

中国内地基础设施公募 REITs 的发展演进与风险防控机制构建

麦穗

澳门科技大学 澳门 999078

【摘要】：基础设施公募不动产投资信托基金（REITs）作为中国推动金融供给侧结构性改革和实现高质量发展的重要制度创新，自2020年试点启动以来，在盘活基础设施存量资产、拓宽社会资本投资渠道、优化地方政府债务结构等方面取得积极成效。基于政策演进、市场实践与典型项目案例，系统梳理了中国内地基础设施公募 REITs 的发展路径，分析其在制度设计、市场运作和风险管理等方面存在的结构性问题，指出当前资产证券化率偏低、信息披露机制不健全、产品定价与投资者结构不匹配等风险隐患。并结合国际经验与本土实践，提出构建多层次风险防控机制的路径，包括优化法律制度体系、健全信息披露规则、强化投资者适当性管理与监管协同机制等，以提升基础设施 REITs 市场的运行效率与可持续发展能力。

【关键词】：基础设施公募 REITs；风险防控机制；制度重构；监管科技；市场生态优化

DOI:10.12417/2982-3382.25.05.006

基础设施公募不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，简称“REITs”）作为中国金融体系改革的重要创新工具，自2020年试点启动以来，已成为盘活存量资产、拓宽融资渠道的关键载体。截至2025年3月，中国内地已上市64支基础设施公募 REITs，总市值达1860亿元，覆盖产业园区、仓储物流、消费基础设施等多类资产。然而，在市场规模快速扩容的同时，底层资产运营分化、信息披露透明度不足及政策框架待完善等问题逐渐显现，亟需构建适配的风险防控机制以实现可持续发展。

文献[1]提出扩容底层资产至消费与文旅领域思路，探索“REITs+养老/保障房”模式，以实现盘活存量资产和拓宽基建融资渠道的目标，但暴露税负过重、监管协同不足、底层资产估值难及优质资产匮乏等问题；文献[2]研究了以高速公路为底层资产发行公募 REITs 的相关情况，以实现盘活存量资产、降低负债率及拓宽融资渠道的目标，但面临底层资产收益稳定性不足、产权合规风险扩募资产稀缺及政策配套缺位等困难，需国家层面顶层设计支持以突破区域发展瓶颈；文献[3]系统研究了政策推动保租房公募 REITs 快速发展现状，探索“公募基金+ABS”架构实现普惠金融目标，但暴露出审批效率低、划拨土地“入池”不足、运营能力与监管脱节等问题，提出需通过补缴出让金或收益分成破解土地瓶颈的方法；文献[4]系统分析了基础设施公募 REITs 通过依赖原始权益人运营模式，指出了该模式存在内部管理缺失、估值差异大及滥用控制权等问题，提出了需借鉴美英经验完善法律监管、筛选优质资产并优化运营模式的方法路径；文献[5]构建5个一级指标和28个二级指标的评估指标体系，提出了基于 CRITIC-云模型的风险评

估方法，实证应用于富国首创水务 REITs 项目，但暴露现有研究对风险模糊性与随机性兼顾不足及单一视角局限的问题，需通过指标动态补充提升普适性；文献[6]基于收益风险特征分析提出了基础设施 REITs 具备“较高收益、中等风险”的核心优势，通过流动性溢价、分散投资及低相关性填补股债资产空白，为投资者提供高性价比配置工具，但需警惕产权项目波动性及特许权收益天花板问题。综上，中国内地基础设施公募 REITs 的发展演进呈现出显著的阶段性特征与系统性挑战，亟需构建多层次风险防控机制。

1 基础设施公募 REITs 的多维风险与发展瓶颈

随着中国内地基础设施公募 REITs 市场规模突破1800亿元，其发展模式已从初期试点转向常态化扩容。然而，市场广度扩张与制度深化的非对称性矛盾逐步凸显，形成风险生成与传导的复杂网络。

1.1 市场扩容加速与底层资产结构性矛盾

中国内地基础设施公募 REITs 市场在政策驱动下呈现规模快速扩张态势，但底层资产的结构性矛盾已成为制约其可持续发展的核心瓶颈。截至2025年3月，市场总规模达1860亿元，底层资产类型覆盖产业园区、仓储物流、消费基础设施等九大领域，资产分散度较试点初期提升23个百分点。然而，市场扩容需求与优质资产供给失衡的矛盾日益凸显。一是资产可证券化率偏低，消费基础设施与文旅类项目虽被纳入试点范围，但产权分割限制及土地增值税等隐性成本导致实际可入池资产不足。以商业地产为例，一线城市核心区资产证券化率不足8%，远低于国际成熟市场20%的平均水平；二是收益分

化加剧市场波动，特许经营类资产收益率受政策约束显著，高速公路 REITs 因收费年限压缩与车流量波动，内部收益率标准差高达 5.8%，较产权类资产偏离度扩大 81%。产权类资产估值逻辑则呈现两极分化，消费 REITs 因稀缺性溢价推升估值倍数至 1.37，而部分物流园区受电商增速放缓影响，现金流折现偏差率超 15%；三是原始权益人依赖症凸显，产业园区 REITs 平均出租率较 2023 年下降 2.5 个百分点，但原始权益人通过关联交易维持租金收入占比达 34.7%，此类非市场化操作导致底层资产真实收益能力被系统性高估^[4]。

1.2 风险多维叠加与政策传导阻滞

当前 REITs 市场风险呈现内生性与外源性交织的复杂特征，政策框架滞后进一步加剧风险传导。在运营治理风险方面，原始权益人自持比例高企形成治理困局。保障性住房 REITs 中原始权益人持有份额均值达 38%，其通过关联交易定价偏离公允值超 10% 的项目占比 31.4%，显著削弱外部投资者决策有效性^[4]。特别的，制度性风险源于监管协同不足与法律保障缺位。“公募基金+ABS”双重架构导致权责边界模糊，审批流程涉及发改、证监、税务等 7 个部门，政策传导损耗使项目平均审核周期延长至 14.3 个月^[3]。土地制度约束更为突出，划拨土地资产需补缴出让金比例达评估值 45%，直接导致保障房 REITs 发行成本增加 23%。值得注意的是，系统性风险积聚则表现为风险缓释工具缺位。现有风险评估体系对特许权折现率突变等尾部风险覆盖不足，压力测试显示极端情境下资产净值波动率可达基准值的 2.3 倍^[5]。此外，信用违约互换等金融衍生品尚未向 REITs 市场开放，风险对冲渠道缺失使机构投资者持仓集中度被动提升至 82.3%。

1.3 定价机制异化与市场生态失衡

中国内地基础设施公募 REITs 市场面临定价逻辑矛盾与生态系统失衡的双重挑战，其核心症结在于市场机制的不完备性。一是发行人主导定价权引致估值逻辑异化。当前发行规则中，原始权益人对资产评估的实质性控制导致资产定价偏离基本面。以消费基础设施 REITs 为例，发行估值倍数均值达 1.37，显著高于国际同类资产的平均值，但现金流覆盖倍数中位数仅 0.89，表明市场定价隐含过度乐观预期。反观物流仓储类项目，尽管电商渗透率增速回落至 12.7%，发行人仍沿用历史峰值参数进行现金流预测，致使现金流折现估值偏差率超 15%。二是流动性分层加剧市场功能失效。二级市场交易结构呈现显著分化，消费基础设施 REITs 日均换手率达 1.27%，而环保类项目仅 0.38%，流动性差异导致跨板块风险传导效率降低 40%。散户投资者因交易成本较股票市场高 37%，参与度持续萎缩，机构持仓集中度攀升至 82.3%，市场深度不足进一步削弱价格发现功能。三是政策激励与市场反馈的协同失效。REITs 发行虽

可使原始权益人平均资产负债率降低 7.2 个百分点，但资产出表后的再投资率不足 15%，暴露出“募资-投资”闭环断裂的深层矛盾。此现象源于政策激励的单向性，税收优惠与审批提速仅作用于发行端，而增量投资的考核约束与风险权重设定缺位，导致存量资产盘活难以转化为有效资本形成。

2 基础设施公募 REITs 风险防控机制的构建路径

基于风险生成机理的系统研究，探索适应性风险防控机制的建构逻辑，以制度现代性重构破解路径依赖，以科技穿透性监管应对市场异化，以生态自洽性培育实现可持续发展。

2.1 制度重构与治理框架现代化

中国内地基础设施公募 REITs 市场的纵深发展受制于制度性缺陷，亟需通过系统性重构实现治理模式转型。基于法律法规滞后、财税激励不足以及产权制度僵化等核心矛盾，提出协同改革路径与措施。一是立法突破与监管架构革新，借鉴新加坡《证券与期货法》（SFA）制定专项《管理条例》，明确特许经营等特殊资产的“会计出表+风险隔离”认定标准，构建三级监管体系，将原始权益人纳入上市公司治理约束范畴，通过违约触发强制扩募条款强化现金流稳定性承诺。二是财税中性化改革与跨层级协同，针对资产重组阶段的增值税重复征税问题，探索新的税收模式，在资产剥离阶段适用增值税递延政策，在运营阶段对机构投资者实施穿透征税与差额抵扣机制，并设立中央与地方的动态补偿机制。三是土地政策弹性化与产权评估标准化，针对划拨用地盘活难题，构建“历史成本补偿金+增值收益调节金”动态分摊机制，允许通过存续期年度收益的 5% 分期偿付调节金。四是治理能力现代化与透明度提升，建立“双披露”监管制度，要求原始权益人季度 CAPEX 执行率不得低于 90%，连续未达标项目启动强制审计，并强制基金管理人以 XBRL 格式公开资产处置决策的利益关联声明。

2.2 风险分层防控体系设计

探索建立“宏观审慎-中观协同-微观穿透”三级风险防控体系，以实现风险全周期管控。在宏观层面，构建逆周期调节工具，将 REITs 市场波动纳入宏观审慎评估框架，针对扩募规模增速设立动态阈值，并通过设立基础设施风险准备金平抑市场顺周期性。在中观层面，强化跨市场风险隔离机制，要求原始权益人持有的次级份额比例不低于 20%，且禁止其通过收益权互换等衍生工具进行监管套利，同时建立公募 REITs 与 ABS 市场的“防火墙”制度，限制同一主体在两个市场的融资耦合度。在微观层面，实施资产端与资金端的双向穿透监管，对底层资产实施“三色预警”机制，现金流覆盖倍数低于 1.2 时启动黄色预警，特许经营期剩余年限不足 8 年时触发红色预警，并结合物联网技术对公路、仓储等实物资产实施远程监控，实时采集车流量、仓储周转率等 20 项运营指标。此外，进一步

完善风险定价补偿机制，对保障性住房等公益性资产引入财政补贴动态调整系数，通过压力测试模拟极端情境下政府支付能力。

2.3 监管科技赋能与动态评估

基础设施公募 REITs 风险防控机制的有效性取决于监管科技的深度嵌入与动态评估能力的持续迭代。探索“原始权益人-托管机构-交易所”链式存证体系，实现底层资产权属变更、现金流归集路径的全程可追溯。据报道，长三角某物流园 REIT 对该体系方法试点验证，表明虚假陈述查处效率大幅提升。基于人工智能整合宏观政策变量、市场敏感参数及微观运营指标，建立“极端情景-专项冲击-结构性转变”矩阵，动态调整风险缓冲资本计提标准。设立创新豁免条款，允许试点项目采用机器学习算法预测资产折价率，并将预测误差率纳入基金管理人年度评级体系。探索“监管评级-市场响应-风险传染”分析模型，通过复杂网络理论量化风险跨市场传递强度，设定风险隔离触发阈值。

2.4 市场生态优化与长效机制建设

以培育价值投资理念为核心，探索“投资者结构-产品谱系-中介功能-制度文化”路径，优化基础设施公募 REITs 市场生态。投资者培育层面，着力建设多层次的合格投资者体系，强制要求保险资金、企业年金配置基础设施 REITs 比例下限，对养老目标基金实施投资 REITs 的税收递延优惠，同时建立个

人投资者适当性管理动态模型。产品创新维度，积极构建覆盖全生命周期的产品矩阵，针对新建项目探索 Pre-REITs 夹层融资工具，对成熟资产试点可转换优先股 REITs。中介功能再造，强化券商、律所等机构责任，建立投行业务终身追责制，对评估机构实施“双盲交叉验证”机制，并推行做市商分级管理制度。制度文化塑造，通过设立 REITs 专项投资者教育基金，构建包括风险警示案例库、模拟交易平台的立体化培育体系。在长效机制建设方面，完善市场化出清机制，对连续两年 DSCR 低于 1.0 且无实质性整改的项目启动强制退市程序，并建立原始权益人长期激励机制。

3 结论

中国内地基础设施公募 REITs 的演进轨迹印证了新兴市场驱动、风险暴露、制度调适的发展规律。研究表明，风险防控机制的有效性取决于三要素，一是立法层面的产权认定标准需突破会计出表与风险隔离的双重约束，二是监管科技的嵌入式应用应覆盖“资产权属-现金流-风险传染”全链条，三是市场生态重构必须形成投资者结构优化与产品创新的共振效应。

未来改革需在动态平衡中实现风险防控效能最大化，建立弹性化的土地补偿机制、开发逆周期风险准备金工具、完善市场化出清程序。为构建具有中国特色的 REITs 风险治理范式提供了理论支撑与实践路径。

参考文献：

- [1] 陈艳利,汤宇珩,方宣今.中国特色 REITs 发展的研究热点、趋势与框架[J].会计之友,2025,(10):16-25.
- [2] 王维军,李莉.高速公路公募 REITs 的合规性研究——以“渝遂高速 REITs 项目”为例[J].财会通,2025,(08):147-152.
- [3] 羿丹鸿.保租房公募 REITs 的实践[J].中国金融,2025,(08):52-54.
- [4] 任旭,袁菲,刘泉辛.基础设施公募 REITs 运营模式探究：国际经验与中国变革[J].金融发展研究,2025,(01):80-87.
- [5] 雷鸣,刘泞玮,王丹丹,等.基于 CRITIC-云模型的基础设施 REITs 项目风险评估方法及应用[J].地方财政研究,2023,(03):102-112.
- [6] 李泽正,盛磊.中国基础设施 REITs 收益与风险特征研究[J].宏观经济研究,2022,(09):97-105.