs资产上市的本质属性，参考资产证券化市场监管实践，按照实质重于形式的原则，重点加强对基础资产质量、运营管理的穿透监管，细化监管要求和工作安排，强化精准高效。三要促进市场主体归位尽责。按照《基金法》要求，突出压实基金管理人的主动管理责任，督促基金管理人、基金托管人、资产支持证券管理人、原始权益人、(下转第16页)

不可持续的行为，应进行严格规范。同时，一旦发现资料造假和虚增收益等行为，即予以坚决打击，提高违法违规成本，做到覆盖严密、协调顺畅、责罚到位，保护长期价值投资者参与积极性。

三是坚持简化产品逻辑。REITs的优势之一，是产品逻辑简单明确，估值方法简洁清晰。逻辑复杂，让投资者看不清楚、想不明白，必然不利于产品发展和市场建设。比如，基础设施REITs上市项目大体可分为产权和收益权两类。不论首发还是公募，建议在没有论证清楚估值逻辑、存续期限等问题之前，先坚持将同一类型资产装入同一只REITs，暂不混装两类资产，避免产品逻辑复杂、提高投资者判断难度，影响REITs逻辑简单直接的优势。

四是坚持优化运营管理。REITs发行后，底层资产在存续期还要继续运营。群众不仅是REITs的投资者，也是底层资产的服务对象。基础设施REITs项目公共属性较强，往往为群众提供交通、住房租赁、供水供电等公共服务，部分项目还涉及公共产品调价管理，关系资产和投资两端的广泛主体，涉及千家万户，牵一发而动全身。建议在优化完善运营管理制度时，不仅要做好原始权益人、基金管理人等的权责利平衡，也需更好照顾到资产的服务群体和服务质量。

三、发展REITs要具有基于国情的中国特色

党的二十大报告指出，要“坚定道路自信、理论自

信、制度自信、文化自信”“中国的问题必须从中国基本国情出发，由中国人自己来解答”“既不能刻舟求剑、封闭僵化，也不能照抄照搬、食洋不化”。

(一)REITs要厚植国情实际才更具生命力

改革开放40多年来，我国不断坚持和完善中国特色的社会主义基本经济制度，在国家重大战略、发展规划、产业政策、投资项目管理、国资监管、金融管理等法规制度方面，在发展阶段、经济总量、投资结构、存量资产等国情实际方面，与其他国家存在很大差异。

REITs属于舶来品。美国上世纪60年代最早推出REITs，目前全球40多个国家或地区已推出相关制度，普遍经历了一系列立法和政策的长期调整过程。很多制度规定和产品发展，都是适应当地需要、根据当地实际、随当地政策变迁而形成的。比如，在上世纪80年代的美国，随着美联储加息与房地产融资缺口的不断扩大，高分红、高杠杆的抵押型REITs产品一度野蛮生长，而后资金链断裂又迅速衰落，权益型REITs则一路发展壮大。¹不同国家地区、不同历史阶段的经验无法简单复制。

因此，发展REITs必须牢牢把握制度国情、实践国情，学习借鉴国际经验中最本质、最精华的部分，打造有国情特色的中国版REITs。完全生搬硬套其他国家的理论和做法，只会造成水土不服，阻碍REITs发展。只有一切从实际出发，探索好、总结好、使用好中国实践，着眼解决REITs发展中的实际问题，才能有效提升我国

(上接第12页) 外部运营管理机构、财务顾问、证券基金服务机构等参与方依法履行职责。依法打击违法违规行为，保护投资者合法权益。**四要建立健全综合监管体系。**建立证监会相关部门、证监局、证券交易所、证券业协会和基金业协会等单位各司其职、协同配合的准入监管、日常监管和风险处置工作机制，发挥监管合力。

(四)进一步凝聚各方合力，推动市场持续健康发展

试点启动以来，相关部门、地方政府、参与机构都做了大量富有创新和开拓意义的工作，形成了有效的工作合力。下一步，证监会债券部将继续与有关方面加强沟通协作，着力推进以下工作：**一是持续推动建立重点地区综合推动机制。**联合国家发展改革委投资司等单位推动更多地方政府建立由省级领导牵头，地方发改委、证监局、金融

局、国资委等多部门参加的综合推动机制，统筹协调解决REITs涉及的项目合规、国资转让、税收政策、权益确认等问题，保障常态化发行的项目资源供给。**二是加快推动完善配套政策。**加强与相关部门沟通，进一步明确基础设施REITs的会计处理方式和税收征管细则；推动全国社保基金、基本养老金、企业年金、职业年金等配置型长期机构投资者参与REITs投资，为盘活存量资产提供中长期资金支持。**三是加强宣传培训。**依托重点片区会、座谈会、专题培训会等形式，组织地方政府、相关部门、市场参与主体等开展培训交流，加强宣传引导和投资者教育，促进形成更广泛共识，推动REITs市场高质量发展，共同为推进中国式现代化作出新的更大贡献。 ■

(责任编辑：何鹏飞)