

公募REITs市场开启两周年：被盘活的资产在“长高”

■本报记者 张 敬 闫立良 昌校宇

6月21日，首批上市的9只公募REITs迎来两岁生日。公募REITs市场开启以来，经历了扩容、扩募，由试点迈向常态化发行新阶段，实现了量的不断增长和质的持续提高。

近日，《证券日报》记者结合京津冀一体化、粤港澳大湾区、环渤海经济区等基础设施市场发展主线，在首批公募REITs中选取3只并对其底层资产展开调研，探访两年来资本市场如何与基础设施市场产生发展共鸣，资产运营方和基金管理人摸索出哪些发展经验，以及各界就继续扩大有效投资、形成投融资良性循环给予的真知灼见。

盘活存量资产 投融资良性循环

据诸多机构测算，新老基建共振下，我国基础设施建设的存量规模已超过百万亿元。但基础设施建设也有着显而易见短板——资产较重、建设周期长、社会资本参与度有限，需要推动完善市场化、规范化的投融资体系。而公募REITs正是补齐这一短板的有力工具。党的二十大报告提出“优化基础设施布局、结构和系统集成，构建现代化基础设施体系”，“十四五”规划明确部署要“推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环”。

时间回放到2020年4月底，证监会、国家发改委联合发布试点通知，启动基础设施公募REITs试点工作。同年8月份，国家发改委发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》、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》），形成“1+2”制度体系，全新的投融资市场适时出发。经过逾一年的衔接磨合，首批9只公募REITs产品于2021年6月21日在沪深交易所正式亮相，不仅盘活了基础设施存量资产，也有效填补了国内资产管理市场的产品空白。

受益于市场基础制度建设及配套政策的日臻完善，首批公募REITs上市两年来运行平稳，整体表现符合市场预期。截至2023年6月20日收盘，9只产品上市以来复权后的平均涨幅为11.70%，大幅跑赢同期沪深300指数，日均成交金额为0.16亿元，日均换手率1.21%，整体高于境外成熟市场。

谈及基础设施建设与资本市场的精彩对接，中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“中航首钢绿能

REIT”）基金经理宋鑫对记者回忆称，“之所以搭上公募REITs‘头班车’，缘于中航基金管理有限公司（以下简称‘中航基金’，项目基金管理人）和首钢集团有限公司（以下简称‘首钢集团’，项目原始权益人控股股东）的‘蓄谋已久’。”

据宋鑫介绍，首钢集团部分存量资产有待进一步盘活，因此对发展公募REITs十分重视和支持，提出要积极对接多层次资本市场，进一步提升权益性融资能力和集团资产证券化水平。此外，首钢集团的全资子公司、中航基金的第二大股东——北京首钢基金有限公司也与中国人寿搭建了Pre-REITs纯股权投资基金，支持产业发展。

记者在招商局光明科技园区内调研招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“博时蛇口产业园REIT”）扩募底层资产（以下简称“光明项目”）时，招商局光明科技园有限公司总经理付小龙表示，招商蛇口通过发行公募REITs，有力地提升了产业园区运营能力，实现产业园区业务“由重入轻”，加速构建招商蛇口产业园区业务的新发展模式。

“我们期待的状态是前期的募集项目资金部分用于后续的拟扩募项目，形成资金和资产的良好滚动，真正实现公募REITs持续盘活固定资产投资的初衷。”付小龙说。

两年来，理想正在一点点照进现实。垃圾“变废记”每天都在中航首钢绿能REIT的底层资产首钢生物质项目厂区上演。该项目涵盖生活垃圾焚烧发电、厨余垃圾收运处置等业务，主要收入来源为生活垃圾处置服务费、厨余垃圾收运处置费以及售电费用。项目技术人员向记者介绍，“项目厂区就像一个‘大胃王’，每天能‘消化’3000吨生活垃圾和150吨厨余垃圾，‘吐出’120万度电。”

虽然每天与垃圾打交道，但厂区内的员工干劲十足。问及原因，宋鑫透露，“为提升底层资产的投资价值，保障运营管理能力的高效和稳定，我们以成本加成的方式委托运营机构提供运营，同时建立负面清单考核机制。项目上市两年来，运营机构获得了激励分成，有效促进了项目的提质增效。”

中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“中金普洛斯REIT”）是首批9只公募REITs中的首单沪市仓储物流类项目。记者在调研中观察到，仓储物流园不仅能提供一份专属空间，更能敏锐感知产业脉动，更深层促进产业发展。

6月份，青岛气温持续攀升，平均年进出口值达1000亿元的青岛前湾综合保税区也一片火热，区内的前湾港区万吨巨轮云集，桥吊高耸林立，集装箱卡车往来不息……中金普洛斯REIT近期落地扩募的底层资产之一——青岛普洛斯便坐落于此。

恰逢“618”大促，一家在青岛普洛斯园区内租赁面积达2.8万平方米（层高10米）、主营化妆品的跨境电商企业异常忙碌。该企业员工向记者介绍，“公司之所以将仓库选在青岛普洛斯，正是看好物流园的地理优势和其作为高标仓的建设、管理质效。公司自2020年将业务拓展至青岛后，经过3年的发展，目前一线入区贸易额超60亿元。”

普洛斯中国高级副总裁、资本运营负责人杨敏告诉记者，所谓高标仓，即高标准仓储物流设备，它不是传统意义上的仓库或者仓库管理，而是起到资源提供者的角色。

这一点在物流园与另一租户的默契配合中也有体现。该租户是一家以清关、仓储物流及运输为主的第三方物流企业，至今已有10

年发展历史。目前，青岛前湾综合保税区内数量庞大的外资企业均是该第三方物流企业的潜在客户群体，杨敏表示，“青岛普洛斯拥有高质量仓储空间，为企业在高标业务中锁定新增订单增加了重要砝码。”

作为我国产业发展、企业创新、人才流动重要的物理空间和平台，产业园区也将支持产业迭代的经济价值转化为核心竞争力。

“我们之所以选择入驻招商局光明科技园，是因为其提供的生产作业环境符合我们国际大客户的要求，帮助我们接到了跨境业务订单。”一家“果链”企业负责人对记者表示。另据招商局光明科技园有限公司招商经理路丹介绍，很多企业正在与招商局光明科技园共同快速成长。

除了盘活存量优质资产、赋能产业升级，公募REITs的另一本质是让基础设施建设投融资双方在资本市场产生“化学反应”。从首批9只公募REITs产品披露的2022年年报来看，基础设施资产业绩表现优异，形成稳定的可供分配现金流和高比例分红。根据以2022年12月31日为基准日的分红情况，累计可供分配金额约35.39亿元；截至目前，首批9只产品均对2021年及2022年的业绩发布分红公告，合计分红约34.87亿元，占实际可供分配金额的比重约98.52%。

市场交投冷热不均 投资主体结构单一

如今，基础设施公募REITs市场规模稳步扩大，资产类型有序拓展，在服务构建新发展格局和推动基础设施高质量发展方面发挥着日益重要的作用。

具体来看，已上市公募REITs增至27只，募集资金接近千亿元，回收资金重点用于科技创新、绿色低碳和民生发展等基础设施补短板领域，可带动新增投资超4400亿元；已上市和在审核的项目所覆盖的基础设施资产类型，从两年前的收费公路、产业园区、污水处理、生态环保、仓储物流等，扩容至保障性租赁住房、清洁能源、新能源等。另有百余单储备项目正在推进中，预计未来将有更多尚未覆盖的资产类型纳入公募REITs。

按照《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》中“建立健全扩募机制，探索建立多层次基础设施REITs市场”的要求，首批4单公募REITs扩募项目于2023年6月16日成功落地，我国公募REITs市场正式形成首发与扩募双轮驱动的新发展格局，公募REITs进入加速发展阶段。

事非经过不知难，成如容易却艰辛。作为资本市场的新丁，公募REITs的两年奋进之路不可能只有坦途，也曾面临二级市场交投阶段性冷热不均、底层资产突发“黑天鹅”、缺少增量资金入市、信息披露与管理效能平衡尚待摸索等难题。

以全市场表现来看，已上市的27只公募REITs产品今年以来均出现不同程度的下跌，其中有3只产品跌幅超过20%。

对于近期公募REITs市场成交清淡以及部分产品出现明显价格波动，宋鑫表示，“这与场内投资者结构单一有一定关系。由于目前场内投资者主要集中在机构投资者，投资者的资金久期、投资策略与公募REITs产品特性上存在一定



截至2023年6月20日收盘

首批9只公募REITs产品上市以来复权后的平均涨幅为11.70%，大幅跑赢同期沪深300指数，日均成交金额为0.16亿元，日均换手率1.21%，整体高于境外成熟市场

图①为招商局光明科技园 招商局光明科技园有限公司供图
图②为普洛斯青岛前湾港国际物流园 普洛斯供图

的差异。”

也有业内人士认为，近期公募REITs市场价格走弱、投资避险情绪上升，是市场充分博弈下的正常调整，但也反映了市场建设中存在的一些深层次的难点和问题，部分机制安排与市场需求的匹配程度有待提高，需要进一步改革创新。

此外，“黑天鹅”事件也是“误伤”公募REITs表现的一大因素。而记者在调研中发现，这也是产业园区类公募REITs越来越重视签约客户的行业分布、体量结构，主动提升抗周期性的原因。

如何避免公募REITs目前复杂的金融结构和设置较多的管理层级影响底层资产的运营效能，是多位基金经理面临的共同课题。

“公募REITs作为一项具备高度产融结合属性的创新产品，在首次发行和首次扩募的实施过程中没有先例可循，需要在资产合规、资产重组、税务筹划、资产估值、基金治理架构、扩募发售规则等方面与各方不断沟通、不断摸索，发现问题并解决问题。”博时蛇口产业园REIT基金经理刘玄表示。

中航证券首席经济学家董忠云认为，从目前公募REITs试点实践看，相关制度仍有进一步优化空间。第一，目前，公募REITs发行上市审核全流程涉及国家发改委、证监会、沪深交易所、中国证券投资基金业协会等多个部门，涉及部门多、沟通成本高。第二，我国公募REITs是通过持有基础设施ABS的方式持有基础设施项目公司的全部股权，治理结构层级相对较多，各参与主体之间职责分工界定、沟通协调等方面可能存在风险。

创新，不停步 探索，在路上

我国资本市场三十余年的改革发展实践，始终是边探索边总结，呈现试点、改进与规范不断正向循环的演进模式，公募REITs市场亦然。

在证监会相关部门负责人看来，公募REITs试点以来，特别是转入常态化发行新阶段以来，资产类型稳步拓展，基础制度加快建立，监管框架基本构建，市场运行总体平稳，逐步走出了一条具有中国特色的REITs发展道路。下

一步，证监会将以推进常态化发行为抓手，加快推动REITs市场高质量发展。

对于市场生态的进一步优化，多位公募REITs项目基金管理人共同呼吁，完善信息披露等基础制度，拓宽公募REITs投资者群体。

刘立宇建议从四个方面进行体系构建：一是持续完善发行、信息披露等基础制度。完善产品扩募资产估值和定价机制；制定并推出临时信息披露指引，进一步明确重大事项披露要求；规范治理机制的权责条款、完善REITs治理结构。二是巩固和拓宽公募REITs投资者群体。推动社保基金、养老金、企业年金等配置型长期机构投资者参与投资，积极培育专业化公募REITs投资者群体，助力市场平稳运行。三是继续加强二级市场建设，健全二级市场流动性支持制度安排，完善做市机制。四是推动完善其他配套政策。进一步明确基础设施REITs的会计处理方式和税收征管细则；在公募REITs试点经验基础上，尽快推动基础设施REITs专项立法。

宋鑫期望，未来在政策鼓励下，投资者结构进一步丰富，更多匹配公募REITs特点的资金入市。同时基金管理人做好信息披露，与投资者做到信息对称、透明。

中信证券首席经济学家明明建议，继续在准入标准、信披要求、审核流程等维度进行规则优化。准入标准维度，未来随着市场覆盖的基础设施类型不断丰富，准入标准或可更加细化；信披要求维度，后续还应分步推出仓储物流、保障性租赁住房等大类资产审核及信息披露规则；审核流程维度，在储备公募REITs项目进行升级申报的过程中，底层资产合规文件的确认、跨地区/多部门的协调沟通仍有进一步优化空间。

在董忠云看来，可从两方面进一步优化公募REITs基础制度。一方面，进一步优化公募REITs发行审核流程。探索

研究进一步统一审核标准，优化试点项目推荐和审核程序，提高发行和审核效率。另一方面，进一步优化交易制度，改善公募REITs流动性。

发荣滋长 不负韶华

■张 敬 昌校宇

调研公募REITs，如同翻开一本不一样的书——其精彩不在于序曲或终章，而在于看似波澜不惊、实则发荣滋长的过程。

高峰期，平均每小时就有近20辆垃圾运输车（负重约200吨）进入首钢生物质项目厂区；普洛斯青岛前湾港国际物流园（以下简称“青岛普洛斯”）高标仓内，跨境电商企业1位员工每6分钟能够完成10件化妆品打包贴码全流程；深圳招商局光明科技园在工业上楼模式下，静谧而高效运转的生产线……

于基础设施市场而言，这意味着在资本要素加持下，通过对底层基础设施资产打包上市，未来现金流转换为即期现金流；于基础设施公募REITs市场投资者而言，这是对现金流红利最直观的“可视化”展示。

REITs作为一种公开发行的标准化金融产品，具备稳定分红、抗通胀、长期回报、分散风险等投资特点，在欧美以及亚洲等市场已有较成熟的发展历史。我国的公募REITs架构设计虽独特，但其估值之美同样在于持续稳健。其运作逻辑，是原始权益人将手中现金流充沛的A项目资产打包上市，通过承诺向投资者强制现金分红的方式，将其未来现金流提前一次性变现，所得资金将在监管要求时限内，投资于原始权益人选择的B项目、C项目……通过存量换增量的方式，实现基础设施投融资滚动发展的良性循环。也就是说，公募REITs自身无法直观讲述资本

运作下的产业扩张，也不能回答金融加持后将如何脱胎换骨。因为，变化其实正在公募REITs底层资产的原始权益人处发生，在百亿元级体量的基础设施建设大市场发生，在中国经济构建现代化基础设施体系的过程中发生……

在本次调研中，多位原始权益人（同时也身兼资产运营方）发出相同的感悟，“资本市场的关注，是对我们不断精进运营管理的鼓励与鞭策，我们惟有不负韶华，努力为客户及投资人创造长期价值。”这是对公募REITs项目管理水平持续提升的承诺，也是对项目运营稳健向好的期待。

于更广阔视角和更长时间维度而言，存量资产借助公募REITs盘活出来的流动性，有助于形成扩募的资产储备。例如，在东京证券交易所，普洛斯发行的J-REIT已经完成11次扩募，“老带新”模式发挥了巨大作用。

在本次调研中，笔者曾与暴雨冰雹迎面相遇，也曾曾在38度高温下行走。调研中的所见所闻，让我们感慨不虚此行。公募REITs市场的发展，道理亦是如此。其未来或许仍会在某一阶段经历风雨考验，或许仍需在部分时刻直面“冷热交替”。但可以肯定的是，随着资本市场服务实体经济、服务高质量发展的力度越来越大，深化金融供给侧结构性改革的不断推进，生机盎然的公募REITs市场，未来必将更加精彩！

记者手记