

研究报告

(2023 年第 2 期 总第 26 期)

2023 年 4 月 7 日

构建房地产金融新循环 助力宏观经济发展

不动产金融研究中心

周以升 郭翔宇 赵航

【摘要】 房地产行业在扩大内需方面扮演着至关重要的角色。当前房地产行业亟待转型。本文探讨如何构建房地产金融新循环，即构建从不动产私募投资基金（PERE）、类 REITs 到公募 REITs 的循环，并提出从五个方面完善房地产金融循环体系的政策建议。

2023 年 2 月，习近平总书记在《求是》杂志发表署名文章《当前经济工作的几个重大问题》。文章指出，要把恢复和扩大消费摆在优先位置，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2023 年“两会”期间发布的政府工作报告指出，加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。两份重磅报告强调了房地产行业在当前阶段对经济复苏的关键作用，体现了房地产市场的稳定对于宏观经济的稳步恢复至关重要，为房地产市场的复苏和发展注入强劲动力。

房地产业是中国国民经济的支柱产业，其涉及面广、链条长，对经济增长、就业、财税收入、居民财富和金融稳定具有重大影响。国务院原副总理刘鹤在达沃斯论坛发言中强调，与房地产相关的贷款占银行信贷的比重接近 40%，相关收入占地方综合财力的 50%，资产占城镇居民资产的 60%。2013 年以来，我国房地产消费支出占居民消费支出比重（居民人均居住消费支出/居民人均消费支出）基本稳定在 21%-24%，占最终消费支出比重（房地产消费支出/最终消费支出）则稳定在 15%-17%。除了直接对居住消费产生贡献，住房市场的表现还会直接影响到居民的非居住消费。多篇国内外论文从财富效应、挤出效应等

角度论述了房价变动对非居住消费产生的决定性影响。因此房地产行业在扩大内需方面也扮演着至关重要的角色。

2022 年以来，在疫情冲击、俄乌冲突等超预期因素影响下，我国经济发展面临的供给冲击、需求收缩、预期走弱三重压力持续加大，这种压力加剧导致房地产行业经历下行周期，行业萎缩进一步拖累了经济增长。在这种大环境下，受到短期国内外系统性负面冲击的影响，消费者信心不足，居住消费和非居住消费量大幅萎缩，居民存款大幅提高。因此，扩大内需已经成为经济恢复的关键，而房地产行业转型将是其重要抓手之一。充分发挥房地产带动和引领消费的作用，促进消费稳步恢复，对经济运行整体好转有重要意义。

一、房地产行业转型的必要性

房地产市场的正常化至关重要。在中央确定的“房住不炒”的主基调下，坚持租购并举的住房制度，建立实施房地产长效机制，是大势所趋。自 2020 年以来，房地产行业监管政策不断收紧，居民收入增速下行、人口老龄化加速以及商品房开发规模严重过剩等因素叠加，对房地产市场造成冲击。这些因素带来了资产端的深刻变化，引发了市场主体、经营模式和金融场景的转变。

（一）供给端

传统开发商企业采用“三高”（高负债、高杠杆、高周转）的开发销售模式。然而，随着中国城镇化率达到 65%且增速放缓，

二手房和存量住房交易占比上升，这种传统的“三高”开发商模式不再是可持续的选择。在下行周期中，高负债的发展模式一旦无法高速运转，就容易发生债务违约展期甚至项目停工的情况。随着增量时代进入存量更新时代，不动产行业需要从过去销售型为主的粗放增长模式，转向更为精细化的经营型的、产业型的、消费型的高质量发展模式。企业须提高存量管理规模和管理能力，以消化当前积累量巨大的中国不动产存量资产。根据国家统计局的数据，2022 年末，全国商品房待售面积 5.64 亿平方米。其中，商品住宅待售面积 2.69 亿平方米，办公楼待售面积 4073 万平方米，商业营业用房 1.26 亿平方米。同年，中国大宗物业投资总交易额累计 2200 亿元，住宅交易累计 11.67 万亿元。商业不动产与住宅存量接近，但交易量仅相当于住宅交易量的 1.8% 左右，亟待盘活。

（二）需求端

由于居民收入增速下行、失业率上升、购房意愿下降等因素的影响，防御型储蓄上升，积累了大量超额存款，而新增住房贷款同比持续少增。长期以来，房产占中国居民资产的很大部分，但在市场下行和预期不明朗的情况下，中国居民的消费和投资渠道不畅，许多居民选择提前偿还房贷或增加储蓄。在“房住不炒”的主基调下，短期目标是着力稳定房价，恢复居民信心；长期目标是建立全新的多元住房体系。然而，目前市场仍缺少高质量、完善的租赁住房管理运营体系和良好的居民资产配置的投资市场。在这种情况下，一方面，由于下行周期

财富效应的影响，有房家庭消费收缩；另一方面，由于挤出效应，居民为应对未来不确定性而进行的预防性储蓄上升，刚需或改善需求的家庭消费同样受到影响。在居民总消费趋于萎缩的情形下，存量盘活中压力最大的商业房地产行业缺乏需求支撑，难以建立新的生产、流通、消费的金融循环体系。

二、房地产金融循环体系的构建

房地产正常化的关键在于“关门开窗”，即“关门”房企过去大量发债的发展模式，“开窗”ABS、REITs 等新型融资渠道，抑制过去“三高”的金融模式，并构建一个新的，适应于持有、租赁和存量盘活的金融体系。通过重塑不动产市场和完善房地产的价值发现机制，可以在恢复和增加市场主体的信心，纾解困境项目，并有效盘活庞大的存量不动产。这有利于企业适应新阶段不动产行业的发展特征，同时也为我国高质量发展提供了有力的支撑。

这个新金融体系就是不动产私募投资基金（Private Equity Real Estate，简称 PERE）、类 REITs 到公募 REITs（Real Estate Investment Trusts，不动产投资信托）的循环。首先，这个循环从 PERE 的股权投资开始，通过纾困、投资新建项目或收购现有项目进行改造升级，从而实现价值创造。其次，利用类 REITs、商业房地产抵押贷款资产支持证券（Commercial Mortgage-backed Securities，简称 CMBS）的收益特性与持有型不动产相适配的特征，在运营发展阶段进行债权融资注入流

动性，扩大增长效率。最后，待项目成熟进入运营管理阶段，将其退出到公募 REITs 市场，由轻资产管理团队进行存量管理。这有助于实现公募 REITs 规模的快速扩张，同时为居民提供优异回报率的投资渠道。PERE 与公募 REITs 互相促进、共同发展的新格局，将构建完整的房地产金融大循环，为行业纾困、存量盘活以及稳健可持续的发展提供一个必不可少的动力。

随着行业建立新金融体系的同时，居民将建立全新的住房、投资、消费循环。在居民投资方面，新金融循环体系的发展提供了多样化的投资品种，弥补了先前投资品不足的问题。这些投资品包括各种类型的不动产私募投资基金、债券市场的资产证券化产品，以及公募 REITs 等，它们具有流动性高、派息稳定、收益率高等特点，可以替代过去粗放理财产品如信托等，有助于改善超额储蓄、提前还贷等情况。在居住消费方面，新金融循环让居民对市场保持信心和理性的预期。对于住房消费的刚性需求和改善性需求，有理性的价格区间和合理的增值预期。租房群体可以租到有品质保障的租赁住房，实现租购同权，同时也愿意将预防性储蓄用于投资和消费。在非居住消费方面，居民住有所居、财富有合理渠道增值的金融体系下，居民对收入的预期增强、不确定性的担忧减弱，从而助力消费释放。随着非居住消费需求的增加，消费型基础设施的运营绩效也将改善，进一步提升投资品的回报率，从而再次促进居民消费。这样就形成了不动产、金融、消费的循环闭环，为中国经济带来新的活力。

三、政策建议

2022 年 11 月，证监会宣布在股权融资方面调整优化五项措施，以支持房地产市场平稳健康发展，其中包括积极发挥私募股权投资基金作用。2023 年 2 月，证监会发布《证监会启动不动产私募投资基金试点支持不动产市场平稳健康》。同日，中国证券投资基金业协会发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，标志着我国不动产私募基金试点正式落地。至此，不动产私募投资基金、类 REITs 到公募 REITs 的房地产金融循环体系已经形成。

私募基金是行业纾困的第一个环节。只有私募 REITs 市场体量足够大时，更多资金才可以流入公募 REITs，促进新的金融循环的形成。不动产私募股权基金主要的盘活方向是租赁住房、商用物业等持续经营业态的资产。私募股权基金较公募基金通常发行门槛更低，运作灵活度更高，发行流程相对简单、更易操作，更加适配这些底层资产的特性。发挥私募基金多元化资产配置、专业投资运作的优势，通过运营为底层资产实现增资并实现退出，切实打通“募投管退”的良性循环，对构建房地产和相关领域的金融循环大有帮助。

房地产金融循环体系的不断完善，将进一步强化金融服务对实体经济发展的支持，助力行业转型的成功。发挥公募 REITs 的龙头地位和作用，发挥不动产私募投资基金产融结合的优势，可以在企业纾困、盘活存量和促进转型方面起到重要作用。但

实操中，房地产金融循环体系仍有不少堵点，建议从以下五个方面进行完善

（一）稳步推进商业不动产 REITs 落地

我国基础设施公募 REITs 仍处于试点阶段，自 2020 年 4 月基础设施 REITs 试点启动以来，截至 2023 年 2 月，共批准上市基础设施 REITs 产品 25 只，募集资金超过 800 亿元，回收资金带动投资的新项目总投资额超过 4200 亿元。与海外发达经济体的 REITs 市场规模相比，我国 REITs 市场规模仍有较大的发展空间，例如美国 REITs 市场总规模约 1.2 万亿美元，日本市场约 664.0 亿美元，新加坡市场约 727.6 亿美元。

2023 年 3 月 24 日，国家发展改革委发布《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（简称“236 号文”）。同日，证监会发布《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》（简称“《通知》”）。236 号文和《通知》将增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施领域纳入公募 REITs 试点范围，提出优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。这标志着商业不动产发行基础设施公募 REITs 取得突破性进展。

近年来，用户对购物中心和办公楼等商业不动产的需求发生了较大变化，其运营和存量资产管理业务面临着挑战和冲击。

作为产业发展基础设施的办公楼仍在试点范围之外，建议尽快将其纳入基础设施公募 REITs 扩容试点。投资人投资时，需要首先预判退出方式、时间、价格，其中的不确定性会影响投资决策，导致市场处于僵化状态。将商业不动产纳入公募 REITs 试点范围，明确商业不动产的退出方式和时间节点，进一步明确基础设施 REITs 的会计处理方式和税收征管细则，可以为投资人提供稳定的、可预期的公募市场的支持，有助于投资者决策，为房地产注入新的活力。

（二）尽快推进公募 REITs 立法，提高原始权益参与的积极性

我国公募 REITs 试点项目已经取得阶段性成果，但相关法律结构亟须进一步优化。完善公募 REITs 制度设置，为简化 REITs 产品结构提供法律支持，进一步降低产品管理成本。从法律的角度看，公募 REITs 的管理人是公募基金，但其并不是整个 REITs 重大的投资人，因此存在代理人问题。试点阶段，在现有法律下，“公募基金+资产支持证券（Asset-Backed Security，简称 ABS）”是实施障碍最小的选择，原始权益人作为第三方机构，对资产进行管理。但随着扩容、扩募的展开，应尽快着手公募 REITs 的立法工作，确立 REITs 的性质定位，构建适应 REITs 特点的发行、上市、交易、信息披露和投资者保护等制度规范。优化法律结构可以解决权责不清、管理能力不匹配以及激励不相容等问题。

（三）降低私募转公募的技术障碍，促进循环形成

随着公募 REITs 试点工作不断推进，应着力降低私募公募转换的技术障碍。

一是进一步优化基础设施 REITs 资金用途。目前，不动产私募投资基金通过公募 REITs 作为退出通道时，其所募资金受到严格监管。236 号文提出，基础设施 REITs 净回收资金中，不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目，不超过 10% 的净回收资金可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充发起人（原始权益人）流动资金，比此前监管规则有所放松。但实际操作中，保险等金融机构作为有限合伙人参与 Pre-REITs 基金时，面临着无法顺利完全退出的情况，这直接导致这些投资机构参与 Pre-REITs 投资的意愿不足，削弱了公募 REITs 拉动投资的倍数效应。

随着试点不断扩大、市场逐渐成熟、监管逐步完善，在保证投资人利益的前提下，建议进一步优化不动产私募股权基金在发行公募 REITs 后的资金用途监管，允许及时分配回收资金，增加不动产私募股权基金的参与动力，完善房地产金融循环。

二是递延支付私募转公募过程中的税收。公募 REITs 有其自身的税收问题，私募转公募过程中的税收问题也较为重要。比如，在私募基金有限合伙人的资金转为公募有限合伙人的资金时，私募有限合伙人如果转为公募份额，可递延所得税缴纳，可以间接降低交易成本，增加投资人的积极性。

（四）鼓励各类金融机构积极参与投资

鼓励包括养老金、保险基金、资产管理、银行资管、私人银行等机构投资者加大不动产私募投资基金、类 REITs 和公募 REITs 的投资力度，积极参与新的金融循环。参考发达国家经验，以保险公司、主权基金、养老金基金为代表的基金管理人通常有 20% 左右的投资涉及另类投资（基础设施建设或房地产投资），但国内却远远不及。不动产私募基金行业在海外已高度成熟，全球不动产私募基金以及基础设施私募基金管理规模分别超过 5 万亿美元（截至 2021 年底）和 1 万亿美元（截至 2022 年 3 月）。以美国市场为例，其不动产市场约 10 万亿美元，其中 REITs 有超过 1.2 万亿美元的市值，私募基金规模也超过 1.9 万亿美元。而我国规模远不及此，截至 2022 年底，中基协存续私募房地产基金规模约 4000 亿元，而不动产私募投资基金占比低于 50%。公募 REITs 总规模不到 900 亿元人民币。

鼓励多样化的专业投资人参与，解决不动产私募投资基金的资金来源问题，可充分发挥其纾困、存量盘活和促进行业转型发展等方面的积极作用。

（五）加强市场宣传教育工作

各地政府和机构对公募 REITs 有很高的热情，对类 REITs 也都有所了解。然而，解决中国房地产市场的纾困、盘活和转型等多层次复杂的问题，仅仅靠 REITs 是不够的，需要一个完整的、多层次的不动产金融体系。特别是，在纾困和培育阶段需要发挥不动产私募投资基金的作用，与公募 REITs 相互衔接，方能充分发挥作用。

（作者：周以升为高和资本执行合伙人、清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心副主任，郭翔宇为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究总监、高级研究专员，赵航为清华大学五道口金融学院不动产金融研究中心研究专员。）

联系人： 韩梦楠

邮箱： hanmn@pbcfsf.tsinghua.edu.cn
