

研究报告

(2022 年第 2 期 总第 17 期)

2022 年 5 月 18 日

推动长租房 REITs 行稳致远

不动产金融研究中心

魏晨阳 周以升 林甦 赵航

【摘要】以长租房为底层资产，发行不动产信托投资基金（REITs），有助于防范房地产市场风险、加快发展长租房市场、降低房地产行业杠杆率，推动房地产行业高质量发展，促进房地产与金融良性循环。本文建议，在现行基础设施 REITs 试点基础上，将市场化长租房项目纳入试点范围，募集资金用于支持投资周期长的租赁住房项目的建设和运营，稳步推出长租房 REITs。

2021 年，发改委和证监会在 6 月推出首批 9 只基础设施公募 REITs 试点，11 月又推出 2 只，11 只共募集资金 364 亿元，从最优质的细分产业资产起步探索公募 REITs 的发展。2021 年 7 月发布的《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）将保障性租赁住房纳入公募 REITs 试点范围。2022 年 2 月，证监会会同相关部委进一步推动保障性租赁住房项目落地。4 月 13 日，首个申报项目正式报送国家发改委。至此，保障性租赁住房 REITs 的发行取得突破性进展。然而，权益属性更强的市场化长租房项目仍在试点范围之外。本文旨在建议在现行基础设施 REITs 试点基础上，将市场化长租房项目纳入试点范围，募集资金用于支持投资周期长的租赁住房项目的建设和运营，稳步推出长租房 REITs。

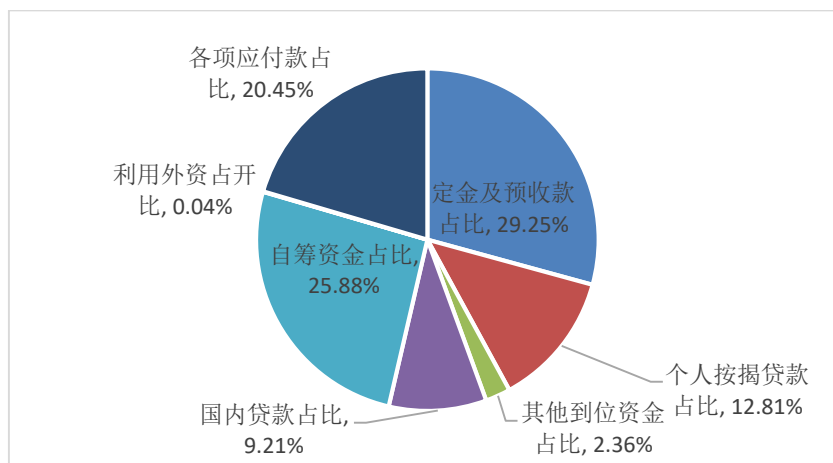
一、推动长租房 REITs 的意义

以长租房为底层资产发行 REITs 有助于防范房地产市场风险、加快发展长租房市场、降低房地产行业杠杆率，推动房地产行业高质量发展，促进房地产与金融良性循环。

（一）盘活存量资产，优化融资结构，提高风险防范能力

房地产行业是资金密集型行业，房地产开发投资严重依赖预售资金回款（包括定金及预收款、个人按揭贷款）、国内贷款、各项应付款（一半以上是应付工程款），分别占到 42%、9%、20%，综合考虑个人按揭贷款和企业获得的国内贷款，贷款资金对房地产开发的贡献度达到 22%（见图 1）。如果考虑信托、私募、明股实债等方

式的“前融”，企业自有资金比重就更低，不足 20%。加强房地产金融审慎管理、严格控制金融资源过度流入房地产是大势所趋。一旦市场遇冷甚至下行，企业经营性现金回流减缓，抗风险能力迅速降低，可能引发自身债务风险，并因应付款无法偿付连锁引发供应链企业资金风险，包括引发农民工欠薪等社会矛盾。同时，如果因为房企资金链断裂而项目烂尾，居民个人按揭贷款存在断供风险，甚至引发社会群体性事件。



数据来源：国家统计局、WIND，经作者整理

图 1 2021 年房地产开发投资资金构成

自持的投资性商业物业占压了房企大量资金。根据欧洲生产资源局（EPRA）数据，2020 年我国商业不动产存量市值约 4.5 万亿美元（30 万亿元人民币）。根据房讯指数统计，2020 年下半年，全国写字楼、商业营业用房空置率超过 30%，如能盘活，将释放近 10 万亿元资金。将闲置的商业不动产盘活，改造、改建为长租房，在符合房住不炒、租购并举的国家战略前提下，开发企业作为长租房原始权益人，通过发行 REITs，形成可操作、可持续的住房租赁投融资

模式。借助资本市场的力量，有效改善开发企业现金流压力，优化企业融资结构，减少企业经营对包括银行贷款、预售资金、供应商欠款等各类负债的依赖，提高风险防范能力。

根据第七次人口普查调查数据，我国城镇常住人口人均住房 1.06 套，意味着我国房地产已经进入存量时代。2017 年以来，新建住房建设规模也稳定在 15 亿平方米左右。从国际经验来看，房地产进入存量阶段后，房企要逐步从开发、销售转向持有、运营，REITs 是房地产企业的退出渠道，主流住房租赁 REITs 均从房地产企业派生行化，如美国阿湾物产（AVB）、公平住屋（EQR），房地产企业可以在住房租赁 REITs 创设之初提供高质量的物业资产池，并持续提供较为充足的优质资产。在我国，房企从事住房租赁运营服务，也非零基础。《2021 年度住房租赁企业规模排行榜》显示，2021 年住房租赁企业 TOP30 中，房企系管理规模 89.61 万间，占总管理规模的 75%，TOP10 租赁企业房企系占比 60%。

（二）增加长租房供给，加快发展长租房市场

随着工业化和城镇化的持续推进，人口向一、二线城市集聚趋势明显。2000—2020 年，人口平均增速全国不到 0.6%，而一线城市约 2.9%，二线城市约 1.7%。大城市房价高、购房压力大，房价收入比远高于发达国家平均 6-7 的合理区间。城市新增人口主要是新市民、青年人，因工作时间短、积累少、收入水平不高，购房支付能力严重不足，相当长时期只能通过租房解决住房需求。根据中金公司的

测算，2020 年城镇租房群体规模为 1.9 亿-2.2 亿人，2035 年前后租房群体将达到 2.8 亿-2.9 亿人。

租赁关系稳定、租金水平合理、住房品质较高是租房群体的主要诉求。但对于旺盛的租赁住房需求，长期以来的“重购轻租”导致大城市住房租赁市场发展不充分，租赁住房供给存在短板，供给绝对数量和品质与需求不匹配的矛盾突出。尤其是重资产模式，普遍面临项目获取改造成本高、盈利难、缺乏长期稳定资金支持等瓶颈，严重制约其规模发展。推动长租房 REITs，将募集的长期稳定资金专项用于重资产长租房项目的改造改建，从数量和质量上，都有效增加长租房供给，加快发展长租房市场，促进解决新市民、青年人的居住问题。企业在保证低杠杆率的情况下，可以快速扩大规模。同时，可以降低居住成本，释放消费潜力，促进国内大循环。

对比发达国家如美国，近年来租房家庭的比例保持在 31%-37%，租房已成为大众所接受的生活方式。美国住房租赁行业的逐渐成熟离不开完善的金融体系的支持。20 世纪 60 年代，美国政府通过补贴供给侧的方式增加住房租赁存量。1991 年，权益型 REITs 的正式上市完善了租赁住房开发的退出方式，推动了产业结构转型，促进了行业发展。美国对 REITs 的资产配置、收入构成、再投资范围等有严格要求，以确保企业在公开市场获得的融资可以循环至底层资产的运营及相关产业的投资中。以 EQR 为例，上市后的 7 年间，公司通过公开发行股票融资 32.19 亿美元，并用于拓展市场。截至 2021 年底，公司在美国 10 个州持有或间接持有 307 处物业，7.93 万套公寓。长

租房 REITs 吸引了市场化资金的进入，增加了长租房的供给，实现了长租房投融资的良性循环。

（三）吸收长期稳定的权益投资，降低行业杠杆率

3 月 16 日，银保监会专题会指出，要积极支持资本市场平稳运行，大力支持直接融资，促进融资结构优化，引导长线资本将更多资金配置于权益类资产。REITs 价格估值依赖于基础资产的物业价值和租金收益，打通了资本市场和房地产市场的定价体系。房地产具有抗通胀特性，长租房 REITs 在高通胀环境下表现得更为稳健。目前，金融机构普遍面临资产荒问题，通过发行长租房 REITs，鼓励保险、信托投资房地产企业，可以增加金融机构资产配置渠道，获取长期稳定收益。从已有数据看，首批试点 9 只 REITs 的认购投资人结构中，保险机构占比最高为 35%。从长远看，长租房 REITs 甚至可能成为人民币国际化资产的重要资产选项。

公募 REITs 参与门槛低，使得普通收入家庭参与房地产资产配置成为可能，并且底层资产的强制高比例分红机制有利于保障投资收益稳定，让居民家庭分享经济发展。发挥市场机制作用，在保证信息充分披露的前提下，引导个人投资者从固有的偏好持有房产，转变为通过持有长租房 REITs 投资长租房项目。目前，我国首批上市的 9 只公募基础设施 REITs 中，个人投资者参与度低，占比最低仅为 5.1%。REITs 的发展离不开个人投资者的参与。美国 REITs 的资产规模从 2001 年的 0.15 万亿美元扩张到 2019 年的 1.3 万亿美元，直接或间接持有 REITs 的家庭比例从 23% 上升至 44%，将近翻倍。个人投

投资者的参与在推动“租售并举”住房制度和贯彻“房住不炒”总基调层面都具有重大意义。同时，有利于降低整个房地产行业杠杆率，打通投、融、管、退的商业模式，实现轻资产运营，风险不再集中在少数机构或开发商，促进房地产市场的结构性优化，保障房地产市场平稳运行发展。

二、发展长租房 REITs 的核心痛点及分析

收益率低、土地获取合规难是发展我国长租房 REITs 的核心痛点。长租房分为保障性租赁住房 and 市场化长租房，保障性租赁住房虽然已经纳入基础设施 REITs 试点范围，并有项目完成申报，可以享受部分税收优惠，相较于市场化长租房获取物业成本也较低，但现实落地中，符合 REITs 发行要求的土地产权完整的底层资产较少，难以大面积推广。目前，市场上绝大多数产权完整的长租房项目都是以市场价获取，如果要纳入保障性租赁住房范畴，出租价格就要低于市场价 10%-30%；如果以市场价出租，就无法享受相关财税优惠，面临收益率达不到发行 REITs 标准的挑战。

（一）成本困境：税收负担重

税收成本在较大程度上制约了住房租赁企业的盈利能力。重资产模式下，住房租赁企业主要缴纳税种包括增值税（5%）、房产税（12%）、企业所得税（25%）、教育附加及其他（1%）、城镇土地使用税（大城市为 1.5 元/m²-30 元/m²）等。据测算，住房租赁企业的直接税负加上业主的税负转嫁，总税负占租金收入近 20%，负担沉重。

虽然《财政部、税务总局、住房城乡建设部关于完善住房租赁有关税收政策的公告》（2021 年第 24 号文件）明确了“商改租”“工改租”（商业办公用房、工业厂房改造后出租用于居住的房屋）可以享受增值税减按 1.5%、房产税减按 4%的优惠政策，但仅仅针对保障性租赁住房，对市场化租赁住房尚无税收优惠安排。

（二）合规困境：土地用途变更难

早在 2016 年的国办发 39 号、2017 年的建房 153 号，就明确允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，也明文规定“土地用途调整为居住用地”，“改建后的租赁住房，水电气执行民用价格，并应具备消防安全条件。”实践中，调整土地用途往往涉及国土、规划等多项审批，并将涉及调整土地出让金、土地使用年限、符合土地利用规划等要求，操作程序繁琐，审批时间长，企业陷入合规困境。

2016 年以来，中央出台了一些针对租赁的优惠政策，如可以按 4%减征房产税、执行民用水电标准等。但政策落地时大多要求项目土地属性为居住用地，或登记产权为住宅，大部分租赁项目也因用途不合规而实际上享受不到优惠。

（三）收益困境：租售比严重背离

按照现行基础设施 REITs 试点办法对底层资产的要求，项目未来三年净现金流分派率必须达到 4%以上。近年来，百城住宅租金收益率没有超过 2.50%，一线城市总体表现更低。租售比背离严重，导致低收益率，如考虑相关发行费用，收益率更是难以满足发行要求。

公募 REITs 在二级市场买卖差价的增值收益会受到宏观经济周期、底层资产经营质量等因素的影响。国际经验表明，好的机构运营可有效提高项目收益率。专业化住房租赁机构可以从租住群体的需求出发，提供与之匹配的高品质租住产品和服务，更易形成规模效应，提升底层资产经营质量。而我国目前以散户出租为主，机构化比重不足 5%。

三、稳步发展长租房 REITs 的几点政策建议

保障性租赁住房大面积推广的瓶颈是土地产权的完整性和资产的可转让性，建议可以特许经营权的思路来考虑，操作障碍会减少很多。下文建议主要针对尚未纳入基础设施公募 REITs 试点范畴的市场化长租房，核心建议就是要围绕提高收益率、降低合规成本来提供政策支持。

（一）以风险可控为前提，适度发挥房地产企业的作用

在防范资金流入房地产开发的前提下，以收益率稳定、权属清晰的房地产企业存量物业作为底层资产先行试点，稳步推进。注重对融资用途的引导，保证其投入新的租赁住房供给，从而形成金融生态的良性循环。同时，对 REITs 本身管控和房地产金融调控进行合理适度的切割，避免资本市场受到较大冲击。

（二）公平使用税收优惠政策，降低税收负担

就底层资产而言，参照保障性租赁住房，对利用非居住存量土地和非居住存量房屋建设的长租房，可以享受增值税减按 1.5%、房产税减按 4% 的优惠政策。就发行 REITs 过程而言，参照财政部、国

家税务总局 2022 年 1 月针对基础设施 REITs 试点设立环节的税收减免政策，提升企业积极性。

（三）适当简化土地用途调整，降低土地合规成本

明确土地性质调整政策，对改造非居住存量房屋用于长租房的，经城市人民政府认定，可以维持原有土地用途不变；需要调整土地用途的，应当按照居住用途、以收益还原法重新核定土地出让价格，采取按年支付土地出让金方式。简化变更手续，建立多部门联合审批机制。

（四）培育合格的专业化管理机构，提高运营效率

着力培育机构化、规模化的租赁企业，加强专业管理能力。通过对资产提供相关增值服务实现资产增值，提高资产收益率，并为项目带来长期稳定的现金流收益，在不增加租户负担的同时提高资产盈利能力。住房租赁机构的规模经济效应和品牌效应将有效提高资产运营效率、控制运营成本，进一步促进形成投融资良性循环。

（作者：魏晨阳为清华大学金融科技研究院副院长、清华五道口全球不动产金融论坛秘书长，周以升为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心副主任、创始理事单位高和资本执行合伙人，林甦、赵航为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究专员）