



光华管理学院
Guanghua School of Management

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

中国REITs市场建设与发展建言



第十期

2019年7月

中国 REITs 市场建设与发展建言¹

摘要：随着中国经济从高速增长向高质量发展转变，增速有所放缓，在产业转型、消费升级面临诸多挑战的背景下，提高投资效率，盘活基础设施及商业不动产领域存量资产、促进形成再投资能力，已成为当前中国宏观经济改革与发展的重要抓手。在中国推出 REITs，尤其是公募 REITs 已变得尤为迫切。REITs 主要投资于能够产生稳定租金的办公、商业、基础设施等持有型不动产，强制性高比例的分红要求，有助于抑制 REITs 利用留存资金进行扩张的潜在动力；其被动投资属性使它不依赖于频繁交易来获取主动投资收益。境外市场经验亦表明推行 REITs 并不会助推住宅价格非理性上涨，反而有助于降低不动产市场价格波动性。公募 REITs 在促进不动产行业转型、支持基础设施建设、金融供给侧改革、服务实体经济、完善证券市场结构、增强资本市场定价功能等方面均可创造巨大价值。

本报告汇聚了近 20 位来自中国内地及香港地区、美国、新

¹ 本报告由北京大学光华管理学院和中联基金共同发起设立的“中国 REITs 论坛 2019 年会”部分与会嘉宾观点汇智而成。相关与会专家包括：肖钢、李克平、刘俏、韩志峰、毛志荣、闫云松、周芊、SIMON LIM、KO OSHIMA、SIGRID ZIALCITA、SAM CHANDAN、陈真、李锋、朱伟强、郑海宁、卞超、张峥。

加坡、日本等多地的不动产与金融领域政界人士、经济学家、商业领袖的观察与观点，探讨了当前中国推动公募 REITs 市场发展的现实意义、未来市场展望，以及实现公募 REITs 落地的具体建议。与会专家认为，REITs 的重要价值体现在：1) 有助于稳定国内不动产市场价格；2) 可有力支持中国基础设施投资建设；3) 促进金融供给侧改革，助力企业降杠杆；4) 促进不动产行业回归本源、服务实体经济；5) 对国内投资者资产配置具有重要价值；6) 为资本市场提供定价的“锚”。

为推动中国公募 REITs 尽快落地，提出以下主要建议：1) 制定 REITs 规则与法律体系；2) 逐步完善 REITs 配套税收政策体系；3) 强化 REITs 分红机制和杠杆率约束；4) 制定扩募机制，明确 REITs 扩募标准，形成严格的市场化扩募约束；5) 明确发行定价机制；6) 建立规范 REITs 内部治理要求；7) 强化“以资产为核心”的产品定位；8) 坚持做好投资者教育，让投资人更好理解 REITs 本身特性。

此外，就推动中国公募 REITs 市场持续健康发展的展望，本报告认为，公募 REITs 市场的发展是一个多元融合的过程。一方面，商业物业、基础设施等都可作为发行 REITs 的基础资产，中国国

内市场发展空间巨大；同时，随着中国 REITs 管理人的专业能力与体系建设持续完善，亦将不断提升中国公募 REITs 产品在全球资本市场的影响力。

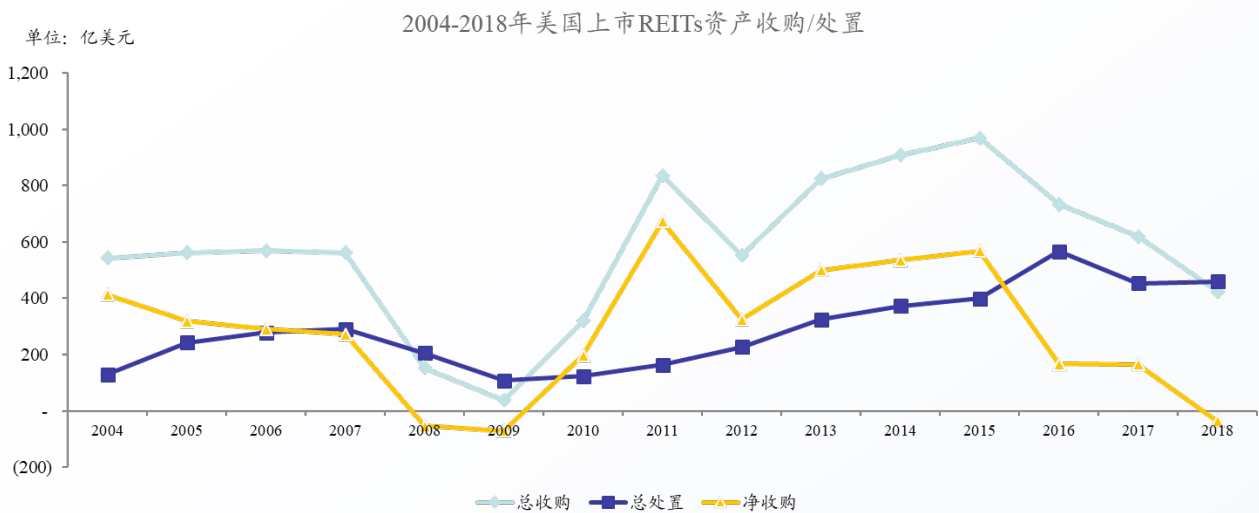
一、发展公募 REITs 的巨大价值和重要作用

随着中国经济从高速增长向高质量发展转变，增速有所放缓，在产业转型、消费升级面临诸多挑战的背景下，提高投资效率，盘活基础设施及商业不动产领域存量资产、促进形成再投资能力，已成为中国当前宏观经济改革与发展的重要抓手。公募 REITs 在促进不动产行业转型、支持基础设施建设、金融供给侧改革、服务实体经济、完善证券市场结构、增强资本市场定价功能等方面均具有重要作用。

（一）REITs 有助于稳定国内不动产市场价格

全国政协委员、中国证监会原主席肖钢指出，发展公募 REITs 市场势在必行。他从多个维度对 REITs 的作用机理进行了分析，认为 REITs 主要投资于能够产生稳定租金的办公、商业、基础设施等持有型不动产，强制性高比例分红要求有助于抑制 REITs 利用留存资金进行扩张的潜在动力，其被动投资属性使它不依赖于频繁交易来获取主动投资收益。境外市场经验亦表明推

行 REITs 有助于降低不动产市场价格波动性，不会助推住宅价格非理性上涨。



数据来源：NAREIT²

同时，REITs 能够有效拓宽不动产企业的既有投融资渠道，为持有型不动产提供更加稳定的退出方式，促进不动产企业“投融资管退” 闭合资本模式的形成，从而增强包括房地产企业在内的不动产企业财务稳定性，进一步推动不动产行业的转型升级以及持续健康发展。历史经验表明，REITs 市场建设对于宏观经济的发展也有着重要作用，一定程度上有利于引领经济摆脱困境，为经济持续发展提供新的增长动力。

² 图表引自全国政协委员肖钢先生演讲稿。美国 2008 年以前不动产价格在高位时，REITs 整体在卖出，09 年以后不动产价格下降，REITs 转而整体买入。当不动产因价格大幅下跌或上涨导致投资价值变化，REITs 收购或处置不动产的行为会起到有效平衡不动产二级市场供需关系的作用，从而稳定不动产价格。

（二）REITs 可有力支持中国基础设施投资建设

国家发改委投资司副司长韩志峰结合中国基础设施领域建设和发展的现状，探讨了中国基础设施 REITs 的发展前景。韩志峰认为，基础设施是中国 REITs 的重要应用领域，推动基础设施 REITs 正逢其时。当前在基础设施领域，新建项目投资需要大量的资本金，且中国基础设施领域已经形成的大量优质资产沉淀，通过发行基础设施 REITs 能盘活资产，将收回资金用于新的基础设施补短板项目建设，形成良好的投资循环。同时，基础设施 REITs 既有利于防范债务风险、降低企业杠杆，也有利于落实中央部署、推动重大战略实施，还有利于提高股权融资比重、促进中国的资本市场发展。

（三）REITs 促进金融供给侧改革，助力企业降杠杆

越秀集团首席资本运营官李锋认为，应该从中国经济和金融的高度和角度来看待中国 REITs 的重要性。他结合越秀房托基金的实践，认为推出中国 REITs 可以助力金融供给侧结构性改革，推动经济高质量发展。一方面，对于中国金融领域当前直接融资比例偏低、杠杆率偏高的客观情况，REITs 以持续产生稳定收入的优质物业或其他资产为基础资产，并建立完善的治理机制，委托专业团队开展管理工作，为市场提供了一种风险适中、收益稳

定、流动性高的投资产品，从而提高直接融资的比例，降低金融风险。同时，该产品也适用于基础设施等不同领域，最终实现金融资源的合理高效配置，推动中国经济高质量的发展。

临港集团副总裁朱伟强亦表示，国有企业在过往发展中，一方面以负债经营模式为主、资产负债率偏高；与此同时又生成和持有了大量优质资产。REITs 作为一种连接资产与资金的权益型金融工具，可有效化解持有优质资产与高负债率之间的矛盾，助力企业以更加健康可持续的方式扩大业务规模。

（四）REITs 促进不动产行业回归本源、服务实体经济

李锋认为，REITs 以经营性不动产作为底层资产，本质上是以金融创新促进不动产行业回归本源、服务实体经济的有效工具。REITs 通过现金流贴现的估值逻辑，实现“房住不炒”、建立不动产行业长效机制的同时，为大小商户和各行各业提供稳定优质的经营环境，有助于促进消费升级，进而带动相关产业转型升级。

菜鸟网络智慧物流基础设施事业部财务总监郑海宁表示，中国目前投入使用的高标仓面积约 5-6 千万平方米，在人均物流面积上远远低于美国。在当下电商爆发、消费升级及制造业转型的背景下，国内物流仓储供应持续紧张、单位面积成交价维持较高

水平，供需矛盾突出。REITs 在有效促进物流仓储企业资产盘活、提升其快速循环投资能力的同时，有效缓解国内物流仓储行业面临的供需矛盾，支持相关实体经济发展，与菜鸟网络一直推进建设的菜鸟骨干网，加快打造“全国 24 小时，全球 72 小时必达”基础设施的美好愿力相契合。

朱伟强从产业地产的角度出发，认为 REITs 能够打造平台化、专业化、品牌化、规模化的产业模式，实现城市及园区经济可持续发展，在借助金融工具实现资产盘活、提升经济效益的同时，有助于进一步强化集团承接政府职能、服务区域经济及产业发展的能力。

（五）REITs 对国内投资者资产配置具有重要价值

北京大学光华管理学院杰出管理实践教授、中国投资有限责任公司原副董事长、总经理李克平从机构投资者角度出发，分析了 REITs 这样一种另类资产在投资者资产配置中的重要作用。

李克平教授表示，有效的资产配置对一个投资组合的长期业绩表现具有关键作用，而组合中不同资产类别之间的低相关性是有效提升投资收益、控制投资风险的核心。自本世纪以来，受到传统资产类别之间分散化效果的局限，另类资产配置对于机构投资者而言发挥着愈发重要的作用。REITs 作为一种将流动性较低、管理专

业复杂的不动产转变为高流动性、标准化公募产品的创新另类资产，一方面大幅降低了投资者门槛，为广泛的机构投资者提供了一种新的资产配置类别；同时，根据对全球过往 145 年主要资产类别的收益风险数据分析，不动产实际上体现出最高的风险溢价水平。因此，REITs 在当今投资者的资产配置中具有非常重要的作用。此外，李克平教授指出，尽管过往全球资产配置实践为中国提供了宝贵的可借鉴经验，但在设计中国 REITs 产品时不能简单照搬，应当充分中国的市场特性，去创造真正适合中国投资者的新型金融工具。

（六）REITs 可以为资本市场提供定价的“锚”

北京大学光华管理学院院长刘俏教授透过中国经济发展的长期机遇与挑战解读中国 REITs 市场的发展前景。刘俏院长认为，以土地和房地产作为抵押品极大地扩大了社会信用，但在投资配置不高的情况下导致了高杠杆的产生。资源配置的低效还体现在对消费的挤出、城市公共设施使用低效等。中国未来经济发展面临着城镇化进程加快、老龄化人口增加、消费率提升瓶颈的挑战，为了提升房地产、基础设施、公共服务体系等方面的投资效率，准确的价格信号极其重要。需要形成资本市场、房地产市场、基础设施投融资市场、信用市场定价的“锚”，建立起价格发现的功能，引导资源

实现有效的配置。此外，刘俏院长谈到，以基础设施等为底层资产的 REITs 的推出，有利于使得地方政府信用找到市场化的定价机制。光华管理学院的研究团队已经通过评估某地政府的资产负债表，为其底层资产寻找定价的基准。

北京大学光华管理学院金融学系教授、北大光华中国 REITs 研究中心执行主任张峥教授正式发布了《CRF 中国 REITs 指数之商业不动产资本化率指数》，为未来中国版公募 REITs 提供底层物业资产合理定价依据。张峥表示，在商业不动产大宗交易市场中，资本化率可以真实地反映物业运营收入与价值之间的关系，被交易双方广泛关注，因此研究大宗成交案例的资本化率对 REITs 不动产资产定价具有重要意义。基于此，在北大光华中国 REITs 研究中心、中联基金和戴德梁行提供的研究及数据支持下，中国 REITs 论坛（CRF）发起“中国 REITs 指数之商业不动产资本化率调查研究”，旨在通过分析国内商业不动产市场参与机构对不同城市各类业态物业在大宗交易市场中的专业判断，为中国 REITs 不动产资产定价体系的建设提供合理的基准指数³。

二、推动中国公募 REITs 落地的建议

为推动中国公募 REITs 尽快落地，参会专家提出了以下主要

³ 研究结果参见首期报告《CRF 中国 REITs 指数之商业不动产资本化率指数》。

建议：

（一）制定 REITs 规则与法律体系

香港交易所董事总经理兼内地业务发展主管毛志荣认为，在专项法规暂时缺失的情况下，通过引入某种载体满足 REITs 的内涵与要义、实现公募 REITs 的核心功能，如此前国内探讨的“公募基金 + ABS”模式。李锋亦认为，在这种有效过渡方案下，推动公募 REITs 落地的关键是需要各方凝聚共识，下决心推动。

（二）逐步完善 REITs 配套税收政策体系

毛志荣、朱伟强则同时建议，需逐步出台配套税收优惠政策，以支持中国公募 REITs 市场的长期发展。

（三）强化 REITs 分红机制和杠杆率约束

肖钢认为，中国应参照境外 REITs 市场成熟经验，设置强制分红机制，在明确 REITs 产品“长期持有运营”核心理念的同时，保持适度杠杆率水平，进一步增强经营稳定性与专业管理能力。

（四）制定扩募机制，明确 REITs 扩募标准，形成严格的市场化扩募约束

郑海宁表示，今年 3 月“菜鸟中联 - 中信证券 - 中国智能骨干网仓储资产支持专项计划”作为中国国内首单可扩募类 REITs 产品成功发行，开创性地实现了同一产品项下分步装入资产、逐

步扩大规模，引领中国类 REITs 行业由“资产匹配资金”的卖方视角向“资金配置资产”的买方视角进行转变。可以说，引入扩募机制的类 REITs 产品已具备资产端持续扩张的特性，公募 REITs 阶段将围绕产品的权益属性进一步对扩募机制进行优化完善。

（五）明确发行定价机制

朱伟强认为，中国公募 REITs 发行环节应明确定价机制安排。毛志荣亦表示，境外 REITs 市场以询价发行模式为主，中国在试点阶段可考虑建立公募 REITs 产品发行定价的引导机制。同时，实际操作中不应盲目照搬境外经验，需最大程度贴近国内市场的客观情况。

（六）建立规范 REITs 内部治理要求

肖钢表示，公募 REITs 在中国作为新型金融品种，推出时也要根据国情加强风险防范，应当完善 REITs 管理人的激励约束机制。毛志荣认为，管理人与 REITs 产品的稳定良好运营息息相关。中国公募 REITs 在引入多层产品架构的安排下，需明确各层面管理人的职责与权限，在防范利益冲突的同时凸显各自专业领域的管理能力。

（七）强化“以资产为核心”的产品定位

毛志荣认为，适当的标的物业需满足市场化要求，实现“去政府补贴”，与此同时，应当依赖于专业优质管理人对于物业的运营提升能力，真正释放优质物业价值。

（八）坚持做好投资者教育，让投资人更好理解 REITs 本身特性

肖钢表示，加强投资者教育工作亦是防范风险的有力手段。一方面应向市场投资人持续开展关于公募 REITs 产品的宣传教育工作，使投资者充分了解 REITs 投资特点，区分识别股票与 REITs 的差异属性；同时，可拟定相关支持政策，鼓励特定类型投资者积极参与公募 REITs 产品投资。

除上述外，韩志峰司长对于基础设施 REITs 的发展特别提出六点建议：一是聚焦重点区域和重点领域，二是选择合适的底层资产，三是坚持权益融资，四是坚持公募发行，五是培育专业的运营机构，六是结合中国国情、推动具有中国特色的基础设施 REITs 制度建设。

三、关于我国公募 REITs 市场的展望

公募 REITs 市场的发展是一个多元融合的过程。一方面，商业物业、基础设施等都可作为发行 REITs 的基础资产，国内市场

发展空间巨大；同时，随着我国 REITs 管理人的专业能力与体系建设持续完善，亦将不断提升我国公募 REITs 产品在全球资本市场的影响力。

（一）市场发展空间巨大

基础设施领域，韩志峰认为发行 REITs 产品应至少满足四项条件：项目合法合规，资产的产权或权益清晰可合法转让，现金流稳定，原始权益人具有发行意愿。基于以上四个条件，铁路公路等交通设施、供水供热等市政设施、电力石油等能源设施、园区物流等工业设施、污水处理等环保设施、科技园区等科技设施这六个细分领域是现阶段中国适合发行公募 REITs 的资产范畴。基于中国在上述领域的长期建设投资，目前已形成体量巨大的存在对接公募 REITs 可能性的基础设施资产。

以菜鸟为例。传统简易仓储设施已无法迎合新零售背景下电商的很多特殊需求，阿里体系内包括天猫超市等强大的内生需求促使菜鸟开始建设属于自己的物流仓储基础设施。与其他国家对比来看，中国的高标仓面积以每年 20% 比例增长，但仍没有美国洛杉矶周边地区的高标仓数量多。未来，在“零售 + 第三方物流 + 传统制造业转型升级”多重因素驱动下，智能物流仓储基础

设施领域发展前景可期。

北大光华课题组于 2017 年 11 月发布的《中国不动产投资信托基金市场规模研究》报告中，通过采用比较研究的方法，分析美国、新加坡、香港和澳大利亚等 REITs 市场的绝对和相对规模，根据两类可比指标和一些合理的假设最终认为，中国标准化的公募 REITs 市场的潜在规模应在 4 万亿至 12 万亿元之间。考虑到中国基础设施建设的巨大需求和城市化人口的增长，这被认为是一个相对保守的估计，未来中国公募 REITs 市场包括 REITs 上下游的产业链市场将会是极其巨大的规模和体量。

（二）专业 REITs 管理人的系统建设任重道远

中联基金合伙人周芊认为，全球市场经验表明，头部公司具有明确的专业化特质，优秀、专业的 REITs 管理人是 REITs 良性发展、逐渐成长并为投资人持续带来丰厚收益的牢固基石，专业 REITs 管理人的系统建设是 REITs 市场上一个重要、长期课题。

结合美国、新加坡等海外成熟 REITs 市场经验，周芊认为专业 REITs 管理人需具备以下五个方面的能力：第一，强大的金融及资本管理能力是投资人收益增值保障的基础；第二，扎实且全面的资产管理能力，不仅体现于现金及账户、实体资产的管理，

还体现于成本管控和价值提升的能力；第三，需具备深耕产业的经验和专业能力。专业 REITs 管理人对所管理的基础资产所处产业应当具有深刻的理解，从而能够根据产业周期选取适当的管理方式，实现资产收益和投资人收益的最大化；第四，管理人自身履职能力、勤勉尽责的态度是保证底层资产管理的关键要素，同时也是保障 REITs 投资人长效收益的基础；第五，专业互补和团队系统稳定性是保障资产管理和 REITs 发展的根基。

周芊提出优质 REITs 管理人系统能力搭建需要一个稳固的三角形结构，即：厘清和定义 REITs 与债务类资产证券化的边界及技术要求；应借鉴新加坡、香港等国际经验，谨防管理人通道化和职责虚化；实质评估管理团队履职能力，构建专业能力与管理职责匹配的技术及能力系统。

免责声明

本报告刊载的资料及数据，仅作参考之用，不对依赖该报告采取的任何投资行为产生的风险承担责任。

- 附：报告 1 <http://www.gsm.pku.edu.cn/1.pdf>
报告 2 <http://www.gsm.pku.edu.cn/2.pdf>
报告 3 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/33333.pdf>
报告 4 <http://www.gsm.pku.edu.cn/444.pdf>
报告 5 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/7890.pdf>
报告 6 <http://www.gsm.pku.edu.cn/12626262.pdf>
报告 7 <http://www.gsm.pku.edu.cn/11221.pdf>
报告 8 <http://www.gsm.pku.edu.cn/pdf/1120896000000.pdf>
报告 9 <http://www.gsm.pku.edu.cn/123456789.pdf>
指数 1 <http://www.gsm.pku.edu.cn/123467.pdf>

“光华思想力”是北大光华的智库平台，旨在立足新时代中国，遵规范的学术标准，循前沿的科学方法，做世界水平的中国学问。“光华思想力”扎根中国大地，紧紧围绕中国经济和商业实践开展研究；提供政策建议和咨询，服务经济社会发展；研究市场规律和趋势，服务企业前沿实践；讲好中国故事，提升商学教育，支撑中国实践，贡献中国方案。



北京大学光华管理学院

网址：<http://www.gsm.pku.edu.cn>

邮件：media@gsm.pku.edu.cn

电话：010-62747137

地址：北京市海淀区颐和园路 5 号