

# REITs：解决中国房地产市场 调控困局的工具之一

◎孙明春

**摘要：**发展住房租赁市场有助于缓解我国房地产市场的供需缺口以及房价过快上涨的问题。推动房地产投资信托基金（REITs）发展，利用其股权融资模式为专业化、机构化住房租赁企业提供长期的资金来源，有助于住房租赁市场的健康发展。同时，REITs的推出还可以丰富国内资本市场的投资产品和资产类别，有助于合理引导预期，也为那些有实际购房需求及投资需求的社会群体提供了难得的投资与保值工具。

**关键词：**房地产投资信托基金 住房租赁 房地产调控

过去十多年来，房价过快上涨一直是困扰中国老百姓的主要问题之一，也是屡次宏观调控的重点领域。2018年7月31日，中共中央政治局召开会议，再次提出要“下决心解决好房地产市场问题……坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制”，反映了中央对这一问题的高度重视。

整体而言，这一轮房地产调控措施（如限贷、限购、提高按揭贷款利率等经济与行政性手段）对于抑制房价过快上涨起到了一定作用。然而，这些

---

作者孙明春系博海资本首席经济学家。

措施中，有些虽然在短期内有助于抑制房价过快上涨，但在中长期却很可能起到反作用。例如，过去十多年来屡次采用的提高按揭贷款首付款比例及利率的措施，虽然抑制了房地产市场的短期需求，却忽视了中国居民对住房的需求增长（包括城镇化造成的新增人口的需求和原有城镇居民的改善性需求）是个长期趋势这一事实。这类周期性的政策工具无法改变长期趋势，只是把不断增长的潜在需求推迟到未来，容易形成“堰塞湖”效应。再如，通过收紧对开发商的信贷与其他融资渠道来防止它们囤房囤地的措施，虽然有可能增加短期供应，却也限制了开发商增加中长期供应的能力。这些措施导致中国房地产市场的供需缺口长期得不到解决，反而越来越大，以至于每一轮调控之后房价都会出现报复性反弹。因此需要反思这些政策的有效性。

与之相比较，笔者认为，2017年12月中央经济工作会议提出的“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”、“发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展”的思路可能是缓解中国房地产市场供需缺口、抑制房价过快上涨的更有效的办法之一。

然而，要发展住房租赁市场（特别是长期租赁）、“支持专业化、机构化住房租赁企业发展”，需要巨额的融资。笔者认为，有关各方可积极推动房地产投资信托基金（REITs）的发展，利用其股权融资模式为专业化、机构化住房租赁企业提供长期的资金来源，支持住房租赁市场的健康发展。同时，REITs的推出还可以丰富国内资本市场的投资产品和资产类别，有助于合理引导预期，也为那些有实际购房需求及投资需求的社会群体提供了难得的投资与保值工具。

## 一、中国房地产市场的供需分析

过去二十多年来，虽然关于房价泡沫的观点一直不绝于耳，虽然旨在抑制房价过快上涨的宏观调控措施一轮轮推出，国家统计局官方公布的全国商品住宅销售均价还是从1998年6月的1992元/平方米上涨到2018年6月的8467

元/平方米，二十年间涨幅超过320%（见图1）。如果考虑到统计样本中不断加入价格相对较低的三四线城市和城郊区域的住房，这一涨幅应该是显著低估了单个住宅房价的实际涨幅。

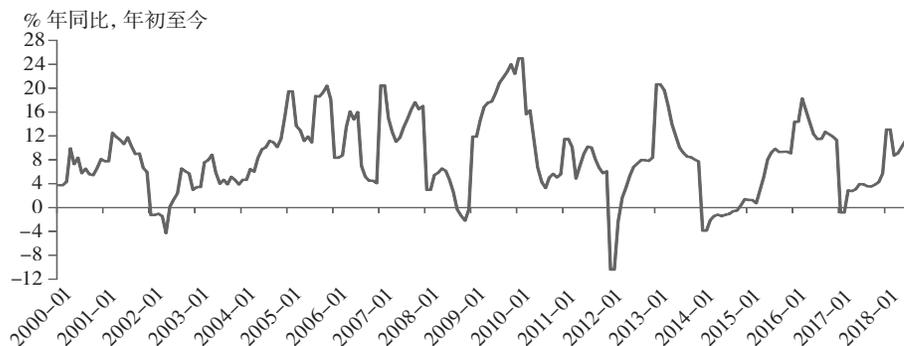


图1 全国商品房住宅销售均价变化率

资料来源：国家统计局、博海资本。

反思过去二十多年来房价上涨的历程，中国房地产市场的供需失衡应该是背后最主要的推手。

就需求而言，过去二十多年来住房需求的增加主要来源于两个部分：城镇化需求和改善性需求。如果把人均37平方米作为城镇居民人均住房需求的目标，1995—2017年间的23年里，因城镇化（约4.7亿新增城镇人口，见图2）

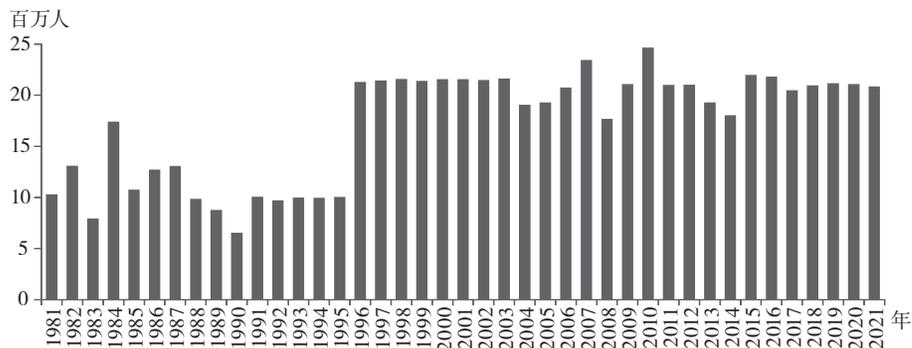


图2 中国城镇新增人口数量

资料来源：国家统计局、博海资本。

而产生的新增城镇住宅需求达174亿平方米；而原有城镇居民（约3.4亿人）的改善性需求（人均改善大约21平方米，见图3）约为71亿平方米。二者加总，全国城镇人口新增住宅总需求约为245亿平方米。

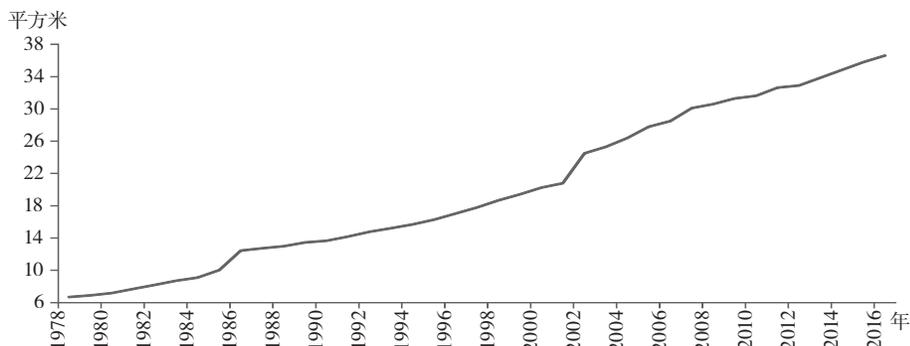


图3 中国城镇户籍人口人均住宅建筑面积

资料来源：国家统计局、博海资本。

但在供应一方，1995—2017年间，全国房地产竣工总面积仅为136亿平方米（见图4）。这意味着，过去23年，全国城镇居民住房供需缺口扩大了109亿平方米。考虑到旧城拆迁等存量住宅下降等因素，这个缺口可能更大。

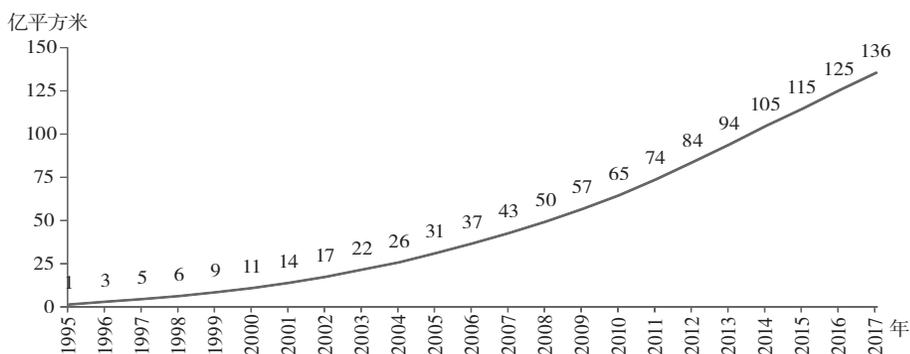


图4 1995—2017年城镇住宅房地产竣工面积累计额

资料来源：国家统计局、博海资本。

面对不断扩大的供需缺口，中国房地产价格在过去20年一路上扬也就不足为奇了。以往的房地产调控政策，往往是收紧对房地产企业的信贷及各类融资渠道，意图迫使开发商放弃“囤房囤地”，以增加市场的短期供应。然而，这些政策也在融资的源头上抑制了开发商买地、扩大投资、增加市场中长期供应的能力。因此，这类调控政策短期内可能有些成效，但长期而言对于舒缓供需缺口、抑制房价上涨却产生了适得其反的作用。

需求方面，由于中国城镇居民新增住宅需求源自城镇化、收入（及生活）水平提高这两个趋势性因素，这些需求是真实、有效和可预期的。鉴于我国城镇化进程刚刚过半（2017年末的城镇化率仅为59%），预计今后5-10年城镇人口仍会以每年2000万人左右的速度增加，因城镇化而产生的住房需求依然具有一定的可持续性。与此同时，如果中国经济今后10年仍能保持5%左右的实际增长率，城镇居民的可支配收入增长虽然会低于过去20多年高速增长轨迹（见图5），但也可以保持中速增长。因此，对住房的改善性需求也具可持续性。如果这些判断正确，加息、提高住房按揭贷款首付比率，甚至行政性限购等房地产调控措施虽然在短期内可以给房地产市场降温，却无法改变中长期城镇居民住房需求不断增长的趋势。因此，一旦“限购”等调控措施取消，那些短期内被压抑的房地产需求就会强势回归，迅速吞噬掉有限的市场供应，导致房价的“报复式上涨”。

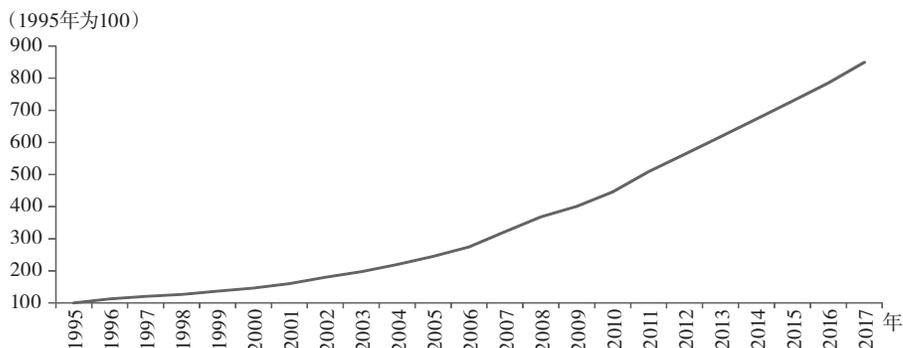


图5 1995—2017年中国家庭可支配收入指数

资料来源：国家统计局、博海资本。

除了城镇化和改善性需求这两大“真实性需求”之外，对房地产的“投资性需求”也是客观、真实和理性的。作为一个经历了40年高速成长的经济体，中国的名义GDP在过去20年增长了9倍，平均工资上涨了10倍，居民储蓄存款上涨了13倍，广义货币供应量（M2）增长了17倍。在收入和财富大幅度增长之后，中国居民的投资和理财需求也愈益庞大和多样化，单纯的银行存款已远远不能满足老百姓保值、增值的需要。房地产作为各类资产类别中的一项，特别适合中长期投资，在世界各国都受到投资者青睐。由于中国金融市场发展时间较短、深度有限，能够提供给投资者的兼具安全性和收益性的中长期金融产品非常有限，也在客观上迫使投资者不得不去做房地产实物投资。

当然，房地产市场里还有一类人，他们利用各类金融手段，通过炒买炒卖住房，达到短期内获利的目的。这不但增加了房地产市场的“投机性需求”，加剧了供需失衡，扰乱了市场秩序，也增加了有真实需求的购房者的成本和负担。这属于不合理需求，需要打击和抑制。

## 二、REITs有助于解决中国房地产市场调控的困局

房地产投资信托基金（REITs）发源于美国，至今已有五六十年的历史。到2016年末，全球有36个国家和地区已建立REITs市场，总规模约2万亿美元，其中美国市场占65%左右。虽然历史上REITs有抵押型和权益型两种不同的模式，但目前国际上流行的主要是公开上市的权益型REITs。本文所讨论的也主要是这种类型。

简单来说，投资者购买权益型REITs，类似于购买上市公司的股票。作为上市公司，REITs将发行股票融来的资金投资到住宅、办公室、商业地产、物流地产或工业用地，通过建设、翻修、管理、运营乃至出售这些地产业务，将所得利润的90%以上以分红的形式返还给股东。即便利润几乎尽数返还给股东，如果所持物业的价值不断上升，REITs的股价在中长期仍可能有不错的涨幅。因此，REITs的总回报来源于红利和股价上涨两个部分。根据彭博的数

据，从2000年到2017年6月间，全球REITs的总回报率超过500%（见图6），远远超过全球债券和全球股票的总回报率。因此，作为一个资产类别，REITs深受中长期投资者的青睐。

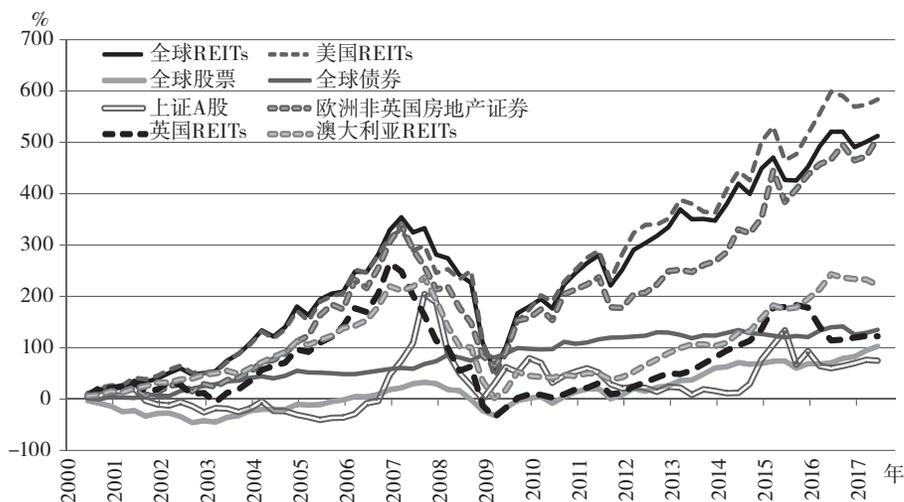


图6 2000—2017年全球REITs与各类资产的总回报率

注：2017年数据截至6月30日。

资料来源：彭博、博海资本。

由于权益型REITs是股权融资，它有助于降低房地产行业的杠杆率，而且不存在还款期限的问题，是一个超长期融资工具，非常契合目前中国开发商正在尝试的“只租不售”的新型商业模式。因此，要发展住房租赁市场（特别是长期租赁）、“支持专业化、机构化住房租赁企业发展”，REITs可以在提供融资方面大有作为。

另外，对于老百姓真实存在的“投资性需求”，REITs可以作为房地产实物投资的替代品，而且更具吸引力：（1）REITs投资于多个物业，可以分散风险；（2）REITs负责出租并管理物业，相当于为投资者提供了出租服务，减轻了投资者自身出租和管理物业的负担；（3）REITs出租物业更专业、更具连续性和规模效益，其长期投资回报一般而言会高于购买单一物业并出租的个人

投资者；(4) REITs可以随时买入卖出，其流动性大大好于实物地产；(5) 由于REITs专职负责出租并管理物业，其组合中的房屋空置率应该会低于个人购买的实物地产，因此会在一定程度上增加房屋租赁市场的供应，缓解市场的供需失衡。

由于REITs可以小份额购买，它可以允许那些有购房实际需求、但暂时不具备购房能力的居民通过购买REITs来部分地锁定自身已有的购买力，对冲房价进一步上涨的风险。由于过去二十多年来房价上涨幅度过大，远远超过人均收入增长的速度，很多低收入群体或年轻人为防止房价上涨过快而永远丧失购房能力，被迫通过各种手段来筹集按揭首付款，在不具备购房能力的情况下提前购房。这不但令购房者背上了沉重的月供包袱，也透支了房地产市场的未来需求，加剧了短期内市场的供需失衡。

对于这类购房者，REITs提供了一个灵活便捷的投资替代品，它相当于为计划购房者提供了一份“房价保值”的储蓄产品，待投资者积蓄了足够多的资金时就可以卖掉REITs来购买实物住房。这不但减轻了他们当期的生活负担，也减轻了房地产市场短期内面临的“透支性需求”，有助于缓解市场供需失衡。

虽然REITs具有以上优点和功能，但由于监管方面的问题，中国目前尚无公开上市的权益型REITs，只有个别金融机构（如信托公司、私募股权投资基金等）推出的类REITs产品，其规模很小，流动性也很差。为促进房地产租赁（尤其是长期租赁）行业的健康发展，有关方面（如中国证监会）应考虑积极推动REITs尽快在国内证券市场发行并挂牌交易，它既可以丰富国内资本市场、为投资者提供更高质量的投资品类，也为中国房地产市场（尤其是租赁市场）的长期健康发展作出贡献。鉴于中国房地产市场的融资体量大，而国内投资者（包括个人和机构投资者）对中长期生息资产的投资和配置需求也同样巨大，相信REITs在中国的市场发展潜力巨大，可以预见在不远的未来可成长为一个数万亿元，甚至数十万亿元人民币投资规模的资产类别。

如果在中国发行REITs产品所存在监管与法规方面的障碍暂时难以消

除，也可以鼓励企业在中国香港市场发行 REITs 产品。目前，香港联交所已有十几只 REITs 产品挂牌交易，大部分都是专注于香港本地物业的 REITs，但也有像越秀地产这样的专注于内地物业的 REITs。有关方面可以加强与香港证监会及联交所的沟通和协调，推动在香港市场发行专注于内地物业的 REITs 产品。

## REITs: One of the Tools to Solve the Dilemma of China's Real Estate Market

SUN Ming-chun

(Bohai Capital)

**Abstract:** The development of the housing rental market would help to alleviate the shortage of supply and demand in China's real estate market and the rapid rise of housing prices. Promoting the development of Real Estate Investment Trusts (REITs) by using its equity financing mode to provide long-term funding sources for specialized and institutional housing rental enterprises will contribute to the healthy development of the housing rental market. Meanwhile, the introduction of REITs can also enrich investment products and asset classes in the domestic capital market, which helps to guide expectations, and provide a rare investment and hedging tool for those who have actual demand for housing and investment.

**Key words:** REITs, Tenancy, Real Estate Regulations