

基础设施 REITs 政策解读及存量地产金融业务布局分析

报告主要内容:

● 2020年4月30日，中国证监会、国家发改委联合发布《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》（以下简称《40号文》）。该文件标志着中国基建公募REITs正式起航。公募REITs试点不仅对于中国不动产投融资体制改革具有重大意义，而且在宏观层面是降低债务风险、稳投资、补短板的有效政策工具，并进一步完善储蓄转化机制、降低实体经济杠杆，其重要性可以比肩注册制试点对于A股市场改革的意义。本文将从基础设施REITs政策出台背景入手，并结合《40号文》和《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称《征求意见稿》）对基础设施REITs的总体解读。在此基础上，就未来展业机会进行简要分析。银河应以基础设施REITs试点为契机，对存量不动产综合金融业务闭环的打造进行战略布局。

专题研究员



唐夕雅

✉: lawtxy@163.com

报告完成日期：2020年5月5日

基础设施 REITs 政策解读 & 存量地产金融业务布局分析

目录

一、基础设施 REITs 政策出台背景.....	3
(一) 经济下行压力.....	3
(二) 服务国家发展战略.....	4
(三) 地方隐性债务问题.....	4
(四) 基础设施存量资产规模庞大.....	5
二、基础设施 REITs 的总体解读：以《40 号文》和《征求意见稿》为依据.....	6
(一) 基础设施 REITs 试点的基本原则逐条解读.....	6
(二) 基础设施 REITs 试点项目要求逐条解读.....	7
(三) 基础设施 REITs 试点工作安排逐条解读.....	11
(四) 《征求意见稿》中对基金要求的解读.....	13
1. 基础设施基金的定义.....	14
2. 公募 REITs 的产品模式：基础设施基金+资产支持专项计划.....	14
5. 基础设施基金的主要参与机构.....	17
(五) 对于相关问题的疑问与思考.....	18
1. 对“权益导向”的理解.....	18
2. 基础设施基金对外借款问题.....	18
3. 处置环节存在的问题.....	18
4. 中介机构聘请的问题.....	19
5. 应重点关注税收优惠和资产转让制度的构建.....	19
三、战略布局：打造存量不动产综合金融业务闭环.....	19
(一) 银河布局商业 REITs 必要性.....	19
1. 未来 REITs 市场将迎来爆发.....	19
2. 券商布局 REITs 的优势：打通一二级市场形成业务闭环.....	20
3. 银河深入布局 REITs 市场的必要性.....	21
(二) 全面整合券商资源：打造存量地产金融闭环.....	22
1. 一级市场环节.....	23
2. 上市发行环节.....	23
3. 二级市场环节.....	24

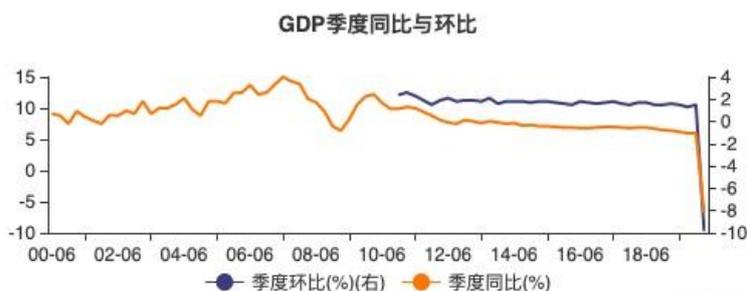
一、基础设施 REITs 政策出台背景

自 2008 年次贷危机以来，我国一直在大规模发展基础设施建设，形成了大量基础设施资产，存量规模超过 100 万亿元。短期看，应对疫情影响和经济下行压力，REITs 市场建设可以成为中国经济的“稳定剂”，保障经济平稳运行；从长期看，REITs 将成为深入推进金融供给侧改革，推动经济高质量发展的“助推剂”，助力中国经济转型升级。因此，这个时点从基础设施领域启动试点工作，主要有两个原因。

（一）经济下行压力

REITs 自 1960s 于美国诞生以来，推出 REITs 的国家及地区逐步增多，迄今约有 42 个国家和地区建立了 REITs 市场。根据北大光华管理学院相关研究，统计相关国家及地区发布的背景，发现其中约有 30 个国家及地区在经济危机、低迷或减速的情况下，推出相关政策。

我国金融周期持续下行，2018 年以来 GDP 增速持续放缓；2020Q1 受新冠疫情冲击，单季度 GDP 实现负增长（见图一）。面对经济的衰退和萧条，“积极的财政政策和货币政策”是政策制定者常用的方法，其中财政支出通常作用于不动产和基建投资领域。现阶段，资本形成总额对于 GDP 的拉动依旧扮演较为重要的作用（见图二）；短期受疫情影响，消费及出口依然受到限制。“新老基建”将是“六稳”、“六保”的重要抓手之一



图一：我国经济周期下行趋势（数据来源：Wind）



图二：资本形成总额对于GDP的拉动作用（数据来源：Wind）

（二）服务国家发展战略

2017年以来，中央先后确定了雄安新区、海南自由贸易试验区、粤港澳大湾区、长江三角洲区域一体化等重大战略，明确要求大力实施一批重大基础设施工程，加快构建现代基础设施体系，在金融创新等方面探索更加灵活的政策体系。要进一步提升基础设施建设的质量和水平，必须逐步摆脱靠各类杠杆融资来支撑投资的传统逻辑，发展建设理念的落地应依靠一个多层次、市场化的投融资体制。作为不动产资产定价的“锚”，REITs对于提升不动产投资的投资效率，优化资源配置至关重要。

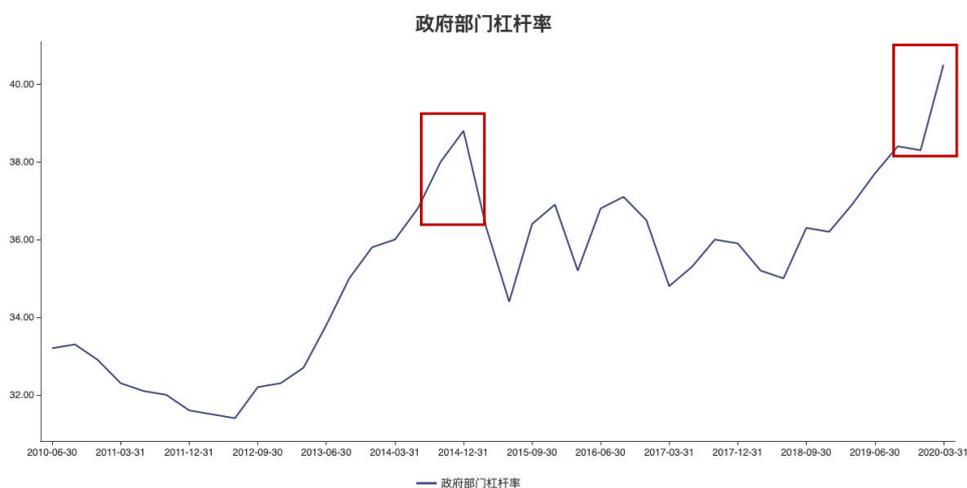
需要特别说明的是，新型基础设施投资具有规模大，回报期长的特点，技术研发和应用商业模式具有不确定性。新型基础设施建设不应过度依赖信贷融资，而要重点运用权益性融资工具，实现真正的多层次市场化投融资体制。新型基础设施中有众多不动产属性的资产，如5G领域的铁塔、数据中心等等。对于新基建项目的前期投资，无论采取何种退出方式，新一轮的资金供给均应来源于市场，形成良性循环的投融资链条。REITs可以成为新基建投资链条的最后一环，助力形成循环可持续的投融资生态体系。

（三）地方隐性债务问题

在经济下行通道中，政策对投资的支持尤为重要，然而传统的融资渠道，限制了财政发力、信用扩张的路径：14-15年，我国也面临经济下行压力，彼时地方隐性债务风险逐步暴露、地方融资平台债务风险积聚，同时地产投资亦出现较为明显下滑。新预算法和国发（2014）43号文的出台，限制了地方债务/融资平台扩张的规模与速度。2014年11月16日，国务院发布

《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》(PPP)，通过引入社会资本参与的形式，阶段性解决了基建投资资金来源问题。2017年下半年起，PPP合规趋严，政策上要求对PPP项目资本金实行“穿透”使项目“出表”更严格；同时，PPP权益资产证券化尚未突破，导致社会资本缺乏退出渠道、PPP投资热情消退。PPP阶段性支撑了基建投资，但地方债务问题并未完全化解。随着社会资本参与热情的消退，2018-2019年基建投资增速快速回落至个位数水平。

现阶段，建筑业对我国GDP贡献依旧较高；“新老基建”将是“六稳”、“六保”的重要抓手之一。就老基建而言，目前除少数一线城市已经进入城镇化的成熟期外，大多数二、三线城市尚处于城镇化的加速发展期，预计我国还有不到20年的基础设施投资建设高峰期和机遇期，平均每年的投资需要将近20万亿元。就新基建而言，2019年底，全国开通5G基站13万个，未来三到四年，基站的投入将达到万亿级。当前，受经济下行叠加疫情影响，我国政府部门杠杆率又回到2014年末的高位(见图三)，亟需新的融资模式破壳而出。目前来看，基建类REITs是最佳的突破口。



图三：我国政府杠杆率水平再创新高（数据来源：Wind）

（四）基础设施存量资产规模庞大

基础设施资金投入量大，回报周期长，主要构筑物的使用寿命可能长达数百年，涉及几代

人的福祉。自 1995 年起，我国进入 40 年左右的人类历史上前所未有的快速、全面、空前的城镇化发展浪潮，超过 10 亿人在一代人的时期内迈入现代化城市生活。城镇化相关的基础设施和房地产投资，是当代中国投资规模最大的实体经济领域。

目前国内基础设施领域的项目融资面临瓶颈。据统计，2019 年中国城镇基础设施投资完成额约为 18 万亿元，涉及 20 多个行业。大量的存量资产无法及时变现，沉淀了大量资产，据统计，目前存量基础设施资产的规模超过 100 万亿元。如果通过公募 REITs 产品发行，大概能盘活 4 万亿到 12 万亿的资本金，带动 20 万亿到 40 万亿的直接投资。能否盘活固定资产，形成经济牵引力是目前需要解决的最大现实问题。

二、基础设施 REITs 的总体解读：以《40 号文》和《征求意见稿》为依据

《40 号文》明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排。根据《40 号文》要求，中国证监会与国家发展改革委将加强合作，按照市场化、法治化原则，充分依托资本市场，积极支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展 REITs 试点。国家发展改革委将对判断项目是否符合国家重大战略和产业政策、是否符合固定资产投资管理法规，以及是否形成良性投资循环等方面，研究提出指导性意见，根据《40 号文》中基础设施 REITs 试点工作安排，中国证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿，以下简称“《征求意见稿》”）并现向社会公开征求意见。《征求意见稿》包含了产品定义与结构、参与机构的专业要求、基金份额发售方式、基金投资管理与项目运营管理等内容，构建了基础设施 REITs 业务运作框架。本部对《40 号文》进行逐条解读，同时结合《征求意见稿》的相关规定进行补充。

（一）基础设施 REITs 试点的基本原则逐条解读

首先，《通知》确定了推进基础设施 REITs 工作的基本原则。《通知》中表明，推进基础设施 REITs 的基本原则是：符合国家政策，聚焦优质资产，坚持市场化原则，坚持权益导向，稳妥开展试点工作，推动长期健康发展。其中，坚持市场化原则是保证中国 REITs 市场长期健康发展的核心。中国 REITs 市场的最终目标是建设一个公开、透明、有效的市场，保护投融资双方的利益，为投融资双方创造价值。

原则	解读
1. 符合国家政策，聚焦 优质资产 。推动国家重大战略实施，服务实体经济，支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点。	基础设施项目建设可以分为① 褐地项目 ，即对存量项目进行更新改造；② 绿地项目 ，即投资新建项目。通常情况下，褐地项目已进入稳定运营期，项目自身能产生较为稳定的现金流；绿地项目，会面临一定的完工风险，且建设期现金流较少、甚至不产生现金流。从本条的规定可以看出，基础设施 REITs 以褐地项目为试点。
2. 遵循市场原则，坚持权益导向 。结合投融资双方需求，按照市场化原则推进基础设施 REITs，依托基础设施项目持续、稳定的收益，通过 REITs 实现权益份额公开上市交易。	① 市场化原则 意味着纯粹的补贴/兜底融资模式可能不是目前 REITs 项目的首选。份额公开上市交易的一个设想是：之前类 REITs 交易结构普遍运用的“将来转公募 REITs 发行退出条款”是否有可能进行实际的运用？ ②关于“ 权益导向 ”，是在 ABS 层面分层，由公募基金投资于次级？还是不分层，全部由公募基金持有？这个问题尚有待观察，其关系到公募基金是否有杠杆，对市场很重要。
3. 创新规范并举，提升运营能力 。加强对基础设施资产持续运营能力、管理水平的考核、监督，充分发挥管理人的专业管理职能，确保基础设施项目持续健康运营，努力提升运营效率和服务质量，推动基础设施投融资机制和运营管理模式创新。	REITs 产品的设计初衷是为投资者提供获取稳定现金流收益和持续资产增值的投资机会，而稳定现金流收益来源于“ 双重稳定性 ”，即 物业成熟稳定性 和 分配比例稳定性 。基础设施项目持续健康运营与管理团队密切相关。REITs 不仅仅是一种投融资工具，也是一个新的管模式，开辟了一个新的虚拟经济世界，REITs 管理团队要想方设法提供基础资产的回报率。
4. 规则先行，稳妥开展试点 。借鉴成熟国际经验，在 现行法律法规框架下 ，在重点领域以个案方式先行开展基础设施 REITs 试点，稳妥起步，及时总结试点经验，优化工作流程，适时稳步推广。	①在现行法律框架下意味着《证券法》/《基金法》不会进行专门修改制度与 REITs 匹配。在现有框架下，产品设计为“ 公募基金+ABS ”的结构。新《证券法》已经将资产支持证券列为调整的对象；加上《征求意见稿》规定“ 80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额 ”，突破公募基金作为 REITs 载体需要突破上述“ 两个 10%的限制 ”。 ②在试点阶段为稳妥起步，应为 个案审批而非备案制 。
5. 强化机构主体责任 ，推动归位尽责。明确管理人、托管人及相关中介机构的职责边界，加强监督管理，严格落实诚实守信、勤	基础设施 REITs 的试点能够突破 200 人的投资者限制，正式突破了之前类 REITs 仍然作为一种非公开发行，而非证券法意义下证券的性质。由此吸引更专业的市场机构参与管理。参照海外 REITs 的交易特性，机构主体将

<p>勤勉尽责义务，推动相关参与主体归位尽责。</p>	<p>包括受托人、资产管理人、物业管理人等机构，进行清晰的分工和权责利安排。可以预见的是，未来 REITs 在中国将创造更多的专业机构角色，并使各机构的专业领域分得更细。</p>
<p>6. 完善相关政策，有效防控风险。健全法律制度保障与相关配套政策，把握好基础资产质量，夯实业务基础，有效防范市场风险。借鉴境外成熟市场标准，系统构建基础设施 REITs 审核、监督、管理制度，推动制度化、规范化发展。</p>	<p>应重点关注税收优惠和资产转让制度的构建。</p>

要求	具体内容	政策解读
<p>1. 基础设施区域范围的要求： 聚焦重点区域</p>	<p>① 优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域； ② 国家级新区，国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区； ③ 有条件的国家级经济技术开发区。</p>	<p>① 试点项目的选择主要考虑两个问题：第一是为 REITs 长期健康发展开创一个良好的开端；第二是服务于我国的重大发展战略。 ② 2017 年以来，中央先后确定了雄安新区、海南自由贸易试验区、粤港澳大湾区等一体化等重大战略，明确要求在金融创新等方面探索更加灵活的政策体系。此次将试点范围确定在三类重点区域，是为支持国家重大战略实施、深化金融供给侧结构性改革，以提升资本市场服务实体经济能力的举措。</p>

		<p>③截至 2018 年，共有 19 个国家级新区；219 个国家级经济技术开发区。</p>
<p>2. 基础设施的行业要求： 聚焦重点领域</p>	<p>①交通设施，如仓储物流，收费公路、机场港口等； ②市政设施，如水电气热等； ③污染治理项目，如城镇污水垃圾处理、固废危废处理等； ④新基建，如信息网络等新型基础设施； ⑤其他基础设施，如高新/特色产业园区等。 ▲明确排除住宅和商业地产。</p>	<p>①不仅是传统基建，新基建被纳入试点范围内，成为基础设施 REITs 重点发展的方向。 ②比照证券交易所《基础设施类资产支持证券信息披露指南》中基础设施范围为“燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康养老等公共服务”，相对照《征求意见稿》有重叠亦有不同。</p>
<p>3. 底层资产的要求：聚焦优质项目</p>	<p>①项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。</p> <p>②具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。</p>	<p>①相比以往的“权属无争议”，“权属清晰”是更高的要求，意味着仅仅能做到“权属无争议”的资产不满足基础设施 REITs 的需求。整个项目的合规链条和相关证照都必须没有明显瑕疵，才能挤进第一批试点。 ②《征求意见稿》还规定，现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生。关键词在分散性、市场化、补贴，也就是试点产品要为真正的权益型 REITs，一些资产证券化或类 REITs 产品如主要依赖政府回购的 PPP-ABS、底层兜底偏明股实债的类 REITs（如某高速类 REITs）等都不适合作为试点的基础设施项目。</p> <p>在试点中对于优质项目要求，有利于对产品设计、发行上市流程、交易规则等方面进行系统性的测试。在上报材料的时候，应该会要求有明确的数据进行支持。</p>

	③发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。	本条是对原始权益人主体资格的要求，《征求意见稿》第七条还进一步要求基础设施项目经营3年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好。在类REITs产品中经常看到入池所谓“培育型物业”，即还没开业或者刚刚开业的物业，《征求意见稿》禁止了培育型标的物业的入池。
4. 加强融资用途管理	原始权益人通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。	与传统ABS不同，对公募基础设施REITs的资金用途做了限制。

（二）基础设施REITs试点项目要求逐条解读

其次，《40号文》列示了基础设施REITs试点的项目要求，具体要求包括三个方面，即聚焦重点区域、聚焦重点行业，以及聚焦优质项目。《40号文》中强调“优质”项目。所谓优质项目，核心在于权属清晰，具有市场化经营模式，具有持续、稳定现金流，发起人及运营企业具备持续经营能力。在市场化原则下，优质项目最终要得到投资人的认可。

要求	具体内容	政策解读
1. 基础设施区域范围的要求： 聚焦重点区域	①优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域； ②国家级新区，国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区； ③有条件的国家级经济技术开发区。	①试点项目的选择主要考虑两个问题：第一是为REITs长期健康发展开创一个良好的开端；第二是服务于我国的重大发展战略。 ②2017年以来，中央先后确定了雄安新区、海南自由贸易试验区、粤港澳大湾区等一体化等重大战略，明确要求在金融创新等方面探索更加灵活的政策体系。此次将试点范围确定在三类重点区域，是为支持国家重大战略实施、深化金融供给侧结构性改革，以提升资本市场服务实体经济能力的举措。 ③截至2018年，共有19个国家级新区；219个国家级经济技术开发区。

<p>2. 基础设施的行业要求：聚焦重点领域</p>	<p>①交通设施，如仓储物流，收费公路、机场港口等； ②市政设施，如水电气热等； ③污染治理项目，如城镇污水垃圾处理、固废危废处理等； ④新基建，如信息网络等新型基础设施； ⑤其他基础设施，如高新/特色产业园区等。 ▲明确排除住宅和商业地产。</p>	<p>①不仅是传统基建，新基建被纳入试点范围内，成为基础设施 REITs 重点发展的方向。 ②比照证券交易所《基础设施类资产支持证券信息披露指南》中基础设施范围为“燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康养老等公共服务”，相对照《征求意见稿》有重叠亦有不同。</p>
<p>3. 底层资产的要求：聚焦优质项目</p>	<p>①项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。</p> <p>②具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。</p>	<p>①相比以往的“权属无争议”，“权属清晰”是更高的要求，意味着仅仅能做到“权属无争议”的资产不满足基础设施 REITs 的需求。整个项目的合规链条和相关证照都必须没有明显瑕疵，才能挤进第一批试点。 ②《征求意见稿》还规定，现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生。关键词在分散性、市场化、补贴，也就是试点产品要为真正的权益型 REITs，一些资产证券化或类 REITs 产品如主要依赖政府回购的 PPP-ABS、底层兜底偏明股实债的类 REITs（如某高速类 REITs）等都不适合作为试点的基础设施项目。</p> <p>在试点中对于优质项目要求，有利于对产品设计、发行上市流程、交易规则等方面进行系统性的测试。在上报材料的时候，应该会要求有明确的数据进行支持。</p>

	③发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。	本条是对原始权益人主体资格的要求，《征求意见稿》第七条还进一步要求基础设施项目经营3年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好。在类REITs产品中经常看到入池所谓“培育型物业”，即还没开业或者刚刚开业的物业，《征求意见稿》禁止了培育型标的物业的入池。
4. 加强融资用途管理	原始权益人通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。	与传统ABS不同，对公募基础设施REITs的资金用途做了限制。

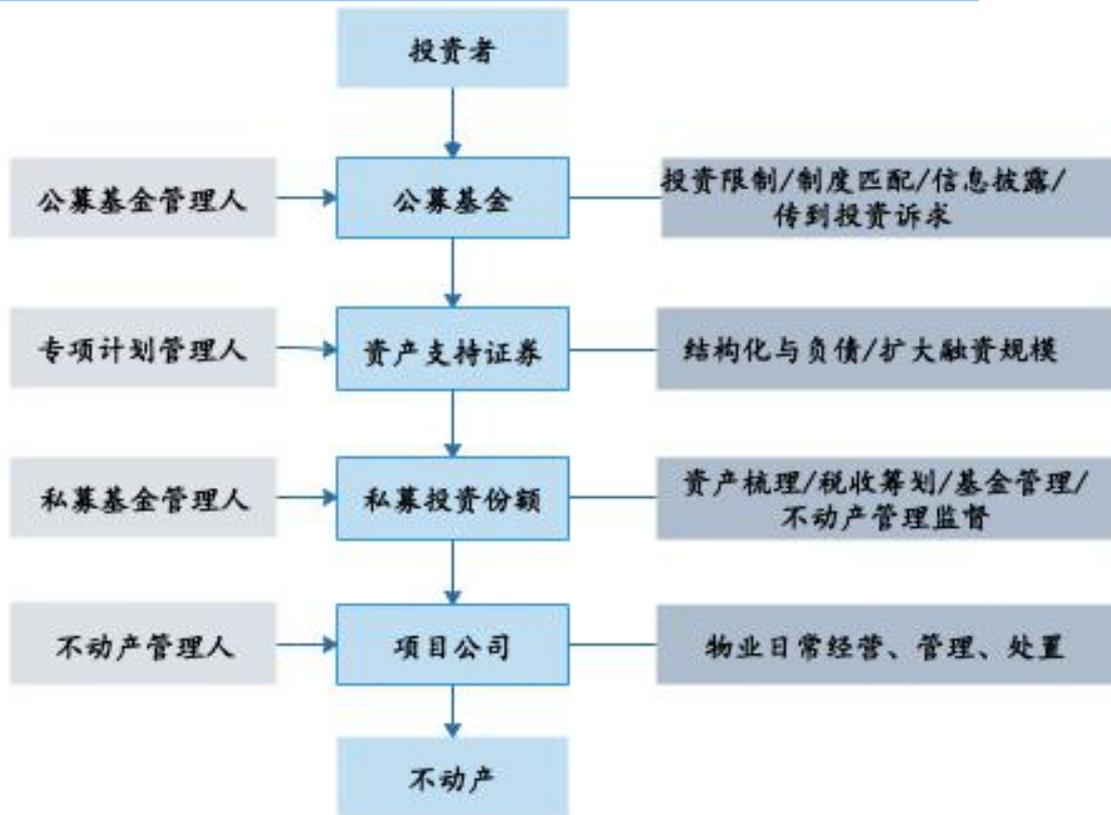
（三）基础设施REITs 试点工作安排逐条解读

最后，通知明确了公募REITs试点的产品模式，即由符合条件的、具有公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司设立封闭式公募基金，公开发售基金份额募集资金，并通过购买基础设施资产支持证券（ABS）的方式完成对标的基础设施资产的收购。这种模式，市场中称之为“公募基金 + ABS”模式。该模式应用公募基金作为载体实现公开募集和公开上市，以此来降低不动产投资门槛，使得广大公众投资者配置不动产资产成为可能，为居民提升财产性收入提供高质量的大类资产。此外，还对监管主体的协同与分工进行安排。

规定	具体内容	政策解读
1. REITs 的交易结构安排： 公募基金+资产支持证券+底层物业	试点初期，由符合条件的取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司，依法依规设立公开募集基础设施证券投资基金，经中国证监会注册后，公开发售基金份额募集资金，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券，完成对标的基础设施的收购，开展基础设施REITs业务。公开募集基础设施证券投资	目前，REITs的交易结构完全在现有的法律框架下，通过嫁接现有的资产管理工具，形成“ 公募基金+资产支持证券+底层物业 ”的三层结构。在现行法律法规框架下，公募基金尚不能直接投资于不动产项目公司股权，通过“公募基金+ABS”的模式，由符合规定条件的基金管理公司设立封闭式公募基金，在公开市场发售基金份额募集资金，并通过购买ABS证券的方式完成对不动产的

	<p>基金符合《证券法》《证券投资基金法》规定的，可以申请在证券交易所上市交易。</p>	<p>收购。不动产基金符合《基金法》规定的，可以申请上市交易。目前试点方案选择“公募基金+ABS”的模式，是考虑规则制定成本及可操作性之后的结果。在实际操作中，基于不同目的，这个交易结构通常会设计四层，即“公募基金+专项计划+私募基金（或信托/有限合伙或其他载体）+项目公司”。（见下图四）</p>
<p>2. 监管主体安排： 发改委+证监会+沪深证券交易所</p>	<p>各省级发展改革委主要从项目是否符合国家重大战略、宏观调控政策、产业政策、固定资产投资管理法规制度，以及鼓励回收资金用于基础设施补短板领域等方面出具专项意见。各省级发展改革委要加强指导，推动盘活存量资产，促进回收资金用于基础设施补短板项目建设，形成投资良性循环。在省级发展改革委出具专项意见基础上，国家发展改革委将符合条件的项目推荐至中国证监会，由中国证监会、沪深证券交易所依法依规，并遵循市场化原则，独立履行注册、审查程序，自主决策。中国证监会各派出机构、沪深证券交易所与省级发展改革委加强协作，做好项目遴选与推荐工作。</p>	<p>项目由给省发改委出具专项意见后，由国家发改委将符合条件的项目推荐至中国证监会，由中国证监会、沪深证券交易所依法依规，并遵循市场化原则，独立履行注册、审查程序，自主决策。</p>
	<p>中国证监会制定公开募集基础设施证券投资基金相关规则，对基金管理人等参与主体履职要求、产品注册、份额发售、投资运作、信息披露等进行规范。沪深证券交易所比照公开发行业务相关要求建立基础设施资产支持证券发行审查制度。中国证监会各派出机构、沪深证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会等有关</p>	<p>证监会和两大交易所还有两大协会，各类细则指南，必将如雨后春笋般不断出台。</p>

	<p>单位要抓紧建立基础设施资产支持证券受理、审核、备案、信息披露和持续监管的工作机制，做好投资者教育和市场培育，参照公开发行证券相关要求强化对基础设施资产支持证券发行等环节相关参与主体的监督管理，压实中介机构责任，落实各项监管要求。</p> <p>中国证监会指导各派出机构、沪深证券交易所、中国证券业协会与中国证券投资基金业协会制定完善试点项目遴选相关配套措施，加强基础设施 REITs 的业务过程监管，并结合实践情况，适时完善法律制度保障。</p>	
	<p>中国证监会、国家发展改革委密切沟通协作、加强信息共享，协调解决基础设施 REITs 试点过程中存在的问题与困难，并依据职责分工，不断优化流程、提高效率，推动基础设施 REITs 试点工作顺利开展，并支持探索开展基础设施 REITs 试点的其他可行模式。</p> <p>有关单位应按照本《通知》要求，做好项目储备等前期工作，待相关配套规则明确后，按规定报送相关材料。</p>	



图四：REITs 参与主体、交易结构及其功能

(四) 《征求意见稿》中对基金要求的解读

《征求意见稿》对于基础设施基金的设立、认购和运营等事项作出了具体规定。从券商和公募基金角色分配而言，这次公募基金是核心角色，因为监管机构总体秉承穿透原则，资金端来自基金管理人向公众募集资金（至少 1000 个投资者），意味着从资金流向，风险审查，资产维护，关联交易控制，流动性管理，所投资的基础设施 ABS 也必须是同一个控制人控制的管理人发行的（券商资管或基金子公司专项计划），必须 80%以上基金资产都投资单一基础设施 ABS。如此高的集中度有利于穿透管理，把基金管理人放在最核心的位置。

核心地位其实对公募基金提出了全新的挑战，其实公募基金擅长于资产本身的交易，对项目本身的管理和尽调其实是信托、保险资金、银行的长项。所以这次征求意见稿，证监会额外要求公募基金配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的

主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验。对此部分粗略解读如下：

1. 基础设施基金的定义

《征求意见稿》对于基础设施基金的要求规定在第二条并列举了四个条件：

具体内容	政策解读
（一）80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权”；	①80%修改了《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条的规定；要求如此高的集中度有利于穿透管理，把基金管理人放在最核心的位置。 ②单一基础设施资产支持证券全部份额，从字面的意思似乎意味着基础设施资产支持证券只能是平层结构，而不是说公募基金只认购资产支持证券的权益级从而优先级仍然可以有杠杆，对这一问题现尚无法确定。但从构建真正权益 REITs 的角度出发，基础设施 REITs 各层均不应有分层、杠杆的存在； ③全部股权的规定，意味着类似西南某高速类 REITs 等部分持股控制的项目在试点下不具有可行性。
基金通过资产支持证券和项目公司等载体（以下统称特殊目的载体）穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；	从券商和公募基金角色分配而言，这次公募基金是核心角色，因为监管机构总体秉承穿透原则。
基金管理人积极运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的；	监管反复强调从公募基金端到资产端的直接控制。
（四）采取封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%。	强制分红比例是 REITs 的主要特点，百分之 90 分红也是域外地区的通行做法；但对于税收中性原则，在发改委和证监会的新规中并未提及。

2. 公募 REITs 的产品模式：基础设施基金+资产支持专项计划

《征求意见稿》第二条规定，“基金通过资产支持证券和项目公司等载体（以下统称特殊目的载体）穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权。”第二十三条规定，“基础设施基

金成立后，基金管理人应当将 80%以上基金资产投资于与其存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人设立发行的单一基础设施资产支持证券全部份额，并通过特殊目的载体获得基础设施项目全部所有权或特许经营权，拥有基础设施项目完全的控制权和处置权。前述行为应当按照相关法规关于重大关联交易要求履行适当程序、依法披露。基础设施基金投资基础设施资产支持证券的比例不受《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条第（一）项、第（二）项限制。”根据上述内容，基本明确了公募 REITs 的产品模式，即“基础设施基金+资产支持专项计划”模式，对于资产支持专项计划，我们理解，基于税收筹划等方面考虑，可能会基本维持现有的类 REITs 资产证券化产品“股+债”的构架。需注意的是，《征求意见稿》对于公募 REITs 的资产支持专项计划环节作出了更严谨细致的规定，包括：①部分已发行的类 REITs 产品中，特殊目的载体仅持有项目公司部分股权，并通过满足公司章程规定的表决权方式实现控制，但在基础设施资产支持专项计划中，特殊目的载体需受让项目公司全部股权。②公募 REITs 通过特殊目的载体需获得基础设施项目完全所有权或特许经营权，并具有完全的控制权和处置权。

3. 基础设施的范围与要求

（1）基础设施的范围

公募 REITs 项目的收益主要依赖于基础设施产生的现金流回款，因此基础设施的质量对于项目成败至关重要。《征求意见稿》在基础设施范围方面与《40 号文》规定大部分一致（详见前文《40 号文》逐条解读），但其明确将住宅和商业地产项目排除在基础设施范围之外。我们理解，这与现阶段我国对于住房和商业地产的指导政策相匹配。值得注意的是基础设施的选择流程，《40 号文》明确指出，在试点阶段，基础设施项目由省级发展改革委出具专项意见，国家发展改革委将符合条件的项目推荐至中国证监会，由中国证监会、沪深证券交易所履行注册、审查程序。

（2）基础设施的要求

通过比较，《40 号文》及《征求意见稿》可以说是互为补充，主要从以下方面对基础设施及其运营主体提出要求：①基础设施项目需权属清晰，明确必备手续包括项目前期立项、投资

备案、规划、环评、用地等手续，竣工验收文件，对于 PPP 项目还需符合项目入库等合法性手续。②基础设施项目已经运营 3 年以上并稳定产生现金流，强调存在持续经营能力，这对于基础设施项目的历史现金流情况提出了较高要求；③现金流具有较高分散度，来源于市场化运营，不依赖第三方补贴等非经常性收入，这主要排除了以政府补贴或回购方式回款的 PPP 项目、回收款依赖于单一使用方的项目。④对于物业持有人，要求 3 年内无重大违法违规行为，且要求企业信用稳健、内部控制制度健全、具有持续经营能力。对于基础设施运营企业，还需具有实际经营管理能力。

4. 基础设施基金的运作

（1）基础设施基金的投资标的

《40 号文》及《征求意见稿》对于基础设施基金的定位为公募基金，面向 1000 人以上投资者发行，而公募基金的投资范围存在集中度限制。因此《征求意见稿》首要突破的是《公开募集证券投资基金运作管理办法》对于公募基金投资于单家公司发行的单只证券规模不超过 10%的限制性规定。根据《征求意见稿》表述，要求 80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，并明确规定基础设施基金属于《公开募集证券投资基金运作管理办法》的例外情形。对于剩余部分的基金资产，《征求意见稿》第二十四条明确规定，“基础设施基金除投资基础设施资产支持证券外，其余基金资产应当投资于利率债，AAA 级信用债，或货币市场工具”，即低风险债权类资产。

（2）基础设施基金份额的销售

《征求意见稿》第十五至二十条主要规定了基础设施基金份额的销售的安排。根据《征求意见稿》，基础设施基金份额分为两部分，80%部分为网下发售部分，20%为战略配售。对于 20%战略配售部分，由原始权益人及相应专业机构投资者认购，原始权益人必须认购部分基础设施基金份额且持有期限不低于 5 年，即原始权益人承担部分自留风险，其他认购战略配售部分的专业机构投资者持有基础设施基金份额期限不低于 1 年即可。

（3）基础设施基金的运作

《征求意见稿》第二十五条规定，“基础设施基金应当采取封闭式运作，符合条件的可向证券交易所申请上市交易。”可以看出，监管部门在试点阶段对于基础设施基金的交易采取了较为审慎的态度，同时也预留了后续上市交易的空间。根据现行《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定，基金份额上市交易，应当符合下列条件：（一）基金的募集符合本法规定；（二）基金合同期限为五年以上；（三）基金募集金额不低于二亿元人民币；（四）基金份额持有人不少于一千人；（五）基金份额上市交易规则规定的其他条件。结合《征求意见稿》第二十二条关于募集失败的规定，募集成功的基础设施基金实际已满足上述第（二）、（三）、（四）项指标，如取得监管部门、交易所的许可，基础设施基金份额上市交易并无明确法律障碍。

（4）基础设施基金的收益分配

《征求意见稿》第二十八条规定，“基础设施基金应当将 90%以上经审计年度可供分配利润以现金形式分配给投资者。基础设施基金的收益分配在符合分配条件的情况下每年不得少于 1 次。”这一规定主要参考国外成熟市场的收益分配制度，能够实现对基金投资者的较好保障。

（5）基础设施基金的信息披露

《征求意见稿》中除要求基础设施基金进行常规基金信息披露外，还要求重点披露基础设施项目与原始权益人等信息。信息披露主要集中在以下环节：一是在份额发行环节，基金招募说明书应重点披露基础设施基金整体架构及拟持有特殊目的载体情况，项目基本信息、财务状况、经营业绩分析、现金流预测分析、运营未来展望，原始权益人情况等并载明审计报告、资产评估报告、财务顾问报告。二是基金运作环节，对于发生金额超过基金资产 10%以上的交易或损失、项目现金流相比预期减少 10%以上、项目购入或者出售等重大事项时，应当及时进行临时信息披露。三是年度报告等基金定期报告，需重点披露基础设施项目运营情况、财务情况、现金流情况等，对外借款及使用情况，相关主体履职及费用收取情况，报告期内项目购入或者出售情况等。

5. 基础设施基金的主要参与机构

（1）基金管理人和基金托管人

根据《征求意见稿》第四条及第五条，基金管理人和基金托管人需符合《证券投资基金法》、《公开募集证券投资基金运作管理办法》所列举的公募基金管理人条件，以及《征求意见稿》所列举的条件。

值得注意的是，《征求意见稿》为降低公募 REITs 项目整体性风险、防止层层代理导致的管理职责弱化，特别要求：①基金管理人与专项计划管理人之间需具有实际控制关系，或受同一实际控制人控制；②基础设施基金托管人与基础设施资产支持证券托管人应当为同一人。这一规定对于基金管理人设置了较高门槛，即在同一集团内需同时具备公募基金管理人和专项计划管理人两类资质。

（2）财务顾问

财务顾问是《征求意见稿》引入的特殊中介机构，负责在基础设施基金设立前环节对基础设施项目进行尽职调查并出具财务顾问报告、在基础设施基金销售阶段承担路演推介、询价、定价、配售等相关业务。对于财务顾问的资质，《征求意见稿》第九条规定，“财务顾问由取得保荐机构资格的证券公司担任，按照法律法规及中国证监会有关保荐机构尽职调查要求，对基础设施项目进行尽职调查，充分了解基础设施项目的经营状况及其面临的风险和问题。”可以看出监管部门对于基础设施基金这一新兴产品的审慎态度，财务顾问（保荐）制度部分借鉴了股票发行的制度，引入第三方财务顾问并作出独立意见，更有利于揭示基础设施的风险，保护投资者的利益。

（3）主要中介机构

《征求意见稿》所提到的基础设施基金主要中介机构包括资产评估机构、律师事务所、会计师事务所，基金管理人应当聘请资产评估机构对基础设施项目进行评估，聘请律师事务所对基础设施项目转让行为合规性等出具专业法律意见，聘请会计师事务所对基础设施项目财务状况进行审计，同时规定了资产评估机构、律师事务所、会计师事务所主要职能、出具的文件及必备内容、费用支付时点等。

（五）对于相关问题的疑问与思考

1. 对“权益导向”的理解

关于“权益导向”，是在 ABS 层面分层，由公募基金投资于次级？还是不分层，全部由公募基金持有？这个问题尚有待观察，其关系到公募基金是否有杠杆，对市场很重要。

2. 基础设施基金对外借款问题

对于基础设施基金对外借款的规定，存在几点疑问：第一，按照以往类 REITs 底层搭建的逻辑，为降低项目公司层面存续期所得税或者为置换存量贷款，底层往往存有股+债的设计，类似结构设计中债的部分是不是归属于此条对外借款的范畴？第二，存续期如果基础设施基金有再融资之需要，是否意味着除特定基础设施项目维修、改造等目的一般不能进行再融资行为？亦需要进一步明确。

3. 处置环节存在的问题

处置一直是实践中 REITs 项目中争议的焦点，征求意见稿对于处置机制规定较为笼统，仅仅列明了基金份额持有人利益优先的原则，我们建议对于处置的施行特别是基金份额持有人会议的决策机制上要有规定。

4. 中介机构聘请的问题

《征求意见稿》仅规定了基金管理人所聘请的中介机构，并未对资产支持专项计划环节的中介机构进行规定。是否可以理解为，在基础设施基金环节的中介机构与资产支持专项计划环节的中介机构可以为不同主体？我们理解，从基金管理人和专项计划管理人之间需具有实际控制关系或受同一实际控制人控制的规定看，基础设施基金环节与资产支持专项计划环节的中介机构为同一主体，更符合《征求意见稿》及监管部门对于公募 REITs 的风险控制思路，但此处未作明确规定，需要等待后续相应细则予以明确。

5. 应重点关注税收优惠和资产转让制度的构建

(1) 从国外经验看，REITs 之所以发展迅速，一个重要原因是在税收方面享受明确的支持性政策。与商业地产私募 REITs 一样，迫切需要明确避免公司所得税双重纳税等税收问题。按照现行规定，在基础设施 REITs 发起环节，由于涉及资产转让，可能面临较高的土地增值税和所得税负担；在运营阶段，基础设施项目和投资者还可能面临双重征税。

(2) 更进一步，由于依托公共基础设施项目提供基本公共服务是政府责任，公共基础设施项目本身的主营业务收入主要来自使用者付费或财政付费，这类收入能否豁免征税，需要相关政策明确。

(3) 目前，国有资产转让一般需要履行国资审批以及产权交易所公开挂牌转让程序，流程较为复杂、耗时较长；同时，标的资产在产权交易所挂牌转让时，公募 REITs 能否顺利受让存在不确定性。鉴于基础设施 REITs 公开上市交易、资产价格发现机制完善，应优化国有资产审批流程，豁免公开挂牌转让，以便于对基础设施类资产进行有效估值。

三、战略布局：打造存量不动产综合金融业务闭环

(一) 银河布局商业 REITs 必要性

1. 未来 REITs 市场将迎来爆发

在公募 REITs 在基础设施领域展开试点后，未来商业不动产领域有望进一步推动。由于基础设施付费产生的现金流受使用人数影响，通常在一定时期保持不变，例如高速公路通行费通常保持在一定区间范围，根据会计处理方式，将导致标的资产逐年递减；而商业物业的估值商业地产估值近几年的大幅增长。因此，可以预见，在商业 REITs 放开后将产生大量资产上市。根据恒大研究院数据，全国住宅存量规模约 320 万亿，而商业不动产存量规模达到 50 万亿，存量商业不动产市场并非小众。此外，从二手交易来看，近几年商业不动产市场异常活跃。2019 年，全国商业不动产大宗交易额达到 2633 亿人民币，四年累计涨幅接近 2.6 倍。

此外，2018 年外资基金大批在中国收购酒店、商场等物业资产近 900 亿，仅黑石一家就有 200 亿。外资基金收购中国物业的风口已然来临，并且相比国内私募基金而言，外资基金的优势也不言而喻——既可以等待着中国公募 REITs 的机会，又有着海外 REITs 的渠道。2020 年也是资本开放最关键的一年，2018 年外资在金融领域的投资股比限制提高到 51%，到 2021 年将全部放宽限制，也就是说到 2021 年外资投资金融企业，证券公司、基金公司、资管公司、保险公司等股比限制将完全取消，大量外资将会进入中国。随着基础设施公募 REITs 的落地，加上外资对中国基础资产的喜好，2020-2021 年这两年类 REITs 和私募 REITs 市场也将会迎来爆发。

2. 券商布局 REITs 的优势：打通一二级市场形成业务闭环

中国的商业不动产有 50 万亿的基础资产，其资产证券化必然也是一个万亿级的市场。未来，参与商业不动产资产证券化的机构会包括房地产商、企业、私募房地产基金、保险、券商、信托、公募基金等。对比来看，前四者只能参与商业不动产一级市场投资，公募基金只能参与证券化产品的二级市场投资，信托只具有非标产品发行能力，唯有券商具备打通三个业务环节实现商业不动产资产证券化闭环投资的能力。在基础资产池构建环节，券商旗下的私募基金子公司可以通过私募房地产基金投资商业不动产（类比 PE 投资）；在资产证券化环节，券商投行具备 CMBS、类 REITs、公募 REITs 的发行和承销能力（类比企业的 IPO）；而在公募 REITs 的二级市场，券商的经纪业务、投行可以服务于 REITs 的交易流通及再融资等，券商的资管和自营亦可直接参与 REITs 的二级市场投资（类比股票的二级市场）。

3. 银河深入布局 REITs 市场的必要性

（1）券商传统轻资产业务毛利率下滑

券商的业务主要可以分为几大板块：经纪业务、投行业务、资产管理业务和自营投资业务、信用业务。其中，前三类为传统轻资产业务，后两类为需要消耗资本金的重资产业务。不同于轻资产业务主要通过服务赚取佣金，重资产业务需要依靠资产负债驱动，因此对证券公司资产和杠杆的要求更高。

	业务	收入性质	利润获取方式	ROA
轻资产业务	经纪	佣金收入	牌照价值体现	整体较高
	投行	承销费、财务顾问费	牌照价值体现	
	资产管理	管理费、超额收益分成	牌照价值体现	
重资产业务	自营	投资收入	资产负债表扩张	整体较低
	信用业务	利息收入	资产负债表扩张	

受到行业成长空间有限、券商业务同质化、经营模式同质化等影响，近年来证券业竞争持续恶化，手续费佣金率越来越低，股票质押、融资融券甚至债券承销都曾陷入价格战，证券业制度红利不断缩减。同时，最近两三年，随着业务重资本化、客户机构化和服务智能化的演进，

头部券商优势越来越明显，市场集中度加速提升。叠加金融行业持续对外开放带来的外资券商冲击，银河必须寻求差异化竞争，这是关系到未来发展的战略性问题。

(2) 资产存量时代：REITs 市场潜力巨大

国内商业不动产资产证券化程度较低，导致其无法作为大类资产被主流金融机构配置。根据世邦魏理仕数据，目前中国商业不动产的内资投资者主要是房地产商和企业，合计占比接近60%。而涉足商业不动产的金融机构较少，仅保险和私募房地产基金。对比美国商业不动产市场可以发现，其开发商市值比例非常小，仅520亿美元。与其形成鲜明对比的是各类商业不动产的金融产品，包括1.1万亿美元的公募REITs、1万亿美元的私募REITs以及1万亿美元的CMBS，此外还有近7000亿美元的私募房地产基金。美国整个金融系统控制了超过4万亿美元的商业不动产，占美国商业不动产总规模的三分之一，其商业不动产的资产证券化率非常高。

(3) 流动性宽松利好商业不动产投资

近20年来全球出现了6轮大范围降息周期，复盘过往全球宽松周期，商业不动产在宽松表现突出。以美国为例，选取四轮降息周期对比主要大类资产可知，平均收益排名前列的分别是国债（51%）、FTSE EQ REITS 指数（47%）、黄金（45%）和NCREIF商业地产房价指数（40%）。四轮宽松周期中，商业地产价格指数和REITs指数均表现优异，此外商业地产价格指数是唯一一类四轮周期中收益率均为正的资产。

各类资产收益率	1978/8-1982/12	1988/12-1992/9	2000/2-2003/6	2005/12-2008/12	平均收益率
黄金	112%	-19%	22%	66%	45%
标普500	31%	51%	-31%	-27%	6%
国债收益率	-19%	43%	95%	83%	51%
CRB 现货指数	-5%	-14%	13%	1%	-1%
CPI	59%	17%	8%	7%	23%
NCREIF 商业地产指数	99%	3%	34%	26%	40%
FTSE ALL EQ REITs	116%	38%	66%	-30%	47%
住宅价格指数			23%	-4%	9%

就中国而言，2008-2017 年共经历三轮宽松周期，三轮周期中国债和房价均大幅跑赢其他大类资产。2018 年在经济下行压力下，中国又一次开启货币宽松周期。从 18 年 4 月至今我国实施了 7 次降准+1 次 LPR（5 年）降息，截至目前 10 年期国债收益率从 3.98% 的高点降至目前的 2.82%。鉴于商业不动产的估值方式为市场价值 = NOI / Cap Rate，而 Cap Rate 为无风险利率加一定的风险溢价。国内无风险利率的下行会使得 Cap Rate 下降，这必然导致商业不动产的价值提升。

（二）全面整合券商资源：打造存量地产金融闭环

完整的商业不动产资产证券化业务涉及到“基础资产池构建（商业不动产一级市场）——资产证券化（商业不动产发行上市）——证券化产品的金融服务（商业不动产的二级市场服务）”三个环节，基础资产池的构建目前普遍采用的模式是通过设立私募房地产基金收购大宗商业物业；资产证券化可以采用 CMBS、类 REITs 两种模式，未来亦可采用私募 REIT 或公募 REITs，从海外经验来看公募 REITs 也是最主流的方式；如果未来我国也采用公募 REITs 方式，那么未来 REITs 上市后还会衍生出交易流通、再融资、并购重组等相关金融服务的需求。

基于前述研究，本文认为，银河作为一家具备全牌照的券商可以在充分整合内部资源后，可以从 4 个角度，在商业不动产资产证券化的不同环节切入这一领域，实现多元化的闭环业务模式，获取全方位收益。（见下表）

业务环节	业务模式	涉及部门/牌照
一级市场	利用自有资金或募集资金直接投资于存量物业，借助 Buy-Fix-Sell 模式赚取差价	券商私募子 券商另类投
上市发行	发行、承销 ABS/CMBS/REITs 产品，获取相关承销费用	投行/资管部门
二级市场	持有 ABS/CMBS/REITs 产品并参与市场交易，获取分红或交易差价	自营/资管/固收/券商系 基金公司
二级市场	为投资人参与 ABS/CMBS/REITs 产品交易提供服务，赚取相关经济佣金	经纪业务

1. 一级市场环节



近年来，国内的 PE/VC 市场进入寒冬，2019 年国内市场募投总额仅为 2017 年的 50%左右，对从事一级市场投资业务的券商私募子/另类投提出了严峻的挑战。从根本上看，一级市场目前的低迷状况，主要可归根于两个原因，一是经济增长放缓后，PE/VC 市场原有估值泡沫破灭，导致机构在对外投资方面偏向谨慎；二是投资人风险偏好出现了显著下降，对于未上市企业股权等高风险资产的配置意愿减弱，更愿意投资于收益稳健、流动性良好，且具备定期现金流入的类固收资产。而这正是存量不动产投资的优势所在，一方面，经济下滑导致企业出现流动性危机，被迫出售原持有的不动产筹集资金，投资方有望以低于市场价的水平购入优质资产；另一方面，从资金募集角度，国内绝大部分的高净值人群/机构均曾受益于过去十几年内住宅地产的增值，不动产实物资产的投资在心理层面更容易为其所接受，同时，运营良好的商业地产可为投资人定期提供稳健现金流，不动产资产价格较为透明，大宗市场交投相对活跃，更是其与传统 PE 项目相比的优势所在。因此，无论对于依赖于募集资金的券商私募子，还是依赖于自有资金的券商另类投，商业不动产都是具备相当吸引力的资产配置标的。目前，已经有不少券商直投和另类投在布局商业不动产，考虑未来商业不动产证券化的巨大市场机会，银河应当积极参与商业不动产的一级市场投资，一方面可以获取商业不动产稳定的投资收益，另一方面也能为商业不动产的资产证券化储备优质的基础资产。

2. 上市发行环节

随着各类不动产资产证券化产品的政策放开，相关产品的承销业务将会是券商投行部门的重要增量业务。与同质化严重，已经处于红海阶段的传统 IPO、债发领域不同，REITs 等创新业务对于券商相关团队的资质、能力具备一定的要求，符合条件的券商投行部门有望在一定时期内获取更高溢价。同时，考虑到目前国内不动产证券化产品多为固定收益型，而美国等成熟市场的 REITs 以权益型为主，现阶段券商投行部多由债发或类似团队承担相应承销工作，而后伴随着国内市场的逐步发展，股权融资团队发挥的作用将日益显著。目前市场有较大的预期国内类 REITs 未来将会转换为公募 REITs，从业务布局来考虑量，目前银河的债发和资管部门可以大力发展 CMBS、类 REITs 业务和基础设施 REITs 业务，为未来大体量的商业地产 REITs 的展开储备优质资产。

3. 二级市场环节

如前文所述，REITs 作为一种收益稳定、流动性强、风险适中的投资品种，能够有效优化投资者的资产组合提升总体收益率，在券商自营和资管的主动管理产品的资产组合中，将成为重要的资产配置补充。此外，通过建立从一级市场到二级市场的闭环，券商可在房地产金融领域有效降低风险，有助于券商与险资等追求稳健收益的资金方的合作，帮助营业部获取稳定型投资人资源，形成良性循环。目前，中金、中信等不少券商已经开始 REITs 领域的布局，银河自营、资管等部门亦可以积极关注 REITs、CMBS 的发展，为未来投资做投研准备。

结论：随着 CMBS、REITs 政策的不断完善，国内商业不动产资产证券化业务的春天即将来临，展望未来 5-10 年，商业不动产资产证券化或许将是券商最大的增量业务。银河作为龙头券商，应积极着手布局不动产资产证券化领域，首先，在一级市场领域，要通过其私募基金子公司、创新投积极布局商业不动产投资，通过资管、债发积极布局 CMBS 和类 REITs 的承销业务；其次，要自营和资管积极布局 CMBS 和 REITs 的投研，充分发挥内部协同效应，利用自身相对于开发商、地产基金或不良资产管理公司的全牌照优势，打造存量地产金融业务闭环。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站向社会公开发布，无意针对或打算违反任何国家或地区的法律法规。

本报告基于本公司博士后科研工作站研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料进行撰写，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性以及完整性不做任何保证。

本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、论证及判断。本报告所载观点并不代表中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站、不代表中国银河证券股份有限公司、也不代表我们的合作院校(清华大学)或任何其附属合作机构的立场，如果本报告出现政治或学术、技术性错误或失实情况由作者本人承担责任，与中国银河证券股份有限公司及其合作院校(清华大学)或任何其附属合作机构无关。

报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间或其他因素的变化而变化，从而导致与事实不完全一致的结论，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本公司、本报告研究人员及其附属机构不对任何因使用本报告或本报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告所载的全部内容只提供给阅读者做参考之用，并不构成对阅读者的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了阅读

者使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，阅读者需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。



中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站

简介

中国银河证券股份有限公司博士后科研工作站（以下简称“工作站”），是经国家人力资源和社会保障部及全国博士后管委会批准设立的科研机构。

工作站以中国经济运行与发展中的重大理论问题、资本市场改革发展中的重大理论与实践问题和证券公司发展创新过程中的现实性、前瞻性、战略性问题为研究对象，以吸引、培养和储备高层次研究人才为己任，以提高中国银河证券综合竞争力、促进公司可持续发展、推进中

国资本市场的理论建设为目标，力求通过宽视角、深层次、高质量的研究，为把中国银河证券打造成国内一流券商服务，为资本市场的改革发展服务，为发展繁荣中国的经济和金融科学服务。

为吸引高素质的博士毕业生进站从事研究工作，工作站为博士后研究人员提供在业内具有竞争力的、较高水平的工资和福利待遇，以及较为优越的科研条件和工作环境。