

财经透视 程天富

具中国特色的 基础设施公募投资信托基金

中国的房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trust “REIT”）市场是亚洲最新成立的市场。2021年6月，首批九支中国公募基础设施投资信托基金（简称公募REIT），在上海和深圳证券交易所公开亮相。这些在中国境内上市的可公募REIT的总价值为312亿元（人民币，约61亿新元，下同）。它们持有的基础设施资产包括收费公路、污水处理厂、物流仓储和工业园。

中国公募REIT市场迅速扩充，在短时间内取得惊人增长。截至2022年12月为止，在上海和深圳证券交易所挂牌交易的公募REIT共有24支，募集资金总额超过750亿元，或等同于超过150亿新元的市值。上海和深圳交易所也在2022年8月推出三支以公共租赁住房为底层资产的公募REIT，共筹集38亿元，进一步扩大基础设施以外的资产类别。

中国公募REIT市场潜能庞大，不但为机构和个人投资者提供有固定现金流和有增值空间的创新资本市场产品，也将吸引很多基金管理、风险鉴定、证券化等相关领域的服务，促进房地产和资本市场的发展和整合，带动金融创新和改革。

中国早在2001年已开始探索房地产证券化的概念。首先，国家发展和改革委员会（发改委）出台了《产业投资基金管理暂行办法》公开征求意见。同年，中国人民银行也发布《投资公司管理办法》，概述信托公司允许的业务活动，包括保护信托受益人和投资者利益的条款。与中国房地产证券化市场的探索阶段相关的文件有两篇，除了这些官方文件外，两项公开市场发行的实践活动，为公募REIT的发展奠定了基础。其一，中国企业利用离岸房地产投资信托基金的方式，开启国外资本市场的新资金源。越秀房地产投资信托基金（或越秀房托）是第一支离岸中国概念REIT。它于2005年12月在香港联合交易所挂牌上市，通过持有四项位于广州珠三角地区的商业物业组合，包括白马大厦、财富广场、城建大厦和维多利亚广场，募集了总计2.04亿美元的资金。

继越秀REIT成功上市后，多支中国境外概念REIT也在新加坡上市。新加坡公司凯德投资（前身为凯德置地）首先于2006年12月在新加坡交易所挂牌上市了第一支境外中国概念REIT——凯德中国信托（前身为凯德商用中国信托，CapitaLand Retail China REIT, CLCT）。外国投资者通过设立外商独资企业（WFOE）或合资企业（EJV）来持有中国境内的零售商场资产。然后，它通过离岸特殊目的公司（SPV）的工具，持有境内资产的外商或合资企业的公司股权。

在新加坡证券交易所上市的另外四支中国境外概念REIT，是北京华联商用房地产投资信托、大信商用信托、运通网城房地产投资信托和砂之船房地产投资信托。其他在新加坡上市并持有中国境内房地产组合的跨境REIT包括丰树物流信托、丰树泛亚商业信托、凯德雅诗阁信托、华联商业信托和升禧环球房地产投资信托。

以基础设施为主的底层资产组合

其次，中国证券监督管理委员会（中国证监会）批准了万科联合鹏华基金以资产支持证券（ABS）的融资架构，来持有在深圳前海的商务园区的不动产资产组合，让首支公募“类REIT”，能以混合利率有限期封闭式债券方式，于2015年在深圳证券交易所发行。

中国境外概念REIT和类REIT的实践经验，给发改委和证监会提供了宝贵借鉴，它们于2020年4月联合发布基础设施REIT指南。

发改委和证监会是中国公募REIT的主要推手。发改委负责宏观审慎控制、政策和项目投

资评估，而证监会是国务院辖下的监管部门，负责监督股票市场发行等活动。

中国的公募REIT，不单只是为了推出新的投资产品，必须有战略性的动机和考量。它们是一种创新的基础设施融资机制，能为中国的基础设施建设提供市场化资金配置，促进基础设施建设领域的高质量发展。

自2016年以来，中国迅速城镇化的进程，推出了大批以政府和社会资本合作伙伴模式（PPP）融资的基础设施项目，资金投入非常密集，私人投资者面对巨大的财务压力和负担，不容易退出和收回资本。

PPP项目与REIT市场相结合，被认为是一种双赢安排，可以带来显著经济增值成果。一方面，PPP项目为公募REIT提供具有稳定收入流的优质基础设施资产作为底层资产。另一方面，公募REIT也为PPP私人投资者提供了退出的策略。证券化与PPP项目的对接，为塑造具有中国特色的REIT铺平了道路。

2020年7月，发改委发布一份重要文件《关于做好基础设施建设领域不动投资信托基金（REIT）试点项目申请工作的通知》，确定了基础设施项目为主的公募REIT底层资产。证监会也在2020年8月发布《基础设施REITs指南》，明确上市相关事项。

结合公募基金和资产证券化的模式

中国当局积极策划和引入以股权型为主的REIT。如美国和其他国家的REIT市场一样，公募REIT能在上海和深圳证券交易所公开交易。

为了打通在中国境内公开上市股权权益的REIT的限制，当局提出结合公募基金和资产证券化的模式。在类REIT常用的ABS结构之上叠加一个“公募基金”层。它通过持有100%ABS证券来间接持有基础设施资产的实权益。它用ABS权益来支撑和发行REIT股份/单位，并通过IPO活动分配给机构和散户投资者。在公共交易所上市后，REIT股份/单位可自由交易。

对新加坡境外中国概念REIT的影响

目前，中国公募基础设施REIT只能持有基础设施和经济租赁住房资产。新加坡上市的REIT主要投资在中国的商业、物流、工业和酒店房地产，因为持有资产类型不重叠，它们不会有直接竞争。新加坡的跨境REIT，不会因为有了中国境内公募REIT的出现，而被蚕食和稀释。

反而，随着对中国REIT市场的熟悉和了解，中国投资者也会寻求更多能分散风险的投资，从而增加对持有不同资产类别的境外中国概念REIT的需求。中国境内公募REIT的发起人和机构投资者，也可以与外国REIT合作，扩大中国的基金和资产管理专业人才和专业知识。外国投资者也可以为中国基础设施发展提供新的资本来源。

中国公募REIT市场的出现不是零和游戏，不会对其他REIT市场带来负面影响。相反，其规模经济有助于降低资本率，并改进低效率的房地产价格发现过程，为其他REIT市场带来经济外溢效应。

根据瑞士投资银行（UBS）的乐观情景分析，如果中国能将其估值60万亿美元的基础设施资产中的5%证券化，中国境内公募REIT市场的市值将在2030年前增至3万亿美元。到时，它将超越并取代拥有总市值1.4万亿美元的美REIT市场，成为全球最大的REIT市场。

作者是新加坡国立大学商学院
房地产系教务长讲座教授
此文是作者个人观点和意见
不代表国大及其附属机构