

创新融资模式 探索住有所居

——深圳推动保障性租赁住房基础设施REITs试点调查

本报记者 杨阳腾

红土创新深圳安居REIT去年上市,成为深交所首单保障性租赁住房REITs产品。这也是国内最早一只审核通过并成功上市的保障性租赁住房基础设施REITs试点项目。如今半年多时间过去了,项目试点效果如何?从试点项目的探索推广中,又能看到国内保租房REITs这一创新路径的哪些“更多可能”?

不动产投资信托基金(REITs)是由专门投资机构进行房地产投资经营管理,并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金,既可以封闭运行,也可以上市交易流通。

目前,我国正在探索走出一条既遵循成熟市场规律、又适应中国国情的REITs发展之路。基础设施REITs持续发展壮大,也得到了资本市场的充分认可。

红土深圳安居REIT作为首批保障性租赁住房基础设施REITs(以下简称保租房REITs),进一步丰富了基础设施REITs的产品类型。深圳经过近5年的实践探索,在政策支持、模式创新、架构搭建等方面率先推出创新举措,在全国保租房REITs发展方面先行一步。

试点项目平稳运行

走进位于深圳中心城区福田区的安居百泉阁,只见小区路面干净整洁,两侧绿植葱翠、鲜花绽放,户外活动区设有运动健身区和儿童游乐区,运营服务中心配置有阅览室、文化展示角,生活及公共配套设施完善。

安居百泉阁保租房项目是红土创新深圳安居REIT的底层资产之一。安居百泉阁项目运营方、深圳市房屋租赁运营管理有限公司项目经理李新防介绍,安居百泉阁共有594套保租房,月平均租金单价为59.7元/平方米;另有9间合计414平方米的配套商铺,主要是熟食铺、面包店、便利店等,方便小区居民日常生活采购。

2022年8月31日,红土创新深圳安居REIT上市,发行规模12.42亿元,上市首日上涨29.99%,机构投资者网下询价倍数133倍,公众认购倍数254倍,发行定价现金分派率3.95%,均刷新发行时点全国纪录。

“红土创新深圳安居REIT的底层资产为安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆4个优质保租房项目,均位于深圳核心区域或地段,共涉及保障性租赁住房1830套13.47万平方米,资产评估值约为11.58亿元。”深创投红土资产管理(深圳)有限公司总经理何现说,安居百泉阁和安居锦园项目为深圳人才安居集团自建项目,保利香槟苑和凤凰公馆项目为配建移交项目,项目产权清晰。4个项目均交通便利、生活配套设施完善,承租对象主要为用人单位和个人两种类型,入住群体素质和收入水平较高,租金支付能力较强,具有持续稳定的现金流,满足发行REITs的收益率要求。

截至目前,红土创新深圳安居REIT已上市近8个月,运行是否顺利?

目前,红土创新深圳安居REIT运行整体保持稳定,4月6日股价为2.755元/股,与发行价相比上涨11%,整体市值达到13.78亿元。截至2022年12月31日,项目包含的4个底层资产项目整体出租率约为99%,个人租户合计占比约为42.92%,用人单位占比约为57.08%,租户结构稳定。

保租房在发行REITs时的估值定价问题是试点推行中的一大核心关注点。如何确定折现率?如何预测未来租金的增长水平?不同区域的资产在定价上呈现什么关系?资本市场对保租房REITs的风险收益偏好如何?这些关键环节在红土深圳安居REIT试点项目推进过程中逐步明晰,并在发挥资本市场定价功能、初步构建保租房估值体系等方面形成了初步成果,对市场具有参考借鉴意义。

“从试点运行来看,红土创新深圳安居REIT的发行,为搭建保障性租赁住房资产上市平台作出了有益尝试,探索发挥政府及国有企业资金的杠杆作用,助力扩大保租房供给,也为社会资本提供了更多投资机会和收益来源,共享稳定的租金收入和增值机会。”深圳市人才安居集团有限公司党委书记、副总经理朱大华说,红土创新深圳安居REIT首次发行规

模12.42亿元,实现对外募集资金6.09亿元,募集资金将进一步用于深圳市保障性租赁住房建设,预计可新增保障性租赁住房2000余套,助力完善住房保障体系。

更为重要的是,REITs项目的经营成果和财务数据定期公开披露,接受资本市场的监督,倒逼项目管理企业提高出租率和运营能力,提升规模化、专业化、市场化的资产管理和运营水平,推动保障性租赁住房高质量发展。

2023年1月,国家发展改革委公布8大类、24个盘活存量资产扩大有效投资典型案例,深圳安居保障性租赁住房REITs项目入选并作为广东省3个项目之一获得在全国推广。

破解保租房建设难点

深圳为何要推动发展保租房REITs试点?是基于怎样的现实环境开展试点的?

朱大华深度参与了首单保租房REIT试点。他表示,人才是实现城市高质量发展、赢得竞争主动权的战略资源,推动保租房REITs试点,通过金融创新引入资本力量助力保租房建设,解决人才后顾之忧,具有重要的现实意义。

早在国内正式出台推动试点政策之前,深圳就开始初步探索REITs在促进保租房可持续发展中的可能性。

2016年,深圳人才安居集团开始探索通过REITs构建保租房可持续发展的模式,并于2018年发行全国首单人才租赁住房类REITs。该单类REITs首期发行规模31亿元,储架发行总额度200亿元,优先级发行利率为4.38%/年,综合融资成本创当年市场最低水平。底层资产为深圳人才安居集团所持有并管理的人才公寓共681套,标的承租对象涵盖杰出人才、新引进人才、中初级人才等高层次人才。

2018年起,深圳人才安居集团联手深创投集团,开始推动将保障性住房纳入REITs试点范围,推进监管沟通、市场调研和项目准备工作。2021年8月,深圳安居保障性租赁住房REITs项目正式启动,前期解决REITs申报阶段的重要事项,包括保障性租赁住房认定、试点资产新认定和项目配租,以及资产重组和项目过户手续等事项。2022年7月29日,红土创新深圳安居REIT正式获得证监会准予注册的批复,8月完成询价发行,基金份额最终定价为2.484元/份,8月31日在深交所上市。

朱大华表示,深圳计划在“十四五”期间,建设筹集74万套保障性住房,预计资金需求超过2000亿元,资金来源成为保障性住房建设和发展的重要制约因素。以深圳市保障性住房运营机构深圳市人才安居集团为例,“十四五”期间将承担深圳市三分之一以上的保障性住房建设筹集任务,自筹资金建设面临很大困难。

“建设保租房主要面临两方面痛点和难点,一个是资金,一个是土地。在土地紧缺的现实情况下,建设具有重资产投资特点的保租房,如何解决资金来源并探索可持续融资模式是较大的考验。”朱大华表示,保租房具有显著的民生保障属性,其租金定价约为市场租金的六折,但建造成本与市场化出租、出售的商品房没有显著差异,这就导致保租房投资回收期较长,资金占用过多。

“当前,保租房的融资模式以传统债务融资为主,大量资本沉淀。但过于依赖债务融资将增加企业资产负债率,不利于项目拓展和风险控制,难以扩大保障性住房供给规模。”深圳市人才安居集团有限公司党委书记、董事长赵宏伟说,REITs的核心在于为投资主体提供资产盘活渠道,降低资产负债,快速回笼资金,形成“投资建设住房—REITs盘活资产—回收资金再投资”的良性发展格局。

“解决一时的资金需求只是解决了保租房建设的一个难题,行业可持续发展还需要靠科



俯瞰深圳人才安居集团建设的保障性租赁住房项目安居鸣鹿苑。(资料图片)

学发展机制和可持续模式。”朱大华说,可持续发展需要重点考虑现金流和收益率。保租房每年折旧会占资产价值的2%,如果按照最宽年限50年租期来算,折旧也是一大笔成本。再加上长期维持成本,从财务角度来算是负收益,企业难以维持发展。而REITs考虑的是净现金流,收来的租金减掉必要支出,租金收益率基本维持在3%至4%之间。

提质增量探索更多可能

保租房REITs在我国发展时间短,缺乏市场交易经验,调整机制等均处于摸索阶段。

在短短几个月内推动保租房REITs试点落地,深圳通过全市一盘棋合力攻关。借助深圳市综合改革试点授权清单的契机,深圳持续沟通推动保障性租赁住房纳入REITs范围,并在国家发展改革委指导下坚持上下联动,多方合力,部门协同,特事特办,从而加快试点工作推进进程。

“上下联动、部门联手在项目推进中发挥了重要作用。”朱大华说,保租房REITs试点是一项复杂的系统工程,底层资产的合规性、经济性论证十分严格,在申报、审批、发行等环节均面临大量沟通协调工作。国家发改委、证监会、深交所等部门均提前介入项目预审,指导完善方案设计等相关内容。

深交所相关负责人表示,在培育深耕市场服务上,深交所第一时间对接支持保障性租赁住房企业,摸排了解REITs发行需求和痛点难点问题。在政策端优化机制设计,对上市审核和持续监管事项进行细化安排;针对行业有关问题,与政府部门、企业、市场机构等共同研究论证,推动形成解决方案。在审核端着力提升准入质量,推动租金收入稳定、运营水平较高、社会效益良好的项目参与试点。

保租房REITs作为事关服务保障的金融产品,在保障可持续收益的同时更需要严格的风险管控。“红土创新深圳安居REIT试点运行的架构设计中,特别实行多维度风险管控,基金管理人、计划管理人、基金托管人、外部管理机构等参与主体各司其职,对产品实行严格的规范化管理,防范潜在风险。”朱大华说,具体而言,在建立风控机制防范履约风险的同时,还有基础设施项目经营风险、关联交易及利益冲突风险、利益输送和内部人控制风险等基础

设施项目运营过程中的风险。严格监督基金资金账户、运营收支账户等重要资金账户及资金流向,确保符合法律法规规定和基金合同约定;还为项目购买财产保险和公众责任保险。

深交所相关负责人表示,深交所将持续推动完善审核流程、项目材料申报、信息披露等配套规则文件,优化发行询价机制;不断夯实REITs业务法律法规基础,加强REITs法律基础框架研究。加强基础设施REITs信息披露日常监管,细化扩募新购入项目的操作流程和要求,支持基础设施REITs规范做优、持续做强。加大培育服务力度,持续加强对接服务,有针对性开展基础设施REITs交流培训活动,拓展优质项目储备。

“有了REITs的资本市场平台,可以进一步通过Pre-REITs基金吸引权益资金,打造REITs+产业链运作平台。”深圳市人才安居集团有限公司党委副书记、总经理唐绍杰说,建设初期通过银行中长期贷款形成固定资产,运营初期通过Pre-REITs和类REITs对不成熟的资产进行项目孵化和培育,项目成熟后通过REITs实现退出,回收的资金作为资本金投入新的保障性租赁住房项目,将实现保障性租赁住房“投融资管退”全生命周期循环。

目前,深圳人才安居集团正探索设立租赁住房引导基金,与大型险资、银行成立Pre-REITs基金,对租赁住房项目进行孵化和培育,成熟后装入安居公募REITs。通过Pre-REITs、公募REITs联动发展,进一步探索破解保障性租赁住房建设的痛点和难点。

深圳也正在积极打造保租房REITs+产业链,做强做大做优资产管理规模,为深圳乃至全国的保租房项目提供“投融资管退”的可持续发展通道,形成“谋划一批、储备一批、发行一批”的滚动实施机制,通过盘活存量、带动增量,为新市民、青年人提供更大规模“高品质、可支付、有温度”的保租房。

“深圳高度重视基础设施REITs相关工作,目前深圳上报的盐田港仓储物流、招商蛇口产业园和协助上报的首创水务3个项目已顺利发行上市,深圳能源东部电厂项目也已获得证监会、深交所受理。”深圳市发展改革委党组书记、主任郭子平表示,未来,深圳市发展改革委将坚持“小步快走”,全力推动人才安居集团保障性租赁住房等基础设施REITs项目,进一步研究在“双碳”、文旅、新基建等领域推出新项目,不断扩大项目发行范围。



公募REITs作为“资产上市”的金融资产类别,在全球金融市场中扮演着重要角色。保障性租赁住房基础设施REITs作为公募REITs的重要组成部分,在境内发展起步晚、时间短,首单上市至今尚不足1年,目前尚处于试点探索阶段。这项涉及面广、受到广泛关注的创新试点要行稳致远,还需在立法保障、长期政策和市场机制等顶层设计方面审慎探索,进一步完善治理模式和治理体系,优化投资者群体结构,加强投资风险控制和投资者教育。

高站位的顶层设计和体系化的制度框架是保租房REITs试点稳步推进和长远健康发展的基石。当前,国家和地方制度建设日益加强,项目申报关键节点和路径逐步打通,各监管部门彼此配合推动试点开展日趋顺畅。不过,为了保证试点工作持续推进、市场容量持续扩大,顶层制度设计仍需进一步细化,主管部门间的协同政策更加明晰。REITs项目涉及部门多、事项庞杂,如何打通制度瓶颈、加快落实发行条件,需在借鉴国际成熟经验做法的同时根据国内实际情况积极推动探索。

有效且稳定的治理模式有助于提升项目效益,区分相关关系人的权权利,从而推动保租房REITs项目长期稳定发展。当前,保租房REITs试点一般采用专业持牌的基金管理公司等担任基金管理人的“公募基金+ABS(资产支持计划)”“双SPV(特殊目的载体)法律结构,采用以基金管理人作为权责核心,并辅以聘请财务顾问、外部管理机构的治理模式,在现有基金与证券法规体系下强调平衡性,压实了基金管理人责任,在一定程度上发挥了原始权益人的行业经验和资源优势。不过,多层嵌套的法律结构涉及多个主体、多个角色之间的博弈,或将带来权责不清、能力不匹配、激励难相容等治理难题,增加摩擦成本,还需进一步优化治理结构,提升运行效率。此外,REITs产品要求管理人既具备金融资产管理能力,又具备资产管理能力,“双能力”型人才的引进和培育至关重要。如何进一步完善管理人激励机制,优化大小股东之间的利益平衡,推进第三方独立人士监督机制等问题,仍需在接下来的项目试点中进一步探索。

要进一步优化投资者结构,加强教育市场投资者充分认知REITs产品投资风险,强化理性投资和价值投资理念,特别是重点关注、研究和分析REITs产品涉及的行业政策、行业周期影响、未来前景变化等。尽管REITs产品具有较强的抗风险能力,但也要意识到项目可能会存在经营风险,比如管理不善导致现金流下滑、不可抗力带来投资风险等。

创新 宣手记

保租房REITs迈向常态化发行

本报记者 李华林

证监会近日发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》,提出充分考虑保障性租赁住房的保障属性,鼓励更多保障性租赁住房REITs发行,首次申报发行REITs的保障性租赁住房项目,当期目标不动产评估净值原则上不低于8亿元,可扩募资产规模不低于首发规模的2倍。

“由于各地保障性租赁住房总体规模偏小,将首次发行时的当期目标不动产评估净值下调至8亿元,有助于推动更多保障性租赁住房项目符合发行要求。”中信证券首席经济学家明明表示,对于可扩募资产规模要求不低于首发规模的2倍,也能保证保障性租赁住房项目原始权益人的扩募能力,上市之后通过扩募的方式既能进一步扩大项目总规模,还有助于盘活存量资产,促进保障性租赁住房有效投资。

加快发展保障性租赁住房,促进解决好大城市住房突出问题,是党中央、国务院作出的一项重大决策部署。保障性租赁住房REITs,具有能够盘活存量资产、拓宽建设资金来源,助力房地产市场平稳健康发展的积极作用。2022年5月19日,

国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》,明确提出要推动基础设施REITs健康发展,并将保障性租赁住房纳入试点范围。5月27日,证监会与国家发展改革委联合印发《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》,正式启动试点工作。

保障性租赁住房REITs由此迎来快速发展阶段。2022年8月,华夏北京保障房REIT、红土深圳安居REIT、中金厦门安居REIT首批3只保障性租赁住房REITs试点项目成功上市。2022年12月,华夏基金华润有巢REIT发行上市。4只保障性租赁住房REITs底层资产均位于核心城市,运营效果良好,目前累计发行规模逾50亿元。

业内普遍看好保障性租赁住房REITs发展空间。明明表示,在“房住不炒”的大方向下,考虑到国内住房销售和租赁市场发展不平衡,以及一二线城市住房需求较高等因素,以保障性租赁住房为代表的租赁住房市场或将成为满足居民住房需求的发力点。而发行REITs能够丰富保租房投

建设的资金来源,有助于促进有效投资,同时保租房长期运营的目标,相对稳定的租金、较高的出租率等特征与REITs对于底层资产的要求匹配度较高,因此公募REITs或将成为推动长期租赁住房市场发展的重要方式之一。往后看,国家政策重点支持区域以及人口净流入大城市的优质保租房资产都有望通过REITs工具发行上市。

清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究员林颀认为,推动保障性租赁住房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,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经济和民生。比如,现有政策下,不管是发行环节还是底层资产运营环节,保障性租赁住房税收负担都存在下降空间,建议基于住房租赁发展实际情况,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。同时,试点阶段可适当放宽对保障性租赁住房这一类资产规模、运营年限的要求,因地制宜,兼收并蓄,发展好中国特色REITs模式。



图为深圳市福田区香安社区安居百泉阁运营服务中心工作现场。 邹羽涵摄