

公募 REITs 在我国的发展趋势探索

郭瑞丽

(中信银行郑州分行, 河南 郑州 450018)

摘要: REITs (Real Estate Investment Trusts) 即不动产投资信托基金, 是指在证券交易所公开交易, 通过证券化方式将具有持续、稳定收益的不动产资产或权益转化为流动性较强的上市证券的标准化金融产品。自 2003 年我国第一支信托计划发行以来, 中国公募 REITs 市场不断发展, 于 2020 年 8 月正式拉开序幕, 未来发展前景广阔。本文以此为切入点, 从 REITs 在我国的发展趋势予以分析和探讨, 以期为业界发展提供参考。

关键词: 公募 REITs; 税收; 发展前景

中图分类号: F832

文献标识码: A

DOI: 10.12230/j.issn.2095-6657.2022.18.006

REITs 起源于美国, 之后逐步扩大至全球各个国家和地区, 如英国、日本、新加坡、中国香港等。REITs 发展至今, 全球规模已超 2 万亿美元, 其中美国占比约 60%, 亚洲市场重要性渐显。日本为亚洲最先推出 REITs 的国家。

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 2020 年 8 月证监会发布的《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》, 公募 REITs 在我国正式拉开序幕。2021 年 6 月, 9 只基础设施 REITs 产品正式上市交易, 标志着我国公募 REITs 时代正式到来。

1 中国 REITs 市场发展历史与现状

1.1 探索期 (2003 年 - 2007 年)

我国 REITs 法律法规尚未健全, 故迟迟未落地。2003 年, 我国第一只商业房地产投资信托成功发行, 为国内首支投资与收益性房地产信托产品, 亦为 REITs 的雏形。2004 年, 央行发布“121 号文”, 要求开发商开发项目自有资金比例不低于总投资的 30%, 房地产信托进入快速发展期。2005 年 12 月 21 日, 越秀房地产投资信托基金在香港联交所正式挂牌上市, 成为国内首只境外发行的 REITs 产品。

2007 年, 央行、证监会和银保监会联合成立 REITs 专题研究小组, 推进中国 REITs 市场建设。

1.2 曲折前行 (2008 年 - 2013 年)

2008 年受全球金融危机影响, 中国房地产市场进入低迷期。为提振市场经济, 2009 年国务院正式批准在国内开展 REITs 试点。2012 年 2 月国内首支“REITs”产品—天津市天房集团保障房租金收益券成功发行。

1.3 类 REITs 实践期 (2014 年 - 2019 年)

2014 年“中信启航专项资产管理计划”获证监会核准, 为国内首支“类 REITs”产品。国务院等 11 部委推动在北京、上海、天津开展抵押式“类 REITs”试点。截至 2020 年底, 国内类 REITs 产品累计发行 93 单, 发行总规模超 1700 亿。

1.4 创新突破 (2020 年至今)

2020 年 4 月, 证监会、国家发展改革委联合发布《关于推

2 公募 REITs 在我国的发展前景

2.1 中国基础设施公募 REITs 推出大势所趋

十余年来, 中国基础设施建设投资规模快速扩张, 在 GDP 中所占比重不断提升, 有效带动了中国经济的发展。随着增量空间逐渐压缩, 依靠规模扩张带动经济发展的状态难以维系, 盘活存量资产、进行基础设施领域转型升级迫在眉睫。基础设施 REITs 的成功发行, 有助于基础设施企业盘活存量资产、创新融资方式、优化财务结构^[1]。

(1) 公募 REITs 有助于盘活存量资产

基础设施公募 REITs 的推出, 一方面为存量资产提供交易市场, 提升存量资产流动性以盘活存量资产。另一方面, 可为地方政府和基础设施企业提供退出渠道, 降低其杠杆率。

(2) 基础设施企业提供了创新的权益融资工具

以首批成功发行的 9 只公募 REITs 为例, 其募集资金的使用较为灵活, 均用于原始权益人开发建设新增基础设施项目, 且以资本金的方式注入, 为企业提供长期权益型资本, 缓解其投资不足的问题; 此外, 通过公募 REITs 的发行, 企业可剥离部分重资产, 利于其轻资产运营^[2]。

(3) 公募 REITs 有助于改善基础设施企业财务报表结构

依据原始权益人差异化需求及底层资产特征, REITs 在原始权益人报表处理中常见的有“出表”和“并表”两种模式。“出表”模式下: 根据公募 REITs 试点通知, 公募 REITs 为

权益类金融工具。原始权益人发行 REITs 需将底层资产真实出售，并实现出表，一方面将降低有息债务，另一方面将资产转让对价作为当期收益计入利润表，并以其持有的 REITs 份额享有投资收益，从而实现优化财务结构的作用。“并表”模式下：为防止国有资产流失，原始权益人对 REITs 进行并表处理，如通过自持 REITs 份额比例超 50%，实现对底层资产的控制权，其融资部分在财务报表中确认为少数股东权益，从而降低企业资产负债率^[3]。

2.2 中国公募 REITs 市场发展空间巨大

(1) 中国公募 REITs 在基础设施领域预计将达万亿规模

依据发改委预测，目前我国存量基础设施总规模约人民币 380 万亿元，其中拥有经营性收入的基础设施资产约占 30%—40%，即可开展公募 REITs 的基础设施规模约 114 万亿—152 万亿，如公募 REITs 转化率为 1%，我国公募 REITs 市场规模将至少达到 1.14 万亿。

(2) 公募 REITs 将成一种重要的大类资产配置工具

伴随我国居民收入不断提升，中国资产管理市场规模持续扩大，已形成覆盖权益、债券、货币、商品等主要大类资产体系。但受监管压缩非标产品规模，及投资者难以直接投资不动产市场影响，投资者迫切需求探索新的投资品种。公募 REITs 兼具固收和权益产品特征，既具有稳定的分红回报，又具有潜在的资本增值收益及流动性，社保基金、企业年金、养老金、保险资管、银行理财及有一定风险承受能力的个人投资者，均为其潜在的投资人。

(3) 基础设施将成为发行公募 REITs 的重点领域

按照试点通知相关要求，首批试点行业聚焦基础设施行业，优先支持补短板行业，包括仓储物流、交通运输、公用事业等市政工程，鼓励信息网络等新型基础设施，及国家战略新兴产业集群、高科技产业园区、特色园区等。

目前在基础设施领域，新增项目投资需要大量资本金，且我国已形成大量存续项目，通过发行公募 REITs 有效盘活存量资产，将资金用于新增基础设施项目建设，将形成良好的投资循环。同时基础设施公募 REITs 既有利于防范债务风险、降低企业杠杆率，又有利于落实中央部署、推动重大战略实施，促进中国资本市场发展。

3 中国公募 REITs 发展的问题及对策

3.1 问题

中国公募 REITs 市场尚处于起步期，结合首批发行的 9 只公募 REITs 产品，借鉴国外 REITs 市场发展经验，基础设施 REITs 试点存在以下问题。

(1) 产品结构复杂，治理机制尚待完善

首批试点发行的 REITs 产品采取公募基金 + ABS 的结构，该架构涉及基金、资产证券化两种业务，从 REITs 份额持有人到底层资产之间，涉及公募基金管理人、ABS 管理人、原始权益人、会计师事务所、律师事务所等多类参与者，在 REITs 持续运营过程中，多层级管理人架构，易引起流程复杂、效率低下、责任不明确等问题，需尽快简化交易结构。

(2) 市场流动性不足，投资者准入标准有待明确

首批发行的 9 只 REITs 自上市以来，除上市首日成交较为活跃外，日均换手率在 1%—2% 徘徊，交易相对不活跃。此外，REITs 整体市场价格表现平稳，一级市场投资者获取的溢价不高。

投资者准入标准有待明确。目前 REITs 投资方式，包括 pre-REITs、战略投资者、网下配售、公开市场交易等，依据投资者特点，其参与方式亦应进行区分。如银行、信托等机构资金体量大、流动性要求高，适合通过网下配售、公开市场交易参与；养老金、年金等擅长长期投资，且另类投资经验丰富，适合通过设立私募投资基金等方式参与 pre-REITs。

(3) 重复征税，抑制投融资者的金融决策

首批公募 REITs 在设立阶段、运营阶段存在重复征税问题，税收政策有待进一步优化。REITs 设立阶段，涉及税种包含企业所得税、增值税、契税、印花税等。存续运营阶段与终止阶段，可能面临重复缴纳增值税、企业所得税、个人所得税等。从国外 REITs 发展经验来看，如美国、日本等均相应出台一系列税收优惠政策，对在交易过程中产生的税费进行优惠甚至免除。重复征税将压缩 REITs 实际运营盈利水平，降低投资者参与的积极性。我国发行的首批 REITs 产品通过设计“股权 + 债权”方式适当进行避税，但仍然存在税收合规风险。

(4) 底层资产要求较高，准入行业有待扩容

现行发行 REITs 对底层资产的要求加高，如申报条件要求“项目应成熟稳定”“运营时间原则上不低于三年”及“近三年总体保持盈利或经营性净现金流为正”等，满足申报条件的优质资产较少，且对于优质资产原始权益人，将持有资产上市发行 REITs 的动力普遍不足，一定程度上阻断了部分基础设施企业通过发行 REITs 盘活存量资产的计划。

目前试点通知允许发行 REITs 产品的行业仅包括交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区及新型基础设施、保障性租赁住房等行业，在坚持“双碳”“房住不炒”大背景下，限制火电、商业、住宅类资产。与美国等成熟 REITs 市场以商业地产为主流形成对比，我国 REITs 市场准入行业有待扩容^[4]。

3.2 对策

(1) 完善 REITs 财税制度及主要配套制度

REITs 在境外快速发展的推动因素是税收优惠，对 REITs 免征企业所得税，仅对投资者征收所得税，避免重复征税。如美国自 20 世纪 90 年代相继出台《税收改革法案》等，对 REITs 税收予以优惠，大大提高了 REITs 的吸引力，此后 REITs 在美国市场步入高速发展期。

目前财政部、国税总局《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》的出台，可有效解决基础设施公募 REITs 设立前、设立阶段的企业所得税税收障碍，但对运营、分配等环节涉及的税收，仍按现行税收法律法规的规定执行，亟待进一步完善并明确操作细节。

同时，我国二级市场交易活跃度不足，REITs 上市交易相关的配套交易制度尚需完善。REITs 成功发行，需发改委、证监会、交易所、银保监会、财税部门等众多部门协调，出台政策简化相关流程、明确各政府部门职责至关重要。

(2) 优化产品结构，明确参与机构权责边界

REITs 产品的交易结构有待进一步优化，国外成熟 REITs 市场交易结构为“公募基金+股权”，通过 SPV 直接持有底层资产并实现风险隔离，SPV 发行股票或收益凭证募集资金并上市交易，对国内市场有一定借鉴意义，但鉴于我国现行机制仍有很长一段路要走。现有产品结构复杂，参与机构存在权责不清问题，需提升公募基金 REITs 管理人的专业化水平，以更好地在 REITs 运营中处理各项事务及协调工作。

(3) 适时对底层资产进行扩容，简化扩募流程

目前我国满足 REITs 试点申报条件的优质资产数量较少，且企业发行 REITs 的动力不足，但我国基础设施领域存量规模庞大，因此完善配套制度，提升企业参与积极性至关重要^[5]。随着试点行业公募 REITs 市场成熟，可适时扩充新的行业，如商业地产。

此外，我国 REITs 扩募流程类似于首发，审核流程较长。但从国外成熟市场来看，REITs 扩募注入资产是常态，简化扩

募审核流程及便利性势在必行。

(4) 鼓励增量资金入市，引入二级市场做市商制度

目前公募 REITs 战略投资者配售占比、网下发售比例较高，而公众投资者参与比例较低，二级市场流动性不足。建议一方面鼓励银行、保险、年金等资金积极参与，提高网上配售比例，另一方面尽快完善二级市场交易制度。二级市场是推动基础设施 REITs 市场活跃的关键因素，引入做市商制度，充分发挥券商定价交易研判能力，带动社会资本积极参与，活跃二级市场活跃度。

4 结语

总体来说，为了可以将公募 REITs 产品的积极作用发挥出来，需要认识此项目相关税法规定中存在的不足，认真分析。在此基础上，尽快地找到解决方式，出台相关政策，将产品的收益和发行意愿提升。同时确保收税中性，让税收对其发展起到更好的驱动作用。

参考文献：

- [1] 顾尧舜. 基础设施公募 REITs 增值税税收问题初探 [J]. 金融会计, 2021 (07): 70-76.
- [2] 杨咏梅, 陈美华. 论 REITs 结构模式与税收政策——以基础设施公募 REITs 为例 [J]. 财会月刊, 2021 (13): 133-141.
- [3] 林勇峰, 白智奇, 夏自李. 公募 REITs 合并报表相关会计处理: 控制的判断及权益与负债的区分 [J]. 证券法苑, 2021, 31 (01): 284-298.
- [4] 李雪灵, 王尧. 基础设施投资管理中的 REITs: 现状、问题及应对策略 [J]. 山东社会科学, 2021 (10): 77-83.
- [5] 罗桂连, 林华. REITs 的国际对标分析与发展建议 [J]. 金融理论探索, 2022 (03): 38-45.

作者简介：郭瑞丽（1976-），女，河南濮阳人，硕士研究生，高级会计师，主要从事财务会计研究。