

公募 REITs 在租赁住房市场的应用： 美国发展经验与启示

◎ 阎晚晴

摘要：当前我国住房租赁市场尚未达到成熟阶段，建立健全住房租赁体系是我国深化住房制度改革的重要任务。本文梳理了我国住房租赁市场存在的融资困难、供需失衡、租住体验欠佳等多方面现实困难，并分析了美国住房租赁行业 REITs 的运作模式和发展经验，在此基础上提出我国利用公募 REITs 建设住房租赁市场的相关建议，以推动我国住房租赁市场发展。

关键词：REITs；租赁住房；美国发展经验

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

随着我国房地产市场步入存量时代，对比美国租赁住房市场发展，我国尚处于起步阶段，美国公募 REITs 的蓬勃发展实现了租赁住房行业“投—管—退—融”的全周期循环运作模式，促进了租赁住房与金融的良性循环。党的十九大报告提出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，租房市场的扩容对城市经济发展和住房政策体系的改革起到举足轻重的作用。本文将在分析我国租赁住房市场现实困境的基础上，总结美国租赁住房 REITs 的发展经验，以期对我国利用公募 REITs 建设住房租赁市场有所借鉴与启示。

一、我国租赁住房现状及租赁住房 REITs 试点情况

（一）我国租赁住房行业的错配现象

我国租赁住房市场的起步与发展较为滞后，租

房比例远低于发达国家 30% 以上的水平，租赁住房的发展受到融资困难、供需失衡、租住体验欠佳等诸多因素掣肘。当前新型城镇化的大背景下，我国租赁住房市场仍有待深度发展（见图 1）。

1. 市场化租赁住房建设的资金需求与资金供给意愿的错配

我国住房市场体系以商品房为主导，租赁住房仍以过渡的形态存在。居民在住房方面的观念更偏好“居者有其屋”，且近年来房价的高增长催生居民投机心理，导致我国租售比远低于发达国家。2021 年我国重点 50 城租售比为 1:615，2020 年为 1:609，相较国际标准（1:200-1:300）偏离度较高且有进一步扩大趋势。其中，一线城市偏离合理区间强度最大，平均租售比为 1:654，二线城市为 1:599，更接近合理区间，三、四线城市的租售比为 1:616。扭曲的租售比导致目前我国租赁住房租金收益率较低，2021 年中国重点 50 城平均租金回报率为 1.95%，低于 2021 年 10 年期国债平均收益率（3.02%）107BP，其中，除西北及东北人口吸附能力较低的城市外，其余地区租金回报率均在 2.5% 以下，而发达国家大城市租金回报率普遍在 4%~7%。我国人口净流入城市的租赁住房建设收益回报率不足是运营商参与租赁住房市场的根本障碍（见图 2）。

根据是否享有租赁住房资产的所有权，可以将市场化租赁住房相关企业的商业模式分为重资产持有模式和轻资产管理输出模式。对于重资产持有模式的租赁住房企业而言，其通过付出土地成本取得租赁住房资产所有权，或付出受让成本获得闲置的

作者简介：阎晚晴，西南证券固定收益投资部副董事。

图1 国际大都市租房比例

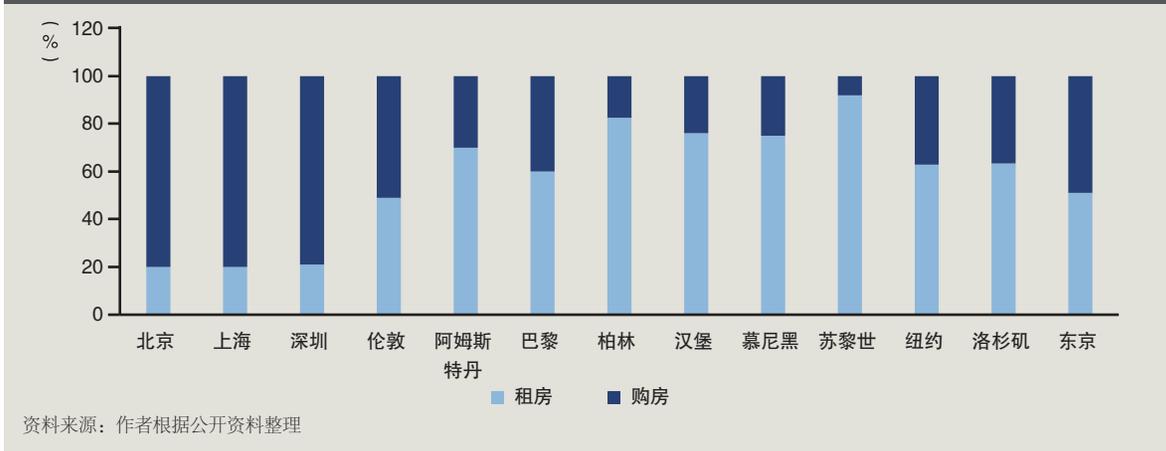
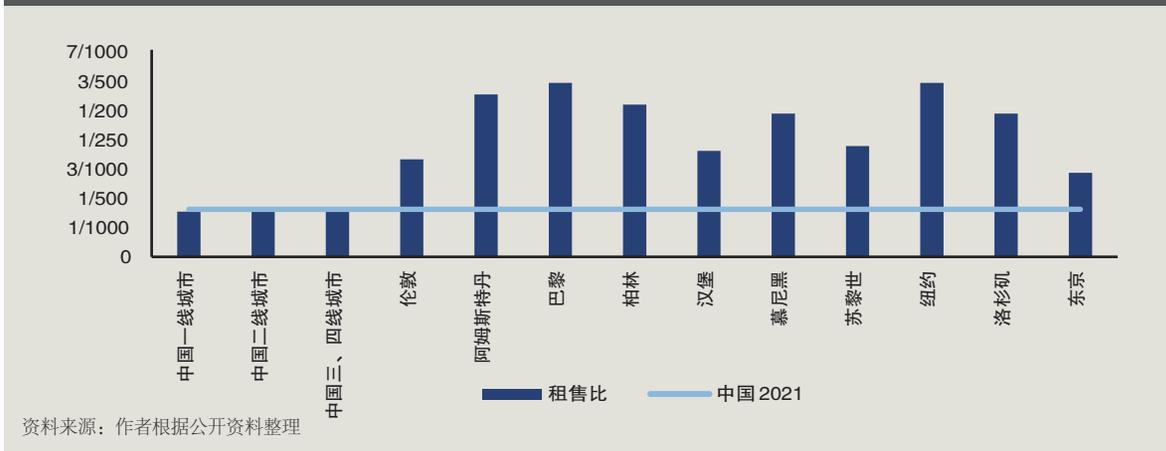


图2 2021年中国及世界各大城市租售比



集中式存量土地的所有权，并开发建设或装修改造，使其成为宜居租赁住房。这类企业前期土地开发、改造所需资金量大，且无法通过销售的渠道回笼，靠租金收益回收投入资金的周期较长，在项目建成后将对开发商构成巨大资金压力，公司持续发展受限。企业通常需要不断累积负债以获得资金完成当前项目开发或用于新项目开发，杠杆率居高不下，融资难度进一步提升，最终落入负反馈循环。

综上，重资产型租赁住房企业前期所需资金量大，但项目资本金的投资退出渠道较少，资金沉淀回收周期较长，周转较慢，且回报率对市场资金的吸引力偏弱。鉴于此，市场化租赁住房难以获得资本市场的青睐。

2. 政策性租赁住房的用地供给与租客有效需求的空间错配

尽管政策端明确要求增加公共住房供给，政府

主导的用地供给也在一定程度上引导了租房市场的发展，然而一方面政府对于租户的潜在空间需求感知不充分，导致了实际租赁住房用地供给与租客的有效需求未能充分匹配；另一方面，由于地方政府长期以来对土地财政的依赖，使其不愿将位于中心区良好区位的土地用于建设租赁住房，尤其是在当前各地建设用地指标普遍偏紧的情况下，政府在参与租赁住房建设的时候面临着土地利益的博弈。同时，为了节约土地成本，政府往往将保障性租赁住房选址于比较偏远的郊区，但这些社区存在距就业岗位过远、配套设施明显不足等问题，直接影响居民的居住、就业和通勤状况，导致公租房的空间规划往往与租客的有效现实需求存在空间错配，这种情况下，部分小区经过多次摇号，报名人数仍非常少，存在空置率较高和初始开发建设资金的浪费现象。

以北京为例，各区集租房规模计划占全市规模

表1 我国已上市租赁住房公募REITs情况（截至2022年8月）

	红土深圳保租房 REITs	中金厦门保租房 REITs	华夏北京保障房 REITs
底层资产	安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑、凤凰公馆	园博公寓、珺琦公寓	文龙家园、熙悦尚郡
产品定位	保障性租赁住房	保障性租赁住房	公共租赁住房
建筑面积	13.47 万平方米	19.86 万平方米	11.28 万平方米
2022年3月31日出租率	99%/99%/100%/98%	99%/99%	90%/94%
2022/2023年预期现金分派收益率	4.24%/4.25%	4.33%/4.34%	4.30%/4.31%

资料来源：作者根据公开资料整理

的比重与各区有租赁需求的群众分布存在一定的空间错配，整体呈现出高租金地区项目用地供给较少，低租金地区规划用地供给较多的特征。其中，朝阳、海淀、丰台等地供不应求，顺义、大兴、房山、门头沟等地供过于求。田莉及夏菁（2022）借助需求热度指数与纳入住建委监管的集租房项目进行空间匹配关系分析，发现仅31.8%的项目处于需求热度指数前80%的区域内，实际需求与由政府主导的供给区位之间的错配情况较为严重。

此外，保障性租赁住房项目的选址集中且多分布在偏远郊区的现象也不容忽视，这强化了社会不同收入阶层群体的居住空间隔离，可能导致社会排斥加剧等一系列社会问题。

3. 租赁住房的生活体验与供给端服务质量的错配

我国租赁住房市场结构仍以个人供给为主，个人业主占我国市场化租赁住房供给主体的90%以上，尽管近年来住房租赁企业数量有较大增长，但专业化住房租赁企业渗透率仍较低，在市场化租赁住房中机构化占比仅6%左右，伴之而来的是住房供给及其服务质量与租客需求的不匹配。

目前，一线城市租赁房源有相当一部分为城中村或建筑年代较早的低质量房屋。例如，深圳和广州的出租房源中分别有60%、55%位于城中村地区，北京、上海也存在类似情况，人均居住面积往往低于10平方米，北京、上海租赁住房中厨卫拥有率不足55%，周围优质的配套基础设施更不可及。租户居住体验较差也是中国租赁住房发展缓慢的重要原因之一。

此外，由于信息不对称的存在，租客寻觅到与需求适配的租赁住房的成本较高，易造成供需结构失衡；租赁稳定性欠佳、租户权益得不到保障等都对租赁住房市场的运行形成一定阻碍。

（二）我国租赁住房公募REITs试点情况

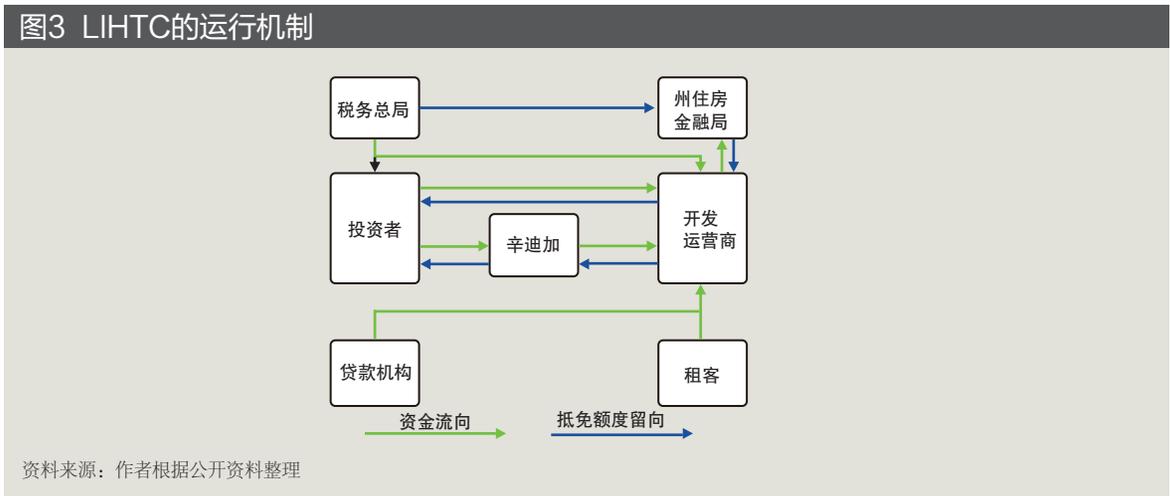
2022年3月，《深入推进公募REITs试点，进一步促进投融资良性循环》提出将抓紧推动保障性租赁住房公募REITs试点项目落地，政策端取得突破性进展。截至目前，已上市的三只租赁住房REITs底层资产均为保障性租赁住房项目（见表1），且都选址于一、二线城市生活配套设施完善的就业集中区域，深圳地区的四个保租房项目分散于福田区、罗湖区、大鹏新区和坪山区，厦门的两个保租房项目则集中在集美区，而北京地区的两个项目位于海淀区和朝阳区。总体来看，各项目周边均配备了公园、商超、医院等公共配套设施，同时便利的交通以及临近商业办公区、软件园等优势使得周边区域就业人口集聚，良好的区位优势是保租房REITs的底层资产质量的重要保障。叠加一、二线城市较大规模租房需求以及政府配租的支撑，截至2022年第一季度末，保租房出租率水平较高，八个保租房项目的出租率均在90%及以上的较高水平，受散点疫情的负面冲击较为有限。

二、美国住房租赁行业REITs的发展经验

（一）低收入住房税收抵免政策提高租金回报率

美国低收入住房税收抵免政策（Low-Income Housing Tax Credit, LIHTC）旨在从供给端撬动社会资本力量参与美国租赁住房建设，与需求端优惠券等政策共振，结合REITs等金融工具，满足低收入人群租赁住房需求。LIHTC规定若投资项目满足以“家庭人口调整后的当地家庭年收入中位数”为划分指标的三种租赁住房项目建设的标准之一，并

图3 LIHTC的运行机制



承诺持续运行 15 年，开发商即可在项目完工且招租完成后分 10 年获得可交易的所得税抵免额度，且开发商可以在项目前期通过出售税收抵免权益来获取项目初始资金，并将相应权益转移给投资者。LIHTC 的运行机制如图 3 所示。

LIHTC 作为从供给端发力的住房租赁政策，较财政直接补贴等政策具有更显著的刺激效果。第一，从政府的角度来看，政府无需在项目建设阶段将补贴一次性发放至开发商处，而是在项目完工且招租完成后分 10 年将所得税抵免额度返回给投资者，不仅从总量上减轻了政府当期的财政压力，并且考虑到抵免额度的时间价值，分期支付的额度经过折现后，也在无形中减轻了财政预算压力；此外，相比政府直接投资建设租赁住房，不仅自身资金投入压力大幅降低，政府还通过 LIHTC 政策将后期运营托付给开发商，有效避免大量繁琐的项目运营和服务工作。第二，对运营商而言，可交易的抵免额度赋予其对额度使用方式的选择权，开发商既能够将其用于自身税务抵免上，也可以选择将这份权益转让或出售给其他投资者，撬动社会资本参与住房租赁项目投资建设，有效提升项目开发阶段的融资能力，缓解由于资金压力带来的租赁住房供给动力不足的问题。第三，对社会投资者而言，通过参与相应租赁住房建设项目的股权投资，可获得所得税抵免额度，从而降低企业税务负担。总体而言，跟直接补贴政策相比，LIHTC 减轻了政府的财政负担，缓解了传统住房租赁政策的时间错配带来的开发商融资压力较大的难题，赋予税收抵免额度灵活性以

换取投资价值，从开发阶段推动政府、开发商与社会资本对租赁住房建设的支持，对项目参与各方均有显著的经济激励。

低收入住房税收抵免政策对租赁住房 REITs 的发展起到重要作用，在租赁住房静态租金收益率不具有吸引力的环境下，LIHTC 的存在提高了租赁住房 REITs 的回报率，使其满足社会资本的要求，推高社会主体参与建设积极性，项目融资难度得以降低。据 Barron's 统计，LIHTC 政策的实施将美国租赁住房 REITs 的回报率提升至 7.5% ~ 8.0%，解决了投资建设租赁住房收益率不足的问题，撬动社会资本参与租赁住房市场建设，对 REITs 在租赁住房领域的应用提供有力保障。AvalonBay Communities REITs 和 Apartment Investment & Management, Kimco 等都是受益于美国 LIHTC 政策的租赁住房 REITs。

此外，LIHTC 政策中对租户收入的限制及租金的要求均与所在地区的平均收入水平挂钩，美国国税局还依据各州人口情况，分配 LIHTC 相应的抵免额度，较好地实现政策、人口与住房的动态互动，有利于租赁住房建设与需求的有效匹配，一方面更广泛地覆盖低收入家庭，另一方面也避免了低收入群众扎堆的社会隔离现象。

（二）REITs 配套融资工具以较低成本为租赁 REITs 提供资金

20 世纪 90 年代，CMBS 成为 REITs 获取较低成本资金的工具，其中一项重要的制度和金融创新——政府提供支持的 Agency CMBS，推动了租

赁住房 REITs 在美国的迅猛发展。具体而言，政府或政府主导的机构通过为租赁住房或者保障性租赁住房的 CMBS 提供增信和担保，显著降低租赁住房 REITs 的融资成本，有效突破租赁住房供给侧的瓶颈。其中 Fannie Mae 和 Freddie Mac 等政府支持的房地产抵押机构均可进行增信，此类 CMBS 的信用等级由于有政府的担保仅次于国债。从息差数据来看，BBB 级的 CMBS 平均融资成本高出美国国债 750BP，而同期 Agency CMBS 与国债的息差仅 52.95BP。

（三）租赁住房管理机构专业化

第三方专业租赁机构在美国租赁住房体系中占据不可或缺的地位，由专业的租赁住房管理公司进行运营的租赁住房数量占比约 50%，其中 REITs 是最主要的组成部分。住房租赁市场的机构化与规模化使得社会资源的分配更专业、更高效，专业化机构通过科学制定产品布局、管理等策略，一方面提高租赁服务水平，维护租赁关系稳定，解决租期错配、租住体验不佳等问题，缓解租赁住房供需结构错配的矛盾；另一方面，实现租赁住房的稳定运营，提高运营效率，保障底层资产的盈利能力；此外，解决租赁住房短缺问题后，专业租赁机构的培养还有利于减轻政府财政负担、防止房地产企业垄断。

（四）由政府主导向市场主导转型

1929 年经济危机爆发使得美国政府介入住房市场，解决住房问题的同时刺激经济增长。《住房法案》（United State Housing Act）设立美国住房和城市发展部，由联邦政府资助地方政府为低收入群体提供公共租赁住房。17 年后新《住房法案》规定州政府在制定可行的计划后，可获得联邦政府对兴建公租房的资助。这些措施虽然缓解了住房问题，但由于公租房费用几乎全部由政府承担，为政府带来了较大的财政压力。此后，1961 年《国民住宅法案》对非营利民间组织提供远低于普通抵押贷款利率的贷款资助，鼓励其从事低收入家庭住房的大规模兴建。1973 年石油危机带来的美国经济受挫，导致联邦政府面临较大财政压力，在公租房领域的政策支持力度边际降低带来低收入家庭住房问题的恶化。1974 年的《住宅和社区开发法》标志着政策重心由政府

直接进行公共住房建设转向为市场需求方发放货币补贴，由市场主导租赁住房的供应，通过市场化手段公平高效地解决不同收入人群的租赁住房问题。目前，美国由私人与房地产开发商提供的市场化操作的租赁住房渗透率达到 83% 以上。

美国租赁住房发展经验表明，政府主导的租赁住房供应不仅造成极大的公共财政压力，还易受到宏观经济增长波动的影响，政府对租赁住房市场的过度干预不利于租赁住房供给端政策的稳定，公共部门根据市场情况实时对相关政策进行调节变更的可操作程度较低，因而引导并鼓励社会主体承担租赁住房建设的责任至关重要。

三、美国经验对我国住房租赁 REITs 发展的启示

（一）探索租赁住房配套政策提高 REITs 收益率

目前我国租赁住房体系中的保障性租赁住房项目的投资与建设仍以政府主导为主，在鼓励社会资本参与保租房建设和运营管理，引导多主体投资、多渠道供给方面仍缺乏明晰的优惠条件和支持政策。为解决 REITs 底层资产的租金收益率偏低导致其对社会资本缺乏吸引力与项目开发初期资金需求量大的矛盾，以及部分企业自身税务总额不及税收抵免额度造成的税收优惠激励效率较低的问题，建议积极探索构建具有流动性的税收抵免政策，如将针对租赁住房建设相关的税收抵免权益证券化，或允许市场主体自行或通过金融中介进行交易等，在提高租赁住房 REITs 回报率的同时，撬动社会资本参与租赁住房建设，从开发阶段缓解项目融资难题。

我国住房租赁市场中的专业化住房租赁机构渗透率较低，供给大部分来自自有住房、政府主导投资建设的保障性租赁住房。政府部门可以借助符合我国国情的租赁住房税收抵免政策机制，引入有专业化投资建设及管理能力的企业，与政府部门展开更深层次的合作，在丰富保租房供给来源、从供给端挖掘社会资本参与我国租赁住房开发运营潜力的同时，提高租赁型保障房的建设和运营管理水平。通过提供专业化的运营管理服务，一方面可以缓解

长期存在的产品及服务的错配等问题，提高租客生活幸福感，维护租赁关系的稳定，切实保障租客权益；更重要的是可以通过提供相关增值服务提高资产收益率，为项目带来长期稳定的资金回报，在优化租客住房体验的同时提高资产盈利能力，促进投融资良性循环。

（二）由政府主导的租赁住房格局向政府与社会结合转型

美国租赁住房政策的演进历程反映出在住房短缺时代，市场由政府主导，政府对租赁住房供给端的支持表现为“补砖头”；而住房短缺缓解之后，政府则转型为市场化租赁住房供给环境的构建者，通过“补人头”的形式进行住房补贴。对于我国租赁住房公共化和产品化的选择权衡，一定程度的公共导向是符合我国国情的选择，但完全的公共化（完全依赖政府自身的人力、财力、土地等资源）会给政府带来沉重的公共财政压力，且不利于租金的稳定；再者，政府对租户需求的感知也往往弱于且落后于市场，供需错配的问题难以避免。但完全的市场化亦无法满足合理的保障性需求，美国的可负担住房政策设计值得我们参考，可划定当地平均收入一定比例以下的人群满足低收入条件，对于某租赁住房项目一定比例的租户需满足低收入的准入限制，其他租赁住房可实现市场化调节，根据各地具体情况尽可能实现保障性与收益率最大限度的平衡，在保持适度公共性的同时，激励社会部门参与市场化租赁住房的兴建开发，引导市场形成更多的有效实物资产。

此外，目前试点的租赁住房公募 REITs 的底层资产仅限于保障性租赁住房，在运行较为成熟后建议适时将市场化租赁住房纳入底层资产的范围，推动社会资本参与租赁住房的建设，充分发挥 REITs 助力投融资良性循环的作用，实现租赁住房行业轻资产运营，保障市场行稳致远。

（三）降低 REITs 配套融资工具成本

融资成本高企是租赁住房市场发展的主要障碍，我国可参照美国发展模式，除银行贷款等融资工具外，由政府牵头成立相关机构为租赁住房的 CMBS 提供增信，从而降低租赁住房 REITs 的融资

成本，提升投资公募 REITs 的利润率，解决租赁住房行业发展的资金需求问题，撬动社会资本投资形成有效实物供给。

（四）严格监管租赁住房 REITs 资金闭环，确保与商业化地产分割

我国公募 REITs 试点办法要求：用于在建或前期工作成熟的新项目的资金占净回收资金的比例不低于 90%。对于租赁住房公募 REITs 筹集的相关资金，应建立完善的资金闭环监管体系，确保精准投入住房租赁市场的建设中，严控资金流向，杜绝披着租赁住房的外衣进行商业地产活动的行为，确保公开市场的融资切实循环到底层资产的建设与运营当中，推动租赁住房市场平稳发展。

参考文献

- [1] 蔡建春、刘俏、张峥等. 中国 REITs 市场建设 [M]. 北京: 中信出版社, 2020
- [2] 高旭华、修逸群. REITs: 颠覆传统地产的金融模式 [M]. 中信出版社, 2016
- [3] 韩志峰、张峥等. REITs: 中国道路 [M]. 北京: 人民出版社, 2021
- [4] 罗忆宁. 时间价值视角下的低收入住房税收抵免政策研究 [J]. 上海房地, 2022 (2): 10-15
- [5] 田莉、夏菁. 国际大都市租赁住房发展的模式与启示——基于 15 个国际大都市的分析 [J]. 国际城市规划, 2020, 35 (6): 1-7
- [6] 田莉、夏菁. 租赁住房发展与住区规划: 国际城市的经验与启示 [J]. 住区, 2020 (4): 10-13
- [7] 王建红、刘友平. 社会资本参与租赁型保障房供应研究——基于 LIHTC 计划的经验与启示 [J]. 建筑经济, 2019, 40 (3): 80-85
- [8] 魏晨阳、周以升、林甦、赵航. 推动长租房 REITs 行稳致远 [J]. 清华金融评论, 2022 (5): 88-90
- [9] 严雅琦、田莉. 集体土地建设租赁住房的策略: 基于“准公共物品”的视角 [J]. 北京规划建设, 2021 (3): 5-10
- [10] 周以升、郭翔宇. 公募 REITs 配套融资工具探讨 [J]. 中国金融, 2022 (14)

(责任编辑: 辛本胜)