

# 拓荒新REITs 赋能新基建

□尚义

证监会首任主席刘鸿儒在第一次召开的证监会职工大会上曾讲道:“我们是第一代拓荒人,没有现成的经验可以参考。我们的任务就是开荒、修路、铺轨道。”中国资本市场发展已近而立之年,但依然有许许多多的拓荒人在开荒、修路、铺轨道,他们在国内不遗余力地宣传、推广REITs,绘制REITs发展蓝图,其中的艰辛难以言表,意义不言而喻。

## REITs是个“好金融”

REITs,即不动产投资信托基金,通过发行收益凭证汇集投资者的资金,交由专业投资机构进行不动产投资经营管理,并将投资收益及时分配给投资者的一种投资基金。名字很绕口,但可以通俗地理解为不动产所发行的“股票”。之所以没有被称为股票,是由于其背后所依赖的资产与股票有明显差异。股票的背后是公司不动产、动产、员工、知识产权、管理能力、市场前景等各种要素的组合,价值的不确定性较强;而REITs背后主要是不动产未来所产生的现金流,不动产以外的其他要素对其价值的影响较小。

正如书中所讲,REITs是个“好金融”,集中体现在四个“有利于”。不动产(Real Estate)由于体量庞大、流通性差,往往难以定价,但REITs通过份额拆分,实现了不动产这种特殊资产的实时定价,有利于引导资金要素的有效配置,提高全要素生产率。REITs可以通过权益投资,把未来的现金流通过时空转换提前变现,替换存量出资,有利于解决信贷等其他金融工具所导致的期限错配、杠杆风险聚集的问题。REITs通过强制分红、税收、杠杆率等制度安排,可以实现“开发持有”模式与“开发销售”两种经营模式的“隔离”,形成杠杆水平的市场化约束机制,有利于我们进一步完善房地产市场调控机制。REITs与不动产密切相关,风险收益特征与股票、债券有所差异,但与直接购买不动产相比,标准化更高、流动性更强、交易门槛更低,为不动产投资者提供了“几乎完美的替代途径”,有利于完善居民的财富配置。

## REITs与新基建

从国外的经验来看,REITs的发展,离不开方方面面制度的健全和完善,如果把REITs理解作为一种新的券种,完善制度的工作量不亚于一次市场机制的重构。当然,单纯的技术问题并不是难题,在“房住不炒”的大背景下,REITs发展首先要解决的就是REITs与房地产市场调控的关

系认知问题。这与资本市场初期老一辈拓荒人推动股份制,面临“姓资姓社”质疑的情形有些类似。

前不久,中国证监会和发展改革委联合发布了《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》,要求聚焦重点区域、重点行业、优质项目,推动基础设施REITs在证券交易场所公开发行交易,盘活存量资产,形成投资良性循环。在新冠疫情对经济的严重冲击下,选择以基础设施REITs为突破口,既能调动各方积极性,又能和房地产市场做好“隔离”,不得不说是个现实的、应景的、必然的选择。

2018年中央经济工作会议首次提出加强新型基础设施建设,今年受疫情影响,新基建的重要性更是被提到前所未有的高度,众多经济学家视其为高质量发展发展的新引擎。但历史上各地投资了大量低效基建,难以产生现金回报,传统的基础建设融资模式也给各地财政带来巨大压力,新基建的资金来源问题亟需“破题”。基础设施REITs的推出,能帮助前景好、效益高的基建投资吸引社会资本,既减轻了财政压力,又健全了资金要素市场的建设,可以说是新基建的一

剂“良药”。

## 新REITs发展需过“三关”

国内对REITs的探索已近20年,但目前为止,“类REITs”的发行规模仅约1000多亿元,与我国38万亿元的固定资本总额相比,显得微不足道。“保守估计,中国公募REITs市场将达5万亿元至14万亿元”,但要修好REITs发展的快车道,还需应对种种挑战。

一是税负关。纵观全球REITs市场发展实践,都是税收政策所驱动的。目前,国内REITs在设立、经营、退出等环节存在一定程度的重复征税,且往往没有“变现”收益,就要先纳税。税负增加使融资成本增加、投资收益下降,市场主体对于这样的金融工具当然没有兴趣。

二是债性投资路径依赖关。境外主流市场REITs多为权益型产品,投资者不仅享有不动产经营所产生的分红,也享有资产转让时所产生的增值收益。而国内目前发行的REITs多采取分级设计私募发行,优先级由银行等机构认购,享受固定收益;次级大部分由发起人自持,风险没有转移,这样的REITs债权属性较强,因此

被市场称为“类REITs”。这种模式既与我们的制度环境有关,也与长时间形成的低风险、固定收益投资偏好有关。当前市场利率下降、风险偏好上升,正是推出“股性”更强的REITs产品的好时机。

三是治理关。REITs产品卖出去只是“万里长征第一步”,市场的健康发展还需要一“增”一“降”:一方面,要增强投资者保护力度,完善投资者适当性管理、信息披露、投资者参与决策、违法违规追责等制度;另一方面,要降低投资人和管理人之间的代理成本,减少利益冲突。这一“增”一“降”,考验的既是监管部门的治理能力,也是市场主体的治理能力。

当前,在诸多约束条件下,REITs的实践很难一蹴而就。和资本市场初期类似,基础设施REITs的发展也需要解决市场化运作与政策性定价、“靓女先嫁”和好资产“惜售”等一系列问题。不过,从前期“类REITs”的发展历程看,有拓荒人那种筚路蓝缕、以启山林的创业精神,和稳步推进、试点突破的务实作风,这些问题并不会成为不可逾越的障碍,REITs市场开荒、修路、铺轨道指日可待,新基建发展也将迎来新的契机。

来做市场定价,这是下一步必须要面对的问题,尤其是银行的存贷款定价问题。政府要求增加中小微企业贷款,但如果贷款利率上不去,金融机构提供贷款的动力就不大,就算真提供了,将来也会有风险。这个问题其实在资本市场上也是存在的,政府信用经常替代企业信用,导致资产价格扭曲。

第二,金融结构也需要随之改变。这和林毅夫老师提出的最优金融结构有关系。经济发展到什么阶段,什么样的融资方式和金融服务体系最有利于经济发展,这是我们现在需要考虑的问题。现在比较一致的看法是,当经济发展进入创新和技术进步成为主导力量的时候,资本市场要发挥更大的作用。总体而言,资本市场在支持创新、共担风险、共享成果方面具有天生的优势,所以我们要更多地发挥资本市场的作

用,这也是我们的既定方针,在过去几十年的发展历程中,我们坚定地发展多层次资本市场,提高直接融资在总融资中的比重。但实事求是地看,资本市场规模扩大了,直接融资的比重增加了,是不是就一定能够支持创新型经济增长?未必。发达国家如美国、德国、日本、英国等,都是金融高度发达。但它们的金融体系是不一样的,英国、美国是市场主导,德国和日本是银行主导。我们花了三十年发展资本市场,但到目前为止资本市场还没有成为创新型企业的主要融资场所。

如果现在大力发展多层次资本市场,提高直接融资比重,是不是资本市场就会变成一个非常有效的支持创新、支持产业升级的工具?答案其实不是很确定。这说明,在这方面我们还有很多工作要做,发展资本市场绝不仅仅是规模问题,更重要的是质量问题。在未来很长时间,传统的金融机构、间接融资部门包括银行,还需要发挥很大的作用。如果我们能向德国和日本学习,像它们那样利用间接融资渠道,实现技术和产业升级,我们仍然可以走很长的路。

## ■ 财富书架



## 薛兆丰经济学讲义

书名:《薛兆丰经济学讲义》  
作者:薛兆丰  
出版社:中信出版集团

内容简介:  
经济学是一种帮助你成为明白人的智慧,它是观察世界的视角和态度,而不是一堆函数、公式和图表。本书讲解了生活中不可能绕过的经济学核心概念,比如稀缺、成本、价格、交易、信息不对称、收入等与个人生活密切相关的知识,通过大量真实案例的经济学分析,更实际、更有趣和更深入彻底地将经济学思维运用于各种实际场景,帮你绕过经济学花招,理解现象背后的经济逻辑,启发你将同样的思维运用到日常生活和工作中去。

作者简介:  
薛兆丰,得到App《薛兆丰的经济学课》主讲人,著有《经济学通识》和《商业无边界——反垄断法的经济学革命》。原北京大学国家发展研究院教授,长期关注法律、管制与经济增长之间的关系。



## 多资产投资策略

书名:《多资产投资策略》  
编者:曹实  
出版社:北京大学出版社

内容简介:  
没有人能持续战胜市场,但是多资产策略可以持续满足各类投资者,特别是长期投资者的资产配置需求。多资产投资策略由于其丰富的资产类别和极大的灵活性,成为继对冲基金之后崛起的投资策略。

本书由CFA Institute组织编写,系统、简洁地介绍了多资产投资策略的原理及应用。本书第一部分介绍了多资产投资策略的主要策略类型、风险因子配置、动态资产配置以及风险评价。第二部分由三位来自亚洲主权财富基金的基金经理和两位经验丰富的投资经理,分享了自己管理多资产组合的经验。

作者简介:  
曹实:CFA协会亚太区高级金融分析研究总监。专注于原创性研究,以及亚太地区投资行业的会员教育工作,曾获得美国投资行业Lipper奖。



## 从工业化到城市化

书名:《从工业化到城市化》  
作者:徐远  
出版社:中信出版集团

内容简介:  
作为历史的观察记录者,作为研究经济变迁和城市发展的学者,作者认为,快速工业化的阶段已经过去,中国要完成经济转型,就要让城市化接力工业化。城市化接力工业化,是经济发展客观规律的要求。城市是现代经济的载体,是技术创新、产业升级、消费升级的容器,未来的发展动能来自进一步的城市化以及城市格局的进一步改善。

作者简介:  
徐远,北京大学金融学教授,美国杜克大学经济学博士,研究领域为宏观经济、金融市场、经济改革、房地产、城市化等。

# 构建现代化金融体系 支持产业升级

□黄益平

中国经济过去更多的是粗放式增长,而未来越来越多地需要创新,以支持产业升级,支撑经济可持续发展。金融怎样支持创新?当前我们需要进一步改革金融体系,从两方面入手,构建现代化金融体系。

## 不对称的市场化改革

如果对我国过去四十年的市场化改革做一个简单概括,那就是不对称的市场化改革。所谓不对称的市场化,是指产品市场全部放开,但生产要素市场扭曲还比较严重,政府各种干预仍比较多。要素市场扭曲在金融领域体现得更加明显,比如利率、汇率、资金配置、跨境资本流动等。赵昌文教授及合作者在其新书《新工业革命背景下的中国产业升级》的最后一章特别区别了“金融约束”和“金融抑制”这两个概念,为我们提供了一个独到的视角。总体来说,过去的四十年中,政府干预仍比较普遍,但这种干预总体上来说,第一没有影响经济快速增长,第二也没有影响金融稳定。这样看来,政府干预还是有效的。

造成这一结果的原因很多。我曾经把金融影响经济增长与金融稳定的机制分为两类:一种是政府干预可能增强资源配置的有效性,在短期内也能支持金融稳定,因此是有助于经济增长的,这就是所谓的“斯蒂格利茨效应”。另一种是可能降低金融配置效率,遏制金融发展,对增长是不利的,我把它称为“麦金农效应”。我们过去的金融体制虽然市场化程度不是很高,但是对于支持经济增长和金融稳定没有造成根本性的障碍,我觉得主要是“斯蒂格利茨效应”在发挥作用。但随着市场化改革推进,低效率问题变得越来越突出,这几年我们经常讨论金融不支持实体经济的问题,这可能就是“麦金农效应”的作用变得越来越大了。这就意味着需要进一步推进市场化金融改革。

最近决策部门提出要推进要素市场



出版社:北京大学出版社  
作者:赵昌文 许召元  
书名:《新工业革命背景下的中国产业升级》

改革,我认为非常重要也非常及时。过去那种不对称的市场化改革策略要慢慢走向终结,市场化改革将迎来最后“临门一脚”,金融当然也要做更多、更彻底的改革。金融部门改革需要达到的主要目的,就是《新工业革命背景下的中国产业升级》这本书里讨论的主题:金融怎么支持产业升级,怎么支持经济持续增长。

## 构建现代化金融体系

为什么过去金融体系能够有效支持经济增长,而现在有效性在逐步下降?一

个可能的理由是,过去我们的经济更多的是粗放式增长,而将来经济增长越来越多地需要创新。金融怎样支持创新?这需要金融体系进一步改革,需要构建现代化的金融体系。

要构建现代化金融体系,有两个比较关键的方面。

第一,需要进一步推进市场化的风险定价。过去我们在利率和汇率方面存在扭曲,影响了市场化的风险定价。未来创新意味着经济活动的不确定性会变得越来越