

In collaboration with
China Construction Bank

WORLD
ECONOMIC
FORUM

REITs发展之中国路径 ——中国REITs深度观察

INSIGHT REPORT

NOVEMBER 2023



目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 序言..... | 1 |
| 执行摘要 | 2 |
| 1. 中国REITs发展概览..... | 3 |
| 1.1 中国REITs概述..... | 4 |
| 1.2 中国REITs发展意义..... | 7 |
| 2. 监管人角色：中国REITs监管制度构建与未来方向 | 9 |
| 2.1 中国REITs监管机构和规则体系 | 10 |
| 2.2 REITs监管体系国际经验与对比 | 11 |
| 2.3 中国REITs监管未来发展方向..... | 11 |
| 3. 原始权益人角色：中国REITs底层资产供给现状与展望 | 12 |
| 3.1 中国REITs底层资产供给现状..... | 13 |
| 3.2 中国REITs市场盘活前景..... | 14 |
| 3.3 中国REITs底层资产未来展望..... | 16 |
| 4. 管理人角色：中国REITs治理模式的现状与思考..... | 17 |
| 4.1 中国REITs治理主体..... | 18 |
| 4.2 中国REITs治理模式与国际模式对比 | 20 |
| 4.3 中国REITs治理模式的完善建议 | 21 |
| 5. 托管人角色：中国REITs风险隔离的现状与思考..... | 23 |
| 5.1 中国REITs现行的风险隔离机制 | 24 |
| 5.2 中国REITs风险隔离与国际模式对比 | 25 |
| 5.3 中国REITs风险隔离模式的完善建议 | 26 |
| 6. 投资人角色：中国REITs投资潜力..... | 27 |
| 6.1 中国REITs投资人结构 | 28 |
| 6.2 中国REITs投资潜力..... | 29 |
| 6.3 中国REITs市场投资价值与完善建议 | 32 |
| 7. 走好中国特色REITs市场发展之路..... | 33 |
| 7.1 积极推进多层次REITs市场建设 | 34 |
| 7.2 丰富和改善投资者结构 | 34 |
| 7.3 推动REITs常态化发行和高质量扩容..... | 35 |
| 7.4 优化REITs估值和定价机制 | 35 |
| 7.5 完善信息披露机制，加强投资者保护 | 36 |
| 7.6 进一步发挥税收驱动功能..... | 36 |
| 8. 应用案例01：REITs化解地方政府债务的现实意义..... | 37 |
| 9. 应用案例02：商业银行集团全链条参与REITs市场建设..... | 38 |
| 结论..... | 39 |
| 撰写团队 | 46 |
| 致谢..... | 47 |
| 尾注..... | 48 |

序言¹



纪志宏
中国建设银行
副行长



马修·布莱克
世界经济论坛
金融和货币体系负责人

REITs（不动产投资信托基金）自1960年在美国诞生至今，已经在全球40多个国家推行，全球REITs市场总市值超过2万亿美元。不同国家（地区）从各自市场环境、法律制度、税收制度等出发，形成了发展路径、监管框架各具特色的REITs市场发展之路。中国REITs发展相对较晚：2020年4月，中国发布《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》，正式启动REITs试点工作；2021年6月，中国首批9只基础设施公募REITs上市，标志着中国REITs正式落地。目前中国REITs已试点3周年，市场运行总体平稳，发展势头保持良好，为全球REITs市场发展提供了中国模式。

REITs是中国经济发展的必然选择。大多数经济体是在经济增长停滞、投资增长乏力的情况下推出REITs，REITs发挥了推动经济从下行向上行阶段过渡、重塑经济周期的作用，是危机时期的复苏基石。当前，中国正加快构建以国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的新发展格局，经济发展方式正由高速增长向高质量发展转变。推动中国REITs发展，是中国“十四五”²时期的重要发展目标，是有效盘活存量资产、形成存量资产和新增投资良性循环的有效工具，也是服务多层次资本市场建设和中国式现代化的关键一环。

中国REITs前景可期、未来光明。中国拥有全球规模最大的存量基础设施资产，资产布局合理、运营成熟稳定。中国REITs从基础设施领域起步，符合国际REITs发展规律且规避了行业周期和政策风险，是适应中国国情的REITs发展路径。目前，中国REITs市场规模已接近千亿，分红比例高、长期收益稳健，投资价值不断凸显，年末有望实现规模翻一番，潜在的万亿级市场正在开启。特别地，中国在推进“一带一路”过程中建成了大量境外基础设施，这为未来发行中国境外REITs提供了充足的底层资产储备。中国REITs的参与者，例如监管人、原始权益人、管理人、托管人、投资人等，也在REITs实践中不断转变观念、提升认知、重构治理关系，推动中国REITs市场向纵深发展。

中国REITs是全球资本市场的重要组成部分，为包括中国

投资者在内的全球投资者提供了分享中国经济发展红利、分散投资风险的金融产品。当前，中国正加大力度引导各类资金配置中国REITs，不断提升机构投资者和个人投资者的REITs参与度；积极推动REITs市场对外开放，吸引境外投资者投资中国REITs，并在条件成熟时参与发行中国REITs，这将进一步畅通人民币回流渠道，提升人民币流动性和人民币国际化水平。

中国REITs发展符合中国与全球的共同期待。为加强全球REITs合作交流、加深全球投资者对中国REITs市场的了解、支持中国经济与金融改革发展，世界经济论坛和中国建设银行合作启动了“中国REITs发展国际高端系列对话”机制。双方召集了全球监管部门、金融机构、协会组织、头部上市REITs、机构投资人、法律服务机构、学界代表等主要REITs市场利益相关方，围绕全球先进REITs市场发展经验进行充分讨论，就中国REITs的试点成果与经验做了总结，并展望了中国REITs的未来机遇及改革方向。

本报告系统梳理了对话机制的成果，深入浅出地阐述了中国特色REITs模式及其与国际REITs的异同，并进一步从全球投资人视角入手，探究REITs各参与人的角色作用，展望中国特色REITs的未来发展。中国REITs发展不仅促进了中国资本市场的完善和实体经济的发展，也是对全球REITs市场发展的重要补充，是全球投资者资产配置不可或缺的部分。

我们希望本报告能够进一步促进全球REITs顶尖专家和政策制定者之间开展积极有效的对话，并为全球投资者投资中国REITs提供一定参考。世界经济论坛将继续发挥平台作用，中国建设银行也将继续担当行业探索者和引领者，双方将围绕如何持续深化中国REITs发展展开进一步探讨。我们期待您对本项工作的支持与参与，欢迎您对本报告提出宝贵意见和建议。

本报告成稿之际，正逢中国REITs进入快速发展时期，因定稿和发布时限，本报告对中国REITs市场情况、参与主体、解决方案等的讨论截至2023年6月底。我们也将持续跟踪政策和市场变化，期待未来呈现。

执行摘要

当前，中国经济已从高速增长阶段进入高质量发展阶段，固定资产投资也由过去的增量时代向存量时代转换，如何盘活存量资产将是中国经济未来增长的关键点。

过去，中国政府和企业快速城镇化和工业化过程中投资建设了大量交通基础设施、市政基础设施、住房和商业不动产，形成规模庞大、种类丰富的存量资产。根据中国国家统计局测算，仅2010-2021年间中国基础设施投资累计接近130万亿元。随着中国人口进入负增长阶段、城镇化进程放缓、全球化红利衰退，过去“高负债、高杠杆、高周转”的建设模式不再适用，累积的风险开始显现并向外传播。一方面，房地产企业风险持续发酵。2022年，中国房地产行业开发投资额较2021年下降10.0%，房地产销售面积下降24.3%，商品房待售面积增长10.5%，房地产开发企业到位资金下降25.9%。投资、施工、销售的循环链条被打破，流动性风险暴露，出险房企不断增加。另一方面，地方政府隐性债务风险不断攀升。地方投融资平台资本回报率的中位数已从2011年的3.1%降至2022年的1.3%，依赖土地价值的投融资模式难以为继，叠加地方政府财政收支缺口扩大，地方政府债务问题日益凸显³。

REITs作为深度融合产业资本和金融资本的第四大类资产，在盘活存量资产、化解房地产风险和地方政府债务风险、服务房地产市场转型和经济高质量发展上将发挥重要作用。特别是，当前中国金融市场发展进入到以资产管理产品为主的财富管理时代，REITs能发挥多种“锚”的作用，不仅为个人和机构投资者提供了与不动产挂钩的金融产品，也打通了融资端和投资端，能够为实体经济发展更好地提供融资支持。

鉴于此，中国于2020年启动了REITs试点。受限于当前法律基础和现实需求，中国REITs结合中国实际情况，采用了不同于境外公司型或契约型的证券上市监管模式，即“公募基金+资产支持证券（Asset-Backed Security，以下简称ABS）”的契约型公募REITs试点模式。治理结构以基金管理人为主导，原始权益人参与，同时采用外部管理模式，相关制度安排既有利于保护投资人利益，又有

利于发挥原始权益人运营能力优势，增强其参与积极性，这是对REITs治理机制的有益创新和探索。

中国REITs涉及以下五类参与人：

- **监管人：**监管人包括中国国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）、上海和深圳证券交易所（以下简称“沪深交易所”）等，分别负责项目合法合规性审查、产品注册、上市审核。
- **原始权益人：**原始权益人是发起人，也是REITs底层资产的提供方，为REITs提供项目权属清晰、现金流持续稳定、投资回报良好的优质资产。
- **管理人：**管理人包括基金管理人、ABS管理人和运营管理机构三类。基金管理人与ABS管理人存在实际控制关系或受同一控制人控制；基金管理人主动运营管理底层资产，可设立专门的子公司或委托外部管理机构承担底层资产运营管理职责，以获取租金、收费等稳定现金流。
- **托管人：**托管人包括基金托管人和ABS托管人，政策要求两类托管人必须为同一人。托管人一般由具有资产管理产品托管经验和基金托管资格的商业银行或其他金融机构担任，以发挥风险隔离作用，实现更为有效的监督。
- **投资人：**投资人包括原始权益人、专业机构投资者⁴和个人投资者。原始权益人或其关联方持有REITs基金份额不低于20%，专业机构投资者主要以保险公司、证券公司、基金管理公司等为主。个人投资者持有REITs基金份额最高不超过24%⁵。

为进一步走好中国特色REITs市场发展之路，本报告站在全球投资人视角，全面刻画中国REITs的不同参与人角色，深度观察REITs发展的中国路径，以凝聚各方共识、释放REITs潜力，带动中国REITs市场高质量发展，发挥REITs化解地方政府债务风险、盘活存量资产、支持房地产转型、服务新发展格局的重要作用。

①

中国REITs发展概览

REITs通过证券化的方式将不动产转化为可上市交易、高流动性的基金份额，具有分红收益稳定、长期总回报可观、低门槛与高透明度、与其他大类资产相关性低等特点。中国在借鉴国际REITs经验的基础上，发展出了具有“中国式”特征的REITs。





1.1 中国REITs概述

“ REITs为普通投资者提供了投资商业地产的渠道。REITs能提供利息收入、资本增值并帮助实现投资组合多样化。

——斯蒂芬·韦克斯勒 美国房地产投资信托基金协会主席兼首席执行官 ”

REITs是一种特殊的大类资产，其本质是不动产证券化，与股票、债券等老牌资产类别的相关性较低，在国际上被普遍认为是继现金、股票和债券之后的第四种大类金融资产。一方面，REITs兼具金融和不动产属性，是应对信用收缩和经济脱实向虚的有效方式；另一方面，REITs

兼具股性和债性，其价值来源于底层不动产的租金收益和价值增值，以及资产收购或处置的投资收益等。REITs的这种特殊性，使其能有效盘活存量资产，填补当前中国金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效⁶。

“ 新冠疫情引起全球经济下滑，房地产市场遭遇波折，但REITs市场展现出良好的韧性，股价在2021年迅速恢复。尽管较高的利率对回报产生了负面影响，但REITs在2022年和2023年的运营业绩持续强劲。REITs处于历史低位的杠杆率和较为保守的资产负债表，将助力其度过这段高利率时期。

——约翰·沃斯 美国房地产投资信托基金协会执行副总裁 ”

2020年4月，中国REITs试点方案正式出台，拉开了中国REITs发展的序幕。中国REITs从基础设施领域起步，采取公募方式募集资金，是依法向社会投资者公开募集资金形成基金财产、通过基础设施资产支持证券等特殊目的载体持有基础设施项目、由基金管理人等主动运营管理上述基础设施项目、并将产生的绝大部分收益分配给投

投资者的标准化金融产品。

随着中国REITs市场的不断发展，REITs资产规模逐步扩张、资产类型不断丰富、税收优惠政策日臻完善、扩募规则顺利出台，REITs常态化发行和多层次市场建设进一步落地，如图1所示。

图1 | 中国REITs发展历程

| 2020.04 | 2021.06 | 2021.07 | 2022.05 | 2022.05 |
|--|---|---|--|---|
| <p>正式启动中国REITs试点</p> <p>《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》</p> | <p>首批试点项目上市</p> <p>首批9只REITs成功上市，合计募资314亿元，资产类型涵盖生态环保、园区、交通、仓储物流等。</p> | <p>扩大REITs行业准入范围</p> <p>《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》</p> | <p>税法支持</p> <p>《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》</p> | <p>探索建立多层次REITs市场</p> <p>《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》</p> |
| 2022.05 | 2022.12 | 2023.02 | 2023.03 | 2023.03 |
| <p>推出REITs扩募机制</p> <p>《公开募集基础设施证券投资基金业务指引第3号——新购入基础设施项目（试行）》</p> | <p>REITs范围拓展到商业不动产</p> <p>证监会副主席李超表示，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。</p> | <p>启动不动产私募基金试点，搭建不动产良性循环</p> <p>《不动产私募基金试点备案指引（试行）》</p> | <p>支持消费基础设施发行REITs</p> <p>《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》</p> | <p>推进REITs常态化发行</p> <p>《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》</p> |

资料来源：政府网站，建行研修中心（研究院）整理。

相较于国际REITs，中国REITs具有典型的“中国式”特征：

一是发展路径。美国、日本、新加坡等国家均针对REITs专门立法或修改现有法案，其税收优惠安排是推动REITs发展的重要举措。中国REITs进程是典型的“试点式”路径，先进行试点，总结经验、问题、困难，再上升到立法层面。目前中国并未针对REITs专门立法，在他国发挥关键作用的税收驱动功能也主要集中在底层资产转让环节，REITs运营、分配等环节尚未颁布专门的税收优惠政策。

二是制度规则。当前中国REITs试点采取审核制而非注册制，构建了发改委负责项目合法合规性审查、证监会负责产品注册、沪深交易所负责上市审核的制度体系和业务流程。

三是服务方向。境外成熟市场REITs普遍在房地产市场

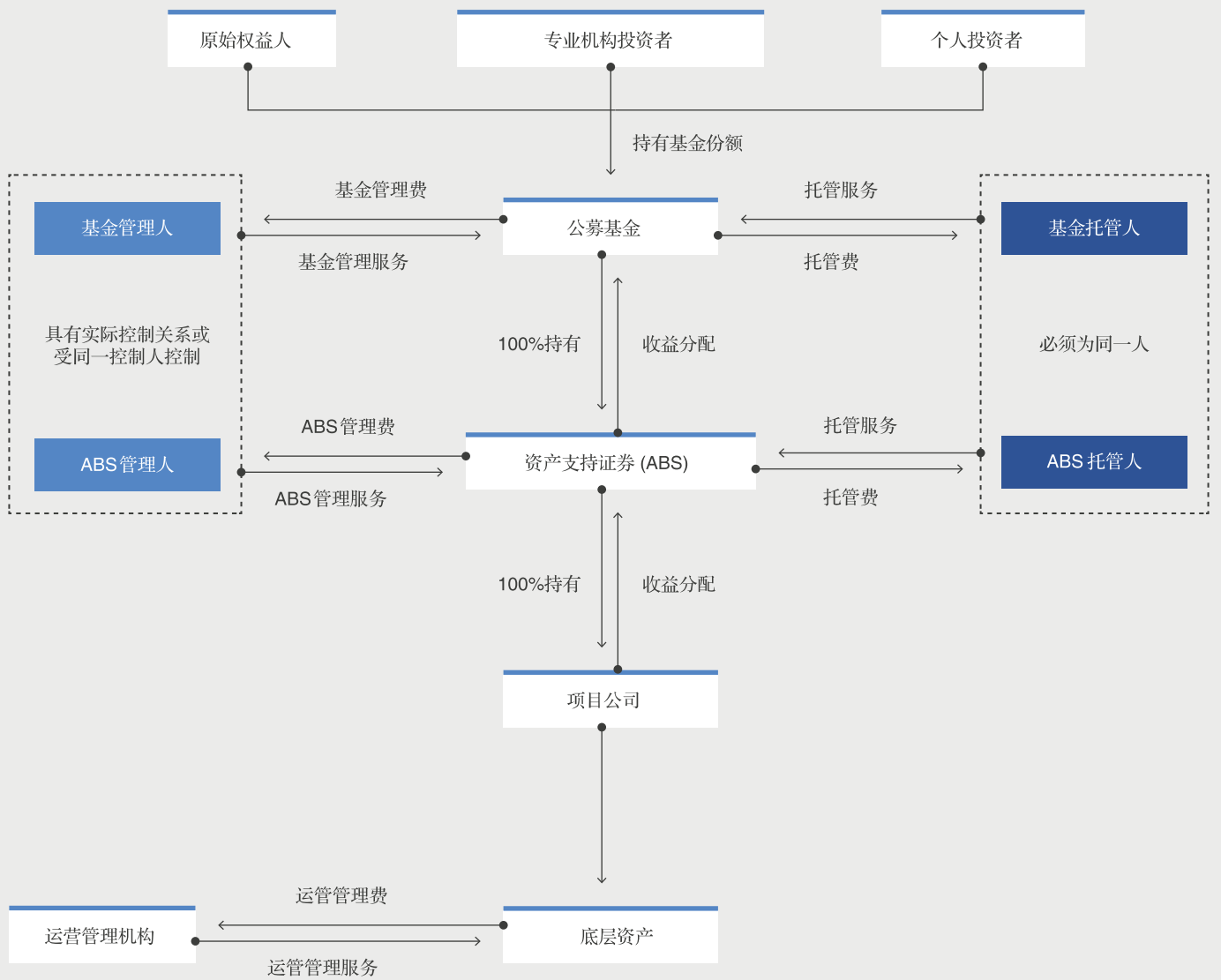
低迷时期推出，大多数从商业地产领域起步发展。中国REITs坚持服务实体经济，从基础设施领域起步，目前在生态环保、交通基础设施、园区基础设施、能源基础设施、仓储物流、保障性租赁住房等领域均有布局，并拓展到消费基础设施领域，支持百货商场、购物中心、农贸市场及社区商业不动产发行REITs。

四是运作模式。参考中国香港、新加坡REITs的发展经验，中国REITs采取契约型结构，但与国际上通行的契约型或公司型REITs结构有所差异。由于中国《基金法》规定公募基金不能直接投资非上市公司股权，中国REITs试点采用了“公募基金+ABS”的产品结构（如图2所示）。公募基金面向投资人公开发行，ABS将底层资产对应的项目公司的股权转化为公募基金可直接投资的标准化证券，公募基金通过持有ABS全部份额，间接持有底层资产的所有权或经营权。

“当城市发展接近饱和时，各国需要寻求改变和出路，而REITs是最直接有效的手段。我国现在城镇化率为63.89%，城镇化发展速度较快但开始放缓，此时推出公募REITs试点时机适宜。

——魏晨阳 清华五道口全球不动产金融论坛秘书长”

图2 | 中国REITs结构



资料来源：上海证券交易所网站 (<http://www.sse.com.cn/reits/intro/>)，建行研修中心（研究院）整理。



1.2 中国REITs发展意义

1. REITs是中国盘活存量资产、推动经济高质量发展的重要抓手

深化中国REITs市场建设是深化资本市场功能、助力提高直接融资比重、服务实体经济高质量发展的重要举措。一方面，REITs为存量资产提供了公募上市、资本回收的通道，能够吸引更多社会资本重新参与新增不动产的培育、建设和运

营，形成不动产存量资产和新增投资的良性循环。另一方面，REITs经由运营管理机构的专业运营，可以将低效率资产盘活用于数据中心、仓储物流等新经济的发展，或在短期内提供较多的租赁房源，既有助于加快城市更新和优化功能布局，又有助于推动住房买卖与租赁市场的良性循环和健康发展，从而低成本、高效率地将传统经济资源转换为新经济发展动能。

“REITs助力盘活存量，形成投资良性循环。它还打通了基础设施领域的“投、融、管、退”渠道，形成了良性闭环。这带动了更多企业、更多资金、更多投资人参与到基础设施投融资中来。

——韩志峰 国家发展改革委投资司副司长、一级巡视员”

2. REITs是不动产投资管理重要的“锚”

REITs是不动产投资管理非常重要的参考和标准，发挥着“锚”的作用。第一，REITs是资产状态的“锚”，表征不动产进入运营和收益都相对稳定的成熟阶段。第二，REITs是定价机制的“锚”，用以平衡产权的不同形式、不同市

场、不同时期之间的价格关系。第三，REITs是资产配置“锚”，为社会提供了更标准、更便捷、更透明的不动产投资渠道。第四，REITs是周期管理的“锚”，有助于平滑长周期下流动性对于短期不动产价格的剧烈影响。第五，REITs是共同富裕的“锚”，能让全体老百姓共享经济社会发展成果。

“REITs能够形成基础设施定价之锚，发挥市场配置资源的作用。可通过REITs产品的价格表现，指导投资人如何衡量基础设施的投资价值，找到一个相对公开、公允的标准，从而有利于基础设施领域市场的退出和资本的盘活。

——韩志峰 国家发展改革委投资司副司长、一级巡视员”

3. REITs是化解中国地方政府债务的有效工具

地方政府在过去高速增长中，投资建设了大规模基础设施，同时也堆积了大量债务。中国REITs被视为基础设施资产的“IPO”，有助于盘活流动性较低的存量基础设施，以证券化的

方式吸引社会资本参与，帮助地方政府和地方投融资平台快速回笼资金，从而化解债务违约风险。同时，REITs回收资金也可循环投入新基建等领域，以REITs价格作为基础设施投资的基准，将引导地方政府投资更加科学有效，有助于补短板、提质效。

4. REITs是企业走向轻资产转型和专业化运营的开端

对于底层资产持有方而言，REITs一是能从存量资产中释放流动性，有效降低企业杠杆、改善企业资产负债表，促进企业由直接控制重资产向间

接运营管理轻资产转型；二是提升了资产运营的透明度，倒逼企业提升专业化运营能力和管理效率，助力打造具有市场竞争力的专业化运营企业；三是释放的资金用于企业补短板、布新局，优质资产的培育为经济发展提供了新的增长点，促进实体经济发展模式转型升级。

“REITs是落实中国政府对于住房市场“房住不炒”定位的重要手段。中国亟须引入REITs构建以租金为回报的长期投资模式，形成专业化、机构化、长期化的租赁住房机构投资者，改善租赁住房的品质和管理水平。

——纪志宏 中国建设银行副行长”

5. REITs是投资者优化资产配置的新选择

REITs将运营成熟的不动产资产引入资本市场，为投资者提供了兼具长期配置、分红稳定、收益可观特点的金融产品，助力分享中国经济现代化的中长期红利。对于专业机构投资者，REITs满足了其长久期、稳定收益的投资需求。吸引如养老金、保险资金等长期资金加大配置比例，有助于培育价值投资和长期投资理念，

激发长期资金市场活力。对于境外投资者，中国REITs是资产配置多样化的重要选择，一方面REITs与股票、债券、现金等大类资产相关性较低，另一方面中国资产与全球资产相关性同样较低。对于个人投资者，REITs降低了不动产投资的参与门槛，为个人投资者提供了新的财产性收入机会，一定程度上解决了中国居民财富增长和金融产品不足的矛盾，有助于完善储蓄转化投资机制，实现中国共同富裕目标。



②

监管人角色：中国REITs 监管制度构建与未来方向

监管人通过建立明确的制度，以严格的监管确保相关方依照制度执行，为中国REITs的平稳运行提供重要的护航作用。中国在借鉴境外成熟市场经验的基础上，结合中国本土金融市场现状和制度特点，制定由发改委和证监会协同推进、行业自律组织共同参与的REITs联动监管框架。



2.1 中国REITs监管机构和规则体系

当前中国REITs采用由发改委和证监会牵头，沪深交易所等行业自律组织共同参与的监管机构体系，并在试点过程中逐渐形成相应的监管规则体系。

中国REITs制度框架主要分为三层，如图3所示。一是在顶层法律依据方面，中国REITs以《证券法》《证券投资基金法》等法律法规为指导；二是在行政监管方面，当前采用由发改委和证监会协同推动监管的模式，二者在职能上各有分工。发改委负责审核基础设施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，并建立中

国基础设施REITs试点项目库，将符合条件的项目推荐至证监会。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；三是在行业自律管理层面，在证监会的牵头之下，由沪深交易所、中国证券业协会（以下简称“证券业协会”）、中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）等行业自律组织负责REITs的设立、发行、存续期管理等相关工作。各监管参与机构各司其职，以联动监管模式共同搭建中国REITs监管规则体系。各机构的监管职责如表1所示。

“中国国内采取的是“公募基金+ABS”的模式，发改委和证监会共同在市场培育、项目推荐、审核注册、信息披露、日常监管等方面初步构建起了制度性、机制性的安排。

——证监会债券部相关负责人”

图3 中国REITs监管机构与规则体系示意图

顶层法律依据

《民法典》《证券法》《证券投资基金法》《信托法》

行政监管机构

发改委
“958号文”
“35号文”
“1048号文”

证监会
“40号文”
“54号文”
“198号令”

行业自律管理

上海证券交易所
《基础设施REITs业务办法》《规则适用指引》《业务指南/指引》《投资者风险揭示书必备条款指南第4号》

深圳证券交易所
《基础设施REITs业务办法》《业务指引》《业务指南》

证券业协会
《基础设施REITs网下投资者管理细则》

基金业协会
《基础设施REITs尽职调查工作指引(试行)》《基础设施REITs运行操作指引(试行)》《关于开展基础设施REITs基金经理注册登记的通知》

中国证券登记结算有限责任公司
《基础设施REITs登记结算业务实施细则(试行)》《上交所基础设施REITs登记结算业务指引(试行)》《深交所基础设施REITs登记结算业务指引(试行)》

资料来源：《构建不动产金融大循环——中国公募REITs的实践与方向》⁷，建行研修中心（研究院）整理。

2.2 REITs监管体系国际经验与对比

国际REITs市场的发展十分注重监管制度建设，突出在法律框架约束下借助市场机制促进REITs良性稳定发展。国际范围内，美国和欧盟拥有两大最具代表性和典型性的监管制度模式。其中美国为税法模式，采用以特殊税收实体为主体的监管规则，在税法典中专门纳入有关REITs发行资质、运作管理等问题的相关条款，税收优惠是该模式下驱动REITs发展的重要力量。同时《证券法》《证券交易法》等证券法规也对REITs做出了相应规定。各类法律组织形式（公司、合伙或信托）的REITs，在税务局注册并满足其对资产、收入和收入分配的合格测试，便可获取具备“税收中性”特征的REITs身份，后续按要求缴纳税收，并定期向税务部门上报相应纳税申请表。若需发行上市，则需到证券交易委员会注册。除注册需填报专门表格以及财务信息披露义务有所不同外，REITs所遵循的上市规则和公司治理要求与一般公司基本无异。

区别于美国，欧盟和亚洲一些国家主要通过出台专项法规的方式，明确REITs在交易结构、收入分配、投资目标等方面的监管要求，并由各国相应的金融监管部门对REITs进行监管。REITs发行前，发行人（原始权益人）需在监管部门进行注册，除满足对资产、收入和收入分配的标准外，也要求REITs管理人、托管人持有相关金融牌照。不同于美国不对REITs发行后的日常运作进行监管，在欧盟模式下，REITs注册完成后，金融监管部门对REITs市场运行以及管理人、托管人等参与主体行为进行动态跟踪，包括对管理人准入、独立托管制度、信息披露、治理机制和REITs估值等问题进行具体规定与持续监管。⁸

当前，中国所选择的监管规则体系，是国际典型制度与中国市场具体实践的有机融合，既借鉴国外成熟市场制度经验，又根植于中国国情。未来，仍需进一步根据中国REITs的演进安排，不断探寻和优化符合中国REITs发展特征的高效监管模式。

2.3 中国REITs监管未来发展方向

中国REITs在试点实践中不断积累经验，做出了适合中国国情的路径探索。但相对境外成熟市场，制度建设方面仍存在进一步完善的空间。适配的法律规则体系是保障REITs持续性、规范化发展的重要指引。境外大多将REITs视为单独券种，并进行专项立法，详细规定REITs的基础资产、交易结构、收益来源与分配等，以明确相关主体的权利义务。中国REITs未对REITs投资地位予以明确，各参与主体间权责界定和协调存在一定难度。为建立匹配REITs健康平稳运行的长效机制，未来仍需通过顶层立法制定明确标准，对市场行为予以规范。

事实上，REITs专项立法已在路上。当前，监管部门已将抓紧研究出台《不动产投资信托基金办法》列入立法计划，后续也将在公司法、证券法的框架下，积极配合全国人大常委会法工委、司法部等有关方面加快推进REITs专项立法，按照优化契约型REITs、研究推出公司型REITs的思路，推动两类产品协同发展，为中国REITs市场高质量发展夯实

制度基础。

中国REITs的常态化、规范化运行，需要顶层设计与底层实践良性互动，既要吸收国外成熟资本市场经验、借鉴其优势制度模式，又要根植于中国本土化国情。探寻中国REITs的最适演进路径是一个长期性、系统性、渐进性的过程。在中国REITs由试点阶段向全面常态化阶段过渡的过程中，产品结构将更加优化，多层次REITs市场将逐步完善，监管的侧重点将与时俱进，监管体系和规则也将随之持续迭代。尤其是，在资本市场开放持续稳步推进的背景下，中国监管部门需动态优化与REITs有关的金融市场生态，以便同时满足境内境外投资者的投融资需求，融合境内境外两个市场、共享境内境外双向资源。在严控风险的基础上，中国REITs监管将进一步打通境外投资者投资中国REITs的渠道，并完善相应制度设计，为人民币国际化等重大国家发展战略保驾护航。在可预见的未来，监管机构的引导作用仍将是中国REITs行稳致远的根本保障。

“公募REITs的法律框架在中国存在空白，目前证监会立法层级相对较低，在司法实践中存在诸多理解不到位、落实不到位的问题。同时，REITs交易结构相对复杂，风险和操作成本高，建议提高立法层级并简化交易结构。REITs本质是资产的上市，REITs进一步市场化发展需回归本源，对标IPO完善相关规则。

——温建利 金杜律师事务所合伙人”

③

原始权益人角色：中国REITs 底层资产供给现状与展望

底层资产是公募REITs产品的核心要素。根据相关法律法规，原始权益人是底层资产的原所有人，在REITs发行过程中，一般也是项目发起人。原始权益人发行REITs，一方面可以解决自身融资难题，另一方面由于实现资产的真实出售，可以改善资本结构，降低资产负债率。更重要的是，原始权益人得以转换重资产经营方式、增强专业化资产运营能力，逐步形成“募、投、管、退”的运作闭环。



“ 美国REITs市场成功的一个重要经验是，允许REITs随着经济发展不断演化，并拓展到所有不动产资产类型，包括手机信号塔和数据中心等新兴不动产。

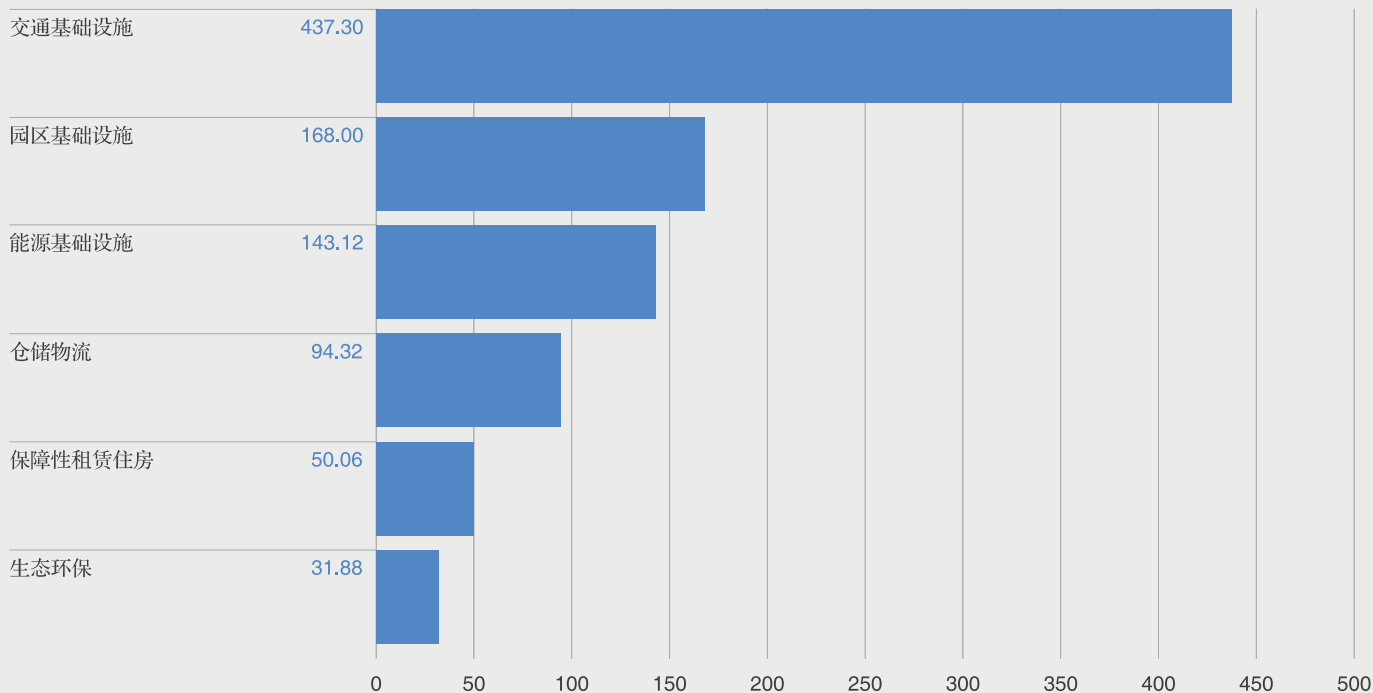
——斯蒂芬·韦克斯勒 美国房地产投资信托基金会主席兼首席执行官 ”

3.1 中国REITs底层资产供给现状

截至2023年6月30日，中国共有28只REITs上市，累计募集规模达924.67亿元；4只REITs扩募成功，累计募集规模达50.64亿元，中国REITs市场规模已接近千亿。底层资产集中在交通基础设施（7只）、园区基础设施（9只）、能源基础设施（3只）、仓储物流（3只）、保

障性租赁住房（4只）、生态环保（2只）等领域，如图4所示。未来预期底层资产将拓展到消费基础设施、文化旅游、供热、水利、大数据中心等领域，中国REITs市场有望实现从“千亿”到“万亿”的跨越。

图4 中国上市REITs底层资产规模（亿元）



数据来源：Wind，建行研修中心（研究院）整理。

根据底层资产性质，当前中国REITs可分为产权和经营权两大类，其中产权类REITs底层资产属于不动产，其收益包括租金收入等固定收益类的现金分派，以及底层资产价值波动带来的潜在增值收益，因此产权类REITs的股性特征更明显。经营权类REITs底层资产为经营权，其可分配利润主要源自项目的收益权，难以获得资产增值收益，因此经营权类REITs更接近债权，价值相对缺乏弹性。

目前已上市的28只基础设施公募REITs中，共16只产权类REITs及12只经营权类REITs，总体上产权

类REITs市值高于经营权类。其中，已上市产权类REITs主要涉及园区基础设施、仓储物流和保障性租赁住房这三类领域。三类REITs底层资产的收入来源以租金收入为主，辅以停车费收入及物业管理服务收入等，如表2所示。

已上市的经营权类REITs主要涉及交通基础设施、能源基础设施和生态环保这三类领域。三类REITs底层资产的主要收入来源分别为高速公路通行费收入、售电收入和生物质发电收入、污水处理收入和生活垃圾处置收入等，如表3所示。



3.2 中国REITs市场盘活前景

过去，中国政府和企业快速城镇化和工业化过程中投资建设了大量基础设施，形成了规模庞大、种类丰富的存量资产，成为REITs优质底层资产的重要来源。据北京大学光华管理学院REITs课题组测算，中国公募REITs市场规模或达到4万亿~12万亿元⁹，市场体量庞大，未来发展潜力乐观。从类别来看，中国REITs底层资产以基础设施类为主，涵盖交通、能源、生态环保、产业园区、新型基础设施以及消费基础设施等¹⁰，在总结试点经验的基础上，未来有望进一步推动底层资产扩容，释放存量资产盘活潜力。

1. 交通基础设施

交通基础设施包括收费公路、铁路、机场、港口项目。改革开放以来，中国不断加大交通基础设施建设力度，据统计，当前交通领域固定资产投资完成额约占全社会的10%左右，中国已成为名副其实的交通大国，交通领域可盘活存量资产体量庞大。与此同时，交通基础设施资产一般具有投资规模大、回收周期长、资金占用较多的特点。REITs通过提供有效的退出机制，能够为新建项目拓宽权益资金来源，未来市场空间亟待拓展。

2. 能源基础设施

能源基础设施包括风力发电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目。能源类资产收入来源主要为电费收入，取决于所在地风能、太阳能等自然条件，成本以设备折旧为主，不受燃料价格影响，成本结构和收益表现预期稳定。在中国“十四五”时期国家能源结构转型的关键窗口期，政府将大力推动清洁能源的发展，政策支持叠加下，凭借资产存量、标准化程度高、扩募潜力大等优点，能源基础设施REITs发展前景广阔。

3. 市政基础设施

市政基础设施底层资产包括城镇供水、供电、供气、供热项目，以及停车场项目等。目前中国能发行REITs的市政基础设施项目主要采用特许经营建设模式，入池资产为经营权和收费权，不包括资产所处的土地使用权。市政基础设施的项目收入与人口数量密切相关，在保持常住人口数量稳定的前提下，市政基础设施项目通常可按照稳定的产能利用率运转。同时由于涉及市民基本生活保障，市政基础设施项目的费用回收率有较强的保障，底层资产收入相对稳定，总体来看盘活优势明显。

4. 生态环保基础设施

生态环保类资产包括城镇污水垃圾处理及资源化利用环境基础设施、固废危废医废处理环境基础设施、大宗固体废弃物综合利用基础设施项目。生态环保行业具有典型的“政策驱动+投资拉动”型特征，相关固定资产体量庞大。据中国环境保护产业协会数据统计，2022年中国生态环保产业营收达到约2.22万亿元，整体稳中有升，行业收益来源稳定。同时考虑到污水、垃圾处理等绿色产业为城市发展刚需，付费方多为政府部门，项目收入保障性强，整体资产配置价值良好，REITs发行具备坚实基础。

5. 仓储物流基础设施

随着电商产业的快速发展，物流设施需求日益旺盛。仓储是电商物流中的重要一环，按照建造标准和功能，可划分为现代仓储、常规仓储和低端仓储物流设施三类，其主要收入来源为仓库租赁收入。成熟运营的物流资产通常具备较高且稳定的出租率和租金水平，同时运营管理成本较为稳定，项目收益性和现金流稳定性较好。尤其是位于核心物流枢纽区域的仓储物流设施，具备较强的稀缺性，旺盛的租赁需求将带来租金和出租率的提升，预期未来成长性乐观。

6. 园区基础设施

产业园区是指国家或地区为实现经济发展目的而聚集特定产业企业划定的统一规划、集中管理区域，通常享受当地政府在资金、产业资源、税收等多个方面的政策支持。当前成熟度较高的园区资产类型主要有建设在工业用地或科研用地上的研发楼、标准厂房、孵化器和实验室等，普遍具备清晰的产权。其收益主要来源于租户租金收入及物业管理费。园区租金以及出租率随着园区产业发展和园区企业成长得到提升，具备良好的资产增值潜力，盘活价值可观。

7. 保障性租赁住房

随着城镇化进程不断加快，产业、教育、医疗、劳动力等资源不断向城市聚集。居住人口迅速集中，推动了租赁住房行业的持续高速发展。长租公寓通常位于城市中心或者产业集中区域附近，收益来源主要为租金收入。一般而言租赁合同在一年以上，且带有违约赔偿条款，收益来源具备较好的稳定性。尤其是位于城市中心区域或产业集中区域的长租公寓，通常租赁需求更强，出租率更加稳定。在当前“租购并举”的房地产新发展模式下，随着多项利好政策的推动，未来保租房REITs的市场规模将进一步扩大。



8. 新型基础设施

新型基础设施包括数据中心类、人工智能项目，5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目，智能交通、智慧能源、智慧城市项目等。新型基础设施往往具有资金投入量大、回报周期长的特点。对政府和企业而言，相关资产无法及时变现，形成大量沉淀资产。在新型基础设施领域发行REITs，可有效盘活存量资产。尤其是随着全社会数字需求的不断提升，新型基础设施相关资产的市场收益也将持续稳定增长。REITs投资于新型基础设施领域，可实现乐观的市场预期。

9. 消费基础设施

消费类基础设施一般包括百货商场、购物中心、便利店、农贸市场等城乡商业网点、城市社区邻里中心和农村社区综合性服务网点等，其收益来源主要为商户的租金收入。当前中国消费类基础设施存量资产体量庞大，但相比境外成熟市场，REITs市场整体规模偏小，未来发行市场空间巨大。尤其是位于核心商圈的消费类基础设施项目，往往客流量巨大、租赁需求旺盛、潜在成长性良好。随着未来内需不断扩大，运营能力较强的物业租金具备更加可观的资产增值潜力，消费基础设施REITs的前景十分广阔。



3.3 中国REITs底层资产未来展望

整体来看，中国存量资产总量巨大、类型丰富，其中不乏许多优质项目。然而，当前中国REITs起步时间较短，尚处于探索阶段，尤其是为了把控风险，采取了循序渐进的试点模式，对底层资产行业、领域、资质均有较为严格的标准和限制，已上市资产规模与预期可撬动存量资产规模仍有较大差距，尚未充分发挥REITs在盘活存量资产上的优势，巨大的市场潜力有待进一步释放。

从行业范围来看，中国REITs首选在基础设施领域开展试点，经过三年的发展，其底层资产范围逐步拓展，从最初的产业园区、收费公路、物流仓储和环保类项目扩展到清洁能源和保障性租赁住房，再到消费类基础设施领域。但总体上，中国REITs与国外成熟REITs市场相比，某些重点领域发展不足或尚未涉及，底层资产范围有待进一步扩容。

从资质要求来看，当前中国REITs要求底层资产必

须权属清晰，具备回报高、现金流稳定等特征。在严控风险的同时，严格的发行标准也对项目规模产生了一定限制，当前已发行REITs项目地域主要分布在东部、中部等经济发达地区，企业类型也集中于国有企业；西部、东北地区的项目，以及民营企业融资需求同样旺盛，参与意愿也很强烈，这部分市场储备有待深度开发。

未来，随着发行经验的不断累积，以及相关配套制度、机制的不断完善，中国REITs可进一步统一审批标准、优化发行流程、拓宽底层资产范围，更多优质项目将持续注入。另外，除中国国内市场外，在高水平对外开放的背景下，随着“一带一路”等国际合作的不断延伸、拓展与深化，大量由中国投资的境外基础设施也可能成为中国REITs发行的潜在蓝海。底层资产的庞大境内外市场规模，为REITs盘活存量提供了基础，是中国REITs未来持续稳健发展的重要保障。

④

管理人角色：中国REITs治理模式的现状与思考

当前，中国REITs处于发展模式探索阶段，采用了“公募基金+ABS”的契约型公募REITs试点模式，是对REITs治理机制的有益创新和探索。有效且稳定的治理机制能够妥善平衡基金管理人、ABS管理人和运营管理机构间的利益诉求，有效降低代理成本，是中国REITs治理的特殊性要求，也是REITs长期稳定发展的关键。



4.1 中国REITs治理主体

REITs经营聚焦于底层资产价值的稳定和提升，即通过对资产的持有和运营管理，实现资产的长期增值，最终体现为REITs持有人收益的可持续增长。其中管理人角色涉及三类主体：基金管理人、ABS管理人和运营管理机构，如图5所示。

基金管理人，即中国REITs的设立、发行、投资、运作的机构，在REITs中扮演组织者和管理者的重要角色，也是REITs信息披露的主要责任人。运营管理机构，受基金管理人委托开展基础设施的日常运营管理，它既可以是基金管理人自身或其专门子公司，也可以是外部管理机构，其中外部管理机构可能是原始权益人或其关联方，也可能是独立第三方运营管理机构。基金管理人是中国REITs治理的权责核心，基金管理人将80%以上的基金资产投资于ABS管理人设立发行的资产支持证券，通过项目公司获得底层资产全部所有权或经营权，并设立或聘请运营管理机构承担底层资产运营管理工作。

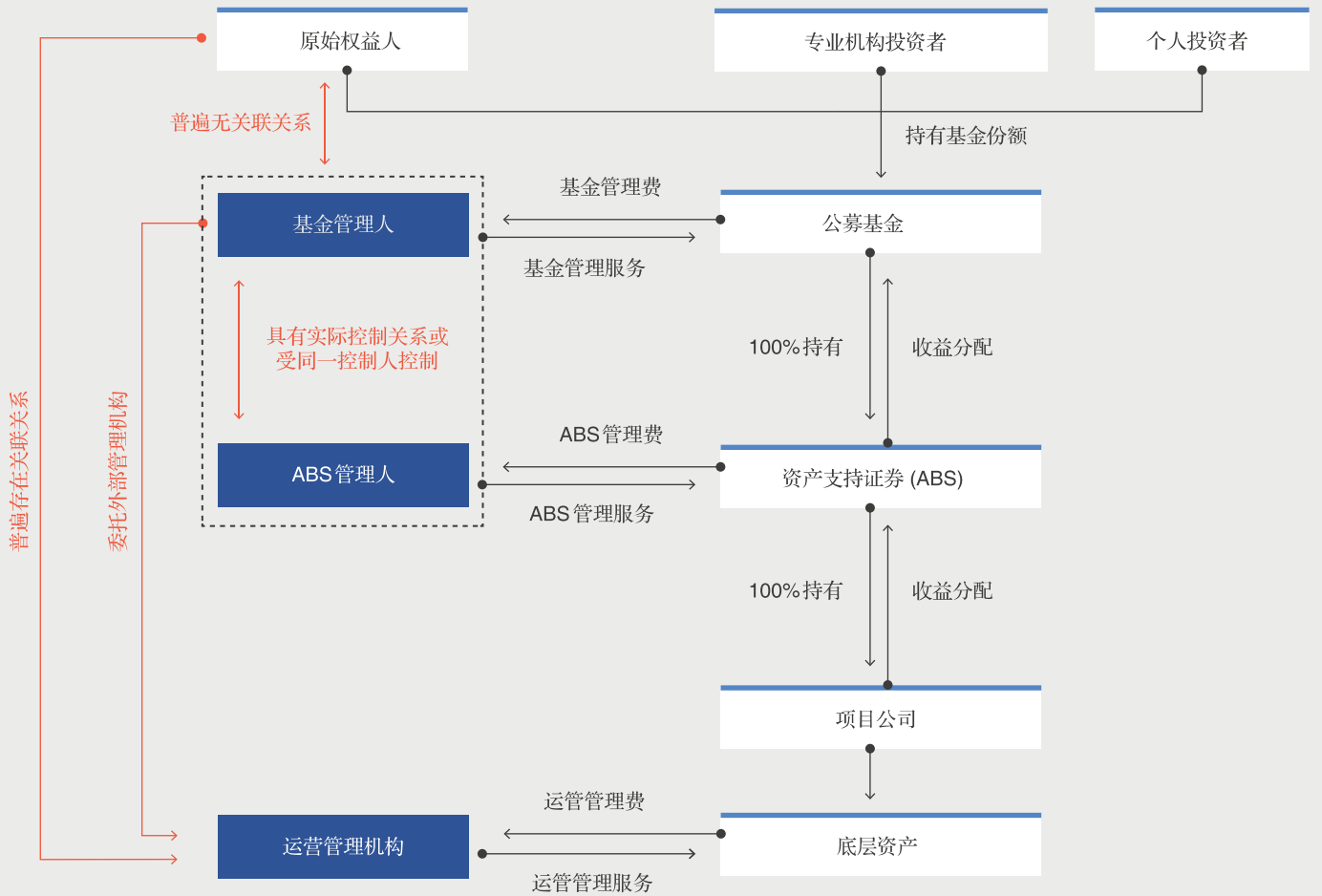
现行模式是对公司治理机制的有益创新和探索：一是为避免外部管理模式带来的委托管理问题，基金管理人与ABS管理人之间存在实际控制关系或受同一控制人控制。二是基金管理人可设立专门的子公司或委托外部管理机构承担底层资产运营管理职责。运营管理机构主要通过其专业资产运营能力为REITs创造价值，从中收取基本费用（Base Fee）和绩效费用（Performance Fee），对运营管理机构而言，最重要的问题是寻求经济效益和社会效益的平衡。当前中国REITs大多委托原始权益人或其关联方作为运营管理机构，以充分发挥其行业经验及资源优势。三是原始权益人或其关联方在REITs结构中具有多重身份，既是底层资产的提供者，也是持有比例超过20%的投资人，还是绝大部分底层资产的运营管理机构。目前，中国REITs中基金管理人与原始权益人或其关联方普遍无关联关系，起到了较好的制衡作用。

“新加坡REITs在过去20年取得成功的关键因素是：（1）强有力的治理和市场友好型监管框架；（2）有效率的税收制度；（3）国际投资者基础和活跃度；（4）跨行业和地域的多样化产品；（5）活跃的二级并购市场。

——陈和烽 新加坡交易所资本市场部高级副总裁”



图5 | 中国REITs管理人角色



资料来源：建行研修中心（研究院）整理。



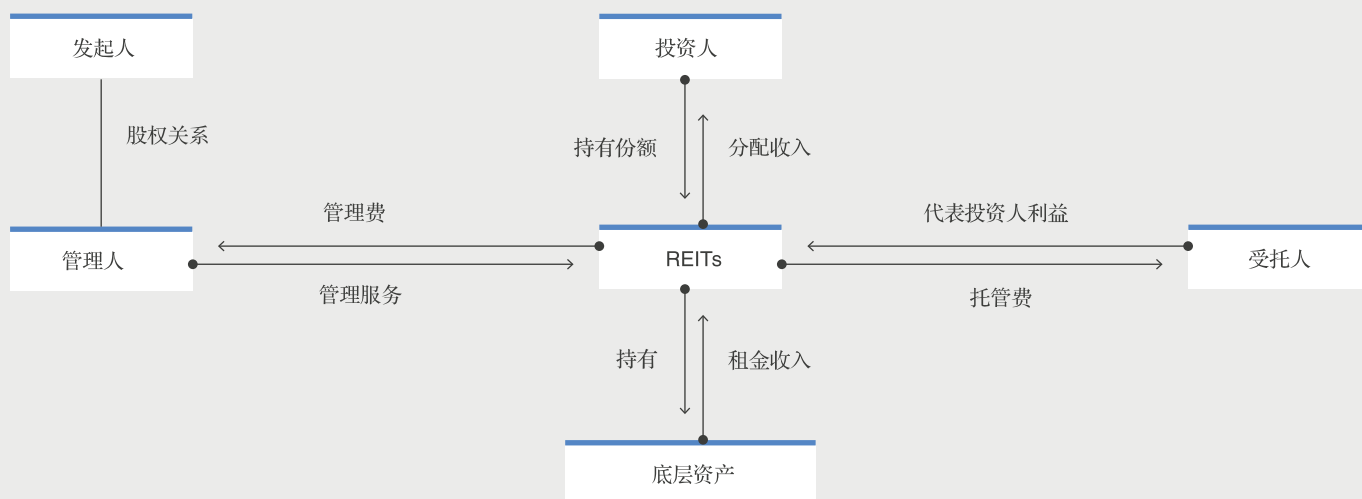
4.2 中国REITs治理模式与国际模式对比

在全球REITs多年发展实践中，REITs的管理模式逐渐形成外部管理和内部管理两种模式（如图6所示）。外部管理模式是指REITs本身为公司、信托或基金实体，基金管理、资产运营管理等管理人职责由外部的第三方专业机构承担；内部管理模式是指REITs本身拥有不动产资产且拥有资产运营管理团队，管

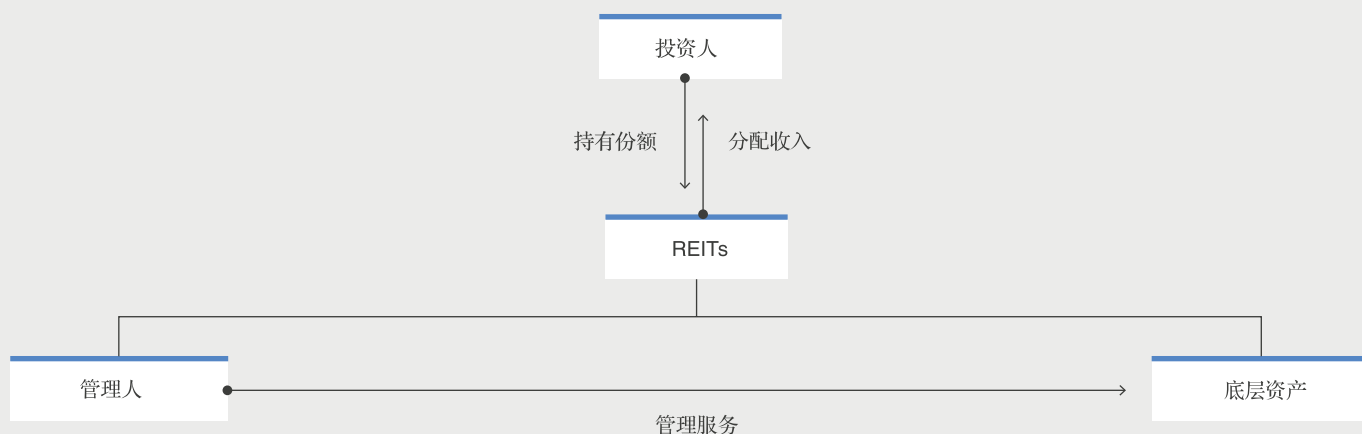
理职责由内部管理团队承担。两种管理模式无严格的优劣之分，选择何种管理模式往往受到历史背景、法律制度、地理环境、经济体制等多方面影响。内部管理有助于降低成本、治理机制更简单灵活，外部管理则内控严格、独立性高、激励机制更合理，可发挥专业能力的规模效应。

图6 REITs外部管理模式与内部管理模式

外部管理模式



内部管理模式



资料来源：《中国公募REITs管理模式研究》¹¹，建行研修中心（研究院）整理。

在外部管理模式下，由外聘的第三方管理人承担投融资管理以及底层资产的运营和物业管理职责，并收取管理费用。资产管理人的管理费用既包括基于所管理资产规模的基本费用，也包括基于投资组合收入或相对股价的绩效费用。外部管理模式在包括中国香港、新加坡、日本在内的亚洲REITs市场占主导地位。在1986年税制改革之前，美国REITs基于当时的法律环境，也普遍采用外部管理模式。

在内部管理模式下，由REITs内部的管理公司或部门承担包括金融资产管理与不动产管理在内的所有管理职责。1986年美国修订发布的《税制改革法案》（Tax Reform Act）允许REITs采用内部管理模式，此后，内部管理型REITs逐步成为美国市场的主流。英国、法国、加拿大的REITs市场也普遍采用内部管理模式。澳大利亚REITs为契约型，但一些澳大利亚REITs通过合订证券方式使得REITs持有人同时持有管理公司的股权，可实现内部管理。

中国目前初步探索出了一条既遵循成熟市场规律、又适应中国国情的REITs发展之路。中国REITs采取的“公募基金+ABS”模式属于外部管理模式，与新加坡REITs及香港REITs近似度较高。“公募基金+ABS”架构下的主要委托代理关系包括，REITs持有人委托公募基金管理人来进行投资，公募基金管理人委托ABS管理人进行资产管理，公募基金管理人可能委托外部管理机构负责底层资产的运营与管理。从主体资格来讲，基金管理人应当为符合相关准入条件并取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司，ABS管理人应当为具备客户资产业务管理资格的证券公司或基金公司子公司，运营管理机构在实践中通常由原始权益人或其关联方担任，继续负责运营管理，这既有利于发挥原始权益人在运营管理方面的优势和经验，也使原始权益人能够继续参与基础设施项目的运营管理，还有助于原始权益人重构其商业模式，实现原始权益人与基金持有人长期利益的一致。

“目前中国大陆契约制REITs架构相比新加坡、香港更加复杂，原始权益人的话语权和职能相对较低。在理想投资步骤“募、投、管、退”中，不同于增量时代以“退”为重点，存量时代更重视“管”的步骤。

——魏晨阳 清华五道口全球不动产金融论坛秘书长”

4.3 中国REITs治理模式的完善建议

REITs横跨底层不动产与金融行业，REITs治理的最终目标在于充分发挥管理人的资产管理能力并降低代理成本，其核心问题在于解决信息不对称和利益冲

突。展望未来，妥善平衡各参与人的利益诉求、进一步完善REITs治理机制，是REITs高质量发展的长久之道。

“REITs治理的核心问题是REITs交易结构的设计如何尽可能简化，并保有必要的激励和约束机制，以实现原始权益人、管理人和投资人之间的平衡，并与中国税收、法律以及金融监管制度最大程度的匹配。

——江会芬 中国人民银行金融市场司处长”

一是加强信息披露，鼓励REITs管理模式的多元化。监管部门应强化中国REITs信息披露的制度要求，提高信息披露的质量，真实、准确、完整、及时、公平的信息披露是保证持有人和市场对管理人进行有效监督的基础。同时，允许REITs管理人根据发展阶段、规模、底层资产的属性、专业能力等因素，自由选择外部管理模式或内部管理模式。

REITs在试点初期采取了“公募基金+ABS”模式，该结构存在复杂嵌套和多重委托代理关系，容易产生信息不对称和利益冲突等问题。虽然基金管理人和ABS管理人具有控制关系，但二者本质上仍然是独立法人。由同一主体同时担任基金管理人和ABS管理人，可减少两层SPV带来的效率损失。具体来看，在REITs产品架构无大幅变动的情况下，可由基金公司设立REITs子公司，同时承担REITs基金管理人和ABS管理人工作。

二是基金管理人和ABS管理人由同一主体担任。中国

“ REITs在推进过程中面临许多具体问题，无论采用何种形式，都应该遵循简单、透明的原则。REITs风险管理的核心竞争力在于管理人的不动产经营能力。

——纪敏 中国人民银行参事室主任 ”

三是基金管理人应着力提升底层资产运营能力。基金管理人不仅要优化募资、投资、风控等投资顾问职能，也需提升不动产改造、出租、运营和维护等运营管理职能。基金管理人可加强与原始权益人的合作，充分挖掘优质资产的投资价值，或者提前介入加强项目前期培育，提升REITs资产储备规模，帮助底层资产上市，以此盘活存量、引入增量，为投资人实现较为稳定的、可持续发展的现金流。

四是充分发挥原始权益人资产运营经验优势。中国REITs底层资产涵盖多种类别并持续拓展，不同类型

资产运营对专业方向的要求并不相同。基于原始权益人对各类资产运营的经验优势，要探索原始权益人适度参与的治理机制。在以投资人利益为核心的前提下，可由基金管理人与原始权益人合资设立专门的REITs运营管理机构，由基金管理人控股或双方共同控制，实现“优势互补”和“互相制衡”。或者可由原始权益人作为基金管理人发起设立REITs，打通“募、投、管、退”全流程，将原始权益人多重身份融合，此时REITs将被视为原始权益人体系内的上市平台，原始权益人有激励以自身资源优势助力REITs平台持续发展，为其扩募提供优质资产来源。

“ 优质的运营不仅保证稳定的项目现金流，更能提高项目的运营效率，提升项目长期的内在价值。公募基金要不断提升自身不动产运营的能力，与专业的运营机构充分合作，不断加强底层不动产的规划、运营和管理，提升不动产整体的价值，为投资人实现较为稳定的、可持续发展的项目现金流。

——江向阳 博时基金董事长 ”

五是加强对运营管理机构的监督和激励。基金管理人要夯实主动管理职责，做好与运营管理机构的角色分工、厘清权责，搭建有效、多维、切实的考核体系。基金管理人需加强对运营管理机构的监督管理，强化运营管理机构对外信息披露，完善惩处机制，明确约定并披露运营管理机构的解聘、更换条件和流程，考

虑引入独立第三方咨询机构为基金管理人提供专业咨询意见，协助基金管理人提高运营管理质效。同时，确定合理的运营管理收费结构，引入运营管理机构跟投机制，更好调动运营管理团队的积极性，与REITs共担风险、共享收益。



⑤

托管人角色：中国REITs 风险隔离的现状与思考

公募REITs本质上是一种资金集合运用的组织形式，体现着信托原理，尤其是契约型的公募REITs，不具备独立的法律主体，由受托人或者共同受托人负责REITs资产的管理运营，托管机制作为一种重要的风险隔离机制，发挥了不可或缺的作用。



5.1 中国REITs现行的风险隔离机制

当前，中国REITs采取了“公募基金+ABS”的产品结构，这将会导致信息不对称、资产挪用等“委托-代理”问题。托管人作为投资人、管理人之外的独立第三方，能够有效防止管理人挪用投资人的委托资产，解决投资人和管理人之间的信息不对称问题，确保委托资产安全，形成资产所有权、管理权和保管权的“三权分立”。

为了充分发挥托管人的风险隔离作用，中国REITs中托管人主要通过安全保管资产、监督资金流向和产品运作来实现风险隔离，具体包括：

一是**资产方面**，安全保管基础设施基金财产、权属证书及相关文件；监督基金管理人为基础设施项目购买足够的保险；

二是**资金方面**，监督基础设施基金资金账户、基础设施项目运营收支账户等重要资金账户及资金流向，确保符合法律法规规定和基金合同约定，保证基金资产在监督账户内封闭运行；监督基础设施项目公司借入款项安排，确保符合法律法规规定及约定用途；

三是**产品运作方面**，监督、复核基金管理人按照法律法规和基金合同约定进行投资运作、收益分配、信息披露等。

同时，作为中国REITs的监督核心，托管人具有

以下特点：

一是**托管人实现有效监督**。为了避免产品结构复杂性、参与主体多样性带来的监督缺位和重复监督，基础设施基金托管人与基础设施资产支持证券托管人为同一人。基础设施项目的运营收支账户应在托管人或托管人指定银行开立。

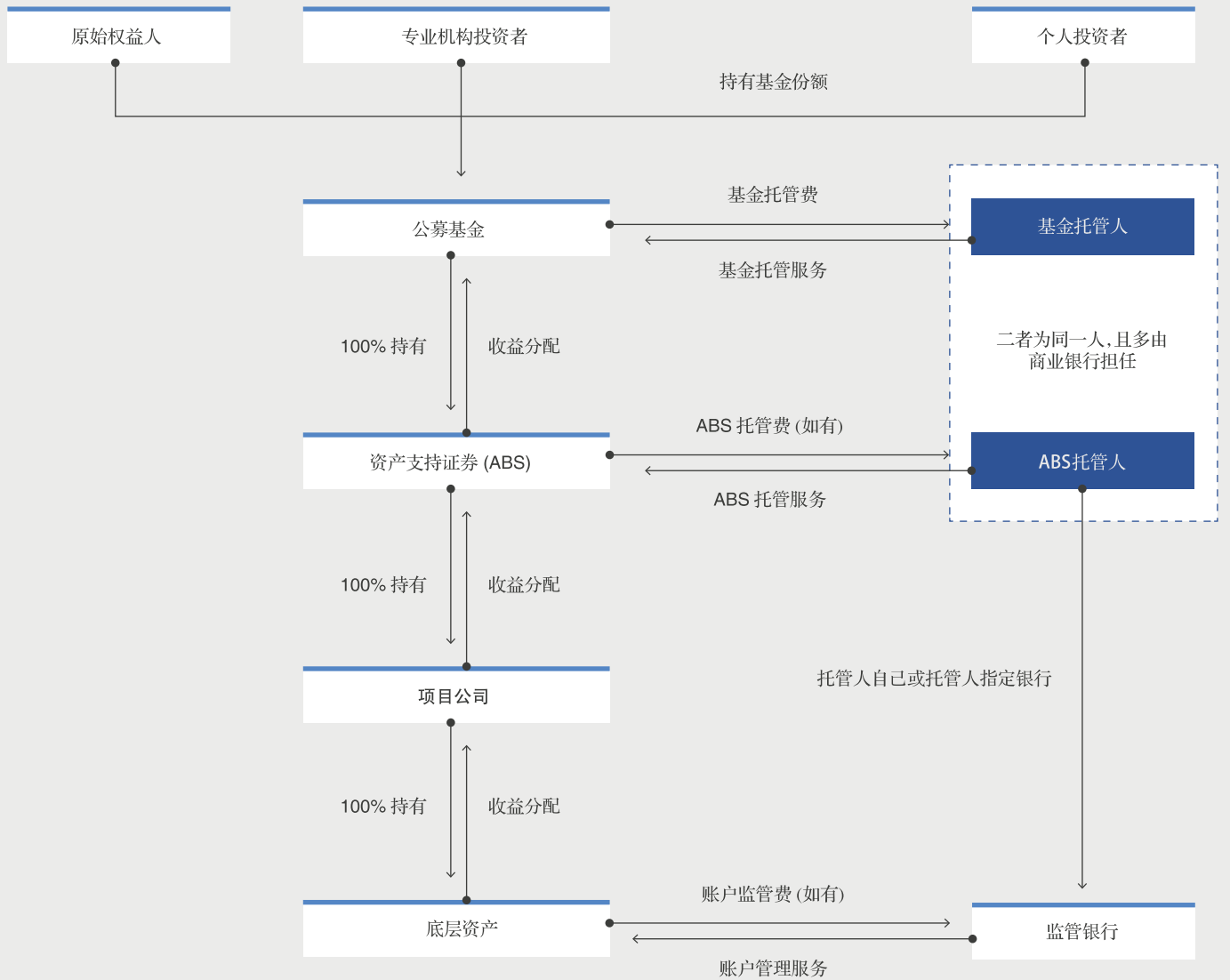
二是**托管人能够充分独立**。基金管理人作为中国REITs中的权责核心，托管人需充分体现其独立性，而中国的《基金法》中要求，基金托管人与基金管理人不得为同一机构，不得相互出资或者持有股份，因此托管人能够起到较好的制衡作用。

三是**托管人具有丰富经验**。监管要求中国公募REITs托管人需要具有基础设施领域资产管理产品托管经验，并为开展基础设施基金托管业务配备充足的专业人员。

目前中国公募REITs托管人由具备托管资格的商业银行担任，如建设银行、工商银行等中国国有商业银行和招商银行、兴业银行等全国性的股份制银行，在基础设施领域具有丰富的信贷和资产管理经验，能够在积极应对原始权益人广泛性、底层资产非标性的同时，运用专业能力加强对REITs账户和资金的监督管理，保护投资人的合法权益。



图7 | 中国REITs托管人角色



资料来源：建行研修中心（研究院）整理。

5.2 中国REITs风险隔离与国际模式对比

契约型公募REITs中，中国的基础设施公募REITs采用“公募基金+ABS”的产品结构，基金管理人和基金托管人对投资人（基金份额持有人）履行受托职责，其中公募基金和ABS都必须由具有托管牌照的托管人托管，且由同一托管人进行托管。亚洲其他国家或地区的REITs中，新加坡、泰国、中国香港等REITs为契约型，以新加坡凯德商务产业信托基金（CCT）为例，其托管人为汇丰银行。欧盟发布的《可转让证券集合投资计划指令》中，确立了REITs的托管制度和基本治理架构，其中

法国REITs的托管人通常是法国金融市场管理局监管的银行或银行的子公司，德国REITs必须指定一个独立的并受德国联邦金融监管局监管的托管人。

尽管公司型REITs不做托管机制安排，但仍有类似托管人角色的保管人角色，公司型REITs中公司将资产托管至保管机构处，由保管机构名义上持有这些资产并监督公司的运营，如日本的Nippon Building Fund（NBF，日本建筑基金）将资产保管业务委托给三井住友信托银行。

5.3 中国REITs风险隔离模式的完善建议

REITs兼具金融产品与不动产的双重特性，充分考虑中国REITs各方、各环节的风险点，进一步完善风险隔离机制，实现更为有效的监督，是中国REITs行稳致远、高质量发展的坚定磐石。

一是缩减管理环节，降低监督成本。具体来说，简化产品结构，减少中间环节管理人角色；管理人和原始权益人共同设立REITs，从而兼具管理和运营的职责。通过缩减REITs管理环节，能够有效降低沟通成本，减少监督遗漏，提高监督效率。

二是明确监督的职责边界。运营管理方面，明确基金管理人、ABS管理人、运营管理机构的责任权限范围，托管人对各方管理人职责权限内的相关资产资金等项目进行监督；监督方面，引入第三方服务机构，明确托管人、监管

银行、第三方中介机构如会计、审计、律所等在资产价值评估、财务报表复核等方面的职责边界，避免监督审核的边界不清、监督缺失。

三是确定监督的具体标准和细节。针对REITs不同环节，确定托管人对具体监督内容的标准和细项，如明确购买足额保险的金额、资产净值复核的具体流程和程度、实物资产保管的范围和移交时间，提升监督的可操作性。

四是提升托管人的穿透监督能力。一是管理人和托管人配合监管，逐步搭建规范的、行业可获取的底层基础设施资产的数据库，实现数据的互联互通；二是托管人依托于自身在基础设施领域积累的信贷和投融资经验，针对不同项目类型的REITs，组建专业化托管团队，在职责范围内提高穿透监督审核的能力。



⑥

投资人角色： 中国REITs投资潜力

2023年，是中国REITs的快速发展时期。投资人基于对中国REITs市场的认知和分析，判断REITs投资潜力、决定投资方向、制定投资策略。



6.1 中国REITs投资人结构

政策对中国REITs试点的发售方式和流动性机制作出了安排：

一是战略投资者。原始权益人或其同一控制下的关联方参与基金份额战略配售的比例合计不低于基金份额发售数量的20%。其中基金份额发售总量20%的持有期自上市之日起不少于60个月，超过20%的部分持有期自上市之日起不少于36个月。专业机构投资者参与战略配售的比例由基金管理人合理确定，持有基金份额期限自上市之日起不少于12个月。

二是网下投资者。扣除向战略投资者配售部分后，基金份额向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的70%。对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得的配售比例应当相同。

三是公众投资者。网下询价结束后，基金管理人应当及时向公众投资者公告基金份额认购价格。公众投资者通过基金销售机构以询价确定的认购价格参与基金份额认购。

原始权益人或其关联方仅参与战略配售环节，专业机构投资者普遍在战略配售和网下投资环节投资，个人投资者仅能参与公众投资环节。

投资人持有比例是判断市场各方对REITs参与态度和信心的重要指标，现阶段中国28只已上市REITs的投资人结构如表4所示。

从原始权益人或其关联方持有比例看，原始权益人及其关联方自持比例与REITs运营表现¹²显著正相关¹³，目前中国REITs原始权益人及其关

联方平均自持比例为37.75%，意味着原始权益人对其资产长期看好、信心较强。

从专业机构投资者持有比例看，优质机构投资者的加入对REITs项目具有良好的背书作用，战略投资是专业机构投资者获取REITs份额的重要渠道；网下投资是其争取REITs份额白热化的“主战场”。目前，中国REITs的专业机构投资者以券商资管、保险机构、公募基金为主，随着REITs发行制度的完善，投资者的范围和类型将不断拓展，未来期盼推动社保基金、养老金、企业年金等配置型长期机构投资者参与投资，积极培育专业化REITs投资者群体。

境外投资者目前可通过合格境外投资者（包括合格境外机构投资者QFII和人民币合格境外投资者RQFII）参与，未来有望通过内地与香港股票市场交易互联互通机制参与中国REITs投资。中国坚定推进高水平对外开放，进一步降低合格境外投资者准入门槛，稳步有序扩大外资的投资范围，拥有资格的境外投资机构数量明显增加。截至2023年6月，已有772家合格境外投资者经证监会批准，使用来自境外的资金进行境内证券期货投资。建议加快推动将基础设施REITs纳入和香港证券交易所互联互通交易标的，提高市场对外开放水平，引入境外投资者，推动REITs市场平稳健康运行。

从个人投资者持有比例看，在中国居民财富向金融资产转移、居民多元化投资需求提高、共同富裕目标持续推进的大趋势下，REITs为个人投资者提供了配置优质不动产资产的路径。目前，中国REITs个人投资者持有比例约为9.44%，还有进一步提升空间。

“公募REITs目前更符合中国金融融资提升换道、寻找新的更平衡的发展方式的需求，有助于中小投资者分享城镇发展的红利，用小资金量参与REITs市场正常投资，而非房地产投机。

——魏晨阳 清华五道口全球不动产金融论坛秘书长”

6.2 中国REITs投资潜力

1. REITs估值回归理性，资产配置价值提升

目前公募REITs的估值主要应用收益法（现金流折现法）。2023年以来，中国REITs超额变动普遍下降。截至2023年6月，中国REITs的PV乘数均值为0.97，REITs估值略低于市场平均估值水平，资产配置价值凸显。其中，交通基础设施REITs和园区基础设施REITs的估值相对较低，其底层资产的溢价提升并未完全反映在REITs估值中，配置价值较高，未来能为投资人

带来更高的超额收益。

中国REITs市场价格走势与债市更为贴合，局部行情与股市同步，REITs内部因素如集中解禁压力、扩募预期等驱动REITs走出独立行情（如图8所示）。2021年首批REITs发行时，市场较为谨慎，投资者认购倍数较低；伴随市场行情升温 and 认知范围扩大，REITs受到市场追捧，投资人竞争激烈，市场溢价明显；2023年以来，REITs市场进入调整期，价格逐渐回归理性区间。

图8 中国REITs价格表现



注：以2021/9/30收盘为基数100，建行研修中心（研究院）整理。
数据来源：Wind。



2. 投资回报率相对较高，保障投资人收益

REITs发起人的不动产运营经验、行业地位、主体评级等显著影响投资人对REITs的风险偏好和认可程度。目前中国REITs发行人信用良好，多为行业龙头企业，92.86%发行人或原始权益人的主体信用评级为AAA级，其资产风险相对较小。

根据证监会2023年3月发布的《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，申报发行基础设施REITs的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来3年每年净现金流分派率原则上不低于3.8%。截至2023年6月，经营权类REITs的中债估值IRR均值是7.7%，产权类2023年预期可供分配现金分派率为4.2%¹⁴。

3. 分红稳定持续，投资价值凸显

REITs采取强制分红制度，每年分配给投资人的收益比例不低于合并后基金年度可供分配金额的90%，相对于债券投资收益更高。截至2023年6月，有22只REITs实现了分红，如表5所示。其中，7只REITs实现4次分红，2只REITs实现3次分红，3只REITs实现2次分红，累计向投资者分红约60亿元。分红保障了投资者收益，凸显了中国REITs的投资价值。

4. 项目运营相对稳定，不同资产表现分化

底层资产运营的稳定性直接影响REITs的投资价值。从2022年项目运营情况看，在20只披露信息的REITs中有14只可分配收入完成率超过100%，完成率最高达142%，最低为74%。产权类REITs如园区基础设施、保障性租赁住房、仓储物流等经营情况普遍较好，抗风险能力较强；经营权类REITs中交通基础设施REITs受疫情影响严重，通行费收入大大减少导致未完成预期经营指标。

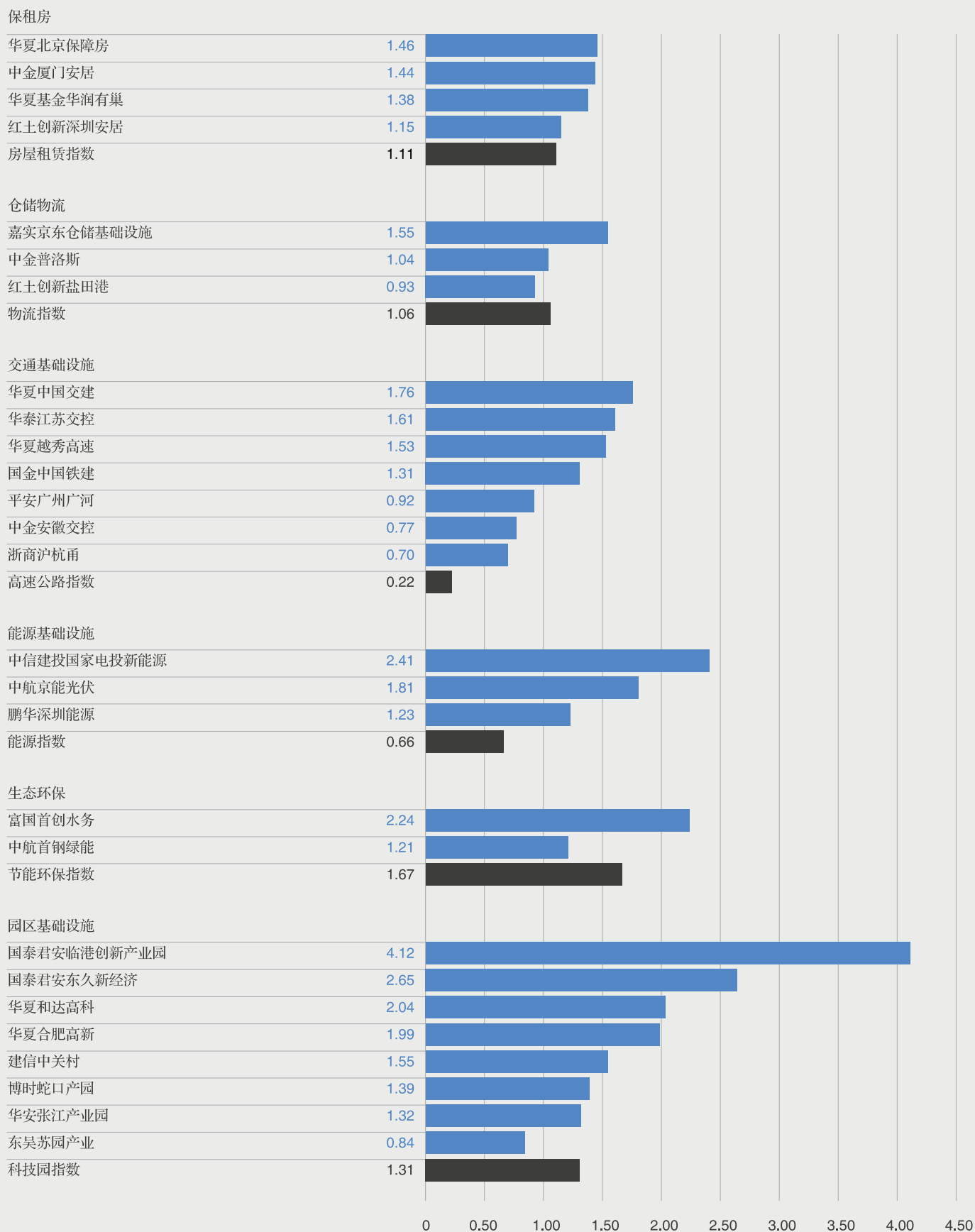
扩募是REITs规模得以持续健康扩张的基础。

“首发+扩募”双轮驱动，助力资产持续稳定运营。2023年6月，中国首批4只REITs扩募项目成功落地，底层资产为仓储物流和园区基础设施，累计募集金额达50.65亿元，带动新增投资超过380亿元。中国REITs扩募渠道的打通，搭建了“首发+扩募”双轮驱动格局，将有助于增加REITs投资组合抗风险能力，提高分派率，建立REITs内在的有机生长机制和长期价值增长逻辑。

5. 二级市场交易活跃，REITs流动性较好

中国REITs交易较为活跃，截至6月30日收盘，整个REITs市场日均换手率（剔除首日）约1.31%，高于新加坡（0.2%-0.3%）和美国（1%以下）REITs市场，市场流动性较好。

图9 | 中国REITs换手率(%)



注：图中蓝色图形为各类型REITs上市至今区间日均换手率，黑色图形为同类资产股票板块指数自2021/6/21至今区间日均换手率。由于中金湖北科技光谷REITs于2023/6/30首日上市，因此图中未展示。

数据来源：Wind，建行研修中心（研究院）整理。

6.3 中国REITs市场投资价值与完善建议

中国REITs具有较高的投资价值：一是政策的支持力度和社会各界的认可度不断增强，REITs已上升到国家意志，相关配套措施也较为完善。二是REITs市场规模不断扩大，产品类型不断增加，资产类型也不断丰富。REITs产品认购、收益风险匹配、投资收益、波动性等特征受到市场认可。三是REITs能够增强实体经济稳定性，助力盘活存量资产，并撬动千亿级项目投资额。REITs打通了“募、投、管、退”环节，形成良性闭环，带动了更多企业、资金和投资人参与。四是REITs能作为不动产定价之“锚”，发挥市场配置资源的作用，REITs产品价格表现提供了一个相对公允的标准。随着中国REITs申报数量、资产类型、分布区域、原始权益人类型的不断丰富，未来中国REITs将迎来快速发展时期。投资者需深耕REITs投资，甄别优质资产，坚持价值投资逻辑，以长期持有穿越牛熊周期。

中国需进一步加强REITs市场建设，营造良好市场生态。逐步探索建立与REITs更加匹配的估值管理体系和发行交易机制。完善一级市场询价制度，鼓励基金管理人、财务顾问在确定网下投资者配售原则和配售方式时，引导认可REITs长期投资价值的投资者参与网下询价及认购。充分发挥二级市场价格发现功能，推动二级市场定价与一级市场发行估值相互印证。优化REITs做市商考核机制，适时推出基础设施REITs指数及ETF产品，稳步推进基础设施REITs纳入和香港证券交易所互联互通交易标的，进一步提升二级市场流动性和活跃度。持续强化二级市场交易行为监测和处置能力，维护市场运行平稳有序。通过组织多层次广覆盖的投资者教育活动，引导投资者理性认识公募REITs的产品特性和风险收益特征。



⑦

走好中国特色REITs市场发展之路

中国REITs试点三年，市场运行总体平稳，发展势头保持良好，初步探索出了一条既遵循成熟市场规律、又适应中国国情的REITs发展之路。但中国REITs仍是一个新生事物，面临着新时代的机遇挑战，未来还有极大的发展空间和潜力。



REITs各参与方要凝聚共识、协同共进，抓住有利时机，大力深化改革，系统推进REITs市场生态建设。发挥中国REITs撬动社会资金、改善资源配置、促进价格发现、防范化解风险、盘活存量优化增量资产、畅通投融资循环、服务实体经济

的重要功能。以助力实现中国以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，支持中国经济高质量发展。同时，推动中国REITs市场深度融入到全球REITs市场中，谱写中国版REITs的新篇章。

7.1 积极推进多层次REITs市场建设

组织形式上，优化契约型REITs、研究推出公司型REITs，搭建中国REITs契约型和公司型并存的发展格局。可充分依托中国现行金融监管制度和监管资源，减少多层委托代理关系，优先发展符合国际标准的契约型REITs结构。同时，

在积累实践经验、培育市场主体的基础上，研究推出公司型REITs，为投资者提供多元化选择，并借助市场机制实现优胜劣汰，推动REITs行业和专业管理人的发展。

“证监会目前准备从建立重点地区综合推动机制、优化项目的遴选和推荐、审核注册工作机制、拓宽试点项目类型、加快推进民企REITs试点等方面，优化制度机制安排，提高效率，进一步推动REITs常态化发行。

——证监会债券部相关负责人”

募资方式上，研究探索发展私募REITs市场，推动公募REITs、私募REITs、Pre-REITs协调发展。暂时不符合公开上市条件的底层资产可通过私募REITs或Pre-REITs逐步培育市场和业

态，达到可持续经营状态，畅通从Pre-REITs培育孵化、运营提质到公募REITs上市的渠道机制，积极探索建立多层次REITs市场。

7.2 丰富和改善投资者结构

鼓励投资主体多元化，培育专业REITs投资者群体，强化价值投资、长期投资理念，研究推出基础设施REITs实时指数及ETF产品，支持优质保险资产管理公司、研究符合条件的信托等机构开展REITs业务，推动社保基金、养老金、企业年金等配置型长期机构投资者参与投资。

优化投资者结构，增加机构投资者和个人投资者投资比例，保障REITs首次发售上市后流通份额合理充裕。同时，放宽市场准入，引入境外投资者投资境内REITs市场，积极推动将REITs纳入和香港证券交易所互联互通交易标的，提高中国REITs市场对外开放水平，推动REITs市场平稳健康运行。

“在政府推动和各项政策的支持下，中国能够形成更加优化的REITs制度设计，将REITs发展为居民长期投资、养老金投资的重要工具。通过市场机制盘活庞大的存量不动产，也能够吸引更多国际投资人参与，共享中国经济高质量发展的成果。

——纪志宏 中国建设银行副行长”

7.3 推动REITs常态化发行和高质量扩容

鼓励发起人主体多元化，国有企业要充分利用REITs平台盘活存量资产、优化投融资模式，改善企业资产负债结构；鼓励民营企业用好基础设施REITs等创新工具，加速资金周转、提高资金使用效率；鼓励民营企业积极参与盘活国有企业存量资产，努力形成国有企业和民营企业的双赢局面。

围绕优质资产项目，稳步扩大REITs底层资产范围，加快推出数据中心、文化旅游、水利、新基建等新型大类资产项目，推动百货商场、购物中心、农贸市场等消费基础设施REITs项目尽快落地。增加REITs单次发行规模，优化扩募发售制度安排，着力推进重大标志性项目REITs落地，为同类型REITs发行提供经验借鉴，更好统筹REITs质的有效提升和量的合理增长。



7.4 优化REITs估值和定价机制

优化REITs估值体系，发挥REITs不动产定价之“锚”的作用。进一步建立完善、合理、科学的评估体系，推动二级市场定价与一级市场发行估值相互印证。

完善一级市场发行询价机制。优化REITs发售定价安排，提高底层资产信息的可得性和可用性，合理审慎确定认购价格。引导长期价值投资者参与REITs询价与认购，增强投资者对市场的信心和参与积极性。探索设置分阶段减持安

排，减少交易行为短期化、趋同化对REITs市场价格的冲击。

优化二级市场价格波动机制。引入REITs做市商机制，设置差异化做市策略，加强对做市商的考核与激励，以降低交易成本、提高市场流动性。鼓励投资者结合REITs产品特征，参考权益类产品优化现有风控机制，引导投资者做好风险管理和资产配置，平稳二级市场价格波动。

“（中国）REITs的底层资产类型相对丰富。每一种资产类型的推出，都是为同类资产今后发行REITs提供经验借鉴。”

——韩志峰 国家发展改革委投资司副司长、一级巡视员 ”

7.5 完善信息披露机制，加强投资者保护

加快推进REITs专项立法，在《公司法》《证券法》框架下，研究构建符合REITs特点及中国国情的法规制度安排，明确监管人、原始权益人、管理人、托管人、投资人间的法律关系、权责边界、治理机制等规范，从而改善市场的整体环境，确保投资者权益得到保护，与国际市场逐步接轨。

增强市场透明度和规范性，提升运作规范性和信息披露质量，进一步完善REITs信息披露体系，强化临时信息披露要求，提升披露频次、及时性，客观准确

反映底层资产运营情况，凸显不同类型资产的底层商业逻辑和投资价值。强化信息披露内生约束，明确REITs各参与人的信息披露权责，研究探索压实运营管理机构的信息披露责任。突出资产特性披露要求，根据不同底层资产类型，细化相关信息披露规范，按照“成熟一类、推出一类”的原则，分步推出仓储物流、保障性租赁住房等大类资产审核及信息披露规则。规范信息披露公告内容，提升REITs信息披露项目和口径的一致性。

“未来监管上应考虑独立持牌机构做REITs管理人的制度安排，更好地实现产融结合，解决REITs治理核心问题，形成原始权益人、管理人、中小投资人、战略投资人间的良好合作架构和激励约束机制。

——张峥 北京大学光华管理学院副院长”

7.6 进一步发挥税收驱动功能

目前，中国REITs的税收优惠政策仅集中在资产转让环节，仍缺乏针对REITs运行全周期的优惠政策。从本质上来看，低效或闲置的存量不动产本身不是税源，REITs将存量不动产盘活进入交易流转，对该过程的税收优惠并不会减少政府原有的税收收入，反而可通过盘活存量和优化增量在一定程度上助力化解地方政府隐性债务。

在现有实践基础上，及时梳理总结试点中遇到的现实问题，促进完善国资转让、税收政策、权益确认等综合推动机制。期待更多税收配套政策出台，加强税务透明度的设计。进一步明确REITs税收征管细则，切实解决REITs税收负担过重、双重征税等问题，以提高投资者积极性，促进REITs市场平稳健康运行。



REITs化解地方政府债务的现实意义

基础设施建设资金大部分来自债务融资，客观上加剧了地方政府债务负担，REITs是化解地方政府债务的较好选择。

1. 在短期，REITs将资产打包出表，直接降低资产负债率

地方基础设施承建项目公司多为地方投融资平台，REITs通过资产打包出表，将原项目负债一并移向投资人，同时募集资金也可以用于偿还有息负债，进一步降低项目公司资产负债率。

2. 在中期，REITs盘活存量资产，形成投资的良性循环

REITs可以在不增加中国地方政府债务的同时盘活存量资产，释放再投资资金，形成“建设→发展→REITs退出回笼资金→再投资”的良性循环，有效改变“以债养债”旧模式，提升政府

资金效率，带动扩大有效投资。同时，REITs较低的持有成本与高比例的分红派息直击PPP（Public-Private-Partnership，政府和社会资本合作）模式痛点，使社会资本共担基建投资成本、共享基建投资收益成为可能。

3. 在长期，REITs推动城投转型，优化地方政府收入结构

一方面，发行REITs需要项目具有“稳定的现金流”，客观上要求政府提升基础设施运营管理水平；另一方面，发行REITs将相关资产交由更具备资本投资和专业化管理水平的公司进行长效运营，有助于推动城投公司向城市运营服务平台转型。两方面良性循环下，政府可通过基础设施建设取得长效收益，且再投资将形成新的基础设施资产，也将进一步开拓税源、增加税收，有利于优化地方政府收入结构，帮助地方政府逐渐改变土地财政困境。



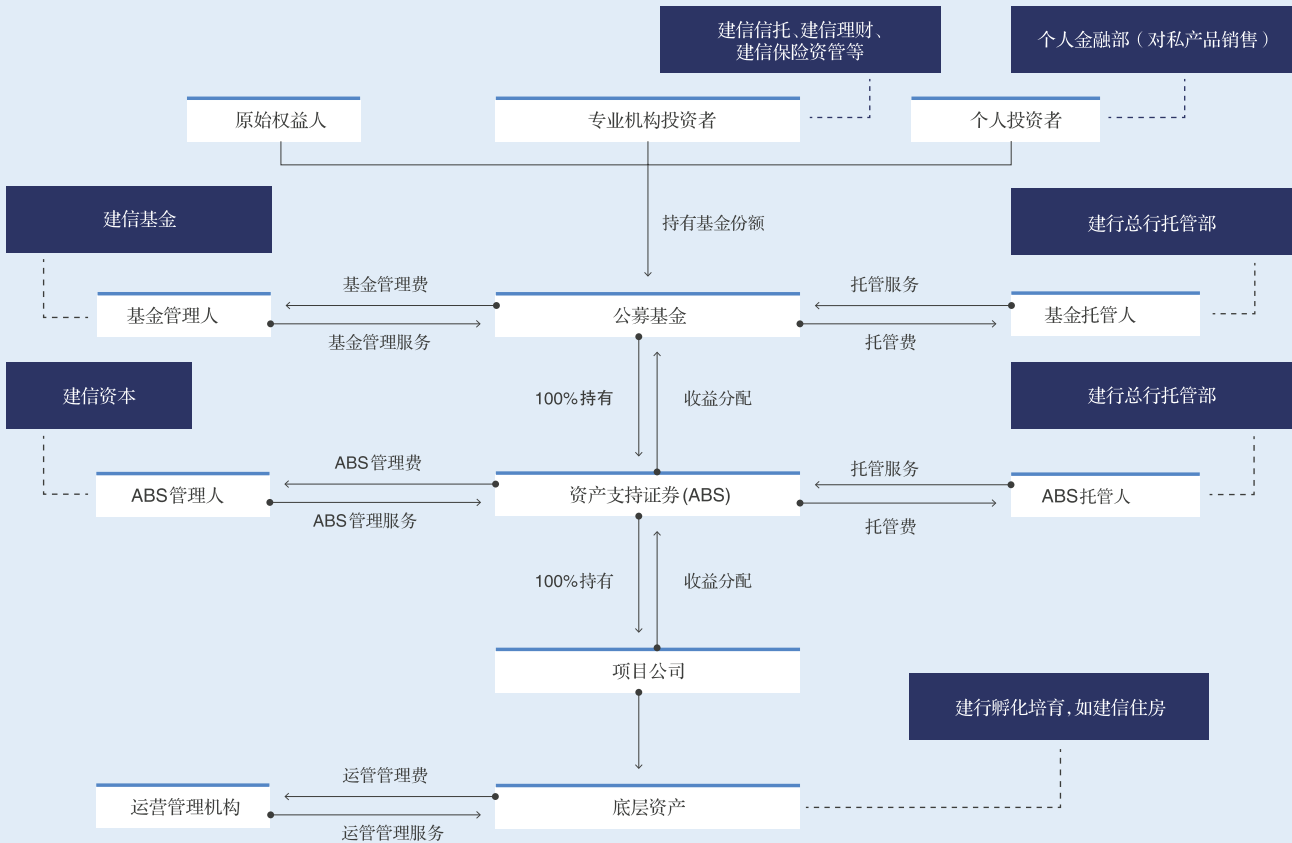
应用案例 02

商业银行集团全链条参与REITs市场建设

积极参与REITs业务是商业银行集团实现轻资本转型的关键所在。商业银行参与REITs市场建设具有天然的优势，可充分发挥集团联动效

应，在实现投资收益、托管收益、资产管理收益等业务收入增长的同时，激发市场活力、服务实体经济高质量发展。

图10 商业银行全链条参与REITs——以建行为例



资料来源：政府网站，建行研修中心（研究院）整理。

建设银行着力发挥基础设施领域投融资优势，充分整合子公司金融牌照资源优势，以集团化模式参与REITs市场建设全流程，逐步形成一套全新打法和业务模式，努力打造“建基立业”综合金融服务品牌，为中国REITs发展交出建行的可行方案。在可行性论证阶段，建行提供投资研究、业务培训、专业咨询服务。在项目培育阶段，对于暂不符合发行条件但具备良好成长空间的优质项目，通过Pre-REITs基金、ABS、非标债权等多种方式对项目进行孵化培育，待条件成熟后以发行REITs的方式退出。当前建行集团子公司建

信住房租赁已收购多个Pre-REITs项目。在产品结构搭建过程中，对有融资需求的项目提供配套融资，通过流动资金贷款、项目贷款或并购贷款等贷款品种提高投资端收益率。在发行销售阶段，一方面发挥建行个人金融部渠道优势，做好网上发行销售工作。另一方面协调建信理财、建信信托、建信保险资管等子公司，发挥机构投资者作用，积极参与网下认购，目前累计投资已上市REITs项目约17亿元。在项目存续阶段，建行根据原始权益人需求推动资产扩募，同时探索为REITs项目提供投后管理及运营相关服务。

结论

中国特色REITs市场发展是螺旋式上升、波浪式前进的过程。这需要REITs各利益相关方的紧密合作，从市场生态建设和具体落实层面双管齐下，发挥合力、凝结聚力，方能书写中国REITs的新篇章。

市场生态建设上着重解决制度性问题，积极推进多层次REITs市场建设，为投资者提供更丰富的选择；丰富和改善投资者结构，激发REITs市场活力；推动REITs常态化发行和高质量扩容；优化REITs估值和定价机制，提高REITs吸引力；完善信息披露机制，加强投资者保护，培育良好市场生态；进一步发挥税收驱动功能，推动REITs可持续发展，搭建中国REITs市场良好生态。

具体落实上着重解决环节性问题，监管人建立明确制度，以严格的监管为中国REITs的平稳运行提供引导和护航；原始权益人发挥主观能动性，保障优质底层资产持续注入；管理人凝心聚力，平衡各方利益诉求、搭建长效治理机制；托管人发挥风险隔离作用，实现更为有效的监督，保护投资人的合法权益；投资人积极抓住中国REITs投资机遇，优化资产配置策略。各参与人共同助力中国REITs高质量

发展。

展望未来，中国REITs底层资产范围将不断拓展、潜在市场规模持续扩容。在各方合力下，中国REITs的制度规则将更加完善、治理结构将更加科学合理、资产配置价值将更加凸显，中国REITs行稳致远的基础更加牢固。中国REITs在中长期将强劲增长，未来有望成为银行理财资金、保险资金、养老金等机构投资者和个人投资者资产配置的重要工具。特别是，中国REITs为境外投资者提供了收益相对稳定、适当分散风险的资产配置标的。随着中国REITs市场对外开放逐步推进，境外投资者将加大对中国REITs的投资，这不仅是境外投资者分享中国REITs盛宴的重要机会，也是中国REITs与国际接轨的关键之举，将推动中国资本市场对外开放，实现国内国际双循环相互促进的新发展格局。

（本报告由中国建设银行编辑）

附录

表1 中国REITs各监管参与机构职责

| 监管机构 | 主要职责 |
|--------|--|
| 发改委 | 省级发改委 负责项目储备与申报工作； 组织原始权益人报送项目申请材料，并对相关手续和材料进行审核，符合条件的纳入项目储备库，拟推荐项目出具无异议专项意见，向上一级部门（国家发改委）报送。 |
| | 国家发改委 负责项目审核、推荐工作，设立覆盖各行业、区域的全国REITs试点项目库； 基于省级发改委出具的专项意见，组织专业评审对项目进行进一步审核，并将支持开展REITs的项目推荐至证监会。 |
| 证监会 | 制定REITs相关规则，对参与主体履职要求、产品注册、投资运作、份额发售、信息披露等环节予以规范； 指导各派出机构、沪深交易所、证券业协会、基金业协会健全配套措施，强化对REITs全流程的过程监管； 对申请注册的REITs进行注册审批。 |
| 行业自律组织 | 沪深交易所 参照公开发行证券的相关流程，建立底层资产证券化挂牌和基金上市审查制度，制定覆盖REITs份额发售、上市、交易、信披、退市等环节的业务规则，加强对参与主体的自律管理； 审核REITs基金管理人提交的基金上市申请，及ABS管理人提交的底层资产支持证券挂牌申请。 |
| | 证券业协会 依据自律规则开展网下投资者的注册工作，并实施自律管理。 |
| | 基金业协会 对REITs项目尽职调查、信息披露等行为开展自律管理。 |
| | 中证登 负责开展REITs的登记结算相关业务。 |

资料来源：中伦律师事务所¹⁵，建行研修中心（研究院）整理。

表2 | 产权类REITs业态、底层资产及主要收入来源

| REITs业态 | REITs名称 | 底层资产 | 主要收入来源 |
|---------|-------------|--|------------------|
| 园区基础设施 | 华安张江产业园 | 张江光大园 | 租金收入、物业费收入、停车费收入 |
| | 博时蛇口产业园 | 万海大厦、万融大厦 | 租金收入、物业费收入 |
| | 东吴苏园产业 | 国际科技园五期B区项目、2.5产业园一期、二期项目 | 租金收入、停车费收入、物业费收入 |
| | 建信中关村 | 互联网创新中心5号楼、协同中心4号楼、孵化加速器 | 租金收入、停车费收入 |
| | 华夏合肥高新 | 合肥创新产业园一期高新睿成资产、合肥创新产业园一期高新君道资产 | 租金收入 |
| | 国泰君安临港创新产业园 | 临港奉贤智造园一期、临港奉贤智造园三期 | 租金收入 |
| | 国泰君安东久新经济 | 东久（金山）智造园、东久（昆山）智造园、东久（无锡）智造园、东久（常州）智造园 | 租金收入、物业费收入 |
| | 华夏和达高科 | 孵化器项目和达药谷一期项目 | 租金收入、物业费收入 |
| | 中金湖北科投光谷 | 光谷软件园（A1-7、C6、E3栋）、互联网+项目 | 租金收入、物业费收入 |
| 仓储物流 | 红土创新盐田港 | 现代物流中心项目 | 租金收入、综合管理服务收入 |
| | 中金普洛斯 | 普洛斯北京空港物流园、普洛斯通州光机电物流园、普洛斯广州保税物流园、普洛斯增城物流园、普洛斯顺德物流园、苏州望亭普洛斯物流园、普洛斯淀山湖物流园 | 租金收入、物业费收入 |
| | 嘉实京东仓储基础设施 | 京东商城亚洲1号仓储华中总部建设项目、京东重庆电子商务基地项目（中转配送中心）一期、京东亚洲一号廊坊经开物流园 | 租金收入、物业费收入 |
| 保障性租赁住房 | 红土创新深圳安居 | 安居百泉阁项目、安居锦园项目、保利香槟苑项目、凤凰公馆项目 | 租金收入、停车费收入 |
| | 华夏北京保障房 | 文龙家园项目、熙悦尚郡项目 | 租金收入 |
| | 中金厦门安居 | 园博公寓、珩琦公寓 | 租金收入 |
| | 华夏基金华润有巢 | 有巢东部经开区项目、有巢泗泾项目 | 租金收入、物业费收入、停车费收入 |

资料来源：Wind，建行研修中心（研究院）整理。

表3 | 经营权类REITs业态、底层资产及主要收入来源

| REITs业态 | REITs名称 | 底层资产 | 主要收入来源 |
|---------|-------------|------------------------------------|------------------------------|
| 交通基础设施 | 平安广州广河 | 广州至河源高速公路广州段项目 | 通行费收入 |
| | 浙商沪杭甬 | 杭徽高速公路（浙江段） | 通行费收入 |
| | 华夏越秀高速 | 汉孝高速 | 通行费收入 |
| | 华夏中国交建 | 武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段项目 | 通行费收入 |
| | 国金中国铁建 | 渝遂高速（重庆段） | 通行费收入 |
| | 华泰江苏交控 | 沪苏浙高速公路（G50沪渝高速江苏段） | 通行费收入 |
| | 中金安徽交控 | 沿江高速 | 通行费收入 |
| 能源基础设施 | 鹏华深圳能源 | 东部电厂（一期）项目 | 售电收入 |
| | 中信建投国家电投新能源 | 滨海北H1项目、滨海北H2项目和配套运维驿站项目 | 售电收入 |
| | 中航京能光伏 | 榆林光伏项目、晶泰光伏项目 | 售电收入 |
| 生态环保 | 中航首钢绿能 | 首钢生物质项目 | 生物质发电收入、生活垃圾处置收入、餐厨垃圾收运及处置收入 |
| | 富国首创水务 | 合肥市十五里河污水处理厂PPP项目；深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 | 污水处理收入、中水收入、污泥收入、渗滤液收入 |

资料来源：Wind，建行研修中心（研究院）整理。

表4 | 中国REITs投资人结构

| REITs | 上市时间 | 募集规模 (亿元) | 战略投资比例 | | 网下投资比例 | 公众投资比例 |
|-----------------|------------|--------------|----------------|-------------|-------------|--------------|
| | | | 原始权益人 或其关联方 | 专业机构 投资者 | 专业机构 投资者 | 普遍为 个人投资者 |
| 中航首钢绿能 | 2021/6/21 | 13.38 | 40.00% | 20.00% | 28.00% | 12.00% |
| 中金普洛斯 | 2021/6/21 | 58.35 | 20.00% | 52.00% | 19.60% | 8.40% |
| 红土创新盐田港 | 2021/6/21 | 18.4 | 20.00% | 40.00% | 28.00% | 12.00% |
| 博时蛇口产业园 | 2021/6/21 | 20.79 | 32.00% | 33.00% | 24.50% | 10.50% |
| 东吴苏园产业 | 2021/6/21 | 34.92 | 40.00% | 20.00% | 30.00% | 10.00% |
| 华安张江产业园 | 2021/6/21 | 14.95 | 20.00% | 35.33% | 31.27% | 13.40% |
| 富国首创水务 | 2021/6/21 | 18.5 | 51.00% | 25.00% | 19.20% | 4.80% |
| 浙商沪杭甬 | 2021/6/21 | 43.6 | 58.95% | 15.35% | 21.85% | 3.86% |
| 平安广州广河 | 2021/6/21 | 91.14 | 51.00% | 27.97% | 14.72% | 6.31% |
| 华夏越秀高速 | 2021/12/14 | 21.3 | 30.00% | 40.00% | 21.00% | 9.00% |
| 建信中关村 | 2021/12/17 | 28.8 | 33.34% | 36.78% | 20.92% | 8.96% |
| 华夏中国交建 | 2022/4/28 | 93.99 | 20.00% | 55.00% | 17.50% | 7.50% |
| 国金中国铁建 | 2022/7/8 | 47.93 | 71.00% | 4.00% | 17.50% | 7.50% |
| 鹏华深圳能源 | 2022/7/26 | 35.38 | 51.00% | 19.00% | 21.00% | 9.00% |
| 中金厦门安居 | 2022/8/31 | 13 | 34.00% | 28.47% | 26.27% | 11.26% |
| 华夏北京保障房 | 2022/8/31 | 12.55 | 35.00% | 25.00% | 28.00% | 12.00% |
| 红土创新深圳安居 | 2022/8/31 | 12.42 | 51.00% | 9.00% | 28.00% | 12.00% |
| 华夏合肥高新 | 2022/10/10 | 15.33 | 25.00% | 40.00% | 24.50% | 10.50% |
| 国泰君安 临港创新产业园 | 2022/10/13 | 8.24 | 20.00% | 35.00% | 31.50% | 13.50% |
| 国泰君安 东久新经济 | 2022/10/14 | 15.18 | 20.00% | 45.00% | 24.50% | 10.50% |
| 华泰江苏交控 | 2022/11/15 | 30.54 | 35.00% | 40.00% | 17.50% | 7.50% |
| 中金安徽交控 | 2022/11/22 | 108.8 | 57.29% | 22.71% | 14.00% | 6.00% |
| 华夏基金华润有巢 | 2022/12/9 | 12.09 | 34.00% | 26.00% | 28.00% | 12.00% |
| 华夏和达高科 | 2022/12/27 | 14.04 | 51.00% | 12.00% | 25.90% | 11.00% |
| 嘉实京东 仓储基础设施 | 2023/2/8 | 17.57 | 34.00% | 36.00% | 21.00% | 9.00% |
| 中信建投 国家电投新能源 | 2023/3/29 | 78.4 | 34.00% | 41.00% | 17.50% | 7.50% |
| 中航京能光伏 | 2023/3/29 | 29.346 | 54.33% | 24.67% | 14.70% | 6.30% |
| 中金湖北科技光谷 | 2023/6/30 | 15.75 | 34.00% | 31.00% | 24.50% | 10.50% |

数据来源: Wind, REITs招募说明书, 建行研修中心(研究院)整理。

表5 | 中国REITs分红情况

| REITs简称 | 已分红次数 | 累计单位分红(元) | 总分红规模(亿元) | 单位分红(元) | 基金分红比例(%) | 分红公告日 | 基金基准日净值(元) | 基准日份额(亿份) |
|-----------------|-------|-----------|-----------|---------|-----------|------------|------------|-----------|
| 园区基础设施 | | | | | | | | |
| 博时蛇口产业园 | 4 | 0.15 | 0.25 | 0.03 | 1.19 | 2021/11/26 | 2.31 | 9 |
| | | | 0.27 | 0.03 | 1.3 | 2022/4/1 | 2.31 | 9 |
| | | | 0.51 | 0.06 | 2.45 | 2022/12/15 | 2.31 | 9 |
| | | | 0.36 | 0.04 | 1.75 | 2023/3/31 | 2.27 | 9 |
| 华安张江产业园 | 4 | 0.23 | 0.4 | 0.08 | 2.7 | 2022/4/8 | 2.97 | 5 |
| | | | 0.3 | 0.06 | 2.1 | 2022/9/22 | 2.86 | 5 |
| | | | 0.31 | 0.06 | 2.21 | 2023/4/10 | 2.76 | 5 |
| | | | 0.15 | 0.03 | 1.05 | 2023/5/8 | 2.76 | 5 |
| 东吴苏园产业 | 2 | 0.28 | 0.93 | 0.1 | 2.63 | 2022/4/14 | 3.92 | 9 |
| | | | 1.6 | 0.18 | 4.56 | 2023/4/13 | 3.9 | 9 |
| 建信中关村 | 2 | 0.14 | 0.44 | 0.05 | 1.53 | 2022/5/18 | 3.2 | 9 |
| | | | 0.86 | 0.1 | 2.95 | 2023/5/11 | 3.22 | 9 |
| 华夏合肥高新 | 1 | 0.03 | 0.21 | 0.03 | 1.34 | 2023/4/18 | 2.22 | 7 |
| 国泰君安 临港创新产业园 | 1 | 0.07 | 0.13 | 0.07 | 1.61 | 2023/4/13 | 4.18 | 2 |
| 国泰君安 东久新经济 | 1 | 0.05 | 0.26 | 0.05 | 1.68 | 2023/4/13 | 3.07 | 5 |
| 生态环保 | | | | | | | | |
| 中航首钢绿能 | 4 | 3.05 | 0.52 | 0.52 | 3.85 | 2021/11/12 | 13.38 | 1 |
| | | | 1.16 | 1.16 | 9.72 | 2022/4/1 | 11.94 | 1 |
| | | | 0.5 | 0.5 | 4.47 | 2022/12/30 | 11.14 | 1 |
| | | | 0.88 | 0.88 | 7.78 | 2023/4/13 | 11.25 | 1 |
| 富国首创水务 | 3 | 0.61 | 1.36 | 0.27 | 7.2 | 2022/1/20 | 3.77 | 5 |
| | | | 0.73 | 0.15 | 4.13 | 2022/9/16 | 3.54 | 5 |
| | | | 0.95 | 0.19 | 5.58 | 2023/4/3 | 3.42 | 5 |
| 能源基础设施 | | | | | | | | |
| 鹏华深圳能源 | 1 | 0.73 | 4.36 | 0.73 | 11.22 | 2023/5/15 | 6.48 | 6 |

表5 | 中国REITs分红情况

| REITs简称 | 已分红次数 | 累计单位分红(元) | 总分红规模(亿元) | 单位分红(元) | 基金分红比例(%) | 分红公告日 | 基金基准日净值(元) | 基准日份额(亿份) |
|----------------|-------|-----------|-----------|---------|-----------|------------|------------|-----------|
| 交通基础设施 | | | | | | | | |
| 平安广州广河 | 4 | 1.44 | 3.69 | 0.53 | 4.05 | 2021/12/21 | 13.02 | 7 |
| | | | 1.47 | 0.21 | 1.66 | 2022/4/22 | 12.68 | 7 |
| | | | 2.31 | 0.33 | 2.62 | 2022/9/21 | 12.61 | 7 |
| | | | 2.62 | 0.37 | 3.04 | 2023/4/12 | 12.29 | 7 |
| 浙商沪杭甬 | 3 | 1.70 | 1.69 | 0.34 | 3.87 | 2021/12/28 | 8.72 | 5 |
| | | | 3.64 | 0.73 | 8.72 | 2022/6/2 | 8.35 | 5 |
| | | | 3.15 | 0.63 | 8.48 | 2023/6/13 | 7.43 | 5 |
| 华夏越秀高速 | 4 | 0.63 | 0.45 | 0.15 | 2.1 | 2022/7/18 | 7.1 | 3 |
| | | | 0.33 | 0.11 | 1.54 | 2022/9/23 | 7.19 | 3 |
| | | | 0.38 | 0.13 | 1.77 | 2022/12/29 | 7.19 | 3 |
| | | | 0.73 | 0.24 | 3.52 | 2023/5/19 | 6.94 | 3 |
| 华夏中国交建 | 4 | 0.34 | 0.83 | 0.08 | 0.88 | 2022/9/29 | 9.43 | 10 |
| | | | 0.95 | 0.09 | 1.01 | 2022/11/28 | 9.43 | 10 |
| | | | 0.73 | 0.07 | 0.78 | 2023/5/5 | 9.28 | 10 |
| | | | 0.93 | 0.09 | 1.01 | 2023/6/9 | 9.28 | 10 |
| 国金中国铁建 | 1 | 0.77 | 3.86 | 0.77 | 8.07 | 2023/4/4 | 9.57 | 5 |
| 华泰江苏交控 | 1 | 0.21 | 0.84 | 0.21 | 2.74 | 2023/4/24 | 7.64 | 4 |
| 中金安徽交控 | 1 | 0.68 | 6.84 | 0.68 | 6.31 | 2023/6/21 | 10.83 | 10 |
| 仓储物流 | | | | | | | | |
| 红土创新盐田港 | 2 | 0.16 | 0.46 | 0.06 | 2.47 | 2022/3/31 | 2.33 | 8 |
| | | | 0.85 | 0.11 | 4.58 | 2023/4/21 | 2.32 | 8 |
| 中金普洛斯 | 4 | 0.28 | 0.78 | 0.05 | 1.34 | 2021/11/12 | 3.89 | 15 |
| | | | 0.73 | 0.05 | 1.26 | 2022/3/31 | 3.85 | 15 |
| | | | 1.34 | 0.09 | 2.34 | 2022/9/1 | 3.81 | 15 |
| | | | 1.32 | 0.09 | 2.36 | 2023/3/31 | 3.73 | 15 |
| 保障性租赁住房 | | | | | | | | |
| 红土创新深圳安居 | 1 | 0.04 | 0.19 | 0.04 | 1.51 | 2023/4/21 | 2.51 | 5 |
| 中金厦门安居 | 1 | 0.04 | 0.21 | 0.04 | 1.6 | 2023/3/31 | 2.63 | 5 |
| 华夏北京保障房 | 1 | 0.04 | 0.19 | 0.04 | 1.51 | 2023/4/13 | 2.54 | 5 |

注：总分红规模=单位分红*基准日份额；基金分红比例=单位分红/基准日单位净值*100%
数据来源：REITs公告，Wind，建行研修中心（研究院）整理。

报告撰写团队感谢各方领导的 指导与支持：

纪志宏

中国建设银行副行长

韩志峰

国家发展改革委投资司副司长、一级巡视员

马修·布莱克 (Matthew Blake)

金融与货币体系中心全球负责人

李运

中国建设银行副行长

撰写团队

中国建设银行：

彭钢

建行研修中心（研究院）常务副主任（副院长）

许璐微

建行研修中心（研究院）副处长

吴天铎

建行研修中心（研究院）副处长

徐蕾

建行研修中心（研究院）博士后

宋效军

建行研修中心（研究院）副主任（副院长）

庄颖

建行研修中心（研究院）博士后

李欣健

建行研修中心（研究院）业务副经理

世界经济论坛：

马佳

金融与货币体系中心中国区负责人

韩雪

大中华区企业参与事务负责人

撰写团队对来自双方机构同事们的大力支持表示由衷感谢：

中国建设银行方面：

蔡亚蓉

资产托管业务部总经理

张军红

建信基金管理有限责任公司总裁

曹伟

建信养老金管理有限责任公司总裁

苗新刚

建信资本管理有限责任公司总经理

赖炜

建行研修中心（研究院）处长

王婧

建行研修中心（研究院）研究员

赵晨辰

建行研修中心（研究院）业务副经理

谢国旺

集团资产管理部总经理

王宝魁

建信信托有限责任公司董事长

马勇

建信理财有限责任公司总裁

刘东杰

建行研修中心（研究院）副主任（副院长）

方磊

建行研修中心（研究院）处长

刘雯

建行研修中心（研究院）业务经理

世界经济论坛方面：

陈黎明

大中华区主席

凯林·布雷肯 (Kalin Bracken)

房地产业务负责人

郭君佩

大中华区政府事务负责人

徐兵

大中华区企业事务总经理

马特·斯特汉 (Matt Strahan)

金融与货币体系中心研究员

王浩

大中华区媒体事务负责人

致谢

前期，项目组举办多场国际高端对话活动，邀请包括监管部门、金融机构、协会组织、头部上市REITs、机构投资人、法律服务机构、学界代表等在内的全球主要REITs市场利益相关方的高级别专家参与会议。项目组感谢参会嘉宾分享国际先进经验及对中国REITs行业发展的建议，并感谢各位嘉宾对报告撰写提供的战略性指导。

(根据参会时间和姓氏拼音首字母排序，排名不分先后)

纪敏 (Min Ji)

中国人民银行参事室主任

林靖凯 (Cheng Khai Lim)

新加坡金融管理局金融市场发展司司长

陈和烽 (Ronald Tan)

新加坡交易所资本市场部高级副总裁

魏晨阳 (Chenyang Wei)

清华五道口全球不动产金融论坛秘书长

丘兆祺 (Eric Yau)

领展房地产投资信托基金首席战略官

江向阳 (Xiangyang Jiang)

博时基金董事长

温建利 (Jianli Wen)

金杜律师事务所合伙人

梁海燕 (Haiyan Liang)

中国建设银行住房金融与个人信贷部总经理

于淼 (Miao Yu)

国家发展改革委投资司处长

郭翔宇 (Xiangyu Guo)

清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究总监

张宇 (Yu Zhang)

中金公司研究部执行负责人、董事总经理、
不动产与空间服务行业首席分析师

张湜 (Shi Zhang)

建信基金管理有限责任公司基础设施投资部基金经理

刘榕 (Rong Liu)

中国证监会公司债券监管部副主任

江会芬 (Huifen Jiang)

中国人民银行金融市场司处长

斯蒂芬·韦克斯勒 (Steve Wechsler)

美国房地产投资信托基金协会主席兼首席执行官

金·莱特 (Kim Wright)

加拿大养老金计划投资委员会上市房地产部负责人

汤晓东 (Tony Tang)

时任贝莱德中国区负责人、贝莱德基金董事长 (2019-2023)

张峥 (Zheng Zhang)

北京大学光华管理学院副院长

王燊 (Shen Wang)

建信住房服务有限责任公司党委书记

邓海清 (Haiqing Deng)

中航基金副总经理、首席投资官

胡海滨 (Haibin Hu)

博时基金公募REITs执行总监

张佩 (Pei Zhang)

中国建设银行集团资产管理部副处长

韩杰 (Jie Han)

中国建设银行资产托管业务部业务经理

尾注

1. 本报告讨论的REITs范围为中国境内上市REITs。目前，中国境内发行的REITs全部为基础设施REITs，未来将继续拓展。同时，中国境内REITs目前全部为公募REITs，私募REITs有待进一步推进。
2. 2021年3月11日，中国正式发布《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》。
3. 盛中明.地方城投债的风险形势与化解思路.中国金融四十人论坛成果简报系列,2023.07.11.<https://mp.weixin.qq.com/s/np9Dd9z-97R5rV1vcMrPMA>.
4. 本文中的专业机构投资者，是指原始权益人或其关联方以外的专业机构投资者。
5. 中国《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》规定，原始权益人或其同一控制下的关联方参与战略配售的比例不得低于基金份额的20%，其他专业机构投资者参与战略配售比例由基金管理人合理确定，网下投资者发售比例不得低于扣除战略配售部分的基金份额的70%。这意味着，个人投资者持有基金份额的最大比例（即没有其他专业机构投资者参与战略配售）为24%。
6. 纪志宏.REITs在资产管理时代的再定位[J].中国金融,2022(20):42-45.
7. 肖钢,高西庆,张其光,周松.构建不动产金融大循环:中国公募REITs的实践与方向[M].北京:中译出版社,2023.
8. 王娴.不动产投资信托（REITs）监管成本与制度完善——基于欧美制度比较的视角[J].金融监管研究,2021(02):1-16.
9. 北京大学光华管理学院.中国不动产投资信托基金市场规模研究.“光华思想力”新金融研究系列报告,2017年11月.
10. 分类依据参照发改委《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报要求》对REITs试点行业范围的界定，以及证监会《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》中，关于“研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs”的政策内容。
11. 北京大学光华管理学院.中国公募REITs管理模式研究.“光华思想力”新金融研究系列报告,2018年7月.
12. 运营表现使用FFO/总资产衡量。
13. Tang C K, Mori M. Sponsor ownership in asian REITs[J]. The Journal of Real Estate Finance and Economics, 2017, 55: 265-287.
14. 2023年预期现金分派率基于首发和扩募招募书预测现金分派和2023年6月30日市值计算。
15. 中伦律师事务所网站：<https://www.zhonglun.com/Content/2022/05-18/1429431371.html>.

免责声明

本文件由中国建设银行编辑，由世界经济论坛发布，作为对项目、洞察领域或互动的贡献。本文所表达的调查结果、解释和结论是世界经济论坛推动和认可的合作进程的结果，但其结果并不一定代表世界经济论坛的观点，也不代表其全体成员、合作伙伴或其他利益攸关方的观点。

© 2023 世界经济论坛。保留所有权利。

严禁以任何方式（包括复印和刻录）或通过任何信息存储和检索系统复制或传播本出版物的任何内容。



COMMITTED TO
IMPROVING THE STATE
OF THE WORLD

The World Economic Forum, committed to improving the state of the world, is the International Organization for Public-Private Cooperation.

The Forum engages the foremost political, business and other leaders of society to shape global, regional and industry agendas.

World Economic Forum
91 – 93 route de la Capite
CH-1223 Cologny/Geneva
Switzerland

Tel.: +41 (0) 22 869 1212
Fax: +41 (0) 22 786 2744
contact@weforum.org
www.weforum.org