

# 创新基础设施 REITs，提升服务实体经济能力

- ◆ 基础设施是我国社会经济发展的基础，2017年传统基础设施投资占我国GDP比重为20.84%，未来面临无比广阔的空间与潜力。我国基础设施投融资体制在不断变革发展中，但政府依然在基础设施投融资中担任着主要角色，目前政府自筹资金与城投平台是各地政府基建投资的主要来源，占比超过70%。我国基础设施投融资体制创新紧迫性较高，将基础设施与REITs结合，推出适应我国基础设施发展的基础设施REITs产品将成为我国创新基础设施投融资机制的有效路径之一。回顾美国、日本、新加坡这三大成熟REITs市场与基础设施REITs细分领域的发展经验，能够为我国基础设施REITs发展提供有益参考。
- ◆ 美国现在具备全球最大、最成熟的REITs市场，发展经验最丰富。美国公开上市REITs中主要为权益型REITs，基础设施REITs在美国公开上市REITs市值占比已由2010年初的9.58%提升至2020年6月末的40.76%，基础设施REITs市场重要性逐步提升，现在已经发展成为最重要的REITs品种之一，长期来看以数据中心、物流地产、信号铁塔为主的美国基础设施REITs给投资者带来了丰厚的回报。
- ◆ 日本REITs市场目前是亚洲第一大REITs市场，在20年的发展历程中经历了初步探索、停滞不前、恢复扩张三大阶段，目前多样、物流、办公REITs合计占比超过半数，投资者结构以机构投资者为主，过去给投资者带来了较丰厚回报，估值水平整体稳定；日本基础设施REITs多数为物流REITs，适度杠杆与专业的外部管理机构两方面因素支撑了基础设施REITs的扩张成长。此外，日本还专门设立了与J-REITs十分相似的基础设施基金，为以光伏太阳能为代表的可再生能源提供了融资渠道，促进了光伏太阳能等基础产业的发展。
- ◆ 新加坡REITs市场是亚洲第二大REITs市场，过去10年新加坡REITs市值复合增长率为15%，市值占新加坡股票市场市值的12%，是全球范围内REITs市值占股票市值最高的REITs市场；市场酝酿久，制度建设已逐步完善，新加坡REITs采取单位信托形式，公司治理结构较完善，以综合地产REITs市值占比较高，受益于新加坡金融开放，近年来吸引了很多离岸不动产选择成为新加坡REITs；新加坡基础设施REITs市场以工业地产为主。
- ◆ 我国创新发展基础设施REITs主要面临以下问题，REITs的相关法律法规不健全；REITs的配套税收优惠机制尚未建立；资产收益率较低或制约基础设施REITs规模化发展；基础设施REITs存在国有资产转让操作困难，实操中涉及的国有资产转让问题主要有两个：一是或涉及国有资产流失，二是国有资产转让程序问题；市场人才储备不足，缺乏具备扎实理论功底和实操经验的复合型人才和专业资产管理团队，软环境仍有待建立完善。
- ◆ 对于我国创新深入发展基础设施REITs，主要有以下建议：首先要完善公募REITs的基础制度建设，主要包括税收、交易制度、产权转让等三方面市场基础制度，这是我国REITs创新发展的先决条件；同时建议完善公募REITs的治理机制，明确、统筹各中介机构参与者的管理职责；资产证券化管理人需要尽快完成从私募产品管理人到公募产品管理人的转变，积极掌握和适应公募REITs的各项监管规定；为激发公募REITs各管理人的积极性，建议制定完善的激励惩罚机制，力争实现管理人承担的工作职责和风险与收益匹配；在加强投资者保护上，建议从优化内部治理安排、保障基础设施资产与原始权益人有效隔离、建立道德风险防范机制、完善信息披露体系和加强投资者教育等六大方面工作入手。
- ◆ 风险提示：政策不及预期等。

## 作者

**刘志勇** 分析师  
SAC执业证书：S0380520030001  
联系电话：0755-82830333（136）  
邮箱：lizy@wanhesec.com

**黎云云** 分析师  
SAC执业证书：S0380520120003  
联系电话：0755-82830333（125）  
邮箱：liy@wanhesec.com

注：本报告整理节选自2020年证券业协会重点课题《创新基础设施REITs，提升证券经营机构服务实体经济的能力》，陈建瑜、郭恩地、王晋之对本文有贡献。



## 正文目录

一、我国基础设施投融资体制介绍.....	4
(一) 我国基础设施投资规模增长迅速，投融资规模空间巨大.....	4
(二) 基础设施融资工具分析.....	6
(三) 基础设施投融资机制创新迫切性高.....	8
二、基础设施 REITs 是创新基础设施投融资的有效路径.....	8
(一) 政策酝酿及前期类 REITs 市场发展，基础设施 REITs 推出的市场基础已逐步完善.....	9
(二) 基础设施 REITs 作为直接融资工具符合我国现阶段金融体制改革方向.....	9
(三) 为现有部分基础设施项目提供正式有效的投资退出途径.....	10
(四) 促进基础设施相关领域资产的市场化、专业化运营.....	10
三、境外基础设施 REITs 发展经验回顾.....	10
(一) 美国：REITs 市场发展历史悠久，基础设施 REITs 具有重要地位.....	10
1. 美国 REITs 市场介绍.....	10
2. 美国基础设施 REITs 概况.....	14
3. 以投资者视角看美国基础设施 REITs 回报.....	17
(二) 日本：亚洲最大 REITs 市场，专设了基础设施基金市场.....	18
1. J-REITs 市场介绍.....	18
2. 日本基础设施 J-REITs 介绍.....	20
3. 日本专设了基础设施基金市场助力可再生能源基础设施融资.....	22
(三) 新加坡：REITs 市场市值占比最高，基础设施 REITs 以工业地产为主.....	24
1. S-REITs 市场介绍.....	24
2. 基础设施 S-REITs 基本特征.....	25
四、我国创新发展基础设施 REITs 面临的主要问题.....	26
(一) REITs 的相关法律法规不健全.....	26
(二) REITs 的配套税收优惠机制尚未建立.....	27
(三) 资产收益率较低或制约基础设施 REITs 规模化发展.....	28
(四) 基础设施 REITs 存在国有资产转让操作困难.....	29
(五) 市场人才储备不足，软环境仍有待建立完善.....	29
五、创新深入发展基础设施 REITs 的建议.....	30
(一) 完善公募 REITs 的基础制度建设.....	30
(二) 完善治理机制，明确中介机构职责.....	30
(三) 提升证券经营机构参与公募 REITs 的竞争力水平，简化业务流程.....	31
(四) 加强制度建设和人才队伍建设，增强基金管理人的投资运营能力.....	32
(五) 建立管理人激励惩罚机制.....	32
(六) 加强投资者保护工作.....	32
六、风险提示.....	33

## 图表目录

图表 1 传统基础设施投资规模及同步增速.....	6
图表 2 传统美国公开交易 REITs 与公开未上市 REITs 的对比.....	11
图表 3 UPREITs 的交易结构.....	13
图表 4 DOWNREITs 交易结构.....	14
图表 5 美国基础设施 REITs 一览.....	15
图表 6 FNAER、美国基础设施 REITs、标普 500 指数年涨幅 (%).....	17
图表 7 美国基础设施 REITs 指数与标普 500 指数走势.....	17

---

图表 8 J-REITS 交易结构 .....	19
图表 9 J-REITS 各类别不动产市值分布 .....	20
图表 10 J-REITS 各类别不动产只数 .....	20
图表 11 基础设施 J-REITS .....	21
图表 12 日本基础设施基金结构 .....	22
图表 13 基础设施基金与 J-REITS 的区别 .....	22
图表 14 日本基础设施基金 .....	23
图表 15 基础设施 S-REITS 情况一览 .....	25
图表 16 REITS 税收项目汇总表图表 .....	27

2020年，一场突如其来的疫情使我国经济发展的内外部环境不确定因素增多，面向未来，我国要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，要求深挖国内巨大需求潜力，加大传统基础设施与新基建投资双轮驱动、补短板稳投资成为了疫情后时代发展的必选项。我国传统基础设施优质沉淀资产存量规模大，新老基建发展空间广阔，创新完善与当前我国新老基建发展阶段相适应的投融资机制，是保证新老基建投资高水平高质量发展不可或缺的组成部分。我国在REITs发展上已酝酿多年，过去对类REITs产品也做出了成功的尝试推广。2020年4月30日，两部门联合发布了《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》，标志着将以基础设施资产为试点正式启动公募REITs项目，意味着我国金融体制改革迈出了重要的一步。

## 一、我国基础设施投融资体制介绍

### （一）我国基础设施投资规模增长迅速，投融资规模空间巨大

基础设施、房地产、工业是我国投资的主要三大领域，伴随改革开放和城镇化推进，基础设施可谓是社会经济发展的基础，基础设施对我国经济的影响主要表现在拉动投资和消费、提高社会生产力水平、创造劳动就业机会上。以我国统计局口径分类，传统基础设施领域包括了交通运输、仓储和邮政业、水利环境和公共设施管理业、电力燃气及水的生产和供应这三大领域。2020年在防控新冠肺炎疫情的背景下，中央再度强调了新基建，同时发改委明确了包括5G基站、特高压、城际高速公路和轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网在内等七大领域的新基建范围。

#### 基础设施领域经过了三大发展阶段，已取得一定发展成果

第一阶段萌芽发展期（1953-1978），刚建国的新中国，百业待兴，经济发展的基础薄弱，各项生产活动缓慢复苏，受“大跃进”及“文革十年”的影响，整个阶段基建投资的增速并不高，一些重大交通运输项目完成，改变了国家闭塞落户的面貌。

第二阶段起步快速发展期（1979-2003），国家对基础设施重视程度提升，逐步加大了投入，该阶段后期基础设施迎来迅猛发展阶段，其中在1998年亚洲金融危机后，国家为防止通货紧缩及经济增速下滑，采取了更加有力的财政政策，加强了对基础设施的投入建设以稳内需，一大批可带来经济效益的基础设施建成，我国现代交通网络开始成形，基建对经济补短板作用提升。

第三阶段期全面快速发展期（2004-目前），这阶段我国基础设施取得重大成就，政府积极采取措施，基础设施水平得到明显改善。根据世界经济论坛发布的全球竞争力报告发布的数据来看，中国基础设施竞争力排名已从2006年的世界排名60名提升至2019年的36位。为了顺应新经济发展与高质量发展时代的要求，2020年我国强调了要加强包含七大领域的新基础设施发展，意在促进我国多个基础产业实现产业数字转型、技术创新、智能升级。整体而言，我国基础设施经过大规模建设已取得令人瞩目的成就，基础运输网络已形成，仓储和邮政业快速发展，水利与公共设施供给能力大幅提升，基础设施为经济社会发展增效率、添动能、促进步起到了核心作用。

**基础设施承担着我国经济压舱石的重任。**1994年世界银行的年度发展报告中，通过对发展中国家1990年基础设施的研究提出，基础设施每增长1%，就会使GDP增长1%，可见基础设施发展对经济促进作用明显；同时从发达国家的发展经验来讲，基础设施投资是经济下行时进行逆周期调节的重要手段，我国经济经过改革开放以来的40余年发展，目前经济由高速增长阶段转向了高质量发展阶段，经济迈入结构调整、低速发展的新阶段，为避免经济快速下滑，实行积极稳健的财政政策，意味着稳住基础设施投资是经济发展的必选项与重要内容。从有可追溯可比数据的2003年以来，传统基础设施投资<sup>1</sup>占我国GDP比重不断攀升，从2003年的10.63%提升至2017年的20.84%，在我国目前经济发展阶段中占有不可替代的位置。

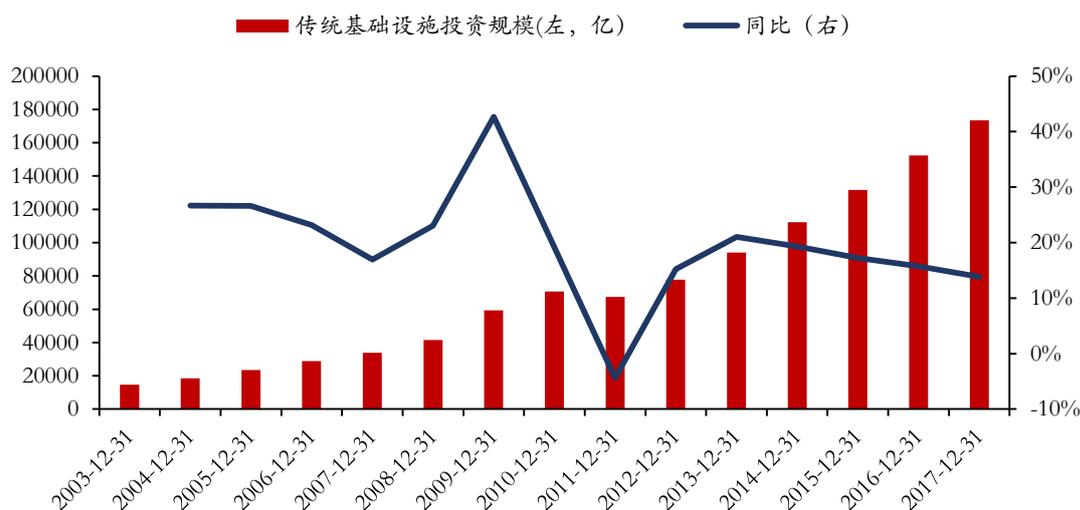
**我国基础设施需求面临着无比广阔空间与潜力**，兼顾当下的发展阶段与长远来看，主要有以下原因：1).当前经济发展阶段的必须要求。我国处于由发展中国家向发达国家迈进的过程中，基础设施配套是经济发展的重要引擎，但是不可忽视的是，我国目前在交通、水利、能源、生态环保等基础设施领域仍存短板<sup>2</sup>，亟需补齐存短板领域，以更好服务经济工业化进程；2).城镇化推进趋势延续。2019年我国城镇化率为60.6%，距离发达国家80%左右的城镇化率仍有一段距离，我国城镇化不断深化，未来更多人口将生活工作在城镇地区，这意味着基础设施发展量质均需继续提升，同时也将伴随着较高的城市更新改造需求；3).服务国家重大战略发展。习总书记提到过京津冀协同发展、长三角一体化、海南全面深化改革开放、粤港澳大湾区建设、长江经济带发展这五大国家战略关系着祖国的未来，深入实施区域协调发展重大国家战略，意味着对以交通运输网络为代表的传统基建、以信息技术为代表的新基建均提出了更高的要求。4).地区、城乡发展不平衡。改革开放以来，东部沿海地区与中西部地区经济发展差距逐步加大，城乡间发展不平衡，贫富差距拉大，为了缓解这一问题，国家重点实施了西部大开发和中部崛起战略，这当中最重要内容之一是大力投入发展基础设施建设。5).新基建加速落地中。2020年以来，以5G、数据中心等新型基础设施将作为未来经济的新增长点，相关领域的投资规模体量尽管相比传统基建体量较小，但未来发展应用空间大，赋能经济转型可期。6).内循环战略发展中的重要内容。投资与消费是发展内循环经济的重要内容，新老基础设施领域的投资机会势必得到重视与强调，有望拉动消费市场，形成良好的经济内循环。

**我国基础设施投融资规模将继续保持快速增长。**广阔的基础设施需求空间势必将带来旺盛的基础设施投融资需求。2017年传统基础设施的投资规模达17.34万亿元，同比增长13.84%。2013-2017年间传统基础设施投资规模的复合增长率达19.32%，其中除了因受2008四万亿计划刺激后的高基数影响下，导致2011年同比增速小幅为负外，其余年份均保持了两位数以上的增速，未来传统基础设施有望继续维持快速增长。截止2020年8月底，从各省市已出台的新型基础设施的投资规划来看，新型基础设施当下投资规模不大，但随着未来建设推进、项目落地、市场培育成熟，长远来看我国新型基础设施产业体系竞争力增强势必会带来更广阔的投资空间。

<sup>1</sup> 传统基础设施投资指传统基础设施投资三大领域的全社会固定资产投资之和

<sup>2</sup> 国务院：《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，2019年11月20日发布，第（五）条

图表 1 传统基础设施投资规模及同步增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

**基础设施投融资体制在不断变革发展中，政府仍是主要角色。**伴随着我国基础设施发展水平的提升，基础设施的投融资体制在不同时期呈现着不同的特点。在上世纪 90 年代以前，基础设施融资几乎全部依赖于财政资金或财政补贴；步入上世纪 90 年代以后，在我国金融体制变迁下，基础设施投融资同样经历了市场化改革，以中央划拨资金和地方财政收入为主的财政资金不再作为唯一的资金来源，既有以银行信贷为主的间接融资工具，又有债券、股票等间接融资工具，同时信托、融资租赁、ABS、PPP 等金融工具丰富了基础设施投融资工具的多样性，使得私人资本与外资也在我国基础设施投融资中发挥了作用。但是整体而言，因为基础设施项目流动性不强、建设与回报周期长、项目投资规模大、建设风险较高等客观原因，导致民营或个人资本为代表的社会资本投资基础设施项目时面临着天然门槛，现阶段在我国，各级政府基本承担了包括城市与农村各类基础设施的所有权、经营权和管理权，因此政府在基础设施投融资中担任着主要角色。

## (二) 基础设施融资工具分析

我国以政府为主导的基础设施项目投资路径一般为以下，1) 在预算充足时，使用财政预算内资金进行直接投资；2) 在预算不足时，政府将采用自筹形式，借助政府性基金、政府债券、PPP 等形式筹集资金；3) 通过地方政府给城投平台提供隐形担保，依靠地方城投平台开展基础设施相关投融资工作，城投平台通常会使用城投债、IPO、PPP、抵质押存量资产进行银行贷款、存量资产证券化、信托、融资租赁、产业基金等形式进行基础设施融资。我们通过对 2017 年传统基础设施资金来源构成进行分析，财政预算内资金、自筹资金和地方城投平台、其它方式投向基建的比例分别为 13.97%、74.1%、9.7%，可见自筹资金与城投平台合计是目前各地政府基建投资的主要来源，对基础设施重要融资工具分析如下：

1) **财政资金**。我国财政预算分为一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算等四类预算，同时每一类预算分为全国、中央与地方三级体系。财政资金用于基础设施建设主要包括财政预算内资金及政府性基金。

财政预算内资金指的是一般公共预算支出中用于基础设施投资的资金，一般公共预算以税收收入为主。政府性基金预算属于政府非税收入，主要以土地出让收入为主，其中 2019 年土地

出让金占政府性基金收入占比为 92.3%，政府性基金预算长期严重依赖于土地出让，近年来政府性基金中用于基建投资的比例一般约为 40%，因此基建投资对土地财政存在较高的依赖度。

2) **.政府专项债**。专项债券是指为了筹集资金建设某专项具体工程而发行的债券，通常以建成后收入作为担保，尽管根据过去年份专项债募集资金投向来看，投向基础设施比例存在波动性，但这部分资金用于基建的比例较大。仅截止到 2020 年 8 月底，2020 年新增发行专项债规模达到 2.56 万亿元，投向基建的比例超过 55%，专项债对基建的支撑作用是比较明显的。

3) **.城投债**。为了解决各地城市建设中的资金缺口，上世纪 90 年代末，承担地方政府投融资任务的城投公司逐步成立，而“城投债”是地方融资平台较常使用的融资工具，城投债多数资金投向了基础设施方向。截止到 2020 年上半年，我国各品种城投债发行数量达 2655 只，规模为 2.2 万亿元，是基建投资资金的重要来源。

4) **.银行信贷**。银行信贷是长期以来支撑我国基础设施建设的重要来源，其中国家开发银行作为政策性银行，定位为国民经济发展中的中长期重大战略服务，通过开展中长期信贷与投资的业务，在基础设施融资中同样担任着领先角色；在 2008 年金融危机后，为了刺激经济发展，银行通过表外资金为基础设施提供融资，同时当时银监会积极鼓励银行为地方建设项目提供借贷，而基建投资为地方政府与城投平台的主要借贷项目。仅截止到 2019 年 2 月底，我国投放基础设施行业贷款余额已超过 25 万亿元。利用政府主体与地方城投平台的信用，银行信贷资金提供了大量长期的资金注入至基础设施建设中，但不可忽视，信贷资金的投放直接带来了地方政府的债务压力。

5) **.PPP**。社会资本投资基础设施目前以权益投资的方式即为 PPP (Public-Private Partnership)，在国内，财政部、各级政府发起设立 PPP 产业基金母基金，以吸引各类金融机构、社会资本投资于基础设施。在国内，PPP 监管条例要求在基金设立发起时需要与该融资项目中长期规划相符合，同样纳入政府的预算。社会资本与政府风险共担，合理分配责任意在规范地方政府融资、降低政府直接负债的同时，推进地方政府利用市场化手段实现投融资渠道的多元化，提高政府投资项目的运营管理效率。

截止 2020 年 7 月底，中国 PPP 综合信息平台项目库入库项目已达 9668 项目，金额近 15 万亿，但落地率仅 68.5%。相比传统银行信贷、政府债券、信托融资等方式，以 PPP 政府投融资模式的重要特征是交易结构复杂、制度规范不到位、政府监管和风险防范化解手段不足，监管难度大。PPP 引入多元社会资本，相当于在项目的一级市场实现混合所有制，但由于重大基础项目投资所需资金巨大，建设、运营和回收周期长，即使在 PPP 模式下，仍会面临投资方高负债和资本长期沉淀的问题，因此当前 PPP 投资基建的效率并不高。

6) **.以资产证券化为代表的新型融资工具**。近年来，随着资产证券化蓬勃发展，以地方基础设施的污水处理费收费权、高速公路通行费、公交车收费权等收费收益权为基础资产的资产证券化产品不断发行，为基础设施融资提供了较大支持，是比较有效的融资渠道，盘活了地方基础设施存量资产。截止到 2020 年 8 月，过去共有 192 只与基础设施相关的产品发行，收费收益权产品基本以债权类产品为主。

### （三）基础设施投融资机制创新迫切性高

基础设施融资来源的多样性对缓解地方政府财政压力意义重大。我国以政府主导的基础设施投融资体制以债务性工具为主，来源相对单一，融资渠道有限，还本付息对地方政府及相关融资平台造成了较大的财政压力。面对日益增长的基础设施投资需求，随着债务规模快速增长，资金供给跟不上需求压力越来越大。尤其是经济相对不发达的部分省市的地方政府普遍面临较大的债务压力，造成了举债能力趋弱、主体信用下降，从而导致阻碍地方经济发展、举债能力均进一步下降的恶性循环。地方政府及相关融资平台大量的隐形债务同时对我国经济运行带来了系统性风险，相关金融的信用风险也随之加大。创新探索多渠道的基础设施投资来源，丰富基础设施融资的手段，改变较单一的融资结构，尤其是丰富基础设施股权类资金来源、加大引进个人或民营资本投资于基础设施建设对缓解地方政府债务压力具有重大积极意义。

现行基础设施投融资体制受到的约束规范会增多，未来融资难程度会加深。2017年以来，基于防风险、去杠杆的大环境下，国家通过直接对地方政府和城投平台的债务监管、金融机构的约束监管，致力于控制地方政府的债务，传统基础设施融资项目受到约束规范增多，融资难程度加深，导致基础设施投资增速放缓。从现行基础设施投融资体制来看，展望未来，来自税收的财政预算内资金随着降税减费政策推进势必增长承压；土地财政带来的政府性预算资金在房地产行业受到严监管环境下增速乏力；从近两年各相关部委频繁发布监管文件对地方政府举债的行为监管趋严，发债融资难度加大，非标融资受阻；前期PPP项目吸引社会资本受项目投入高、周期长、收益率低等原因导致融资效率一般。

基础设施投融资体制应适应新基建未来发展目标。基础设施投融资体制创新应适应于基础设施内部结构的转型升级，目前的基础设施投融资模式仅适应于传统基础设施行业，面对未来发展空间广阔的新基建行业，现行的基础设施投融资体制需要创新变革以适应这些行业的发展目标。与传统基础设施行业不一样，新型基础设施具有科技创新驱动、变革发展快、生产结果形态不一、变现周期不明、需要与其它行业融合发展等特点，投融资模式势必与传统基础设施模式不一样。目前来看，单纯财政资金促进新型基础设施建设的效率或不及更市场化运作的社会资本，因此新基建融资来源需要更多社会资本参与甚至主导。同时，新型基础设施内细分领域融资模式也存差异，导致对融资工具的要求不尽相同，存在差异化、特色化的融资机制不可或缺。

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\\_18607](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18607)

