

# 广州公租房建设利用REITs融资的可行性研究

何杰锋 潘洋

(华南理工大学经济与贸易学院 广州 510006 中国农业银行软件开发中心广州分中心 广州 510006)

**【摘要】**有效动员社会资金,完善公租房建设融资机制是加快公租房建设的关键。本文分析了广州公租房建设利用REITs融资的必要性和可行性,认为广州已基本具备推出公租房REITs的条件,政府应该从完善法律法规、加大扶持力度、完善二级市场、注重人才培养等方面着手,积极探索在公租房建设中利用REITs进行融资。

**【关键词】**公租房建设 融资 REITs

大力推进保障性住房建设是完善我国住房保障制度的重要内容。公共租赁住房(简称“公租房”)作为保障性住房的重要组成部分,投资收益率低、回报周期长,房地产信托投资基金(REITs)具有流动性强、投资风险低、回报率较高等特点,被认为是解决公租房融资难题的有效手段。广州市“十二五”规划提出要建设1 000万平方米的保障房,其中大部分是公租房。广州公租房建设时间紧、任务重、资金需求量大,探讨广州公租房建设引入REITs进行融资的必要性和可行性具有重要意义。

## 一、广州公租房建设利用REITs融资的必要性

1. 拓宽融资渠道是缓解政府财政压力的必然选择。按照《广州市保障性住房土地储备规划(2011~2015)》,广州“十二五”时期政府360公顷规划储备用地,需建设19万套、共1 000万平方米保障房。广州市政府工作报告提到2011、2012年已经分别筹集建设90 281、46 767套保障性住房。也就是说,2013至2015年广州市至少还要继续建设52 952套保障性住房,占总建设任务的27.9%。按公租房单位成本约4 000元/平方米估算,至少需要投入资金111.6亿元。如此大规模的资金投入,政府财政压力无疑是巨大的。

目前广州公租房建设来源于政府的资金主要有财政预算资金、土地出让净收益和住房公积金增益收入三大类。以2011年为例,广州市本级财政预算投入资金41.6亿元用于推进保障房建设。当年广州土地出让金收入为307.4亿元。按土地出让金净收益占土地出让收入的40%测算,土地出让金净收益约为122.9亿元,按13%的比例提取用于保障性安居工程的金额为16亿元。2011年广州通过财政预算以及土地出让金两种途径安排的保障房建设资金共57.6亿元。广州2011年共建设90 281套保障性住房,测算实际总投入约为118亿元,资金缺口接近60亿

元。因此,拓宽公租房融资渠道,探索包括REITs在内的新型融资方式是缓解政府财政压力的必然选择。

2. 公租房建设融资渠道受限,而REITs融资优点突出。在拓宽公租房建设融资渠道方面,银行贷款、住房公积金贷款、发行公租房建设债券都面临着诸多限制,而且目前广州政府负债率约达到99.52%,依靠银行贷款解决公租房融资问题显然是不可持续的。2010年8月起全国28个城市成为住房公积金贷款支持公租房建设试点城市,广州并不在试点城市之列,短期内要利用住房公积金贷款还不具备条件。就发行公租房建设债券而言,由于我国现行法律没有赋予地方政府直接发债的权力,只能通过地方融资平台发债,而这很可能会进一步加大政府的财政风险。

在其他融资渠道都有一定局限性的情况下,REITs成为拓宽公租房建设融资渠道的新选择。公租房REITs通过成立信托基金把公租房资产打包,面向社会募集资金,并使政府前期投入的资金得以顺利退出,能够有效实现资金的良性循环,减轻政府财政负担。

3. 发展公租房REITs是增加投资手段的需要。目前我国投资者尤其是中小投资者可供选择的投资工具较少。例如债券投资是较为稳妥的投资渠道,但收益率较低;股票投资有可能获得较高收益,但要承受的风险也较大。对于信息不充分、资金有限、投资经验不足的中小投资者来说,投资股市面临诸多障碍。即使是购买基金,仍不可避免地面临较大的系统风险。由于缺乏合适的投资工具,投资者把更多的资金用于储蓄,这也是导致我国储蓄率过高的原因之一。REITs具有收益稳定、收益率较高、风险分散等特点,对投资者具有较强的吸引力。发展REITs对完善投资产品结构、提高金融发展水平有重要的现实意义。

## 二、广州公租房建设利用REITs融资的可行性

1. 良好的政策环境。2010年6月,国家住建部、发改委等七部委发布的《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》提出探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公租房融资渠道。2012年,广东省政府出台的《广东省住房保障制度改革创新方案》提出,要积极创造条件支持公共租赁住房建设任务重、资金需求量大的城市探索运用房地产投资信托基金加快推进公共租赁住房建设。另外,国务院批准实施的《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》赋予了广东建设金融改革创新综合实验区的重任。广州市作为区域金融中心,在向中央和本省争取政策方面具有较强的优势。

2. 丰富的经验参考。在不少发达国家和地区,保障性住房REITs的运作模式已经比较成熟,政府出台的政策也具有借鉴意义,如美国的低收入住房返税政策(LIHTC)。LIHTC是美国政府在1986年税制改革中推出的一项旨在促进中低收入家庭住房建设的方案。该方案规定:任何公司或者REITs,如果投资于符合一定建设标准的住房,政府将通过减免税费等方式进行补贴。在亚洲,保障性住房REITs也不乏成功的案例,如新加坡的S-REITs、香港的领汇REITs等。北京、上海、天津等城市也正在积极筹划推出公租房REITs。广州市可以参考这些国家或城市在REITs产品设计、管理运营等方面的有益经验,这对广州市公租房REITs的发展将具有重要的推动作用。

3. 充足的资金支持。当前我国充裕的民间资金和机构投资者资金,能为公租房REITs上市提供强大的资金基础。首先是民间资本,2012年我国城乡居民人民币储蓄存款余额已超过40万亿元。其次是机构投资者资本,2012年我国社保资产总额达1.11万亿元人民币,突破万亿元大关,按照30%的最高可入市比例估算,社保基金将有超过3000亿元的资金入市。保险公司保险保费收入也达15488亿元。这些资金追求长期、安全、稳定的收益,然而目前我国缺乏有效的投资渠道。公租房REITs以其流动性强、收益稳定、风险较低的特点,正好一定程度上满足了这类投资者的需要。

4. 可观的收益率。公租房REITs是否可行,关键在于产品的盈利能力。这主要体现在两个方面:一是公租房REITs产生的现金流必须长期稳定。二是公租房REITs的收益率须达到一定的标准。公租房REITs的收入主要来自于物业的租金。近年来,广州住房供求关系紧张,房价过高导致城市中低收入人群住房困难问题严重。这很大程度上要通过公租房来解决,公租房长期稳定的租金收入是基本能够保证的。因此评价REITs盈利能力的关键在于产品的收益率。下面本文将从内部收益率的角度评

估广州公租房REITs的收益率。

(1) 公租房项目成本。公租房项目成本主要包括土地开发成本、住房建设成本以及装修成本。①土地开发成本。公租房的建设用地采取政府划拨的方式供应,所以土地开发成本只需计算征地和拆迁安置成本。根据广州四个经适房小区征地和拆迁安置成本(见表1),取其中位数1004.15元/平方米作为当年经适房的平均建设成本。根据通货膨胀率进行调整,估算得出2013年公租房征地和拆迁安置成本为1082元/平方米。②住房建设成本。《广州市公共租赁住房保障制度实施办法(试行)》(简称《办法》)第十九条规定:公租房建设一律免收各项行政事业性收费和政府基金,同时免征从建设到经营的各个环节的土地增值税、城镇土地使用税、契税、印花税、营业税、房产税。因此公租房的建设成本约等于房屋的建造成本。同样以广州市四个经适房小区的建造成本为依据进行估算,剔除行政事业性收费,得到中位数为3200.79元/平方米,根据通货膨胀率调整后,估算得出2013年公租房建设成本为3448元/平方米。③装修成本。广州市没有公布公租房装修标准,参考杭州市的装修标准315元/平方米,沈阳和重庆的装修标准400元/平方米。据此本文估计广州的公租房装修标准约为400元/平方米。

综上,估算得出广州公租房项目单位开发成本为4929元/平方米(见表2)。

表1 2010年广州市经适房小区开发成本 单位:元/平方米

小 区	大塘DE高层新社区住宅	郭村小区8、9号楼高层住宅	泰安花园8号楼高层带电梯住宅	中山八路党恩新街新社区高层带电梯住宅
征地和拆迁安置成本	813.4	620.2	1194.9	1978.69
建设成本	3302.29	3302.25	2891.2	3112.8
其中:行政事业性收费	6.38	-	17.15	13.5

数据来源:广州市住房保障办统计资料。

表2 2013年广州公租房项目成本估算 单位:元/平方米

单位项目总成本	单位土地开发成本	单位建设成本	单位装修成本
4929	1081	3448	400

(2) 公租房租金水平。与我国其他地区不同,广州在《办法》中确立了“租补分离”的租金收取模式,即租金和租金补助分开核算。公租房租户在向租房管理单位全额缴纳市场租金后,住房保障部门再向其发放租金补贴。公租房REITs每期的收入可以认为是市场租金。参考上述四个经适房小区周边物业的租金参考价(分别为36元/平方米、24元/平方米、26元/平方米、28元/平方米),取其中位数作为项目参考租金水平。假设广州公租房项目租金为每月31元/平方米。

(3) 维修费及物业费相关费用。年维修费通常以建设成本的1.5%计取,本文假设单位建设成本为3448元/平

平方米,故正常经营年份年维修费用为51.27元/平方米,平均每月约为4元/平方米。根据同类物业维护管理费标准,公租房物业维护和管理成本按每平方米每月1元计取。

(4)基金管理费和托管费。由于公租房REITs风险收益和管理成本较低,参考我国多数债券型基金按照净资产的0.5%~1%计提基金管理费,假定公租房REITs管理费按基金净值的0.5%收取。银行按基金净值的0.25%收取托管费。即假设管理费率和托管费率合计为0.75%。

(5)公租房REITs项目收益率估算。根据内部收益率(IRR)计算方法,计算使一项投资未来产生的现金流现值与其投资成本相同时的收益率r:

$$C_0 = A_0 + \frac{A_1}{1+r} + \frac{A_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+r)^n}$$

假定:①REITs将以成本价获得公租房项目,即每平方米公租房初期投入成本 $C_0$ 是4 929元。②REITs红利分配以一年为一个周期,每期分红A为租金减去各项花费后的全部收益。③参照我国大多数地区的做法,假设公租房租金水平每两年调整一次,每次上调5%。各项费用也同比例增加。④REITs到期时进行还本付息。

根据以上假定有: $C_0=4 929$ ;

$$A_0=A_1=(31-4-1) \times 12=312;$$

$$A_2=A_3=312 \times (1+5%);$$

……

$$A_n = [4 929 + 312 \times (1+5\%)^{\frac{n-1}{2}}] (n \text{ 为奇数})$$

$$\text{或 } A_n = [4 929 + 312 \times (1+5\%)^{\frac{n}{2}}] (n \text{ 为偶数})$$

按不同的项目存续期,计算项目内部收益率,并扣除基金管理费率和托管费率得出项目最终收益率(见表3)。

**表3 不同存续期限的公租房REITs项目收益率**

公租房项目存续期	10年	15年	30年
内部收益率(IRR)	7.23%	7.24%	7.97%
扣除基金管理费和托管费(总计0.75%)后的最终收益率	6.48%	6.49%	7.22%

REITs风险较小,总体回报率不会太高。但REITs的风险还是会高于银行存款和国债,相应地,REITs的回报率至少要高于同期银行存款利率和国债利率。一般来说,公租房REITs的收益率水平要高于同期国债1到2个百分点才具备市场竞争力。我国现行五年期金融机构存款基准利率为4.75%,2013年第八期储蓄国债(电子式)五年期票面利率为5.41%,通过与计算得出的项目最终收益率比较可以看出,广州公租房REITs项目的收益率已基本达到了融资所需的标准。

### 三、结论和建议

通过以上分析得出,广州初步具备了设立公租房REITs的条件。下一步,应该从以下四方面加快REITs推出的步伐,缓解广州公租房融资困境。

1. 完善REITs相关法律法规。发达国家和地区的经验,一般是通过REITs相关法律法规的完善来推动REITs的发展。目前我国适用于REITs的只有《信托法》、《证券法》、《信托投资公司资金信托管理暂行办法》等少数几部法律法规,而且对REITs的法律定位、运作模式等内容并没有专门统一的规定。REITs运作周期长,资金投入量大,没有明确的法律监管会造成巨大的法律风险。要推动公租房REITs,首要任务是制定专门的公租房REITs管理办法,对公租房REITs的定位、设立条件、运作模式、税收优惠、退出机制等进行明确的规定,为公租房REITs的建立和发展创造一个良好的法律环境。

2. 加大政府扶持力度。政府扶持主要有两种途径:一是税收优惠。税收优惠是保证公租房REITs收益率的重要手段,REITs在国外的快速发展很大程度上得益于其享受的税收优惠。为此,可以考虑参照国债投资的税收减免政策,对投资公租房REITs的分红收入免征所得税。二是政府增信。政府可以通过财政补贴保证公租房REITs一定的收益率,或者提供第三方担保来对公租房REITs进行增信增级,以提高其对投资者的吸引力。

3. 建立完善的公租房REITs二级市场。如果公租房REITs产品流动性不足,投资者在认购以后需要持有至到期才能退出,这将降低产品的吸引力,减弱REITs融资功能。因此公租房REITs的发展不仅要有完备的发行市场,而且要建立高效、透明、完善的公租房REITs二级交易市场,争取实现REITs在证券交易所上市交易,提高产品的流动性。通过完善二级市场促进一级市场的发展,才能为公租房REITs融资的可持续性提供有力的保障。

4. 注重信托投资专业人才的培养。我国严重缺乏REITs发展所需的高端金融人才。由于目前广州金融产业发展集聚效应还不明显,无论是人才数量还是密度都落后于北京和上海。因此,广州可以引导高校有针对性地开设REITs相关专业,培养REITs发展所需的复合型人才,同时注重引进一流的人才队伍助力广州公租房REITs的发展。另外,还需加强律师、会计师、审计师、资产评估师等职业的人才队伍建设,不断提高从业人员的素质,确保公租房REITs的规范运作和健康发展。

### 主要参考文献

1. 田秋生,李嘉莉.解决公租房建设融资问题的一揽子方法.南方金融,2011;5
2. 刘晓霞,刘志杰.公共租赁住房REITs融资模式及其盈利能力研究.工程管理学报,2013;2
3. 李正伟,马敏达,马智利.有限合伙型REITs在公租房中的应用研究——以重庆市为例.经济体制改革,2013;2
4. 李宇中.浅谈利用REITs发展公租房建设——促进我国保障性住房体系进一步完善.现代商业,2010;4