

“专题债+ 公募 REITs” 可行性分析

处理公募 REITs 项目局限性的问题，除挖掘 PPP 模式下的合格资产外，专题债有关资产同样值得关注。实际上，在运行阶段、收益来源以及权属关系上，专题债有关项目与公募 REITs 结合时比 PPP 模式愈加契合。

近年来，专题债作为稳投资的重要资金来源，发行规模逐年增长。从到期状况来看，和 2024 年是目前存量专题债的第一种到期高峰。地方政府专题债风险与政府性基金收入有关，而土地使用权出让收入是政府性基金收入的重要构成。今年房地产市场受到较大影响，“房住不炒”方针下房地产政策仍然偏紧，尤其是“三道红线”公布后房地产需求较为微弱地区的土地出让收入也许持续下降，专题债利息承担将加重，地方债务风险增长。

公募 REITs 作为盘活基建资产的重要工具，与专题债有关项目结合，从而盘活财政资金、减少债务承担的可行性值得关注。专题债与公募 REITs 在底层资产的政策规定上契合度高，项目权属相对清晰，“专题债+公募 REITs”模式有助于减少专题债信用风险。但同步，也应注意到“专题债+公募 REITs”模式原始权益人战略配售资金来源的问题以及专题债资金提前偿还的问题。总体而言“专题债+公募 REITs”模式的落地仍需制度与政策的深入完善。

最终，根据本文对以专题债支持的 A 县自来水厂扩建项目引入公募 REITs 的财务评价来看，“专题债+公募 REITs”模式具有财务可行性，项目收益可以满足公募 REITs 有关监管规定，对于投资者和原始权益人均具有一定的吸引力，具有应用前景。

正文

在公募 REITs 系列研究之《“PPP+公募 REITs”模式的效用与局限》一文中，我们提到处理项目局限性问题是公募 REITs 蓬勃发展的当务之急。PPP 模式波及资产虽然广泛，但首先受到融资难困扰，进入建设及运行阶段的项目数量有限，大部分项目所处阶段无法满足公募 REITs 的监管规定；另首先收益来源完全符合公募 REITs 政策规定的 PPP 项目（使用者付费类型）占比较低，PPP 项目中占比最高的可行性缺口补助项目能否使用 PPP 模式，尚没有明确根据与原则。以上两点原因极大制约着公募 REITs 与 PPP 模式的结合。本文认为，处理公募 REITs 项目局限性的问题，除挖掘 PPP 模式下的合格资产外，专题债有关资产同样值得关注。实际上，在运行阶段、收益来源以及权属关系上，专题债有关项目与公募 REITs 结合时比 PPP 模式愈加契合。本文在简朴梳理存量专题债的基础上，对专题债与公募 REITs 结合的可行性进行了分析，并根据专题债实务经验，以案例形式对专题债与公募 REITs 结合进行了财务评价，为市场参与各方提供实操参照，在盘活财政资金减少政府债务承担的同时，增进公募 REITs 发展。

根据《有关推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点有关工作的告知》(下称“《告知》”)规定,试点项目具有成熟的经营模式及市场化运行能力,已产生持续、稳定的收益及现金流,投资回报良好,并具有持续经营能力、很好的增长潜力。《公开募集基础设施证券投资基金指导(试行)》(下称“《指导》”)则提出基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合“经营3年以上,已产生持续、稳定的现金流,投资回报良好,并具有持续经营能力、很好增长潜力”。由此可见,公募REITs资金不合用于项目建设阶段的融资,而本文所述“专题债+公募REITs”模式,是指先使用专题债进行项目建设,后使用公募REITs进行资产盘活的模式。

一、专题债存量规模增长,地方政府债务承担较重

近年来,专题债作为稳投资的重要资金来源,发行规模逐年增长。截至8月31日,存量地方政府专题债券有3,808只,波及金额122,279.37亿元。专题债发行期限普遍较

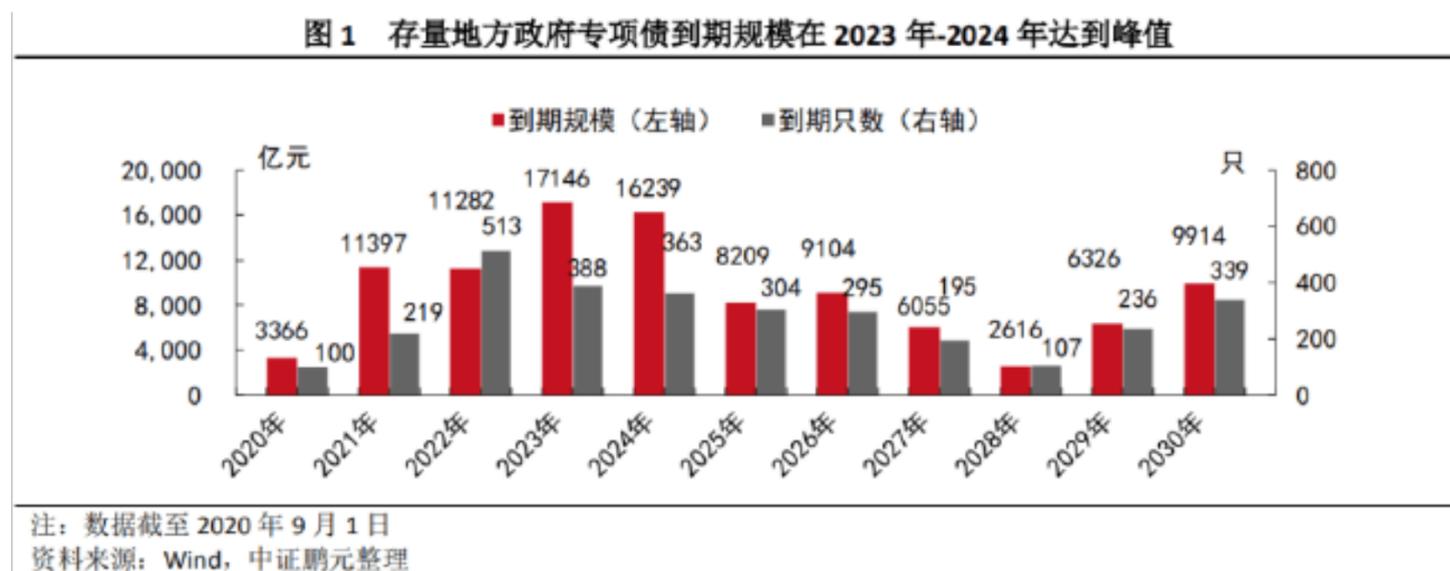
长，从到期状况来看，和 2024 年是目前存量专题债的第一波到期高峰，到期规模均高于

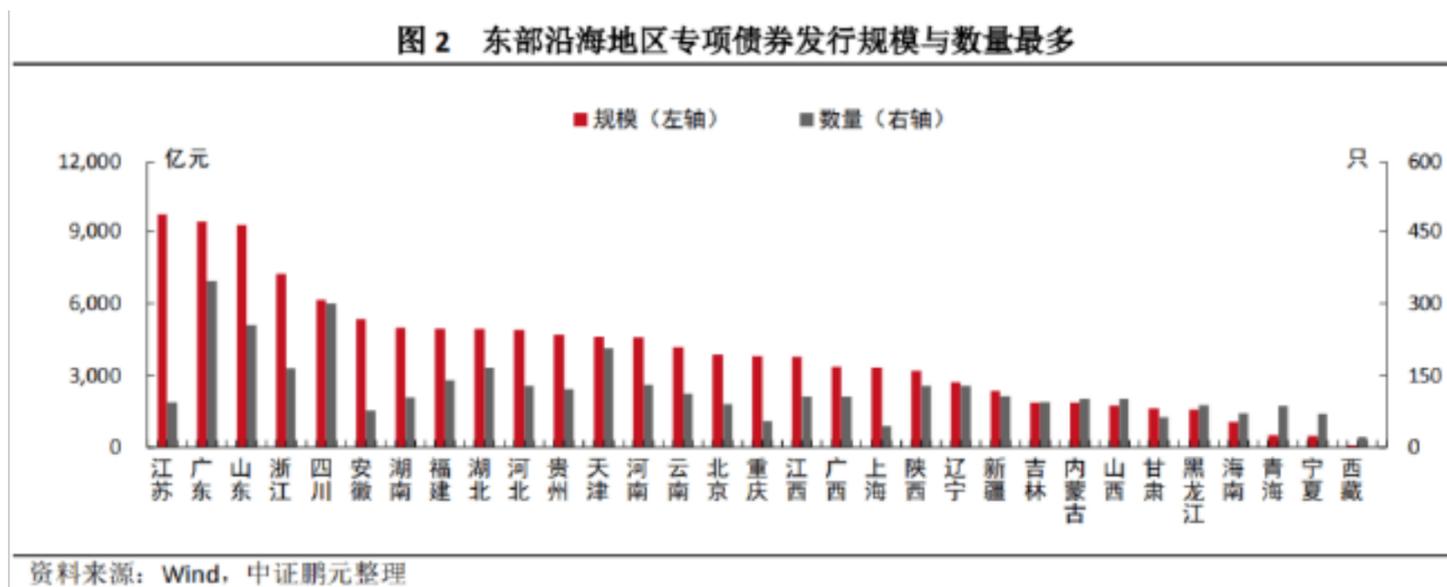
1.6 万亿元，专题债集中偿付的压力较大。2025 年-2028 年债券到期规模逐年走低，

2028 年至 2030 年的到期规模再次升高。从存量专题债的地区分布来看，江苏、广东、

山东、浙江等东部沿海地区的存量规模较大，吉林、内蒙古、山西、甘肃等中西部和东北

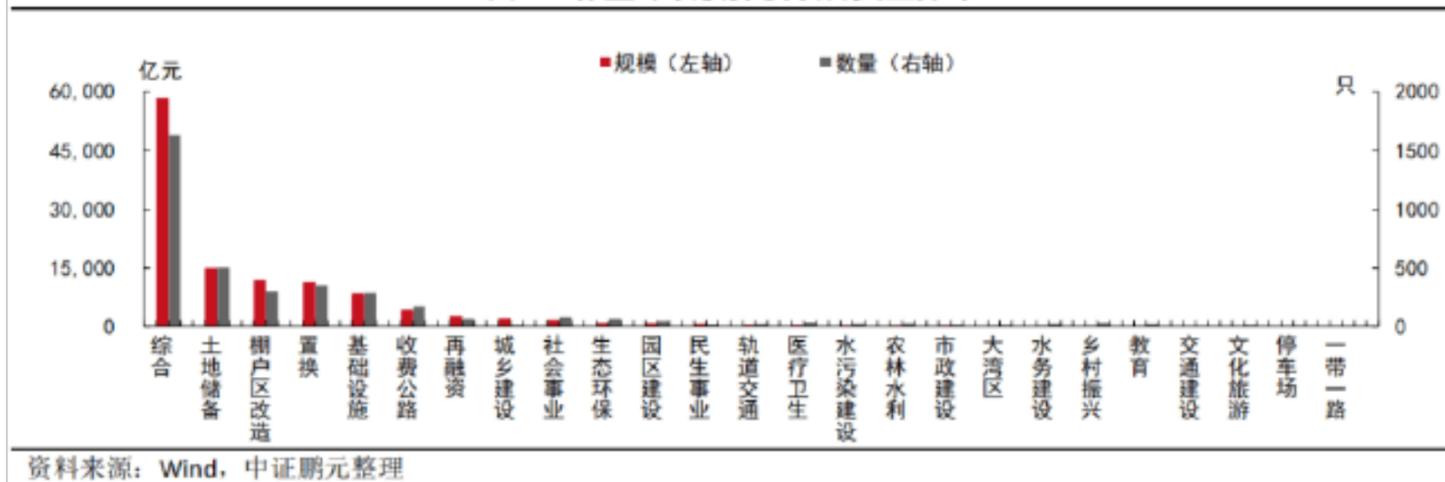
地区的存量规模较小。





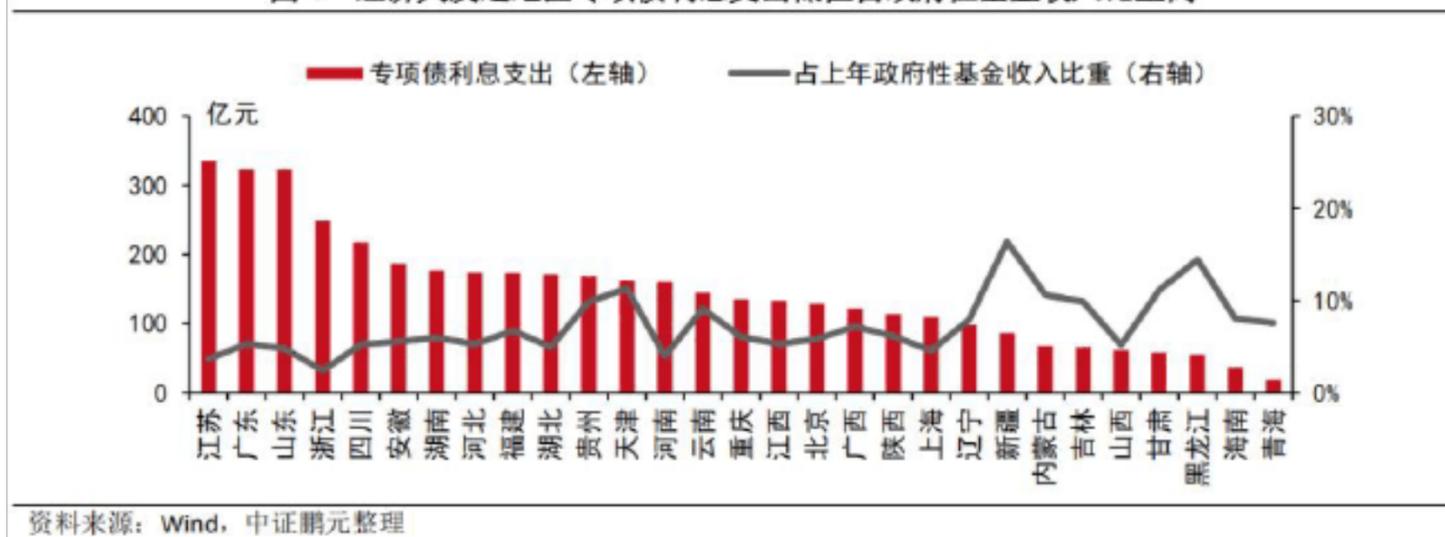
存量专题债类别方面，以来在政策导向下地方政府专题债发行类别逐渐增长，但综合、土储、棚改、置换等类型的专题债仍然是专题债的重要构成。截至 8 月 31 日，综合类专题债存量规模 58,344.30 亿元，占比 47.71%；土储专题债的存量规模为 15,045.61 亿元，占比 12.30%；棚改专题债的存量规模为 11,888.50 亿元，占比 9.72%。前三大类型占比合计 69.74%，存量专题债集中度偏高。

图3 存量专项债募投项目类型分布

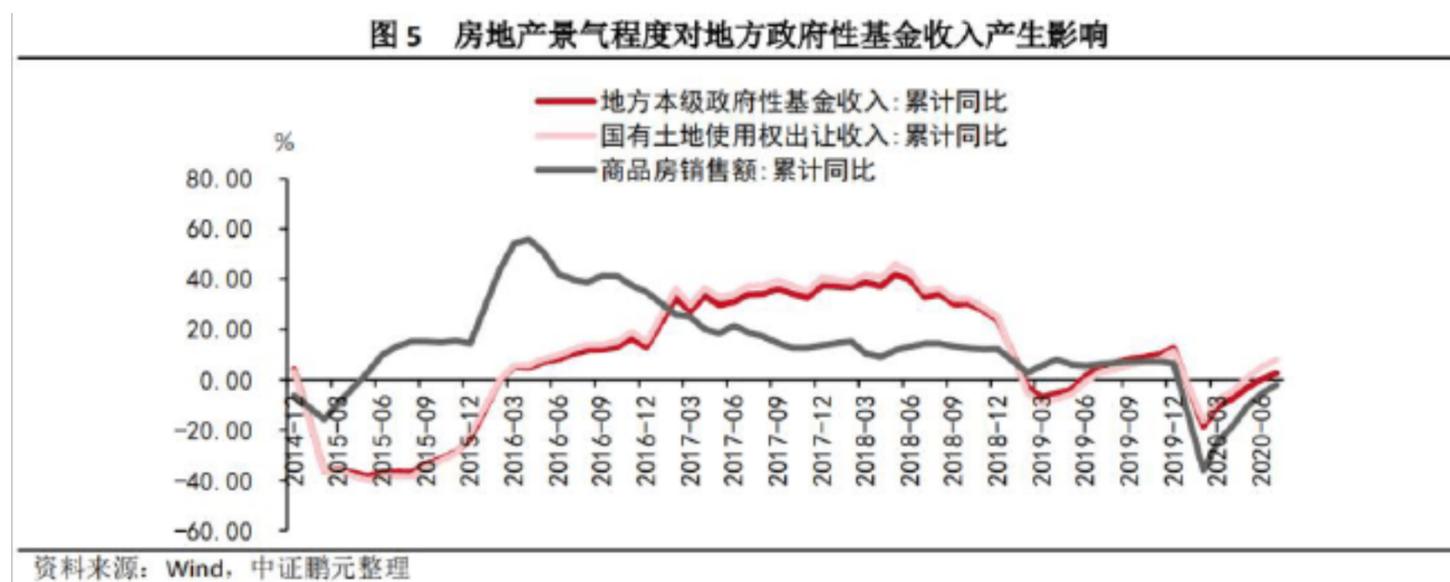


从各地区的债务承担来看，经济发达地区专题债利息支出占地方政府性基金收入的比重普遍控制在 5% 左右，债务承担较轻。贵州、天津、新疆、内蒙古、吉林、甘肃、黑龙江的专题债利息支出占地方政府性基金收入比重超过 10% ，其中新疆专题债利息支出占比最高，为 16% 。

图4 经济欠发达地区专项债利息支出低但占政府性基金收入比重高



地方政府专题债风险与政府性基金收入水平息息相关。土地使用权出让收入是政府性基金收入的重要构成，其走势与政府性基金收入走势高度一致，而土地使用权出让收入受房地产景气程度的明显影响。房地产市场的高景气度带动与土地出让收入的高增，以来在“房住不炒”的政策导向下房地产市场降温，多省市土地出让收入增速在随之下降。



8月20日，住建部、央行召开重点房地产企业座谈会，提出为控制房企有息债务的增长，央行将出台房地产融资新规，设置“三道红线”。“三道红线”的出台深入克制了高杠杆房企的拿地力度，也许导致全国土拍溢价率下降，流拍率增长。（详情见中证鹏元政策点评《地产融资“三道红线”会带来哪些影响？》）在此背景下，房地产需求较为微

弱地区的土地出让收入也许持续下降，专题债利息承担将加重，地方债务风险增长。

二、“专题债+公募 REITs”模式发展的可行性分析

由于股权属性明显，公募 REITs 问世以来，市场参与各方多将其与 PPP 模式进行比较与结合分析。从 PPP 模式的资本构造来看，公募 REITs 与 PPP 模式的结合更有助于盘活社会资本方资金，减少社会资本方杠杆，但对政府方而言，资产盘活与财政减负的作用有限。受新冠疫情影响，今年以来我国地方政府财政收入普遍下降，财政支出却因疫情防控而增长，财政收支矛盾愈加明显。怎样使用公募 REITs 盘活政府资金，减少政府债务承担，加速地方基建补短板，应当成为公募 REITs 研究中愈加重要的课题。

近年来，地方政府新增债务承担重要由地方政府一般债与专题债构成。下六个月以来，地方重大项目开始容许使用专题债资金作为项目资本金，但总体来看，更多基建项目

在申请专题债时，需要保证资本金到位，对地方政府资本金规定较高。伴随专题债发行规模的逐渐增长，首先地方政府财政资金难免沉淀，另首先地方政府债务承担持续增长。公募 REITs 作为盘活基建资产的重要工具，与专题债有关优质项目结合，对于盘活财政资金、减少债务承担大有裨益。

（一）专题债与公募 REITs 结合的潜在优势

1. 专题债与公募 REITs 在底层资产的政策规定上存在较高契合度

项目收益与融资的自求平衡，是地方政府专题债发行的必要条件。根据《财政部有关试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专题债券品种的告知》（财预〔〕89号），发行专题债券建设的项目应当可以产生持续稳定的反应为政府性基金收入或专题收入的现金流收入，且现金流收入应当可以完全覆盖专题债券还本付息的规模。在实操中，

各地政府为防止专题债有关项目增长政府隐性债务，对于项目未来收益来源的审查较为严格，规定项目收益由项目自身产生，往往不容许收益来源中包括政府补助。因此，就专题债有关项目的收益来源来看，与公募 REITs《告知》和《指导》规定的“收入来源以使用者付费为主”和“现金流来源具有较高分散度，且重要由市场化运行产生，不依赖第三方补助等非常常性收入”的条件高度契合。收益来源的契合为项目储备提供了保障。相比 PPP 模式可行性缺口补助项目，专题债有关项目在进行遴选储备时无需考虑收益来源的合规性，防止了合规问题带来的摩擦成本，有助于提高市场各方参与积极性。

2. 专题债发展已近五年，项目权属相对清晰，来多样化有所提高

地方政府专题债政策出台时间虽比 PPP 模式晚，但其资金到位快，有助于形成实物工作量，可以保障有关基建项目及时动工与顺利竣工，深受地方政府与基建项目方欢迎。

近年来，专题债对稳定经济增长起着越来越重要的作用，疫情发生后专题债发行多次提

速，已成为地方基建融资的重要来源。

项目权属方面，与 PPP 模式相比，专题债有关项目权属清晰，项目所有权归地方政府有关部门所有。在引入公募 REITs 时，首先不波及多方博弈，有助于提高资产估值等环节的效率，加速资产盘活；另首先政府主体进行基建项目建设并不以盈利为重要目的，这一特性对资产估值产生一定影响，有助于公募 REITs 投资人获得相对更高的投资回报率。此外，鉴于公募 REITs 与专题债有关项目结合后对地方政府资金盘活和减少债务承担的双重作用，地方政府推进“专题债+公募 REITs”模式的动力有望愈加充足。

项目资质方面，在专题债政策落地初期，棚改、土储与置换是专题债发行的重要用途，伴随专题债的逐渐成熟，专题债波及基建项目类型持续增长，项目多样性明显提高。根据公募 REITs《指导》规定，基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。从专题债项

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/368000022032007005>