

推动不动产投资信托基金市场高质量发展

□ 中国证监会债券司司长 韩卓 中国证监会债券司法制小组负责人 姜洁

不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts,简称“REITs”）是实现不动产资产证券化的重要手段,在国际资本市场已有60多年的发展历史,是一种发展迅速、相对成熟的金融工具。境内REITs试点五年来,中国证监会在各方大力支持下,已建立市场基本制度规则和监管架构,市场体系逐步完善,试点项目和相关制度安排经受住了市场检验,初步形成了一定的规模效应和示范效应。2024年国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(国发〔2024〕10号)提出,推动不动产投资信托基金(REITs)市场高质量发展。今年,党的二十届四中全会指出,“积极发展股权、债券等直接融资,稳步发展期货、衍生品和资产证券化”“盘活用好低效用地、闲置房产、存量基础设施”“增强市场主导的有效投资增长动力”。为明确目标、找准问题、提出对策,推动REITs市场高质量发展,助力盘活存量资产和增强有效投资,我们近期通过现场观摩、座谈、研讨等方式开展调研,广泛听取发行主体、市场机构、专家学者以及地方政府部门意见。本文结合境内REITs试点成果经验及调研情况,对我国REITs市场现状和功能定位、影响高质量发展的因素及对策分析作了研究和探讨,旨在为相关法律法规制定、政策完善及市场建设工作提供参考。

一、REITs市场现状及功能定位

(一)发展现状

经过五年探索实践,REITs市场体系日趋完善,制度机制逐步健全,市场生态不断优化,走出了既借鉴成熟市场经验又符合国情的中国特色REITs发展之路,有效拓宽了权益融资渠道,促进企业经营模式转型,满足居民财富管理需求,为落实国家战略、服务实体经济高质量发展提供有力支撑。

在服务实体经济方面,围绕REITs市场功能发挥,推动市场规模快速增长,基础资产类型稳步拓宽,切实增强资本市场服务实体经济的深度。截至2025年11月底,全市场已累计首发上市REITs产品77只,完成扩募6只,总市值突破2200亿元,带动投资11341亿元,累计分红267亿元。2024年以来,中REITs全收益指数上涨22.44%。

在市场体系建设方面,聚焦提高REITs市场活力和韧性,积极构建“首发+扩募”双轮驱动机制,推动明确税收支持和中长期资金入市政策,完善会计处理规则,优化发行定价机制,丰富行情指数,加快构建多层次市场体系等一系列制度创新,有效增强了市场的内在稳定性和吸引力。

在强监管和防风险方面,坚持发展和规范并重,已建立健全覆盖REITs发行审核、交易监管、信息披露、风险防控等方面的全链条监管制度,并持续完善REITs监管框架机制,规范治理和运营管理,二级市场运行总体稳定,良好市场生态逐步形成。

(二)功能定位

从全球REITs市场看,资产多元化、运营专业化、产品规模化、服务全生命周期化、头部企业集中化是市场高质量发展的五个重要特征。REITs旨在服务于不动产行业转型发展,促进经济增长,同时成长为股票、债券以外的重大资产配置型资产。结合我国经济发展需要,不动产存量和新增规模、市场发展阶段,建议我国REITs市场的功能定位如下:

一是支持盘活存量资产,扩大有效投资,形成良性循环。据有关机构测算,我国不动产存量规模约200万亿元,亟待盘活。随着加快建设现代化产业体系、深入推动能源革命、加快构建房地产发展新模式、建立租购并举的住房制度等重大国家战略和决策部署的落地实施,未来新增不动产市场空间广阔。目前,我国不动产行业为重资产经营领域,缺乏长期权益资本的有效补充机制,对REITs盘活存量、拓宽权益融资渠道、促进形成存量资产和新增投资的良性循环提出了迫切需求。据有关机构测算,我国REITs规模有望达7.5万亿元,未来随着REITs市场发

□ 我国REITs市场已取得初步成效,功能定位明确。境内REITs试点五年来,市场体系逐步完善,已形成一定的规模效应和示范效应。截至2025年11月底,已累计上市REITs产品77只,总市值突破2200亿元

□ REITs市场高质量发展面临多重问题:内涵式发展动力不足,外延式发展空间待拓,法规体系尚需完善等。具体表现为:部分产业方对REITs功能运用不充分,产融结合不足,激励机制不健全;市场供给不足,部分项目整合困难;上位法适配度不足,监管规则效力层级较低,对产业方约束有待明晰等

□ 推动REITs市场高质量发展的对策建议:提高市场制度包容性,扩大REITs覆盖面,推动商业不动产REITs试点;优化治理结构和激励机制,强化内生动力;强化法律责任和监管力度,压实原始权益人责任;推动市场形态由“小而散”向“大而优”转型,支持打造龙头REITs平台,并加快建设多层次REITs市场

展壮大,将进一步有效提升全社会资源配置效率,形成存量资产与新增投资的动态平衡。

二是助力不动产发展模式转型,推动强运营型行业市场化、专业化、规模化转型。REITs可深度融合产业资本和金融资本,并通过资本市场的公司治理、信息披露及市场约束机制,促进企业从重资产持有者向专业运营管理者转型。大型优质产业集团可以通过发行REITs做优做强轻资产运营,实现不动产投融资管理全生命周期管理,一般产业方或其他市场参与主体可以将资产出让给拟上市或已上市REITs实现权益融资退出,进而促进不动产行业向规模化专业化发展。据调研,我国能源、铁路、仓储物流、数据中心、商业地产等强运营型不动产项目集中度较高,头部企业通过发行REITs打造“资产上市平台”,有望培育出一批全国性的龙头主体。而高速公路、产业园区、水电气热、文化旅游、保障性租赁住房等市场化运营程度相对有限的不动产项目REITs,可以配合地方政府整合行业和区域各类资源,成长为区域性优质主体。随着市场发展成熟,参与REITs的产业方可能逐步分化,“大而优”的少数行业龙头REITs有望成为市场重心,“小而精”的多数REITs则成为有益补充,形成多元化REITs生态。

三是打造市场化定价的“锚”,持续成为高效的资本转换器与配置器。第一,REITs将低流动性的不动产转化为标准化的、高流动性的证券,形成强大的价格发现功能,为项目企业、政府部门以及金融资本等重要参与主体提供定价的“锚”,推动解决因信息不对称造成的重复建设、投入产出比低等问题。第二,REITs建立“资产上市—资金回笼—再投资”的良性循环,将资本从“沉淀”状态中解放出来,加速资金在整个经济体系中的周转速度和使用效率。第三,REITs通过市场的公开交易,形成强大的市场约束,持续驱动管理方提升运营水平,促使资本流向最有效率、最能创造稳定现金流的资产。

四是丰富中等风险收益产品,增加居民财产性收入,并满足保险、养老金等中长期投资者配置需求。REITs为成熟不动产资产上市,属于介于股票和债券之间的权益性大类资产,兼具分红收益稳定、抵抗通胀、具备增值空间等特点,体现了金融的普惠性。一方面更适合普通投资者作为理财投资标的进行长期配置,增加城乡居民财产性收入,分享优质不动产发展红利;另一方面,REITs凭借稳定分红和与传统债资产较低的相关性,成为保险、养老金等中长期资金的“压舱石”资产,是其优化投资组合、对抗利率下行风险的理想工具。

二、影响REITs市场高质量发展的问题

展望未来,中国REITs市场前景广阔,潜力巨大。尽快实现市场愿景,需要市场参与各方共同努力,脚踏实地,找准问题,排除障碍,推动市场高质量发展。五年试点,已经构建了基本制度体系,市场初具规模,运行平稳有序。但对标高质量发展要求,还存在内涵式发展动力不足、外延式发展空间待拓、法规体系尚需完善等问题。具体表现为:

(一)内涵式发展动力不足,相关主体潜力有待发掘

1. 部分REITs的产业方对REITs功能理解不深,重视不够,运用不充分。有的产业方在政府引导或自身战略不清晰情况下开展REITs业务,将发行REITs视为资产一次性出售或资产上市的终点,导致存续期消极管理、运营质效不高。有的产业方自身具备大量优质资产和较强资产运营能力,却仅将REITs视为附属权益融资平台,满足于通过出售资产实现退出,优化资产负债表,将REITs作为集团内“资产出售平台”、丰富权益融资和降杠杆工具箱,对通过发行REITs推动轻资产运营转型认知不足。

2. 基金管理人产业方优势互补存不足,产融结合不充分。试点阶段,REITs治理以基金管理人为主导,原始权益人适度参与。基金管理人擅长证券资产管理、投资运作,对基础资产的运营管理能力仍需要在市场发展中逐步增强适应性。同时,产业方通常有较强的基础资产运营管理能力,但管理决策权相对有限,在专业运营和价值创造方面的意见可能得不到充分反映。调研中,有产业方反映大修改改、资产提质增效等长远有利的、需要结合专业能力判断的运营事项,囿于短期内未必产生效益或影响短期收益分配,相关预算外支出可能难以得到基金管理人认可,影响运营长运效率。这种情况的存在,也可能导致产业方难以将REITs充分作为“自己的战略平台”,而是差异化对待集团内外资产,抑制REITs平台“长大”。

3. 激励机制不健全,投资者与管理人、产业方的良性循环有待持续完善。一是实践中,管理人收费与净资产挂钩,而不是与资产管理效益挂钩,导致较少依赖运营绩效,激励机制难以传导至管理人,在履行价值创造职责方面可能存在不足。调研中,产业方普遍建议健全管理人收费机制,促使产融两端利益一致,提高资产管理质效。二是对产业方及其管理人员激励不足,难以有效调动价值创造积极性。现行运营管理机构利润占基金募集规模的0.3%—0.4%,明显低于境外0.5%—0.9%的水平。同时,现行激励机制主要针对运营管理机构本身,对其团队和员工个人激励不足。

(二)外延式发展空间待拓,相关制度机制有待完善

1. 市场供需矛盾逐渐呈现,供给不足日益凸显。近年来,随着无风险利率持续下行,REITs市场需求快速增长,一级市场供给效率和规模已难以满足市场需求。今年以来,REITs公众认购倍数平均588倍,网下询价倍数平均178倍,较去年同期增长了11倍,且有进一步扩大趋势。调研中,市场参与主体普遍呼吁综合施策,加大供给、稳定预期。一方面,呼吁扩展REITs类型,尽快实施商业不动产REITs试点,并契合其资产属性,增强市场主导的不动产有效投资增长动力,在更好服务盘活存量、缓解房企债务压力、稳定房地产市场预期的同时,满足当前REITs市场各方需求;另一方面,进一步提高既有REITs推荐工作的包容性、稳定性、效率和透明度,使更多优质基础设施资产可以更快申报审核注册。

2. 部分不动产项目地域性强,整合困难,且有的项目市场化运营程度不高,尚需进行市场化改造。产业园、高速公路、能源、污水处理等行业的不动产项目,往往具有较强的地域性,常以行

政区划为界呈块状分割,并购重组、资产购买、资产处置可能需要获得地方政府批准,行业内横向整合难度较大。目前,上市项目数量逐步增多,但单体规模偏小,呈现出“小”和“散”格局。

3. 部分规则包容性、适应性不足,尚需评估完善。调研反映,部分硬性规定对试点稳起步发挥了重要作用,但随着市场逐渐成熟,适应性逐渐减弱,在一定程度上束缚了市场的进一步发展。市场反映较为集中的问题主要有三个方面。一是关于回收资金用途限制。部分企业对回收资金用于偿还债务、降低杠杆等具有较强诉求,或产能饱和与过剩等不动产细分行业,返投对应类别资产存在难度,导致其推动REITs意愿和动力不足,建议回收资金使用可鼓励不宜强制。二是关于REITs底层资产种类限制。目前已有REITs底层资产限于单一类型,不同业态类型资产难以混合打包发行REITs,与我国商业不动产综合开发、企业多元化经营的市场现状不匹配,也不利于有效分散行业和地域风险、实现规模化发展,建议适当允许多元化运营。三是关于杠杆率限制。为有效制约过度扩张行为,境内REITs要求基金总资产不得超过基金净资产的140%,用于不动产项目收购的借款金额不得超过基金净资产的20%。在当前利率环境持续走低背景下,预期下,外部借款利率低于分派率,建议允许适当提高杠杆比例,便利资产并购重组,增厚REITs投资人收益。

(三)法规体系尚需完善,夯实各方主体责任

1. 上位法与REITs适配度不足,监管规则效力层级较低。REITs本质属于不动产资产上市,不同于传统基金和证券特征,《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国证券投资基金法》《中华人民共和国证券投资基金法》中关于信息披露义务人,重点关注底层资产信息披露情况,明确资产运营核心指标披露标准,加大对信息披露不实的监管追责力度。

(四)多措并举,推动REITs市场形态由“小而散”依次完成“小而精”“大而优”的战略转型

一是引导市场重点支持打造一批龙头REITs企业,发挥示范引领效应。对于央企,建议按照“一央企一平台”的总体思路,打造全国统一REITs平台;对于地方项目,建议以省级为单位,按照“一领域一平台”的总体思路,推动区域内同类资产通过REITs平台进行整合。二是加大力度支持并购重组,推动优质平台做大做强。进一步优化并购重组制度规则,充分支持单只REITs扩募、资产并购重组和不同REITs之间的并购重组需求,调动市场参与主体积极性,形成优胜劣汰激励约束机制,提高资源配置效率。三是加快建设多层次REITs市场,推动商业不动产和基础设施公募REITs协调发展,引导Pre-REITs、私募REITs健康发展,在更好服务实体经济的同时,为公募REITs市场提供更多优质资产供给和优质并购标的。

作为市场监督者,中国证监会将坚定不移推动REITs市场高质量发展。进一步健全REITs全链条监管机制,加强市场运行监测监控,强化风险预警和防范处置,提高投资者保护水平,在有效的监管保障市场稳健运行,在强监管和防风险的基础上,不断提高REITs市场价值创造和服务实体经济能力。

(本文仅代表个人观点,不代表作者所在机构观点)

三、对策分析

落实党中央、国务院决策部署,坚持资本市场政治性、人民性,坚持市场化法治化,坚持统筹防风险、强监管、促高质量发展,加快制定不动产投资信托基金管理条例,强化《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国证券投资基金

