

(内部资料 仅供参考)

文化产业信息动态

第 13 期

台儿庄古城管委会文化产业部

2021 年 7 月 29 日

目 录

- 1、人人当 5A 景区包租公时代来临？REITs 能打开旅游经济的战略窗口吗？
- 2、瞄准三大痛点，REITs 如何解决国有景区融资难题？

人人当 5A 景区包租公时代来临？ REITs 能打开旅游经济的战略窗口吗？

来源：2021 年 7 月 26 日 人民日报人民文旅 作者 魏翔

【编者按】

近日，国家发展改革委公布“958 号文”，首次将景区资产纳入 REITs 投资范围，让景区有了新的融资手段。

如何理解这一新政？人民文旅联合文旅行业专家推出《REITs 政策系列解读》。

新的重磅 REITs 政策迅速引来文旅各界的瞩目。

2021 年 7 月 2 日晚，国家发展改革委公布“958 号文”，即《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》

“958 号文”更新了试点资产范围，首次将景区资产纳入 REITs 投资范围。具体而言，《世界遗产名录》上的自然文化遗产和国家 5A 级旅游景区首次进入 REITs 范畴，并且试点区域放开到全国范围。

相较于疫情后的各项旅游支持政策，这一新政的受关注程度异乎寻常，它意味着，以优质资源为本钱的旅游城市正在迎来一次难得的战略机遇。

在此之前，ABS（资产证券化）已在文旅界深入推广，比如，文旅上市公司中三特索道、华侨城、青岛海昌以及非上市的扬州瘦西湖、平遥古城等景区都实施了 ABS 项目。

同样作为金融衍生品，本次的REITs项目和单纯的ABS项目既有联系又有差异，因此，有必要搞清楚，对旅游要素中最重也最贵的要素——景区资源而言：

本次的景区REITs具有什么独特作用？

对地方政府发展旅游业和本地产业有什么利弊？

是风险挑战还是战略机遇？

TIPS: 什么是景区REITs？

景区REITs通过将基础资产收益分割成小份的收益凭证或收益债券卖给特定投资人进行融资，融来的资金用于景区的基础设施和公共服务建设并获取可持续收益，并按融资契约将这些收益分配给不同等级的投资人（债券购买人）。

通过这种方式，REITs将收益分享给投资人，使广大的民众散户也能参与景区投资并分享中国旅游经济的红利，这是景区REITs的优越处和吸引点。

REITs扩容，为什么纳入景区？

在整个旅游业中，景区资产具有最大的权重，可以说是旅游业的万宗之源。

失去了高效高质的景区，旅游业所承担的所有社会经济功能都将付之东流。这次推出的景区REITs项目对激活旅游资源、强化旅游业的增长效应具有很好的针对性。将旅游业置身于宏观经济复苏的大格局下，就不难理解旨在战略投融资的REITs项目为什么极有必要纳入景区资产。



山西平遥古城（图片来源：摄图网，图文无关）

根据文化和旅游部的数据，2021年上半年，国内游客达23.55亿人次，较2020年同期增长153%；国内旅游收入为1.95万亿元，较2020年增长208%。这些人次和收入的80%以上在各类景区完成。与上述终端需求相对应，旅游业的投融资项目中有80%以上是景区项目。正因如此，在各类文旅资产受疫情影响和经济回调影响而纷纷“减产”之时，景区项目却成了“逆行者”。

实际上，最近10年，旅游业的年复合增长率在17%左右，远超同期的经济增长率。旅游业的发展不仅仅是拉动内需、促进就业这么简单，长期来看，**旅游业将成为产业升级和经济提质的助燃剂。**

突破景区REITs，难点何在？



浙江天台山（图片来源：摄图网，图文无关）

旅游资源的主体是旅游景区，在中国，绝大多数景区既是市场消费的经济资源，也是国家投资的公共资源，要切实提升这类资源的质量，就需要市场和政府双向启动、合力而行。为此，以REITs为代表的投融资形式就显得非常必要、非常及时。

“958号文”纳入REITs试点范围的景区资产包括自然文化遗产、国家5A级旅游景区等优质资产。其中自然文化遗产共包括37处文化遗产、14处自然遗产、4处自然文化双遗产。这些项目中的绝大多数具有相对稳定的收入，便于建立“基础资产池”。

但是，需要注意到，基于之前景区ABS的经验，对资产证券化监管的窗口指导，要求不具有垄断性和排他性的入园凭证等未来经营性收入，原则上不作为资产证券化的基础资产现金流来源。这主要是为了防范金融衍生品的内生风险。

具体到景区的内生风险，和高速公路费、停车场租金、空调费、物业费、地产转卖溢价等收益来源不同，**景区的未来门票收益具有更大的不确定性和不可控风险。**

“958号文”规定酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围。而众所周知，大多优质景区尤其是上市类景区公司的投资建设中，各类酒店都是重要投资和创收大户，是除了门票收益外支撑景区未来收益的不二选择。

换句话说，如果门票收益和酒店收益都难以纳入REITs的基础资产池，那么景区REITs将变成“无源之水”。

政策为盘活景区资产打开了一扇门，但进房间的门槛显然要比其他资产高很多。因此景区REITs面临的首要难点就是**内部收益结构的优化问题**。既要细致研究政策，寻求政策实施外更有利的配套措施，更要深刻反思行业现状，探索风险可控、质量内生的现代化景区盈利模式。

拥抱REITs红利，景区该怎么做？

各地政府手中拥有大量的景区资产，在“房住不炒”的政策框架下，景区资产成为难得的、存在升值空间的公共地产资源，而在地方财政相对紧张的情况下，要重启和盘活这部分资源，最大的难题是“钱从哪来”？

文旅地产已走进窄巷，指望房地产开发商投资景区对很多城市而言已并非上策。于是REITs等金融创新工具的出现就适得其时了，REITs在投融资和收益分配上“取之于民、

用之于民”的特点很适合地方政府盘活公共资产、提高公共服务、提升市民福利的政策取向。



蜈支洲岛（图片来源：摄图网，图文无关）

各地景区应珍惜这次政策释放的机会，探索突破景区REITs难点的各种思路和策略。

首先，应在政策落实上寻求突破，增强景区REITs的可执行性。

下一步，可以从“958号文”的实施细则上申请政策倾斜，探讨将门票和酒店收益纳入基础资产池的标准和条件。

比如，每个景区的门票实际上分为两个部分，即底线收益部分和增值收益部分。前者是景区只要开门营业就可获取的最低收益，比如每年最低限量的公园套票，这部分收益受运营管理和外部危机的影响很小，是有条件纳入基础资产池

的。而后者属于在正常条件下依靠运营质量所吸引的门票收益，这部分收益可部分纳入基础资产池。景区REITs的实施细则有必要探索出这类资产评价、分类和甄别的准入标准。

再者，哪类景区的酒店资产可以伴随景区资产一起纳入基础资产池，判断标准是什么，非常值得探索出细则标准。

其次，需要景区在收益模式上寻求突破，以呼应和适应REITs项目的标准要求。

REITs项目的基本条件是要有可预期的、稳定的未来收益流。需要注意的是，并非每个景区都具备这个条件。

地方政府应先对拟REITs化的景区项目进行甄别，将具有久期盈利性的景区资产遴选出来做“盈利模式再造”。例如，再造的方向可以是弱化门票经济和房地产衍生收益，构筑以“服务本地市民为主，服务外地游客为重”的休闲度假型景区资产。

*本文仅代表专家观点，不形成投资建议

（作者：魏翔，中国社会科学院财经战略研究院 教授/研究员）

瞄准三大痛点，REITs如何解决国有景区融资难题？

来源：人民日报人民文旅 2021年7月27日 高辉娜

【编者按】

近日，国家发展改革委公布“958号文”，首次将景区资产纳入REITs投资范围，让景区有了新的融资手段。

如何理解这一新政？人民文旅联合文旅行业专家推出《REITs政策系列解读》。

作者：高辉娜北京第二外国语学院旅游科学学院旅游管理系系主任，硕导 2021年7月2日，国家发展改革委发布《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》（简称“958号文”，具体内容详见文末[阅读原文链接](#)），其中一大亮点是将基础设施REITs试点范围拓展到国有景区（点）等基础设施领域。

TIPS: 什么是景区REITs？

景区REITs通过将基础资产收益分割成小份的收益凭证或收益债券卖给特定投资人进行融资，融来的资金用于景区的基础设施和公共服务建设并获取可持续收益，并按融资契约将这些收益分配给不同等级的投资人（债券购买人）。

通过这种方式，REITs将收益分享给投资人，使广大的民众散户也能参与景区投资并分享中国旅游经济的红利，这是景区REITs的优越处和吸引点。

2020年4月，中国证监会、国家发展改革委联合发布《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》，这是我国投融资体制改革、资本市场创新发展的一个标志性成果。试点项目所在的企业，普遍具有五大特点，包括有存量资产盘活需求、有新增投资发展需求、有资产结构优化需求、有稳定现金流以及有改革创新团队，对推动基础设施REITs试点有较高的积极性和创造性。其实，**国有景区（点）与传统基础设施特点相近**，也有存量资产、有投资需求、有稳定现金流等，又是满足人民对幸福生活向往的重要途径，希望能够加快推动国有景区（点）REITs试点。大部分国有景区（点）商业模式是重资产模式。重资产模式国有景区（点）企业，通常由地方政府和国有企业投资和经营，投资额大，基础设施健全，固定资产存量，有利于国有资本的统一管理和景区公益属性彰显。但重资产类景区前期投资压力大、回收期长、存量资产难以盘活，政府和社会资本持续投资意愿和投资能力受到限制。



山西五台山风景名胜区，图片来源：摄图网

目前国有景区（点）投融资面临以下三个主要问题。

大部分国有景区“活不好，死不了”

基础服务设施类资产占比太高。国有景区（点）资产大部分是基础服务设施类资产。基础服务设施建设和运营具有两个特点。一是初期建设资金投入过大。国有景区（点）基础服务设施建设资金主要依靠银行及金融租赁公司贷款，造成景区金融负债多达数亿元，甚至十几亿元，财务费用支出在所有费用中比重大。二是中后期维修保养和折旧费用高。景区服务类设施在使用过程中难免会出现游客损坏现象和自然损坏，景区设施日常维护是景区重要工作内容。维修保养费、人工费、折旧费等费用支出占比较大。

投资建设项目回报过度依赖门票收入。大部分国有景区（点）所有投资建设项目的回报，依靠门票收入支撑，景区收益性项目少。门票收入是景区主要经济支柱。在大部分国有景区，门票收入已成为最大、最直接的经济收益。在一些景区，门票收入占总收入比例已经达到了一半以上，个别的甚至高达九成。门票收入具有现金流稳定特点。然而，景区收入增长仅靠景区门票，会带来景区门票涨价、游客门票支出负担加重、抑制游客二次消费等不良后果。

资产退出渠道匮乏抑制行业投资能力。重资产模式国有景区（点）融资手段相对丰富，但主要集中在债务性融资，包括银行贷款、各类债券等产品。整体而言，由于缺乏权益



吉林长白山景区，图片来源：摄图网

性资金的前端投资和存量资产后端退出渠道，国有景区（点）企业的自我投融资能力受到抑制。大部分国有景区（点）陷入了“活不好，死不了”的怪圈。

税收政策增加景区REITs收益率

推动国有景区（点）REITs试点具有可行性，有以下三个原因。

· 国有景区（点）市场发展为REITs提供了大量可选择的基础资产。截止到2020年12月25日，全国景区约1.24万家，总接待量达64.75亿人次，旅游总收入达5065.97亿元，旅游总投资4034.51亿元，直接就业162.02万人。其

中，由地方政府和国有企业投资和经营的国有景区以及各类重资产保景区（点），都可以通过REITs盘活融资。

· **基础设施REITs试点的市场实践为国有景区REITs推出奠定了基础。**目前，基础设施REITs试点工作稳妥有序开展，首批试点项目已完成发行上市。项目既包括产权类项目，也包括特许经营权类项目，总发行规模约 314 亿元，回笼增量资本金 170 余亿元，投资人认购热情较高，最终认购价格和数量较为理想。基础设施REITs从结构搭建、资本属性、专业化运作等方面对国有景区REITs进行了有益探索，积累了成功经验。

· **不断优化的税收政策为推动国有景区REITs试点创造了有利条件。**据了解，基础设施REITs产品层面的税收政策将逐步明确，国有景区REITs纳入范围后也可一并执行受益。税收优惠政策将会增加国有景区REITs产品收益率，有利于更多吸引社会资本。



山东台儿庄古城景区，图片来源：摄图网

推动国有景区（点）REITs试点具有重要性、紧迫性和可行性。关于加快推动国有景区（点）REITs试点，提出以下三点建议。

建议提高REITs审批效率

· **将国有景区（点）资产纳入基础设施公募REITs的底层资产范围。**一方面，国有景区（点）是旅游产业最核心吸引力，能够满足人民群众对美好生活的向往，直接关系到广大人民群众福祉，将该类资产纳入基础设施公募REITs的底层资产范围，有利于其与房地产切割，防止以旅游开发之名，行房地产开发之实。另一方面，基础设施REITs试点提供了一个比较成熟的模式和经验，首批试点项目的产品交易结构、相关政策体系、监管规则已获得市场的广泛认可，可以保障国有景区（点）REITs试点工作顺利进行。

· **优先选择国内 5A景区资产开展试点。**根据相关测算，截至 2019 年底，全国共有景区 12402 家。其中，5A景区 280 家，4A景区 3720 家，3A景区 6198 家，2A景区 2101 家，1A景区 103 家。5A景区是国有景区中的头部企业，是中国旅游景区最高等级，其投融资问题具有典型性和代表性。5A景区游客总接待量达 12.09 亿人次，旅游总收入达 2132.08 亿元，门票平均价格 67 元，总投资 471.14 亿元，直接就业 29.46 万人。建议优先选择符合条件的国有 5A景区，开展国有景区

REITs试点，探索实施路径，总结实践经验。同时建立健全相关标准和制度，确保发行REITs的回笼资金主要投入国有景区建设运营。

· **加强部门协同，提高REITs重组环节政府审批效率。**

发行国有景区REITs涉及底层资产复杂的重组和交易，面临工商、文旅、国土、财税、国资等各部门的审批工作，环节众多、流程复杂，建议加强部门联动协同，对于发行国有景区REITs中涉及的相关审批进行联动审批、优先审批、高效审批，聚力推动国有景区REITs试点工作顺利开展。

*本文仅代表专家观点，不形成投资建议

（编辑 杨珠峰）