

REITs 助力新基建

中央财经大学管理科学与工程学院 | 刘志东 谢泽中

新基建与REITs是当前基础设施投融资领域备受业界与学界关注的两大话题。基础设施领域REITs是在中国证监会与国家发改委于2020年4月30日正式发布《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》以及《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)(以下简称《通知》和《指引》)后正式进入大众视野。一年来,国家发改委又相继发布了《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》和《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知》,标志着基础设施领域REITs逐步落地。在当前我国亟需新基建实现经济高质量发展与基础设施资金供给乏力的双重背景下,REITs从存量资产出发,有助于降低信贷融资成本、改善资本市场结构、加强各方基础设施资产运营管理能力,为新基建的未来发展提供更好的社会环境。

基础设施 REITs 对于新基建发展环境的影响

《通知》中指出本次基础设施REITs试点的目的为“为贯彻落实党

中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板的决策部署,积极支持国家重大战略实施,深化金融供给侧结构性改革,强化资本市场服务实体经济能力,进一步创新投融资机制,有效盘活存量资产,促进基础设施高质量发展”。可见基础设施REITs不仅仅只是一次融资方式的创新,更需要服务于国家宏观战略。

(一)基础设施领域去杠杆,降低未来信贷融资成本

在前些年来地方政府主导的传统基础设施投融资中,以地方政府融资平台为代表的各种模式通过债权融资渠道积累了大量债务风险,中央也多次就地方政府隐性债务问题出台文件进行整治。在本次基础设施领域REITs的交易结构设计中,较为显眼之处就在于坚持权益导向而非债权投资,这与过去几年市场实践中的PPP—ABS项目与类REITs项目存在较大的区别。PPP—ABS与类REITs项目本质上仍属于债权投资,在进行交易结构设计时需要进行优先/劣后结构分层,并经过多重增信担保措施以保证优先级的固定收益,在原始权益人层面也很难实现降低杠杆率。而本次基础设施REITs表现出了明确的权

益投资属性,收益来自底层资产分红,不进行信用评级与信用增信,充分体现了“防风险、去杠杆”的宏观目标。现有诸多研究表明,过去国有部门的基础设施投资往往会对私人部门的投资形成挤出效应。通过本次基础设施REITs试点,我国传统基础设施行业的整体杠杆有望得到显著降低,为后续我国新基建投资发力时降低信贷融资成本奠定了基础。

(二)改善金融市场结构,提高投资者对于基础设施行业关注度

基础设施领域REITs的推出可以视作有关部门对于金融市场结构的一次调整,是深化金融供给侧结构性改革的有力实践。首先,REITs是对我国资本市场直接融资渠道的有效补充。其次,在以美国为代表的成熟资本市场中,基础设施与股票、债券同样作为重要的投资工具,且拥有抗通胀、现金流稳定、与其他资产相关性低等众多优良性质,是资产配置的重要组成部分。基础设施领域REITs的推出有利于吸引广大投资者对基础设施优质资产的关注。第三,基础设施直接融资渠道的扩展,有利于我国基础设施投资降低对银行系统的依赖,这不仅有利于投资方降低融资成本,也可

以减少银行系统由于久期不匹配等问题带来的坏账风险。第四，本次基础设施领域REITs未来若在二级市场流通，可通过二级市场的价格发现功能，对我国基础设施市场的真实价值进行一次评估，形成未来基础设施投融资领域的价值之“锚”。总而言之，REITs试点的推出拓宽了市场主体的直接融资渠道，完善了我国资本市场，提高了投资者对于基础设施行业的关注度，为未来新基建通过资本市场融资铺平了道路。

（三）加强社会各方基础设施资产运营管理能力

REITs试点对于基础设施底层资产的运营管理提出了很高要求。《指引》中第四条对于REITs基金和其内部人员的基础设施运营投资经验提出了要求；第三十五、三十六条对基金管理人的具体管理职责以及委托第三方管理机构相关事宜进行了规定，这对于目前我国的所有公募基金管理人都是一个挑战。未来可能会有部分管理经验丰富的基础设施建设企业转向“轻资产重运营”的经营方向，专注于作为第三方管理机构为市场上的基础设施项目提供日常管理服务。未来的基金行业除了传统业务外，也将依靠吸纳具有产业背景的优秀人才并培养自己的基础设施运营管理团队来深入参与实体经济的运行。这也正是《通知》中要求“强化资本市场服务实体经济能力”的应有之义。这种社会各方基础设施资产运营能力的提升也正是新基建时代所要求的，是与新基建时代的发展潮流相一致的。

新基建与REITs结合模式分析

（一）新基建与REITs结合的难点

首先，目前我国的基础设施存量中绝大部分仍是以交通、能源等为主的传统基础设施，以数据中心、充电桩等为代表的新基建规模相对较小，使得新基建领域直接使用REITs融资时底层资产的选择较为有限。

其次，《通知》中要求基础设施REITs试点项目“具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力”。然而，目前大量的新基建行业仍然面临着技术不成熟、市场不明确、商业模式不清晰等问题，以现有的试点标准难以通过REITs进行融资。

第三，我国大部分基础设施REITs潜在底层资产的原始权益人都是政府部门或地方政府融资平台等国有企业，但新基建的高技术特点决定了以BAT、华为等为代表的高科技民营企业将会是新基建投资中的重要力量，这就形成了REITs融资主体与投资主体间的不对等。如何使用政府部门通过REITs置换出的资金，助力民营企业的新基建投资，也将是需要探索解决的一大问题。

最后，本次基础设施REITs试点除了为未来基础设施建设融资的目的外，也是为了解决过去传统基础设施带来的国有部门杠杆率高、投资效率低等问题。而新基建的历史包袱较小，也许可以选择成本更低的融资模式。

（二）新基建与REITs结合模式理

论探索

通过REITs进行融资的实质为原始权益人转让存量基础设施资产的所有权来获得进行增量投资的资金，新基建与REITs最佳的结合模式，为新基建行业内部企业通过转让新型基础设施资产所有权，并在该领域内部继续投资，从而形成良性循环。但正如上文提到的，目前我国通过传统基础设施REITs所置换出的资金将主要集中于政府部门和国有企业手中，如何将这部分从存量传统基础设施领域融得的资金投向增量新型基础设施领域，同样将是新基建与REITs结合模式探索的重点，这也正是2020年2月14日中央全面深化改革委员会第十二次会议中提出“统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展”的应有之义。

1. 数据中心与新能源汽车充电桩。目前看来，互联网数据中心（IDC）与新能源汽车充电桩两大行业将是新型基础设施领域中推行REITs模式的理想标的，其典型特征为本身属于重资产行业，但具有较为成熟的商业模式、较为稳定的收益率以及广阔的发展前景和增长空间，与基础设施REITs所需的底层资产特点十分契合。

2. 5G基站、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通。这三大行业的共同特点是资产原始权益人绝大多数为国有企业部门，且都属于传统基础设施与新技术结合后的升级改造，因此其商业模式往往较为成熟。但上述行业均存在一定的准公益性和较强的正外部性且需要服务于国家宏观战略，因此往往需要政府部门的财政补贴才能持续运行。目前基础设施REITs