



北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告之十四

中国公募REITs发展白皮书2021 试点阶段性总结与下一步发展的关键点



2021年9月

北京大学光华管理学院“光华思想力”新金融研究系列报告之十四

中国公募 REITs 发展白皮书 2021

试点阶段性总结与下一步发展的关键点¹

2021 年 6 月 21 日，首批 9 只基础设施公募 REITs 产品在沪深交易所挂牌上市，标志着中国公募 REITs 市场正式诞生。首批上市的 REITs 项目中，产权类项目 5 单，包括产业园 3 单，物流仓储 2 单；特许经营权类项目 4 单，包括收费公路 2 单，污水处理 1 单，垃圾处理及生物质发电 1 单（见表 1）。9 支产品发行总规模为 314 亿元，整体实现溢价发行，平均认购倍数超过 8.5 倍，受到投资人高度认可。去年 4 月 30 日，中国证监会与国家发展改革委共同启动公募 REITs 试点，是中国 REITs 市场建设的里程碑事件。此后的一年里，中国证监会、国家发展改革委、沪深交易所、基金业协会、证券业协会等陆续发布相关政策、规则与通知；国家和地方发展改革委、中国证监会与沪深交易所进行了首批项目的推荐、申报、审核工作，基础设施公募 REITs 试点工作有条不紊地推进，最终瓜熟蒂落。

中国 REITs 市场的发展道路不同于大多数国家和地区，其最大特色在于从基础设施领域开始推进公募 REITs 试点。从基础设施领域启动试点工作，既有中国经济发展模式与发展路径的自然驱动，更体现了制度设计者与市场实践者的智慧。应该说，中国公募 REITs 市场建设已经顺利走过了从 0 到 1 的阶段，在试点过程中探索出了很多适合我国实际国情的创新做法，为后续项目积累了大量宝贵经验。下一阶段的重要工作则是及时、系统、深入地总结试点经验，解决试点中

¹ 北京大学光华管理学院“光华思想力”REITs 课题组。本报告撰稿人：刘俏、张峥、李文峥、李尚宸，感谢课题组其他成员和政策领域专家的意见和建议。

暴露的相关问题，推进中国 REITs 市场高质量发展。

推进中国 REITs 市场高质量发展，仍然任重道远。政策、学术以及实务界应坚持发展 REITs 市场的初心，把握 REITs 的特点和发展规律，坚持市场化、法治化的基本原则，关注第一性问题，扎实推进后续工作。2017 年 6 月，北大光华 REITs 课题组推出了第一篇中国公募 REITs 发展白皮书，全面深入地论述了中国 REITs 市场建设的意义、制度设计、产品模式、实现路径等重要问题，为中国 REITs 贡献智慧，并凝聚了社会共识，该报告具有里程碑意义。正值中国 REITs 市场发展进入了新发展阶段，课题组以本文——中国公募 REITs 发展白皮书 2021——来进行总结和展望，为中国公募 REITs 下一阶段的发展建言献策。

表 1：首批上市的基础设施公募 REITs

简称	发行规模（亿元）	底层资产
普洛斯	58.35	普洛斯北京空港物流园，普洛斯通州光机电物流园，普洛斯广州保税物流园，普洛斯增城物流园，普洛斯顺德物流园，苏州望亭普洛斯物流园，普洛斯淀山湖物流园；合计约 70.5 万平方米
东吴苏园	34.92	国际科技园五期 B 区和，2.5 产业园一期、二期；共 56 万平方米
首创水务	18.50	深圳福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目；合肥十五里河污水处理厂 PPP 项目
浙江杭徽	43.60	杭徽高速公路（浙江段），全长 122 公里

张江 REIT	14.95	张江光大园，总建筑面积 5.1 万平米，7 栋研发楼
首钢绿能	13.38	生物质能源项目，餐厨项目，残渣暂存场项目
盐港 REIT	18.40	现代物流中心项目（包括 4 座仓库、1 栋综合办公楼及 1 座气瓶站），建筑面积共计 32 万平方米
广州广河	91.14	广州至河源高速公路（广州段），71 公里
蛇口产业园	20.79	万融大厦、万海大厦，合计约 9.53 万平方米

一、基础设施公募 REITs 试点的阶段性总结

REITs 是全球资本市场上成熟的金融产品，已有 60 多年的历史。截至 2020 年 12 月，全球共有 43 个国家或地区出台了 REITs 制度，总市值已经超过 2 万亿美元。经过多年的研究和探索，中国 REITs 市场的建设者和参与方，即政策、学术、金融业、实体企业与投资者等社会各界，达成了广泛共识，充分认识到 REITs 有利于盘活存量资产，丰富资本市场投融资工具，完善储蓄投资转化机制，提高直接融资比重，增强资本市场服务实体经济能力；有助于贯彻落实党中央重大战略部署，降低实体经济杠杆、防范债务风险，提升基础设施的专业化管理水平和运营能力；有利于优化资源配置，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

中国证监会和国家发展改革委在基础设施领域正式启动公募 REITs 试点。一年来，国家发展改革委在项目遴选推荐工作，证监会在市场制度规则、审核注册、市场组织等各项工作，财政部在税收支持政策、国资委在国资转让、银保监会在投资者准入方面都做了大量富有创新意义的工作。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，中国公募 REITs 试点成绩卓著，同时，

有关各方也在试点工作中发现了一些问题，这些问题也是制约中国 REITs 市场健康发展的焦点问题和难点问题。

（一） 基础设施 REITs 试点取得的成绩和经验

推进 REITs 试点是凝聚各方努力、达成共识的结果，意义非凡，并产生了众多阶段性成果。我们认为，试点成绩主要体现在以下几个方面：

第一，试点政策框架初步形成并逐步完善。证监发（2020）40 号、发改投资（2020）586 号、证监会公告（2020）54 号、发改投资（2021）958 号，以及沪深交易所、基金业协会、证券业协会等陆续发布相关政策、规则与通知搭建了一整套制度体系。“推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展”写入“十四五”规划纲要，财政税收、国有资产等多领域配套政策正在稳步推进。

第二，试点的实施路径具备较强可行性。在项目审核方式上，采用了“国家发展改革委推荐、中国证监会审批注册”的组合模式，充分整合了监管部门在行业层面以及市场层面的专业优势，保障试点项目质量，稳步推进试点。产品结构方面，通过“公募基金+ABS”的合理安排实现公开募集和上市。

第三，基建企业通过 REITs 盘活存量资产，融资效果显著，破解权益融资难题。已成功发行 9 单基础设施 REITs 产品，发行规模合计 314.03 亿元，财务结构得以改善，负债率下降，并带动较大规模的新增投资。同时，通过产品治理机制的合理安排以及与地方政府、行业监管部门的充分沟通，初步创建了 REITs 的市场化特征与基础设施项目稳定运营的社会民生属性之间的有机平衡。

第四，首批基础设施 REITs 项目成功上市，受到公众投资者的广泛认可，平

均认购倍数超过 8.5 倍，网上平均认购倍数达到 15.95 倍，上市之后整体运行平稳，价格趋于窄幅震荡，初步验证了基础设施 REITs 的风险收益特性与市场需求之间的匹配性。

第五，试点资产丰富多元，并且有持续发展意愿。试点项目的多样性，对试点工作识别问题、增强可复制性具有重要意义。首批试点项目有较为强烈的增发扩募预期，后续储备项目的积极踊跃推进，都体现出基础设施 REITs 对于全市场的较强吸引力。

基础设施 REITs 试点需要考虑经济增长、高质量发展、防范风险的权衡取舍，需要协调国有资产管理、税收、土地、行业、金融等各方面政策，其复杂性不言而喻。试点从现实出发，从中国的问题出发，对照问题，解决问题，勇于探索与实践，产出了很多创新做法，也积累了大量有价值的经验。

表 2 汇总了基础设施 REITs 试点中的创新做法。底层资产范围的划定是试点的第一性问题。为回应我国基础设施投融资改革的需求，试点既包括基础设施补短板领域，也包括新型基础设施领域，还覆盖清洁能源、保障性租赁住房、旅游、水利等基础设施领域。这些领域事关国家战略、关系国计民生，是基础设施 REITs 健康发展活力的源泉。

公募 REITs 试点的产品模式，即由符合条件的、具有公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司设立封闭式公募基金，公开发售基金份额募集资金，并通过购买基础设施资产支持证券（ABS）的方式完成对标的基础设施资产的收购。试点用“公募基金+ABS”结构创造性地在现有制度下推出公募 REITs。公募基金

投资 ABS 证券有效避免了公募基金投资未上市公司股权或不动产可能存在的法律争议，同时借助企业 ABS 的成熟机制与模式进行合理估值，降低交易成本。

针对我国特殊的基础设施与资本市场发展状况，试点因地制宜的设定 REITs 的负债水平。《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》规定了总负债不得超过总资产的 28.57%，用于收购的借款金额不得超过基金净资产的 20%。短期来看，在试点过程中，杠杆率限度的设定充分考虑到了市场建设初期投资者不成熟、管理人在运营和扩张中存在道德风险以及金融体系的不协调性所可能引发的各种问题，相对谨慎的杠杆率约束具有合理性。

我国基础设施的投资建设以政府和国有企业为主，根据《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第 32 号）的相关规定，涉及国有企业控股公司的股权转让行为，原则上应履行国有产权进场交易程序，除非取得了对应国资监管机构的明确认可。对此，首批试点中各地方采取一事一议做法，一些地方国资委出函允许国资不进场交易。需要注意的是，豁免这些 REITs 项目资产进场交易，并不是盲目“开绿灯”。由于 REITs 在发行阶段进行的询价实质上满足了公开定价的原则，可以达到对底层资产公开定价的效果，体现了“32 号令”公开、公平、公正的“程序正义”原则。

税收支持是 REITs 发展重要推动力之一，目前我国尚未针对基础设施 REITs 发布专门的配套税收政策，实践中可以通过多种方法搭建“股+债”架构降低项目公司层面所得税税负：试点的 9 单产品中，盐港 REIT、首钢绿能、张江 REIT 采取了反向吸收合并的方式，广州广河、浙江杭徽、东吴苏园采取了减资的方式，普洛斯等采取了派息方式。试点产品根据自身资产属性、存量债务、利润规模、

所有者权益大小、税务成本等因素，合理选择“股+债”方式，有效实现了产品的结构安排。

在原始权益人对基础设施 REITs 并表的情形下，其合并报表层面对非自持基金份额纳入少数股东权益还是金融负债的确认，曾一度引起高度关注。该问题的提出主要依据《企业会计准则第 37 号 - 金融工具列报》第十条和第二十条的规定。经过深入分析，REITs 的强制分红比例并不同于债务的强制付息，不存在固定金额也没有承诺的预计收益，同时基础设施 REITs 本质为永续上市，到期延期，不存在“有限寿命主体”的问题，因此不应当视为金融负债，最终建议基础设施 REITs 非自持部分纳入发行人合并报表“少数股东权益”科目。

根据《基础设施 REITs 指引》，REITs 基金管理人对于基金投资运作各项事宜履行实际的管理责任，但目前公募基金作为管理人尚缺少完善的运营经验来承担运营义务，需要专业运营机构负责提供运营管理服务。在试点中，管理人通过聘请专业运营机构（原始权益人的关联公司），基于对基础设施行业的深厚积累和项目的深入了解，为基金管理人提供专业支持，保障 REITs 资产的稳定运营。

做市商可以结合市场行情，及时调整报价策略，维持交易价格稳定。上海证券交易所、深圳证券交易所发布的相关业务办法中，规定基金管理人原则上应选定不少于 1 家流动性服务商为基础设施基金提供双边报价等服务。交易所认为为特定基金产品提供做市服务的主做市商数量不足的，可以指定主做市商为其提供做市服务。这些措施为稳定 REITs 二级市场提供了有力支持。首批试点产品中，平均每只 REITs 有 4 到 5 家流动性服务商。

由于 REITs 产品是“先确定资产后确定价格”的权益型投资产品，与股票 IPO

发行模式相近，此次试点采取了网下询价方式确定认购价格，参与者为专业机构投资者，社保基金、年金基金等也都可以参与。为保护投资者的利益，原始权益人或其同一控制下的关联方必须参与基础设施基金的战略配售，且规定了不低于20%的持有比例。在实际发售中，采取新股IPO中常见的“回拨机制”，首批9只产品中有6只进行了基金份额回拨，提升了针对公众投资者发售的份额。

表 2：基础设施 REITs 试点的创新

类别	方案	说明
底层资产范围	基础设施领域	基金设施领域的行业更为宽广，并分为特许经营权和非特许经营权两大类。
产品结构	公募基金 + ABS	以证券投资基金为载体，通过投资于资产支持专项计划，持有 100% 项目公司股权
杠杆	ABS 承债式收购项目公司	项目公司在转让时，留存一定比例的银行借款
国资转让	豁免进场交易	地方国资委出函允许国资转让不进场交易
税务处理	多种方式构建“股+债”结构	通过反向吸收合并、减资、利润分配等多种方式，构建股加债结构
会计处理	并表处理	持有较大比例基金份额并形成控制的情况下，原始权益人对基金的合并报

		表处理，以及对非自持基金份额计入少数股东权益
项目运营	聘请运营机构	基金管理人聘请专业运营机构，实现项目平稳运营
市场交易	做市制度	引入做市商，稳定二级市场
发行询价	以询价方式定价并发行	向战略投资者询价，完成战略配售及定价，以及引入回拨机制

(二) 基础设施 REITs 试点现阶段存在的问题

虽然 REITs 在国际上是一个成熟的金融产品，但对中国国内资本市场还是一个新生事物。新事物的发展不会一帆风顺，大多重要的事情都不会一蹴而就。中国 REITs 市场建设是一个不断进步和不断完善的过程。公募 REITs 试点存在的问题，有些是基于现实条件下的次优选择，有些是在试点过程中产生的新问题，这些问题无疑是中国 REITs 下一阶段发展所需要加强研究和积极应对的。

1. 产品结构较复杂，治理机制尚需印证

试点 REITs 产品采取了公募基金+ABS 的结构，是当前最为现实且具有可操作性的选择，但其产品的传统特征及结构复杂性，也会带来一些问题，需要尽快优化。产品结构图如图 1 所示。

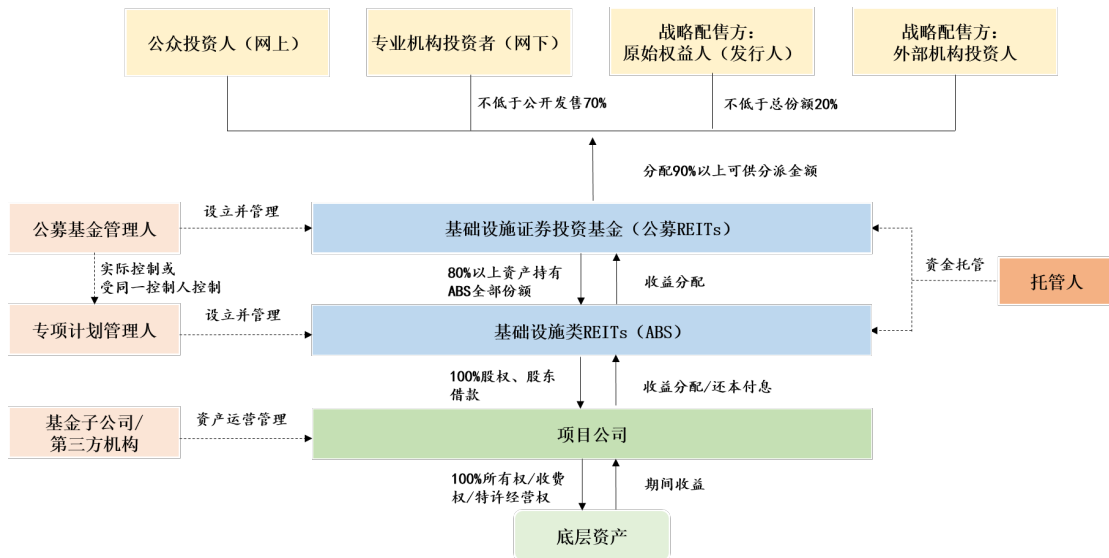


图 1：基础设施公募 REITs 试点的交易结构

首先，公募基金公司 REITs 专业化水平需要快速提升。公募基金产品的传统特征与 REITs 有区别。我国公募基金是证券投资基金，其传统投资业务是股票、债券等具有流动性的证券，以组合投资、分散风险为其投资原则，相关的监管、信息披露、公司内部制度与流程、风险控制、人才配置等围绕该原则设计。而 REITs 要求资产的主动管理，以控制性投资为主，要求基础资产的专业化管理与运营水平高，因此，如何在试点的基础上，快速推动参与 REITs 业务的公募基金的专业化，是当前监管和市场均需重点解决的问题。

其次，多个层级的问题需要尽快解决。在 9 个首批项目的发行阶段，在同一控制的要求下，公募基金管理人与 ABS 管理人较好地体现了合作与分工，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。

最后，我国 REITs 的管理架构会形成较为特殊的企业治理，并带来不同的利益冲突情况和相应的代理成本，需要予以关注。美国 REITs 内部管理情况下，

体现管理层与股东之间的利益冲突，亚洲国家如新加坡、香港等的外部管理且管理人大多为发起人关联方的情况下，利益冲突主要体现在发起人（或大股东）与中小股东之间。在我国则需要根据不同的情况，重点关注发起人与中小股东之间、股东与基金管理人之间的利益冲突。

2. 产融结合不充分，外溢作用受阻

REITs 是资产的上市，是产融结合的有效金融工具。在现有架构下，存在原始权益人、基金管理人和运营管理机构之间的权责利平衡问题。从试点的情况来看，原始权益人对于 REITs 作为资产上市平台的功能有很高的期待，但实际功能体现并不充分，较大影响原始权益人的积极性。相当一部分原始权益人发行 REITs 会希望有较好的融资效果，同时继续保持对资产的有效控制。而在我国试点的框架下，原始权益人在上述两个目标上存在一定冲突。

首先，在基金公司的主动管理之下，若原始权益人要并表，需要持有 51% 以上的份额，加上底层负债比率受限，从而削弱了融资的规模和效果；其次，原始权益人对项目的控制力比发行前有所减弱。即便持有大比例份额，但基金份额持有人大会的决议事项、会议流程等在当前大都延续了证券投资基金的做法，原始权益人不太容易通过大会来进行某些重大事项的决策；持有资产的项目公司则由基金公司的人员派出管理，包括董事会的成员全部由基金公司委派，或只设执行董事。因此，原始权益人主要是通过大股东身份对管理人形成影响，以及在运营上实施具体运作来实现原有的控制诉求。最后，由于 REITs 发行时在形式上存在项目的 100% 股权转让，且没有回购等条款，较多原始权益人有将发行 REITs 事项视为资产出售的观点，因此对于以优质资产来做 REITs 还存在谨慎心态。

综上所述，在现有的框架下，原始权益人打造 REITs 平台的功能仍不充分，外溢作用不明显。

3. 试点政策以及配套措施需要优化完善

当前的主要政策反映了我国在发行 REITs 试点阶段的谨慎、探索的原则，具有现实意义。随着试点的深入，某些政策规定就有完善的空间。例如对于公募基金的负债比率的要求，规定总资产不能超过净值的 140%，以及用于收购的负债不能超过净值的 20%，以资产负债率计分别为 28.6%和 16.7%。由于基础设施资产投资建设时较大程度地利用了负债，负债率往往达到 75%甚至 80%，这使得项目在发行 REITs 时需要偿还较大量的负债，从而影响融资效果。从渐进式降负债的角度来考虑，优质资产的负债比率在发行 REITs 时可以适当放宽。

另外，市场关注度较高的一些配套政策，仍处于探索或研究之中，与 REITs 相关的规定未出台。较为重要的配套事项包括：税收政策中关于重组的税务处理、原始权益人的自持份额所对应的所得税递延；对于国资发行 REITs 是否进场交易的规定；有关原始权益人及公募基金的会计处理；保险资金投资 REITs 的分类、风险因子及相关制度；私募股权基金、公募证券投资基金投资 REITs 份额的规定等等。这些配套政策的出台，对于促进 REITs 市场的进一步发展亦起到至关重要的作用。

4. 流动性相对不足，投资者培育需要加强

目前国内首批 9 只 REITs 已经上市两个月，除上市首日成交较为活跃外，次日至 9 月初的日均成交额均仅有 8900 万元，日均换手率为 1.08%，交投相对不活跃，8 月下旬市场呈现一定的活跃，量价齐涨。此外，REITs 整体的价格表现平

稳，给一级市场参与的投资者的溢价不高。我们认为，国内 REITs 仍处于初步试点阶段，相关政策配套未出台导致一些投资者仍未能进入，加上产品特性仍有待熟悉，造成交易的力量不足，流动性偏弱。展望未来需要重点关注投资者的培育。

5. 缺乏标准化和体系化

客观而言，我国基础设施 REITs 在试点过程中面临的情形非常复杂，不同的资产品类涉及的个性化问题不同，甚至同一资产品类在不同区域、涉及不同历史时期的问题也存在差异。同样地，产品机制层面既要匹配 REITs 自身特性，又要适当兼顾公募基金和资产证券化的既有规则或行业习惯。试点阶段为了效率和质量，更多是“一事一议”，比如现阶段国有资产是否需要进场转让问题；在项目无异议函方面，不同地方政府部门审批机制不一样，有的流程长有的流程短，同时由于认识差异，有的会提出在资产转让时提出其它要求，包括要企业提供承诺等。

二、 下一阶段发展的关键点

公募 REITs 试点开局良好，但要推动市场长期健康发展，仍然有很多重要的工作。政策、学术以及实务界应坚持发展 REITs 市场的初心，把握 REITs 的特点和发展规律，坚持市场化、法治化的基本原则，关注 REITs 市场创新的第一性问题，扎扎实实推进后续工作。

发展 REITs 市场的初心就是充分发挥 REITs 市场的资源配置功能，助力中国经济高质量发展。要实现这个目标，首先要把握 REITs 的特点和发展规律。我

们知道,REITs的核心特点包括四个方面:权益型导向;底层资产是具有长期的、可预期的、相对稳定现金流的成熟不动产资产;将资产收益高比例、及时分配给投资者;具有流动性的发行和交易市场。具备这些特征,才能使REITs发挥其独特的功能。对企业来说,REITs融资功能体现在盘活存量资产;对投资者来说,REITs是广大投资者进行价值投资的工具;REITs市场的价格发现可以成为不动产资产定价的“锚”。把握REITs的特点,才不会偏离REITs的发展方向。

试点过程中,一些问题引发了市场热烈讨论,例如,“如何定位REITs?是股票还是债券?风险权重怎么设定?”,“为什么REITs不能投资开发阶段的项目?”,“REITs应该是买方业务还是卖方业务?”,“REITs应该是金融资本主导还是产业资本主导?”……。对中国资本市场来说,REITs是一个新产品、新市场。回答这些问题,不能停留在既有的框架之下,应从REITs基本特点出发,结合中国的实践来寻找答案。

做大、做好REITs市场的基本原则应该是坚持市场化和法治化。中国REITs市场应该建立定位合理,公开透明、不断优化的制度体系,建立完善的市场监管机制,成熟的市场交易机制,明确的责任分工与激励约束的治理机制,并形成良好的市场生态。要实现这个目标,任重道远,这其中,关注第一性问题尤为重要。我们认为,中国REITs的制度定位、财税制度、治理机制和市场流动性是其中的第一性问题。

(一) REITs的法律定位

公募REITs试点采取了“公募基金+ABS”的模式,该模式可以充分应用现有公募基金和ABS市场的运作经验,降低规则制定成本,在现有制度框架上尽快

推出产品，是试点阶段的一个相对优选方案。但是，由于该架构是多层结构，产品结构、法律关系较为复杂；参与主体较多，职责划分和协调难度较大。长期来看，公募 REITs 的产品模式应进行优化，选择简单、直接、有效的模式。产品模式的优化本质上是要形成一个适配性强的 REITs 制度，这就涉及中国 REITs 法律定位和专项立法问题。

1. 境外 REITs 的立法实践

境外成熟 REITs 市场基本遵循立法先行原则，结合其境内金融市场法规与不动产市场状况，制定相应的 REITs 法律法规，并配套税收优惠等支持政策，推动 REITs 市场的稳健发展。

从立法的角度出发，REITs 可以分为美国和亚洲模式。美国模式下没有专项的 REITs 法规，对 REITs 资格的认定放在税法典里，实则是以税务优惠为驱动，确立符合优惠条件的 REITs 资格，REITs 企业和投资人则根据税法、其他证券投资相关法律法规与市场情况，在结构、治理机制、管理运营方面做出相应的决策。亚洲市场如新加坡、中国香港则多设立专项法规，借鉴美国的 REITs 认定制度，在设立目标、资产构成、分红收益、投资者结构等方面做出相似的规定，虽然初始并非以税法为驱动，但在后续中亦逐步开放更多的税收优惠，以更好地促进本地区 REITs 的发展。基于对境外主要 REITs 市场的分析，我们总结了法律制度体系的特点：

第一，REITs 的发行与交易均遵循证券法的基本原则。

美国 REITs 的中枢法律是《国内税收法典》中的 856-860 条，于 1961 年正式适用，对 REITs 的设立和运作以及税收待遇做了法律上的规范，同时明确 REITs

需要遵守《证券法》《证券交易法》《投资公司法》的一般性规定。日本 REITs 则未单独立法，而是将 REITs 视为投资信托活动中的一类产品，与其他投资信托产品一样，共同遵守《投资信托和投资法人法》，上市交易等规则也是遵守一般性的法规。新加坡、中国香港、中国台湾三地由当地证监会牵头制定了专门的 REITs 指引，具体名称各有相异，但均属于规范性文件，上位法是相关的证券法规。

第二，基于当地的法律环境来选择 REITs 法律载体，体现一定的路径依赖。

根据法律载体来划分，REITs 有公司型和契约型。公司型依据《公司法》规定成立公司，发起人向社会公众投资者发行股票，通过这种方式将资金投入，以设立专营投资的股份有限公司。契约模式下，通常以信托为载体，投资者是委托人，受托人按信托契约将受益权均等地进行分割而发行受益证券，投资者由于得到受益证券，所以同时又是受益人。公司制或契约制本身并无优劣之分，境外各市场依据自己的已有相关法规确立不同的载体模式，核心在于明确特殊目的载体的功能与作用。美国和日本以公司制为主，新加坡、中国香港和中国台湾则以集体投资计划的信托形式设立，以信托为载体。

第三，外部管理模式下，REITs 管理人需持牌经营。

REITs 分内部管理模式和外部管理模式两种类型。外部管理模式下，REITs 委托专业的管理机构来进行资产管理。在此模式下，REITs 的治理问题核心在于明确参与方“委托代理”或“受托管理”的忠实与信义义务，实现参与方之间的有效制衡，防范道德风险 REITs。REITs 具有鲜明的产融结合特点，其资产管理往往具有较强的专业性。为降低代理成本和提升专业管理能力，外部管理模式的

REITs 市场，监管部门对产业方（不动产项目的原持有人）为背景设立的资产管理机构授予 REITs 管理人牌照，允许满足条件的管理人持牌经营。

第四，各地 REITs 制度和运作要求具有明显的共性。

境外主要市场虽然在产生背景、产品形式、法律载体等方面不尽相同，但各地 REITs 制度具有明显的共性，这些共性包括：收入与资产结构的要求；分红政策；税收中性等等。对 REITs 产品投资限制、关联方与关联交易、对外借款限制、扩募或增发的条件与程序、产品的终止与合并等方面的要求也基本一致。全球主流的 REITs 均公开发行业并在证券交易所上市交易，公开发行业与交易能够最大限度地保证产品流动性，从而实现价值发现等功能，是有效盘活存量资产，提供增量投资来源良性循环的关键。

第五，REITs 市场监管以信息披露为中心。

信息披露可以有效提高市场透明度，保护投资者利益，同时对于投资者估值，实现 REITs 与底层资产的价格发现功能具有重大的作用。全球各 REITs 市场的监管规则制定与执行过程中，都非常注重信息披露制度的建立。一般而言，REITs 需要遵守与上市公司一样的披露标准，此外还会有些特殊的要求，如美国在审核 REITs 时，会重点对其外部管理人经验资质、利益冲突、风险揭示、会计处理乃至管理员薪酬等进行问询。日本 REITs 还需要持续向投资者提供有关其投资政策和管理系统等方面的信息。新加坡与香港都设置了较为细致的披露标准，除一般性的风险披露、涉及的费用、分红预测、管理协议等，还要求对物业项目的资产、租户细节、投资借款、全部经营费用、红利分配等进行详细披露。

第六，证券监督管理部门承担 REITs 的监管职责。

REITs 在性质上属于证券，遵循证券法的基本原则，同时也涉及到发行和上市的问题，因此在实际中，境外 REITs 均由证券监督管理部门对该业务进行监管。美国证券交易委员会（United States Securities and Exchange Commission, SEC），日本金融厅（金融庁ホームページ），新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)，中国香港证券与期货事务监察委员会以及中国台湾金融监督管理委员会是各自市场的监管单位。

2. 中国 REITs 的立法规划

中国 REITs 立法首先要解决 REITs 的法律定位问题。REITs 属于证券，应当在《证券法》下明确其发行与交易等相关安排。在中国现有的法律法规和金融市场体系之下，有四种可行的 REITs 立法路径：

第一，“新券”模式。该模式下，REITs 将作为一种与股票、债券、基金、优先股、可转债等传统证券相并列的一种新设券种。根据《证券法》第二条国务院可以依法认定证券的授权，由监管部门制定 REITs 条例，针对 REITs 产品单独立法，给予 REITs 的证券定位，明确 REITs 的载体、发行、交易、存续监管的要求等。在此基础上，监管部门开展一系列专项法规的制定，向符合要求的证券公司、资产管理机构发放相关业务牌照（发行承销牌照、资产管理牌照）。该模式下，REITs 直接持有不动产资产或项目公司股权，向广大投资者公开募集资金并上市交易。

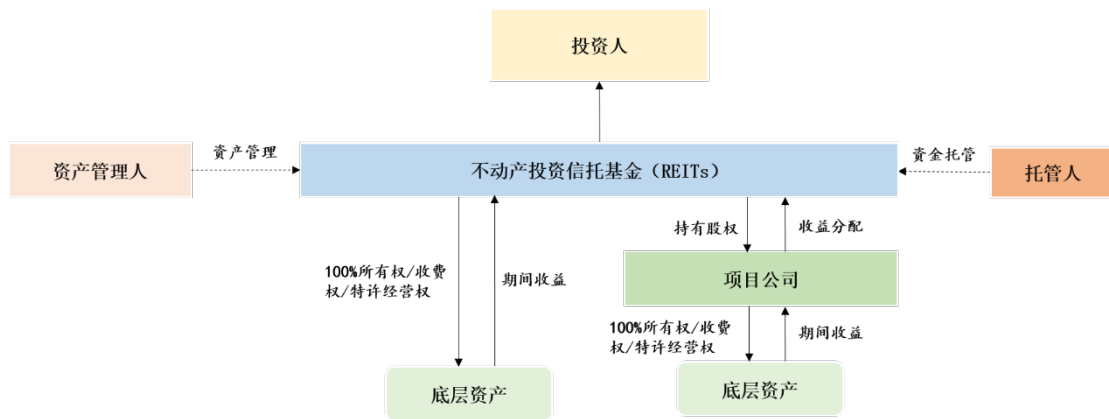


图 2：新券模式的产品结构

第二，“企业 ABS 公募化”模式。该模式以资产支持专项计划为载体，在现有企业 ABS 交易结构基础上，把私募模式变成公募模式。具体来看，根据《证券法》第二条关于“资产支持证券发行、交易的管理办法由国务院依照本法的原则规定”的授权，监管部门制定相关条例，明确资产支持证券公开发行、交易的条件，并将 REITs 作为特定类型资产支持证券。在此基础上，监管部门开展一系列专项法规的制定，向符合要求的证券公司、资产管理机构发放相关业务牌照（发行承销牌照、资产管理牌照）。该模式下，资产支持专项计划直接持有不动产资产或项目公司股权，向广大投资者公开募集资金并上市交易。

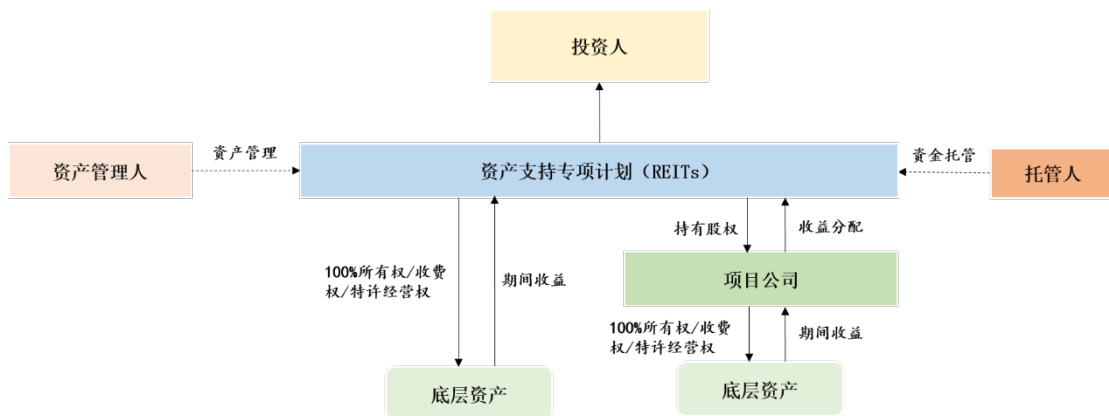


图 3：企业 ABS 公募化模式的产品结构

第三，“公募基金”模式。该模式下的 REITs 以公募基金为载体。具体来看，修改《证券投资基金法》，调整基金财产投资范围，明确基金可以直接投资非上市公司股权，同时需对 REITs 基金的设立、运作、治理做出规定和要求。在此基础上，证监会开展一系列专项法规的制定，向符合要求的证券公司、公募基金管理人发放相关业务牌照（发行承销牌照、资产管理牌照）。该模式下，公募基金直接持有不动产项目公司股权，公募基金向广大投资者公开募集资金并上市交易。

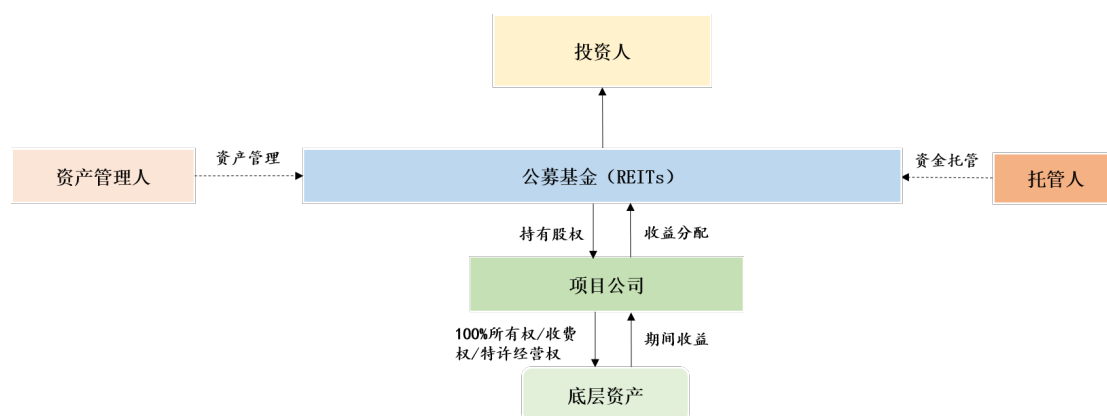


图 4：公募基金模式的产品结构

第四，公司制。该模式下的 REITs 以特殊目的公司（SPC）为载体。具体来看，修改《公司法》，对特殊目的公司（SPC）做出专门安排以适配 REITs，如放宽对公司“股东大会、董事会、监事会”设置的要求、豁免 SPC 公司分红相关要求等。同时对《证券法》修订以在公司首次发行股票中兼容 SPC 的特殊状况。在此基础上，证监会开展一系列专项法规的制定，向符合要求的证券公司、资产管理公司发放相关业务牌照（发行承销牌照、资产管理牌照）。该模式下，SPC

直接持有不动产资产或项目公司股权,SPC 向广大投资者公开募集资金并上市交易。

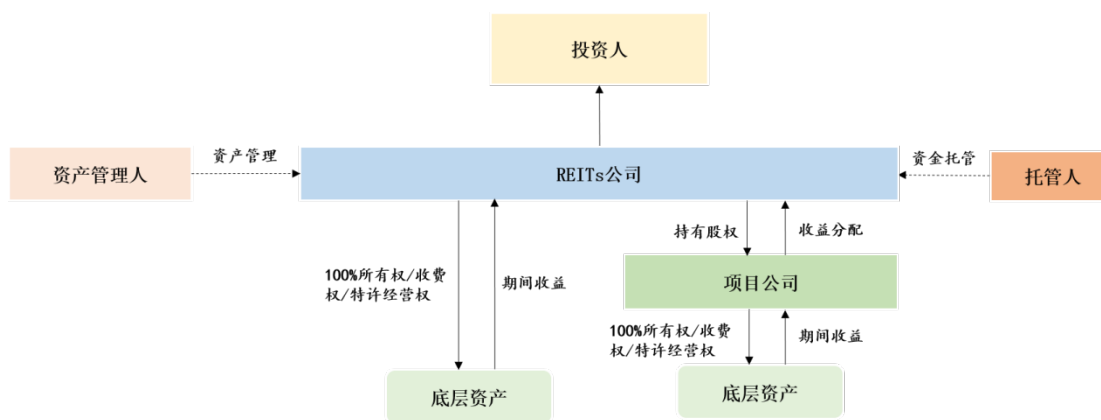


图 5：公司制的产品结构图

我们对于四种 REITs 发展模式的关键立法、优势、劣势加以总结，结果如表 3 所示。

表 3 中国 REITs 的四种立法路径

路径	关键立法	优势	劣势
新券	国务院根据《证券法》授权制定相关条例	作为新券种进行立法，不受现有模式限制，自由度大	单独立法需要获得各方较高共识，需要一整套的配套政策
企业 ABS 公募化	国务院根据《证券法》授权制定相关条例，明确资产支持证券公开发行、上市交易的条件	在现有资产证券化制度的基础上进行扩充和调整，立法成本较低，较好兼	需考虑和现有 ABS 管理办法的兼容性问题；需打破对 ABS 有限存续期、

		容现行基础设施 REITs 试点的相关安排	债权属性、私募属性的传统认识
公募基金	修改《证券投资基金法》，调整基金财产投资范围，明确基金可以直接投资非上市公司股权	能够较好兼容现行基础设施 REITs 试点的相关安排，可以沿用公募基金的税收中性政策	立法成本较高，能否统筹兼容于《证券投资基金法》下存在不确定性
公司型	修改《公司法》，对特殊目的公司（SPC）作出专门安排以适配 REITs	沿用既有上市公司监管的规则框架	立法成本高 双重征税

在新券模式下，由于将 REITs 作为全新的券种，不用受到公募基金、企业 ABS 等既有规则的束缚，增大了设计的自由度。新券模式的立法成本不高，但需要一整套的配套政策。REITs 制度出台之后，各方均需要一定的时间进行摸索和尝试，持牌机构、投资者、不动产企业均需要时间来逐渐认识 REITs 这一全新的券种，监管部门根据市场的情况不断对 REITs 的法律法规加以完善和调整。

企业 ABS 公募化仅需按照《证券法》授权制定资产支持证券条例，立法成本较低，能够较好兼容现行基础设施 REITs 试点的相关安排，但需要考虑和现有 ABS 相关管理办法的兼容性，以及明确专项计划载体的免税政策。这一模式

本质上就是类 REITs 产品的权益化和公募化，由于各相关方都已经对类 REITs 形成了比较充分的认识，并且有丰富的运作经验，有助于推动市场快速健康发展。现有企业 ABS 产品均为有限存续期，债权属性强；即使是权益属性，也是来源于结构化后的劣后级，而劣后级目的是内部增信。企业 ABS 公募化模式，将 REITs 纳入资产证券化框架，另一个挑战在于市场参与方需打破对 ABS 的传统认识。

“公募基金”模式能够较好兼容现行基础设施 REITs 试点的相关安排，可以沿用既有公募基金的税收中性政策。但是，由于关键立法在于对《公开募集证券投资基金运作管理办法》进行相关修订，立法成本较高，能否统筹兼容于《证券投资基金法》下也存在不确定性。另外，现有公募基金是以高流动性证券为投向的资产管理，这与 REITs 的资产管理特性不适配。

公司制可以较好沿用既有上市公司监管的规则框架，但需要修改《公司法》等法律，立法成本较高。如果采取外部管理模式，用特殊目的公司（SPC）来作为 REITs 的载体，那么 SPC 与股份有限公司、有限责任公司等传统公司制度存在较大差异，SPC 公司上市后也与普通上市公司存在较大不同，信息披露和持续监管方面也存在较大差异，《公司法》的修改涉及面广，争取各方共识的难度较大。另外，公司需缴纳所得税，存在产品双重征税问题。

理论上，新券、企业 ABS 公募化、公募基金和公司制这四种路径均具有可行性。相比于试点的“公募基金+ABS”产品结构，四种路径下 REITs 的结构均得到优化，配合相关制度，产品的透明度和治理效能将得到提升。从立法成本角度，公司制和公募基金模式的立法成本高，需要各方形成共识的难度较大，新券模式立法成本次之，而 ABS 公募化的立法成本最低。一定程度上说，与 REITs 适配

性和与现行法规兼容与衔接性，两者之间是一个权衡关系。ABS 公募化和公募基金模式都是在现有法规框架下进行增补和修订，为了和现有法规兼容，使得立法的自由度较小，可能影响与 REITs 适配性。从财税政策的角度，公司制需解决双重征税的问题，而其他路径下则沿用现有的税收中性政策。

综上所述，结合前述对境外主要市场 REITs 法律制度以及试点情况，立足国内法律环境，从产品结构简化优化、提升产品治理效能、提高产品监管有效性等方面，综合考虑立法成本、与现行法律规则和监管体系的兼容与衔接，我们认为企业 ABS 公募化模式以及新券模式是相对优选的方案。

(二) REITs 的财税制度与其他主要配套制度

REITs 作为一项具备高度产融结合属性的创新产品，在实施过程中涉及发改委、证监会和沪深交易所、银保监会、地方政府、行业主管部门、土地部门、财税部门、国资部门、工商部门等大量相关参与方的协调与支持。通过首批试点工作，我们探索出了很多创新做法，也促进了相关参与方对 REITs 的认识与理解。在未来长期工作中，我们需要持续提升 REITs 配套政策的系统化程度，更多地将“一事一议”转变为全行业通用的可复制模式。

1. 财税制度

(1) 基础设施 REITs 试点的税务问题

在“光华思想力”REITs 系列报告第四篇报告中，进行了 REITs 税制的研究。

在 REITs 设立环节、持有环节和退出环节,均有不同的税务安排。基础设施 REITs 试点过程中,税务事项成为各方关注重点,相关实践也为下一步配套政策的制定提供了基础。整体上看,税务问题在几个环节均存在,尤其是股权转让环节的所得税问题较为突出,同时一些实践处理如股加债安排表现出多样性。

第一是 REITs 设立环节相关的税务问题。首先是所得税。设立 REITs 需要将项目公司 100%股权转让给 ABS 或其设立的 SPV,同时,原始权益人将认购公募基金 20%以上的份额,即自持份额,从穿透的角度看,原始权益人仅实际转让了部分比例,在税务上却视为两次交易,需要先就 100%股权转让的交易行为进行税务申报。首批 9 个项目大都存在增值,应交所得税是普遍情况。以某项目为例,由于在 2020 年度进行资产重组时,已产生较大的增值额,因而在今年 5 月底前进行所得税汇缴时,就需按 100%股权转让行为进行申报并缴纳,税务负担重。大多项目股权转让的交易发生在今年 6 月,其所得税汇算清缴会在明年初,税务部门宜尽早出台自持份额部分对应的所得税递延政策。

另外,由于首批试点项目的股权转让行为均适用一般性税务处理,因此即便存在资产重组的情况,亦没有案例在整体上应用到特殊性税务处理的政策(财税 59 号文及 109 号文)。其次是土地增值税。据了解本次试点项目中有重组行为的并非房地产企业,适用重组相关政策不征土地增值税。另外,5 个产权类项目以项目公司股权交易的方式完成转让,是否适用土地增值税仍不明确,原始权益人均需咨询主管税务机关,出具税务意见并做出相关承诺。最后是印花税。发行 REITs 涉及的重置和交易事项中,股权转让行为较多,印花税虽税率较氏,但在交易金额较大、交易较频繁的情况下,也成为企业的较大的负担。

第二，REITs 持有环节的税负，主要体现在项目公司和 ABS 层面。首先是所得税。项目公司在形成股加债的结构上有一些方法上的创新。类 REITs 已有不少项目采取反向吸收合并来创设股东借款的做法，即由 ABS 或原始权益人设立 SPV 构建股加债的结构，通过 SPV 收购项目公司 100% 股权之后，进行反向吸收合并，将股东借款转移至项目公司。除反向吸收合并外，本次试点还有减资和分配利润两种做法。减资即指项目公司减少资本，形成对股东的负债。分配利润是指项目公司进行利润分配，形成对股东的负债。该利润的形成可以是项目公司对投资性房地产资产进行会计政策变更，由成本模式计量变更为按公允价值模式计量，因资产增值而产生未分配利润。公募基金和 ABS 无所得税要求。投资者层面，目前从公募基金获得的分红享受所得税免征政策。其次是增值税。由于产品层级较多，整体上看存在重复计税的情况，如 ABS 因向项目公司借款而收取的利息收入需缴纳增值税，且并无进项税可以抵扣。最后还有房产税。产权类项目存在各地方对房产税的计算方式及征收政策的区别，部分地区的产业园项目有免征房产税政策，需要投资者关注。

REITs 退出环节的税务实践需在日后进一步观察，投资者从二级市场交易的相关税收则较为明晰。总体上看，本次首批发行项目的突出问题在于原始权益人股权转让行为所得税的递延处理，以及增值税的重复计税等。

(2) 支持 REITs 长期发展的建议

在发行 REITs 环节，对发起人自持份额部分对应的所得税给予递延，在发起人未来将份额转让时，再予以计征。另外，支持因发行 REITs 而实施的重组行为，认定 12 个月内的多次重组事项属于同一交易分步实施，并享受特殊性税务

处理。最后，是针对 REITs 发行行为涉及的土地增值税、增值税、印花税等给予适当优惠待遇。在运营环节，支持各类合理的股加债形成方法，并避免 REITs 分红过程的重复课税，包括 SPV、ABS 等层级的增值税。个别地方与行业（如保障性住房）在房产税上有较大优惠，可以作为地方与行业支持基础设施产业的重要措施。投资者就公募基金二级市场交易和取得分红的税收优惠政策，可进一步持续。

从更好地促进 REITs 市场建设角度出发，相关部门可系统性地研究试点首批项目的情况，从商业活动与交易的本质出发，减少重复征税、避免提前征税、支持合理交易结构设计、适度加大税收优惠等，并尽快出台相应政策。

2. 会计处理

会计处理体现在三个层面，即原始权益人对所投资的 REITs、REITs 基金对持有 ABS 份额（及项目公司股权）、项目公司对持有的资产等的会计处理，其中关注重点又在原始权益人对 REITs 的并表及相关处理上。

首先是原始权益人，是否可对 REITs 合并报表，哪些情况下可并表，并表时非自持的 REITs 份额应当被计入少数股东权益还是负债，对企业有着较大的影响。从 9 个项目的情况看，有 3 个特许经营权项目原始权益人的持有比例超过 50%，以期达到并表的目的，持有超过三分之一的份额比例（甚至连同关联方持有 40%）仍未达到可并表的要求。产权类的 5 个项目，则较多是持有 20% 且不做并表处理。

在原始权益人对基础设施 REITs 并表的情形下，合并报表层面对非自持基金份额纳入少数股东权益还是金融负债，是全行业目前高度关注的一个问题。

根据当前《企业会计准则第 37 号 - 金融工具列报》第十条，“若企业不能无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行一项合同义务的，该合同义务符合金融负债的定义”；第二十条规定，“子公司在个别财务报表中作为权益工具列报的特殊金融工具，在其母公司合并财务报表中对应的少数股东权益部分，应当分类为金融负债”。基于上述准则以及 REITs 试点的指引要求，发行人合并报表将从以下两个途径导致外部基金份额被视为金融负债：其一，基础设施 REITs 基金每年需将不低于全部可供分配金额的 90% 向投资人进行分配。对此，从会计准则的字面规定来看，可能会触发“企业不能无条件地避免以交付现金来履行一项合同义务”，从而被认定为金融负债。其二，封闭式公募基金需在基金合同中明确约定基金期限，提前终止或延长基金期限的，需召开基金份额持有人大会。从形式上看，基础设施 REITs 的期限设置可能被认为类似于传统公募基金这种“有限寿命主体”，从而被判定属于特殊金融工具，在发行人合并报表层面计入金融负债。

新加坡 REITs 一般纳入少数股东权益。CIS 守则中并未强制规定分红比例，仅在税收政策中明确若分红比例达到 90% 可以在 REITs 层面免税；在产品期限方面，信托契约合同中一般无固定期限。实践中，新加坡 REITs 市场一般可以将外部份额纳入发行人合并报表的少数股东权益。

香港市场 REITs 则强制要求了“每年须将不少于其经审计年度除税后净收入 90% 的金额分派予信托单位持有人”；产品期限方面，从 REITs 规则的角度无明确规定，但市场惯例一般约定为 80 年，到期可续期。从市场实践来看，存在冠君 REIT、富豪 REIT 等在发行人合并报表中列示为少数股东权益的案例。

结合国内实际情况和境外市场经验，建议基础设施 REITs 纳入原始权益人合并报表“少数股东权益”。

第一，强制分红比例不同于债务的强制付息义务。在 90%强制分红的机制安排下，REITs 基金每年需要向投资人分配的金额只是与当年基础设施项目实际取得的经营收益挂钩，既不是固定金额、也不是事先承诺的预计收益，并且不涉及原始权益人以主体提供任何增信措施的行为。因此，基础设施 REITs 下的强制分红比例安排与债务的强制付息义务存在根本区别。

第二，基础设施 REITs 本质上具备永续主体的期限特征，不同于传统公募基金。尽管封闭式基金需明确约定基金期限，但在基础设施项目正常持续运营的情形下，到期继续延期几乎是一种确定性事项。本次试点即有基金的存续期设定为 99 年。因此对于“有限寿命主体”的问题，应当从实质上明确 REITs 永续主体的产品定位。

另外，还需关注 REITs 基金和项目公司的会计处理。试点项目中，REITs 基金均投资 ABS 的 100%份额并持有项目公司 100%股权，因此，需要对项目公司进行合并处理。基金通过专项计划收购项目公司，若构成非同一控制下的业务合并，则基金的合并成本及在合并中取得的可辨认净资产按购买日的公允价值进行计量。项目公司的会计处理大致分成两类，一类是保持交易之前的账面价值，另一类是按公允价值对资产值进行调整。后者往往又与前述的构建股加债结构有较大的关系。

如上所述，当前会计处理上的焦点问题在于原始权益人合并报表相关事项。

建议相关部门予以明确，以商业实质为出发点，在并表情况下，对于非自持部分计入少数股东权益。

3. 杠杆率

《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》要求基金总资产不得超过基金净资产的 140%，借款用途限于基础设施项目日常运营和维修改造等，用于收购的借款不得超过基金净资产的 20%，折算成负债对总资产的比率，分别为 28.6%和 16.7%，该比率相对海外 REITs 的规则要求来说相对偏紧。

基于上述全球市场实践与资本结构理论的应用分析，我们可以归纳出基于 REITs 杠杆率选择与 REITs 杠杆率限制政策最相关的三个问题：

第一，由于强制分配政策，REITs 的留存收益并不充足，在管理人希望 REITs 进行并购与扩张时对于外部融资具有极大的需求。那么，应当如何管控基础设施 REITs 运行中，特别是并购扩张中的，管理人道德风险？

第二，由于 REITs 产生的利润现金流与债务本金偿还之间存在错配，且 REITs 限于资产结构要求其资产为流动性差、变卖困难的不动产，REITs 具有更高的违约风险且一旦出现债务违约投资者将面对巨大的违约成本。那么，是否需要通过设置杠杆率限度，来管理 REITs 运作中面临的商业风险？

第三，设置杠杆率限度作为对 REITs 管理行为的一种强约束，这个约束会多大程度影响到 REITs 市场的价值创造？

对于第一个问题，我们应当首先认识到从长期市场建设来看道德风险的防控是 REITs 市场监管的首要责任。一方面，基于投资人对 REITs 产品派息率的要

求，管理人存在过度使用杠杆的动机和倾向，用以短期提高产品的派息收益率，但这样的行为可能提升 REITs 的财务风险；另一方面，如果管理激励和规模挂钩，管理人也有通过负债过度扩张的冲动。同时我们必须认识到，REITs 制度本身就提供了一个治理机制，REITs 采取强制分红制度，这一约束条件大大降低了 REITs 可支配的自由现金流，使得 REITs 的扩张依赖于外源融资或资产循环，抑制了管理人基于自身利益的扩张冲动。因此，我们看待，在代理问题可能比较严重的市场，倾向于制度杠杆率限度，并且限制幅度条件较严；对于代理问题不严重，同时投资者相对成熟的市场，主要通过 REITs 分红要求和市场的外部治理来对这一问题进行回应。

对于第二个问题，从长期市场建设来看，在成熟的 REITs 市场中 REITs 所存在的商业风险当然应当由投资者自己分析、自己管理、自己承担。比如 REITs 的现金流与债务本金偿还之间的错配问题在不动产市场不景气、信贷收缩时期增大产品破产风险，削弱 REITs 产品抵抗经济周期波动的能力，如果是比较成熟的市场，投资者将能够把握这一问题，做出合理的投资决策。然而，与海外成熟 REITs 市场相比，目前我国试点阶段的基础设施 REITs 市场存在两个重要区别。一是投资者对基础设施 REITs 的认识还不充分，为保证试点的顺利进行，需要注意投资者的风险承担问题，目的是在长期创造一个良好的市场发展环境。二是目前我国金融体系仍存在一定的不配套问题，海外 REITs 最常用的债务融资工具包括循环贷款工具(revolving loan facility)、中期票据(MTN)等，这些工具都具有使用灵活、易于续贷的特点，能够在一定程度上避免 REITs 经营现金流与融资偿还现金流不匹配的问题，而目前我国基础设施项目的银行贷款多以固定期限位主，相对期限比较短，技术上要求到期先还本作为续贷的先决条件，这会使得

REITs 现金流支出存在冲击，加大了 REITs 运营的风险。

最后,对于第三个问题,REITs 的价值创造是建立在不动产资产的经营之上,REITs 的价值体现在资产的长期稳定分红,以及由提升运营水平而使得资产增值的能力。从资产管理角度,REITs 的成长有三大途径:内生增长、资产提升(改造)和资产循环(通过资产买卖实现组合优化)。因此,从金融的角度,合理利用负债,降低 REITs 的资本成本,是价值创造的手段之一。相比其他企业,REITs 资产端具有丰富的可抵押资产,且这些资产能够持续、稳定的现金流,在资产同质化与优质资产荒的当期背景下这些基础设施备受银行等金融机构青睐,因而债务融资成本通常远低于权益融资成本。考虑到我国基础设施市场投融资体制的现状,基础设施项目在形成中多存在债务融资,很多项目的杠杆率均在 70%以上。如果杠杆率上限较低,原始权益人就可能面临用高融资成本资金偿还低融资成本资金的问题,客观上限制了发行动机,也会在一定程度上抑制 REITs 市场的壮大。

REITs 参与扩张并购是海外 REITs 市场十分普遍的实践方式,某种程度上讲具有专业能力和实践经验的管理人管理更多的资产有助于提升基础设施运行效率,也在一定程度上有助于实现不动产资产的分散化。在去年 8 月 7 日发布的《指引(试行)》中,将征求意见稿中“80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额……”更改为“80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券,并持有其全部份额……”,为我国公募基础设施 REITs 参与后续项目收购提供可能,对应负债资金也同样允许用于新增项目收购。

因此,综合来看,我们认为应当短期和长期视角兼而有之的看待我国基础设

施公募 REITs 的资本结构限制问题。短期来看，在试点过程中，杠杆率限度的设定充分考虑到了市场建设初期投资者不成熟、管理人在运营和扩张中存在道德风险以及金融体系的不协调性所可能引发的各种问题，相对谨慎的杠杆率约束具有合理性；而从长期来看，若要真正将我国公募 REITs 市场培育成为优质的万亿级市场，杠杆率限度的设定不仅需要考虑道德风险的防控，还要考虑符合 REITs 价值创造的市场逻辑。应当鼓励 REITs 通过多元化债务工具和负债方式改善自身的债务结构，并建设和完善 REITs 相关的配套负债金融工具，从而使得 REITs 能够更灵活的进行现金流管理，降低由于现金流错配而产生的财务风险。正如新加坡、中国香港等国家或地区依据市场的发展变化对 REITs 的资本结构要求不断调整，随着未来我国 REITs 管理人的专业能力与职业素养不断提升、REITs 投资者经过培育更加成熟、与 REITs 有关的配套金融工具不断发展，结合当今海外 REITs 监管与 REITs 运行的杠杆率实践，我国公募 REITs 杠杆率约束具有一定向上调整的空间。

后续市场进程可以根据市场发展情况及投资人接受度在以下三个方面进行杠杆安排的优化：

(1) 杠杆比例需保持适度水平。兼顾 REITs 产品的平稳运营、投资人利益的保护、以及投资人收益的优化等方面，随着未来 REITs 市场配套制度及参与者成熟度不断提升，杠杆率的控制仍有优化空间。鉴于我国的基础设施资产在投资建设阶段较大幅度地利用了负债，从渐进式降负债的角度来考虑，优质资产的负债比率在发行 REITs 时可以适当放宽。

(2) 借鉴国外市场杠杆方式，并丰富募集资金用途。待市场进一步发展、

REITs 产品投资人对产品的了解进一步增强后，可尝试允许适度的调整，从而丰富 REITs 的融资模式，建设相关的配套负债金融工具，并允许更为多元化的资金用途，增强 REITs 运营的灵活性。

(3)通过调整杠杆水平进行动态调控。随着市场日渐成熟，不能仅仅把 REITs 当作是反映不动产和资本市场的金融工具，还应通过杠杆率、举债方式及募集资金用途等相关要素限制的调整，充分发挥其宏观经济转型与政策工具功能，遇到诸如新冠疫情等不可抗力时，通过设定灵活、机动的 REITs 政策，助力市场的稳定、复苏。

(三) REITs 的治理问题

在 2018 年 7 月发表的“光华思想力”系列报告之五《中国公募 REITs 管理模式研究》中，介绍了海外 REITs 内部管理和外部管理的不同模式下带来的治理结构和相关代理问题，亦展望了我国 REITs 试点可能产生的治理结构情况，提出如何降低 REITs 外部管理模式的代理成本，以及如何将管理职能在多个管理主体中进行合理的分配两个重要问题。

从首批试点情况来看，我国公募基金+ABS 的产品结构以及外部管理的框架已初具雏形，并将不断完善。与中国香港和新加坡的外部管理不同，我国的基金管理人与发起人之间大多并没有关联关系，首批 9 个项目中有 6 个项目管理人与原始权益人不属关联方，而运营机构却为发起人的关联公司，基金管理人与 ABS 管理人的同一控制也表现出不同的形式，因此，我国的 REITs 整体管理架构呈现出不同的治理特点，产生不一样的治理问题。

1. 试点项目的治理结构和治理问题

我们首先总结试点项目的治理结构特征。第一，我国 REITs 是典型外部管理，产品内部包括基金、ABS、项目公司均不具备实际管理功能。项目公司亦“虚化”成为特殊目的载体，原有人员均做了剥离，设立执行董事并连同高管在内由基金管理人派出。第二，初步形成了自上而下的管理权力体系。最高决策机构是持有人会议，然后是管理人，通常内设管理咨询委员会或投资决策委员会，原始权益人会委派代表参加但不对决策构成重大影响。管理人实施主动管理，设立基础设施投资部门并按要求配置专业人才。所有试点项目均聘请了原始权益人的关联方为外部管理机构，负责项目的运营。最后，各方的管理职能进行了初步明确。公募基金管理人承担主动管理的责任，是资产管理的核心。54号公告中第38条对基金管理人的职责做出了约定，其中第4-9项委托给外部管理机构，但总体责任仍在基金管理人。

在我国的产品结构和管理框架下，会呈现出以下的利益冲突可能。

第一，管理人与持有人的利益冲突。管理人可能存在主动管理能力不足、决策与管理效率低、收费过高、通道化、过度举债、过度扩张等行为，从而损害持有人的利益。这又在管理人与发起人之间无关联关系的情况下，体现得较为明显。

第二，不同管理机构之间的利益冲突。即公募基金管理人、专项计划管理人、外部管理机构等之间，会存在诉求不一致的情况。即便专项计划管理人与公募基金管理人同为同一控制，也有多种形式，计划管理人可能是券商资管、基金子公司等。

第三，原始权益人作为大股东，与公众持有人的利益冲突。在原始权益人与基金管理人为关联方的情况下，该项利益冲突产生的代理问题与亚洲大多数

REITs 类似，需要重点关注。首批试点项目有 3 个是属于该类情况。在管理人不是原始权益人的关联方的情况下，反而起到较好的外部监督使用，减轻大股东对中小股东的利益损害。

上述可能的利益冲突还与资本结构有很大的关系。首批试点项目的 REITs 资本结构呈现出原始权益人或者持有 51% 实现并表控制、或者持有 20%-40% 的两种主要情形，不同的资本结构下，原始权益人的利益诉求具有较大区别。根据海外的经验，由原始权益人控制或通过关联基金公司进行控制的情况下，更要关注与中小股东之间的利益冲突。

在首批项目的发行阶段，市场反映出的问题集中在原始权益人与基金管理人之间的权责利平衡问题上。

首先，原始权益人多具有较强的持续控制与管理的诉求。从原始权益人角度看，并表的财务诉求是基础。另外，原始权益人会面临责任承担的问题，尤其特许经营项目。在基金管理人目前尚缺少足够的运营经验和专业能力的前提下，专业运营机构（通常为原始权益人关联方）负责提供运营管理服务，以确保基础设施平稳有效运行。同时，地方政府担心发行公募 REITs 后的运营质量问题与相关社会效益，要求原始权益人对运营事项出具有关承诺，这加大了原始权益人的责任和管理意愿。

其次，基金公司专业能力初步建立。基金公司传统业务是证券投资，而 REITs 业务与证券投资业务有很大不同，证券投资属于财务型投资、强调资产配置，风险措施是资产组合与分散化；REITs 则要求主动管理，强调资产营运与管理的集中与专业化。因此，目前公募基金公司的人力配置、各项制度、投资标准、风控

要求等，均不能较高标准去匹配 REITs 管理的需要，需要进行系统的建设和补充加强。从首批 9 只公募 REITs 情况来看，公募基金公司既有规模排名靠前的机构，也有管理规模较小的机构，反映出过往在证券投资领域的业绩并不一定给 REITs 带来较多帮助。这些机构虽然招聘了相应人员，符合基本条件，但在基础设施项目的运营管理能力和体系搭建上属于初级阶段，项目运营事项委托给原始权益人或关联方。

最后，是监管要求主动管理，制度设计上保留制衡。在证监会出台的指引和其它一系列配套文件中，对于公募基金公司的 REITs 管理提出了很多要求，总体要求主动管理，压实责任。例如管理人内部机构的设置、人员要求、制度建立等。试点实践中，监管部门亦重点关注基金公司的主动管理履职情况，对于持有人会议、项目公司董事会、运营管理、信息披露等多个方面，均体现基金管理人的主动管理。同时，制度设计上也存在制衡的情况。例如基金持有人会议可以决定更换、解聘管理人，外部管理机构的解聘需要经持有人会议决定且关联方可不回避表决，等等，这使得基金管理人、原始权益人之间形成互相制约的机制。

试点初期建立管理上的平衡是治理的重点。基于原始权益人的更强势的地位，较可能出现的管理失衡问题，是基金管理人通道化、或出现管理僵局。试点初级阶段大部分公募基金公司仍在参与赛道、培育能力阶段，试点项目的获取存在较强的拓业属性，原始权益人的议价能力和专业运营能力更强，公募基金公司发挥的职能可能更多的是代表中小投资者监督原始权益人与运营机构。因此，首批试点阶段要重点防范基金管理人的通道化问题，以减少原始权益人（大股东）侵犯中小投资者的利益。

2. 境外市场的经验

新加坡与中国香港的治理经验可以从政策层面和企业层面观察。中国香港在政策层面采取了合规条例和牌照颁发来规范 REITs 运营中的风险。

第一，合规手册为基础的监管机制。在香港联交所上市的 REITs 管理人，都需要依据香港证监会认可的一份“合规手册”规范运营。该手册载明了企业治理政策、主要高级人员职务职责、界定报告披露的渠道与工作流程，并制定了促使管理人遵循信托契约、证券及期货条例以及房托基金守则的各项规定以及相应程序与表格。

第二，基金管理人需持牌经营。中国香港市场执行金融牌照管理制度，获得独立牌照是对该公司的实力认可。在中国香港上市的 REITs，其管理人需取得证监会颁发的资产管理 9 号牌才被允许以信托基金形式上市。9 号牌²可以以全权委托形式为客户管理基金、证券或期货合约投资组合，可以直接参与境外投资、吸引海外资金，投资手段和工具都更加丰富。

从实践上看，在中国香港上市的十余只 REITs 中，除了领展为内部管理模式外，大多数 REITs 基金管理人是发起人（原始权益人）成立全资或控股机构作为 REITs 基金管理人，使得资产控制、基金管理、资产运营实现了发起人体系内的一体化运作，对 REITs 的决策、日常管理都有着绝对的控制权。

新加坡与中国香港均采取了外部管理模式，基金管理人与项目管理人大多同为原始权益人的关联公司。在这种模式下，发起人实际上被赋予了最大的权责利，以激发管理运营积极性。同时，为维护投资人利益，通过给予其他参与主体的所

² 在持牌方面，要求任何时候管理人需不少于 2 名负责人(RO)，执行董事必需同时是负责人，且至少 1 名 RO 需长驻香港，需有若干持牌代表(R 牌)。其中，RO 牌人员要求在申请日前的 6 年具有 3 年相关行业工作经验，具备最少 2 年的管理经验，通过证监会认可的资格考试。R 牌人员要求通过证监会认可的资格考试。管理人的资本通常要求不低于 1000 万元。

有权、被动管理与监管权力，平衡与发起人体系的利益冲突。具体做法包括：

第一，基于契约型基金架构，基金管理人与受托人分立，受托人持有信托财产，享有对财产的管理、运用和处置权力，但并不对上述事宜主动管理，仅在管理人的推荐下以受托人名义开展。管理人则负责主动管理日常的资产重组、资金安排、战略制定、物业管理计划等。受托人代表中小股东对管理人的行为进行监督。

第二，设置管理人董事会，介入管理人的日常公司治理，作为平衡各方权责利的缓冲机构。董事会通常设置多名董事，具有至少 5 年的管理经验和 10 年行业相关经验，独立董事占董事会人数至少为三分之一或一半以上。此外董事会下设多个专业委员会，如审计委员会、提名委员会、薪酬委员会等，通过专家的专业能力减少经营风险。

第三，持有人大会负责对核心参与主体的任免与重大事项的表决。如涉及到对《信托合同》的修改或变更，批准超额的支出、对 REITs 项目的并购等。对管理人替换表决 1/2 通过即可，但对受托人、审计师的替换则需要通过 3/4 的表决。对关联事项关联方需回避表决，体现出对作为发起人关联方的管理人制衡。

3. 优化 REITs 治理结构

如前所述，我国 REITs 试点初期的治理目标，将主要是在原始权益人与管理人之间取得合理的管理平衡、及防范大股东与中小投资者之间的利益冲突。相关建议如下。

第一，推动公募基金公司的专业能力和管理体系的建设。在压实责任的同时，大力推进基金公司的专业化建设，以及相应的中后台管理体系搭建。条件具备时

可考虑在公募基金公司下设专业的 REITs 子公司，从事 REITs 专业化管理，与传统证券投资业务充分隔离。基金的管理可参考中国香港，为上市公募 REITs 管理人制定“合规手册”，规范管理人职责、参与流程及其他各项规范，加强公募基金公司的各方面要求，包括基于 REITs 的体系化的机构、制度、流程等，使得其专业能力得到提升，避免出现通道化的情况。

第二，调动原始权益人积极性，同时落实经营责任，防范风险。一方面做实持有人大会的职能，提高管理人与投资者的沟通效率，定期召开年会，增加上会表决的重大事项内容，体现投资者的诉求。另一方面，加强信息披露，充分发挥各类监督机制，落实外部管理机构的经营责任，建立更有利于协调各利益相关方的报酬与考核机制。

第三，探索原始权益人为主的一体化管理模式。即原始权益人、基金公司与运营机构均为同一控制。本次试点有 3 个项目，初步具备一体化的模式，但基金公司与原始权益人之间的紧密程度有限。同时，对于原始权益人一体化管理的情形，要进一步加强对其监督，除了现有的聘请独立财务顾问等措施之外，在聘请外部管理机构、独立董事、关联交易事项等方面，要强化监管，避免侵犯中小投资者的利益。

长期来看，完善 REITs 治理机制与简化产品结构紧密相关（见本章第一节），从制度层面简化代理链条，降低代理问题的复杂性，降低投资者参与治理的成本。同时，设立专项 REITs 牌照，向符合条件的专业机构发放公募 REITs 基金管理人牌照。可申请牌照的机构，除了公募基金公司或其 REITs 专项子公司外，还可以是符合条件的原始权益人（或其设立的 REITs 专项子公司）及市场化专业机构，如既有金融背景、又有运营能力的不动产私募基金公司等。

4. 发挥 REITs 治理的正向溢出效应

企业的融资方式在无摩擦的完备市场中不会影响企业的价值（Modigliani and Miller, 1958），然而在现实世界里，企业的融资约束、资本结构等将对企业的治理、投资等多方面造成复杂的影响（Fazzari 等, 1988）。展望未来，我们期待基础设施 REITs 成为我国基建类企业的重要权益型融资渠道，因此在 REITs 产品本身的合理治理架构外，还应当关注 REITs 这一新融资方式的应用对基建企业治理所产生的外溢影响。

现阶段，我国基建类企业普遍面临着较高的融资约束，特别是权益融资难的问题十分显著。以上市公司为例，过去 10 年来，我国基建上市企业年均再融资额仅为其总市值的 1.2%，而银行贷款和公开市场发债规模达到权益再融资规模的 12 倍、8 倍。至 2020 年末，我国基建类上市企业的资产负债率的中位值高达 75.6%，企业经营活动净现金流占到期债务的中位值仅为 16.6%。从治理机制上看，当前较高的融资约束和负债水平至少从两方面对我国基建企业产生了消极影响：1) 其一，高负债会导致企业治理过程中的债务悬置（Debt Overhang）问题，指当企业债务负担过重时，由于其未来产生的息税前利润均主要以利息的方式偿还给债权人，股东和管理层投资的动机不足，最终导致实际投资水平严重低于最优水平（Myers, 1977）。2) 其二，高负债会加剧企业治理中的“资产替换”效应（Asset Substitution），指由于经营的损失主要由债权人承担时，股东和管理层希望投资风险更高的项目，通过增加资产的风险程度获取收益的成长空间（Jensen and Meckling, 1976）。

因此，随着基础设施 REITs 市场不断壮大，我们预期其对于基建企业的治理存在以下两种积极影响：1) 基础设施 REITs 能够为基建企业提供长期权益型

资本，帮助基建企业盘活存量资产，降低基建企业的融资约束程度，减轻当前高负债下的“债务悬置”效应，缓解基建上市企业投资不足的问题；2）若想使得运营稳定的基础设施通过 REITs 的方式退出，企业必须选择合适的项目并尽快培育资产形成稳定现金流和目标回报率，这一过程不仅能够避免企业的“资产置换”动机，还将倒逼部分企业提升资产的管理能力，并建立起精细化、市场化和长期化的经营管理机制。

我们也应意识到，基础设施 REITs 可能对基建类上市企业的治理提出新的问题和挑战，比如：1）其一，REITs 作为融资渠道将改善基建企业的自由现金流，因此应密切关注对 REITs 融资的使用，避免产生代理人问题；2）其二，基础设施作为信息不对称程度较高的资产，应关注发行阶段可能存在的逆向选择问题，即上市企业有动机优先剥离质量较差的存量资产；3）其三，由于在运营阶段基建企业很可能成为 REITs 的实际管理人，应避免基建类上市公司利用 REITs 进行利益侵占（Tunnelling）。因此，为了真正形成 REITs 治理和上市公司治理之间的良性互动关系，有必要不断优化内、外部治理机制，为上市公司的 REITs 发行与后续管理设立合理的交易和报酬机制，不断提升和优化信息的披露水平，并发挥出资产评估机构、投资顾问、审计等外部机构在防范管理交易、避免逆向选择等问题中的外部治理作用。

（四） REITs 市场流动性

流动性是决定金融市场能否稳定有效和持续性发展的基础，包括市场宽度、市场深度、市场弹性三个维度（Kyle, 1985）³。从长期来看，若要真正促使基础

³ 市场宽度决定了快速寻找到对手方进行交易的成本，市场深度决定了能够不影响交易价格的交易数量，市场弹性则代表价格受冲击影响偏离均衡时恢复的迅速程度。

设施公募 REITs 成为基建企业重要的权益性融资工具，成为值得投资者配置的大类资产，成为帮助底层资产实现价值发现的定价的“锚”⁴，必须关注 REITs 市场的流动性问题，确保建立具有一定流动性保障的 REITs 市场。

1. 试点产品的流动性现状与分析

截至 2021 年 9 月 3 日，9 只试点 REITs 已经在二级市场完整交易了 11 周的时间，尽管交易的总时间不长，尚无法从市场弹性的视角进行流动性测度，但可以从市场宽度与市场深度的视角构建部分流动性指标，从而有助于分析和理解我国 REITs 产品的流动性现状。

表 4 所示为我国 9 只基础设施 REITs 产品在上市后前 11 周（即 2021 年 6 月 21 日至 2021 年 9 月 3 日）中的不同时期的平均日换手率和 Amihud 价格冲击指标。其中，日换手率由 REITs 日成交量占流通总份额的比例计算得出，代表每日 REITs 总份额中进行转手买卖的份额比例，能在一定程度衡量 REITs 的市场宽度。在上市首周，我国 9 只公募 REITs 产品交易活跃，其中首日平均换手率达到 24.77%，后四日的平均换手率达到 3.75%。然而，9 只 REITs 产品在上市首周后的换手率明显下降，到第三周至第十一周时其平均换手率降至 0.93%。

表 4 我国 9 只 REITs 产品上市后前八周的日均换手率、Amihud 指标

REITs 名称	换手率 (%)				Amihud 指标 (%/每百万元人民
	上市首日	上市首周首 日外)	上市第二周	第三周至第 十一周	

⁴ Amihud (1986) 发现，投资者对流动性不足的金融产品索要“流动性溢价”，因此缺乏流动性的市场会提升金融成本。Chordia 等 (2008) 发现流动性有助于提升市场有效性，使得市场价格能够迅速反应各类信息。

					币)
蛇口产业园	37.14	7.76	2.99	1.53	0.036
广州广河	12.55	1.59	0.67	0.96	0.020
盐港 REIT	15.80	2.62	0.78	0.59	0.077
首钢绿能	30.03	5.19	1.48	0.96	0.058
张江 REIT	37.92	5.13	1.59	1.15	0.042
浙商杭徽	19.68	2.22	0.73	0.60	0.034
首创水务	38.60	5.24	1.94	1.26	0.070
东吴苏园	12.64	1.93	0.80	0.50	0.057
普洛斯	18.61	2.08	0.37	0.81	0.033
算术平均	24.77	3.75	1.26	0.93	0.047
加权平均	19.98	2.81	0.95	0.87	0.038

数据来源：WIND，光华课题组整理

REITs 制度要求底层资产能够产生稳定现金流，并将现金流收益强制分配，使得绝大多数 REITs 投资者采用长期持有并获取分红的投资策略，在一定程度上降低了 REITs 的交易动机，应当预期 REITs 的市场宽度窄于同市场中的股票。因此，进一步理解我国 REITs 试点中的流动性高低，判断 REITs 试点中是否具有足够的市场宽度，需要将 REITs 市场的换手率与股票市场、与成熟的海外 REITs 市场以及海外股票市场进行横向比较。

考虑到目前我国发行的 9 只 REITs 规模均在 100 亿以下，实际上 REITs 与中证 500 股票之间的换手率关系更为可比。在我国 REITs 公募试点的第三周至第

十一周，即 2021 年 7 月 5 日至 2021 年 9 月 3 日期间，我国中证 500 股票的平均日换手率为 1.80%，则目前我国 REITs 市场的日均换手率为中证 500 的 51.5%。

若对标美国和中国香港的 REITs 市场，在 1993 年 1 月至 2021 年 8 月期间，499 只在美国市场发行上市的 REITs 的平均日换手率为 0.65%，而同期美国股票的日换手率的中位值为 0.93%，即 REITs 的平均日换手率约为股票的 70%。在 2006 年 1 月至 2021 年 8 月期间，13 只在香港市场发行上市的 REITs 的平均日换手率为 0.13%，而同期恒生指数成分股的平均日换手率为 0.25%，REITs 的平均日换手率约为股票的 54%。⁵因此，即使考虑到 REITs 换手率普遍低于股票的因素，现阶段我国试点中的 REITs 流动性与香港市场相近，与美国市场相比市场宽度仍有进一步提升的空间。

有深度的市场有助于降低交易对市场价格的冲击程度。Amihud (2002) 用金融产品日收益率的绝对值与日交易金额的比例衡量交易的价格冲击程度，能够在一定程度作为市场深度维度的流动性指标。试点期间，9 只 REITs 平均每日每百万元交易额对个股造成的价格冲击为 0.047%。作为进行比较的参考，在 2021 年 6 月 21 日至 2021 年 9 月 3 日这一可比期间，我国 4483 家上市股票的 Amihud 指标平均每日每百万元交易额对个股造成的价格冲击的中位值为 0.016%。因此，从价格冲击这一视角，我国 REITs 市场的市场深度同样有待进一步加强。

2. 提升 REITs 市场的流动性水平

市场流动性的发展是循序渐进的过程。为了给我国 REITs 市场的流动性从试点到后续发展过程的潜在变化过程提供依据，我们利用 CRSP 数据库逐年计算了 1993-2020 年美国上市 REITs (SIC 行业代码为 6798) 日度流动性指标的中位

⁵ 美国市场数据来自 CRSP 数据库，中国香港市场数据来自 WIND 数据库。由光华课题组整理。

值。样本总共包括了 499 只美国上市 REITs。为了避免上市首月的过度交易，我们剔除了上市后前 22 个交易日的交易数据。除换手率、Amihud 指标外，我们还计算了每日收盘时买卖价差占收盘价的比例作为额外的换手率指标。其结果如表*所示，其中 Amihud 指标所示为每百万美元交易额所造成的收益率冲击。在 90 年代美国 REITs 市场的发展初期，其 REITs 的日均换手率和 Amihud 价格冲击指标与现阶段中国试点中的各项流动性指标比较接近。然而，随着美国 REITs 市场的不断发展，特别是在 2000 年至 2007 年，其 REITs 的流动性无论从市场宽度还是深度的视角都得到了极大的提升，近 10 年其 REITs 的日均换手率已经达到 0.72%，而每百万美元产生的收益率冲击平均仅为 0.001%。Marcato 和 Ward(2007)、Brounen 等 (2009)、Cannon 和 Cole (2011) 认为单支 REITs 规模的增大、REITs 透明度的提升、更多类型投资者对 REITs 的配置是美国 REITs 市场流动性提升的重要原因。

表 4 美国 REITs 的流动性特征 (1993-2020)

年份	REITs 数量	买卖价差 (%)	日换手率 (%)	Amihud 指标
1993	89	1.60	0.30	0.066
1994	115	1.55	0.21	0.054
1995	123	2.41	0.20	0.046
1996	135	2.07	0.26	0.026
1997	166	1.73	0.29	0.012
1998	201	2.25	0.25	0.017
1999	200	2.91	0.23	0.019
2000	195	2.78	0.23	0.031

2001	203	1.47	0.28	0.019
2002	184	1.01	0.32	0.011
2003	189	0.45	0.34	0.006
2004	215	0.22	0.43	0.005
2005	208	0.22	0.46	0.004
2006	226	0.16	0.50	0.003
2007	195	0.20	0.85	0.002
2008	171	0.34	1.17	0.008
2009	165	0.25	1.29	0.007
2010	167	0.10	0.94	0.004
2011	181	0.09	0.84	0.003
2012	186	0.09	0.70	0.002
2013	214	0.07	0.73	0.001
2014	211	0.07	0.64	0.001
2015	225	0.07	0.71	0.001
2016	221	0.06	0.71	0.001
2017	212	0.05	0.66	0.001
2018	196	0.06	0.68	0.001
2019	197	0.06	0.61	0.001
2020	187	0.10	0.90	0.002

数据来源：CRSP，光华课题组整理

因此，我们期待未来我国公募 REITs 市场的流动性和我国 REITs 制度共同成长。为了能够进一步提升我国 REITs 市场的流动性，真正发挥 REITs 市场的信息发现功能，我们提出以下建议：

第一，更分散的投资者结构有利于流动性的提升 (Bolton and Von Thadden, 1998)，应当不断丰富 REITs 投资者类型，使得 REITs 成为投资者资产配置中的重要大类资产。由于不同类型的投资者具有不同的交易动机和信息优势，更多种类的投资者参与 REITs 资产配置有助于 REITs 市场宽度的提升，对于提升 REITs 市场流动性具有重要意义。在试点过程中，REITs 投资者结构中的个人投资者占比较低，在未来应当降低个人投资者的交易成本，鼓励 REITs 成为具有普惠性的金融资产。对于机构投资者，应当进一步明确相关各类机构交易和持有 REITs 份额的法律法规和相关政策，将社保金、养老金、企业年金、保险资金、银行自有资金、证券投资基金、私募股权投资基金等多类型机构投资者引入 REITs 市场。

第二，降低市场信息不对称程度、提升资产价值的透明度是改善市场流动性的重要手段 (Kyle, 1985; Bhattacharya 和 Spiegel, 1991)，其原因是投资者担心其交易对手方更具有信息优势的逆向选择问题，因此在信息不对称时轻易不愿意进行交易。因此，未来应当从内部和外部治理两个方面不断改善 REITs 的信息环境。一方面应当进一步完善 REITs 的信息披露要求和内部治理机制，避免 REITs 管理人的代理问题；另一方面应当推动基金管理人、投资顾问、分析师、审计师等信息中介建立基于价值发现的 REITs 投研体系，不断改善 REITs 的信息环境。

第三，规模是影响流动性的关键要素。一方面，较小的规模不利于市场深度

的形成，单位规模的交易将会产生更大的价格冲击，因此对资金规模较大的机构投资者交易动机起到了抑制作用。另一方面，基金规模的扩大往往伴随着更加分散的底层资产，使得个别资产的信息不对称的风险对 REITs 负面影响下降，提高 REITs 对于各类投资者的配置价值，进一步夯实投资基础。Bhasin 等(1997)发现，美国 REITs 市场在的起步期（1990 年至 1994 年）的流动性改善几乎直接由单笔 REITs 基金规模的增加导致。因此，我们建议在未来增大单个 REITs 基金的管理规模，鼓励 REITs 基金持有分散化的资产组合，并进一步推出已发行基金收购资产与扩募机制。

第四，应当进一步优化做市商制度，使做市商成为提升我国 REITs 市场流动性的重要手段。对于流动性相对匮乏的市场，做市商能够通过维持市场的存在以减轻交易指令暂时性的不均衡，使得投资者不会因延迟交易而产生成本，有利于市场的流动性（Grossman 和 Miller, 1988）。现阶段试点中，我国基础公募 REITs 可以采用竞价、询价或大宗交易等多种交易方式，并要求 REITs 上市期间基金管理人应当选定不少于 1 家流动性服务商为基础设施基金提供双边报价等服务。在未来，应当不断明确和改善流动性服务商的义务和权利，使其有更充分的激励积极履行做市责任，避免做市的形式化。

第五，其它制度设计。针对 REITs 产品稳定的特点，对其交易规则进行完善，鼓励交易的活跃。例如适当的时候就 REITs 二级市场买卖实行 T+0 的交易机制。

三、 总结

随着首批 9 只基础设施公募 REITs 产品在沪深交易所挂牌上市,中国基础设施公募 REITs 试点实现了从 0 到 1 的突破,REITs 市场发展即将迈入探索高质量发展的新阶段。我们认为,公募 REITs 试点的实施路径具备较强的可行性,积累了大量创新性的经验,体现出制度设计者与市场实践者的智慧。REITs 试点形成了 REITs 政策的基本框架,受到基建企业和公众投资者的广泛认可,市场已经形成强烈的持续发展意愿。

我们关注到,试点过程暴露出下一阶段市场发展所需要积极应对的一系列新问题: 1) 如何建立一套标准化和体系化的 REITs 制度? 2) 如何利用 REITs 实现产融结合促进 REITs 的价值外溢? 3) 如何进一步完善税收政策等 REITs 制度和配套措施? 4) 如何优化 REITs 的产品结构从而提升 REITs 的治理机制? 5) 如何进一步培育具有流动性的 REITs 市场?

我们认为,未来 REITs 市场建设必须坚持发展 REITs 市场的初心,坚持市场化、法治化的基本原则,应当充分发挥 REITs 市场的资源配置功能,助力中国经济高质量发展。基于这样的初心,我们从 REITs 的法律定位、REITs 的配套政策、REITs 的治理问题、REITs 市场流动性四个角度提出分析和建议:

(一) REITs 立法应当实际法律环境选择合适的法律载体,坚持 REITs 制度的基本特征,以信息披露为中心,关注 REITs 管理人的合格性问题,由证券监督管理部门进行有效监管。未来,中国 REITs 立法具有“新券”模式、“企业 ABS 公募化”模式、“公募基金”模式、“公司制”模式四种可行路径。若综合考虑立法成本、与现行体系的兼容程度,我们认为“企业 ABS 公募化”模式和“新券”模式是

相对优选的方案。

(二) 持续提升 REITs 配套政策的系统化程度, 从商业活动与交易实质出发, 形成全行业通用的可复制模式, 使得 REITs 市场真正有益于产融结合与价值创造。基于此, 我们认为应进一步关注 REITs 各环节中可能出现的重复征税、提前征税等问题, 关注原始权益人合并报表等相关事项等会计政策, 关注合理的 REITs 资本结构的限制标准。

(三) 完善 REITs 治理机制应从制度层面简化 REITs 产品结构和代理链条, 重点关注原始权益人与管理人间的平衡, 防范大股东与中小投资者之间的利益冲突。未来, 我们建议设立专项 REITs 牌照, 推动公募基金的专业能力和管理体系建设, 探索原始权益人为主的一体化管理模式, 关注 REITs 治理对上市基建企业治理所产生的外溢影响。

(四) REITs 试点中存在流动性不足的现象, 但我们期待未来 REITs 市场的流动性和 REITs 制度共同成长。为建立具有流动性保障的 REITs 市场, 未来应考虑进一步丰富 REITs 投资者结构, 提升 REITs 资产价值透明度, 增大单个 REITs 基金管理规模, 优化做市商制度和其它交易制度。

参考文献

北大光华思想力REITs课题组, 2017, 《中国公募REITs发展白皮书》

北大光华思想力REITs课题组, 2018, 《不动产信托投资基金税制问题研究》

北大光华思想力REITs课题组, 2018, 《中国公募REITs管理模式研究》

Amihud Y, Mendelson H. Liquidity and stock returns[J]. Financial Analysts Journal, 1986,

42(3): 43-48.

Amihud Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects[J]. *Journal of financial markets*, 2002, 5(1): 31-56.

Bhasin V, Cole R A, Kiely J K. Changes in REIT Liquidity 1990 – 1994: Evidence from Intra - day Transactions[J]. *Real Estate Economics*, 1997, 25(4): 615-630.

Bhattacharya U, Spiegel M. Insiders, outsiders, and market breakdowns[J]. *The Review of Financial Studies*, 1991, 4(2): 255-282.

Bolton P, Von Thadden E L. Blocks, liquidity, and corporate control[J]. *The journal of finance*, 1998, 53(1): 1-25.

Brounen D, Eichholtz P, Ling D. The liquidity of property shares: an international comparison[J]. *Real Estate Economics*, 2009, 37(3): 413-445.

Cannon S E, Cole R A. Changes in REIT liquidity 1988 – 2007: evidence from daily data[J]. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2011, 43(1-2): 258-280.

Chordia T, Roll R, Subrahmanyam A. Liquidity and market efficiency[J]. *Journal of financial Economics*, 2008, 87(2): 249-268.

Fazzari S, Hubbard R G, Petersen B C. Financing constraints and corporate investment[J]. 1987.

Grossman S J, Miller M H. Liquidity and market structure[J]. *the Journal of Finance*, 1988, 43(3): 617-633.

Jensen M C, Meckling W H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4): 305-360.

Kyle A S. Continuous auctions and insider trading[J]. *Econometrica: Journal of the*

Econometric Society, 1985: 1315-1335.

Marcato G, Ward C. Back from beyond the bid – ask spread: estimating liquidity in international markets[J]. *Real Estate Economics*, 2007, 35(4): 599-622.

Modigliani F, Miller M H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment[J]. *The American Economic Review*, 1958, 48(3): 261-297.

Myers S C. Determinants of corporate borrowing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1977, 5(2): 147-175.