

How does American Financial System Support its House-Leasing Market

美国金融体系如何支持住房租赁市场

■ 董云云 蔡真

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,并在此之上分析其对中国的借鉴意义。

美国住房租赁市场的金融体系

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“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: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,比如对所投资租赁住房进行修缮或者达到精装修等,以达到提升租赁住房价值。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。

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,REITs为房地产开发商或者说租赁住房运营商提供了长期的融资机制。而住宅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。住房租赁REITs是一种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REIT行业。美国住宅REITs主要投向公寓市场,这为租户提供了高质量的住宅地产。

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上世纪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, Inc.)和EQR(Equity Residential)于1994年前后以REIT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

表1 美国REITs的税收政策

环节	纳税主体	税种	税基	征税条件
购置/处置 物业阶段	卖方	15%的代扣代缴税	交易价格	让境外个人、机构购买、交换、受与、赎回或让与，获得不动产方缴税
	买方 卖方	0.5%~1%的转让税	交易价格	取得不动产时，由买方/卖方支付，REITs无税收优惠
	卖方	15%~35%的累进企业所得税	出售利得	不动产转让环节，出售方对超过成本部分的收入正常纳税，若不动产持有超过10年，则有可能享受税收优惠（出售物业利得用于分红部分免税）
持有运营 物业阶段	运营公司 /REITs	100%惩罚性税收	违规金额	收益来源和分配比例未达到REITs成立要求中的75%或90%从事禁止性交易
		1%~3%的房产税	物业价值	各州税法对于税率规定有所不同，但对REITs都无税收优惠
		15%~35%的累进企业所得税	未分配利润	只有租金收入用于分红的部分免税
投资者 分红阶段	境内企业	35%的所得税	分红、利得	分红、利得股利分红收入、出售利得都需缴税
	境内个人	43.3%的所得税	分红收入	
		23.8%的所得税	出售利得	
	境外企业	30%的代扣代缴税	分红收入	
	境外个人	35%的代扣代缴税	出售利得	
10%的代扣代缴税		返还股本		

资料来源：兴业研究。

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。表1为美国REITs的税收政策。

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的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。

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，比如低于市场利率的债务基金。就租赁市场的服务对象而言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回复，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。●

(作者单位：中国社会科学院研究生院，
中国社会科学院金融研究所房地产金融中心，
国家金融与发展实验室)

责任编辑：杨大鲁
Artis_yeung@yahoo.com