

# 基于BOT-REITs的租赁型保障房融资模式整合

——以河北保定市为例

范晨光

**【摘要】**租赁型保障房是我国保障性住房体系的重要组成部分,其在解决困难家庭住房问题上有立竿见影的效果,所以今后我国将大力推广租赁型保障房。但由于租赁型保障房前期投资大、回收期长的特点,长期以来主要依赖政府财政资金进行投资建设,因此融资渠道亟待拓宽。本文通过对现有融资模式BOT和REITs的整合,在社会资本有利可图的前提下,探索多方共同筹集资金的新融资模式。

**【关键词】**租赁型保障房; BOT-REITs; 社会资本; 融资模式

**【中图分类号】** F293.30

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)11-0110-4

保障性住房是由政府主导并统筹规划,提供给特定人群(一般为中低收入住房困难家庭)使用的住房,保障性住房的概念侧重于该类住房最终的目的——为特定人群提供住房保障。保障性住房主要包括各类限价房、经济适用房、廉租房、公租房、棚户区改造房等。由廉租房和公租房组成的租赁型保障房是保障性住房的重要组成部分,河北省现已将廉租房和公租房并轨运营,租赁型保障房已成为解决低收入人群住房问题的最有效途径。改变租赁型保障房投资由政府独立支撑的局面,研究将社会资本引入租赁型保障房建设具有重要的现实意义。

## 一、保障房传统融资渠道

传统的保障房建设资金主要包括政府资金和金融机构资金。政府资金主要包括财政拨款、地方政府债券、土地出让净收益、住房公积金等;金融机构资金主要包括银行贷款、保险资金等。

### (一)政府资金

1. 财政拨款。保障性住房的准公共产品性质决定了其建设资金主要来源于财政拨款。财政拨款主要包括中央财政专项资金和地方政府的财政预算资金。虽然中央财政专项资金的数额连续多年一再提高,但从资金需求总量上看,远远不能满足需要,因此,地方政府在保障房建设融资方面承担的任务较重。另外,中央在保障房建设方面宏观调控力度加大,更增加了地方政府的保障房融资压力。

2. 地方政府债券。河北省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要中指出,应深化投融资体制改革、扩大债券融

资规模、完善债券发行管理体制。2015年,河北省一般债券发行总额470亿元,其中新增一般债券114亿元,主要用于公益性资本支出,优先保障在建公益性资本项目后续融资、棚户区改造、普通公路建设等方面。可以看出,地方政府债券在地方经济社会快速发展过程中发挥了举足轻重的作用,也使其成为保障性住房建设资金的重要来源渠道。但地方政府债券用途范围广,资金使用较为分散,用于支持保障房建设的力度相对较小。

3. 土地出让净收益。2011年,财政部、住建部联合发布《关于切实落实保障性安居工程资金加快预算执行进度的通知》。通知中对各地政府土地出让收益分配做出明确要求,规定“各地按照当年实际缴入国库的招标、拍卖、挂牌和协议出让国有土地使用权取得的土地出让收入,扣除相关规定项目后,严格按照不低于10%的比例安排资金,统筹用于保障性安居工程建设”。河北省为了保证建设资金,更是把国家规定的按土地出让净收益的10%计提,调整为按土地出让总收入的5%计提。由此可以看出各级政府把土地出让净收益用于保障房建设的决心。但是,由于租赁型保障房的回收期长、收益小,导致地方政府在实际执行政策的过程中积极主动性差,很难达到10%或5%的预期目标。

4. 住房公积金。住房公积金用于保障性住房建设主要包括两个方面:住房公积金增值收益和住房公积金结余资金。然而,由于住房公积金贷款带有优惠性质,贷款利率远低于商业银行一般贷款利率,因此住房公积金增值收益很不稳定。另外,将住房公积金用于保障房建设近年来也受到社会

**【基金项目】** 国家社会科学基金项目“符合中国国情的住房保障和供应体系研究”(项目编号:14BJY060)

质疑,据《经济参考报》报道,记者在多地采访发现,不少人认为基本的住房保障是政府的责任,但公积金是职工缴存的,拿公积金的钱来进行保障房建设,存在使用的“错位”。也有部分专家认为,住房公积金上缴财政用于建设保障房,混淆了公积金与“公共财政”的概念。可见,对于保障房建设,住房公积金也不能成为长久稳定的融资渠道。

## (二) 金融机构资金

1. 银行贷款。银行贷款在保障性住房建设上立下了汗马功劳,是保障房建设资金的重要来源之一,其对于保障房的投资额度仅次于财政资金。为保障房提供贷款资金的主要有政策性银行和国有商业银行,贷款资金具有额度大、成本低的优势。但由于商业银行具有趋利性,而保障房建设资金具有资金占用时间长、投资收益率不高的特点,导致商业银行的投资兴趣不高,保障房建设的资金需求无法得到满足。

2. 保险资金。对于保险资金而言,保障房投资是风险可控、长期稳定、担保可靠的投资品种,符合当前保险资金资产负债配置的需要。保险资金主要由两部分组成:一部分是保险公司资金对于保障性住房建设的投资;另一部分是社保基金用于保障性住房建设的贷款。2010年,保监会出台《保险资金投资不动产暂行办法》,为将保险资金用于保障性住房建设提供了政策依据。2011年,社保基金首次以贷款方式投资保障房建设项目。保险资金和社保基金投资对收益率的要求不高,投资相对稳健,但其投资力度相对较小,可谓是杯水车薪,难以满足保障房项目建设的资金需求。

综上所述,保障房建设的资金来源渠道单一,不论是财政拨款、土地出让净收益、住房公积金,还是地方政府债券,均是由中央或地方政府主导支配,而地方政府在资金运作过程中,又不免会权衡各项投资的利弊,导致政府资金的分散,因此,政府资金难以为保障房建设的巨大资金需求提供及时足额的保证。而金融机构也是以盈利为目的的,由于保障性住房投资回收期长的特点,金融机构投资保障房建设的积极性大打折扣,同时能够提供的资金数额也相对不足,从长远来看,金融机构很难担当起此重任。就现有政策而言,尚未形成针对租赁型保障房建设资金需求的系统性保障体系,这也是破解融资难题的关键。由此可知,要想打破此种僵局,最佳途径就是引入社会资本,而由于租赁型保障房投资回收期长的特点,社会资本投资保障房建设的积极性不高。因此,引入社会资本的关键在于让民间资本能够从保障房建设中获利。民间资本在保障房建设中能否获利,是本文研究的主要内容,本文对现有的BOT、REITs等引入社会资本的融资模式进行重新整合,尝试对保障房融资难问题进行创新探索。

## 二、保定市租赁型保障房融资模式整合

### (一) 保定市保障性住房规划发展现状

保定市的保障性住房建设主要有集中建设和配建两种形式,本文主要以集中建设的保障房作为研究对象。据《保定

市中心城区“十二五”住房保障规划纲要》可知:2011~2015年间,保定市中心城区规划集中建设廉租房、公租房、经济适用房小区4处,这些项目总占地面积约37公顷,总套数约1.68万套,其中廉租房、经济适用房共计0.6万套,公租房共计1.08万套。

项目一是位于天威路以北、东二环以东的廉租房、公租房小区(南市区)。该项目规划用地面积4.51公顷,规划总建筑面积12万平方米,保障户数2200套,其中廉租房1200套、公租房1000套。项目二是位于朝阳北大街以西、曹庄以南的廉租房、公租房小区(高新区)。该项目规划用地面积10.2公顷,规划总建筑面积约28.2万平方米,保障户数4700套,其中廉租房和经济适用房1500套、公租房3200套。项目三是位于七一路以南、西二环以东的廉租房、公租房小区(新市区)。该项目规划用地面积10.2公顷,规划总建筑面积约27.6万平方米,保障户数4700套,其中廉租房和经济适用房1700套、公租房3000套。项目四是位于朝阳北大街以西、太行路以南的廉租房、公租房小区(南市区)。该项目规划用地面积10.2公顷,规划总建筑面积约27.6万平方米,保障户数4700套,其中廉租房和经济适用房1600套、公租房3100套。

依据中央提出的保障性安居工程建设目标以及河北省下达的任务安排,保定市制定了相应的政策规划,可以看出,“十二五”期间是保定市集中建设保障性住房力度最大的时期,所需资金数额非常巨大,《保定市中心城区“十二五”住房保障规划纲要》显示:2011~2015年保定市住房保障建设资金需求总量约为78.8亿元。其中,廉租房所需资金总额8亿元、经济适用房所需资金总额9.6亿元、公共租赁住房所需资金总额24亿元、限价商品住房所需资金总额17.4亿元、棚户区改造所需资金总额14亿元、城中村改造所需资金总额5.8亿元。单就保定市廉租住房项目——兴华苑小区而言,总投资30427.07万元,中央财政补助资金共拨款4450.2万元,不足总投资额的15%,剩余超过85%的建设资金缺口即25976.87万元全部由保定市政府财政自行解决,不难看出地方政府财政资金压力巨大。

### (二) 基本理论和研究思路

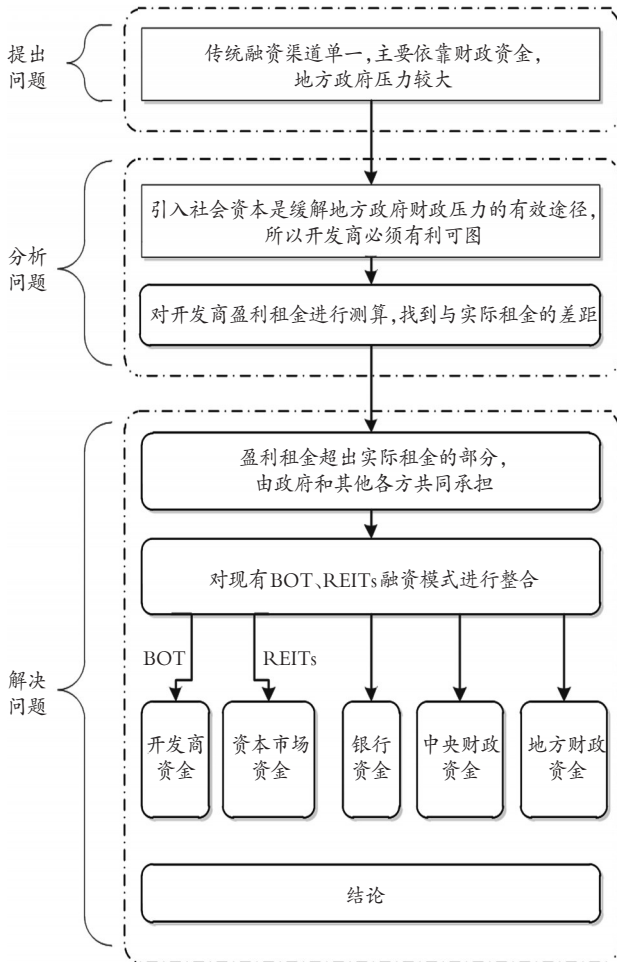
BOT(Build-Operate-Transfer)融资模式,即建设—运营—转让融资模式,是政府将基础设施项目的特许经营权授权给承包商(一般为私营企业),由承包商在特许经营期内负责项目的设计、投资、建设、运营,最终收回成本,在特许经营期结束后将所有权交回政府。该融资模式是政府与私营企业项目合作的重要形式之一,为政府拓宽了融资渠道,帮助政府解决财政资金不足的问题。

REITs(Real Estate Investment Trust)融资模式,即房地产投资信托基金融资模式,是资产证券化的形式之一。通过把流动性较低的房地产转化为资本市场上的证券资产对外出售,向投资者募集资金,投资者持受益凭证获取收益。

REITs可以使社会上大量的闲置资金得到聚集,从而使闲置资源得到有效利用,实现帕累托最优。

本文摆脱原本单一的融资模式,通过对现有几种融资模式进行集成,整合BOT融资模式和REITs融资模式,把通过BOT模式募集的项目承包商自有资金和通过REITs模式募集的社会零散闲置资金,加上原有的政府财政资金和金融机构资金,使四方资金注入保障房建设,最大限度地拓宽融资渠道,有效缓解地方财政压力,减轻地方政府负担。

具体研究思路如下图所示:



租赁住房保障房融资模式整合的研究思路

(三) 研究项目的选取及整合后融资模式的可行性

1. 研究项目的选取。2015年,保定市区预计有2624套廉租住房、公租房及252套经济适用房交付使用;欣悦佳苑、万和城、鑫欣文雅苑、香溪茗苑等一批保障性安居工程项目年内达到入住条件;丽景蓝湾C区和未来城配建保障房、河北农业大学限价房、南八里庄限价房等7000余套保障房项目正在建设中。

本文选取集中建设保障房项目——欣悦佳苑小区作为研究对象,欣悦佳苑保障房小区(即为上述项目一小区)位于东二环以东、天威路以北,北临保定客运中心站,于2011年6

月开工建设,现已基本建设完毕并交付使用。该小区总建设面积为11.17万平方米,总投资3.23亿元,包括廉租房、公租房和经济适用房共7栋18~19层不等的住宅楼,总套数2049套。其中,单套面积30~50平方米的廉租房1107套,共4.6万平方米;单套面积60平方米以下的公租房690套,共3.21万平方米;单套建筑面积60平方米左右的经济适用房252套,共1.6万平方米。

2. 项目开发商盈利租金的计算。由于规划和建筑施工的原因,此保障房项目包括廉租房、公租房和经济适用房三种,选取其中的公租房作为研究对象。由于各个户型也存在差异,单套建筑面积不能一概而论,为简化计算,对公租房单套面积进行平均取整,可以得出此保障房项目中公租房的平均面积为:32100/690=46.52(平方米/套),取整后假设为45平方米/套,这一假定并不影响后续的计算。

欣悦佳苑小区项目总投资3.23亿元,总建筑面积11.17万平方米,可以得出此项目单位面积投资额为:323000000/111700=2891.67(元/平方米)。此项目中公租房建筑面积共3.21万平方米,由此可计算出,此项目的公租房投资额约为:2891.67×32100=9282.26(万元)。

为保证项目开发商能够获得盈利,需对盈利租金进行计算。净现值法是进行项目投资决策时可供选择的一种方法,是目前国际上认可的最佳投资决策方法。净现值是指项目未来现金流入量的现值与现金流出量的现值之间的差额。计算公式为:

$$NPV=CF_0+\frac{CF_1}{(1+r)^1}+\frac{CF_2}{(1+r)^2}+\dots+\frac{CF_n}{(1+r)^n}=\sum_{t=0}^n\frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

若净现值≥0,表明投资方案是可以接受的。因此可以得出,NPV=0是此项目投资保证企业收益率的基本起点,即当净现值为0时,项目的收益已能补偿投资者投入的本金及出资者所要求获得的投资收益。

若要计算净现值,需确定折现率r。折现率是指将未来预测期内的预期收益换算成现值的比率,其实质是投资者所要求的必要报酬率,通常选用同期银行五年以上贷款利率。由于该项目于2011年6月开工建设,因此选取距离开工最近一期银行一年以上贷款基准利率作为折现率,即2011年7月7日银行基准利率7.05%。

假设项目开发商特许经营期为10年,项目建设期为2年,同时假设每年的租金不变,设项目开发商的年盈利租金为R,根据净现值的计算公式可以得出NPV=-2891.67+R(P/A,7.05%,10)(P/F,7.05%,2)=0,从而得出R=472.36(元/平方米),即为39.36元/月/平方米。由此可以得出结论:该项目开发商在未来10年特许经营期内,要想保证7.05%的必要报酬率,则至少应当收取的租金数额为39.36元/月/平方米。而现如今,保定市公租房实际租金标准为3~5元/月/平方米,如果按取平均数4元/月/平方米计算,盈利租金是实

际租金的9.84倍,可见租赁型保障房盈利能力低下,也就成为开发商投资租赁型保障房积极性不高的主要原因。

3. 整合后融资模式的数据分析。从上述分析中可以看出,租赁型保障房项目开发商盈利租金39.36元/月/平方米和实际租金4元/月/平方米的差额为35.36元/月/平方米,这部分资金应由政府财政资金进行补足,这样才能使开发商有利可图。

本研究项目欣悦佳苑小区中公租房投资额为9282.26万元,比照前文所述保定市首个廉租住房项目兴华苑小区资金来源比重来看,约15%的资金来自中央财政资金,剩余85%由地方政府自行筹集解决。引入BOT融资模式后,这85%的资金可以通过企业自有资金补充或从银行贷款获得资金补充。2015年9月9日,国务院印发《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》,其中明文规定,保障性住房项目开发商最低资本金(即自有资金)维持20%不变。可以得出总投资额9282.26万元中的15%即1392.34万元由中央财政资金解决,20%即1856.45万元由企业自有资金解决,剩余65%即6033.67万元由银行贷款解决。

整合REITs融资模式后,7.05%的收益率和保障性住房准公共产品性质稳定的资金回报,必然给资本市场的零散投资者带来极大的诱惑。因此,上述总投资额的65%即6033.67万元资金中的一部分可以来自资本市场,仍旧不足的部分由地方政府财政资金解决。可见,剩余65%的资金是由银行、资本市场、地方政府三方共同提供的,改变了原来由地方政府一方负担85%的资金的局面,大大地减轻了地方财政的资金压力,有效地解决了租赁型保障房融资难的问题(详见下表)。

**BOT-REITs融资模式整合前后数据对比表** 单位:万元

项目	融资模式整合前比例	融资模式整合前金额	融资模式整合后比例	融资模式整合后金额
中央政府	15%	1392.34	15%	1392.34
地方政府	85%	7889.92	65%	6033.47
银行	-	-		
资本市场	-	-		
开发商	-	-	20%	1856.45
合计	100%	9282.26	100%	9282.26

### 三、结论

本文对传统融资渠道进行梳理分析,通过对比找到传统融资渠道的局限性,因为保障房建设资金需求规模巨大,所以引入社会资本的重要性不言而喻,通过引入社会资本,使政府财政资金和社会资本形成合力,产生1+1>2的规模效应。同时,对现有BOT融资模式和REITs融资模式进行深度

整合,拓宽资金来源渠道,将承包商自有资金、社会零散闲置资金、政府财政资金和金融机构资金四方资金有效融入保障房建设,解决资金短缺问题,并使四方利益相关者都能在其中受益,获得共赢。

综上所述,可以得出如下结论:在欣悦佳苑保障房项目建设过程中,原有的融资渠道仅有政府财政资金一支,其中7889.92万元的资金要由地方政府自行筹集解决,给地方政府带来巨大的资金压力。经过对现有BOT和REITs两种融资模式整合后,将开发商自有资金和资本市场的零散资金引入,开发商分担资金1856.45万元,除去中央财政资金的1392.34万元外,剩余6033.47万元由银行、资本市场和地方政府共同承担,这就大大减轻了地方政府在租赁型保障房建设过程中的资金压力。同时,高达7.05%的收益率,也大大提高了开发商和社会资本投资的积极性,增强了市场活力,使社会资本参与准公共项目建设成为可能。

#### 主要参考文献:

- 冯念一,陆建忠.对保障性住房建设模式的思考[J].建筑经济,2007(8).
- 王石生.关于保障房融资问题的研讨综述[J].经济研究参考,2012(60).
- 曾亚玲.基于REITs的湖北省保障性住房PPP集成融资模式研究[D].武汉:武汉科技大学,2012.
- 韦颜秋,游锡火,马明.封闭性金融体系与租赁型保障房融资——来自美国LIHTC的经验[J].城市发展研究,2013(6).
- 路君平,糜云.我国保障房的发展现状与融资渠道探析[J].中国社会科学院研究生院学报,2011(6).
- 张磊.租赁型保障房BRT融资模式研究[D].北京:北京建筑大学,2014.
- 纪巍.保障房建设:资金破解之道[J].中国金融,2011(11).
- 周江.保障房融资可发债券[J].中国经济报告,2013(5).
- 吴伟科,赵燕菁.高覆盖率保障房建设的融资方式[J].城市发展研究,2012(10).
- 朱艳杰.我国保障性住房融资模式研究[D].重庆:重庆大学,2014.
- 姚瑶.北京市公租房融资问题及其政策研究[D].北京:首都经济贸易大学,2014.
- 潘文亮.青岛市公共租赁住房的融资问题研究[D].青岛:中国海洋大学,2013.
- 作者单位:河北软件职业技术学院信息工程系,河北保定071000