

公募 REITs：基础设施融资新方式

○张 捷

摘要：党的十九届五中全会提出，“十四五”时期经济社会发展以推动高质量发展为主题，把创新、协调、绿色、开放、共享的新发展理念贯穿发展全过程，加快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。基础设施建设是经济社会发展的重要支撑，具有战略性、基础性、先导性作用，统筹推进基础设施建设，是党中央在新发展阶段提出的新要求。近年来，由于非标融资受限、PPP 项目入库趋严、城投债逐渐转型，传统的基建融资工具面临瓶颈，基础设施建设资金明显不足。2020 年世界遭受前所未有的新冠疫情，我国凭借自身制度优势与得力防控，经济率先从疫情影响中稳步复苏，成为唯一取得经济正增长的主要经济体。但是，不容忽视的是，我国仍面临经济增长的持续性、结构性、普惠性与防范系统性风险等诸多挑战，基础设施建设的重要性仍然凸显。此时，发展公募 REITs，不仅能够盘活存量、补充基建资金来源，护航经济增长，而且对降低政府和企业杠杆率，丰富居民资产配置工具，也具有具有重要的战略意义。

关键词：后疫情时期 基础设施融资 REITs

DOI:10.19709/j.cnki.11-3199/f.2021.08.005

基础设施建设对我国经济社会发展至关重要，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（以下简称《建议》）明确指出了“十四五”期间基础设施建设的发展方向，即“构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系”，这给基础设施建设赋予了新的重要角色。基础设施项目的规划方一般为政府部门，原始组织方主要是中央、各级地方政府组建的业主公司，除了规划、组织外，这些项目能否真正落地，转化为有效需求，还需依赖配套的资金支持。

一、传统基础设施筹集资金模式受到制约

基础设施建设资金来源主要包括自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、利用外资、其他资金等。其中，自筹资金、国家预算内资金和国内贷款，占到资金来源的 90% 以上，仅自筹资金一项就占比接近 60%，国家预算内资金和国内贷款由于存在财政赤字率和企业杠杆率的约束，变动空间有限，因此，自筹资金融资渠道是否丰富、畅通，成为基础设施融资能否得到有效支撑的关键因素。近年来，由于经济形势变化，自筹资金的主要途径均在不同程度上遇到了瓶颈，如城投债、PPP、政府性基金收入（地方政府专项债）、非标融资以及其他融资方式^[1]。

（一）城投债

城投公司由地方政府及其部门和机构等以财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体，而城投公司发行的各种债券就称为城投债。城投债诞生于分税制改革时期，兴起于 2008 年 4 万亿元经济刺激计划时期，从《新预算法》颁布开始日渐式微。

1994 年，我国开始推行分税制改革。分税制改革后，中央税收占比过高，地方政府财力不足，需要以其他方式补充资金，城投债应运而生。2008 年，为应对国际金融危机，我国推出 4 万亿元经济刺激计划，基础设施建设进入高峰期，城投债迅猛发展，成为拉

动经济的主要融资工具，仅2010年一年，发行规模就达3223.3亿元，比上年增长225%。凭借着城投债的迅速发力，基础设施建设成功，助力我国经济实现V型反转。2014年，为解决城投债过度发行引发的政府违规担保、举债等问题，防止出现系统性财政、金融风险，我国开始逐步加强城投债的监管，先后出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“43号文”）、新预算法等，正式厘清了地方政府与城投平台的关系，政府不得为城投公司债务背书，城投公司也不得为政府融资行为买单，并赋予省级政府举债的权力，完成了地方政府同融资平台的正式切割。

2014年两个重要文件出台后，城投公司逐渐剥离政府信用，尽管在经济面临下行压力、中美经贸摩擦、新冠疫情等情形时偶有反复，但长期看，随着地方政府隐性债务风险化解工作持续推进，城投公司向市场化、盈利化转型是大势所趋，传统以政府信用为支撑的城投债将逐渐退出历史舞台。

（二）PPP

PPP融资在43号文出台后出现，为规范地方政府融资行为，促进融资平台转型，政府开始大力推广PPP模式。

2014年9月，“政府与社会资本合作（PPP）”概念首次正式提出。政府与社会资本合作模式（PPP）是在基础设施领域及公共服务领域建立的一种长期合作关系。基本的框架为针对某项特定的公共产品或服务，政府与中标的特定资本方签订PPP项目合同，共同出资设立SPV项目公司，由

SPV项目公司与项目实施机构签订PPP项目合同。随着PPP模式在交通、市政、水电等领域的推行，PPP施工项目总投资额快速扩张，由2015年底的8.1万亿元增长到2017年底的18.2万亿元，增长124.69%。施工企业作为社会资本承接了大量PPP项目，成为当时基建项目的重要来源。

PPP模式快速扩张的同时，也暴露出一些问题。首先，PPP要求施工企业替代政府承担部分融资职能，因而天然存在加杠杆和信用扩张的属性，该模式要求施工企业具有相对强大的融资能力和信用资质，这与施工企业的性质及风险承受力并不完全匹配。随着PPP项目的扩容，有确定现金流的项目稀缺性提升，不完全匹配矛盾也逐渐扩大，一些项目变相与土地或地方政府信用绑定，地方政府表外负债提升，成为隐性债务风险的潜在来源。其次，由于社会参与方多为施工企业，并不具备强大的运营能力，难以发挥社会资本优势，影响了社会服务的供给效率。再次，项目周期普遍偏长、金额偏大，民营企业融资和抗风险能力较弱，参与意愿有限。针对上述问题，自2017年起，监管部门出台多项政策，对PPP项目进行梳理规范，取得一定成效。从长期看，PPP模式在引入民间资本、化解地方政府隐性债务问题方面有自身优势，在上述问题得到解决后，仍能为基础设施建设提供一定资金支持，但短期内需要主动厘理不合规项目，使得PPP识别库规模整体下滑、管理库规模增速放缓，在一定时期内将影响融资能力。

（三）政府性基金收入（含地方政府专项债）

政府性基金作为财政4本账之一，是政府为支持公共基础设施建设和公用事业向公民法人征收并具有专项用途的财政资金，是除税收外的第二大收入来源。政府性基金收入的构成项目每年有所不同，土地出让收入是主要构成部分。2010年以来，土地出让收入在政府性基金收入的比重始终保持在70%以上，2019年占比更是达到83.62%，位居第二的城市基础设施配套税费收入，占比仅3.25%。因此，土地出让金收入的波动决定了政府性基金收入的变化。在中央“房住不炒”政策方针指引下，土地出让金收入增速连续3年下降，且自2010年《政府性基金管理办法》发布后，国家逐渐开始厘理政府性基金项目，取消城市公用事业附加和新墙体材料专项基金，目前仅剩20余项基金，这也导致了除土地出让金收入以外的基金收入增速有所放缓。综合看，政府性基金收入增速逐渐降低，且由于“房住不炒”政策深入贯彻落实，政府性基金收入放缓趋势也难有较大改善。

作为政府性基金的重要组成部分，专项债成为近年来基建资金来源的重要支撑。地方政府专项债是地方政府为有一定收益性项目发行的，以一定期限内的政府性基金或专项收入作为还本付息来源的债券。2015年以来，地方政府专项债发行额度迅速增长，从2015年的1000亿元增至2020年的37500亿元。2020年的发行额度相较2019年的21500亿元大幅增长74%。此次大幅增长主要用于对冲新冠疫情对经济增长的负面影响，在疫情基

本得到控制下,经济企稳回升,同时广义债务率有所攀升,专项债额度保持高增速的必要性并不大。

(四) 其他

自筹资金的其他来源包括非标融资、自有资金、专项建设基金、产业债、铁道债、发展改革委专项债等。非标融资主要包括委托贷款和信托贷款两部分。

非标融资曾在基建项目融资中扮演重要角色,但随着金融去杠杆和表外融资逐渐回归表内,非标融资出现大幅度下滑,社融规模口径下非标年度投放规模由2017年的净投放3万亿元逐渐缩减至2019年的净回笼1.3万亿元,成为资管新规后受到大幅压降的基建资金来源。其他各项由于占比相对较小,且回旋空间有限,均难以成为自筹资金的主要来源^[2]。

二、后疫情时期基础设施建设在经济社会发展中的重要性仍突出

2020年,我国经历了复杂严峻的国内外环境,又受到了新冠肺炎疫情的严重冲击,在美国、欧盟、日本等世界主要经济体GDP同比下降3.5%、6.4%和4.6%时,我国GDP逆势增长2.3%,成为唯一实现经济正增长的主要经济体。

作为我国经济的压仓石,2020年全社会固定资产投资增长2.9%,增速较2019年回落2.3个百分点。从固定资产投资中房地产、制造业、基础设施建设3个最重要的子领域看,房地产受到疫情结束后受购房需求兑现、行业集中度提升影响,增长7.0%。基础设施建设方面受发行抗疫特别国债、提前下达地方政府专项债等政策影响,增长3.4%。疫情期间,产成品需求疲弱,企业投资意愿不足,部分企业

停工停产,导致制造业投资同比下降2.2%。房地产投资和基建投资成为固定资产投资的主要支撑(见图1)。

从规模以上工业增加值看,2020年规模以上工业增加值增长2.8%,增速较上年放缓2.9个百分点。产业结构出现一定分化,以纺织服装、皮革、木材、家具等行业为代表的劳动密集型行业工业增加值均为负增长,纺织服装和皮革增速更是跌落10%左右。与此形成鲜明对比的是,高技术制造业、装备制造业等技术密集型行业增加值增长7.1%、6.6%,增速远高于行业整体,成为支撑工业增加值的新增长点(见图2)。

总体上看,2020年抗击疫情得力,经济复苏已走在全球前列,充分展现了我国体制优势和作为世界制造业中心的经济韧性。但是,我国经济同样也面临一些新的问题与挑战^[3]。首先,在财政支持力度逐渐放缓、货币政策回归正常的大背景下,制造业投资能否从房地产和基础设施建设领域顺利接棒,有效拉动经济增长、

降低失业率^{[4][5]}。其次,在2020年全球股市大涨、房价创新高、大宗商品价格快速上涨的背景下,我国经济复苏是否只是K型复苏,如何进一步缩小贫富差距、让更多群众共享经济增长红利。再次,2021年两会提出6%以上的增长目标,如何在实现增长目标的同时,完成新旧动能转换,实现我国经济的高质量发展^[6]。这些问题值得关注。

面对上述挑战,基础设施建设在推动经济发展中依然具有重要作用。首先,中美关系发展方向尚不明确,中小企业恢复基础仍不牢固、完全恢复至疫情前水平尚需时日,基础设施建设仍应发挥护航经济增长、稳定就业的重要作用,不宜过早退出。其次,基础设施建设具有半公共品的性质,在交通、棚户区改造等领域的投入天然具有保障民生、防止货币过度涌入金融领域、缩小贫富差距的作用^[7]。再次,逐步推进5G、大数据、新能源汽车、清洁能源等领域的“新基建”项目,对于促进新旧动能转换,构

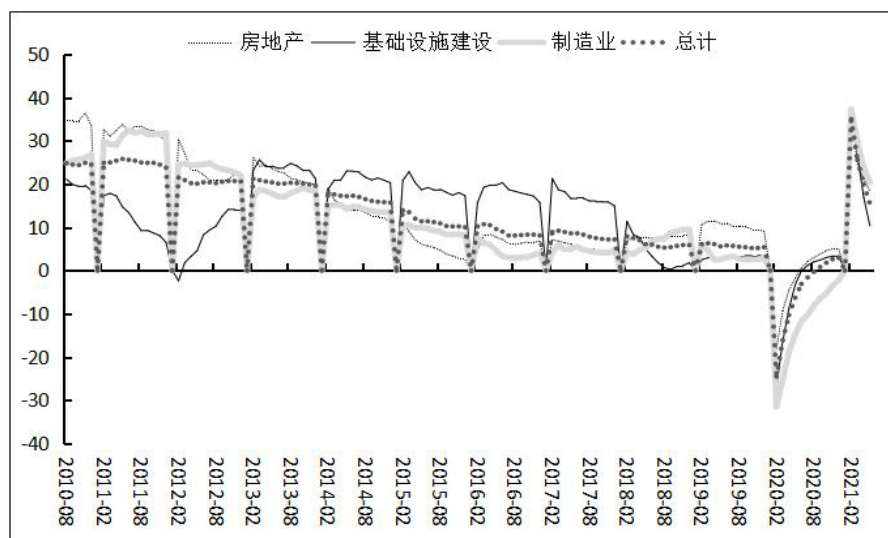


图1 固定资产投资累计同比增速

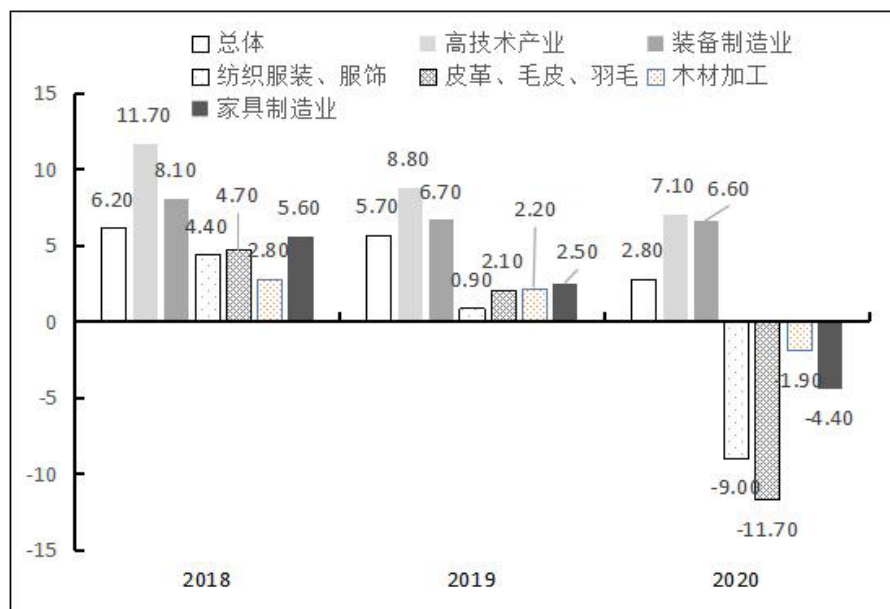


图2 工业增加值累计分行业

建经济增长新引擎有重要作用^[8]。

在后疫情时期大力发展基础设施建设，应为其提供充足的资金来源，在非标、PPP、专项债等融资方式均逐渐达到瓶颈时，一种新的融资方式公募REITs应运而生，恰逢其时^[9]。

基础设施公募REITs是指依法向社会投资者公开募集资金形成基金财产，通过基础设施资产支持证券等特殊目的载体持有基础设施项目，由基金管理人等主动管理运营上述基础设施项目，并将产生的绝大部分收益分配给投资者的标准化金融产品。按照规定，我国基础设施公募REITs在证券交易所上市交易。

三、公募REITs推出利好各方

从政府、企业、投资者等不同主体角度看，在当前经济环境下推出公募REITs，能够满足各方需求，对我国现阶段发展具有重要意义。

（一）政府

1. 有助于降低政府杠杆率，化解地方政府存量债务问题^[10]。根据国际清算银行（BIS）测算，截

至2018年，我国政府杠杆率为49.8%，在考虑隐性债务后，为81.5%，在BIS公布的所有国家和地区中排名第15位，位于中上等的水平。但是，与欧美等国家通过举债发放社会福利不同，我国的债务大部分投入基础设施建设领域，形成了固定资产，资产变现后偿还相应债务。因此，通过公募REITs将固定资产打包出售，可有效盘活固定资产，降低地方政府债务率，逐步解决地方政府债务问题。

2. 有助于汇集小微资金，减轻政府基建支出压力。相比城投债、PPP等模式，公募REITs是更方便个人投资者参与的模式。个人投资者既可在首次发行时认购份额，也可在发行后通过证券市场买入份额，而证券市场买卖份额对投资额度限制较小，因而更加有利于汇集社会闲散资金，为基础设施建设融资提供丰富的渠道和充足的资金来源。

（二）企业

1. 盘活企业存量资产，优化企

业资产负债表。传统基础设施建设行业承接项目规模大，占用资金较多，企业主要以提升杠杆率的方式融资，成本和风险较高。通过公募REITs模式，企业可在建设、经营项目至获得稳定现金流后，将优质资产打包出售，实现资金提前回笼，缩短投资周期，提升项目内部收益率。同时，由于公募REITs具有权益属性，有利于减小企业负债端压力，降低杠杆率，优化资产负债表。

2. 推动企业内部治理结构改革，做大做强国有企业。在公募REITs发行后，基础设施项目由原来的单一股东变为多家股东，由自主运营变为受托运营，且公募REITs需公开募集并上市交易，因而作为项目原始股东的国有企业需要接受其他股东和资本市场的监督。约束的增加，有利于倒逼企业加强改革力度，加快完善内部治理架构，提升经营管理水平，并转变基础设施投资的理念和逻辑，增强自身竞争力。

（三）投资者和中介

公募REITs区别于股票、债券、房地产、黄金、大宗商品等大类资产，主要投资于低杠杆、运营良好的优质资产，给居民和基金、保险和银行等机构提供新的资产配置渠道。

目前，国际上发行的REITs，具有高分红率、高长期回报率等特征，以美国为例，2018年富时权益型REITs的股息率为4.75%，高于同期标普500指数1.99%的股息率；从回报看，富时权益型REITs的20年、40年复合回报率为9.99%、11.35%，也高于同期美股其他主要指数，且其收入和分配结构稳定，业绩的可预测性很高，是一种具有中高风险收益比的投资产品。同

时,类似于股票与债券市场,公募 REITs 推出后可逐渐形成评级、咨询、资产管理等方面的服务市场,相关中介机构将从中受益。

四、现阶段发展公募 REITs 的困难

2020 年 4 月,证监会和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》,在市场上引起强烈反响,标志着我国公募 REITs 发展进入新时代,但就目前公募 REITs 基本架构以及基础设施行业现状看,实施与推行仍面临一些问题。

(一) 原始权益人

原始权益人是 REITs 的发起方和资金需求方,在公募 REITs 中扮演着重要的角色,如何维护好原始权益人的权利,为原始权益人提供应有便利,是最大限度发挥公募 REITs 效果的重要前提。具体看,REITs 的税收负担、对企业可持续性发展的影响、项目存续期大额支出的应对都是原始权益人关注的核心问题。

1. 税收。在 REITs 设立过程中,原始权益人一般先将其持有的基础资产或持有基础资产的项目公司股权转让给 REITs,再通过与其他投资人共同认购 REITs,间接持有部分原始资产,从而完成资产股权转让。根据《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》,基础设施资产原始权益人需将项目公司 100% 的股权向 REITs 转让,因而必然须缴纳 100% 的企业所得税,而现行政策也要求原始权益人参与 REITs 战略配售的比例不低于 20%,且持有份额在 5 年以上,因而 20% 的部分实际存在着提前缴税的问题。此外,现行政策规定,发行公募

REITs 的合格底层资产需为较为优质的资产,意味着该类资产的公允价值较高,而缴纳企业所得税基数为资产公允价值与历史成本之间差额的 25%,因此,资产越优质,转让的税务负担越重。除了上述提前缴税和税收负担较重的问题外,还可能存在双重缴税的问题。持有基础设施资产的项目公司在运营过程中,需缴纳企业所得税,而项目公司将税后收益通过公募 REITs 向投资者进行分配时,对于投资者是否需要缴纳个税,目前尚没有明确规定,如果按照封闭式基金的要求对投资者征收个人所得税,则会出现重复征税的问题。

2. 企业的可持续发展。现行政策对公募 REITs 的底层资产有较为严格的要求,如经营 3 年以上,已产生持续稳定现金流,且其现金流分散性较好,主要由市场化经营产生,不依赖三方补贴;从未来经营能力看,除了具备持续经营能力,还应有较好的增长潜力。这类优质项目的转移,在很大程度上将影响企业的营业收入、净利润等核心财务指标,从而影响企业的评级以及后续融资等业务。此外,对项目公司而言,通过公募 REITs 项目获得的资金难以寻找到更为优质的项目,也将降低企业内在价值,影响其可持续发展。

3. 项目存续期的大额支出。公募 REITs 项目要求在符合相应条件的情况下,每年不少于 1 次分红,比例不低于 90%,高比例的分红可能导致未来出现大额支出时,项目自有资金无法覆盖。若通过公募 REITs 进行融资,则可能存在两方面问题。一方面,REITs 债务性融资规模受限制。根据《公开募

集基础设施证券投资基金指引(试行)》规定,公募 REITs 直接对外借款,基金总资产不得超过净资产的 140%,借款用途限于维修、改造等,规定对用途和规模上都进行了严格限制。另一方面,由于改造投资等大额支出对于项目收益难有较大提升,因此,投资者对于项目改造热情并不高,导致支出难以落地。综上,REITs 项目应对存续期大额支出存在一定困难。

(二) 投资者

对机构或个人投资者而言,REITs 作为一种投资工具,其收益率高低是影响投资者决策的关键因素。从国际经验看,REITs 稳定的分红率和长期收益率是吸引并壮大投资者队伍的重要原因,但目前国内已有的类 REITs 产品收益率普遍偏低。基础设施领域近 5 年发行的 ABS 类型产品中,PPP 类项目平均收益率为 5%,基础设施收费类项目为 5.6%,与地方政府债、企业债相比优势不明显。从未来看,基础设施领域主要为公益性项目,未来收益上涨依靠公共服务定价上涨,而公共服务定价多受政策影响,收益上涨不确定性较大。

此外,目前 REITs 大多以债务关系为基础,资产增值难以在 REITs 收益中体现,权益性资金面临的回报不足情况更为明显。

(三) 信息不对称、市场流动性不高、公募基金管理能力不足

1. 信息不对称导致项目长期利益受损。在基础设施项目控制权转移前后,项目控制主体由原始权益人转换为公众投资者。原始权益人从公益性角度出发,会进行基础设施项目外的公益类支出,以高速公路建设为例,原始权益人在高速公

路建设完工后可能进行相应的环境综合整治、绿化景观改造等非盈利性工程，为公众提供更加优质的行车环境；而当控制主体变更为公众投资者后，公众投资者获得的信息有限，对非盈利支出缺乏了解，担心该类支出可能损害自身利益，从而倾向于否决一些无明确短期收益的公益性工程。现行制度对项目后期运作的信息披露要求不够及时、完善，容易导致投资者排斥公益性工程，损害项目长期收益。

2. 市场流动性不高。公募 REITs 的市场可能存在流动性不足的问题。从 REITs 发行的角度看，现行政策规定“除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额网下发比例不得低于本次公开发行数量的 80%”，网下配售参与者主要是公募基金、保险等机构投资者，散户比例较低；而从退出的角度看，退出方式主要是二级市场交易退出。发行市场中偏低的散户比例，可能导致退出过程中的流动性不足，出现普遍的二级市场折价现象。

3. 公募基金管理能力不足。国外 REITs 上市后的运营管理主要由产业资本主导，若选择公募基金作为 REITs 的主要运营管理者，可能存在管理能力不足的问题。公募基金以二级市场固定收益类、权益类资产作为主要的投资方向，缺乏项目管理经验，能否高效运营项目并获取超额收益存在不确定性。

五、国际经验

从国际上 REITs 的实践经验看，美国模式以其市场悠久、政策支持丰富、份额大、增速快驰名。美国早在 1960 年就推出世界上第一部 REITs 立法——《房地产投资信托基金法》，并于同年推出了全

球第一单 REITs 产品，该产品以灵活的交易结构、独特的税收优势被市场广泛认可。经历 60 余年的发展后，美国 REITs 市场规模在全球市场占比超 60%，近年来更是以高速增长引领全球 REITs 增长，2011—2019 年间市场规模增长 195%，位于美国、亚太、欧洲、泛拉美、泛非洲等市场首位。从应用领域看，美国 REITs 涉及零售、办公、基础设施等十二大领域，以基础设施、数据中心、自建仓储等为代表的广义基础设施在其 REITs 总体规模中占据半壁江山。了解美国 REITs 的发展历程，对于明确我国 REITs 在未来的发展路径，创新基础设施领域融资方式，完善相应的政策配套具有一定的借鉴意义。

从 1960 年发行第一单 REITs 至今，美国 REITs 大致上经历了 3 个阶段，可分为初步探索阶段、转型阶段和平稳发展阶段。

（一）1960—1980 年，初步探索阶段，抵押型 REITs 的疯狂

美国国会在 1960 年正式通过《房地产投资信托基金法》，标志着美国 REITs 市场正式发端。同年通过的《国内税收法案》提出，对符合要求的 REITs 分红部分免税，促进了 REITs 的发展。但是，由于当时 REITs 收益较低，且只能通过第三方经营管理，导致 REITs 在 60 年代初期增长缓慢。1967 年，美国开设抵押房地产投资信托，由于当时法律限定了银行贷款利率上限，而 REITs 产品不受利率上限的限制，因而大大迎合了银行绕开监管的诉求，迎来了第一次大发展，行业资产从 1967 年的不到 10 亿美元增长到 1970 年的超过 47 亿美元。

由于该时期的 REITs 以债权型

的银行贷款为主，投向为高风险的抵押贷款和房地产开发贷款，风险在规模的提升中逐步积累。1973 年石油危机爆发，美国经济陷入“滞胀”，为应对通货膨胀，美联储连续加息，由美联储加息导致的需求冲击和建筑材料短缺导致的供给冲击加剧，开发商破产的情况不断涌现，抵押贷款等违约也明显增加。众多 REITs 在此期间遭受重创，相继破产，1973 年初—1979 年末，抵押型 REITs 的市值由 7.75 亿美元锐减至 3.77 亿美元。

（二）1986—2006 年，转型阶段，权益 REITs 崛起

在抵押型 REITs 泡沫破灭的同时，权益型 REITs 由于可以直接持有物业，使其除了获取租金收入外还可获得物业增值的收益，且通常不必使用过高的杠杆，不仅在 70 年代的市场中幸存，而且推动其市值由 1973 年的 3.77 亿美元增至 1979 年的 7.44 亿美元。

20 世纪 80 年代后，里根就任总统，提出了以新自由主义为特征的“里根经济学”，并于 1981 年签署《1981 年经济复兴法案》，允许以房地产折旧为税盾，为房地产持有人减税。1986 年，又推出《1986 税收改革法案》，要求 REITs 必须以信托方式委托外部机构管理，并允许 REITs 内部管理人直接为拥有其项目的租户提供服务，为生来具有主动管理特征的权益 REITs 铺平了道路，成为 REITs 发展史上的里程碑。

1990 年，一种新的 REITs 结构 UPREITs（伞形合作 REITs）诞生，该结构可以推迟在物业卖方出售物业时引发的纳税义务，便利了物业由卖方转入 REITs 的过程。同时，在政策上，几项重要的 REITs

法案陆续颁布，由克林顿总统签署的《1993 年综合预算调整法》豁免了“REITs 前 5 名投资者合计持股不得超过 50%”的要求，为 REITs 引入了养老金管理人这一重要的机构投资者。此外，这一阶段颁布的《1997 年纳税者精减法》《房地产投资信托现代法案》《美国 REITs 现代化法案》《2003 年房地产投资信托改良法案》等一系列政策，将 REITs 产品设计的制度在实践的过程中进行了不断的完善（见表 1）。

但该阶段的 REITs 发展也并非一帆风顺，90 年代的 REITs 盛宴在 1998 年由于互联网与科技股票的牛市而遭受冷遇，直到 2000 年 3 月互联网泡沫破灭，“价值投资”的理念再度回归，REITs 也因此在此后 2000—2006 年间迎来了强劲的增长。

（三）2006 至今，平稳发展阶段

2007—2008 年，次贷危机暴发，房地产行业首当其冲受到影响，抵押贷款违约、房地产价格下跌、宏观经济衰退均对 REITs 造成了一定影响。截至 2008 年，REITs 市值下降了 56%。但是，由于缩减股利发放，募集权益资本等应对措施得力，其市值又在之后两年实现了 40% 左右的大幅反弹，并在较长的时间内保持稳定，至此进入相对稳定的发展阶段。

六、发展公募 REITs 建议

公募 REITs 在国外经过几十年的发展，已成为一种成熟的另类投资工具，政策配套也较完善，而我国 REITs 起步较晚，许多政策配套仍在研究中，建议结合国情和海外先进经验，在几个重要方面有针对性的采取措施。

（一）完善税收支持政策

从国外经验看，税收优惠是 REITs 得以大规模发展的关键因素

之一，各国和地区为解决这一问题进行过诸多努力。作为 REITs 最早起源的国家，美国曾通过《国内税收法典》《税收改革方案》实施了对分红免税、放松 REITs 税收限制等方面政策，而在亚太地区的实践中，新加坡及中国香港也实施了对个人投资者分红免税，对投资者投资 REITs 产生的资本利得免税等一系列税收优惠政策。这些政策使当地 REITs 取得了快速发展。从国内的 REITs 实践看，通过重组、股权结构优化，并与税务部门沟通，能够降低部分税收成本，但这更多是一种权宜之计。从长期的良性循环看，应从制度上明确规范，在股权转让阶段，涉及较高的土地增值税、所得税，引入项目公司股权和公募基金份额的转换机制，避免出现资金的直接转移，在合理避税的同时，增强原始权益人持有 REITs 份额的意愿。在底层资产持有阶段，由于存在上述多重征税问题，制定相应的所得税抵扣机制，避免 REITs 份额持有人和项目公司同时缴税。

（二）完善估值定价机制

稳定且准确的估值定价是 REITs

计算资产收益率的基础，也是能够精选优质底层资产、吸引投资者的重要保证。目前《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》和《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》对产品的持续评估问题进行了方向性规范，但相关的操作细节仍需进一步明确。例如，公募 REITs 作为权益型产品，投资收益与底层资产运营密切相关，是否可对基础设施的使用价格建立动态调整机制，保障投资者收益仍有待进一步明确。建议国家发展改革者委、证监会等部门组织确定基础设施资产评估操作指引，形成资产评估重要依据。

（三）完善信息披露

公募 REITs 涉及机构较多，包括原始权益人、基金管理人、基金托管人、项目运营管理人等，应强化 REITs 信息披露制度。一方面，有效约束参与各方，提升项目建设运营质量，遏制各方可能存在的损害投资者利益的行为；另一方面，减少信息不对称，协调信息不对称导致的冲突，使各方从长远利

表 1 1986—2006 年美国 REITs 主要政策

年份	政策名称	主要内容
1986 年	《税收改革法案》	取消了此前《国内税收法》关于 REITs 必须以信托方式委托外部机构管理的规定，允许设立公司型 REITs，并允许 REITs 由内部管理人直接为其拥有的房地产项目的客户（租户）提供服务
1993 年	《综合预算调整法》	豁免了“REITs 前 5 名投资者合计持股不得超过 50%”的要求，为 REITs 引入了养老金这一重要的机构投资者
1997 年	《纳税者精减法》	通过销售非持有型资产获得的收入可以高于其总收入的 30%，提高了其经营方面的灵活性
1999 年	《房地产投资信托现代法案》	进一步放松了对上市 REITs 的各项制约
2001 年	《美国 REITs 现代化法案》	将 REITs 的强制派息比例调回至 90%
2003 年	《房地产投资信托改良法案》	放宽海外投资机构投资美国 REITs 的限制

数据来源：全美房地产投资信托协会（Nareit）等。

益出发进行决策。具体看,相关部门应按照真实、充分、准确、及时的原则建立完善的信息披露制度,在REITs的备案、定期报告等不同节点建立相适应的披露要求,及时通过指定渠道公布。同时,由于涉及机构较多,应建立完善的关联方信息库,严

格对关联交易的审批及信批程序。

(四) 加强公募基金管理能力

基金管理人在公募REITs的交易及管理处于主导性地位,管理能力直接关系到产品收益、风险情况。公募REITs从成立到运营涉及金融、法律、会计、项目投资

管理等多个领域,而公募基金传统主业为二级市场证券投资,两者差别较大,公募基金在项目、团队上的储备普遍不足。建议公募基金加快组建或外聘项目管理团队,通过引入投资顾问、完善激励机制等方式,切实提高项目管理能力。□

参考文献:

- [1] 马德隆. 交通基础设施投融资基本经验与未来展望 [J]. 宏观经济管理, 2019(8):39-44.
- [2] 杨萍, 杜月. 高质量发展时期的基础设施投融资体制机制改革 [J]. 宏观经济管理, 2020(5):23-29,36.
- [3] Klaus Schwab. The Global Competitiveness Report 2016 - 2017 [R]. ISBN-13: 978-1-944835-04-0, Geneva: World Economic Forum, 2016.
- [4] World Bank. World development report 1994: infrastructure for development [J]. s.n., 1994.
- [5] John Bennett, Elisabetta Iossa. Building and managing facilities for public services [J]. J Public Econ, 2006, 90(10): 2143-2160.
- [6] 马荣, 郭立宏, 李梦欣. 新时代我国新型基础设施建设模式及路径研究 [J]. 经济学家, 2019(10):58-65.
- [7] 郭庆旺, 贾俊雪. 基础设施投资的经济增长效应 [J]. 经济理论与经济管理, 2006(3):36-41.
- [8] 程名望, 贾晓佳, 仇焕广. 中国经济增长 (1978—2015): 灵感还是汗水? [J]. 经济研究, 2019, 54(7):30-46.
- [9] 李文峰, 杨云红, 等. 中国基础设施REITs创新发展研究 [R]. 北京大学光华管理学院, 2019.
- [10] 贾俊雪, 郭庆旺. 财政规则、经济增长与政府债务规模 [J]. 世界经济, 2011, 34(1):73-92.

【作者信息】张捷, 中国铁建投资集团有限公司

(上接第13页)

统的计划经济体制, 到前无古人的社会主义市场经济体制, 再到使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用, 不断破除妨碍发展的体制机制障碍和利益固化藩篱, 才能不断解放和发展社会生产力, 解放和增强社会活力。在新征程上, 必须坚持发挥党的领导和我国社会主义制度的政治优势, 坚持集中力量办大事的制度优势, 协同调动各方力量, 发挥攻坚克难、推动事业发展的强大能量, 永葆党和国家生机活力。

不断推进实践基础上的理论创新。理论联系实际是我们党有效开展工作的制胜法宝。实践证明, 正是因为我们党始终把马克思主义基本原理同中国具体实际相结合、同中华优秀传统文化相结合, 及时回答时代之问、人民之问, 与时俱进提出指导经济建设的创新理论, 才能廓清

困扰和束缚实践发展的思想迷雾, 以唯物辩证的科学精神、无私无畏的博大胸怀领导和推动经济建设。在新征程上, 必须坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导, 坚持党的基本理论、基本路线、基本方略, 坚持解放思想和实事求是相统一、培元固本和守正创新相统一, 不断开辟马克思主义新境界。

发扬自力更生、艰苦奋斗的优良传统。自立自强是促进发展大局的根本支撑。实践证明, 正是因为我们党始终坚持独立探索适合自身国情的发展道路, 把立足点放在依靠自己力量基础上, 牢牢掌握发展主动权, 才能在新中国成立后用几十年时间走完发达国家几百年走过的工业化历程, 才能实现把饭碗牢牢端在自己手中, 才能抵御住疫情全球大流行的冲击, 能在各种危

机面前确保自身发展的安全性和可持续性。在新征程上, 必须坚持自力更生、艰苦奋斗, 坚持敢于斗争、善于斗争, 统筹发展和安全, 加强科技自立自强, 把国家发展建立在更加安全、更为可靠的基础之上。

坚持科学决策和创造性应对。这是在严峻挑战下做好经济工作的根本方法。实践证明, 正是因为我们党始终坚持问题导向和目标导向相统一, 坚持战略设计和战术运用有效结合, 主动适应国内外环境变化, 不断深化对经济运行规律的认识、把握和运用, 才能在抗击大风险、应对大挑战中创造出发展大机遇, 确保我国发展始终立于不败之地。在新征程上, 必须准确识变、科学应变、主动求变, 坚持底线思维和系统观念, 坚持稳中求进工作总基调, 努力在危机中育先机、于变局中开新局。□