

发展REITs要以党的二十大精神为重要价值取向

呼和

(国家发展改革委投资司投融资处, 北京 100824)

摘要:我国不动产投资信托基金(REITs)发展至今,成效显著,但对关键问题的探索和改革也进入深水区。应将党的二十大报告明确的一些原则作为发展REITs长期坚持的价值取向。一是发展REITs应更加注重把着力点放在促进实体经济高质量发展上。建议更加注重调动原始权益人积极性,更加注重合理使用回收资金,更加注重规范社会资本发展,更加注重项目管理合规性。二是发展REITs应坚持以人民为中心、主要服务于长期和价值投资者。坚持做好投资者教育和市场培育,坚持把关资产质量,坚持简化产品逻辑,坚持优化运营管理。三是发展REITs应更加体现中国特色,更加贴近改革发展实际。以包容的态度对待改革中的问题,以合理的节奏拓宽发行范围,以多元化的思路发展盘活存量市场,以勇于担当的精神加大政策支持力度。

关键词: 不动产投资信托基金; 党的二十大; 高质量发展; 实体经济; 存量资产

Abstract: The development of China's Real Estate Investment Trusts (REITs) have achieved remarkable results, but the exploration and reform of key issues have also entered into the deep water area. Certain principles specified in the report of the 20th National Congress of the Communist Party of China should be taken as the long-term value orientation for the development of REITs. First, the development of REITs should focus more on promoting the high-quality development of the real economy. More attention shall be paid to mobilizing the enthusiasm of original stakeholders, rationalizing the use of recovered funds, regulating the development of social capital, and securing the compliance of project management. Second, the development of REITs should be people-centered and mainly serve the long-term investors and value investors. Persist in conducting investor education and market cultivation, checking asset quality, simplifying product logic, and optimizing operation management. Third, the development of REITs should better reflect Chinese characteristics and be closer to the reality of reform and development. Treat the problems in the reform with an inclusive attitude, broaden the scope of issuance at a reasonable pace, develop and revitalize the stock market with diversified ideas, and increase policy support with a courageous spirit.

Key words: Real Estate Investment Trusts, the 20th National Congress of the Communist Party of China, high-quality development, the real economy, stock assets

作者简介: 呼和, 国家发展改革委投资司投融资处处长, 研究方向: 固定资产投资融资。

中图分类号: F832.49; F293.3 **文献标识码:** A

改革越深入,价值取向越重要。我国的不动产投资信托基金(REITs)发展到今天,总体成效显著,各方评价积极,但关键问题探索改革也进入深水区。党的二十大报告明确的一些原则,是发展REITs应当长期坚持的价值取向,更应当是关键决策时在天平一侧加上的重要砝码。改革道路上,应始终坚持这些重要原则,犯其至难、图其至远,坚持做困难但正确的事,推进REITs健康发展,有效防治各类金融

风险。

一、发展REITs要把着力点放在实体经济上

党的二十大报告指出,“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,推进新型工业化,加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国……构建现代化基础设施体系”“健全资本市场功能,提高直接融资比重”。

(一)REITs有利于盘活存量资产，扩大有效投资，推动实体经济高质量发展

投资是扩大内需战略和深化供给侧结构性改革的重要结合点，是实体经济高质量发展的重要动力。当前，受内外部因素影响，地方政府投资能力有限，民间投资积极性有待进一步提高，投资和经济增长面临一定压力。同时，经过多年投资建设，我国建成了一大批优质存量资产，形成一笔巨大的实体经济财富。

把发展经济的着力点放在实体经济上，合理扩大有效投资，就需要“两条腿”走路，在保持新增投资力度的同时，下大力气在存量资产盘活上想办法、做文章，促进打通“资产-资金-投资-资产”的良性循环，增强投资对优化供给结构的关键性作用，增强国内大循环的内生动力和可靠性。

REITs是与投资、与实体经济联系最紧密的金融产品。作为权益性融资、直接融资，REITs不仅可以打通投资的规范退出渠道，缩短投资回收周期，优化实体经济运营模式，降低企业杠杆率，回收资金，还可以直接支持国家重大战略、“十四五”规划102项重大工程、新基建、“双碳”和社会民生等重点领域项目建设，夯实制造业发展基础，构建现代化基础设施体系，进一步完善储蓄向投资的转化机制，助力实现中国式现代化，意义重大、影响深远。可以说，推动REITs更好服务实体经济，就是推动REITs实现高质量发展。

(二)基础设施REITs现行政策已对支持服务实体经济提出明确要求

基础设施REITs试点启动以来，探索形成了一系列支持实体经济发展的政策措施。在回收资金使用上，国家发展改革委《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》(以下简称958号文)明确，试点范围包括交通、新能源、产业园区、生态环保、新基建、保障性租赁住房等实体经济重点领域，盘活后90%以上的净回收资金应当用于在建或新开工项目建设，形成资金在实体经济内的良性循环，切实避免金融脱实向虚、金融体系“自我循环”和资金“空转”。而且，新项目必须符合国家鼓励方向，不支持“两高一低”等负面清单项目，确保形成精准有效投资。在风险防控上，为防止可能出现的个别企业“甩包袱”、套现跑路等问题，

958号文对项目权属、土地使用、可转让性、运营收益、资产规模、扩募能力等基本条件提出明确要求，有效保障了资产质量水平。在资金支持上，为引导社会资本参与盘活国有存量资产，国家发展改革委专门设立中央预算内投资专项，对采用基础设施REITs等方式盘活存量资产有实质进展的项目给予资金支持，实实在在调动了盘活存量资产积极性。在政策框架上，基础设施REITs已逐步形成了“十四五”规划、《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》(国办发19号文)、《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40号文)为“一体”，国家发展改革委958号文和中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》等为“两翼”的政策框架，充分体现了发展改革和证券监管、实体经济和金融市场的有机结合。

(三)发展REITs应更加注重把着力点放在促进实体经济高质量发展上

一是更加注重调动原始权益人积极性。原始权益人是实体经济的重要代表。建议在立法和长效机制建设中，进一步调动原始权益人积极性，使原始权益人愿意拿出优质资产发行REITs。比如，在组织形式上，可考虑按实质重于形式的原则，通过适当制度安排，增加原始权益人影响力，更好发挥原始权益人的资产经营能力和产业管理经验。在收益率上，合理把握项目预计净现金流分派率要求，鼓励更多原始权益人参与存量资产盘活。

二是更加注重合理使用回收资金。发行REITs的回收资金除用于新增项目投资外，还可考虑增加用于再次盘活其他存量资产的内容和比例，允许安排到其他存量资产盘活所需的必要资金用途，实现从一种盘活到另一种盘活的良性循环。比如，此前已经有部分基础设施项目通过“PPP+REITs”，在不同阶段实现了存量资产的两次盘活，不仅吸引了社会资本，增加了有效投资，也提高了存量资产的运营质量和效率。

三是更加注重规范社会资本发展。2021年REITs市场建立后，开始吸引更多社会资本参与基础设施建设，涌现出了Pre-REITs基金等新的投资形式。建议加快完善引导各类基金支持实体经济的制度政策，让相关基金通过加大投入，改善存量资产运营管理效果，真正实现转空为满、变闲为忙、扭亏为盈，或规范投资新项目建设，为实体经济

创造实实在在的价值，再“心安理得”地实现退出。避免以REITs上市溢价套利、“赚快钱”为主要目的的投机行为，遏制产业资本金融化、泡沫化，防止资本无序扩张。

四是更加注重项目管理合规性。REITs以项目为单位上市。项目管理程序是经多年投融资体制改革形成的一整套成熟体系，体现了从国家战略、规划、政策到项目，自上而下、一以贯之的实体经济管理体系。按项目管理程序办事，就是按实体经济规律办事，就能使项目做到符合国家鼓励方向、符合高质量发展要求。因此，建议相关部门坚持靠前服务，帮助拟发行REITs的项目完善规划、用地、环评、审批(核准、备案)、转让限制解除等关键手续，探索开展ESG评价、坚持绿色发展和履行社会责任，更好控制各类风险，促进REITs更高质量服务实体经济。

二、发展REITs要坚持以人民为中心的发展思想

党的二十大报告指出，“中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化……坚持把实现人民对美好生活的向往作为现代化建设的出发点和落脚点”“不断实现发展为了人民、发展依靠人民、发展成果由人民共享，让现代化建设成果更多更公平惠及全体人民”。

(一)REITs要塑造的是以人民为中心、使长期和价值投资者获得合理回报的金融产品

REITs的收益属于底层不动产的“租金”性质的收入，而且带有强制分红机制，具备门槛较低、收益相对稳定、流动性较好等特点。每一笔产业园区的租金收入、每一笔高速公路过路费等，都是REITs投资者的主要收益来源，再加上产权类项目的不动产增值，REITs比一般制造业收入或产业性质的收入更加稳定、更可预期、波动更小。

REITs作为公募产品，人民群众是主要投资者之一。很多机构投资者穿透来看也都是公众储蓄或个人投资。个人只要购买最低数百元的REITs，就能投资以往想投而投不了的大项目、好项目。而且，REITs被认为是股票、债券、现金之外的第四大类资产，与其他资产相关系数较低。与REITs相比，股票波动相对更大、风险相对更高、研究难度更大，对广大普通投资者而言收益并不确定。因此，REITs在很多国家被视为家庭投资理财的重要工具，但国内投资者相对知之甚少。

REITs作为共享项目发展成果和家庭投资理财的重要

渠道，如果设计合理、监管到位，可以使群众获得相对平稳持续的现金回报，不仅有助于提升居民财产性收入，助力实现共同富裕，也是贯彻共享发展理念的生动体现。截至11月17日，已上市的21单基础设施REITs收盘价与发行价相比平均涨幅约20%，初步体现了产品优势。

(二)基础设施REITs已经在投资者保护和市场培育上开展了一系列工作

为实现中等收益、中等风险的产品定位，基础设施REITs试点已探索实施了一系列办法举措。在投资者保护上，REITs投资价值高不高，扩募效果好不好，底层资产的质量是核心。国家发展改革委收到项目后，对项目是否符合宏观调控政策、产业政策、投资管理法规定等提出意见，并委托咨询评估机构严格把关底层资产质量，请部分行业专家“背靠背”进行评估，在职责范围内尽最大努力减少项目风险。在信息披露上，国家发展改革委向中国证监会推荐项目时，建议项目对可能影响投资判断的关键信息作出公开披露，包括原始权益人对材料真实有效性的承诺函、促进项目平稳运营的保障措施、有关法律意见书等，切实加强市场公开监督，保护投资者权益。在市场培育上，2022年初，国家发展改革委举办“REITs在路上”系列宣传普及活动之一——“学REITs迎新春 为乡村孩子爱加餐”全国基础设施REITs公益知识竞赛，分为初级和专业两个赛道，在线开展竞赛答题，得到54万人次响应参与，起到了较好的宣传普及作用。

(三)发展REITs应坚持以人民为中心、主要服务于长期和价值投资者

一是坚持做好投资者教育和市场培育。建议多渠道采取通俗易懂、化繁为简的方式，帮助公众投资者正确理解REITs的产品特性和潜在风险，让群众广泛了解到有REITs这种产品，知道投、愿意投、懂得怎么投。引导投资者正确认识REITs中等收益、中等风险的产品定位，既不能想着一夜暴富，也不能觉得高枕无忧，深入培育理性投资者。引导各类投资者利用信息披露的制度优势，对项目估值、运营治理、分红计算等进行充分有效监督。

二是坚持把关资产质量。做好投资者保护，核心是选好资产。建议对首发和扩募项目质量坚持做好严格把关，从源头上加大金融风险防治力度。对为发行REITs而临时调增租金单价等增加现金流、过度“包装”项目、

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)

REITs的生命力，实现REITs的中国化时代化，助力构建新时代中国特色社会主义的金融体系、体制和机制。

(二)基础设施REITs的成功推出主要得益于坚持了国情实际和中国特色

基础设施REITs试点项目的成功推出，是依托中国实际、解决中国问题的典型案例。在改革路径上，试点坚持先聚焦基础设施、再研究其他不动产，先推出具体项目、再推动政策配套，先确保合法、再推动修法等实施路径，找到了公募REITs的突破口，从首批项目评估到正式上市仅用234天，创造了中国速度。在土地使用上，我国土地属于国家或集体所有，企业只有通过划拨、出让、租赁、土地作价出资或入股、从第三方购买等方式获得土地使用权，其中出让又包括招标、拍卖、挂牌、协议等方式。试点根据不同的土地使用权获取方式，提出了不同的项目要求，有效防范化解了合规性风险。在产品架构上，试点产品架构采取“公募基金+ABS”的形式，是考虑合规性和可行性等国情下的现实选择，对试点成功推出发挥了重要作用。同时，这种安排要求REITs持有项目公司全部股权，并且资产要满足可转让性，这也是产品结构选择必然产生的结果。在国资监管上，试点根据REITs发行过程与进场交易都具有公开竞价、高度透明等共同特点，明确发行基础设施REITs时涉及国有产权非公开协议转让的，可按规定报同级国资监管部门批准，不需进场交易，也充分体现了根据国情进行改革创新的特点。

(三)发展REITs应更加体现中国特色，更加贴近改革发展实际

一是以包容的态度对待改革中的问题。比如，发行人(原始权益人)对REITs并表的情况下，对外募集金额在发行人合并报表中纳入权益还是负债，行业内有一定争议。如果政策上直接认定为负债，可能大幅挫伤企业发行REITs的积极性，不符合鼓励盘活存量资产的政策导向。目前，相关政策法规正在持续调整和制定过程中，而且市场规模仍然不大。建议根据我国基础设施REITs试点前期实际，在政策上暂不急于作出界定，根据后续发展再给出最终判断，给新产品留出更多成长完善的时间和空间。

二是以合理的节奏拓宽发行范围。建议适时研究将以交通为导向的开发(TOD)项目等纳入REITs发行范围，盘活更多行业领域存量资产。加快新能源、新基建、市政基础设施、旅游基础设施等领域项目上市步伐，进一步扩大行业范围。支持符合条件的中西部地区项目开展试点，进一步扩大地区范围。支持民间投资项目发行上市，有效盘活民营企业存量资产。

三是以多元化的思路发展盘活存量市场。存量资产有多种盘活方式，包括公募和私募、偏股和偏债等不同类型。比如，有的项目采取类REITs、资产支持商业票据、不动产抵押资产支持证券等方式进行盘活，结构更加简单，盘活更加高效便捷。而且，私募产品仅面向机构投资者，投资者的风险承受能力相对更强，可适度把握资产筛选标准。因此，建议可多措并举加快发展多层次的盘活存量工具，进一步提高存量资产盘活效率。

四是以勇于担当的精神加大政策支持力度。建议进一步提高审核效率，规范项目申报受理流程，明确受理、回复等审核时限，做好靠前服务。进一步研究出台税收细化支持政策，对发行REITs给予合理征税。推动相关部门出台项目历史文件或证照缺失、转让限制解除等的具体处理细则，解决盘活存量中的实际困难。制定出台有中国特色的REITs法律法规，在审慎监管前提下开展金融创新，防止“把权力交给市场”变成“把风险交给市场”。

我国的REITs是新生事物，机遇与挑战并存。机遇在于，立法和长效机制设计刚刚起步，REITs的可塑性极强，需要我们倍加珍惜改革机遇，真正树立起实体和金融结合的典范，毕竟随着国内市场日趋完善，这种意义重大、国际已发展成熟、国内仍方兴未艾的产品已为数不多；而挑战在于，如何在国际经验与国情实践中找到一条光明大道，还存在一系列亟待解决的困境难题，需要守正创新、探索前行。这里要守的“正”，就应当是党的二十大报告中提出的一系列重要的价值取向。牢牢把握这些价值取向，我国REITs的发展才能更健康、更持续、更有生命力。 ■

注释

※ 本文仅为个人观点，不代表所在单位意见。

1. 参见韩志峰，张峥，等. REITs：中国道路[M]. 北京：人民出版

社，2021.

(责任编辑：卢一宣)