

在监管护航下，基础设施公募基金REITs的脚步渐行渐近。

9月27日，上交所总经理蔡建春自今年8月履新该职位以来，首次系统发言中公开表示，推动公募REITs试点，是资本市场助力构建新发展格局的“重要拼图”。

9月22日，中国证券业协会发布了基础设施基金网下投资者管理细则征求意见稿，从明确注册要求、规范行为、压实中介机构责任以及建立差异化的自律措施等角度提出相关要求。

不到一个月前的9月4日，沪深交易所发布《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法》以及《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)发售业务指引》(下称《指引》);深交所同时还配套发布《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务审核指引》。

此前，4月30日，中国证监会、国家发改委联合发布《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》(下称《通知》)。同时，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)。

目前累计共有6份文件对于公募REITs的产品设计、交易规则等方面做出要求。目前构建出了怎样的监管框架？将要落地的公募REITs将有何特点？新京报贝壳财经记者采访了两位中国证券投资基金业协会资产证券化业务专业委员会委员，分别是德邦基金总经理陈星德、嘉实基金董事总经理王艺军，回答了以上问题。



中基协资产证券化业务专业委员会委员、德邦基金总经理陈星德。受访者供图

产品结构

从类REITs到公募REITs，实现了债性到股性、私募到公募的双重突破

贝壳财经：

本次提出的产品结构与国际市场主流的结构有何不同？国内产品结构是否过于复杂，设计成本过高？

陈星德：

国内REITs产品结构为“公募基金+资产证券化+项目公司”，相较于国外“公募基金+项目公司”的交易结构更为复杂。主要系我国现行法律体制所制，按我国《证券投资基金法》的规定，基金财产应当用于下列投资：上市交易的股票、债券；国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。资产证券化产品作为金融衍生品，属于公募基金投资范围，同时资产证券化产品又可直接认购项目公司股权进行运作。

王艺军：

国内将公募基金与ABS进行结合，这种同一实际控制人控制的“公募基金+基础设施资产支持证券”结构因为同一控制的原因，本质上类似于国外REITs产品结构中持有底层资产的载体。

贝壳财经：

目前市场上已有不少类REITs，和公募REITs有何区别？

陈星德：

此前境内依托企业资产证券化业务开展了一系列类REITs试点，基础资产涵盖商业物业、住房租赁等领域，并涌现出了如保利住房租赁REITs、新派公寓REITs等具有较大市场影响的项目。同时，基金管理公司也尝试发行了鹏华前海万科REITs，是第一只使用公募基金作为发行载体的公募“类REITs”产品。以上探索具有重要的意义，但均不是真正意义上的标准公募REITs。

第一，目前国内的“类REITs”大多是结构化的融资工具，和真正的权益型REITs相去甚远。此次《征求意见稿》要求的基础设施基金必须持有基础设施项目公司全部股权，通过资产支持证券和项目公司等载体（以下统称特殊目的载体）穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权。

第二，目前国内的“类REITs”产品在投资者资格、募集方式、上市交易模式等方面多有限制，没有实现公开募集和公开交易上市。而此次《征求意见稿》明确公募REITs采取中国证监会注册后，通过网下询价和基金销售机构向公众投资者销售的方式公开募集。基础设施基金采取封闭方式运作，可以向证券交易所申请上市交易。是真正的可公开募集和上市交易的金融产品。

此外，在交易结构、运营管理、资产评估与估值、信息披露等方面，公募REITs与“类REITs”也有显著的差异，更为规范、严格、透明，体现了公募基金的制度优势。

王艺军：

2014年以来，我国境内依托资产证券化业务，以私募方式开展REITs尝试；截至2020年7月，国内交易所类REITs发行了75单，规模超过1400亿元。类REITs为公募REITs的落地积累了丰富的资产类型；在类REITs市场产品中，基础资产涵盖了物流仓储、写字楼、购物中心、工业厂房、酒店、高速公路等多种资产类型，为公募REITs探索了不同的不动产类型，积累了有益的经验。

目前，我国类REITs本质上是与原始权益人信用相关的债性产品，而本次《指引》则突出了公募REITs的权益属性，是典型的权益投资。回顾国内证券化市场的发展历程，此次从类REITs到公募REITs的跨越，实现了债性到股性，私募到公募的双重突破，具有重要的历史和现实意义。

监管框架

成熟的REITs本质是“资产IPO”可引入流动性服务机制

贝壳财经：

公募REITs的基本业务框架将有何特点？是否与美国、日本等其他国家的业务框架类似、又有何不同？

王艺军：

从美国、新加坡及日本等境外成熟REITs市场来看，基础设施公募REITs是优质基础设施不动产的上市，是“资产IPO”，通过采用询价发行可以合理匹配市场需求与市场估值。《指引》以及配套的交易所业务细则，在定价、发售、交易等关键环节都借鉴了境内股票市场制度，同时匹配基础设施公募REITs产品的特有属性，作出

了区别于股票的特有安排。国内基础设施公募REITs从目前的颁布的指引和配套业务规则来看，突出了“资产IPO”的实质，符合国际惯例。因此国内基础设施公募REITs总体业务框架和国际市场相类似。显著区别在于，我国基础设施公募REITs充分考虑了投资者的利益，出于保护投资者的角度，在《指引》及交易所配套业务细则中，夯实了各金融机构参与方的权利与义务，厘清了职责边界，特别是公募基金管理人在基础设施公募REITs产品中的全方位职责，强化工作协同，又突出权责清晰。

贝壳财经：

基础设施基金交易可以引入流动性服务机制，流动性服务商可以为基础设施基金提供双边报价服务。是否相当于引入做市商？

陈星德：

从活跃市场、降低风险的目的出发，做市商无疑在世界范围内的主要金融市场中扮演着重要的作用。凭借规范、公开、富于竞争性的报价驱动机制，做市商制度有效地保障了交易效率、提高了市场流动性、为市场提供了稳健运行的基础。

王艺军：

是的，上交所与深交所发布的《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》中提出基础设施基金交易可引入流动性服务机制，通过流动性服务商为基础设施公募REITs提供双边报价服务，流动性服务商相当于做市商。引入流动性服务机制可以提高二级市场上基础设施公募REITs交易的流动性和活跃度，有效避免二级市场出现流动性不足影响基础设施公募REITs的定价效率，缓解投资人对基础设施公募REITs流动性的担忧。

投资者须知

美国权益性REITs近20年年均回报率达13%
公募REITs或出现二级市场的收购与反收购

贝壳财经：

目前引入了网下认购、场内及场外等不同认购方式，你认为这些措施能否有效提高二级市场流动性？

陈星德：

前端的网下认购、场内及场外认购机制是一个良好与投资者充分询价交流过程，价格上与投资者达成一致，一定程度上确保二级市场价格稳定性和流动性。

王艺军：

目前的一系列文件创新发售机制，引入了网下认购、场内及场外等认购方式，加强了市场的流动性建设。此外，通过流动性安排机制和按要求转托管，也提高了二级市场流动性。

在海外市场，REITs已经成为股票、债券之外的大类资产配置的有效工具。REITs通常投资于成熟的优质物业并获取稳定的租金或使用费收入，具有不同于股票和债券的风险收益特征，且与股票和债券的相关性较低，从而吸引了养老金、保险资金等长期机构投资者的青睐。该类长期机构投资人着眼于长期稳定的收益要求，对REITs的流动性偏好低于股票市场的流动性偏好。

贝壳财经：

REITs作为独立的于股和债的一个大类投资产品，对于投资者来说，应该如何理解和看待公募REITs？公募REITs的预期收益和风险如何？

陈星德：

REITs从资本市场汇集广大投资者的资金，通过高度专业化的运营团队持有和运营基础设施等物业，将获得的稳定、可持续的收入按比例分配给投资者，是境外市场较为成熟的金融产品。REITs和高杠杆、高风险的地产开发和投资不同，其收益主要来自于持有不动产的租金收入分配，适合长期投资，是养老金和保险资金等长期资金的重要投资标的之一。公募REITs具有以下特征：给不动产赋予了流动性，相比股票和公司债券，透明度高、投资多元化的REITs具有非常有竞争性的长期投资表现，还能提供丰厚、稳定的分红。

当然,REITs投资也存在一定的风险，主要风险有：疲软的使用或者租赁市场；利率上升；不动产市场价格下滑；不利的资本募集环境；高负债水平以及对管理人信任度问题。

王艺军：

REITs通常持有优质的底层资产，收益主要来源于租金收入和资产增值。REITs的风

险收益特性不同于股票和债券，兼具“股票+债券”的特征，既有类似债券的稳定分红收益，又有类似股票的资本利得，同时具有一定的波动性。但是，稳定的分红收益使得REITs成为优秀的投资标的，是有效的大类资产配置工具。

从美国市场来看，基于风险和收益匹配的角度，REITs要显著优于美国各种指数的风险收益。从收益率的角度来看，REITs具有较高的收益率，根据美国国家房地产信托投资基金协会（NAREIT）统计数据，美国权益性REITs近20年的年均回报率达到13%，比同期的纳斯达克指数收益率高4%，比罗素2000指数高3%。

贝壳财经：

两个交易所都对收购及份额权益变动做出了一些安排。REITs将来也会像股票一样出现二级市场的收购和反收购吗？目前的制度安排目前参照股票市场的规则，是否适用于REITs？

陈星德：

本次公募REITs是将资产进行IPO，若资产资质较好，可能存在在二级市场被市场投资者举牌成为最大基金份额持有人，对项目进行间接控制。因此，《上市公司收购管理办法》也是同样适用的。

王艺军：

交易所出台的关于基础设施公募REITs的相关细则，一方面，借鉴了我国境内股票的发行制度；另一方面，基础设施基金的收购及份额权益变动所涉及的当事人应当参照中国证监会和两个交易所上市公司收购及股份权益变动的相关规定，以履行相应的程序与义务。理论上，基础设施公募REITs市场上会出现二级市场的收购与反收购。

公募机构

公募基金承担买卖双方的角色、不存在利益冲突

贝壳财经：

公募机构在其中是否又是买方，又是卖方，是否有利益冲突？证券公司也扮演类似于卖方的角色，公募机构和证券公司如何厘清责任？

陈星德：

首先，公募基金管理人在公募REITs中的角色是一种买方与卖方兼备的综合角色。公募基金管理人具备卖方的特征，是因为在项目初始阶段，基金公司需要与证券公司等中介机构密切配合，对于项目进行先期的尽职调查、产品设计、提交发改委、证监会和交易所审查、推进项目IPO流程等，相关工作与投行有些类似。

而公募基金也贯穿整个项目生命周期中的管理人、运营者，也就是所谓的买方。项目成功发行后，公募基金管理人将直接履行REITs项目公司的股东和运营者的权力和职责，努力提升项目公司的运营水平，使项目公司持续产生利润，资产保值增值。

基金管理人对于项目公司的运营成效将会直接反映到公募REITs基金的二级市场价格，实际上也是公募REITs基金业绩的体现。

公募基金公司买方与卖方的角色并不存在利益冲突。作为卖方，对于项目研究、尽调越充分，那么后续对于项目的运营也能更好的把控，项目本身的资产质量也更有保障。两个角色是前后贯通，互相促进的。

王艺军：

长期来看，公募机构扮演的是买方角色，不存在利益冲突。基于“资产IPO”的询价发行机制安排、充分的信息披露、专项尽调指引和估值指引的配套，以及对公募基金管理人聘请具有保荐资格的券商做财务顾问和委托外部管理机构运营管理资产的相应安排并不免除公募基金依法应当承担的责任等配套措施使得各参与方的权责边界清晰，突出了公募基金管理人的主体责任。

贝壳财经：

博时、华夏等多家公募基金及中信建投等券商已先后发布REITs投研团队的招聘启事。公募基金不仅是投资者，还是基金管理人，你认为公募基金是否具有匹配的运营能力？

陈星德：

从产品角度看，公募REITs虽属《证券投资基金法》下的公募证券投资基金，但是和我们目前的公募基金产品相差迥异。例如：股票、债券等基金讲究分散化配置，要求“鸡蛋不放在一个篮子里”，而《征求意见稿》要求80%以上资产持有单一基础设施证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权，并

豁免了“双十”规定，是“把鸡蛋放在一个篮子里并好好照顾”的概念。又如，目前基金管理公司奉行“华尔街规则”，即不参与上市公司的主动经营管理，主要作为“旁观者”的被动投资角色，采取买入或者卖出方式“用脚投票”。《征求意见稿》要求基础设施基金运作过程中，基金管理人积极履行基础设施项目运营管理职责，为此还需要配备有基础设施项目投资管理或运营经验的人员。此外在公募REITs在基金发行定价方式、估值方式、信息披露内容、利益冲突管理等方面具有很强的独特性，这些都是值得我们关注的。

但是，基金管理行业是个年轻的行业，也是不断在创新和进步的行业。从最初的以股票基金和零售市场为主，到后来日益壮大债券、货币基金和机构客户市场，近些年商品、对冲策略等产品类型也不断涌现。公募REITs的出台经过长期的调研、论证、讨论，包括受访者在内的公募基金专家也参与其中。相信，公募基金管理公司一定会不辱使命积极准备，满足发行和管理公募REITs的各项要求，争取试点的成功。今后中国市场也会涌现出如美国AMT这样专业和强大的基础设施REITs基金管理人。

王艺军：

从境外REITs市场来看，REITs上市以后的表现与管理机构的不动产投资管理能力息息相关。基础设施公募REITs可通过设立长期有效的监督机制和奖惩机制，促进运营管理机构和投资人的风险收益共担的长效机制，通过主动管理持续提升公募REITs收益。

经过多年发展，公募基金管理人在二级市场具有突出的股票与债券研究投资经验，并被市场投资人广泛认可。公募基金管理人在基础实施公募REITs中所需要的资产运营能力，与其所具备的二级市场投资研究能力相比较，存在一定差距。但通过设置合理的治理机制，公募基金管理人可有效整合原始权益人的运营能力，从而极大地改善和提升公募基金管理人的资产运营能力。

走势预判

未来央企国企将更多参与 未来有望向长租公寓类开放

贝壳财经：

公募REITs良性发展，还有哪些配套规则需要补齐？例如税收等。还有哪些问题需要解决？

陈星德：

很多基础设施资产为国有企业持有，在国资转让过程中涉及到的交易、定价、程序相关问题，需要得到国资监管部门的支持；还有在转让环节涉及的税收问题，也需要得到税务部门的支持。我国现有6万亿基础设施存量项目，主要以央企、国企的信用扩张予以支撑，由于基础设施建设及回款周期长，退出渠道严重缺失，导致央企、国企的债务风险逐年积聚。此次公募REITs是一个良好的机会帮助央企、国企梳理基础设施资产，通过专业评估机构测算以及市场投资者供需量对资产进行两次定价。在债务高举的情况下，未来央企、国企将更多参与股权融资的资产市场中，资产定价、交易是一个必经之路。公募REITs前期试点阶段，央企、国企需要一定时间将债权融资的思想向股权融资转变，对资产市场价格接受也有一定认知过程。敢于吃螃蟹的地方央企、国企已积极协调各地方政府的国资部门、税务部门、国土部分等对资产合规审核流程、交易程序、地税征收方面予以大力支持。

如何平衡基础设施资产的民生利益与产品收益率的问题。通常市政类项目（例如供水、供气、供气）投资规模大，收益较低，往往不及公司债、企业债、银行理财等产品的利率水平，但此类项目与民生息息相关，公益性质强，无法通过抬高单价来提升项目收益率。此次公募REITs最新版《指引》将原本80%募集资金投入单一资产证券化产品的条款，去除“单一”两字，意味着可以将多类型资产打包一起操作。若市政类项目搭配收益较高的新基建、仓储物流、高科技产业类项目，可较好提高公募REITs项目整体收益率。

如何设置公开合理的考核与激励，最大化激发运营团队的积极性，提高基础设施项目盈利水平。运营团队考核标准需要根据底层资产特性，通常以历史公司自由现金流（FCF）为基准，若每年达到基准水平，运营管理收入与历史保持一致。若超过基准水平部分，可分阶梯设置不同等级激励机制，最高不超过自由现金流（FCF）的20%作为奖励。

王艺军：

在基础设施公募REITs试点的同时，需要进一步对我国境内公募REITs涉及的税收制度进行研究，建立和完善符合我国国情的REITs税收体系。推动公募REITs税收支持政策落地，分别在公募REITs发起阶段、运营阶段考虑税收优惠，以促进公募REITs市场的发展。随着基础设施公募REITs试点项目的推进，可同步开展相关的税收制度落地。

贝壳财经：

先期试点后，将来是否有望进一步放开政策，将在哪些领域？

陈星德：

未来政策将进一步打开，有望向长租公寓类开放。

王艺军：

改革开放四十年以来，我国在基础设施领域形成了大量的优质资产，基础设施公募REITs可以盘活大量存量基础设施资产，是稳投资、补短板的重要改革工具。目前，基础设施公募REITs提倡“三聚焦”，聚焦基础设施领域，聚焦重点区域，聚焦资产质量。随着试点项目的落地，基础设施公募REITs市场建设更加成熟，可逐步扩大重点区域，在全国范围内推广实施；并可延展至更丰富的基础设施类型，比如能源类基础设施。

贝壳财经：

海外市场REITs的发展情况如何？底层资产情况将与国内有何不同？

陈星德：

海外的底层资产更多元化，国内目前集中在基础设施领域。

王艺军：

从1960年美国REITs制度推出以来，全球已有40多个国家和地区推出了REITs产品，目前，全球上市REITs总市值约2万亿美元，美国REITs市场超过1万亿美元，是全球最大的REITs市场。

从资产类型上看，REITs的投资标的非常多元化，分为以下主要类型：基础设施、写字楼、工业地产、零售物业、住宅物业、酒店物业、康养物业、自主仓储、林地等。拥有良好现金流的基础设施是国外REITs的重要组成部分，以全球最大的REITs市场美国为例，市值排名前五的REITs均为基础设施REITs，资产类型包括通信铁塔、仓储物流、数据中心等。基础设施是全社会赖以生存发展的重要物质基础，我国此次开展的基础设施公募REITs聚焦重点行业，优选试点项目，创造了基础设施投融资机制的变革。

新京报贝壳财经记者 张姝欣 编辑 陈莉 校对 陈荻雁