

# 中国公募 REITs 的经济逻辑与演进安排

陈鸿祥

(中国人民银行盐城市中心支行,江苏 224001)

**内容提要:**本文首先阐述了中国公募 REITs 的经济逻辑,能够助力中国金融配置效率的帕累托改进;然后梳理国际公募 REITs 的发展变迁,归纳了国际成熟市场 REITs 的实践经验 and 核心特征;在此基础上,对中国公募 REITs 进行现实评估,既肯定了取得的积极成效,也指出了面临的制约因素;最后,借鉴国际经验、根植中国国情,探寻中国公募 REITs 的演进安排,力求最大化实现中国公募 REITs 的高效发展模式。

**关键词:**不动产 REITs 经济逻辑 现实评估 演进安排

**中图分类号:**F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1672-9544(2022)08-0090-11

当前,面对逆全球化思潮叠加新冠疫情多点散发的持续冲击,出口驱动模式难以维持、国内消费需求修复乏力、投资增速低位徘徊,中国经济“三驾马车”面临失速风险。根据国内历次经济危机的应对经验,“启动公共投资带动消费潜力释放”自然成为“稳增长”的政策选项,然而“适度超前开展基础设施投资”却面临财政收支压力加大、地方政府隐性债务庞大与中国仍属资金驱动型增长模式之间的矛盾,于是公募 REITs 再次进入决策者视野。当前需要政策决策层、学术研究和实务操作层群策群力,实现顶层设计、底层实践之间有效互动,既要归纳国际成熟经验、借鉴核心制度特征,又要根植中国国情、评估国内试点成效,探寻中国公募 REITs 的演进安排,助力

“稳投资”“降杠杆”平衡机制,确保中国经济运行在合理区间。

## 一、中国公募 REITs 的经济逻辑

人类金融演进历史表明,金融中介低效造成金融风险积聚,最终引发金融危机乃至金融海啸。公募 REITs (Real Estate Investment Trusts, 不动产投资信托基金) 是指以资产证券化方式将流动性低、收益稳定的不动产资产或权益转化为资本市场的标准化证券产品,通过证券交易所公开发行向公众投资者募集信托资金。显然,公募 REITs 能够助力金融中介标准化,疏通储蓄转换投资的渠道,降低融资的信任成本、交易成本,促进中国金融配置效率的帕累托改进。

[收稿日期]2022-03-23

[作者简介]陈鸿祥,工商管理硕士,注册会计师,研究方向为金融理论、会计实务、区域经济。

(一)配合供给侧结构性改革,助力金融资源均衡配置

中国金融四十年发展的最大缺陷:间接融资为主、直接融资为辅,商业银行表面旱涝保收、收取政策性息差,实质却导致金融惰性、扭曲信用风险偏好。由于国有企业、政府融资平台享有先天融资优势(政府信用背书、刚性兑付等),使得商业金融滋生国有情结、政府偏好(预算软约束),信贷资源倾向“垒大户”,杠杆率攀升、投资低效率,成为金融供给侧结构性改革的内在逻辑。例如,应对1997年亚洲金融危机,国有银行背负巨额坏账、面临“技术性破产”,被迫组建资产管理公司、发行特别国债等,国家“兜底”倒逼透支货币信用;应对2008年美国次贷危机,我国出台“4+10”一揽子财政货币刺激政策,地方政府隐性债务膨胀,造成金融功能财政化、信用风险累积等问题。央行《2021年第四季度中国货币政策执行报告》显示:2021年末广义货币(M2)和社会融资规模同比分别增长9.0%、10.3%,实际并不匹配同期GDP增速(剔除2020年低基数效应),我国经济仍属资金驱动型增长。中国公募REITs可以助力金融资源均衡配置:一是降低间接融资比例,缓解信贷配置的期限错配、信用错配和流动性错配,既可以通过资产证券化避免商业银行的融资抽利,又能减少商业银行资产负债表的风险集聚;二是一定程度固化金融结构,将富余市场流动性锁定在不动产领域(张捷,2020),货币衍生M2随之减少,从而避免流动性调节失控、降低存款人挤兑概率,等等。

(二)改变债务驱动型投资模式,卸下地方政府债务包袱

美国次贷危机席卷全球、我国恒大债务违约

发酵表明,债务驱动型模式蕴含金融危机隐患。1994年我国分税制改革,地方政府的财权事权不匹配,倒逼诞生政府融资平台,基础设施建设主要依靠融资平台负债、发行专项债券等债务型融资,使得地方政府杠杆率攀升、隐性债务急剧膨胀,被迫依赖“借新偿旧”维持资金链,深陷债务恶性循环,地方政府信用受到贬损。财政部官网数据显示,截至2021年12月末,全国地方政府债务余额达30.47万亿,隐性债务更是难以准确估算。基于夯实“房住不炒”、终结“土地财政”,地方政府债务扩张受限;一般公共预算收入增幅趋缓,而防控疫情补贴、修复消费需求等财政支出加大。如何兼顾“坚决遏制隐性债务”、财政收支紧平衡和“适度超前开展基础设施建设”,中国公募REITs提供破解方案,助力摆脱依赖杠杆融资支撑基础设施投资的传统逻辑,依托资本市场将名曰“国有资产”(实质为债权人资产)转化为社会资本持有,公募REITs为政府融资平台、城投公司提供标准化退出工具,能够化解持有国有资产与高负债率之间的矛盾。

(三)盘活存量成熟资产,释放沉淀资金进入补短板领域

2014年以来,我国推进混合所有制改革及政府与社会资本合作,PPP政策密集出台、类REITs进入实践期。然而,PPP模式无法适应制度环境、被诟病扩张并固化政府付费责任而贴上高风险标签(洪艳蓉,2021),类REITs产品也未能预期撬动社会资本投资潜力,叠加新冠疫情冲击,基础设施投资增速断崖式下滑<sup>①</sup>。公募REITs作为嫁接产业和社会资本的标准化工具,具有“轻资产、重运营、使用者付费”的特征,通过“公开募集-投资建设-运营孵化-成熟退出”闭环模式,形成盘活存量资产、

<sup>①</sup>国家统计局官网数据显示,2020年0.9%、2021年0.4%。

释放沉淀资金、投资新增项目的滚动开发循环。释放的财政金融资源可以进入补短板领域，例如，聚焦人工智能、机器人等，有效抵消人口红利消失；扶持绿色低碳、清洁能源等，助力实现“双碳”（碳中和、碳达峰）目标；完善医疗保健、社区养老等，应对人口老龄化趋势；攻克高端芯片、航空发动机、精密机床、优质种子等，避免核心技术遭遇“卡脖子”，等等。

（四）大幅降低不动产投资门槛，填补资管市场产品空白

迄今为止，中国金融市场优质金融资产稀缺，难以匹配庞大国民储蓄。城乡居民无奈选择低息“银行存款”作为首选金融资产，或者一度聚集囤房炒作、比特币、网络借贷（P2P）等，引发资产价格泡沫或金融风险隐患。股票市场 99% 的散户普遍缺乏投资专业技能、基本沦为“割韭菜”对象；2018 年我国出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（2022 年正式实施），理财产品实现净值化转型，彻底打破“保本、刚兑”。在此背景下，公募 REITs 凸显优势：投资门槛低，便于大众投资者参与不动产市场；采取“化整为零”策略，将沉淀的不动产转化为流通性、小份额的基金单位；挂钩优质基础设施，为大众投资者提供抗通胀的资产配置；与股票、债券等金融资产关联性低，为大众投资者提供多元化配置选项。

（五）契合社会资本投资需求，拓宽国际资本投资渠道

一是契合社会资本投资需求。公募 REITs 兼具股债双重属性，既有固收类（强制分红回报）特征、又有权益类（资本利得收益）属性。公募 REITs 具有投资期限长、风险偏好稳健的产品特性，而且收益优于债券、波动低于股票，成为配置高安

全边际资产的投资选择。显然，公募 REITs 契合社保基金、养老基金、保险资金、企业年金等社会资本的投资理念。二是拓宽国际资本投资渠道。欧美日等发达经济体处于零（负）利率水平，中国公募 REITs 试点项目的回报率可观，必然受到海外稳健型基金的青睐；探索“一带一路”公募 REITs，由国际资本持有 REITs 项目，化解海外投资项目的潜在风险；公募 REITs 绕开巴塞尔协议枷锁，中国商业银行避免遭到非经合组织成员国歧视，缓解计入风险资产比例；当前离岸人民币市场对人民币投资产品需求旺盛，中国公募 REITs 给储备人民币的国家提供吸引力的投资工具，助推人民币国际化。

## 二、国际公募 REITs 的实践经验

美国最早探索 REITs，历次危机倒逼 REITs 政策优化，经过近 60 年演变，成为全球成熟 REITs 交易的典型样本。东亚市场（日本、新加坡等）、欧洲市场等总体仍属 REITs 后发市场，制度设计和交易规则均受到美国实践经验的启示和借鉴。

（一）经济衰退是初始动因，赋予经济增长新动能

宏观经济疲软、不动产投资低迷是全球 REITs 市场的诞生背景。1956 年—1958 年，美国经济陷入衰退期，不动产开发市场趋于饱和，资产价格回落、GDP 增速持续走低；1990 年代末期，日本 GDP 增速、房价下降且持续 10 年，经济泡沫破灭以后，迫切寻找新的经济增长点；1997 年，亚洲金融危机之后，新加坡经济增长动能不足，适时推出 REITs。显然，危机酝酿创新，通过嫁接资本市场实现不动产处置和金融风险疏解功能，推出公募 REITs 赋予经济增长新动能。另外，英国、新加坡、中国香港借助

公募 REITs,吸引全球发行人和投资者,逐渐演变为打造国际金融中心为目标。

(二)健全法制是基础保障,央行支持增强投资信心

1.健全法制释放政策红利。美国《1960年国内税收法案》赋予 REITs 与共同基金相同法律地位,《1976年 REITs 简化修正案》规定 REITs 总收入 75%来自租金或抵押利息收入,《1986年 Five or Fewer 法案》允许养老金投资 REITs,《1993年综合预算调整法》放宽退休基金配置限制,《1997年 REITs 简化法案》允许国外投资 REITs 等,《2004年就业机会创造法案》取消国外投资者 REITs 差别对待,次贷危机后颁布《REITs 投资和多样化法案》,允许 REITs 进行多元化投资,包括基础设施,林场,仓库,医疗保健等,进一步分散 REITs 的风险。2000年日本修订《信托投资公司法》《关于资产流动化法》,奠定 J-REITs 法律基础,2008年东京证券交易所同意 REITs 投资海外不动产,2014年日本养老投资基金(GPIF)投资 J-REITs,日本迅速成为全球第二大 REITs 市场。

2.央行公开市场操作,稳定市场流动性。2008年全球金融危机后,美日欧等央行公开市场操作采用 MBS、ABS、REITs 等,REITs 成为央行货币政策操作工具。以日本为例,2010年,日本央行制定购买 J-REITs 计划、信用等级 AA 级以上,2012年和 2016年日本央行推出两轮“量化质化宽松”货币政策,公开市场操作购买 J-REITs 份额,向 J-REITs 注入流动性;2020年新冠肺炎疫情冲击,日本央行每年购买 J-REITs 额度 1800 亿日元,从而稳定金融市场。

(三)税收中性是核心驱动,配套反避税法律制度

1.税收中性是核心驱动。避免“双重征税”,投

资者享受“穿透征税”。美国:《1960年国内税收法案》赋予 REITs“税收中性”,《1960年不动产投资信托基金法案》中规定 REITs 股权结构、收入、分配等符合条件的予以税收减免;《1986年税收改革法案》取消加速折旧记账、亏损抵免,REITs 丧失相对 REITs 的减税优惠;《1997年 REITs 精简法案》允许抵扣已缴的公司所得税,分得股息允许减免 20%个人所得税。新加坡 2001年发布的《税收透明规则》免除 REITs 企业所得税,REITs 产品或投资者执行单次征税,减免特定税种(印花税、利得税等);2005年修订的《房地产基金指引》免除个人投资者分红的税收,境外机构投资者分红仅征收 10%持有税(境内机构投资者 17%)。澳大利亚对 REITs 个人投资者予以减税折扣。中国香港对 REITs 投资者的股利和利得予以免税。

2.配套反避税法律制度。美国颁布《1988年国内收入法》,成为 REITs 反避税法律依据。一是缴纳内置收益税,规定资产持有期限,防止借助 REITs 逃避企业所得税;二是征收违禁交易税,限制 REITs 短期频繁买卖,防止以出售为目的持有不动产;三是排除适用股息扣除规则,REITs 投资者股息不能作为普通股息从公司应税所得中扣除;四是转让定价惩罚性税收,REITs 与应税子公司关联交易不符合独立原则(虞琪琪,2021),将重新核定收入并征收惩罚性税款。

(四)制度变迁不尽相同,管理模式各有利弊

1.制度变迁不尽相同。初始制度容易“锁定”低效率状态,通过制度变迁可以实现边际报酬递增(王娴,2020)。一是市场诱致型制度变迁(以美国、澳大利亚等为代表)。1960年美国 REITs 立法背景源于市场萌芽。1967年美国允许设立抵押型 REITs,REITs 被赋予“影子银行”功能,沦为商业银

行绕过“利率上限”的套利工具；1970年代中期石油危机、经济滞胀，大量抵押贷款违约，抵押型 REITs 被迫清算；1990年代初演化出伞形 REITs (UPREIT)、DownREITs 等复杂架构，从而递延缴纳资本利得税。二是政府强制型制度变迁(以东亚国家和地区为代表)。日本、新加坡、中国香港等后发市场首先由政府开启，采用行政推动提供政策框架和产品结构，然后由市场力量在监管框架内寻求最优解决方案。

2.管理模式各有利弊。迄今尚未证明管理模式的优劣之分和绩效差异。一是欧美采用内部管理模式。属于“传递工具”定位逻辑、免税具有法理基础，倾向主动管理，但 REITs 容易变成不动产开发企业，通过依赖公司治理体系、信息披露制度等制衡关联交易和利益冲突。例如，美国公司型 REITs、伞型 REITs(UPREIT)结构模式，澳大利亚采取 REITs 份额和股票打包上市“合订证券”(张峥和李尚宸，2021)。二是亚太采取外部管理模式。属于“集合投资”定位逻辑、配套税收优惠措施，采取稳健经营(吴云飞等，2021)，但 REITs 容易沦为逃避纳税的工具，通过保留更换外部管理人等制衡约束原始权益人、保护中小投资者。例如，日本、新加坡、中国香港等国家(地区)。

(五)颁布合规条例强化监管，持有金融牌照规范运营

美国公募 REITs 注册上市按照《证券法》、交易规则遵循《证券交易条例》，采取特殊税收载体监管(ST-REITs)规范市场经营(孙汉康，2019)。上市公募 REITs 遵守证券交易委员会(SEC)交易规则；非上市公募 REITs 接受证券市场管理者协会监管，仅在(SEC)备案；证监会网站披露公募 REITs 的项目运营、资产处置、业绩回报、风险揭

示等财务状况和重大事件。日本 J-REITs 必须遵守《投资信托和投资法人法》《金融工具与交易法》；J-REITs 实行许可证管理，发起人首先成立资产管理公司并获得金融厅(FSA)的交易代理许可，资产管理公司然后向金融服务代理部门注册成为投资管理人。澳大利亚公募 REITs 获得证券及投资管理委员会(ASIC)的资格许可，受托人获得审慎监管局(ARA)颁发的从业牌照。新加坡《REITs 守则》详细规定禁止性事项、关联交易等披露标准，既含有管理协议、借款约束、分红预测等常规性信息，也包括投资限制、扩募增发、产品终止等特殊信息。中国香港 REITs 基金管理人遵循证券期货条例、信托契约、房托基金守则等法规条例，并颁发 REITs 从业牌照。

(六)普遍采取强制分红机制，多数实施杠杆率约束

1.普遍采取强制分红机制。REITs 投资收益的大部分每年以分红形式派发，从而降低可支配的留存收益、抑制管理人的扩张潜能(肖钢，2019)。美国 REITs 将年度应税收入 90%部分分红给予税前扣除；日本 J-REITs 规定运营收入扣除股利分红后再折算为应税收入；英国 REITs 强制分红比例 90%，否则不予享受免税优惠；澳大利亚、加拿大等 REITs 规定投资收益如果不分红，将适用最高税率；新加坡《CIS 守则》规定 REITs 分红比例达到 90%予以免税；中国香港 REITs 规定“每年须将不少于经审计年度除税后净收入的 90%分派信托单位持有人”。

2.多数国家(地区)实施杠杆率约束。多数国家(地区)规定资产负债率应低于 45%—60%，避免利息支出侵占息税前利润、摊薄投资收益率。美国早期抵押型 REITs 呈现债权特征、没有杠杆率上限，

2001年颁布的《美国REITs现代化法案》设定杠杆率上限；中国香港REITs杠杆率要求低于45%、新加坡S-REITs杠杆率不超过35%，新冠疫情期间杠杆率上限均调至50%。但仍有日本、澳大利亚等少数REITs未设置杠杆率上限。

(七)收入主要源自不动产，收益率高于大类资产

1.收入主要源自不动产。国际成熟市场REITs超过70%是成熟的不动产，稳定现金流主要来源于不动产的使用者付费或租金。美国REITs每个税务年度至少75%的业务收入来自房地产租金、住房抵押贷款利息或房地产处置收益，等等。新加坡规定REITs不动产投资比例在70%以上，允许原始权益人前三年承诺最低收益补贴等。

2.收益率高于大类资产。美国全美不动产投资协会官网数据显示，1972年-2020年，权益型REITs年化收益率(平均派息率7.97%、资本利得率3.45%)跑赢同期标普500指数、道琼斯和纳斯达克指数；富时纳瑞特(FTSE NAREIT)权益型REITs指数在中通胀期、高通胀期较标普500指数分别高出1.87%、4.56%，呈现抗通胀属性；权益型REITs与标普500指数、巴克莱美国综合债券指数相关系数分别为0.57、0.19，吸引8700万美国人通过退休金账户等投资。新加坡证券交易所官网数据显示，截至2021年7月底，S-REITs十年期年化收益率分别较十年期国债、海峡时报指数分别高出4.3%、2.5%；2012年-2020年，S-REITs与全球市场股票和债券相关系数分别是0.6、0.8，能够分散投资组合风险。

### 三、中国公募REITs的现实评估

中国公募REITs历经探索期(2005年-2013

年)、类REITs实践期(2014年-2019年)、公募REITs试点期(2020年至今)。2020年4月发改委、证监会联合发布《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》(以下简称《通知》)，2021年6月首批基础设施公募REITs在沪深交易所上市，中国公募REITs开启“破冰”之旅。当前，既要评估取得的积极成效，推广可复制的实践经验；又要正视现实的制约因素，持续完善制度设计、交易架构，等等。

#### (一)积极成效

1. 出台多重政策利好，发布业务操作指引。2020年8月证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称《指引》)，明确项目申报通知、发售业务和审核业务指引。2021年1月沪深交易所公布《配套规则》，从“业务办法”“审核指引”“发售指引”三个方面规范交易规则。2021年2月中国基金业协会发布《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)》，规范财务报表编制、收益分配、信息披露等操作事项。2021年6月发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》(以下简称“958号文”)，新增清洁能源、保障性租赁住房等。2021年11月银保监会发布《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》，允许保险资金参与投资。2021年12月发改委发布《关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》，围绕完善项目手续、办理产权证书、国有资产转让以及签订PPP和特许经营协议等事项。2022年1月财政部、税务总局发布《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》(以下简称2022年第3号《公告》)，

首次明确专项税收优惠。

2. 市场扩容潜力巨大, 试点遴选重点底层资产。北大光华官网《中国不动产投资信托基金市场规模研究》预测, 中国公募 REITs 市场潜在规模 4—12 万亿元; 戴德梁行官网预测, 按照全球成熟市场公募 REITs 总市值/股票市值的均值 (3.8%) 预测, 中国内地 REITs 总市值保守估计 4 万亿元。近 20 年来, 传统基础设施 (市政、交通等) 项目投资完成额年化复合增长率 17%, 沉淀巨量成熟底层资产; 近年来, 新型基础设施 (5G 基站、人工智能、数据中心等) 投资规模迅速增长。显然, 我国有望成为亚太地区规模最大 REITs 市场。2020 年 4 月《通知》试点聚焦重点区域 (京津冀、粤港澳大湾区、长江经济带等)、优先重点行业 (仓储物流、水电气热等市政工程, 城镇污水垃圾、固废危废等污染治理项目, 鼓励信息网络、战略性新兴产业集群、高科技产业园等); 2021 年 7 月“958 号文”REITs 试点拓展到清洁能源、保障性租赁住房等领域, 同时坚持“房住不炒”、避免利用 REITs 反哺住宅开发。截至 2022 年 3 月底, 已有 11 单公募 REITs 获批挂牌上市。

3. 采用“公募基金+ABS”架构, 现实条件的择优方案。现行《证券投资基金法》规定公募基金不允许直接投资不动产非上市公司股权, 《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定公募基金“双 10%”投向限制。中国公募 REITs 面临立法成本、可操作性、设计难度等兼顾因素。试点方案采用“公募基金+资产支持证券 (ABS)”架构, 既借鉴“类 REITs”实践为资产重组奠定的技术基础, 又吸收底层资产证券化与破产隔离的成熟机制, 在公募基金和底层资产之间嵌入 ABS、REITs 穿透取得底层资产完全所有权或特许经营权。因此, “公募基金+ABS”架构是衔

接证券投资基金法律框架、规避现行法律障碍的现实选项。

4. 分红派息硬性比例, 设置谨慎杠杆率。中国公募 REITs 试点方案保留国际公募 REITs 精髓, 分红比例、杠杆率等设置甚至比国际成熟市场还要严苛。一方面, 强制分红比例不得低于年度可供分配利润 (美国为应税收入) 90%、每年不得少于 1 次, 抑制基金管理人激励机制挂钩投资规模的扩张冲动, REITs 价值通过项目运营、资产增值等实现内生增长; 另一方面, 设置谨慎杠杆率, 约定债务融资规模比例, 按照《指引 (试行)》监管口径, 资产负债率低于 28.56% (其中, 并购融资负债率低于 16.7%), 避免现金流主要用于还本付息, 防止导致投资人派息不足。

5. 规定原始权益人战略配售, 增加财务指标准入门槛。一方面, 原始权益人 (含同一控制下关联方) 与投资者利益绑定, 《指引》规定战略配售 (持有份额不低于 20%) 及锁定期 (设置 5 年) 等制度安排, 抑制“套现”道德风险; 向网下投资人询价发售比例高于 70%, 向公众投资者公开发售比例不足 10%。Wind 数据显示, 截至 2022 年 2 月末, 上市 11 只公募 REITs 的战略定向配售/基金份额总额比例超过 50%。《指引》规定募集资金 80% 投资 ABS 并持有 100% 份额, 剩余 20% 募集资金只能投资利率债、AAA 级信用债或货币市场工具。另一方面, 《通知》增加两项财务指标作为准入门槛: 一是近 3 年总体盈利或经营净现金流为正, 市场化运营、不依赖第三方补贴; 二是预计未来 3 年杠杆融资、折旧摊销前的净现金分派率 (预期可供分配现金流或不动产评估净值) 不低于 4%。采取相对谨慎的制度设计, 较好保护投资者利益回报。

## (二) 制约因素

1. 尚无公募 REITs 专项立法, 配套法规亟待完善。公募 REITs 缺失上位法, REITs 并不属于《证券法》列举式证券范围, 无法公开发行公司型 REITs, ABS 法律地位也没有明确。《证券投资基金法》主要规范二级市场的证券投资, 使得公募 REITs 面临诸多法律条款冲突。现行颁布 REITs 政策属于低层次条例和临时性措施, 2020 年 8 月《指引》制定依据《证券法》和《证券投资基金法》, 2021 年 1 月《配套规则》基于《证券投资基金法》框架, 发布部门规范性文件仅是事后补救。亟待 REITs 专项立法、颁布规章条例, 提供一揽子法律规范框架。

2. 出台部分环节优惠政策, 总体税负仍然偏重。资产注入、分红等环节享受税收优惠, 持有运营、利润分配等环节仍执行现行税法。一是资产注入环节“提前征税”允许部分递延。针对原始权益人战略配售、未实际让渡 20% 基金份额且锁定期 5 年涉及提前缴纳的企业所得税, 2022 年第 3 号《公告》明确底层资产适用特殊税务处理(保持原计税基础)、允许递延至锁定期后、待实质性转让取得资本收益时缴纳, 但权属转移涉及增值税、土地增值税、契税等仍按现行税法执行。二是持有运营和利润分配环节“双重征税”。同一收益造成重复征税: 持有运营环节, 项目公司经营收益缴纳企业所得税; 税后收益分配环节, ABS 比照封闭基金代扣个人所得税。如果搭建“股+债”架构规避项目公司层面所得税, 又会扭曲风险隔离初衷。另外, 现行税法规定, 资产剥离、设立 ABS、股权回购等转让均涉及印花税, 印花税率(0.5%)虽低, 但交易频繁且双边征收, 税额仍然较大。

3. 优质资产供给动力不足, 部分权属手续存

在瑕疵。一是优质资产供给动力不足。一方面, 底层资产准入门槛高, 地方城投平台的核心资产多数为特许经营权, 经营现金流稳定、市场评级高, 深受金融机构青睐, 容易获得银行贷款、发行债券等债权融资, 完全让渡优质资产控制权、发行公募 REITs 的动力不足; 另一方面, 优质成熟资产“真实出售”涉及影响后续抵押贷款能力, 即使发行公募 REITs, 原始权益人也是偏向“逆向选择”: 优先剥离“劣质资产”、倾向保留“优质资产”, 《指引》被迫折中采取 5 年锁定期, 只能部分缓解地方政府和债权人的顾虑。二是部分权属手续存在瑕疵。试点方案涉及标的多为国有资产, 流转需经国资委审核和“招拍挂”流程, 由于部分产权及土地权属生成过程法律瑕疵, 缺失不动产登记或产权证书, 资产权属模糊、产权转让附带限制等, 影响资产的排他性和独立性, 无法有效风险隔离, 难以纳入优先推荐项目。另外, 部分非实体资产(例如收费权项目)市场跟踪数据稀缺, 底层资产“公允价值”评估也存在技术障碍。

4. 架构涉及多层嵌套, 信息披露缺乏衔接性。一是架构涉及多层嵌套, 损害项目实施效率。试点方案基于“集合投资计划”框架下采用“公募基金+ABS”架构, 从 REITs 持有人到底层资产涉及多层嵌套关系, 发行人、ABS、投资人等参与主体演绎碎片化角色, 引发职责界定、沟通协调的委托代理成本, ABS 甚至成为规避投资范围、杠杆约束等监管“通道”。二是信息披露缺乏衔接性, 涉嫌侵占中小投资者利益。《指引》指定基金管理人为信息披露主体, 而其利益出发点未必契合 REITs 发起初衷, 原始权益人作为基金管理人享有信息优势、存在道德风险, 容易通过隐蔽行为、费用转嫁、关联交易等掏空行为侵占中小投资者利益。

5.亟待扩充二级市场流动性,专业人才储备不足。一是亟待扩充二级市场流动性。根据《指引》规定,试点采取战略配售、线下询价发售方式,使得机构投资者占比较高,而公开发售的公众投资者参与度低;首批 REITs 试点产品规模偏小,投资结构设置锁定期,采取封闭式运作、不开通申购赎回;原则上基金管理人应该选定至少 1 家流动性服务商,但符合基金资格认定的做市商数量不足,难以保障 ABS 二级市场流动性,使得后续基金申购交易受限,容易导致持有人被迫折价变现。二是专业人才储备不足。公募 REITs 具有“产融”双重属性,既要具备不动产的专业运营经验,又要掌握金融产品的资本运作能力。公募 REITs 试点处于起步阶段,产品设计、资产运营、税务筹划等专业团队不足,基金托管人、资产评估、验资机构等业务能力欠缺;缺乏运营管理经验的基金管理人和实际操作经验的专业性人才,原始权益人承担资产管理人、但较少涉猎资本市场,极易将 REITs 作为资产处置平台。

#### 四、中国公募 REITs 的演进安排

当前,我们既要借鉴国际成熟制度,他山之石、可以攻玉;又要根植中国国情,避免盲目照搬、依葫芦画瓢。实现国际普遍制度与中国具体实践有机结合,探寻中国公募 REITs 的演进安排,最大化实现中国公募 REITs 低成本、少走弯路的高效发展模式。

##### (一)完善优化法律体系,择机颁布专项立法

试点方案采用“公募基金+ABS”架构规避《证券投资基金法》,适时修改《证券投资基金法》成为公募 REITs 的法律载体,使得公募 REITs 避免借助 ABS 层层嵌套,从而简化交易结构、直接投

资不动产;总结《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》试点经验,待条件成熟后正式出台《不动产投资信托基金 REITs 法案》,专项立法规范参与主体资格、发起设立、组织形式、信息披露、权益分配等;择机修订《证券法》制定专项条款,纳入 REITs 认定为单独证券品种,为公司型 REITs 发行上市扫除法律障碍;法律层面明确公益性项目收费标准挂钩通胀指数,赋予公募 REITs 抗通胀属性。

##### (二)尽快出台扩募细则,拓展试点选择范围

一是出台并完善扩募细则。使扩募机制规范化、标准化,通过挖掘存量资源、梳理意向项目,分别纳入意向库、储备库和发行库,形成“项目分类辅导→孵化→储备→推荐→发行”的递次推进机制。二是完善筛选审核指标体系。重点评估行业竞争力、资产增值空间等项指标,筛选经营模式成熟、现金流稳定、不依赖财政补贴、市场化运营的优质项目,实现高盈利、低风险之间耦合,并聘请独立第三方开展尽职调查,避免原始权益人将劣质资产“甩包袱”。三是规范审核程序、简化繁琐流程。确保权属清晰、无瑕疵,实现可转移和法律隔离,履行移交手续后无产权纠纷;遵循特许经营类项目转让规定(国资委令第 32 号),避免认定无效的法律风险;国有资产经国资部门审批后,必须经产权市场公开挂牌转让、二级市场公开询价或独立第三方公允估值等,避免国有资产贱卖风险。

(三)遵循“税收中性”原则,配套反避税防范措施

1.遵循“税收中性”原则,激发市场主体参与热情。实施全流程一揽子税收优惠,避免条块割裂征税。一是按照“实质重于形式”原则,激励原始权

益人将底层资产尽快“入池”。落实 2022 年第 3 号《公告》，将战略配售份额递延至 5 年锁定期后实际减持时缴纳所得税；REITs 发行设立环节的底层资产未实质转让交易，涉及的增值税、土地增值税等税种应予减免或递延至处置环节征收。二是避免复杂层级的重复征税。尽量通过税收筹划避免重复课税，REITs 设立、运营、终止等环节涉及多次重组事项，实际属于同一交易的分步实施，如果涉及重复征税，受益人可以凭借受托人的完税证明，向征税机关申请税款返还；另外，强制分红派息予以减免所得税，被剥离资产正常计提折旧，打通利息增值税抵扣链条，“财政付费”类收入予以税收豁免，等等。三是完善国际双边税收协定，避免境外参与方预提所得税导致国际重复征税。

2. 做好反避税配套防范措施，维护税收公平。一是将设立环节的税收优惠挂钩资产持有期限，防止 REITs 设立后短期内买卖处置资产，对套利行为要征收惩罚性税款；二是审查关联业务是否符合独立交易原则，防止利用税收优惠政策逃避纳税义务，例如运营公司承担成本费用、经营利润则转移至项目公司，采取“存量债务置换”或“反向吸收合并”避税，或以支付租金、股息分配等转让定价行为使应税收入转化为免税收入，切实维护税收公平。

#### （四）实施穿透式监管，完善市场规则体系

公募 REITs 既遵循市场自发的诱致性制度变迁、又结合政府推动的强制性制度变迁，实现监管规则、市场机制的优化平衡。一是实施穿透式监管。完善“双重监管”框架，加强发改委、证监会之间公募 REITs 监管信息的沟通与共享，从而全覆盖参与主体、业务流程的法律责任。整合“碎片

式”法律，沪深证券交易所依据《证券投资基金法》发行公募 REITs，上市交易、投资者保护等制度成熟；银行间市场依据《信托法》发行信托 REITs，商业银行具有牌照资格承销 ABS，集合信托产品发行制度成熟，容易出台低层级的法规制度。二是实施准入审批、颁发业务牌照。更好规范受托人、管理人、评估师等注册资格，从而明晰经营决策、分红派息、产权转让、资产评估等权责边界，避免多重身份及权利滥用。三是发挥行业自律组织、聘请外部管理机构。完善行业自律规则、推动利益相关者交流机制，发布业务操作指南规范和 ESG 指标体系等；设置持有人大会表决机制，保障少数份额持有人话语权，切实保护中小投资者合法权益；聘请外部机构抑制管理人与原始权益人合谋行为，追溯和识别参与主体的逐利偏差行为（洪艳蓉 2021），避免利益输送、疏于履职及过高薪酬等，并形成相应惩戒机制。

（五）完善治理机制，培养对标国际的专业运作队伍

一是完善治理机制。优化内部治理机制：强化责任主体地位，原始权益人（实际控制人）负责发行环节的基础资产尽职调查，基金管理人负责存续运营环节的运营监督核查和现金流预测、归集分配等；完善信息披露机制，确保合规性、风险性和技术性等信息完整披露，防范内幕交易、关联交易等。补充外部治理机制：发挥投资咨询顾问、信用评级机构、资产评估机构、会计师事务所等第三方中介服务，通过资产评估、财务审计等提高 REITs 相关主体的履职能力。二是培养对标国际的专业运作队伍。培养具备复合型知识和丰富实践经验的专业队伍，胜任驾驭 REITs“产业+金融”

融合工具的专业能力。原始权益人承担资产管理人角色,需要弥补金融产品的资本运作能力,熟悉证券投资基金、资产评估、法律规范、财务运筹等复合知识,掌握项目运营、风险评估、估值定价等核心技能。

(六)总结契约型 REITs 试点经验,逐步尝试公司型 REITs

“公募基金+ABS”架构属于契约型模式,一是涉嫌多重委托的代理链条,加大交易成本和监管成本;二是基金管理人简单收取管理费,并无主动运营的激励动力,且仅承担运营失误的有限责任。因此,一方面,总结契约型 REITs 试点经验、定型交易结构,采取合理收费制度激励管理人发挥专业能力,管理费挂钩资产规模或可分派收入、绩效费挂钩经营利润或派发红利(罗桂连,2021)。另一方面,逐步尝试公司型 REITs,由于公司型架构简洁清晰,可以减少中间环节的效率损失,具有长期声誉的约束机制,因此修改《证券法》纳入 REITs 证券品种,公司型 REITs 实现公开发行为和注册上市,然后通过董事会、股东大会、外部市场等治理机制解决委托代理冲突。

(七)培育多元化投资者,“持有人分散”匹配风险偏好

通过引入不同风险配置偏好的投资者,实现持仓多元化,从而对冲产品风险。当前,散户投资者对公募 REITs 的投资逻辑、风险评估等仍处启蒙阶段,需要加强投资者教育、提示产品风险,使散户投资者目标匹配风险承受能力,有序提高散户投资者的持股比例;引入社保基金、专项基金、企业年金等社会资本,吸引社会资本参与资产配置、鼓励参与战略配售;目前只允许合格境外机构投资者(QFII)参与线下询价,可以逐步允许海

外投资者通过 QFII、RQFII 及沪港通、深港通等渠道,吸引养老基金、主权基金、捐赠基金等国际基金。

(八)保障二级市场流动性,制定触发条款和退市机制

一是鉴于 REITs 对 ABS 定价依赖性,应保障二级市场流动性。丰富投资者类型、分散投资者结构,提高市场实际流通水平;完善做市商制度,保障二级市场流动性,发挥前瞻性交易定价能力;央行将公募 REITs 纳入质押品范围,提供补充应急流动性。二是制定触发条款和退市机制,防止发生小概率极端事件。公募 REITs 除遵守现有上市公司和基金退市规则,如果发生分红比例持续不达标、涉嫌欺诈等不符合市场规则的行为,应当取消 REITs 资格、及时清盘退市。

### 参考文献:

- [1] 张捷.公募 REITs:基础设施融资新方式[J].宏观经济管理,2021,(8):20-27.
- [2] 洪艳蓉.基础设施 REITs 融资中资产方的身份转换与权利限制[J].中国法律评论,2021,(4):210-218.
- [3] 虞琪琪.美国 REITs 反避税制度及对我国的借鉴[J].南方金融,2021,(11):93-99.
- [4] 王娴.REITs 的制度变迁与我国试点制度的完善 [J].比较,2020,(5):146-168.
- [5] 张峥,李尚宸.公募 REITs 试点的治理结构[J].中国金融,2021,(9):49-51.
- [6] 中信建投证券课题组执笔人:吴云飞,成员:谢常刚,蒋果,睦悦,邱爱军,王大伟,魏劭琨,张惠强,孟博.基础设施 REITs 发展的国际经验及借鉴 [J].证券市场导报,2021,(1):12-21.
- [7] 孙汉康.国外 REITs 发展的经验及对我国 REITs 转型的启示[J].经济问题,2019,(10):56-63.
- [8] 肖钢.制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径[J].清华金融评论,2019(2):64-66.
- [9] 罗桂连.推行公募 REITs 的要点[J].中国金融,2021(9):56-57.

【责任编辑 孟宪民】