

# 研究报告

(2022 年第 9 期 总第 24 期)

2022 年 11 月 4 日

## 多措并举 推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行

不动产金融研究中心

林甦 赵航

**【摘要】** 保障性租赁住房是我国住房租赁体系的重要组成部分。2021 年 6 月，国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，明确了保障性租赁住房基础制度和支持政策。本文在总结分析保障性租赁住房既有政策土壤的基础上，有针对性地剖析了首批保租房 REITs 实现收益率达标、成功发行的关键，并对未来保租房 REITs 常态化发行给出相关政策建议。

住房问题既关系经济金融的健康发展，又关系人民群众的幸福安康。随着城镇化进程的加快，新市民、青年人向一、二线城市集聚趋势明显。这些城市房价高，2010年以来房价收入比维持在9~25，大部分新市民、青年人工作时间短、收入水平不高、经济积累少，在一定阶段内只能依靠租赁方式来解决住房问题。在人口持续流入的大城市，租售比背离严重，租赁住房普遍面临沉淀资金大、租金收益率不高、投资回收周期长的困境。多国经验已经证实，发展租赁住房 REITs，是引导多主体投资、筹集长期权益资金、增加租赁住房供给的有效渠道。

保障性租赁住房是我国住房租赁体系的重要组成部分。2021年6月，国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》（以下简称《意见》），明确了保障性租赁住房基础制度和支持政策。相较于完全市场化的长租房，保障性租赁住房得到了政府在土地、税收、金融、行政审批等方面的政策支持，一般不设收入门槛，以建筑面积不超过70平方米的小户型为主，租金低于同地段、同品质市场租赁住房租金。小户型，旨在公共资源有限的条件下，尽可能增加房源供给效率。低租金，旨在将显性的、隐性的政策支持传导到需求端，降低目标人群租住成本。2021年《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》（以下简称“958号文”），将保障性租赁住房列入试点范围。2022年8月31日，首批三只保障性租赁住房公募 REITs（以下简称“保租房 REITs”）上市交易。

本文在总结分析保障性租赁住房既有政策土壤的基础上，有针对性地对首批保租房 REITs 实现收益率达标、成功发行的关键，并对未来保租房 REITs 常态化发行给出相关政策建议。

表1 保障性租赁住房土地获取方式及相关政策、典型案例

土地获取方式	相关政策	典型案例
集体经营性建设用地	农村集体经济组织可通过自建或联营、入股等方式建设运营保障性租赁住房。	北京泊寓成寿寺社区。村集体以土地经营权作价入股方式与万科合作，万科投入建设资金，负责规划设计、建造施工和运营管理。村集体和万科成立合资公司作为项目运营主体，万科获得项目建成后45年的经营权及收益权，村集体每年获取保底收益及超额分红。
产业园区配套用地	产业园区中工业项目配套建设行政办公及生活服务设施的用地面积占项目总用地面积的比例上限由7%提高到15%，增加的配套用地主要用于建设宿舍型保障性租赁住房，严禁建设成套商品住宅。	赣州市于都县振兴纺织服装产业园项目。利用园区行政办公及生活服务设施用地面积占比提高的部分（14.8万平方米）建成2104套宿舍，主要面向园区工人和各类人才出租，项目拟定租金标准约为周边市场租赁住房租金标准的70%。
企事业单位自有闲置土地	须变更土地用途，但不补缴土地价款，原划拨的土地可继续保留划拨方式。企事业单位可以自建，也可以与住房租赁企业、房地产开发企业等其他市场主体合作建设运营。	成都双凤桥TOD项目。紧临地铁换乘站，是成都轨道集团自有商业用地，建成后主要面向轨道集团内部职工和附近高校、企业新就业员工出租，租金按照低于同品质同地段市场租金的90%执行。
非居住存量房屋改建	允许将闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋改建为保障性租赁住房，不变更土地使用性质，不补缴土地价款。	河北CCB建融家园天使公寓。由河北省二医院附近的酒店改造而成，既满足了省二院的员工安全居住需求，又解决了酒店因经营不善导致的员工工资拖欠问题，并实现建信公司保本微利，形成了多方共赢局面。
新供应国有建设用地	主要安排在产业园区及周边、轨道交通站点附近和城市建设重点片区等区域，采取出让、租赁或划拨等方式供应。允许通过配建方式建设，鼓励在地铁上盖物业中建设一定比例的保障性租赁住房。	上海市闵行区城投宽庭浦江社区项目。项目用地性质为四类住宅组团用地（Rr4），以定向挂牌方式供应，楼板价约5500元，约为周边商品住宅六分之一。项目建设配套设施建设紧扣新市民、青年人需求，项目实行全装修，可以“拎包入住”，公建配套齐全。

## 一、多种政策支持叠加，提高保障性租赁住房项目收益率

### （一）多种方式供应土地，旨在降低土地获取成本

降低土地获取成本，是加快发展保障性租赁住房的关键。人口净流入的大城市和省级人民政府确定的城市，经城市人民政府同意，允许保障性租赁住房项目以多种方式低成本获取土地。土地获取方式以盘活存量为主，包括利用集体经营性建设用地、产业园区配套用地、企事业单位自有闲置用地和非居住存量房屋建设，同时适当利用新供应国有建设用地建设。各类土地获取方式及相关政策规定、典型案例见表 1。2021 年、2022 年累计筹建的 330 万套（间）保障性租赁住房中，利用存量土地和房屋建设的约占 70%，利用新供应国

有建设用地建设的约占 30%。自然资源部要求各地在编制年度住宅用地供应计划时，单列租赁住房用地计划、优先安排、应保尽保。

## （二）联合审批认定，配套补贴、水电气、税费等优惠政策

《意见》出台前的较长一段时间内，部分“商改租”“工改租”项目，由于土地用途无法调整，无法办理项目改建审批手续，无法纳入工程质量安全监管，也无法享受住房租赁税收优惠政策和民用水电气价格。《意见》出台后，利用非居住存量土地和非居住存量房屋建设保障性租赁住房，可由市县人民政府组织有关部门联合审查建设方案，出具保障性租赁住房项目认定书后，由相关部门办理立项、用地、规划、施工、消防等手续，并纳入工程质量安全监管，项目合法性问题得以解决。

对符合规定的保障性租赁住房项目，可以享受财政补贴。例如，广东省每年安排 2 亿元省级财政资金支持发展保障性租赁住房，并按照下达到省的中央预算内投资补助资金额度 1:1 给予省级配套资金，重点支持新建、改建保障性租赁住房。

如果是“非改居”项目，取得保障性租赁住房项目认定书后，用水、用电、用气价格按照居民标准执行。例如岳麓区龙湖冠寓红星美凯龙项目，办理水电费的商转民手续后，水费从 4.9 元/吨降至 2.88 元/吨，电费从 0.85 元/度降至 0.588 元/度。如果是“非改居”项目，住房租赁企业增值税减按 1.5% 缴纳。对企事业单位、社会团体以及其他组织向个人、专业化规模化住房租赁企业出租保障性租赁住房的，减按 4% 的税率征收房产税。部分城市政策更为优惠，比

如青岛保障性租赁住房项目免收城市基础设施配套费，预计 2022 年可免收基础设施配套费约 6 亿元，将有效减轻市场主体经营负担。

### （三）银行贷款长期低息支持，支持企业发债

对于自持性质的保障性租赁住房项目，银行向自持主体提供最长可达 25 年的贷款，部分项目实行 5 年期贷款市场报价利率（Loan Prime Rate，简称 LPR）下浮 10% 的优惠利率。对于向非自持的非居住存量房屋改建项目，以及城中村、闲置住房改造的集中式租赁项目，可以向住房租赁企业提供最长 8 年的经营贷款。为鼓励银行发放保障性租赁住房相关贷款，政策支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。银行向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。截至 2022 年 6 月底，建设银行、国家开发银行、农业发展银行合计向 652 个保障性租赁住房项目授信 2449 亿元，发放贷款 851 亿元。同时，支持企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，用于保障性租赁住房建设运营。企业持有运营的保障性租赁住房具有持续稳定现金流的，可将物业抵押作为信用增进，发行住房租赁担保债券。

## 二、保障性租赁住房项目收益率是成功发行 REITs 的关键

958 号文对试点 REITs 的收益率做出要求，近 3 年内现金流须总体保持盈利或经营性净现金流为正，且未来 3 年净现金流分派率原则上应不低于 4%。在经济发达、人口净流入、保障性租赁住房需求量大的一、二线城市，租售比严重背离。根据诸葛找房数据研究中



心的调查，2021年，一线城市租售比（单位月房租/单位房价）平均1.53%，二线城市平均1.67%。在这样的现实背景下，将租赁住房为底层资产发行REITs，面临一个基础性难题：收益率过低。

重资产模式下，提高收益率可以通过增加收入、降低物业获取成本和运营成本来实现。其中，增加收入，包括租金收入和非租金收入，在租金相对市场化、存在天花板（即使是保租房，租金也是对标市场化租金）的前提下，可以通过好的运营提高出租率、增加服务品种和规模来达到。降低物业获取成本，主要包括降低土地获取成本和建设（改建、改造）成本，相对于建设成本，土地获取成本可以更多地通过政策支持来实现。降低运营成本，主要通过提高效率、降低维护成本等，比如提高人效比，产品服务标准化，通过电子门锁和数据化水电管理系统实现远程管理等。

首批保租房REITs底层资产优质，分别位于北京、深圳、厦门，且均为核心区域，周边人口净流入稳定、租房需求旺盛、产业配套成熟、租售比较高，为项目长期运营的持续性和稳定性提供了保障。三单产品市场定位侧重略有不同。北京项目是服务于低收入住房困难家庭、新就业无房职工和城镇稳定就业的外来务工人员，深圳、厦门项目主要服务于新毕业大学生、青年人等“新市民”，解决阶段性住房困难问题。土地获取成本较低、项目运营成本较低、出租率较高，成为此次保租房REITs项目收益率达标并成功发行的主要原因。

#### （一）土地获取成本较低

近年来，我国房地产市场租售比较低。根据上海易居房地产研究院《全球 80 城租金收益率研究报告》，2020 年中国大陆 10 个城市（北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、武汉、成都、重庆、天津）的平均租售比为 1.7%，而 40 个发达国家和地区城市的平均租售比为 4.4%。在市场化租售比较低的背景下，保障性租赁住房需要从土地成本端着手提升收益率。

首批保租房 REITs 的平均评估增值率（评估价值/账面原值-1）达 27%，北京文龙家园、熙悦尚郡项目的评估增值率达到 51.85%，明显高于深圳与厦门的项目。其主要原因是项目收购时间较早，成本较低。在土地取得方式上，北京项目为以出让形式获得的公共租赁住房用地；厦门项目在原有划拨地基础上，按照租赁住宅用地基准地价的标准补缴土地出让金将其转变为出让用地；深圳项目通过协议出让的方式获得土地。较低的土地获取价格直接提高了租售比，三单均超过 6%。

## （二）固定管理成本、享受税费减免优惠

租赁住房项目运营，是“三分建设、七分管管理”。运营期间，底层资产管理人需要承担综合管理服务费、家具家电摊销、空置房源管理费、印花税、房产税及城镇土地使用税等在内的运营支出，以及设施维护所需要的资本性支出、所得税等。

北京、厦门、深圳项目均采用固定管理服务费模式，分别为含税租金收入的 17%、6.8%、4%。随着出租率的提升，成本费用在营业收入中占比将逐渐下降。北京、厦门、深圳项目的租金毛利率（营

业利润/营业收入)分别为 27.9%、56.11%、14.5%。税费方面,北京项目为公租房,在建设期间用地及建成后,占地免征城镇土地使用税,其经营管理单位免征增值税、印花税、房产税等。厦门、深圳项目也享受了不同程度的税收优惠,税费非运营支出约占 12%。

### (三) 项目现金流稳定

保租房 REITs 估值要点主要包括折现率、收益期限及预测现金流入。三个产品的折现率在 6%—6.5%范围,资产期限在 50 年以上,现金流主要来源于租金收入。保障性租赁住房的出租率受区域经济、产业布局、人口流动、交通配套、租户结构等影响。租金的定价与市场化租赁住房租金(以下简称“市场租金”)挂钩,具体标准各地要求不同。具体来说,厦门要求保障性租赁住房租赁价格初次定价按低于同地段、同品质的市场租金的 95%执行,后续调价增幅应不高于市场租金同期增幅,且年增幅不高于 5%;北京按照略低于市场租金水平确定,并实行动态调整;深圳为市场租金的 60%左右。

首批三只的保租房 REITs 项目租金较周边市场租金水平平均折让 40%左右,租金年涨幅在 2%—3%,远低于市场水平。出租率方面,深圳、厦门两项目均接近满租,北京项目平均入住率约为 95%,且厦门、北京两项目租金收缴率均接近 100%。北京项目以三年期租约为主,厦门项目以一年期租约为主,深圳项目以企业租户为主。

非租金收入也是项目收入的一部分,一定程度上补偿了租金收入,目前来源较为单一。已发行项目中仅有一例,深圳安居百泉阁



的配套商业设施、停车场目前出租率为 36%。随着出租率的上升，这部分收入可持续性和稳定性更强。

虽然目前首批三单保租房 REITs 已经全部进入稳定运营阶段，但仍需考虑政策、市场、运营等方面的风险。一是租金定价、配租安排等政策变化对运营收入的影响；二是运营支出及相关税费增长等政策变化对运营成本的影响；三是受宏观经济、疫情等因素引起的人口数量或结构变化对住房需求的影响。

### **三、优化政策设计，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行**

首批三单保租房 REITs，是权益资金支持保障性租赁住房发展的先行探索，对推动保障性租赁住房发展意义重大。同时，也对各界一直在讨论期盼出台的通过 REITs 打通资产退出渠道、盘活存量商办资产、降低房地产行业杠杆率有重要意义。

近期，证监会会同国家发展改革委等相关部门制定了加快推进基础设施 REITs 常态化发行的十条措施，旨在进一步促进存量资产的盘活，助力稳定宏观经济运行。我们认为，保障性租赁住房 REITs 常态化发行，还需进一步优化政策设计，降低税收、土地等关键成本，在保护投资者财产安全和保障收益的前提下，探索与保障性租赁住房资产形态相适应的政策及产品设计，推动金融高质量服务实体和民生。

#### **（一）加大税收优惠，降低发行、运营环节税收负担**

国际经验表明，税收成本是推动REITs常态化、规模化发行的关键因素。现有政策已对公租房明确了包括土地使用税、房产税、增值税、印花税、契税的优惠政策，但对保障性租赁住房，只明确了增值税、房产税的优惠政策。不管是发行环节还是底层资产运营环节，税收负担都存在下降空间。建议基于住房租赁发展实际状况，借鉴国际经验，尽可能简化租赁住房税收体系和REITs结构设计，进一步完善保租房REITs的税收优惠政策。具体来说，一是降低资产转让环节的税收成本，例如发行时可以阶段性减免整体资产转让产生的土地增值税、印花税；二是进一步减轻企业经营期间的税务负担，参考公租房的税收优惠政策，在增值税1.5%、房产税4%的基础上，减免保租房企业的契税、印花税。降低交易和持有期间项目公司的运营成本和现金流出水平，将有效提升资产长期收益率。在凸显其保障属性的同时，提高保租房REITs产品的市场竞争力，并提升市场主体参与保租房公募REITs的积极性。

## （二）优化土地出让机制，降低用地成本

调研中发现，降低土地成本是保租房收益率达标的关键所在，土地出让价格、土地出让金缴纳方式，是降低用地成本的两个核心要素。现有租赁用途国有土地出让政策已经有所优化，将租赁住房价格作为土地出让的前置条件，地价可以降至周边商品住宅地价的1/5—1/6。建议进一步优化土地出让机制，参考厦门做法，建立租赁住宅用地基准地价，如此，可以更大限度地降低用地成本，可降至周边商品住宅地价8%—10%。同时，按现行规定，土地出让合同签

订后必须缴纳出让价款 50%的首付款，余款要按合同约定及时缴纳，最迟付款时间不得超过一年。建议调整土地出让金收取方式，改为按年收取，如此，将有效降低投资投入中土地成本所占比例，降低企业前期开发压力。如此，有利于鼓励房地产开发企业参与到保障性租赁住房的开发、运营中，为高质量发展时期房地产行业探索新发展模式夯实政策和实践基础，也为未来 REITs 的发展储备充足项目。

### （三）适应保租房资产形态，探索优化 REITs 规则

打通融资模式、解决资金痛点是大力发展住房租赁的关键。保障性租赁住房已经纳入基础设施 REITs 发行试点范围，符合收益率要求的核心是降低底层资产，尤其是土地的获取成本。目前，已有的五种土地获取方式，都有效降低了保障性租赁住房项目的获取成本，而且是以盘活存量为主。但在现有 REITs 规则下，只有新增国有出让用地才符合发行要求。而当前宏观经济下行，地方政府财政压力增大，将优质地块出让用于保障性租赁住房的动力难免不足。建议在不断完善、健全监管环境的背景下，在保护投资者财产安全和保障收益的前提下，适应多种资产形态，探索优化保租房 REITs 的政策及产品设计，将更多类型的资产形态纳入 REITs 范畴。同时，试点阶段适当放宽对保障性租赁住房这一类别 REITs 底层资产规模、运营年限的要求，因地制宜，兼收并蓄，发展中国特色的 REITs 模式。

（作者：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）

---

联系人： 韩梦楠

邮箱： [hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn](mailto:hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn)

---