

# 国内基础设施公募 REITs 发展背景下的商业银行综合金融服务机遇

徐长军, 王宇雯

(江苏银行无锡分行, 江苏 无锡 214000)

**摘要:** 公募 REITs 是支持国家基础设施建设、推动经济持续增长的重要抓手, 顺应了国家“三去一降一补”的重要战略部署, 能帮助企业盘活存量的经营性资产, 丰富企业直接融资渠道, 有效发挥资本市场服务实体经济作用。商业银行积极开展 REITs 相关业务, 布局整个基础设施投融资领域的产业链, 既能够响应国家号召促进实体经济发展, 又能够促进自身转型提升行业竞争力, 未来将扮演更多更重要角色。

**关键词:** 基础设施投融资; 公募 REITs; 商业银行

**中图分类号:** F832.51

**文献标识码:** A

**DOI:** 10.12230/j.issn.2095-6657.2023.32.001

REITs 意为不动产投资信托基金, 是一种通过发行证券收益凭证来募集广大公众市场投资资金, 由特定的专业机构负责经营管理, 向参与投资者按比例分配将基础资产运营产生的综合收益, 从而实现低流动性的不动产在资本市场资产证券化的一种投资基金。通过 REITs, 投资者可以像投资其他高流动性证券一样, 参与大规模收入型不动产组合投资, 从中获得投资收益。REITs 的基础资产范围较为广泛, 除一般的住宅房地产和写字楼等不动产外, 还包括经营物业、基础设施、医疗卫生、仓库储备、酒店商场等。截至 2021 年末, 全球共有 40 多个国家地区出台 REITs 制度, 总资产规模已超 2 万亿美元。

## 1 我国基础设施公募 REITs 特征

### 1.1 聚焦基础设施领域

我国公募 REITs 投资的底层资产类型为收益稳定的基础设施类项目, 不含商业地产。目前试点项目集中于基础设施补短板, 鼓励参与创新基础设施项目建设——如大数据、人工智能、半导体、物联网、5G 通信技术等<sup>[1]</sup>。

我国 REITs 的推出历经艰难, 恰逢房地产调控, 相关资产的不确定性和风险增大。考虑我国实际情况, 为了减小试点工作的阻力, 在发展初期降低项目设立难度, 最终决定在市场认可度较高的、稳定性较强的基础设施领域开展试点工作。

### 1.2 借助资产支持证券持有资产

国外公募 REITs 通常通过基金直接持有不动产, 我国公募 REITs 则采用公募基金通过资产支持证券持有不动产股权的结构设计, 巧妙解决了公募基金不能持有公司股权、资产支持证券不能公开发售的难题, 保障基础设施资产权益明确。

### 1.3 采用收益法估值

在《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引》中, 中国证券投资基金业协会指出, 基金管理人和评估机构在衡量和测算基础设施项目资产的公允价值时, 主要评估方法应选择收益法当中的现金流量折现法。基础设施公募 REITs 在进入上市阶段时, 需要由独立第三方出具项目评估报告, 报告中会有详细的评估过程, 其中投资者重点需要关注的是  $A_t$  的增长率  $g$  和折现率  $r$  两个参数选取的合理性。

## 2 我国 REITs 的发展情况

### 2.1 发展历程

(1) 第一阶段 (2005 年—2012 年)

2005 年, 以中国境内资产为底层资产的越秀房地产投资信托、丰树物流信托、升禧环球房地产投资信托基金先后在新加坡和香港上市, 开了 REITs 在中国发展的先河, 随后十余年也有十几只以中国境内资产为底层资产的 REITs 在境外金融市场上市。这一时期监管层面已着力研究 REITs 产品, 借助 REITs 来丰富国内企业的融资手段, 但研究论证发展相对缓慢。

(2) 第二阶段 (2014 年—2019 年)

2014 年开始, 对 REITs 的摸索进入加速赛道。截至 2021 年末, 国内类 REITs 产品累计发行 110 单, 发行总规模达 2146.2 亿元, 类 REITs 主要是通过私募方式发行, 流动性较差, 主要由机构投资者持有。这些类 REITs 本质属于私募产品, 偏向债券性质, 产品往往分优先级和劣后级。因此, 国内类 REITs 不适合普通公众和小额投资者进行投资, 但国内类 REITs 的实践为中国公募 REITs 的未来发展积累了宝贵的经验。

(3) 第三阶段 (2020 年至今)

2018 年—2020 年, 深圳证券交易所、上海证券交易所、

中国证监会均制定了相应的战略计划，推出创新型 REITs 产品、开展公募 REITs 试点。2021 年，首批试点的 9 只公募 REITs 在 6 月 21 日于交易所成功上市。截至 2022 年末，累计已有 24 只公募 REITs 成功上市进入交易流通，募集资金规模超 800 亿元。

### 2.2 市场现状

2022 年，我国公募 REITs 发行进入了快车道，截至 2022 年末共有 24 只公募 REITs 上市交易，发行总额累计高达 783.61 亿元。此外，首批 9 个项目中已有 5 个发布了扩募增发的公告，REITs 的发展正进入一个新阶段。

2021 年上市的 11 只产品在完整的 2022 年度内，5 只上涨 6 只下跌，平均下跌 4.13%，反映了首批上市的产品中存在一定程度的估值偏高情况，后续二级市场对其估值进行了修正。2022 年以来，网下和网上中签率逐渐走低，也反映出市场对于该类资产的认可程度逐步提高，公募 REITs 的盈利效应突出，市场份额竞争越来越激烈。

从二级市场价格表现来看，产权类的表现明显优于特许经营权类。产权类 REITs 具有更强的股票属性，且单个项目规模相对较小；而特许经营权类主要以高速公路项目为主，具有更强的债券属性。

### 2.3 未来展望

#### (1) 项目规模逐步扩张

公募 REITs 在我国市场有着广阔的发展前景。据上海证券交易所统计，截至 2021 年末，我国基础设施存量已跨越 100 万亿元大关，2022 年我国各地基础设施建设计划投资总额超 45 万亿元，年内计划投资总额超 11 万亿元。参考美国市场经验，假设 REITs 转化率为 1% ~ 4%，保守预计能派生 1.45 万亿 ~ 5.8 万亿元的 REITs 规模，目前全国范围内已有近百个 REITs 项目处于筹备阶段，并稳步推进发行准备工作，公募 REITs 未来发展空间广阔<sup>[2]</sup>。

#### (2) 项目类型趋于多元

我国公募 REITs 至今仍处于初期的试点和探索，底层资产类型有相对严格的要求，多元化程度较低，因此优先支持基础设施补短板。当前已上市公募 REITs 产品底层资产主要集中于交通、园区、仓储物流、保租房、能源和生态环保基础设施。在政策允许的范围内，未来有望拓展至市政和新基建。待不动产市场发展成熟后，也可能将底层项目范围进一步扩展至酒店、商场、写字楼等商业地产。

## 3 对商业银行涉足基础设施公募 REITs 的思考

### 3.1 发展基础设施公募 REITs 的意义

#### (1) 契合宏观政策

公募 REITs 聚焦基础设施领域，投向与我国经济发展战略紧密相关，对提升经济引擎动力有重大意义。发展基础设施公

募 REITs 有利于调整经济结构，深化供给侧结构性改革，助推国资混改；盘活基建领域存量资产，实现国资上市；创新基础设施投融资机制，拓宽渠道；促进资源流通，利用市场机制实现资源的分配。在我国，商业银行承担着服务中央政策、服务实体经济、推进普惠金融的重要使命，应当积极参与以公募 REITs 为代表的创新金融业务，为相关产业升级转型和健康发展起到中流砥柱作用。

#### (2) 获取综合收益

商业银行不仅能在公募 REITs 全产业链布局中扮演多种角色，还可以凭借自身天然的资金规模优势、集团优势和客户资源优势，充分发挥协同联动效应，在公募 REITs 业务中获取投资收益、资产托管收益、承销推介收益等中间业务收入，带动行内多个账户的存款资金沉淀，强化与地方政府、国有融资平台客户企业的联系<sup>[3]</sup>。此外，公募 REITs 对于商业银行而言也是一种增加投资退出渠道、从而形成良好投资循环的业务模式，帮助银行盘活存量长周期、大金额的基建信贷资产，减小资金错配风险，缓解不良清收压力。

#### (3) 打通直融间融

公募 REITs 的创新，打通了“两个渠道”之间的壁垒，即直接融资与间接融资，成为沟通信贷市场与资本市场“两个市场”的桥梁<sup>[4]</sup>。在公募 REITs 的交易结构下，商业银行对于基础设施领域具备一定的业务和客户基础，可以结合在传统银行信贷业务中积累的经验，发挥表内外资金配置能力，创新转型为“轻资产”的业务模式，融通基础设施投融资服务两端，实现直接融资和间接融资互促共进。

## 3.2 REITs 相关业务切入点

#### (1) REITs 投资

除了自营资金投资外，银行理财资金也可以通过战略配售、网下配售等方式布局公募 REITs 产品。银行理财资金在近几年面临着净值化转型和现金管理类理财新规的挑战，而公募 REITs 则有望成为银行理财破局的关键资产。一方面，我国公募 REITs 产品底层资产以基础设施资产为主，具有现金流稳定、波动风险小、资产质量高等特征，兼具固定收益和权益属性，符合银行理财产品配置需求。另一方面，公募 REITs 与市场其他资产类别的收益相关性低，因此将公募 REITs 作为除股票、债券、现金之外的第四类资产加入，构建多元化的投资组合，可以体现公募 REITs 的分散化价值，有助于投资组合结构优化。

#### (2) 债务融资

基础设施属于资本密集型行业，公募 REITs 基金需要大量资金，用于向 SPV 项目公司收购基础资产，如基础设施项目所有权或特许经营权。特别是在立项之初，尚未开始面向市场募集资金时，商业银行可以通过为上下游企业提供银行贷款、债券等方式进行债务融资，在金额较大的情况下，还可以牵头组

建或加入银团贷款。此外,按照《基础设施基金指引》规定:“基础设施基金总资产不得超过基金净资产的140%”,因此REITs无论是在首次发行时,还是在后续的扩募过程中,都可以借助外部杠杆实现资产收购。因此商业银行可充分发挥其业务范围广、客户绑定深的优势,为原始权益人提供一系列债务融资服务,助力REITs的开发建设和发行。

### (3) 资金托管与监管

资金托管与监管是商业银行参与公募REITs最直接、最深入、最有效的方式之一。中国公募REITs的结构实质上为“公募基金+ABS”,根据《指引》,基金托管人要同时托管基础设施公募基金本身和专项计划,并履行资金托管职责。通过担任托管人、监管人等职责,商业银行可以获取稳定的托管规模、中收和大量长期稳定的资金留存,具备明显的综合效益。

此外,公募REITs的存续期较长,期间有机会持续进行扩募,具有较高的成长性。一旦银行成为项目的托管和监管机构,将会在未来几十年中获得持续增长的托管额与存款额。首批发行的9只公募REITs项目中,招商银行占据了7只,凭借先发优势和创新产品托管经验,遥遥领先于其他银行。相比之下,城商行暂时尚未有成功的托管或监管案例。

### (4) REITs 代销

公募REITs上市后相对明显的涨幅引起了公众投资者的广泛关注和参与,通过代销机构参与打新投资。商业银行可以作为其中的代销渠道,赚取销售费用,并丰富银行代销产品线,以满足理财客户的需求。目前,代销机构以券商为主,占比超过95%。而银行的占比较小,共有14家银行参与,这些银行大多是基于已有的债务融资或资金托管/监管方面的合作而开展代销业务。

## 3.3 REITs 相关业务推进思路

### (1) 发挥客户资源优势,强化品牌宣传推介

商业银行本身具备较为优质的客户关系基础,可通过多年积累的服务关系触达客户,摸排符合公募REITs发行条件且存在资金需求的客户,邀请相关机构领导、金融领域专家学者、企业高管等共同参与探讨公募REITs的机遇与发展。可以调动内外各方资源,聚力优质合作伙伴,对外宣导商业银行提供全方位服务的能力和优势,实现信息和资源共享,打响公募REITs服务品牌。

### (2) 结合客户痛点需求,聚焦杠杆压降机遇

结合客户痛点开展公募REITs业务营销,重点聚焦降低杠杆率的迫切需求,以及其他基础设施项目中的资金筹措情况。此外,可以将公募REITs定位为重资产上市平台,吸引央企、国企客户。针对已纳入国家发展改革委公募REITs储备库的项目,也要特别关注并制定相应的业务方案,为客户提供有竞争力的综合金融服务方案。

### (3) 加强同业合作共享,联合参与项目服务

公募REITs相比于银行表内贷款,结构复杂、交易关联机构众多,商业银行应当立足自身优势禀赋,加强与先进同业,特别是头部券商、基金的合作交流。一是加强与先进同业就公募REITs有关结构设计、税务处理、产品申报等方面的探讨,提升专业服务能力;二是加强与先进同业在公募REITs市场信息、政策趋势、客户资源等方面的共享,实现优势互补;三是与先进同业建立联合公募REITs服务团队,整合双方优势资源,提升项目获取机会。

### (4) 整合全行条线资源,提供综合服务方案

公募REITs涉及商业银行各业务条线产品,商业银行需要整合提供全面的综合金融服务方案以支持公募REITs。为了优化客户服务体验,银行应该将业务资源整合起来,提供全流程服务,从而实现银行集团利益最大化。

而公募REITs募集到的资金,可作为资本金投入到新一轮的基础设施项目中。借助前期的业务参与,商业银行可以抢占先机介入新项目的融资服务,延伸银行服务链条形成良性循环<sup>[5]</sup>。

## 4 结语

总体来看,公募REITs试点区域与商业银行的展业范围重合度很高,因此具有较多的潜在业务发展机会。基础设施公募REITs具备坚实的发展基础和广阔的市场前景,商业银行积极开展REITs相关业务,布局整个基础设施投融资领域的产业链,既能够响应国家号召促进实体经济发展,又能够促进自身转型提升行业竞争力,实现金融业务创新多元化发展。

## 参考文献:

- [1] 魏鹏. 银行布局基础设施公募REITs的“三个机会点”——兼谈我国首批9只基础设施公募REITs运行情况[J]. 当代金融家, 2021, (10): 70-72.
- [2] 刘亚楠. 从公募不动产投资信托基金试点研究理财子公司的业务转型[J]. 投资与创业, 2022, 33(03): 7-9.
- [3] 金小波. 基础设施公募REITs助力高速公路转型发展[J]. 财经界, 2022, (21): 53-55.
- [4] 魏鹏. 基础设施公募REITs商业银行如何参与[J]. 金融博览, 2021, (20): 62-64.
- [5] 温彬, 李洪侠, 霍天翔. 基础设施公募REITs“破冰”与商业银行参与模式分析[J]. 清华金融评论, 2020, (12): 83-87.

作者简介: 徐长军(1976-), 男, 江苏无锡人, 大学本科, 主要从事商业银行研究。