

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT PLAN

推动 REITs 一箭三雕

——发改委 236 号文解读

联合资信 研究中心 陈指辉

国家发改委发布的 236 号文打开了基础设施公募 REITs 的政策空间，为推动中国特色 REITs 的健康发展提供了重要的政策依据。236 号文将产生一箭三雕的效果：既拓宽了底层资产类型，有力支持消费复苏；又明确了回收资金的用途和使用进度，积极促进有效投资；此外，还优化了项目发行要求，增加了合格资产的数量，扩大了发行规模，有利于化解地方政府债务风险。按照 236 号文充分发挥专业机构作用的要求，我国可借鉴境外成熟经验，鼓励基础设施公募 REITs 开展信用评级，由信用评级机构科学分析公募 REITs 的收益稳定性及信用风险，为中国特色 REITs 的高质量发展保驾护航。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



推动 REITs 一箭三雕

——发改委236号文解读

联合资信评估股份有限公司 研究中心 陈诣辉

一、拓宽资产类型，支持消费复苏

2023年3月，国家发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信用基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投资〔2023〕236号，以下简称“236号文”），与此同时，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》（以下简称《通知》）。两项新政打开了基础设施公募 REITs 的政策空间，为推动中国特色 REITs 的健康发展提供了重要的政策依据。

236号文拓宽了公募 REITs 底层资产的范围，支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施公募 REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目和保障基本民生的社区商业项目发行基础设施公募 REITs。236号文首次将消费基础设施纳入基础设施公募 REITs 底层资产范畴，突破了此前基础设施公募 REITs 不涉及商业不动产的限制，有助于盘活数万亿消费基础设施，有利于恢复和扩大消费。

一方面，236号文不仅优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等零售基础设施，也为其他消费基础设施留足了政策空间。酒店、美容院、健身房、疗养院等具有明显的消费属性，有利于改善消费条件、促进消费升级，有望依据236号文发行消费基础设施公募 REITs。

另一方面，236号文不仅支持线下消费，同时也支持线上消费。236号文在优先支持城乡商业网点项目和社区商业项目发行基础设施公募 REITs 的同时，要求发起人（原始权益人）利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好地满足居民消费需求。智慧商圈是指以大数据平台为核心，运用现代信息技术，建立面向消费者、商业企业、运营机构和政府部门的智慧应用服务体系，具备数据获取、消费服务、交通引导、信息推送、移动支付、物流配送、公共服务、运营管理等功能，实现业态融合互补、设施智能高效、功能便利完备的商圈。236号文通过支持智慧商圈的建设，促进线上消费与线下消费有机融合，为消费者提供智能化服务和个性化购物体验。

二、用好回收资金，促进有效投资

236号文规定了回收资金的用途，基础设施公募REITs净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目（含新建项目、改扩建项目），其中，不超过30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目；净回收资金可跨区域、跨行业使用。基础设施公募REITs的回收资金可按照市场化原则投资在建项目和新项目，可以直接促进有效投资，直接形成新的基础设施；不超过30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目，可以实现存量资产项目前期投资的有序退出，引导前期投资退出资金再投资新项目，间接促进有效投资，形成项目投资的良性循环。

236号文同时明确了回收资金的使用进度，基础设施公募REITs购入项目完成之日起2年内，净回收资金使用率原则上应不低于75%，3年内应全部使用完毕。236号文对回收资金使用进度的明确规定，将加快回收资金的投资进度，尽快形成有效投资，更快支持实体经济发展，推动高质量发展。

三、创新融资模式，化解政府债务风险

236号文拓宽了资产类型、优化了项目收益率要求、降低了目标不动产评估价值标准，为基础设施公募REITs的发行创造了有利条件。

236号文根据不同类型基础设施公募REITs优化了项目收益率要求。其中，特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来3年每年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于3.8%。此前2021年6月国家发改委发布的《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》（发改投资〔2021〕958号，以下简称“958号文”）规定，基础设施项目预计未来3年净现金流分派率原则上不低于4%。此次236号文针对不同类型基础设施公募REITs的特点，分类设置了不同的项目收益率要求。特许经营权、经营收益权类项目的不动产估值通常不包含土地使用权价值，其估值方法一般采用经营期内现金流折现法，因此，特许经营权、经营收益权类项目收益率适宜采用内部收益率标准；而非特许经营权、经营收益权类项目的不动产估值一般包含土地使用权价值，其估值方法多采用市场比较法，不动产估值金额往往较高，因此，非特许经营权、经营收益权类项目适宜采用净现金流分派率指标。消费基础设施项目一般属于非特许经营权、经营收益权类项目。236号文将非特许经营权、经营收益权类项目的收益率要求从958号文规定的4%下调到3.8%，有利于拓宽目标不动产的范围，吸引更多不动产项目发行基础设施公募REITs。

同时，236号文降低了保障性租赁住房项目的不动产估值标准，将首次发行基础设施公募REITs的保障性租赁住房项目不动产估值标准从958号文规定的10亿元下调到8亿元，有利于吸引更多保障性租赁住房项目发行基础设施公募REITs。

截至2023年4月末，我国资本市场共发行27单基础设施公募REITs，发行规模达927.88亿元，为广东、北京、江苏等11个省市的公路桥梁、水电气热、产业园区、污染治理、仓储物流、保障性租赁住房项目提供了重要的资金支持。

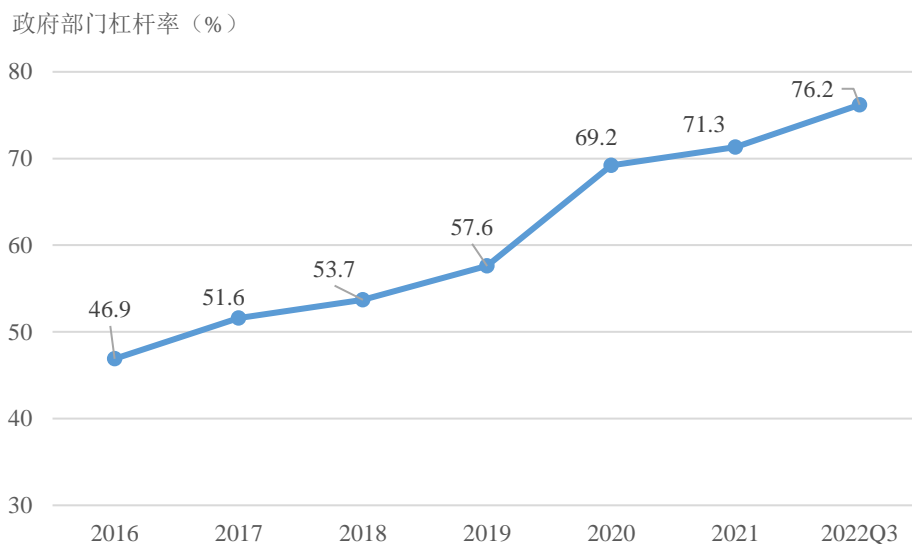
表1 我国基础设施公募REITs地区分布

省份	产品数量（单）	发行总规模（亿元）	每单发行规模（亿元）
广东	7	211.51	30.22
北京	5	150.53	30.11
江苏	3	143.86	47.95
安徽	1	108.80	108.80
湖北	1	93.99	93.99
重庆	2	65.50	32.75
浙江	2	57.64	28.82
上海	3	38.37	12.79
陕西	1	29.35	29.35
合肥	1	15.33	15.33
福建	1	13.00	13.00
总计/平均	27	927.88	34.37

资料来源：Wind，联合资信整理

近年来，我国政府部门债务负担加重，政府部门杠杆率居高不下。根据国际清算银行（BIS）的数据，截至2022年9月末，我国政府部门杠杆率达76.2%，较年初显著上升了4.9个百分点，明显高于发展中国家政府部门杠杆率的平均水平（61.8%）。除了显性债务之外，我国地方政府还有一定规模的隐性债务，估计在30万亿~50万亿（楼继伟，2023）。¹如果将隐性债务统计进政府部门债务，我国政府部门杠杆率实际将超过100%，超过20国集团政府部门杠杆率的平均水平（89.2%）。

¹ 楼继伟，《新时代中国财政体系改革和未来展望》，《比较》，2023年第1期。

图 1 我国政府部门杠杆率


资料来源：国际清算银行（BIS）网站，联合资信整理

2023 年，为了防范化解地方政府债务风险，中央要求地方政府遏制增量、化解存量。而基础设施公募 REITs 正是化解地方政府债务风险的利器。一方面，公募 REITs 可为地方政府基础设施建设提供大量低成本的权益资金，从而替换高成本的隐性债务，遏制地方政府债务规模的膨胀；另一方面，公募 REITs 可盘活存量基础设施项目，回收资金可再投资于在建项目和新项目，促进地方经济的发展，为地方政府创造新的财税收入，增强地方政府的财政实力，提高地方政府的偿债能力。

四、借助专业机构，揭示项目风险

236 号文要求充分发挥专业机构的业务专长，就项目收益稳定性研提意见；专业机构应独立、客观、公正地开展工作，提供科学、合规、真实、全面、准确的项目材料。基础设施公募 REITs 是一类特殊的具有固定收益属性的权益产品。表面上看，公募 REITs 不需要还本付息，是一类权益产品；但实质上，公募 REITs 的底层资产往往具有比较稳定的收益，且其分配比例相对固定，因此，公募 REITs 的投资者通常享有长期稳定的投资收益。特别是对于基础设施项目，其收益稳定性特征更加明显。经营权类基础设施项目（如公路桥梁、水电气热、污染治理等）通常具有排他性，用户比较分散，政府补贴来源可靠，总体收益比较稳定；产权类基础设施项目（如产业园区、仓储物流、保障房等）的用户相对固定，交易价格基本稳定，其收益也比较稳定。

由于收益具有稳定性，基础设施公募 REITs 实质上是一类具有固定收益属性的权益产品。在海外，公募 REITs 通常会安排信用评级机构进行信用评级，由信用评级机构对公募 REITs 的收益稳定性及信用风险进行专业分析。

表 2 部分境外 REITs 的信用评级

序号	产品名称	代码	资产业态	交易场所	产品状态	上市日期	穆迪	标普	惠誉
1	领展房产基金 (Link REIT)	00823	零售	香港联合交易所	上市	2005/11/25	A2 稳定	A 稳定	A 稳定
2	越秀房产信托基金 (Yuexiu REIT)	00405	零售、办公、酒店、公寓	香港联合交易所	上市	2005/12/21	Baa3 负面	BBB- 负面	BBB- 稳定
3	冠君产业信托 (Champion REIT)	02778	办公、零售	香港联合交易所	上市	2006/5/24	Baa1 稳定		
4	凯德腾飞房产信托 (CapitaLand Ascendas REIT)	ACDS F	工业、办公、数据中心、物流	新加坡证券交易所	上市	2002/7/17	A3 稳定		
5	新达产业信托 (Suntec REIT)	T82U	办公、零售	新加坡证券交易所	上市	2004/12/9	Baa3 负面		
6	升禧环球房地产投资信托 (Starhill Global REIT)	P40U	零售、办公	新加坡证券交易所	上市	2005/9/20	Baa2 稳定		BBB 稳定 负面观察
7	星狮地产信托 (Fraser's Centrepoint Trust)	J69U	零售	新加坡证券交易所	上市	2006/3/30	Baa2 稳定	BBB 稳定	
8	雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust)	HMN	公寓	新加坡证券交易所	上市	2006/3/31	Baa3 稳定		BBB- 稳定
9	吉宝房地产信托 (Keppel REIT)	K71U	办公	新加坡证券交易所	上市	2006/4/28	Baa3 稳定		
10	城市酒店信托 (CDL Hospitality REIT)	J85	酒店、公寓	新加坡证券交易所	上市	2006/7/19			BB+ 稳定
11	ESR 房地产投资信托 (ESR-REIT)	J91U	工业、物流	新加坡证券交易所	上市	2006/7/25	Baa3 稳定		
12	宝泽安保资本工业房地产信托 (AIMS AMP Capital Industrial REIT)	O5RU	物流、工业	新加坡证券交易所	上市	2007/4/19	Ba1 稳定		
13	最善房产信托 (Saizen REIT)	T8JU	住宅	新加坡证券交易所	退市	2007/11/9	Ba3 稳定		
14	百汇生命产业信托 (ParkwayLife REIT)	C2PU	医疗保健	新加坡证券交易所	上市	2007/8/23	Baa2 稳定		
15	速美商业空间信托 (Soilbuild Business Space REIT)	SV3U	办公、工业	新加坡证券交易所	退市	2013/8/16	Baa3 负面		
16	辉盛国际信托 (Fraser's Hospitality Trust)	ACV	酒店、公寓	新加坡证券交易所	上市	2014/7/14	Baa3 稳定		

17	克伦威尔欧洲房地产投资信托 (Cromwell European REIT)	CNN U	工业、物流	新加坡证 券交易所	上市	2017/11/30	Baa3 稳 定	BBB- 稳 定
----	---	----------	-------	--------------	----	------------	-------------	-------------

资料来源：穆迪、标普、惠誉网站，联合资信整理

我国应借鉴境外的成熟经验，鼓励基础设施公募 REITs 开展信用评级，由专业的信用评级机构针对公募 REITs 的收益稳定性及信用风险进行分析，并授予相应的信用等级。

信用评级机构应独立、客观、公正地开展评级工作，科学分析公募 REITs 的收益稳定性及信用风险。在分析公募 REITs 的收益稳定性时，评级机构应审慎分析项目的历史收益数据，着重考察项目现金流波动率和资产价值波动率。在分析公募 REITs 的信用风险时，信用评级机构应结合我国实际情况，借鉴 236 号文对基础设施公募 REITs 的项目收益率要求，将净现金流分派率低于 3.8%或内部收益率低于 5%视为信用事件，从运营、财务、可持续发展等多维度全面考察公募 REITs 的信用风险。最终，信用评级机构基于上述分析授予公募 REITs 相应的信用等级，为投资者揭示公募 REITs 的收益稳定性及信用风险状况，促进中国特色 REITs 的高质量发展。