



电力行业 如何用好公募 REITs

电力企业集团拥有优质的基础设施资产，更应依托资源禀赋，充分利用公募 REITs，发挥集团在促进产融结合、融融协同方面的资源配置作用，培育金融机构服务主业的能力。

文 | 范育晖

公募 REITs 作为一种创新的商业模式，一方面强化了专业运营管理，提高运营效率，降低运营成本，提高基础设施项目收益；另一方面通过明确管理人、托管人及其他参与方的职责边界，加强监管，强化各参与主体的责任，推动归位尽责。根据测算，虽然我国基础设施 REITs 还处于起步阶段，但随着基础设施行业融资方式的多样化以及相关政策的完善，未来 20 年公募基础设施 REITs 发行空间或可超过 3 万亿元，可成为金融机构新的利润增长点，有利于促进金融机构提质增效。

国外经验三特点

纵观各国和地区推行 REITs 时的宏观经济运行情况，基本符合三个特点：经济增速放缓、利率水平较低且预期低位运行、城镇化率较高。

首先是经济增速放缓。研究发现，美国、日本、新加坡、中国香港等国家或地区在推行 REITs 重要政策时，经济多处于运行低靡阶段。美国在上世纪 80 年代后期经济增速快速下滑，1991 年增速进入负数。在此阶段，美国于 1986 年和 1993 年分别推出重要法规推动 REITs 发展。日本、新加坡和中国香港在受到亚洲金融危机或者 SARS 疫情影响时，推行 REITs 相关政策以提振经济。

今年爆发的新冠肺炎疫情，打乱了我国经济发展的节奏，短期内经济下行压力增大，今年的政府工作报告首次没有设定 GDP 增长目标。因此，我国选择在这个时候推出公募基础设施 REITs 试点政策，有利于提振中国经济，顺应时代发展需要。

其次是利率水平较低且预期低位运行。据统计，各国或地区推行 REITs 时的利率水平多处于下行趋势或相对宽松的货币环境。美国基准利率由上世纪 80 年代中期前的 10% 降低至

1986 年的 6.8%，之后又降至 1993 年的 3.0%；日本在上世纪 90 年代持续保持低利率水平；新加坡在亚洲金融危机之后，储蓄存款利率在 1998 年的 1 年内从 3.1% 下降至 1.4%；中国香港基准利率则在 2000 年至 2003 年间迅速从 6.06% 降至 0.90%。

现阶段，我国利率水平也处于快速下行阶段。2020 年开年第一天，央行即发布了降准的消息，同时也释放了 2020 年利率下行的信号。下行的利率水平和宽松的货币环境，提升了 REITs 稳健收益率的相对吸引力。

第三是城镇化率较高。除了香港和新加坡由于地区 / 国家较小，常年保持较高城镇化率外，美国在 1960 年通过《REITs 法案》时城镇化率突破 70%，日本推行 J-REITs 时，城镇化率达 78%。目前，中国内地城镇化率也在加速进入成熟发展的中高水平。

现阶段的经济环境复杂，拥有成熟的外界部环境和充足的内部动力，推进公募 REITs 试点正当时。

基建融资新途径

我国基建项目主要以政府和国有企业为主体投资建设，目前有一些政府类的基建基金也参与其中，但总体来说主体比较单一。随着政府和基建企业负债率走高，严重影响了投资进度。根据 wind 数据，2003 年至 2017 年，我国基础设施建设投资额逐年上升，由 1.4 万亿元提升至 17 万亿元，其中在能源、交通运输、水利等基础设施领域累计投资额高达 108 万亿元，但是自 2013 年开始，我国基础设施建设投资额增速开始放缓，增速由 2013 年的 21% 降至 2019 年的 3.3%。基础设施建设具有周期长、投资金额大、回收周期长等特点，存在融资渠道窄、资金乏力、融资能力差等问题，目前的融

资渠道主要通过政府平台出资、专项债、PPP模式等行政手段。随着政府债务高企，基建项目投资进入发展的瓶颈阶段。

公募 REITs 为存量基础设施项目提供了明确的退出路径，《通知》中鼓励资产持有人将运用公募 REITs 盘活存量资产收回的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。公募 REITs 为基建项目投资提供了新的资金来源，能够更有效地引入市场资本，拓展基础设施项目的融资渠道，助推我国基础设施项目的建设发展。

随着中国基建的快速扩张，地方政府或企业债务压力持续提升，据统计，地方政府杠杆率由 2000 年的 4.5% 持续提高到 2019 年的 21.5%，非金融企业部门杠杆率由 2000 年的 94.2% 提高至 2019 年的 152.9%。在深化供给侧改革、落实“三去一降一补”政策目标下，国家发展改革委、财政部、人民银行、银监会会同国资委等有关部门于 2016 年上半年积极推动大型商业银行进行市场化、法制化债转股试点，有效推动了“三去一降一补”政策的落地。REITs 模式有助于盘活基础设施建设项目存量资产，吸引投资进入重点建设的领域中去，有效化解政府或企业隐性债务问题。本次公募 REITs《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》的出台，为基础设施 REITs 的落地提供了政策保障，将有助于实现积极稳妥降低杠杆率的目标。

新机遇，新挑战

本次《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》强调，公募 REITs 的出台是为贯彻落实党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板的决策部署而推出的。我国的公用事业行业资产存

量巨大，其中以电力行业为甚。多年以来，在“电力要先行”的理念指引下，电力行业资产规模增长一直与我国经济增长保持了较好的匹配度并略微有所超前。新冠疫情以来，经济受到严重冲击，作为本次列入公募 REITs 重点聚焦行业之一的电力行业，是拉动增长，提振经济的重要力量。电力行业中，国有企业占主导地位，在积极支持国家重大战略实施、深化产融结合、创新投融资机制等方面承担着不可替代的责任。而公募 REITs 是积极落实金融政策，促进电力基础设施投资内生循环，提振经济的有效手段。

电力行业具有丰富的项目资源优势。电力企业基础设施投资比重普遍占比高；电力基础设施资产收益稳定，现金流可持续。据不完全统计，发电资产、电网侧电力资产、用户侧配电网资产的总额约 24 万亿元。从项目选择来看，电网侧资产，质量优质，但具有公益性特征，收益率不高，如发行公募 REITs，对保险资金、养老基金等具有很强的吸引力。而发电资产，受地域影响较大，产能严重过剩，只有部分地域条件好的发电资产适合发行公募 REITs。至于增量配电网资产，增量配电网业务是新一轮电力体制改革的一项重要内容，电网企业将增量配电网改革作为推动混改的重要抓手，积极与社会资本开展合作，推动改革有效落地，并在一些重点园区的试点中取得成效。

另外，从年初以来专项债投向来看，新型基建的比重在上升，其中配电网项目规模增长约 10.8 倍。公募 REITs 融资模式，可以降低政府平台或混改企业融资成本，改善财务结构，促进混改进程。同时考虑电网运行安全保障，特定区域的配电网资产、较长距离输电的高压、特高压线路资产可能更为合适。充电桩和数据中心 IDC 等“新基建”项目，由于具备长期、

公募 REITs 是积极落实金融政策，促进电力基础设施投资内生循环，提振经济的有效手段。

公募基础设施 REITs 产品的特征



稳定的现金流，且属于具有较好成长前景的资产，是比较适合公募 REITs 的优质资产。公募 REITs 模式有助于促进产融协同，助力“新基建”发展。

电力企业普遍具有基础设施资产投资比重大，资产回收期长，融资负担较重，企业资产负债率偏高的特点，偿债压力上升。公募 REITs 有助于盘活存量资产，加速存量资产内生循环；撬动投资资金，加快“新基建”产业布局；调整融资结构，提升权益融资比重，优化财务结构。

公募 REITs 试点出台之前，市场上发行的类 REITs 产品大部分是偏债务类的资金，原始权益人或其关联方以优先回购权、支付权利维持费、提供差额补足承诺等方式提供增信措施。原始权益人实质上承担了底层资产的绝大部分

风险和收益，也实质上控制着底层资产，很难实现真正意义上的底层资产“出表”，所募集的资金也需要在原始权益人的报表上反映为一项负债。而对于公募 REITs，公募和权益属性是本次试点的最大亮点，整体安排上与国际接轨，募集形式均以公募发行为主；明确了其权益属性；可上市进行交易；以主动管理为主，对底层资产有实际控制权；对投资范围均有专属性要求；有较高的收益分配要求。

虽然公募 REITs 为电力行业落实金融、产业政策，更好地发挥产业集团配置资源的优势，有效盘活资产等方面提供了机遇，但同时也面临以下几方面挑战。

1. 企业是否愿意将优质资产作为 REITs 的底层资产出售（或部分出售），具有较大的不确定性。
2. 电网企业资产优质，但其公益属性，产品收益性与投资者投资回报的内在要求存在一定矛盾。
3. 电力基础设施资产作为底层资产，由于不动产所有权和特许经营权存在期限，与公募 REITs 无固定期限的存续期间存在矛盾；另外，部分资产现金流尚可，但收益具有波动性，将会影响相应资产的估值情况。
4. 电力企业大多数为国有企业，其资产或特许经营权转移需要得到主管部门的审批核准，实际操作中可能存在潜在的政策法律等冲突，建议在正式稿出台时，可以明确公募 REITs 中国有资产转让政策。

公募 REITs 的出台，顺应了时代发展要求，为电力企业落实中央“防风险、去杠杆”政策精神提供了有效的渠道，对缓解电力企业债务压力可以起到极大的促进作用，有利于提高基础设施投资规模，将对电力企业提质增效有较强的支撑作用。□

（作者系英大基金管理有限公司总经理）