

保障房建设 LPFs 融资模式探讨

王 勇

(广西师范大学经济管理学院 广西桂林 541000)

【摘要】我国已有的房地产信托业务主要集中在商品住房领域,随着“新国八条”为代表的新一轮针对商住房的调控政策的实施,保障房数量可能将超过商住房,我国地产行业的信托情况将发生改变。保障房在未来很可能成为信托资金在房地产领域的重大机遇与盈利点,因此,探讨缺乏资金来源的保障房项目与缺乏投资渠道的市场资金的对接问题,对于运用商住房的 LPFs 融资模式具有深远的现实意义。

【关键词】保障房 房地产信托 LPFs 融资模式

保障性住房,是与商品住房相对应的一个概念。保障房是指政府为中低收入住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房,由廉租房、经济适用住房和政策性租赁住房构成。2011年“两会”提出的加快建设保障性安居工程,不仅对改善民生、促进社会和谐有着重要意义,而且对相关产业的发展有着一定的带动作用,并为扩大消费创造有利条件。根据2011年“两会”公布的计划,在“十二五”期间,2011~2012年每年建1000万套保障房,后三年再建1600万套保障房,使保障房的覆盖率从十一五期末的8%提高到20%。2011年拟投资1.3万亿元建设1000万套保障房,依此推算,五年总共3600万套房就需要4.7万亿元建设资金。可见,解决资金来源问题将是保障房建设工程的重点与难点。

契约型上市房地产基金(LPFS),是房地产信托投资(REITs)中的一种。LPFS是以契约型基金形式发展房地产投资信托的可在交易所上市的基金产品,由基金管理公司、LPFS基金持有人、托管机构组成,主要投资于可产生稳定租金收入的房地产,通过管理公司的专业管理实现基金单位的增值。REITs在我国商业地产和工业地产领域的应用比住宅市场更为广泛,原因在于前者回报率相对较高,投资于住宅市场的信托资金也主要集中在商业住宅,目前还设有房产信托投资基金投资于保障房。保障房作为政策导向的产品,有着巨大的发展空间,如果信托公司通过合法途径对保障房进行融资建设,这不仅可以解决保障房的资金来源问题,而且可以为信托公司在当下的宏观经济环境中提供一条新的出路。交易所上市的LPFS作为REITs采用的一种解决流动性的安排,与保障房相结合具有一定的现实意义。

一、我国发展保障房 LPFs 的必要性

1. 从保障房层面看。保障房作为一种商品,其经营活动过程也是一个资金运行过程,即“货币资金-生产资金-商品资金-货币资金”这样一个循环过程。保障房建设具备传统房地产业对资金需要的两个特点:

(1)需要资金量大。千万套保障房所需资金量极大,而且

在生产、流通、消费过程中也都需要资金维持。随着保障房大规模建设,在经营阶段和投入使用阶段都需要大量的资金,因此保证其资金需要量是一个不可忽视的问题。

(2)资金周转期长。保障房从土地出让、开发建设,到使用,一般需要几年时间,相比商住房,其回收资金速度比较慢。如果把保障房租赁给使用者(廉租房、政策性租赁住房),通过租金来回笼资金,则需要更长的时间。

2011年保障房建设需投入1.3万亿元,目前解决这个资金确定的途径有三个:一是各地政府土地出让金中划拨10%~20%;二是住房公积金贷款的10%;三是中央财政拨款。2010年土地出让金2.7万亿元按最高划拨额20%可解决5400亿元;2010年公积金划拨了493亿元,如按保障房同等增量70%计则2011年为838亿元;财政拨款约1300亿元。三者相加后,资金缺口至少还有5462亿元,占总资金需求近50%,其占比详见图1。

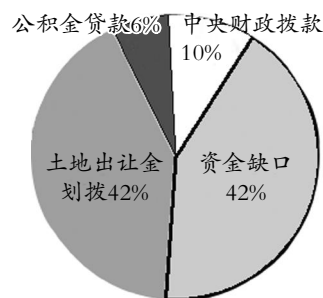


图1 2011年保障房建设资金来源及缺口情况

房地产行业需要资金量大,运转周期长的两个特点决定了房地产行业需要金融业的大力支持。保障房建设工程更是面临巨额的资金缺口,在市场上进行融资,吸引多方资本参与其中势在必行。LPFS作为一种重要的房地产信托形式,是金融信托业与房地产行业相互融合的产物,与保障房结合后,它可以为保障房的建设发展提供大量的资金,同时也可以使信托业自身在新的投资领域获得进一步的发展。

2. 从市场资金层面看。LPFs 是汇集众多个人和机构投资的基金,其经理都是理财专家,通过专家的专业管理实现增值,有效地实现资金需求和资金供给的对接,其专业化运作有利于投资效率的提高。房地产资本市场是整个资本市场的重要组成部分,加速保障房建设又是房地产行业的政策导向,保障房与 LPFs 结合不仅可以有效扩大投资基金的规模,而且可以为市场资金提供一种新的投资选择。

2005 年投资于内地房地产的越秀房产投资基金在香港上市,迈出了国内房产信托 REITs 重大的一步,但已有的 REITs 主要为商业地产和商业住宅提供融资服务,而为商住房融资业务随着房价的连年上涨,以及“新国八条”等调控措施的推行,面临的风险越来越高。国家力推的保障房建设则可能成为信托公司在房地产领域投资的新机遇。

REITs 通过证券化机制将房产权益细化,解决了地产投资缺乏流动性的问题,而 LPFs 的融资模式将流动性更好地体现出来。随着机构投资者在我国的迅速发展,客观上需要有多样化的投资渠道来分散组合投资的风险,实现资产的保值增值。保障房 LPFs 流动方便,能够使收益更加稳定(年均收益率预计 4%),与其他投资工具的期望收益相关性较弱,且获得相关政策支持,这些因素使得它作为一种创新的金融工具具有天然的优势,市场潜力巨大。

以保险资金投资为例,2010 年末保险资金可用余额 5.04 万亿元,源源不断的保费收入期望拓展新的投资途径。保险资金的特点是:寿险产品的负债日期平均为 15 年左右,市场上一般的资产配置日期约为 7~8 年,少有与保险产品日期相匹配且稳定的投资项目。而保障性住房作为政府长期保障的民生工程,具备长期性、稳定性等特点,符合保险资金资产负债配置的需要,也有助于降低保险资金对资本市场的依赖度,能够有效降低市场波动给保险资金带来的风险。另外,保险资金投资房地产受到诸多因素限制,原则上直接投资不动产不得超过上季末总资产的 10%,因此保障房 LPFs 可以成为保险资金进入房地产领域的工具。

二、我国发展保障房 LPFs 的可行性

随着市场经济逐步成熟,我国房地产行业已经具备了一定的规模与经验,相关领域也有一定的法规可循,虽然保障房是新生事物,但国内房产信托已经有一些经验可循,我国还可以借鉴国外成熟房地产信托市场的发展经验,可见在我国开展保障房 LPFs 已经具备了一定的基础和条件。

1. 宽松的政策环境支持。2010 年在清理各个地方融资平台过程中,政府保留了为支持保障性安居工程建设的地方融资平台,鼓励其继续运作和发展,预计 2011 年发行的 2 000 亿元地方债,也将优先用于保障性住房建设,住建部不久也会推出金融机构支持保障性安居工程政策,引入保障房 LPFs 信托基金符合当前政策走向,将获得多方支持。在这样的环境下,如设立社保基金,即信托公司与政府的合作运营的 LPFs 保障房信托投资基金,可以说这是政信合作的新突破,同时也是信托公司参与国家扶持产业里程碑式的新发展。

2. 信托投资机构、投资主体已基本形成。我国已基本形

成了完善的信托制度,按法规成立信托公司最低注册资金必须到 3 亿元人民币,并且注册资金中现金要达到一定比例。实际上信托投资公司的资金都远远超过这一最低额度,以雄厚的资金作后盾的信托投资公司适合介入资金密集型的保障房投资领域,这种投资将促成一种双赢。此外,社保基金、投资基金、保险基金三大投资机构允许进入资本市场,这些机构对具有长期收益、稳定保值增值的投资产品的需求是非常迫切的,而保障房 LPFs 信托基金正好符合这些机构投资者的要求。在国家为解决保障房资金缺口鼓励进行各种融资的背景下,一个充满希望和挑战的保障房 LPFs 信托市场空间已经打开,信托投资业已呈现担当保障房建设支柱的态势。

3. 借鉴成熟房地产投资信托市场的发展经验。目前 LPFs 在美国发展得最为成熟,规模也最大,对 LPFs 的理论研究也最领先。国外的发展经验可以为我国保障房 LPFs 提供多方借鉴,如美国房地产投资信托协会(NAREIT)规定,如果房地产投资信托每年将其 90%以上的应税收入分配给股东,那么将豁免公司所得税,这对我国发展保障房 LPFs 也有着一定的适用性,即对保障房 LPFs 提供税收优惠,以弥补保障房收益率较低的缺陷。对于国外的房产信托经验,我国可以取其精华去其糟粕,探寻最合适本土的保障房 LPFs 发展途径。

三、发展保障房 LPFs 的障碍

目前我国地产集合信托投资计划经过不断地推陈出新,获得了一定的发展,取得了一些经验。但是,与成熟市场的 REITs 模式相比,我国 REITs 需要与保障房相结合,并采取 LPFs 模式运营,还存在不少问题与障碍,概括起来,主要有以下三个方面的问题:

1. 缺乏真正意义上高流动性的房产投资信托。LPFs 是标准化可流通的金融产品,有分红和相关税收规定的投资产品,属于股权类的投资产品。而我国推出的房产信托计划大都是非标准的集合投资信托计划,是固定收益类产品,有到期日和预期收益率,其本质上是债券类产品。LPFs 可以在公开市场上挂牌交易,而我国保障房 LPFs 最多在 OTC 市场提供转让服务,存在证券属性不明,规模不大,缺乏流动性等弊端,现有房地产信托产品亟须重新设计。

2. 法规不健全,政策支持力度有待加强。我国相关法规的不健全在设立保障房 LPFs 中,主要表现在两个方面:一是相关法规界定模糊,我国金融监管当局将信托投资公司的资金信托业务定位于私募性质,因此受到募集对象数量 200 人以下的规模限制;二是对机构资金等进入 LPFs 有着诸多限制,很多闲置资金因为法规限制,不能进入急需资金的保障房产业。另外,政府在税收、地价、信贷等方面给予保障房的优惠措施力度也不够。

3. 保障房建设投资收益率较低。利润问题是影响保障房 LPFs 设立的最核心的问题,只有具备了符合市场预期的利润,保障房 LPFs 的设立才可能获得资金的青睐。按照目前数据估算,我国保障房的年收益大概为 4%,而目前 5 年期存款利率已达到 5%,尽管保障房 LPFs 具备稳定性、安全性的特点,但偏低的投资回报率会弱化其对市场资金的吸引力。

四、发展保障房 LPFs 的建议

1. 构建合适的保障房 LPFs 融资模式。我国运用 LPFs 模式建设保障房可以选择政府主导,市场化运作的模式。具体思路是:政府划定土地,招标建设保障房,专业机构以 LPFs 的模式运作。

第一步:政府划定地块,以公开招标的方式,按一定的回报率委托开发商建设符合要求的保障房。

第二步:保障房竣工通过验收后,指定 SPC(属于 REITs 中的特殊目的信托公司)管理建成的保障房。

第三步:SPC 以受让的房产在证券市场公开募集资金,成立 LPFs,按招标价格支付开发商建设费用,溢价部分作为政府土地出让收入上缴财政。

第四步:SPC 委托专业物业管理公司对保障房进行管理,收取廉租房、政策性租赁房的租金和经适房的出售收入,作为信托权益的利息收入,按时支付给相关投资者。

具体 LPFs 的设计如图 2 所示:

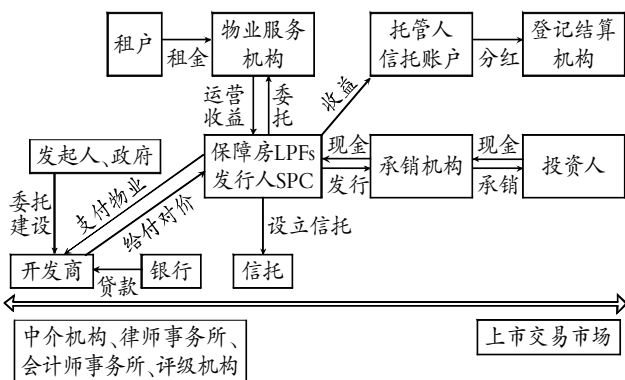


图 2 保障房的 LPFs 融资模型

在该保障房 LPFs 模式中,政府是关键,只需提供土地,不再有其他投入,就可以大规模建设保障房,虽然失去了卖地收入,但保障房建成后可以获得合理的溢价部分,并解决民生问题。开发商只负责开发环节,通过竞标取得开发权,按约定收取回报,也避开了当前资金流动性缺乏、贷款难度高、商业房处于风险高危及不利因素。SPC 作为专业信托机构设立保障房 LPFs 募集资金,依靠经营保障房获取收益回报投资者,不仅还原了房产最本质的居住功能,也回归了资产定价本质。这种保障房 LPFs 模式对于参与者来说都有一定好处,形成了一种共赢的局面。

2. 为保障房 LPFs 创造良好法律环境与政策环境。良好的法律环境与政策环境是保障房 LPFs 顺利设立并正常运营的保证,我国目前相关法规尚不健全,主要可以从以下几个方面加大对保障房的支持力度。

首先,我国应在完善当前《公司法》、《信托法》的基础上出台有关 REITs/LPFs 的法律法规,破除原先将房地产信托划归于私募而受到募集对象数量 200 人以下的规模限制,这是做大做强保障房 LPFs 的前提。其次,通过立法确定保障房 LPFs 的监管部门,界定该部门在 LPFs 运作中的职责,维护 LPFs 安全,以规范的运作降低 LPFs 风险,并对 LPFs 的分红派

息比例做出明确规定,以保障投资者可以获得持续稳定的回报。最后,还应通过放松管制,引导多方资金支持保障房 LPFs,比如探索信保合作,将社保资金引入保障房信托,可以极大地解决保障房工程资金短缺问题。也可以通过制定相关法规,使闲置的住房公积金投资 LPFs 合法化,这一部分可使用资金的总量从理论上说可以达到几千亿元之巨,因此将其引导进入 LPFs 后,在弥补保障房资金短缺的同时也可以实现公积金资本增值。

3. 提高保障房 LPFs 收益,增强吸引力。经济效益评价应密切关注财务内部收益率、租金回报率、贷款比率、贷款偿还期等收益偿债指标,不同区域设立的信托公司,不同的物业投资类型,应该有不同的规模。保障房 LPFs 的设立首先应确定合适规模,适度规模会产生规模效益,每个 LPFs 应当根据自身所持有的资产类型,所在地域的特点等,寻找自身的最优规模,在实现规模经济的同时,防范信息流动代价和管理成本的大幅上升。

目前,估算在正常情况下保障房投资收益率约为 4%,以保险资金的收益率预期 5 年以上整存整取定期存款利率 5% 为参照标准,保障房 LPFs 收益率偏低。偏低的收益率使得保障房 LPFs 对市场资金的吸引力减弱,以致保障房 LPFs 设立后很难募集到足够规模的资金,因此,通过一定财政支持弥补保障房公益性特征引起的 LPFs 低收益是必要的。以保障房所取得的租金收入为例,按照我国现行税法,这部分租金收入需要交纳营业税、印花税、房产税等流转税,这一部分税收应该减免或者豁免。按照美国 REITs 惯例,如果对投资者分配利润超过 90%,则可以完全豁免一部分税,我国也可以制定类似法规,对分红比例超过一定百分比的 LPFs 基金给予减税免税待遇,这样一来可以保障投资者的收益,二来可以通过降低保障房 LPFs 运营成本,提高收益率。

允许保障房 LPFs 在控制风险的情况下进行杠杆操作以提高收益率,对拟投资项目进行盈亏平衡分析、敏感性分析及风险分析等不确定性分析来确定项目风险的大小、风险出现的可能性以及风险规避措施。在控制风险的情况下,LPFs 通过杠杆操作可一定程度地提高收益率。若 LPFs 在市场活动中自有资金比例允许为 50%,那么即便是以 4% 左右的利润率计算,两倍的杠杆效应意味着保障房 LPFs 的资金收益将扩大至 8%,这种杠杆操作在控制风险的情况下是可行的。

主要参考文献

- 张育军.深圳证券交易所综合研究所研究报告 2003.北京:中国金融出版社,2004
- 阮连法,苏小乐.我国房地产投融资体制发展的新动向.技术与经济与管理研究,2004;1
- 杨绍萍.运用 REITs 模式发展我国公共租赁住房的路径研究.中国金融,2010;17
- 李宇中.浅谈利用 REITs 发展公租房建设——促进我国保障性住房体系进一步完善.现代商业,2010;11
- 蔡建秀.我国 REITs 发展面临的风险及防范.上海房地,2010;1