

# 基建 PPP+REITs 创新融资模式

蒋 梅

中国市政工程中南设计研究总院有限公司, 中国·湖北 武汉 430070

**【摘要】**建信基金旗下建信中关村产业园封闭式基础设施证券投资基金正式启动发售, 基金认购价格为 3.2 元/份。在此之前, 华夏越秀高速以 7.1 元的间隔进行了认购, 产品有效的平均认购倍数大于 50, 依据最后的确定的认购价格以及发行的份数, 华夏越秀高速 REIT 募集的金额是 21.3 亿元, 而建信中关村 REIT 募集的金额是 28.8 亿元, 加起来总的募集金额超过了 50 亿元。从 2020 年到现在, 我国根据实际状况在基础设施领域进行不动产投资信托基金 (REITs) 的试点, 这是继首批 9 只公募不动产投资信托基金 (REITs) 试点产品上市近 5 个月, 第二批公募 REITs 正式发售。因为第一批的公募 REITs 有着很高的认可度, 且整个市场在运行过程中非常的稳定, 有着良好的开端, 因此, 第二批公募 REITs 在市场中更加受到投资者的欢迎和青睐。就当前状况来看, 两批基础设施公募 REITs 产品数量已经达到了 11 只。而在 PPP 市场方面也出现了一种全新的融资模式——“PPP+REITs”, 在市场上也引来了广泛的关注, 基于此种状况, 本文主要对其进行了简单的探讨, 以供相关人员参考。

**【关键词】**PPP; 项目基础设施基金; 融资模式; 交易结构

## 1 我国 REITs 市场的发展空间

海外 REITs 市场历经数十年的发展已比较成熟, 而中国基础设施 REITs 在 2021 年试点启航。依据 2020 年我国发改委以及证监会颁布的试点范围要求来看, 第一批基础设施 REITs 的底层资产中主要包含的又污染治理、仓储物流、高速公路以及产业园等。而“958 号文”中又把基础设施 REITs 的试点范围进行了扩张, 其中主要包含九类的资产类型, 比较典型的是保障性租赁住房项目。我国首批基础设施 REITs 均采用收益法进行资产评估, 即通过预测持有到期的资产未来经营收益, 利用折现率或资本化率进行折现得到评估价值。需要注意的是, 我国 REITs 采用“网下询价、管理人定价”的发行定价方式, 资产评估值只是提供给投资人参考的基础, 并不对 REITs 的市场价值发生直接影响。要想进行基础设施 REITs 的发行, 此基础设施项目在未来三年的项目净现金流收益要超过百分之四。就目前状况来看随着基础设施 REITs 二级市场的价值越来越高, 新购入 REITs 份额的投资人可获得的现金流分派率在下降, 特别是产权类资产, 可能会低于 4% 的分派率, 反映出投资人对已经发行的基础设施 REITs 的认可和追捧。

## 2 PPP+REITs 融资模式的可行性

REITs 于 1960 年在美国产生, 随后在全世界各国相继推出, 如 1971 年澳大利亚房地产开发商联盛集团发行的达令地产基金, 日本建设基金和日本房地产投资基金在 2001 年在东京证券交易所上市, 2005 年在香港联合交易所上市的第一批房地产投资信托基金——领汇房地产投资信托。REITs 产品自 1960 年出现以来, 在过去的几十年里取得了快速的发展。在世界主要经济体中, REITs 在资本市场中占有巨大的市场份额。目前, REITs 的产品规模已超过 1.8 万亿美元。作为成熟市场的重要资产类别, 房地产投资信托基金是基于股权的资产证券化产品。投资者所享受的产品收益主要包括租金收入和房地产增值收入。具有股息高、流动性强、风险低的特点。REITs 在国外市场的运作得到了市场的认可。REITs 是当前市场上比较受欢迎的一种融资工具, 其能够充分的对资产和现金流进行重振标。与国外快速发展的 REITs 相比, 我国目前 REITs 还处于发展的早期阶段, 未来发展空间广阔。随着国内法律、税收等制度的完善和资本市场的进一

步开放, 房地产行业 and 国内基础设施融资模式将呈现多元化。借鉴国外房地产投资信托基金的成熟经验, 将房地产投资信托基金引入 PPP 模式, 将会带来数万亿美金的杠杆效应<sup>[1]</sup>。

PPP 项目具有长期性、高不确定性和低收益的特点, 这导致了 PPP 项目融资难的问题。PPP 项目的监管对 PPP 项目的融资、建设、运营和转让都提出了挑战。REITs 作为一种基于股权的资产证券化模式, 具有股息高、流动性强、风险低、收益相对稳定的特点。因此, 在 PPP 模式中引入 REITs, 可以相互促进、相辅相成, 可以转化为真实的股权融资。PPP+REITs 的融资模式不但能够对融资的渠道进行拓宽, 还能够对隐形的政府债务风险进行降低。同时, 也不乏成熟的优质资产, 满足 REITs 的基本股利分配要求。上市的京沪高铁 2019 年加权 ROE 为 7.88%, 大秦铁路 2019 年加权 ROE 为 12.55%。REITs 的发展也促进了国家增加基础设施建设、带动实体经济发展、盘活现有资产、解决隐性债务问题、规避金融风险的现实需要。

## 3 PPP+REITs 融资模式的必要性

在 PPP 项目当中, 如果社会资本方想要推出, 其中主要的方法有转让股权、上市交易、资产证券化等方法, 上述方法在实际运行中存在不同程度的机制约束, 如项目公司股权变动的限制、所有权问题、特许经营问题等, 导致社会资本退出, 遇到很大困难。同时, PPP 项目周期长, 投资规模大, 不确定因素多, 追求短期投资效益和低风险回报的做法也让人望而却步。因此, PPP+REITs 融资方式既可以吸引中长期资金参与基础设施项目, 也为社会资本的撤出提供了途径。REITs 的收益率是不固定的, 其收益取决于基础设施项目的收益。如果基础资产基础设施运行良好, 项目收益较高, 则 REITs 投资者可以获得更好的收益。随着全球利率进入下行周期, 许多国家出现了负利率, 债券投资不再是良好的投资渠道, 资产管理产品出现了爆炸式增长<sup>[2]</sup>。

## 4 PPP+REITs 融资模式完善建议

### 4.1 REITs 模式与 PPP 特征相契合

2020 年 5 月, 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《通知》), 并出台《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《指

引》), 意味着 REITs 将正式在中国境内登上资本市场舞台。随后国家发改委、证监会、上交所、深交所等多部门出台相关配套政策以确保 REITs 试点工作顺利推行, 其中《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》对 PPP 项目申报 REITs 做出具体说明: 对 2015 年以来的 PPP 项目, 除需满足发行 REITs 的基本条件外, 还应在依法履行审批、核准或备案手续、批复实施方案、通过竞争方式确定社会资本方、规范签订 PPP 项目合同等方面满足具体要求。专家普遍认为, PPP 项目投资期限较长、投资金额较大、投资回报较稳定、资本流动性较弱, PPP 项目资产在长周期中容易形成存量资产“堰塞湖”, 社会资本方普遍面临资本金融资难问题, 各参与主体对 PPP 项目的资金流动性有着强烈需求等。而基础设施 REITs 是国际通行的配置资产, 不但在收益上比较稳定, 且具有很好的流动性, 有着很高的安全性能, 能够对资产进行有效的盘活, 并拓宽社会资本的投资的渠道, 在筹集项目资本金有着非常好的作用, 且还能够对债务的风险以及实体经济的杠杆进行降低。由以上相关概述能够有效的看出, PPP 项目和基础设施 REITs 进行融合的过程中有着天然的融合空间, 而要有效的实现 PPP 项目和基础设施 REITs 的融合, 在未来还有很多的事情要做。有相关研究者认为其通知中有明确的规定, 要想能够参加 REITs 试点的 PPP 项目, 其收入的主要来源主要要以使用者付费作为主要来源, 并且有着非常成熟的经营模式, 有着较强的市场运营能力。在相关指引中也有明确的指出, 基础设计项目在经营上也要超过三年, 有着持续且稳定的现金流, 有着良好的投资回报, 在未来有着巨大的发展潜力。由此可以看出, 要想参与 REITs 试点的 PPP 项目, 需是已完成建设并顺利运营 3 年以上的使用者付费项目, 其中暂时可以还处在建设期以及运营初期的 PPP 项目、纯政府付费类和以可行性缺口补助为主的准经营性 PPP 项目。除此之外, 相关的通知中还具体的要求所有的 REITs 试点都要聚焦于符合国家表针的重点行业、重大战略以及重点区域中的优秀项目。例如京津冀、雄安新区、粤港澳大湾区长江以及长江经济带等区域; 或者是交通运输行业、城镇污水垃圾处理以及固废危处理等行业。只要 PPP 项目符合以上相关条件, 且稳定运营超过三年, 就可以和基础设施 REITs 进行有效的融合。

#### 4.2 搭建起“PPP+REITs”有效结合的桥梁

虽然把 PPP 项目和 REIT 进行有效的融合有着很多有利的地方, 但是从短期来看能够和 REITs 申报试点要求相符合的 PPP 项目屈指可数, 同时我国 REITs 目前还处在发展摸索的阶段中, 并没有健全的政策以及相关标准。如果要想更好的对 PPP 项目和 REITs 进行有效的融合, 不但要对 REITs 推广力度进行加强, 还要对 PPP 项目自身资产质量做进一步的加强, 以便于能够充分的满足当前 REITs 发行所需要的条件。就当前状况来看要想充分的对 PPP+REITs 进行有效的结合, 需要做好以下几点: 第一是要从产品最初的架构设计方面支持并且鼓励原始权益人能够持续性的向 REITs 输出一定的管理能力, 以此来给 REITs 的投资人带来比较可观的效益。第二是把做好 REITs 的打造, 将其打造成为基础设施企业轻资产输出的平台, 使得重资产和轻资产能够并驾齐驱, 走上可持续性发展道路。要想有效实现此平

台的打造需要对产品扩募安排进行优化, 做好优质资产持续置入 REITs 的机制。第三是 PPP 项目不但会涉及到政府方面, 还会涉及到社会资本, 如果公募 REITs 已经得到了 PPP 项目的控制权, 在此状况下要依据 PPP 项目的合同对双方的权力以及义务关系进行梳理, 以此保证 PPP 项目合同中的社会资本方面能够全面的履行自身的义务。第四是如果出现项目资产的剥离的状况, 难免会涉及到国有产权方面的交易, 在此状况下应该对公募 REITs 询价发行以及国有产权的进场交易之间的关系进行梳理, 避免触碰到国有资产发监管管理的底线, 出现国有资产流失的状况。第五是基础设施项目在特许经营权方面有期限, 如果到期, 很大概率上要无偿的移交给当地的政府, 在此种状况下会使得 REITs 在存续期内份额净值出现降低的状况, 在此种状况下需要根据实际状况采取针对性的措施, 做好基础涉及 REITs 项目的净值管理。为了避免出现以上相关状况, 一方面需要对产品设计方面做好完善。在对“PPP+REITs”进行产品设计的过程中不但需要充分的考虑到宏观经济的状况, 还要对整个行业的走势以及收益、利率通货膨胀等相关指标进行充分的考虑, 同时还要对当前我国 PPP 项目的政策环境以及市场环境进行考察, 充分的结合项目运营过程中双方的职责、企业资产估值模式、价格调整机制以及经营权属等方面, 针对于实际状况选择出具有代表性的指标。产品设计要以 PPP 项目本身收益及风险为基础, 充分考虑市场资金来源构成及期限成本, 了解保险资金、社保基金和广大公众投资者的需求偏好及项目可能提供的增信手段, 合理设计“PPP+REITs”产品交易结构和收益, 广泛吸纳社会资金, 打造长期稳定的投资标的。

#### 5 结束语

从中国发展趋势看, 不管是商业板块还是基础设施领域, 存量资产时代已经到来。从近几年的人大会议来看, 不少议案都聚焦到类似“风电发展亟须统筹好增量发展和存量升级的关系”“国企混改难点在于存量资产的合理作价”等问题上, 从数据看, 存量交易已逐步超过增量交易。随着各行业产品线的逐渐完善, 国企民企都着手于全产品线布局, 这也进一步印证了具备“新旧资产轮替”核心的基础设施 REITs 市场发展的正当其时。同时, 与目前市场主流的资产证券化产品强调“强主体”不同, 基础设施 REITs 强调底层资产质量, 即“强资产、弱主体”, 这对于不同性质市场主体来说是难得机遇, 因此企业亟需厘清基础设施 REITs 概念, 把握内涵, 乘基础设施 REITs 发展东风。有关部门强调“开展基础设施 REITs 试点, 对推动形成市场主导的投资内生增长机制, 提升资本市场服务实体经济的质效, 构建投资领域新发展格局, 具有重要意义, 从经济发展趋势、市场需求和政策推动几方面看, 基础设施 REITs 发展可谓“天时地利人和”, 站在时代风口上, 基础设施 REITs 市场大有可为。

#### 参考文献:

- [1] 刘香. PPP 资产质量在 PPP 资产交易中的重要性[J]. 中国质量, 2021 (07): 107-109.
- [2] 周良仪, 曲改丽. 拓展“PPP+REITs”的基础设施生态链[J]. 中国投资(中英文), 2021 (Z3): 66-67.