



# 中国公募 REITs 发展白皮书： 试点阶段性总结与下一步发展 关键点



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。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。

9 月 24 日，北京大学光华管理学院“光华思想力”REITs 课题组发布《中国公募 REITs 发展白皮书 2021》，对中国公募 REITs 进行总结展望，为中国公募 REITs 发展建言献策。这也是该课题组发布的第十四份报告。在总结试点的阶段性经验之外，报告还分析和梳理了下一阶段发展的关键点。

撰稿人：刘俏、张峥、李文峥、李尚宸。感谢课题组其他成员，以及政策界专家的支持、意见和建议。

(以下内容均为报告摘要)

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。9 只产品发行总规模为 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。当前正值中国 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。

## 基础设施 REITs 试点取得的成绩及经验

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。

表 2 汇总了基础设施 REITs 试点中的创新做法。

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



(1) 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。

(2) 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。

(3) 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，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。

第二，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。

第三，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，暂未出台。

第四，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

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_26921](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26921)

