

REITs将重新定义资产管理行业的新疆界

□嘉实基金管理有限公司董事长 赵学军

金融供给侧改革新动力

引入市场化运营机制作为地方国有资产的“整合器”。经过70余年的经济建设，我国正处于新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化快速发展阶段，基础设施建设、投资需求巨大。目前已建成数量可观的各类基础设施，并在交通、能源、市政等领域发挥着重要作用，具备了开展基础设施REITs试点工作的基础与条件。截至2019年年底，我国城镇基础设施累计投资额达到150.3万亿元，资金来源以财政支出、银行债务和自筹资金为主，资本市场提供的资金极为有限，证券化率很低。REITs将成为能够有效整合国有资产以及地方政府资本运作的利器，一方面，基础设施REITs会引入专业的运营商或战略合作伙伴以及相对市场化的运营机制，同时借助资本市场收购、兼并优质同类地方国有资产，实现规模化、集约化和专业化运营，能够有效提升基础设施的运营效率；另一方面，基础设施REITs可以促进土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场化配置体制机制的完善，为基础设施建设过程中有资产的有效整合创造有利条件和良好环境，优化基础设施项目建设的组织形式和管理方式，提高基础设施供给质量。此外，基础设施REITs还将进一步完善地方国有资产投融资体系，为社会资本提供可供选择、更为灵活的退出方式，吸引更多社会资本参与基础设施建设，使普通投资者也能够共享基础设施投资的收益。

借助资产端视角为解决地方政府债务提供“降压仪”。国际上通常使用债务/GDP来衡量宏观杠杆率，但微观研究中通常使用债务/资产，即资产负债率衡量杠杆率。这种宏观与微观在计算口径上的差异可能主要由两方面因素造成：一是对经济体而言，债务数据容易获得，资产数据统计相当困难，尤其是一国基于市场价值的资产负债几乎不可得；二是对于自由市场主体而言，政府的赤字开支几乎全部都是消费性的支出，例如医疗、教育、福利以及国防开支，资本性支出较少导致未形成有效资产。与国外不同，我国地方政府通过举债投资方式形成了大量的国有资产，为提升社会整体福利提供了可行性，因此用债务/资产指标衡量地方债务风险更科学，财政管理可从传统的负债端拓展到资产端。

基于宏观统计数字可以分析，我国政府债务主要用于固定资产投资，2003年至2017年我国电力、热力、燃气及水的生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业以及基础设施建设三个行业累计投资完成额高达172.32万亿元，形成了大量的固定资产。债务/GDP指标只考虑到债务端，而未考虑资产端，用此指标考察我国地方政府债务风险并不全面。除一般财政收入可用于偿还债务之外，资产收入或资产出售所得也可偿还债务，杠杆水平高但资产负债表上有大量资产，显然比杠杆水平低但资产负债表上几乎没有资产的情形更好，包含资产端信息的资产负债关系是分析债务问题的一个更加关键的视角。基础设施REITs正是将我国大量沉淀的基础设施资产转化为透明化、标准化、可交易的REITs产品，进而提高存量资产的流动性，盘活存量资产。地方政府财政管理可从负债端拓展到资产端，整合并有效盘活地方政府的存量资产，优化管理手段，降低宏观杠杆率，减轻地方政府财政压力，化解地方债务风险。

依托资产管理行业为经济转型升级提供“助推剂”。当前，我国发展仍然处于战略机遇期。向内看，我国经济已进入高质量发展阶段，具有多方面的优势和条件，但也面临结构性、体制性、周期性问题相互交织所带来的困难和挑战。向外看，国际环境日趋复杂，不稳定性、不确定性明显提升。二季度我国国内生产总值增速达到3.2%，环比增速达到11.5%，在全产业链复工复产的作用下，供给侧复苏态势明显，内需亦逐步回暖。7月30日召开的中共中央政治局会议强调，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

从基础设施领域看，传统上依靠经营改进方式提升基础设施能力的空间已逐步局促和狭窄，而通过REITs方式，基于资本市场的资产管理行业将为基础设施行业注入新的助推剂，也将对资产管理行业产生重大影响。REITs不会改变基础设施的消费期限，但会缩短基础设施的购买期限，传统基于服务收费偿还抵押贷款模式将被彻底改变。通过REITs将提升基础设施行业的周转速度，并赋予其商品资本属性，政府或其他基础设施投资可在较短时间内通过发行REITs，在远低于基础设施使用年限内还清投资款。购买期限的缩短使购买者可以使用多余的资金，从事包括其他资本性支出或金融投资在内的具有高回报率的投资活动，这又会反过来进一步推动基础设施REITs化、金融化程度，提升整个资产管理业态各方参与者的积极性，甚至改变政府机构、国有企业传统运作方式，将其纳入资产管理新时代的洪流。



新华社图片

2020年4月30日，中国证监会与国家发展改革委颁布了《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》（简称《通知》），正式启动万众期待的公募REITs试点。8月初，中国证监会发布实施《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，标志着基础设施公募REITs的启航。公募REITs市场建设是中国金融供给侧改革及要素市场化配置的重要组成部分，对于基础设施建设、资产管理市场的发展都具有重要意义。



公募REITs试点应关注三大问题

基于公募REITs本身的独特性、重要性，无论从投资者视角，还是管理人视角，或是产业方角度，任何单一维度都很难全面解构REITs的全貌，也很难在仅考虑单一维度情形下真正做好REITs。但站在资产管理行业总体视界角度，笔者建议，在试点过程中主要应关注三个问题：

REITs主动管理与被动管理。从全球权益型REITs实践来看，精于资产运营管理，创造性提升其物业回报的主动管理模式固然是一种主要的产品运作模式。但正如同股票基金也区分主动管理和被动管理模式一样，海外市场上也普遍存在被动管理型的REITs产品，其往往管理费收取相对较低，旨在为投资者提供一种参与大型物业投资的机会，同时也为原始权益人提供对接资本市场的桥梁，这种产品类型在香港REITs和新加坡REITs中比较常见。

无论是主动管理模式还是被动管理模式，这两种模式的REITs产品并无正统与旁支的严格区分，而需要视不同资本市场的管理规定和行业特征而定。就内地当前开展的基础设施公募REITs试点而言，首先，基于内地“降杠杆、稳增长”的融资诉求，外部管理模式的REITs更有助于在不丧失控制权的前提下，通过最大限度让渡

高度契合中国资管行业发展需求

开展基础设施REITs既能够有效盘活地方政府存量资产，形成良性投资循环，进一步提升直接融资比重，降低宏观杠杆率；又能拓展新的投资领域，作为股票、债券、现金之外新的大类资产配置类别，为投资者提供有高收益风险比、具有组合分散化价值、流动性良好的长期投资工具，为居民财产性收入提供高质量的大类资产。从我国资产管理市场发展现状及面临的问题来看，基础设施REITs试点的推出，高度契合了我国资产管理行业发展的实际需求。

2012年下半年以来，随着各项资产管理新政的推出，银行理财部门、信托公司、保险资产管理机构、券商资产管理机构、基金子公司等相继涌入资产管理市场，中国迎来了“大资管”时代。至2019年底，根据笔者的数据汇总，我国资产管理行业规模超过110万亿元。其中，公募基金规模约15万亿元，私募基金（包括券商资管、基金子公司专户、基金公司专户、私募基金管理人产品）约33万亿元，银行理财产品约22万亿元，信托产品约22万亿元，保险资管18万亿元。

资产管理行业的普惠性有待进一步增强。虽然中国资产管理市场的发展在“量”上已经取得了突出的成绩，但在普惠性上还具有很大

的进步空间。首先，财富总量虽在增长，但资产管理行业的服务范围仍然不够广泛，中等风险中等收益产品的缺失，导致相当部分资产管理业务仍然聚焦服务于机构及少数高净值个人。其次，改革开放四十年来，沉淀众多基础设施优质资产，但缺少将收益向广大投资者分配的手段与工具，虽有一定量的基础设施通过上市等方式实现公众持有，但由于资本市场或法律政策环境本身约束，难以真正惠及广大居民。中国资产管理行业应该关注中低收入人群，提

供更有价值、更丰富的产品和服务，从金融的普惠性角度出发，帮助有金融投资需求的社会各群体都能以可负担的成本进行适当的、有效的金融投资，有利于居民储蓄进一步转化为投资，使普通的个人投资者也能够享受到国家发展的红利。

资产管理的风险收益基准依然缺乏锚定坐标。中国资产管理市场缺乏完善的风险定价机制，市场上需要更多具备对称风险收益特征以及信息高度透明的产品。过去几年，在显性和隐性刚兑的前提下，资产管理产品能够吸引投资者的只有收益率指标，为了追求高收益要求，机构势必要配置高收益资产，但优质的高收益资

产总是稀缺的，这就不得不采取期限错配或者降低资产信用资质的策略，这是产品风险与收益不对称和低透明度的重要原因。资本市场缺乏具有锚定作用的基石产品将会影响资产管理行业进一步发展。当前，随着专业投资者群体的培育与发展，资产管理行业需要更加完善的风险定价机制，平衡好资产端与负债端、供给端与需求端，通过加强风险与收益的匹配，为市场提供期限丰富、结构灵活、策略多元的高质量资产管理服务与产品。

资产管理行业的盲区仍在，广度需要进一步提升。各类资产管理机构资产配置能力良莠不齐，产品同质化现象仍然十分明显。具体表现在产品投资范围相对狭窄，投资策略与风格上相互模仿，基础资产在类型上重合度高等。中国金融市场有待进一步完善，市场上仍缺少基础性的金融产品，特别是以重要风险来源为相关性的资产，尤其需要与不动产这一最大类“大宗资产”相挂钩的金融产品。而从资金配置角度分析，不动产投资领域是传统资产管理行业资金来源的最重要竞争者，缺乏与不动产相关联的金融产品，资产管理行业也将失去对不动产配置有特殊需求的资金群体。

将给中国资管行业带来四大变化

如何通过有效的资产管理提升更广泛人群的财产性收入，这要求资本市场能够提供类型丰富、优质的金融产品，形成差异化、全序列的产品线，可以更好地匹配不同投资者的风险偏好、满足收益以及流动性需求。无论对个人投资者还是机构投资者来说，目前均缺乏与不动产资产在风险和收益两方面同时匹配的、标准化的、优质的、高流动性金融产品，公募REITs试点对于中国资产管理行业的进一步发展具有重要意义。

其一，公募REITs是有效前沿理论下优化资产配置及有效投资选择的重要体现，将有效填补中国资产管理市场的空白。一方面，不动产资产、基础设施类资产与其他金融资产关联性低，有助于资产的多元化、分散化配置；另一方面，不动产行业是国民经济发展的重要组成部分，依托于土地的增值属性，是对抗通胀的重要资产类别，具有重要配置价值。然而对于个人投资者的收入和财富水平有着很高的要求，难以满足投资组合分散化、资产配置最优化需求，亦不具有普惠性特征。

对于机构投资者而言，不动产配置的目标比率呈逐年上升的趋势。基础设施REITs试点能有效填补中国资产管理市场的空白，为各类投资者参与基础设施及不动产市场的投资提供了便利渠道，依托专业资产管理及运营模式，帮助投资者实现跨时期、跨地域、跨产业

的分散化资产配置，有效帮助投资组合前沿向外延伸，能够很好满足养老金、社保资金、居民理财资金对于不动产这一大类资产的投资需求。总体而言，REITs市场的发展对整个资本市场与资产管理行业发展将具有革命性的意义。

其二，公募REITs产品能够完善资产管理业务的储蓄特征，为投资者提供稳定现金流、风险收益对称、流动性好、透明度高的标准化产品。通过REITs市场功能，有助于实现资产管理业务的储蓄功能，便于储蓄转化为投资。REITs高分红、稳定特征，有助于将追寻确定回报的资金导入REITs市场。同时，REITs的流动性特点使持有者可随时以REITs份额获取流动性，从事其他具有高回报率的金融投资行为。尤其对于基金定投等具有储蓄特征的理财方式，REITs将改变原有的经营运作模式，实现安全性、流动性和增值性的统一。

其三，公募REITs产品试点有助于资产管理行业回归本源。中国资本市场的健康发展有赖于保护与协调各参与方的利益，在为管理人提供激励的同时避免管理人的道德风险与代理人问题。REITs制度为资产管理行业提供了重要的治理机制。一方面，REITs的价值创造是建立在不动产资产的真实经营之上，使得REITs的定价核心在于评估资产的长期稳定分红，以及提升运营水平进

而提升资产增值的能力；降低道德风险对于定价的影响，有助于资产管理市场定价的良性发展。另一方面，REITs采取强制分红制度，这一约束条件大大降低了REITs可支配的自由现金流，使得REITs的扩张依赖于外源融资或资产循环，抑制了管理人基于自身利益的扩张冲动。

其四，公募REITs试点将有可能助推资产管理市场成为中国经济增长新的动力与引擎。一是公募基金REITs试点通过融资端与投资端的精准对接，改善货币资金“空转”问题，夯实资本市场服务实体经济功能。通过REITs搭建“桥梁”，带动社会资本参与基础设施建设，进一步引导进入资本市场的货币资金从以往的金融资产管理工具“体内循环”向资产管理服务实体经济的“体外循环”模式转变，切实降低实体经济融资成本，提升实体经济利润空间。二是公募基金REITs试点通过丰富资产管理产品体系，有效扩大投融资活动监管边界，为经济发展创造良好的资本市场环境，强化资本市场的政策传导作用和风险防范化解作用，促进金融与实体经济之间的良性循环。三是公募基金REITs试点也将带动我国地方国有资产管理以及土地、财税、投资、立法的进一步完善和优化，借助公募REITs为基础设施建设发展育新机、开新局，也将有效推动实体经济行稳致远，迎来更大发展。

用，也是中国REITs市场建设的客观要求。短期来看，应当在资产管理行业加强REITs的定价理念、定价预期管理。长期来看，应加大资产管理机构对于基础设施资产的管理能力、运营能力与投资能力，强化资产管理行业投资REITs产品的透明度，加强REITs的信息披露，进一步完善估值规范体系，并逐步在全市场范围内建立一套科学管理运营与公开透明的估值交易机制。

权衡产业资本与金融资本共同诉求，是提升REITs治理能力的长久之道。中国REITs市场长期健康发展，取决于是否能够成为一个公开、透明、有效的市场，保护与协调利益相关方的利益，为投资人、发起人以及管理人等各方创造价值。REITs的管理是专业管理、主动管理，既有金融属性也有不动产属性，是两种不同的资产管理能力。REITs价值依赖于管理人对资产的专业管理与合理投资决策，而投资人、产业资本，以及管理人之间的激励相容是提升资产管理能力的前提，也就是REITs的治理问题。REITs的治理问题源于信息不对称和利益冲突条件下的代理问题，也根源与产业资本与金融资本不同的利益诉求。REITs的代理问题主要包括两类：一类产生于发起人（产业方）和公众投资

人的利益冲突，另一类则产生于投资人和管理人的利益冲突。降低由代理问题产生的代理成本是REITs治理机制建设的目标，如何权衡产业方与金融各方各自利益诉求，寻求最大公约数，是提升REITs治理机制的长久之道。笔者认为，通过适当的市场建设和引导，鼓励培育一批兼具金融融资以及不动产成熟投资理念的REITs基金管理机构、鼓励金融机构与不动产产业集团的适度联合可能是当前国内实践的发展方向。

中国REITs市场建设虽然从零开始，但却不是在“白纸上作画”，需要考虑在现有体制下，经济增长、高质量发展、金融风险管控等各方面的权衡取舍，涉及到与地方政府行为模式、房地产政策、金融政策的协调一致，其复杂性不言而喻。中国公募REITs市场建设不会是一蹴而就，但“千里之行始于足下”，对于REITs市场建设的相关问题，应理性看待、科学分析，也要着眼长远、久久为功。基础设施REITs试点启动是一个突破。随着试点工作顺利推进，在政策、学术以及行业各界的共同努力下，不断积累经验，完善制度规则和行动方案，我们有信心迎来中国REITs市场的长期健康发展。随着REITs市场的逐步完善，资产管理行业也将拓展至新的疆界。