

制约基础设施 REITs 发展的四个关键问题

宏观事件点评

2020年05月22日

报告摘要:

● 基础设施REITs坚持权益导向，去刚兑、去隐性担保

推行基础设施REITs的初心之一是想盘活存量资产，降低地方政府债务负担，稳住宏观杠杆率。因此，基础设施REITs一开始的定位就是坚持权益导向，做成股性更强而非债性更强的资产（这点和之前的私募类REITs有明显区别），有一部分收益是非保本浮动收益。对于地方政府来说，基础设施REITs必须要能实现真实出表，因此地方政府不可能为其提供隐性担保。从产品增信的角度，基础设施REITs更多只能发行方内部增信，因此存在一定信用风险。这点和城投债有很大区别。

● 基础设施REITs加杠杆受限，收益难以增厚

参考国外的经验，海外基金可以通过借贷实现杠杆，只要资产收益高于借贷成本，就可以增厚杠杆。目前的《征求意见稿》中允许杠杆，现在允许20%，且只允许用于资产大修和其他维护，不允许用于扩张资产规模，所以这20%的杠杆对于增厚收益并没有帮助，在加杠杆被限制的情况下，REITs产品的收益一开始可能不会太高。

● 嵌套较多，税收优惠没有那么明显

税制方面，基础设施的回收收益给投资人，中间经过三层管道：第一层，项目公司/私募基金是第一层的SPV；第二层是ABS；第三层是公募REITs。三层中，第一层本身有税费（有项目公司）；第二层ABS也要收取增值税；目前对于ABS的税费政策并未完全清晰化，也曾与国税局进行沟通，全国还未统一，目前不能做到完全的免税；第三层，公募基金本身不收税，较为透明，90%进行分红。这样一来，基础设施REITs仅在公募基金这一环节是避税的，其他环节是要产生税费的，优势没有那么明显。

● 非保本+收益有限，短期内难以完全满足投资者需求

由于期限匹配且可能做成永续的形式，险资和养老金机构对基础设施REITs最感兴趣。但对险资来说，一般倾向于保本收益，而且负债端成本较高（通常5%以上），因此对于资质不好的项目，无法给出这么高保本收益，险资可能不认账，一开始其发展可能较慢。另一方面，REITs具有一定股性且长期收益较好，公募基金也有购买基础设施REITs产品的需求。但由于监管限制，除了FOF基金之外的公募基金，都不能购买公募基金产品，因此公募基金想大量持有REITs需要做一些制度上的调整。

● 风险提示：项目收益较差、产品增信较为困难、类明股实债问题等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、基础设施 REITs 坚持权益导向，去刚兑、去隐性担保

推行基础设施 REITs 的初心之一是想盘活存量资产，降低地方政府债务负担，稳住宏观杠杆率。因此，基础设施 REITs 一开始的定位就是坚持权益导向，做成股性更强而非债性更强的资产（这点和之前的私募类 REITs 有明显区别），有一部分收益是非保本浮动收益。政策并不鼓励地方政府增信，ABS 中来自于政府的收入都不能作为现金流入值。REITs 也不鼓励补偿性收入，基础设施 REITs 必须要能实现真实出表，因此地方政府不可能为其提供隐性担保。从产品增信的角度，基础设施 REITs 更多只能发行方内部增信，因此存在一定信用风险。这点和城投债有很大区别。

二、基础设施 REITs 加杠杆受限，收益难以增厚

参考国外的经验，海外基金可以通过借贷实现杠杆，只要资产收益高于借贷成本，就可以增厚杠杆。目前的《征求意见稿》中允许杠杆，现在允许 20%，且只允许用于资产大修和其他维护，不允许用于扩张资产规模，所以这 20% 的杠杆对于增厚收益并没有帮助，在加杠杆被限制的情况下，REITs 产品的收益一开始可能不会太高。

三、嵌套较多；税收优惠没有那么明显

基础设施 REITs 之所以采用公募基金+ABS 的交易结构，原因之一就在于可以发挥公募基金避税的优势。但基础设施 REITs 交易结构较为复杂，交易的结构从下至上：项目公司股权，SPV（私募基金），资产支持计划（ABS），公募基金。公募基金 80% 的份额认购 ABS，ABS 则 100% 认购私募基金的份额，私募基金 100% 认购项目公司股权，完成整套法律结构的搭建。最底层通过股权持有基础资产；向上必须嵌入私募基金，因为 ABS 不能直接登记为项目公司的股东；ABS 不能面向公募，因此向上加一个公募基金。税制方面，基础设施的回收收益给投资人，中间经过三层管道：第一层，项目公司/私募基金是第一层的 SPV；第二层是 ABS；第三层是公募 REITs。三层中，第一层本身有税费（有项目公司）；第二层 ABS 也要收取增值税；目前对于 ABS 的税费政策并未完全清晰化，也曾与国税局进行沟通，全国还未统一，目前不能做到完全的免税；第三层，公募基金本身不收税，较为透明，90% 进行分红。这样一来，基础设施 REITs 仅在公募基金这一环节是避税的，其他环节是要产生税费的，优势没有那么明显。

四、非保本+收益有限，短期内难以完全满足投资者需求

由于期限匹配且可能做成永续的形式，险资和养老金机构对基础设施 REITs 最感兴趣。但对险资来说，一般倾向于保本收益，而且负债端成本较高（通常 5% 以上），且对刚兑有一定隐性需求。资质不好的项目，无法给出这么高保本收益，险资可能不认账，需要双方慢慢协商，一开始其发展可能较慢。资质好的项目，又得看地方政府愿不愿意出让，而且即便项目资质不错，但如果没办法给出较高的保本收益的话，险资还是可能不买账。当然未来来看如果无风险收益率进一步下行，险资风险偏好抬升，那对基础设施 REITs 的需求可能会上升。另一方面，REITs 具有一定股性且长期收益较好，理论上来说公募基金也有购买基础设施 REITs 产品的需求。但由于监管限制，除了 FOF 基金之外的公募基金，都不能购买公募基金产品，因此公募基金想大量持有 REITs 需要做一些制度上的调整。

风险提示

项目收益较差、产品增信较为困难、类明股实债问题等。

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

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_5014

