



中国REITs发展报告

因我不同
成就不凡
始于1845

政策背景	2
发展现状	6
问题挑战	14
未来展望	18



政策背景

近年来，监管层积极探索、加大力度推进中国REITs发展。2019年，中国公募REITs即将推出的呼声高涨。相关监管部门、主管部门等积极推进公募REIT发展。

2020年4月，《关于推进基础设施领域不动产投资信托（REITs）试点相关工作的通知》明确了采用“**公募基金+单一基础设施资产支持证券**”的产品架构，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，

城镇污水垃圾处理、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，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

此通知标志着**境内基础设施领域公募REITs**试点正式起步，对于盘活存量基础设施资产，扩大有效投资，强化资本市场服务实体经济功能，进一步丰富资本市场投融资工具等具有重要意义。

表1: 2018-2020 REITs相关政策变化梳理

时间	部门	文件/会议	相关内容
2018年1月23日	中基协	类REITs业务专题研讨会	<ul style="list-style-type: none"> 明确私募基金可参与类REITs业务
2018年1月31日	证监会	2018年工作会议	<ul style="list-style-type: none"> 研究出台公募REITs相关业务细则 支持符合条件的住房租赁、PPP项目开展资产证券化
2018年2月9日	深交所	《发展战略规划纲要(2018-2020年)》	<ul style="list-style-type: none"> 研究推进REITs产品,形成具有深市特色的REITs板块 全力开展REITs产品创新,为住房租赁、政府和社会资本合作(PPP)项目、保障性住房建设、商业物业等领域提供金融支持 探索发行公募REITs,引入多元化投资者
2018年4月25日	中国证监会、住房城乡建设部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品 推动多类型具有债权性质的资产证券化产品,试点发行REITs
2019年11月12日	证监会	中新(重庆)战略性互联互通示范项目金融峰会	<ul style="list-style-type: none"> 研究推进在国家政策重点扶持区域的公募REITs试点工作 支持中新产业园区等新加坡在华投资基础设施项目通过公募REITs融资
2020年4月24日	证监会、国家发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托(REITs)试点相关工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 疫情以后,明确了采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品架构,优先支持基础设施补短板行业 鼓励信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点
2020年7月31日	国家发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托(REITs)试点项目申报工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 聚焦重点,准确把握试点项目的地区和行业范围 确保试点项目满足基本条件;明确试点项目申报材料要求;规范试点项目申报程序;严格开展项目合规性审查
2020年8月7日	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》	<p>《指引》共五十一条,主要包括以下内容:</p> <ul style="list-style-type: none"> 明确产品定义与运作模式 压实机构主体责任,严控基础设施项目质量 明确基金份额发售方式,采取网下询价的方式确定基金份额认购价格,公众投资者以询价确定的认购价格参与基金份额认购 规范基金投资运作,加强风险管控,夯实投资者保护机制 明确证监会监督管理和相关自律组织管理职责,强化违规行为约束
2020年8月17日	国家发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托(REITs)试点项目申报工作的通知》政策解读	<p>对《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》的政策解读</p> <ul style="list-style-type: none"> 当前推进基础设施REITs试点的意义和作用;准确把握基础设施REITs的试点范围 项目合规性审查的核心要点;对募集资金用途的具体要求;对PPP项目的具体要求;促进项目持续健康平稳运营的要求

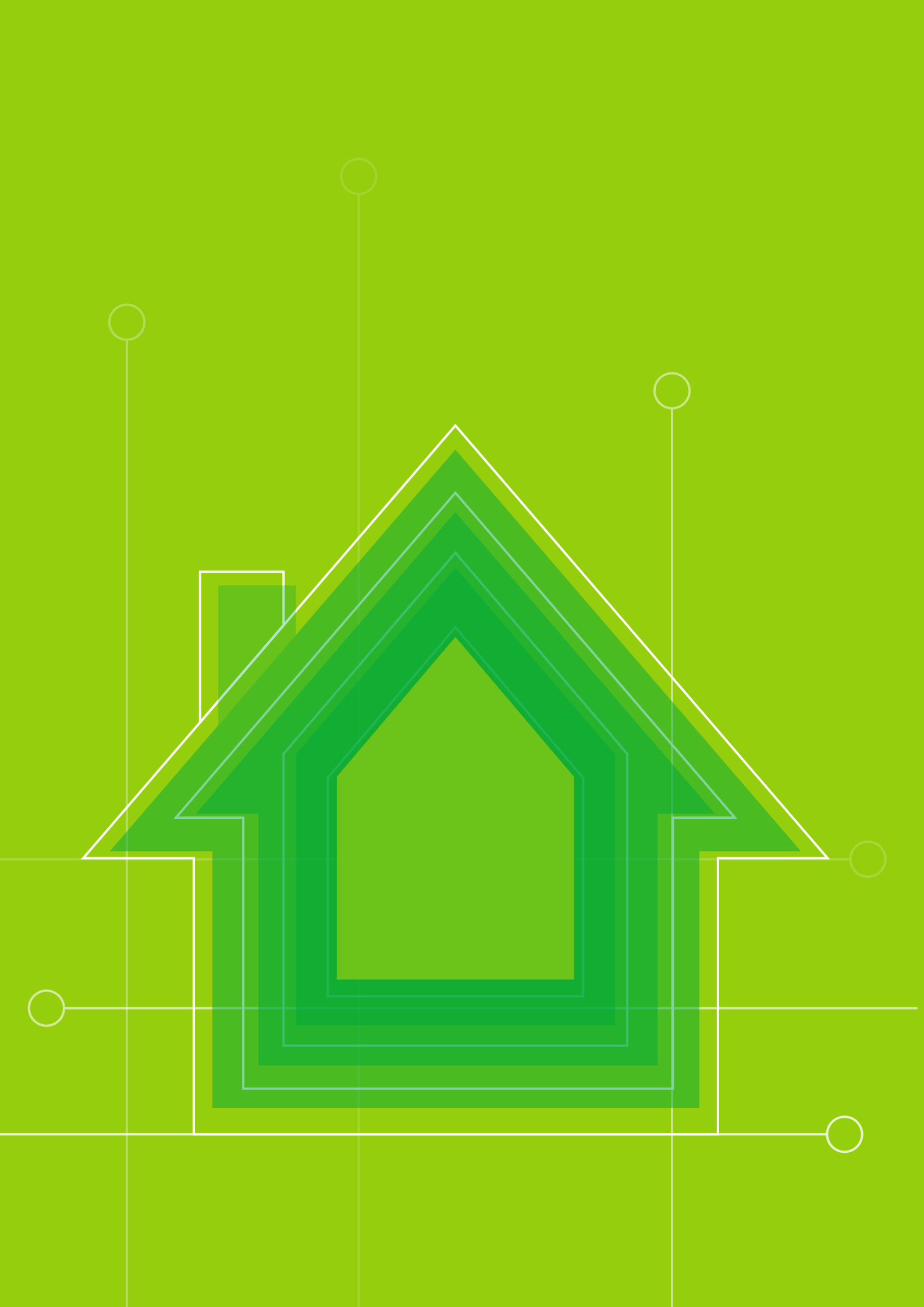
时间	部门	文件/会议	相关内容
2020年9月4日	上交所	《关于就基础设施领域不动产投资信托 (REITs) 相关配套业务规则公开征求意见的通知》	为保障基础设施REITs试点顺利开展, 规范上海证券交易所基础设施基金份额发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等行为, 上交所起草了以下办法和规则, 向社会公开征求意见: <ul style="list-style-type: none"> • 上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 业务办法 (试行) (征求意见稿) • 关于《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 业务办法 (试行)》的起草说明 • 上海证券交易所基础设施证券投资基金 (REITs) 发售业务指引 (试行) • 关于《上海证券交易所基础设施证券投资基金 (REITs) 发售业务指引 (试行)》的起草说明
2021年1月29日	沪深交易所	《公开募集基础设施证券投资基金业务办法 (试行)》、《公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 规则适用指引第1号——审核关注事项 (试行)》、《公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 规则适用指引第2号——发售业务 (试行)》	简化了申请文件、优化了交易相关安排、完善了新购入基础设施项目的信息披露安排、强化了多原始权益人情形下的自持要求、优化了基金收购及份额权益变动的有关要求; <p>就基础设施项目运营时间和历史现金流要求、现金流测算应考虑的因素、重要现金流提供方的定义和尽职调查范围等进行了完善;</p> <p>明确了扩募发售方式、调整了网下投资者参与询价的限制安排和报价个数限制以及延长募集期限等。</p>

来源: 公开资料整理, 德勤研究

为提高基础设施REITs项目质量, 政策要求基础设施项目需满足权属清晰无瑕疵, 现金流持续、稳定, 投资回报良好, 现金流由市场化运营产生, 不依赖第三方非经常性收入等条件。同时, 政策要求基金管理人严把项目准入关, 对基础设施项目权属、现金流、运营等相关情况进行独立、全面的尽职调查, 并聘请取得保荐机构资格的证券公司担任财务顾问对项目进行平行尽调。此外, 基金管理人还应当聘请资产评估机构对基础设施项目进行评估, 聘请律师事务所对基础设施项目转让行为合规性等出具专业法律意见, 聘请会计师事务所对基础设施项目财务状况进行审计。

对于发起人来说, 2020年4月的基础设施公募REITs试点通知明确以权益融资模式进行推动, 有别于以往通过负债进行的基础设施投融资模式, 基础设施公募REITs能够带来稀缺的长期限的权益性资本, 构建了嫁接社会资本参与基础设施项目的桥梁, 解决了目前负债空间不足的难题。借助公募REITs, 建立一个市场化的投融资机制, 有利于吸引更多专业的市场机构主导项目投资和运营, 可大大提升基础设施投资的投资效率, 优化资源配置。

对于投资者来说, 基础设施公募REITs投资的是挂钩地区发展以及对抗通胀的优质基础设施, 在目前市场利率持续走低的环境下, 是难得的优质资产。同时, 基础设施公募REITs可在二级市场交易, 为项目提供了有效的退出渠道, 有效解决了以往基础设施投资周期长的难题。另外, 基础设施公募REITs投资门槛低, 投资、交易便利, 信息披露公开, 为普通大众投资者开辟了新的资产配置路径。



发展现状

REITs起源及品类

不动产投资信托 (Real Estate Investment Trust, 缩写: REIT) 又称房产信托、地产信托, 于1960年发源于美国, 是一种通过发行收益信托凭证/股份汇集资金, 由管理人进行房地产投资、经营和管理, 并将投资综合收益分配给投资者的证券。对于物业所有者来说, REITs是一种有效的盘活存量、改善资产负债表的融资方式。对于投资者而言, REITs藉由不动产的证券化及许多投资人的资金集资, 使没有庞大资本的一般投资人也能以较低门槛参与不动产市场, 获得不动产市场交易、租金与增值所带来的获利。同时投资人不需要实质持有不动产标的, 就可在证券市场交易, 因此市场流通性优于不动产。

海外REITs的投资标的通常包括商业地产、基础设施等。其中, 主要投资于基础设施的产品, 被称为基础设施类 REITs。此外还有主流的零售商业+住宅公寓的房屋持有经营类, 新兴养老医疗类, 以及办公/酒店/工业/仓储/通讯基站/林地类REITs。遴选适合发行公募REITs的基础资产要遵循三个原则:

- 为较好匹配投资人的权益投资风险溢价要求, 基础资产需具备较高收益率;
- 基础资产须具备长期、稳定的现金流;
- 基础资产市场化运作, 且权益无瑕疵、可转移和法律隔离。

根据上述原则, 适合开展境内公募REITs的大类基础设施有: 5G基站、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车停车场/充电桩、大数据中心、产业园区、工业物流园区等。基本覆盖大类基础设施。

美股REITs: 起步晚发展快, 收益率高, 流动性风险小

美国是基础设施REITs最为成熟的市场。截至2020年第一季度, 美股中REITs有219只, 市值规模达到创纪录的1.33万亿美元。包括覆盖了大量医院类不动产的 Medical Properties Trust (MPW), 校园类的 American Campus Communities (ACC), 新能源方面的 Brookfield Renewable Partners (BEP) 等等。

基础设施类REITs市值占比高

截至2020年2月底，美国市场进入到成分股的权益型REITs共163只，所有成分股总市值约1.16万亿美元。其中基础设施REITs共5个（最小口径），占权益型REITs总数的3%，市值占比16.53%；数据中心REITs共5个，数量占比3%，市值占比7.47%；仓储类REITs共5个，数量占比3%，市值占比5.5%。狭义来看，基础设施REITs在数量占比较小的情况下流通市值排名各类型REIT第一。（图1）

港股REITs：投资于房地产项目的集体投资计划

2005年，香港证券及期货事务监察委员会发布了《房地产投资信托基金守则（Code on Real Estate Investment Trusts）》，为香港REITs的发展奠定了法律基础。

根据《房地产投资信托基金守则》的定义，香港房地产投资信托基金是以信托方式组成而主要投资于房地产项目的集体投资计划。有关基金旨在向持有人提供来

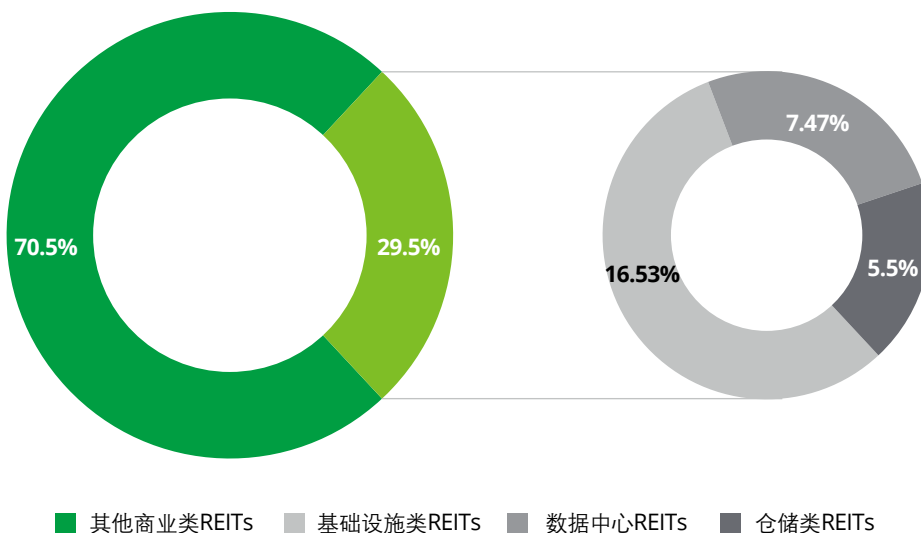
自房地产的租金收入的回报。房地产投资信托基金透过出售基金单位获得的资金，会根据组成文件加以运用，以在其投资组合内维持、管理及购入房地产。

德勤有幸能为当中的诸多公司提供服务，为彼此的成长结下一段善缘。另外不得不提的是，港股REITs的特点是和母公司关系较为密切，比如越秀房产信托基金就较为依托越秀地产。（表2）

新加坡REITs：领先的多元化REITs市场

新加坡是亚洲领先的亚洲全球性房托及商业信托中心，超过80%的房托和地产类商业信托拥有离岸资产。截至2020年新加坡目前拥有44支房托和商业信托，总市值超过800亿美元，平均股息率为5.2%，是亚洲除日本外最大的房托市场。新加坡房托和地产类商业信托市场增长强劲，过去10年的总市值年复合增长率超过23%。在新交所上市的房托及合股式房产投资信托中，有12支REITs涉及中国大陆业务，总市值为210亿美元。

图1：截至2020.2美国市场成分股权益型REITs市值百分比分布



数据来源：天风证券，德勤研究

表2: 2018-2020 REITs相关政策变化梳理

名称	发行时间	代表投资	物业类型
领展房地产投资信托基金	2005-11-25	海滨汇、北京欧美汇购物中心	综合, 集市、商铺、和车位
泓富产业信托	2005-12-16	红袋国际都会大厦	综合
越秀房地产投资信托基金	2005-12-21	广州国际金融中心	综合, 金融中心和服装批发市场
冠君产业信托	2006-5-24	花园道三号、朗豪坊地标级物业	综合
阳光房地产基金	2006-12-29	阳光中心、富时中心	综合
富豪产业信托	2007-3-30	五间初步酒店、富荟上环酒店	酒店
越秀房地产投资信托基金	2005-12-21	广州国际金融中心	综合, 金融中心和服装批发市场
置富产业信托	2011-4-20	置富第一城、置富都会	零售
汇贤产业信托	2011-4-29	北京东方广场	综合
开元产业投资信托基金	2013-7-31	开元酒店	酒店
春泉产业信托	2013-12-5	北京中心商业区(CBD)	综合, 写字楼
招商局商业房地产投资信托基金	2019-12-10	深圳新时代广场	综合

来源: 公开资料整理, 德勤研究



早期，新加坡房地产商几乎全部靠银行贷款，导致房地产商在信贷收紧的经济情况下没办法及时得到融资，再加上经济不好的时候，资产情况表现不是很好，价值会受到很大的波动，所以，1999年新加坡出台了房地产投资信托的监管框架。1999年到2020年，新加坡经过了不下8次的框架调整。新加坡刚推出房地产投资信托时杠杆的要求是25%，适用于当时的经济和资产情况。几次的框架调整也对一些披露要求和房地产投资信托的治理方面也作出了改变。2020年，房地产投资信托的杠杆率也从45%调整到了50%。这就是新加坡所采取的渐形式监管所取得的成果。

新加坡可以吸引到许多来自不同地区的资本选择在新加坡投资房地产投资信托产品。同时，新加坡也成功地吸引到了来自不同地方的开发商用它们当地的资产来新加坡开发房地产投资信托。新加坡的市场，无论在投资群体方面或资产分布方面都非常国际化，这个特点吸引到非常广泛的资金进入新加坡资本市场。

新加坡的REITs单位通常都会由原始发起人持有一部分，产品上市之后还会吸引到一些机构和散户。新加坡对原始股东持股比例没有限制，但会希望原始股东对资产有一定的掌控能力并促进很好的发展。要对于资产的掌控，信托管理公司和物业管理公司通常都是原始发起人或者房地产开发商所成立的全资子公司。新加坡的REITs通过资产管理公司和物业管理公司管理信托资产，加上单位持有人对信托的掌控，利益是得到保护的，这也确保信托在新加坡有很好的发展。

国内REITs 实践：基础设施公募REITs未来市场空间巨大

我们目前没有严格意义的REITs基金。个别类似的品种有鹏华前海，主要的投资资产是深圳前海的写字楼。再就是已经清盘的基金元和，其50%基金资产投资于石化加油站资产，50%基金资产投资于上市债券和货币市场工具等。

国内投资者可以通过合格境内机构投资者(QDII)介入美股的REITs, 比如说场内交易的美国REIT, 场外的广发美国房地产等。但是有两个问题: 一个是场内的交易量极小, 场外的目前限制申购。另一个是追踪美股的REITs基金指数, 目前看存在不太同步的情况。

从2001年到如今, 房地产政策的变动客观上影响了REITs的发展进度。特别是疫情之后, 为了支持经济新发展, 经过各监管部门的努力, 最终我国REITs产品以基础设施REITs的形式推出了试点文件。我国采用的是典型的信托制结构, 以公募基金为载体, 通过投资ABS产品实现对物业股权的控制。

数据显示, 截至2020年末, 上交所有39单“类REITs产品”发行, 规模达631亿元, 覆盖仓储物流、产业园区、租赁住房、商业物业、高速公路等多种不动产。此外, 上交所于2019年推出首单基础设施私募REITs(沪杭甬REITs产品), 引领境内市场储架式产品、可扩募产品(菜鸟REITs产品)等多轮创新, 为试点公募REITs积累了丰富的实践经验。

截至2021年1月9日, 上交所有近三十单公募REITs项目由地方发改委推荐至国家发改委REITs试点项目库, 其中部分项目已收到国家发改委的首轮反馈。上交所还有一批储备项目正在准备过程中, 涵盖了主要基础设施类型, 基本覆盖了重点区域和省份。当前最重要任务就是把控试点项目质量, 加快推动一批优质试点项目落地, 尽快形成市场规模、市场合力, 打造良好示范效应。

海南发行全国首单省级人才租赁住房REITs

2019年3月由海南省财政厅指导, 海南省发展控股有限公司落地实施的海南省首期人才租赁住房资产支持专项计划(REITs)进展顺利, 投资机构已于3月25日全额缴款到位, 发行成功。这是海南省首单REITs产品, 也是全国首单省级人才租赁住房REITs。¹

据介绍, 为服务百万人才进海南行动计划落地, 自5月以来, 海南控股迅速完成项目决策、产品架构搭建、支持政策落实、资产重组交割、发行申报推介等工作, 最终完成海南省人才租赁住房REITs设立发行工作。

海南省首期人才租赁住房REITs规模为8.7亿元。据悉, 海南省人才租赁住房REITs的成功发行, 有利于促进人才住房作为扩大开放、招商引资政策工具作用的充分发挥, 打造海南省人才租赁住房可持续发展的创新投融资模式, 构建房地产租赁运营长效机制, 引导房地产市场健康发展。

未来海南控股旗下乐居不动产基金将借鉴本REITs积累的金融创新经验, 积极探索省内基础设施等不动产资产证券化, 争取全国公募REITs试点, 吸引社会资本参与海南自由贸易试验区(港)建设。

1. 新华网http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-03/25/c_1124279164.htm

首个“纯权益型”类REITs挂牌深交所

2020年6月3日万科旗下的万纬物流首期类REITs产品“万纬物流-易方达资产-物流仓储一期 资产支持专项计划”在深交所挂牌，成为国内首家“尝鲜”物流仓储权益型类REITs产品的房企。

万纬物流的类REITs产品总规模为5.732亿元，其中优先级证券的规模为2.95亿元，权益级证券的规模为2.782亿元，产品期限为3+3+2年。该产品与易方达资产管理有限公司合作发行。该产品已获得中国民生银行、兴业银行、中国邮政储蓄银行、招商银行等多家机构的投资。

此前国内市场发行的类REITs产品，受各种原因影响，多数未采取‘纯权益’结构，产品的收益并不纯粹来自于产品底层的资产，而是由发行主体提供一定程度的信用担保，比如提供保证金以保障类REITs投资人的收益。业内人士分析认为，此次万纬物流的类REITs，其投资人的盈亏完全取决于产品底层的两间物流园是否挣钱、资产价值是否上升，而这很大程度上取决于万纬的运营和管理能力。



来源：公开资料整理

普洛斯收购北京中关村盈都大厦D座为北京首单类REITs

2020年底，普洛斯成功完成收购北京中关村盈都大厦D座。此次收购由普洛斯中国旗下普洛斯资本平台商业办公投资与资产管理专业团队负责实施，旨在继续重仓中国一线城市，满足科技产业发展对办公空间需求，体现了普洛斯在科技及办公物业投资领域核心增值型投资策略。

盈都大厦D座坐落于北京海淀区知春路，大厦面积逾3万平方米，配有产权车位。该项目地处中关村腹地，多家互联网、科技公司巨头汇集，同时周边毗邻多所国内顶级高校及科研机构，科技办公以及创新创业办公空间需求旺盛，更新改造后具有极大的潜在商业价值。

全国首单流转集体建设用地建设租赁住房REITs挂牌

2020年12月30日，成都市集体建设用地建设租赁住房试点项目作为房地产投资信托基金（REITs）在北京金融资产交易所挂牌。项目地处成都市青白江区欧洲产业

城，系全国首单利用流转集体建设用地建设租赁住房的REITs，也是中西部地区首单REITs。

该项目采用的REITs模式依托人民银行指导北金所开展的住房租赁企业股权交易服务实现，与国内一般不动产证券化融资工具相比，在制度规范、权益属性、交易架构等多个方面实现了创新和突破，是真正意义上符合国际主流标准的REITs模式。该类REITs旨在支持和培育专业化住房租赁机构，对租赁住房用地性质和住房租赁企业投资范围、收益来源、负债比例进行了明确规定，通过严格的信息披露制度和强制利润分红安排，吸引社会资金参与住房租赁企业股权份额投资。

集体建设用地建设租赁住房项目作为REITs挂牌交易，既能增加集体利益，又能盘活存量资产，帮助租赁项目获取长期、稳定的权益性资金，为贯彻落实党的十九届五中全会和中央经济工作会议“利用集体建设用地建设租赁住房”相关要求，解决租赁项目融资问题探索出了重要路径。





问题挑战

REITs融资效果有待商榷

首先，以基础设施为底层资产的公募REITs，应当具备期限较长、透明度较高、流动性较好等优势，目前正在申报的首批项目确实具有这些优势，但是大多数有融资需求的基础设施收费项目都没有这些特性，从而无法成为公募REITs的底层资产。在首批项目落地、新发REITs热度过后，真正具有稳定且持续的现金流的项目，在资本市场上融资渠道相当通畅，其是否愿意利用REITs完成融资还值得观察。

管理模式可能存在代理问题并需要时间适应

我国REITs在集合投资计划的框架下采用“公募基金+资产支持证券（ABS）”的架构但公募基金过去并不涉及物业投资管理业务。公募基金+ABS”架构下的主要委托代理关系包括，REITs持有人委托公募基金管理人来进行投资，公募基金管理人委托

ABS管理人进行资产管理，公募基金管理人可能委托外部管理机构负责底层资产的运营与管理。在这种多层委托代理关系的架构下，信息不对称问题和利益冲突问题可能更加严重，产生道德风险的可能性更大，由此产生的代理成本可能更高。

同时，公募基金是中国版REITs的基金管理方，也较少投资类REITs产品，相关的团队人员建设、与外部机构的合作机制都需要不断的探索和尝试。在试点项目的推进中，公募基金和底层ABS的发行券商/基金子、原始权益人以及专业的物业管理方需要逐步理顺流程，适应完善的发行、资产管理、物业管理、融资等一整套体系。

根据目前市场反馈，公司在申报项目的时候，需要跟多个部门一对一的沟通，制度化的申报流程有待各机构和部门磨合。

REITs管理模式

外部管理模式：REITs本身为公司、信托或基金实体，由外聘的管理人执行所有的管理职责，包括资产运营、投融资和物业管理等。作为资产管理的回报，外部管理者收取管理费，管理费的结构可能包括固定比例的基本费用，以及基于净收入、净资产或相对于REITs份额价格的绩效费用。除此之外，如果服务没有外包给其他公司，还可能需收取收购费、处置费和财产费等额外管理费用。

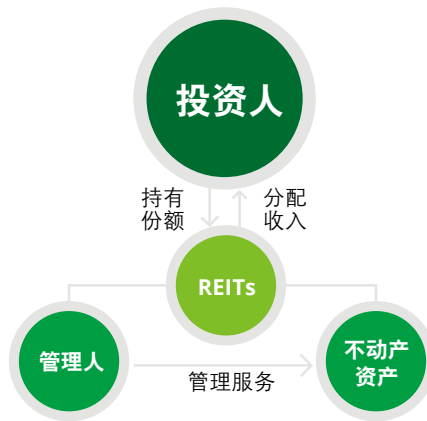
内部管理模式：REITs本身拥有不动产资产和资产管理人，REITs的内部管理部门或管理公司来执行所有管理职责。

从全球来看，内部管理和外部管理两种模式都广泛存在。²

图2: 外部管理模式



图3: 内部管理模式



未来税收问题仍需要解决

境内公募REITs的产品结构比较复杂，税收方面可能会存在重复征税和税收过重的问题，进而拖累产品收益。税收问题尽管并非设立REITs的先决条件，但对调动各方积极性、推动市场发展壮大至关重要。

在欧美、新加坡等REITs较为发达的国家和地区，REITs成为投资者青睐的投资产品，不仅仅由于收益率较高且较为稳定，还因为REITs在满足特定要求的情况下就投资人可就分红收入和份额转让所得可

以享受一定免税待遇，对于REITs上市前重组也给予了特定税收优惠。美国没有专门的REITs立法，而是在税法中对于符合特定条件的房地产投资公司或契约型基金定义为REITs而享受免税政策，其分配给投资者的分红部分可在所得税前予以扣除，新加坡也给予REITs诸多税收优惠政策。然而，目前中国税法下对于境外投资人取得的REITs分红、公司投资人取得的REITs份额转让所得以及REITs上市前重组的相关税务成本仍较高，亟待相关税收优惠政策的出台。

2. 北京大学光华管理学院《中国公募REITs管理模式研究》

在我国现行税收制度下，国际上通行的REITs收益率标准（7-8%的水平）难以得到满足。按现行税制，我国商业地产的租金收入需要缴纳9%（或5%）的增值税（物业是否在2016年5月1日之前取得）及附加税、12%的房产税（如为从租计征）和千分之一的印花税（合同双方各承担一半），之后相关应税利润还要缴纳25%的所得税。未来REITs发展仍需要突破相关税收政策的痛点。

交易结构的精简

当前中国版REITs采用了公募基金+ABS的结构，对市场已有模式的延续有利于产品的顺利推出，也有利于税务方面的处理。但复杂的架构并不是必须的，如果其他配套的制度逐步推出，我国的REITs结构也可以更为精简，例如由基金直接持有股权。

基础设施ABS层面，监管机构对于交易结构目前尚未有明确的政策规定。考虑到类REITs产品在我国已有多年的运行实践，总体来说基础设施ABS将借鉴类REITs的交易结构。

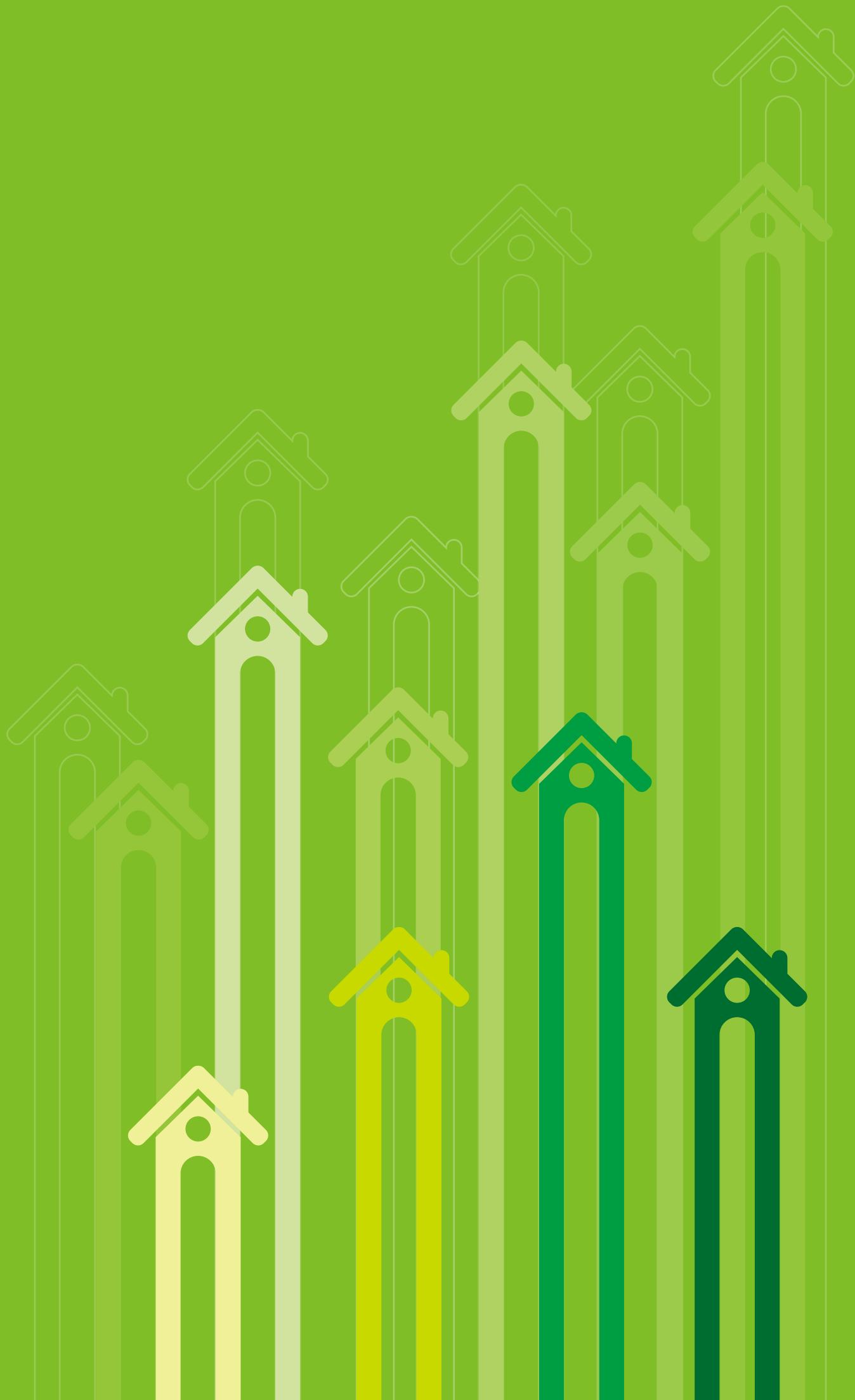
根据上市公司已公告的拟发行项目来看，基础设施ABS将大概率采用ABS产品直接持有项目公司股权的形式，取消类REITs项目中常见的私募基金架构。取消私募基金层面的架构有利于精简交易结构、减少决策流程，强化公募基金的管理人责任，更好的避免出现治理问题。

为了尽量减少交易结构中的税收负担，产品预计仍将采用股权+债权的类REITs传统持有模式，通过大债+小股的形式来减少所得税负担。

图4：“公募基金+ABS”交易结构



来源：证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》、德勤研究



未来展望

公募REITs市场前景广阔

自1960年REITs在美国出现以来，在过去几十年中迅猛发展，在海外发达经济体中，REITs已在各自的整体资本市场中占有重要地位。作为REITs的发源地美国，截至2019年末公募REITs市场规模约1.3万亿美元，约占GDP规模的6.5%，按照该比例推算，中国公募REITs市场可达6万亿人民币。

此前中国市场虽未推出REITs制度，但基于市场的迫切需求，市场机构通过债权性质的类REITs模式进行了卓有成效的探索。目前沪深两交易所合计发行的类REITs产品发行规模约4000亿元。

考虑目前我国基础设施品类繁多、规模较大，为公募REITs提供了丰富的基础资产，基础设施公募REITs未来市场空间巨大。在机制建立以后，公募REITs未来将进一步拓展到基础设施以外的其他类资产，不断丰富公募REITs的种类，为投资人提供更多类别底层资产选择。

产业园区迎发展契机

从区域来看，本次公募REITs试点要求在区域上优先支持京津冀、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，其中重点支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。

近年来国内工业用地需求近年处于持续回暖通道，工业用地供给、成交增速自2014年见底以来持续回升，已接近2012年顶部水平。从供应来看，一线城市产业转型升级“腾笼换鸟”过程已逐步完成，产业地产业结构中工业用地比重进一步降低，文旅、商业服务、物流贸易用地规模上升。二三线将进一步受益于一线城市产业迁出与本地工业化深化带来的需求提振，接棒一线城市成为工业用地需求主力。

由于产业园区在开发过程中沉淀的资金量较大，投资回报期较长，园区房企的融资需求强烈。但目前我国产业园区融资方式较为单一，基本上以银行贷款和土地出让的模式为主，与此同时产业在土地出让和抵押方面的政策限制进一步加大了产业园区的融资难度，造成目前产业园区的融资和盈利能力普遍较弱。

本次公募REITs将有效拓宽产业园区开发主体的融资渠道，降低融资成本，且基于物业资产为主体的融资将带动更多盈利能力较强，开发情况较好的产业园区脱颖而出，加强园区的地产转型升级。

而对于开发企业而言，公募化REITs将有效实现产业园区资产出表，分离园区的经营权和所有权，带动园区开发企业向轻资产模式发展。此外公募化REITs基于基础资产本身状况的融资模式，将激发园区开发商提高园区运营能力，提升园区盈利能力，促进园区产业转型。

REITs首先支持中国公共住房

目前，国内关于房地产的金融产品普遍是类REITs，没有真正的REITs。REITs首先可以是支持中国公共住房（尤其是租赁住房）建设的主要金融工具。中国公共租赁住房仍是当前住房系统的主要短板之一。政府部门主导租赁住房建设，在前期通过让渡地价促进土地供应，在后端建立统一的资产运营和管理平台，并最终通过REITs实现资产退出回笼财政资金，加快实现有效供给。REITs在这个过程中还可以起到租赁住房产品（和土地）的价格发现作用，而且在让渡部分收益权的同时不影响管理权的完整保留。

REITs的推行在“房住不炒”政策背景下极具必要性。REITs的本质是让广大中小机构乃至个人投资人参与到大宗房地产投资中，分享物业租金回报及增值收益。相较于直接购置实物资产的“炒房”路径，我们认为REITs能够为中国居民家庭提供门槛更低、资金压力更小且更具流动性的房地产投资渠道，对于降低居民部门住房杠杆水平、平抑炒房预期、防范系统性市场风险具有重要意义。

风险防范 机制将逐渐完善

普通投资者首先要考虑避让合规风险，比如基础设施资产的产权是否清晰，特许经营权是否可以合法转让，建设手续是否完整，包括立项、环评、用地、节能审查各个方面都应有完善手续。其次关于政策风险，如果涉及所谓的国有资产转让，税收问题，地方政府审批，各相关方包括政府主体需要密切配合解决。最后，应避免道德风险，加强REITs的信息披露机制和全生命周期合规监管等。

从资产风险频谱的分布来看，REITs的投资风险介于股票、债券之间，既可以获得有明确预期的现金回报，又可以享受资产增值，长期来看，REITs的长期回报率表现优异。

联络信息

杨誉民

德勤中国
房地产行业领导合伙人
电话: +86 755 3353 8015
电子邮件: yyeung@deloitte.com.cn

陈振国

德勤中国
房地产行业税务与法律合伙人
电话: + 86 21 6141 1033
电子邮件: sitan@deloitte.com.cn

吴汪斌

德勤中国
审计及鉴证咨询合伙人
电话: + 86 755 3353 8326
电子邮件: rwu@deloitte.com.cn

方栋

德勤中国
房地产行业财务咨询合伙人
电话: + 86 21 6141 1626
电子邮件: carfang@deloitte.com.cn

研究与撰稿人

陈岚

德勤中国
德勤研究总监
电话: +86 21 6141 2778
电子邮件: lydchen@deloitte.com.cn

周菲

德勤中国
德勤研究高级经理
电话: +86 10 8512 5843
电子邮件: annizhou@deloitte.com.cn

办事处地址

北京

北京市朝阳区针织路23号楼
国寿金融中心12层
邮政编码: 100026
电话: +86 10 8520 7788
传真: +86 10 6508 8781

长沙

长沙市开福区芙蓉北路一段109号
华创国际广场3号栋20楼
邮政编码: 410008
电话: +86 731 8522 8790
传真: +86 731 8522 8230

成都

成都市高新区交子大道365号
中海国际中心F座17层
邮政编码: 610041
电话: +86 28 6789 8188
传真: +86 28 6317 3500

重庆

重庆市渝中区民族路188号
环球金融中心43层
邮政编码: 400010
电话: +86 23 8823 1888
传真: +86 23 8857 0978

大连

大连市中山路147号
森茂大厦15楼
邮政编码: 116011
电话: +86 411 8371 2888
传真: +86 411 8360 3297

广州

广州市珠江东路28号
越秀金融大厦26楼
邮政编码: 510623
电话: +86 20 8396 9228
传真: +86 20 3888 0121

杭州

杭州市上城区飞云江路9号
赞成中心东楼1206室
邮政编码: 310008
电话: +86 571 8972 7688
传真: +86 571 8779 7915

哈尔滨

哈尔滨市南岗区长江路368号
开发区管理大厦1618室
邮政编码: 150090
电话: +86 451 8586 0060
传真: +86 451 8586 0056

合肥

合肥市政务文化新区潜山路190号
华邦ICC写字楼A座1201单元
邮政编码: 230601
电话: +86 551 6585 5927
传真: +86 551 6585 5687

香港

香港金钟道88号
太古广场一座35楼
电话: +852 2852 1600
传真: +852 2541 1911

济南

济南市市中区二环南路6636号
中海广场28层2802-2804单元
邮政编码: 250000
电话: +86 531 8973 5800
传真: +86 531 8973 5811

澳门

澳门殷皇子大马路43-53A号
澳门广场19楼H-L座
电话: +853 2871 2998
传真: +853 2871 3033

蒙古

15/F, ICC Tower, Jamiyan-Gun Street
1st Khoroo, Sukhbaatar District,
14240-0025 Ulaanbaatar, Mongolia
电话: +976 7010 0450
传真: +976 7013 0450

南京

南京市建邺区江东中路347号
国金中心办公楼一期40层
邮政编码: 210019
电话: +86 25 5790 8880
传真: +86 25 8691 8776

宁波

宁波市海曙区和义路168号
万豪中心1702室
邮政编码: 315000
电话: +86 574 8768 3928
传真: +86 574 8707 4131

三亚

海南省三亚市吉阳区新风街279号
蓝海华庭(三亚华夏保险中心) 16层
邮政编码: 572099
电话: +86 898 8861 5558
传真: +86 898 8861 0723

上海

上海市延安东路222号
外滩中心30楼
邮政编码: 200002
电话: +86 21 6141 8888
传真: +86 21 6335 0003

沈阳

沈阳市沈河区青年大街1-1号
沈阳市府恒隆广场办公楼1座
3605-3606单元
邮政编码: 110063
电话: +86 24 6785 4068
传真: +86 24 6785 4067

深圳

深圳市深南东路5001号
华润大厦9楼
邮政编码: 518010
电话: +86 755 8246 3255
传真: +86 755 8246 3186

苏州

苏州市工业园区苏绣路58号
苏州中心广场58幢A座24层
邮政编码: 215021
电话: +86 512 6289 1238
传真: +86 512 6762 3338 / 3318

天津

天津市和平区南京路183号
天津世纪都会商厦45层
邮政编码: 300051
电话: +86 22 2320 6688
传真: +86 22 8312 6099

武汉

武汉市江汉区建设大道568号
新世界国贸大厦49层01室
邮政编码: 430000
电话: +86 27 8526 6618
传真: +86 27 8526 7032

厦门

厦门市思明区鹭江道8号
国际银行大厦26楼E单元
邮政编码: 361001
电话: +86 592 2107 298
传真: +86 592 2107 259

西安

西安市高新区锦业路9号
绿地中心A座51层5104A室
邮政编码: 710065
电话: +86 29 8114 0201
传真: +86 29 8114 0205

郑州

郑州市郑东新区金水东路51号
楷林中心8座5A10
邮政编码: 450018
电话: +86 371 8897 3700
传真: +86 371 8897 3710



关于德勤

Deloitte (“德勤”)泛指一家或多家德勤有限公司, 以及其全球成员所网络和它们的关联机构(统称为“德勤组织”)。德勤有限公司(又称“德勤全球”)及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体, 相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构仅对自身行为及遗漏承担责任, 而对相互的行为及遗漏不承担任何法律责任。德勤有限公司并不向客户提供服务。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 了解更多信息。

德勤是全球领先的专业服务机构, 为客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务及相关服务。德勤透过遍及全球逾150个国家与地区的成员所网络及关联机构(统称为“德勤组织”)为财富全球500强企业约80%的企业提供专业服务。敬请访问www.deloitte.com/cn/about, 了解德勤全球约330,000名专业人员致力成就不凡的更多信息。

德勤亚太有限公司(即一家担保有限公司)是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体, 在亚太地区超过100座城市提供专业服务, 包括奥克兰、曼谷、北京、河内、香港、雅加达、吉隆坡、马尼拉、墨尔本、大阪、首尔、上海、新加坡、悉尼、台北和东京。

德勤于1917年在上海设立办事处, 德勤品牌由此进入中国。如今, 德勤中国为中国本地和在华的跨国及高增长企业客户提供全面的审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询和税务服务。德勤中国持续致力为中国会计准则、税务制度及专业人才培养作出重要贡献。德勤中国是一家中国本土成立的专业服务机构, 由德勤中国的合伙人所拥有。敬请访问 www2.deloitte.com/cn/zh/social-media, 通过我们的社交媒体平台, 了解德勤在中国市场成就不凡的更多信息。

本通讯中所含内容乃一般性信息, 任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构(统称为“德勤组织”)并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前, 您应咨询合格的专业顾问。

我们并未对本通讯所含信息的准确性或完整性作出任何(明示或暗示)陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本通讯而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体。

© 2021。欲了解更多信息, 请联系德勤中国。
CQ-0085C-21



这是环保纸印刷品