

从政策意图来看，商业类地产放行将大大拓展地方发行基础设施REITs底层合规资产不足的问题。大量具备充沛现金流的商业类地产业物有望通过REITs的发行，找到融资和退出的渠道。这无疑是给了冷清的地产市场一记强烈的刺激。

本刊特约作者 西峯/文

2023年3月24日又逢周五，传闻多时的基础设施公募REITs新规落地。国家发改委当晚发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（下称“发改236号文”），中国证监会发布《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》（下称“《REITs常态化发行通知》”）。

上述文件维持了发改体系在资产端、证监体系在金融产品端的分工监管格局。

但其中最值得关注的条款则是：国家发改委、中国证监会同步拓展了基础设施公募REITs的可发行资产范围，商业地产首次被允许纳入基础设施公募REITs的试点范围。

文件发布当日，市场反应高度热烈。许多专业人士认为，此举是中国REITs（C-REITs）的破冰之旅，大量优质底层资产因此得以证券化上市。

商业地产REITs为什么如此重要，中国商业地产REITs的起步又会带来那些影响和冲击呢？

先从商业地产REITs的发端谈起。

商业地产REITs的起源

房地产投资信托基金（REITs）是以发行股票或收益凭证的方式募集投资者的资金，由专门管理机构进行不动产投资和运营，并将租金和不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金。

REITs最早发源于美国，是美国经济危机和经济下滑背景下的产物。当时大量不动产物业出现债务危机，银行持有抵押物但是无法处置。在此背景下，此前零散活跃的私募地产基金以REITs方式应运而生。此举将市值巨大的物业通过标准程序化整为零，便于资产流动。同时，物业交给专业机构处理管理，简单高效。而且，顺势化解银行的抵押物债务危机。在经历几次迭代更新和发展，REITs就成为美国继债券和股票之后最主流的投资工具。

1956-1959年美国陷入二战后的第三次经济衰退。以商业和办公为主的不动产物业往往以抵押物形式留存在银行等金融机构手中。银行不善于经营物业，想出售又变现困难。而跃跃欲试的中小投资者又因为标的披露不清晰，相关文件繁琐而望而却步。如果有一种资产能交由专业机构管理，从而厘清产权债权债务关系，并分割成小份标准化证券出售，那么之前的困扰银行和当局的不动产流动危机就可以迎刃而解。

为了系统性解决上述难题，同时吸引增量的社会资本进入不动产市场，1960年联邦政府将此前零散规模的私募房地产信托基金操作标准化。先是通过《房地产投资信托法》针对REITs制定了明确的标准，又通过《国内税收法》豁免了REITs主体分红部分的所得税美国REITs规模由此开始逐步扩张。

1986年，联邦政府颁布《税收改革法》，一方面允许设立公司型REITs，并由内部管理人进行投资决策，为REITs进行主动管理打下基础，突出了REITs的权益属性；另一方面限制了合伙制房地产企业利用加速折旧会计处理的避税行为，使得REITs的税收优势更加凸显。此后，权益型REITs的比例由1986年的44%一路增长至2000年的97%，此后常年保持在90%左右，成为美国REITs市场的主流产品。

从市值来看，目前美国REITs行业的总市值逾万亿美元，远远超越传统地产开发行业。REITs发行支数已经从2008年经济危机时的136支迅速上涨至227支。超过7000万居民用其证券账户或者养老金账户投资过REITs产品，超过300个共同基金投资于REITs。

从涨幅来看，REITs近30年的涨幅超过了标普500和罗素2000的增幅。从派息来看，REITs的主要派息率也超过了美国十年期国债。

基于REITs以上优点，其产品迅速在全球推广。在亚洲，最发达的REITs市场包括日本、新加坡和中国香港地区。2020年，历经近20年的研究和打磨，中国REITs(C-REITs)也通过基础设施REITs的方式，正式发售。

中国版REITs的行业特征

REITs底层资产的主要行业，有“老三样”和“新三样”之说。所谓的“老三样”，主要是指传统整体出租的办公、商场和公寓物业。这些行业的特点就是底层资产以成熟不动产为主，收入来源以租金为主，经营方式相对标准，不依赖于个别团队或经营方。所以这种物业租金稳定，流动性强，既利于稳定分红，也利于整体出售或转让。因此办公、商场和公寓物业也是早期REITs最为常见的底层资产。

不过伴随社会的发展以及REITs项目的普及，一些新兴的物业类型，也采取REITs

形势发售。这些资产主要包括工业和仓储物业、数据中心和基础设施，这些物业就构成了REITs底层资产的“新三样”。可以看到，这些物业同样具备收入或租金稳定、管理或运营方式标准化，估值方式稳定等等特点，因此也和“老三样”物业一样，成为REITs发行的重要底层资产。

但是在中国首批推出的REITs产品，和主流的六大资产有所不同。基于“房住不炒”和控制房地产行业风险的考虑，中国推出的基础设施公募REITs的底层资产主要以“新三样”，即：工业和仓储物业、数据中心、公路和水务为主，而将REITs的主流资产“老三样”办公、商场和公寓物业完全摒弃在外。这种政策安排，其实是和REITs产品设计的指导思想密切相关。

早在2005年，中国REITs最早讨论和发源的时期，笔者参加了其中一个主管部门召开的研讨会。会议伊始就清晰的表明，REITs产品的主要是为国有企业脱困而设计的，外资企业和民营企业的商业地产资产的流动或套现安排，并不在政策考虑范围之内。其后股改成功，大量国有企业集团资产得以整体上市，动则数百亿上千亿资产得以盘活。而以单体项目上市为特征的REITs，因为最大融资额不过数十亿元，规模过小则被舍弃。因此虽然此后辗转数次，终于被冷落了。

到了2020年，新冠疫情导致中国经济大幅回落。为了在短期内快速提升中国经济，弥补民间投资不做，以基础设施为主要底层资产中国版REITs在短期内迅速推出。但从政策说明和产品安排来看，新产品依然主要面向地方政府，为地方政府盘活所辖资产服务。恰逢债务危机的地产行业自然深感遗憾。

商业地产REITs是地产危机的救命稻草？

发改236号文及《REITs常态化发行通知》列明：“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，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs”。

如此可以推断酒店、文旅、康复养老、市场化长租公寓等物业类型，如能“增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础资产”，亦有机会获得发行。利用老厂房、文体场馆和闲置土地等投资、建设、运营的消费型不动产，如各类工业园区改造后的文体设施、体育场馆和零售物业，也可能成为基础设施REITs的底层资产。

从政策意图来看，商业类地产放行将大大拓展地方发行基础设施REITs底层合规资产不足的问题。大量具备充沛现金流的商业类地产物业有望通过REITs的发行，找到融资和退出的渠道。这无疑给了冷清的地产市场一记强烈的刺激。与此同时，

监管规则依然处处可以体现“房住不炒”的影子。上述两项文件在放行商业地产等消费基础设施REITs准入的同时，明确要求“项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务”“严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资”。上述规定继续延续此前政策，从而将房地产开发业务限制在“商品住宅开发”之外。

所以结论非常明显。新政在底层物业方面做了巨大的突破，这种突破有利于地方政府在基础设施REITs发行方面更易找到合适资产，从而为其债务脱困找到抓手。对于持有商业地产的发展商来说，虽然也可能有机会搭上REITs融资的快车道，但一来REITs融资基于项目，3年来上市24支、总市值仅800多亿元，赛道狭窄竞争激烈；二来传统发展商不是主要政策支持对象，发行商业地产REITs还需要和住宅项目切割。所以短期来看传统地产商在新政中受益有限。市场的反应也是如此：从新政推出前相关股票突然飙涨，新政推出后则悄然回落，完整反映了市场狂喜后落寞的情绪。

当然也不用太悲观。地产的冬天已第三个年头，再等等春天还远么？