

我国基础设施公募 REITs 的发展之路

REITs (Real Estate Investment Trusts) 即不动产信托投资基金, 是一种通过发行股份或受益凭证汇集投资者资金购买不动产, 并委托专门的机构进行投资经营管理, 将投资综合收益按比例分配给投资者的证券工具, 因此具有金融和不动产双重属性。

2021 年 6 月 21 日, 国内首批公募 REITs 在沪深两大交易所上市, 至今已上市三周年。三载回眸, 通过将具有持续稳定收益的不动产转化成可上市交易的资产支持证券, 公募 REITs 为盘活庞大的存量资产开辟出一条新路, 在为投资者提供更多投资机会和资产配置工具的同时, 也进一步有力支持及服务国家战略、助力中国经济转型升级。

数据显示, 截至 2024 年 10 月末, 基础设施公募 REITs 市场共有 47 单完成发行, 形成“首发+扩募”双轮驱动的发展新格局, 市场整体规模站上千亿元台阶。

一、REITs 的分类

1、按标的资产和收益来源分类

权益型 REITs 是指投资者直接拥有底层资产的股权并且负责对其进行日常管理和运营, 投资者能够获得的收益不仅有租金收入, 还拥有底层物业资产的未来增值收益。权益型 REITs 可以持有多种类型的物业资产, 范围非常广泛, 具体可包括酒店、商业地产、医院、仓库和租赁住房等。从定义上来看, 权益型 REITs 似乎与普通房地产公司十分相似, 两者之间最大的区别在于 REITs 购买和开发自持物业资产, 而不仅仅是建设房屋后直接销售。

债权型 REITs 也可以称为抵押型 REITs, 它是指投资者拥有底层资产的债权, 债权型 REITs 直接向底层基础资产所有者或房地产开发企业发放贷款, 或者投资于抵押贷款二级市场。债权型 REITs 能够为投资者提供稳定的贷款利息收入, 但是不能为投资者带来资产增值收益, 因为其本身并未直接持有实体底层资产。

混合型 REITs 则是指其兼具权益型 REITs 和债权性 REITs 的特点, 投资者既拥有底层资产的股权, 又能够获得一部分贷款利息收入。因此, 从理论角度来看, 混合型 REITs 既可以为投资者获得一部分稳定的抵押贷款利息收入, 同时还能获得一定的资产增值收益。

从全球市场目前存续的主流 REITs 产品来看, 基本上都采用了权益型, 债权型和混合

型均为非主流的模式。

2、根据底层资产分类

根据底层资产，REITs 可分为基础设施和商业不动产两大类。基础设施包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房等；商业地产包括写字楼、出租公寓、零售物业、工业地产和酒店等。

3、根据组织形式分类

公司型 REITs 是指投资者出资成立一家投资于特定对象的股份公司，投资者持有该 REITs 公司股份，自己进行管理或者聘请专业机构管理公司各项事务。REITs 公司持有各类房地产资产获得租金收入，聘请专业的管理顾问公司或者独立投资顾问，缴纳资产管理费用以获取资产管理服务。

契约型 REITs 是指投资者并不直接持有公司股份，而是与管理机构签订信托契约获得受益凭证。REITs 基金份额由基金投资者购买，投资者获得基金收益。REITs 基金持有各类房地产资产获取租金收入，聘请专业的物业管理公司，交纳物业管理费用以获取物业管理服务。

合伙型 REITs 比较少见，它实质上是一家合伙企业，通常是由普通合伙人和有限合伙人组成，普通合伙人负责 REITs 的日常事务管理并且对 REITs 具有无限连带责任，有限合伙人不用管理 REITs 的日常事务并且仅仅承担其出资额度内的有限责任。

全球市场中，美国、日本主流产品采用的是公司型模式，而新加坡、中国香港、中国大陆采用的是契约型模式。

4、根据资金募集方式分类

目前国际上标准的 REITs 产品都是公募 REITs，公募 REITs 是指通过公开发行的方式，面向社会公众投资者募集资金的 REITs 产品。公募 REITs 面对投资者范围较广，既包括机构投资者，也包括个人投资者，单次投资最低额度通常不受任何限制。公募 REITs 的流动性非常高，可以进入二级交易市场上市流通。

私募 REITs 是指通过非公开发行的方式，面向特定投资者（一般是机构投资者）募集资金的 REITs 产品。

从全球市场来看，公募 REITs 是 REITs 市场主要构成，私募 REITs 同时也是重要组成部分。

二、我国 REITs 发展历程

中国对于 REITs 的探索始于本世纪初，主要可分为以下四个阶段：

1、探索研究阶段（2005-2013 年）

2004 年 1 月 31 日，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，自此开启我国对资产证券化业务的探索。

2005 年，以中国联通 CDMA 网络租赁费收益权为底层资产的“中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划”在上交所发行。同年末，以企业贷款为底层资产的“开元 2005 年第一期信贷资产支持证券”在银行间市场发行，开启了我国资产证券化业务的元年。但是随着美国次贷危机的爆发，风险不断向全球市场传染，我国监管部门于 2008 年底暂停了资产证券化业务的开展，直到 2011 年底才重新开闸。

在这几年中，我国的资产证券化业务基础资产主要是针对债权类、收益权类资产，并未涉及不动产等基础设施类资产。2007 年，中国人民银行、中国证监会和中国银监会分别成立 REITs 专题研究小组，开始着手中国境内 REITs 市场建设工作，从此正式进入中国 REITs 市场研究论证阶段。

2、类 REITs 阶段（2014 年至今）

这一阶段中国的 REITs 市场正在不断成长，产品以私募发行的类 REITs 为主。2014 年 9 月 30 日，中国人民银行和中国银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出要积极稳妥开展 REITs 试点工作。2015 年 1 月 6 日，国家住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，明确提出要积极推进 REITs 试点，并积极鼓励投资 REITs 产品。2018 年 2 月 12 日，深交所战略规划纲要提出全力开展 REITs 产品创新。

2014 年 4 月，我国首单“类 REITs”产品——中信启航专项资产管理计划成功发行并在深交所综合协议交易平台挂牌转让，是我国资产证券化市场上具有里程碑意义的一只产品，其设计的“专项计划+私募基金”双 SPV 模式为我国后来的类 REITs 产品、其他 ABS 产品以及后来的公募 REITs 提供了参考先例，其他各类涉及到双 SPV 结构的产品基本上都是在该产品基础上的复制和改良。后来的公募 REITs“公募基金+专项计划+私募基金（如需）+项目公司”经典结构就是参考了上述的双 SPV 模式。

在沪深证券交易所发行的类 REITs 产品主要面向合格机构投资者销售，在银行间债券市场发行的类 REITs 主要面向以金融机构为主的合格机构投资者。这两类市场的投资者投

资目的主要是为了获得固定投资回报，因此类 REITs 产品通过优先劣后的结构化分层设计，把优先级设计为固定收益证券，从而满足投资者的固定回报需求。在底层基础资产层面，部分类 REITs 产品需要引入主体信用增信，从而才能满足投资者的评级需求。因此，类 REITs 尤其是优先级份额更多属于债性产品而非权益型产品，原始权益人发行类 REITs 主要也是满足其融资需求，出表需求较少。这一阶段的类 REITs 产品基于 ABS 架构，实质仍是债务性融资。

在这一阶段，另外有一只典型的产品是 2015 年 7 月发行的鹏华前海万科 REITs 项目，该产品是我国第一个投向不动产的公募基金，鹏华前海万科 REITs 通过持有项目公司 50% 股权从而享有深圳前海区万科企业公馆的租金收益权。根据我国法律法规，公募基金原则上不得投资非上市公司股权，鹏华前海万科 REITs 是特殊背景下的特例，且其结构与标准公募 REITs 存在一些差异，但已经为我国公募 REITs 的交易架构奠定了基础，后来的公募 REITs“公募基金+专项计划+私募基金（如需）+项目公司”经典结构中的第一层公募基金就是参考了鹏华前海万科 REITs 产品中的公募基金模式。

3、公募 REITs 阶段（2020 年至今）

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《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》，千呼万唤多年的公募 REITs 正式启航。同年 8 月，证监会发布业务指引，标志着公募 REITs 正式规则落地，发行条件逐渐成熟。2021 年 5 月 31 日，我国首批 9 只公募 REITs 产品开始公开发行认购，并于 6 月 21 日正式上市交易。

按照中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称“《公募 REITs 指引》”)的规定,公募 REITs 具有以下特征：（1）组织结构方面，《公募 REITs 指引》第 2 条规定，80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券并持有全部股份，基金通过资产支持证券和项目公司等载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利；（2）投资者结构方面，《公募 REITs 指引》第 24 条规定，基金份额总额应达到准予注册规模的 80%，募集资金规模应超过 2 亿元、或投资人不少于 1000 人；（3）资产结构方面，《公募 REITs 指引》第 25 条规定，基金应将 80%以上基金资产投资于与其存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人设立发行 ABS 的全部份额，并获得项目全部所有权或经营权利，拥有控制权和处置权；（4）资产借款要求，《公募 REITs 指引》第 28 条规定，基金总资产不得超过基金净资产的 140%，借款金额不得超过基金净资产的 20%，且借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等。

由此可见，我国公募 REITS 试点采取了“公募基金+ABS”的架构，这种架构采取了以基金管理人作为全责核心，并辅之以聘请财务顾问、外部管理机构的模式。此种管理机制在现有基金与证券法规体系下，强调平衡性，压实了基金管理人责任，并能在一定程度上发挥原始权益人的行业经验及资源优势。

4、私募 REITs 阶段（2023 年至今）

2023 年 12 月开始，证监会、交易所推出 REITs 产品的私募版本，私募 REITs 产品是一种纯权益型的私募不动产产品。区别于公募 REITs 产品发行方式，私募 REITs 主要采用非公开发行并在交易所挂牌的方式进行发行和转让。2023 年 12 月 25 日，全国首单持有型不动产资产支持专项计划（即私募 REITs）“华泰-中交路建清西大桥持有型不动产资产支持专项计划”成功发行，标志着国内私募 REITs 正式起航。

相较于公募 REITs 对底层资产业态、NOI、净现金流分派率及 IRR 等要求，私募 REITs 产品对底层物业及相关分派及收益率指标更加宽松。近年来，随着宏观经济和环境的变化，部分底层物业暂难以达到公募 REITs 的条件，通过发行私募 REITs 可以实现 PRE-REITs 的效果，最终通过公募 REITs 实现退出，使得发行人达到“即期资产盘活+远期资产公开上市”的目标。

三、我国公募 REITs 发展现状

根据国家发展改革委发布的《中国证监会、国家发展改革委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》《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》等文件规定将基础设施 REITs 基础资产领域分为 10 类，分别是：

（1）交通基础设施：收费公路、铁路、机场、港口项目。

（2）能源基础设施：风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目。

（3）市政基础设施：城镇供水、供电、供气、供热项目、以及停车场项目。

（4）生态环保基础设施：城镇污水垃圾处理及资源化利用环境基础设施、固废危废医废处理环境基础设施、大宗固体废弃物综合利用基础设施项目。

(5) 仓储物流基础设施：面向社会提供物品储存服务并收取费用的仓库，包括通用仓库以及冷库等专业仓库。

(6) 园区基础设施：位于自由贸易试验区、国家级新区、国家级与省级开发区、战略性新兴产业集群的研发平台、工业厂房、创业孵化期、产业加速器、产业发展服务平台等园区基础设施。

(7) 新型基础设施：数据中心类、人工智能项目、5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目、智能交通、智慧能源、智慧城市项目。

(8) 保障性租赁住房：各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目。

(9) 消费基础设施：购物中心、商超等。

(10) 探索领域：具有供水、发电等功能的水利设施；自然文化遗产、国家 5A 级旅游景区等具有较好收益的旅游基础设施，其中自然文化遗产以《世界遗产名录》为主。

上述 10 类基础资产又可以进一步归纳为两个大类，产权类和特许经营权类。

产权类项目是指以租金为主要收入来源的不动产权类相关资产，如：仓储物流、保障性租赁住房、购物中心、产业园区、数据中心等。

特许经营权类项目是指依据与政府签署的特殊经营协议进行收费的特许经营类资产，如：环保、高速公路、市政工程、新能源发电等。

截至 2024 年 10 月底，我国共上市 47 只公募 REITs，资产类型分布于保障性租赁住房、仓储物流、消费基础设施、园区基础设施、交通基础设施、能源基础设施、生态环保基础设施等 7 种类型。

基于过去多年研究及类 REITs 实践经验的基础上，我国从 2021 年开始试点基础设施公募 REITs，发展至今走过了 3 年的时间。这 3 年来，基础资产的范围也从最初的能源、交通、产业园等领域逐步增加了消费基础设施、保障房基础设施，未来可能会进一步覆盖至著名旅游景点、通信设施等领域。发行方式从最初的“首发”逐步发展为“首发+扩募”双轮驱动模式，但整体来讲，市场处于初期新兴阶段，单只规模较小，尚未培育出龙头资产运营机构。

预计未来，我国公募 REITs 市场也能涌现出优质的资产运营机构，带领市场走向成

熟。