

基础设施 REITs 的六个问题

——REITs 专题研究

宏观事件点评

2020 年 5 月 11 日

报告摘要：

近日，证监会与国家发展改革委联合发布了《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》，标志着境内基础设施领域公募REITs试点正式起步。

● 基础设施REITs的七个问题：

- 一、为什么在这个时候推行基础设施REITs？
- 二、为什么采用权益型而非抵押型REITs？
- 三、为什么是契约型而非公司型REITs？
- 四、基础设施REITs更适合什么机构？
- 五、基础设施REITs的增长空间？
- 六、基础设施REITs重点支持范围？

- **风险提示：**项目收益较差、地方财力较弱导致产品增信较为困难、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

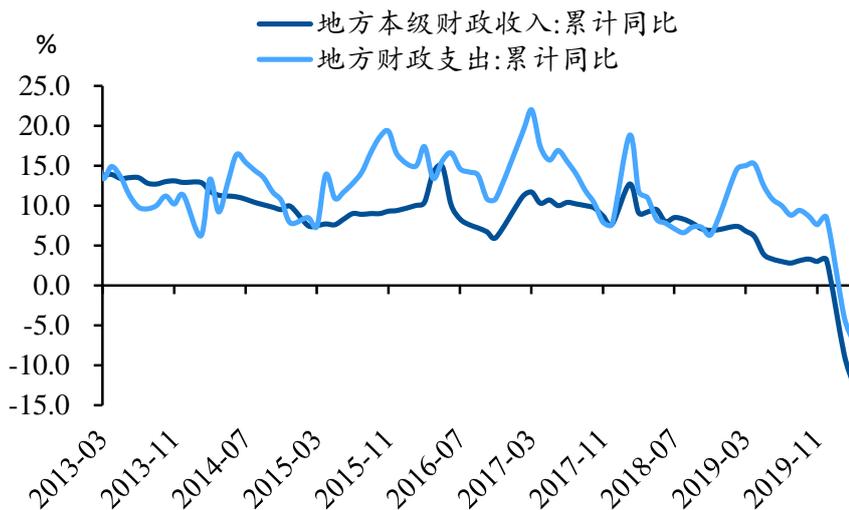
前言、境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步

近日，证监会与国家发展改革委联合发布了《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》，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。REITs 能有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。同时，REITs 作为中等收益、中等风险的金融工具，具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点，有利于丰富资本市场投资品种，拓宽社会资本投资渠道。

一、为什么在这个时候推行基础设施 REITs？

解决地方财力困难，提高基建投资效率是基础设施 REITs 推出的原因之一。今年一季度以来，受疫情冲击，地方政府财税收入大幅下降，但其依旧承担补助中小企业和困难居民户的任务，财政开支压力较大。另一方面，根据政治局会议所传达出来的精神，预计未来财政政策将进一步发力，基建投资增速有提高空间。这就对地方财力造成挑战。推出基础设施 REITs，可在一定程度上将资金引入到基建行业，并盘活政府资本存量。

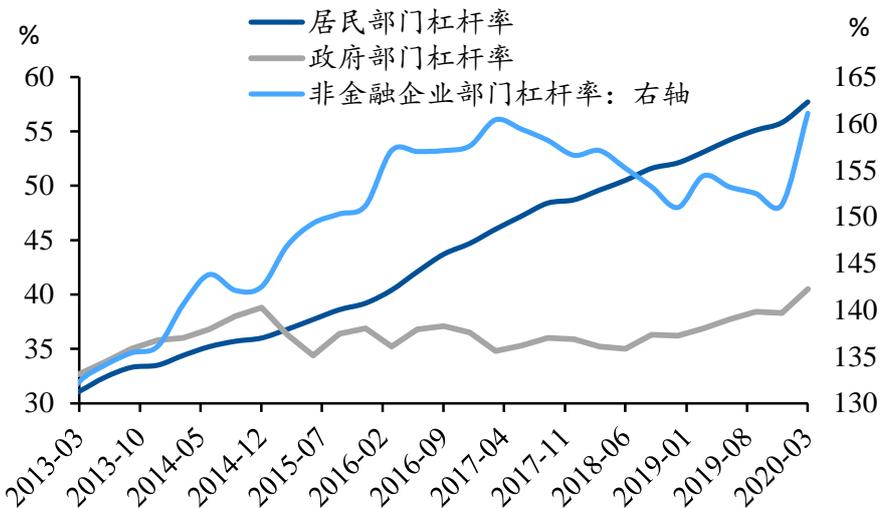
图 1：今年一季度以来地方财政收入大幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

推出基础设施 REITs 能在一定程度上满足控杠杆要求。今年一季度，宏观杠杆率再次大幅上升，从去年年底的 245.4% 上升至 259.3%，创历史新高，其中非金融企业部门宏观杠杆率上升最快，政府部门和居民部门也均有所上升。央行行长易纲在论文《再论中国金融资产结构及政策含义》中明确提出：要稳住宏观杠杆率。综合考虑经济增长对债务融资的需求，以及防范杠杆过快上升可能导致的风险，保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择。文章建议要发展好直接融资尤其是股权融资，减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。因此，推行基础设施 REITs，属于拓宽直接融资的渠道，能在一定程度上缓解宏观杠杆率过快攀升的问题。

图 2：今年一季度宏观杠杆率再次大幅上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、为什么采用权益型而非抵押型 REITs?

根据投资形式的不同，REITs 通常可被分为权益型和抵押型。权益型 REITs 投资于房地产并拥有所有权，权益型 REITs 越来越多的开始从事房地产经营活动，如租赁和客户服务等，但是 REITs 与传统房地产公司的主要区别在于，REITs 主要目的是作为投资组合的一部分对房地产进行运营，而不是开发后进行转售。抵押型 REITs 是投资房地产抵押贷款或房地产抵押支持证券，其收益主要来源是房地产贷款的利息，抵押型通常有很强的加杠杆的行为。

对我国而言，发展 REITs 的目的是为了拓宽直接融资渠道，降低宏观杠杆率，抵押型 REITs 由于可能会造成一定程度的加杠杆行为，且其对监管要求更高，相比之下，权益型 REITs 更适合我国当前的国情，在一定程度上可以作为一种股本金来看待。

三、为什么是契约型而非公司型 REITs?

根据组织形式，REITs 可分为公司型以及契约型两种。公司型 REITs 以《公司法》为依据，通过发行 REITs 股份所筹集起来的资金用于投资房地产资产，REITs 具有独立的法人资格，自主进行基金的运作，面向不特定的广大投资者筹集基金份额，REITs 股份的持有人最终成为公司的股东。契约型 REITs 则以信托契约成立为依据，通过发行受益凭证筹集资金而投资于房地产资产。契约型 REITs 本身并非独立法人，仅仅属于一种资产，由基金管理公司发起设立，其中基金管理人作为受托人接受委托对房地产进行投资。

本次 REITs 采用公募基金+ABS 结构，在某种程度上可以看做是契约型 REITs。之所以不采用公司型，其中一个原因在于中国缺乏税收制度上的优惠。而契约型 REITs 在香港已经有一段发展历程，为大陆积累了一定经验。而公募基金+ABS 的发展模式，一方面提高了进入门槛，但也使参与者专业化程度较高，降低了操作风险。另一方面过去几年国内 ABS 供需两旺，发展势头较好，可以在一定程度上给 REITs 的发展提供一些参考经验。

四、基础设施 REITs 更适合什么机构?

险资和养老金有望受益。由于基建起始投资高、项目周期长，传统的基建类投资项目往往存在期限错配问题。相比之下，险资和养老金机构是最适合基建类项目的，因为久期较为匹配。另一方面，在低利率的背景下，险资和养老金机构风险偏好抬升，投资股性更强的 REITs 能为其带来更高回报。另一方面，从目前的趋势来看，REITs 更偏永续型资产，没有具体到期日，可以随时增发。对于持有人来说，可以自由转手买卖，流动性较好。这就可以在很大程度上盘活整个不动产的流动性。对于险资和养老金来说，持有 REITs 也可以增加其对不动产投资的切入点。

五、基础设施 REITs 的增长空间？

REITs 增长空间极为广阔。当前来看，国内基础设施预估规模为上百万亿元，根据 IMF 估算，2017 年我国广义政府资本存量为 123.7 万亿元。假如其中一小部分以 REITs 的方式盘活，将有很大的投资空间。未来来看，除了基础设施 REITs 之外，房地产 REITs 也有可能成为新的投资品种，我国房地产市场规模庞大，且城镇化尚未结束，一二线城市人口流入趋势依旧存在，房地产市场仍有很大投资空间。如果房地产 REITs 也能推出，将会使盘活房地产行业存量资本。

六、基础设施 REITs 重点支持范围？

经济重镇和短板行业受到重点支持。根据文件内容，区域方面，优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，这些区域要么是我国经济重镇，要么承担改革开放的重要使命。行业方面，优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水处理、固废危废处理等污染治理项目，鼓励信息网络等新型基础设施。值得注意的是，过去 PPP 项目，很多也是城镇污水处理、固废危废处理等项目。基础设施 REITs 可以和 PPP 形成一定程度的互补。

风险提示

项目收益较差、地方财力较弱导致产品增信较为困难、类明股实债问题等。

插图目录

图 1：今年一季度以来地方财政收入大幅下滑	2
图 2：今年一季度宏观杠杆率再次大幅上升	3

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_5346

