

NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

信息通报

2018年第36期

(总第64期)

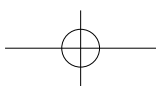
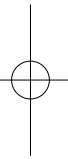
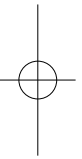
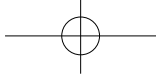
中国社会科学院国家金融与发展实验室

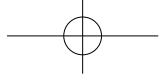
2018年9月

美国金融体系如何支持住房租赁市场

董云云 蔡真

- 私募股权房地产基金（PERE 基金）、房地产投资信托基金（REITs）、低于市场利率的债务基金等金融工具的有效应用是美国住房租赁市场发展的关键。
- 加大金融支持促进住宅租赁市场发展的重点在于解决现金流不匹配和收益率过低的问题，证券化是解决之道。当前我国住宅租赁市场证券化的主要障碍包括双重收税、流通性差等，可借鉴美国经验制定相应的税收优惠政策，并重点发展公司制REITs，增加证券流通性。此外，为达到避免“炒房”的目的，运营收益的强制分红比例也是不可或缺的。





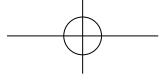
2017年7月住建部联合八部委发布的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》以及2018年4月证监会与住建部联合印发的《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》都提及了发展房地产信托基金（REITs）以支持租赁市场发展。本文将着重介绍包括REITs在内的若干美国支持住房租赁市场的金融工具，并在此基础上分析其对中国的借鉴意义。

一 美国住房租赁市场的金融体系

（一）私募股权投资工具（private equity vehicles）

房地产领域的私募股权又称为私募股权房地产基金（private equity real estate fund, PERE fund），它一直以来都是创造和保持美国中低收入家庭住房可负担性的重要力量。PERE基金是指通过非公开方式，面向少数高净值客户或机构投资者募集资金而设立的，以房地产为投资对象，从事房地产的收购、开发、管理和营销以获得收入的集合投资制度，追求的是稳定连续的投资收益。需要注意的是，PERE的大部分活动都是针对私人持有的房地产的收购和开发。房地产企业或其他企业通过私募股权投资工具获得资本，然后获取和修缮租赁住房，并保证租赁住房对位于“地区收入中位数”（Area Median Income, AMI）的80%–100%的家庭是可负担的。私募股权基金的主要目标是通过操作层面的亲为管理（hands-on management，基金积极介入被投企业管理）来创造和提高价值。

PERE基金能够吸引大量资金来促进住房租赁市场发展的原因在于以下几个方面。第一，PERE基金直接拥有所投房产的股权。直接所有权可以更大程度地控制投资方向以及资产管理活动，能够更好地实现投资策略和投资目标，使投资者获得高于一般市场层面的收益。第二，PERE基金的价值创造和利益重组。PERE基金管理人通过对所投房地产项目进行重新包装，如对所投资租赁住房进

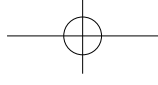


行修缮或者精装修等，以达到提升租赁住房价值的目标。还可以将不同的房地产项目重新打包销售，或者是对某一项目按比例分拆销售或出租。分拆后的价值会高于原先的价值。第三，PERE 基金的回报率与固定收益和股票市场的相关性很低，波动性较低。第四，灵活便捷的退出方式。投资者既可以将所投房地产销售完毕清盘退出，也可以将资产在非公开市场转让给其他投资者。

（二）房地产投资信托基金（real estate investment trusts, REITs）

REITs 是美国国会于 1960 年为小规模投资者投资于创收商业、工业以及住宅地产的一种投资工具，它为房地产开发商和租赁住房运营商提供了长期的融资机制。住宅 REITs 是 REITs 的一种创新方式，是为了鼓励机构投资者投资住宅地产，达到增加住宅市场的租赁供给的目的。住宅 REITs 以发行股票或收益凭证的方式，汇集投资者资金，由专业管理机构对租赁物业进行专业化管理获得投资收益。美国住房租赁市场的快速发展与 REITs 的发展密不可分。住宅 REITs 于 20 世纪 90 年代在美国开始发展起来，截至 2018 年 4 月 30 日，美国住宅 REITs 总市值达到 1394.36 亿美元，数量达到 22 只，占 REITs 市场总市值的 13.92%，是美国第二大 REITs 行业。美国住宅 REITs 主要投向公寓市场，为租户提供高质量的住宅地产。

美国发达的上市流通制度是 REITs 成功的主要因素，其中很重要的一方面表现在 REITs 的证券流通性上。美国主要是公司制 REITs，即 REITs 本身是公司制实体，上市流通的收益凭证是公司制实体的股票，因此 REITs 作为一种直接投资于房地产或通过抵押贷款间接投资于房地产的证券形式存在，通常可以像股票一样在主要证券交易所交易，REITs 给投资者提供了极具流动性的房地产投资方式。由于上市流通带来的小额、可转让的特点，可以汇集众多的投资者，这就为 REITs 的规模扩张打下了基础。美国大批的公寓运营商在 20 世纪 90 年代开始大规模上市 REITs 融资，三家最大的公寓运营商 MMA(Mid America Apartments)、AVB(Avalonbay Communities) 和 EQR(Equity Resident) 于 1994 年前后以 REITs 上市融资，从而实现了在管公寓数量的



高速增长。

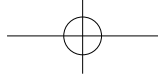
美国针对 REITs 的税收优惠政策是促进公寓 REITs 快速扩张的重要因素。这主要表现在持有运营阶段，REITs 公司若将每年盈余的绝大部分以现金红利的方式分配给投资者（通常是 90%），就不需要缴纳企业所得税；投资者若以个人不动产入股 REITs 公司的方式获得受益凭证，税法也不做税收处理，但是当投资者将受益凭证变现就需要缴税，这避免了对 REITs 公司和股东的双重课税等。

（三）低于市场利率的债务基金（below-market debt funds）

当地公共机构、基金会、社区发展金融机构以及金融机构等将低于市场利率的债务基金提供给房地产开发商，房地产开发商只需要承担低于市场利率的贷款成本，就可以获取和开发土地、修缮已有的房产以及开发相关的基础设施，特别是开发多住户家庭住房和可负担性住房。低于市场利率的债务基金直接或者间接通过社区发展金融机构（Community Development Financial Institution, CDFIs）获得贷款。这些基金以低息贷款的形式，将政府和基金会的资金与金融机构（主要是银行和保险公司）的传统债务结合。政府和基金会资金对于传统债务来说代表了一种信用增强，即可以促使贷款产品支持一些风险较高的活动以及增加对借款方原先不可能的有利条款。低于市场利率的债务基金不仅可以让经济适用房开发商在激烈竞争的租赁市场上生存，填补了美国融资系统的一个重要空白，还可以给经济适用房开发商提供持续的资金，因为这些基金通常是循环的，也就是说设立低于市场的债务资金可以在偿还之前的贷款时发放新的贷款。

二 对中国的启示意义

美国金融体系对住房租赁市场的强大支持是市场发展的关键，从文章所述三种产品来看对中国具有以下借鉴意义。

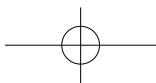
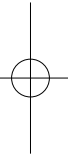
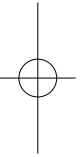
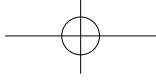


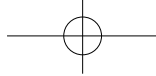
第一，对住房租赁市场的金融支持可适当应用政策性金融工具，例如低于市场利率的债务基金。租赁市场的服务对象大部分是中低收入家庭，具有一定的公共产品属性，因此可考虑政策性金融的支持。

第二，机构投资者发挥着重要的作用。由于大部分的租赁住宅集中在大都市区，租金较高，这就需要规模化经营的机构投资者。在融资方面，证券化以及上市交易是帮助机构投资者募集大规模资金的重要制度安排。NAREIT 的研究表明，公开交易的股权 REITs 相对于 PERE 基金提供了更为客观的投资回报溢价以及其他公开市场所具有的流动性、透明度与可监控的特性，并且公开交易的股权 REITs 在长期内表现优于核心、增值和机会基金，经历了更强的牛市，能够从经济低迷中快速恢复，而且与 PERE 基金相比，平均费用和支出都更低。

第三，税收优惠是租赁住宅证券化过程中的关键。一方面，在 REITs 设立和终止过程中，不动产资产重组导致的土地增值税、契税、所得税成为发起人的巨大负担；另一方面，REITs 对于投资人而言是一个通道，其产生收益的源头与 REITs 是统一税源，存在重复收税的问题。

综上所述，加大金融支持促进住宅租赁市场发展的重点在于解决现金流不匹配和收益率过低的问题，证券化是解决之道。当前我国住宅租赁市场证券化的主要障碍包括双重收税、流通性差等。此外，为达到避免“炒房”的目的，运营收益的强制分红比例也是不可或缺的。





主 编：李 扬

编委会（按姓氏笔画排序）：

王广谦	王国刚	王 君	王增武	左学金	汤世生
刘戈平	朱 玲	余永定	连 平	吴晓灵	何海峰
张晓山	张晓晶	张 平	张跃文	杨 涛	周振华
金 碚	范丽君	胡 滨	胡志浩	胡岚曦	骆立云
殷剑峰	徐义国	曹远征	常 欣	程 炼	董 昀
彭兴韵	曾 刚	蔡 真			

编辑部：

主任：程 炼

编辑（按姓氏笔画排序）：

苏 夏 李彦冰 杨 岫 范丽君 周莉萍 黄融融

联 系 人：范丽君

电子邮箱：lijun.fan@nifd.cn

联系电话：010-65973508

传 真：010-65973508

地 址：北京市朝阳区呼家楼京广中心商务楼9层