# 政策加持不断 REITs市场"保租房"板块呼之欲出

本报记者 吴静 卢志坤 北京报道

经过此前几年的发展,我国 住房租赁行业的"投、融、建、

管"模块已经逐步完善,唯独退 出路径尚待摸索。今年以来,随 着一系列金融创新探索落地,租 赁行业的退出通道进展迅速。

近期,证监会等部门相关 负责人接连表态,要推动保障 性租赁住房(以下简称"保租 房")REITs(不动产投资信托基

金)常态化发行,加快打造RE-ITs市场的保租房板块,并研究 推动REITs试点范围拓展到市 场化的长租房及商业不动产等

项目获取成本是关键

业内人士表示,后续若保 租房REITs常态化发行,将会进 一步调动市场积极性,促进多 元的运营主体参与租赁市场, 丰富REITs底层资产,同时有利 于构建"购租并举"的住房发展 模式。

#### 常态化发行

#### 加快打造REITs市场的保租房板块、研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。

今年5月24日,国家发展改 革委与证监会发布了《关于规范 做好保障性租赁住房试点发行基 础设施领域不动产投资信托基金 (REITs)有关工作的通知》(以下 简称"《通知》"),明确了保租房 REITs相关发行规范。

截至目前,已有4只保租房 REITs 成功上市,分别为红土深 圳安居REIT、中金厦门安居RE-IT、华夏北京保障房 REIT、华夏 基金华润有巢租赁住房REIT,共 募集资金约50亿元。

12月8日,证监会副主席李 超在中国REITs论坛2022年会上 指出,加快打造REITs市场的保 租房板块,研究推动试点范围拓 展到市场化的长租房及商业不动 产等领域。

克而瑞租售研究总监李见林 指出,保租房以及市场化长租房 公募REITs的放开,为住房租赁项 目退出提供新渠道,打通了"投、 融、建、管、退"的全流程商业闭环。

李见林认为, REITs 试点扩 展到市场化的长租房领域,表明 市场化的长租房REITs将破冰上 市。对于住房租赁企业来说,如 果长租房REITs上市,将能打通 企业"投、建、管、服、退"的整个环 节,减少住房租赁开发运营企业 资金压力,提高资金效率,提升租 赁企业的经营压力,促进企业进 一步打磨自身的精细化运营能 力,真正去做好运营服务环节。 而对于整个租赁市场来说,将有 利于支持长租房市场良性发展和 规模有序扩大,构建"购租并举"

的住房发展格局。 ICCRA 住房租赁产业研究 院院长赵然指出,我国的住房租 赁行业从发展伊始就与金融市 场、金融工具的发展相匹配、相同 步。保租房REITs常态化发行, 说明住房租赁的中国模式正在形 成,特别是体现了"推力金融化"

从投资方的层面,赵然表示, 从年内发行的4只保租房公募 REITs的火爆认购就可以看出,无 论是战略配售的大型机构类投资 者,还是二级市场的散户投资者, 以创新金融工具构建行业的发展 体系已经得到市场的充分认可。

此外,这种"推力金融化"还 体现在租赁住房人群层面。当保 租房REITs常态化发行后,租赁 住房人群在享受品质型租住生活 的同时,也可以通过证券交易所 购买和投资保租房公募REITs产 品,从而享受到住房租赁行业带 来的投资收益。赵然认为,这也 是推动保租房REITs常态化发行 的另一个重要意义。

据了解,目前住房租赁项目要 实现公募REITs发行需要达到4 个基本条件:一是基础设施项目运 营时间原则上不低于3年,运营时 间不满3年的,项目应当满足基础 设施基金上市要求、符合市场预 期、确保风险可控,且已能够实现 长期稳定的收益;二是具有成熟的 经营模式及市场化运营能力,已产 生持续、稳定的收益及现金流,运

营主体是合格运营商;三是收益率 要达到一定水平,即净现金流分派 率不低于4%;四是原始权益人应 当为开展保租房业务的独立法人 主体,不得开展商品住宅和商业地 产开发业务,原始权益人不得以租 赁住房等名义,为非租赁住房等房 地产开发项目变相融资,或者变相 规避房地产调控要求。

目前,符合公募REITs发行 标准的资产规模池子具体容量还 有待进一步核算。不过,赵然介 绍,根据ICCRA了解到的市场信 息,目前全国正在或拟筹备保租 房REITs的企业就达到近20家。 "按照最低10亿元的发行规模计 算,即使其中仅有半数资产符合 收益率等要求,资产规模也达到 100亿元以上了。"

#### 根据政策对试点 REITs 的收 益率作出的要求,从已经发行的4 只保租房REITs来看,较低的土地

成本是保障项目收益率的关键。 据了解,保租房项目土地获取 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。为 支持保租房发展,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。

2021年、2022年累计筹建的 330万套(间)保租房中,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%。

不过,与国际市场相比,我国 房地产市场租金回报率偏低。根 据诸葛找房数据研究中心监测数 据显示,2022年上半年我国重点 50城租金回报率为1.95%,与2021 年持平。根据国际标准,租金回报 率在3%~5%为合理水平,租金回报 率在3%以下的城市,房价水平过 高,不适合通过出租来达到回本目 的。在此背景下,保租房需要从土 地成本端着手提升收益率。

已发行的4只保租房REITs对应的项目土地性质均为出让用地,年限为70年,项目取得成本较为合理。

已发行的4只保租房REITs 对应的项目土地性质均为出让用 地,年限为70年,项目取得成本较 为合理。比如华润有巢在上海刚 刚推出R4用地时便获取相关地 块,华润有巢REIT两个项目的楼 面价分别为3100元/平方米、3592 元/平方米,奠定了收益率基础。

据测算,已经上市的4只保租 房REITs中,只有华润有巢REIT 今年下半年现金分派率预计为 3.95%(年化),其余均微高于4%。

近几年,为支持住房租赁发 展,国家从2017年开始加大租赁 用地供应。据中信证券统计,2021 年全国共推出涉租赁土地约616 宗,规划建筑面积达1284万平方 米,其中纯租赁用地和配建租赁用 地占比分别为40%和43%,为主要 出让方式。纯租赁用地约79宗, 规划建筑面积511万平方米,创近 5年新高,同比增长66%。

同时,地方政府也在价格上让 渡土地出让红利。以上海为例,从 2017年起,上海市政府在供地计划 中单列"租赁住房"用地性质(R4),

出让地价约为同期同片区住宅用 地的20%左右,而上海市对于保租 房租金要求只比周边低10%左 右。据不完全统计,截至2021年 底,上海市共计出让158宗R4用 地,总规划建筑面积近1000万平方 米,可提供20万套租赁住房。

目前,多数重点城市租赁用途 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。

李见林指出,从2021~2022年 11月的22城集中供地中租赁相关 用地的成交方式来看,2022年部分 租赁试点城市的纯租赁用地楼板 价相比2021年有所下降,以合肥 高新区相邻纯租赁用地为例,2022 年纯租赁楼板价相比2021年下降 765.93元/平方米。

在降低土地出让价格的同时, 目前地方政府对保租房的租金定 价和房租涨幅一般都有明确的限 制,例如上海保租房的租金定价规 则是不超过同地段同品质市场评 估租金的90%,年租金涨幅不得超 过5%。首批3只保租房 REITs 项 目租金较周边市场租金平均折让 40%左右,租金年涨幅在 2%~3%, 远低于市场水平。

世邦魏理仕中国区研究部负 责人谢晨表示,租金定价和涨幅 限制是保租房社会保障性质的体 现,在海外市场中也有类似的规 定,从本质上都会在投资者的资 产定价和运营测算中作为参考变 量体现。



近期,证监会等部门相关负责人接连表态,要推动保租房REITs常态化发行,加快打造REITs市 场的保租房板块。 视觉中国/图

### 相关报道 📐

# 推动"保租房"REITs常态化发行 市场机遇在何处?

本报记者 吴静 卢志坤 北京报道

近期,证监会等部门相关负 责人接连表态,要推动保租房

REITs常态化发行,并研究推动试 点范围拓展到市场化的长租房及 商业不动产等领域。

业内对此充满期待,认为广

阔的存量市场或迎来机遇,未来 跨区域的底层资产会逐步增加, 但仍需厘清诸多实操难点。

与此同时,从国际经验看,我

国保租房REITs的发展尚在起步 阶段,在租金价格和涨幅有所限 制的情况下,企业仍有不少收益 空间可挖掘。

# 存量改造类资产的机会

目前,已有的五种土地获取方 式都有效地降低了保租房项目的获 取成本,但在现有 REITs 规则下, 不少项目尤其是存量改造类项目仍 不满足发行保租房REITs的条件。

比如,房企通过获取竞自持用 地进行保租房建设,这类项目尚不 具备发行保租房 REITs 的条件, ICCRA住房租赁产业研究院院长 赵然解释称,目前至少存在两大障 碍:一是对于非100%自持型的用 地来说,需要将非自持部分用地上 建设的住宅进行全部销售,以满足 底层资产的合规性;二是竞自持用 地普遍地价较高,在很大程度上影 响了项目的收益率。

根据对大量竞自持用地开发 的租赁住房项目的分析,赵然指 出,竞自持部分的楼面地价须为项 目整体楼面地价的8%~12%,才能 确保项目具备 4%以上的收益率水 平。"这也是造成竞自持用地开发 的保租房项目在现阶段不具备发 行保障性租赁住房REITs条件的

根本原因。"

此外,很多存量改造项目也不 具备发行保租房REITs的条件。 赵然介绍,从操作难点上看,首先 是存量物业的合规性问题,比如在 以北京、广州为代表的城市中,对 保租房的建设和改造标准都有明 确规定,很多"非改租"物业存在明 显的"硬伤"。其次,从"以终为始" 的角度,即从发行保租房REITs角 度出发,很多"商改租"的原始资产 价格过高,无法满足保租房REITs 对于收益率的要求。

不过,若后续保租房REITs能 够实现常态化发行,广阔的存量市 场亦将有机会。世邦魏理仕中国 区研究部负责人谢晨表示,对于存 量改造项目,改造过程中的相关合 规手续和文件是发行REITs的重 要前置条件。相关部门需进一步 明晰划拨用地、集体建设用地、工 业和商办用地改建等情况下的申 报路径和条件。

"存量改造类资产后续若想发

行REITs可能遇到的障碍会比较 多。"赵然介绍,最普遍的一个问题 是存量资产的剩余土地年限。据 了解,通常改为保租房的存量资产 大部分为商办类物业,用地年限为 40年或50年,从原始土地年限上 就比居住类用地少20~30年。而 目前公募REITs资产估值采用收 益法定价,因此剩余土地年期作为 收益法中收益期的依据,对于估值 的影响还是比较大的,特别是当年 期接近或短于20年时,对估值的 影响尤其大。

此外,部分存量物业为收购类 项目,收购时候的成本较高也是存 在的问题,很多市场化收购项目, 在资产估值时现金流折现的价值 未必能够覆盖总投成本(收购成 本+改造成本)。

赵然指出,当前保租房REITs 的发展尚在起步阶段,虽然存量市 场广阔,但是要克服上述问题还需 时间,比如市场对于物业价值的理 性回归,或者对于保租房可以形成

合理的价格锚。

值得注意的是,据克而瑞租售 研究总监李见林介绍,针对存量改 造类的资产,目前我国首个住房租 赁基金已经成立。11月8日,建行 宣布300亿元住房租赁基金正式 落地。据了解,建信住房租赁基金 已与北京市、重庆市、湖北省、成都 市、南京市、广州市、佛山市等地市 场主体签署合作备忘录,约定合作 设立地方子基金,并由建设银行提 供信贷支持、运营管理、公募RE-ITs上市等综合服务,由地方政府 在项目信息推荐、租赁需求整合等 方面提供支持。

目前,建信住房租赁基金重点 推进项目20余个,项目资产总规 模超过100亿元。从项目储备情 况来看,其中多数推进中的属于商 办物业等"非改住"项目。出于通 过保租房公募REITs渠道实现退 出的考虑,这些收购的目标项目通 常都具有同一个特点:能够纳入当 地保障性租赁住房项目体系。

# 后续资产组合或更加多元

从已经发行的保租房REITs 来看,底层资产均为单一城市的 不同项目,土地获取方式也均为 新建类。谢晨表示,这一现象和 目前保租房多由当地国企及相关 机构投资运营有关。但从资产配 置的角度来讲,跨区域的底层资 产能够更好地平衡风险。他认 为,随着相关底层资产不断增加 和全国性保租房专业化租赁机构 的发展,未来跨区域的底层资产

会逐步增加。

赵然亦指出,从企业端和供 给端来看,在保租房REITs常态化 发行的背景下,未来保租房的发 展将进入快速通道,并且可能会 出现跨城市项目组合的REITs、新 建项目+改造项目组合的REITs 产品。同时,已发行的保租房 REITs也会通过扩募起到调动市 场积极性的作用。

不过,跨区域合并发行仍面

临诸多问题。李见林认为,其中 一个重要问题即是优质资产的分 布极不均匀。他指出,符合条件 的资产一定是项目具备所在城市 经济发达、区位优势明显、支付能 力稳健且续租意愿强的租户结 构、管理团队优质以及受政策支 持等特征,而这些特征在一些租 赁需求并不旺盛的城市是很难寻 找到的。

同时,在一城一策背景下,各

地保租房的认定标准、建设导则、 管理标准等存在一些差异,特别 是对于跨区域、不同产品类型的 项目组合(如某城市为租赁式社 区产品、某城市为宿舍型公寓、某 城市为青年公寓)。

对此,赵然预计市场会从同 一类型项目的跨区域组合开始, 比如R4用地上新建的租赁式社 区,相对来讲会更容易对齐各地 标准。

### 探索收益增长空间

在土地获取成本上,清华五 道口不动产金融研究中心近期发 布的《多措并举推动保障性租赁 住房REITs常态化发行》报告建 议,应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%。

不过,赵然亦指出,当前以R4 用地为代表的租赁住房专项用地 价格已经是政府在充分考虑了行 业特征后(如收益率普遍不足、投 资大且回收周期慢等),进行地价 让渡了,如果再进行土地价款的 下浮,就会违背市场规律。

同时,赵然认为,低价供地也 不是可持续发展的方式,可以借鉴 国际经验和其他行业经验,考虑在 土地价款的支付方面进行调整,比 如在建设期间免交土地出让金,或 者按照递延缴纳的方式,将缴纳周 期拉长等。据了解,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,最迟不得超过一 年。上述报告亦建议将租赁用地 出让金改为按年收取,这样将有效 降低投资中土地成本所占比例,降 低企业前期开发压力。

李见林认为,保租房项目收 益增长空间与后期优惠政策的落 地情况以及租金管控的执行度有 很大关系。

对于后续有意向发行REITs 的企业而言,在租金价格和涨幅均 面临限制的情况下,运营主体要想 提高收益率,除了降低项目获取成 本外,就得在成本上去管控,或者 在非租金收入上寻求突破。

以已经上市的深圳安居保租 房REITs项目为例,其非租金收入 来源于配套商业设施以及配套停 车场租金收入。据了解,其底层资 产中的深圳安居百泉阁项目的配 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将加强。

赵然表示,从国际经验看,我 国保租房REITs的发展尚在起步 阶段,收益率肯定还有增长空 间。据她介绍,目前纳入保租房 的产品类型主要为青年公寓、租 赁式社区、宿舍型公寓。"后续随 着更多产品类型纳保,将会推高 收益率水平,比如美国的部分 REITs,在学生公寓和独栋别墅这 两类产品加入后,平均收益率明 显提升。"

此外,赵然还指出,一般项目 开业七八年后会进入翻新改造 期,根据国际经验,每次翻新改造 后,项目的市场定位和客源定位 也会随着项目所在区域的成熟而 发生变化,进而使项目对标的同 品质同地段的产品群发生变化, 这样也会推高租金水平,从而提 高收益率。

值得注意的是,后续随着公 募REITs向市场化长租房开放,赵 然认为,运营主体将更加多元,同 时也会对提高租赁住房REITs的 收益率起到推动作用。

除此之外,针对保租房的税 收优惠仍有一定的调整空间。据 赵然介绍,目前在税收方面的房 地产税优惠仅局限在从租计税的 原则下,对于承租物业进行运营 的"二房东"较为适用,而对于新 建类型的保租房需要按照从价计 税的方式缴纳房地产税,这部分 目前还没有优惠政策,后续如果 能普及到新建类型的保租房,将 对行业有更大的积极意义。