

B. 14

保障性安居工程行业 PPP 应用研究

徐保满*

摘要: 随着城市化进程的加快,我国的住房保障制度不断完善,为解决中低收入人群住房困难发挥了作用。由于保障性安居工程具有需求群体庞大、建设任务艰巨、占用资金期长的特点,资金问题已成为影响保障性安居工程推进的突出问题。本报告对我国保障性安居工程存在的融资瓶颈进行了分析,在此基础上提出了在保障性安居工程中引入 PPP 融资模式的现实意义及操作的可行性,以此来拓展保障性安居工程的融资渠道。本报告在提出将 PPP 融资模式引入保障性安居工程的基础上,提出了把 REITs 融资模式嵌入保障性安居工程的设想,并指出在现有的融资环境下需要重视和克服的难点,为创新保障性安居工程的融资组合提出新思路。

关键词: 保障性住房 安居工程 PPP 模式 房地产信托投资基金

自改革开放以来,我国政府始终在为推进保障性安居工程、建立健全城镇住房保障体系而努力,不断出台相关政策,并在实施中不断加大支持力度。保障性安居工程在实施中具有政策性强、项目获取利润空间较小、资金占用期较长的特点,现有的筹资渠道狭窄单一,难以满足城镇化进程中中低

* 徐保满,博士,天津市房地产业协会副会长,南开大学房地产与金融研究中心主任、教授,研究方向为房地产金融、金融信托与租赁、PPP。



收入者对房屋的刚性需求，为此有必要就保障性安居工程建设的融资瓶颈进行研究。

一 保障性安居工程的实施状态

（一）保障性安居工程的含义和类别

保障性住房是指政府为解决中低收入家庭的住房困难而提供的具有特定的供应对象、建设标准及房屋出租出售标准的居民住房。近年来，我国政府不断完善保障性住房制度，并将各地区现存的棚户区改造、危房改造以及特定的旧城区改造项目都纳入保障性住房的项目范围，有效地缓解了我国大中城市居民住房紧张的状况。

安居工程是指由政府牵头并组织建设，以成本价或相对较低的价格向城市的中低收入者、住房困难户提供的住房，以及对具有保障性的住房进行改造的工程。

国家目前实施的保障性安居工程包括三大类：保障性住房建设；棚户区改造；农村危房改造。

保障性住房建设的具体内容包括廉租住房、经济适用住房、公共租赁住房、限价商品住房，棚户区改造包括城镇棚户区、国有工矿棚户区、林区棚户区、垦区棚户区和煤矿棚户区的改造，农村危房改造即在农村实施的危房改造。

（二）保障性安居工程的实施状况

1. 财政资金支持力度加大

近年来，国家发改委、财政部为进一步改善城镇居民的住房条件，逐年加大资金支持力度。2018 年由国家财政为全国保障性安居工程支出 7372 亿元，支持棚户区改造开工 626 万套，完成 30 万套公租房配套基础设施建设，农村危房改造的受益户为 190 万户。



2019 年城镇棚户区改造套数达到 285 万套，中央财政发放租金补贴 1304511 户，分配金额为 6998200 万元。

2021 年中央第一批预算内投资中，支持城镇老旧小区改造资金为 1949800 万元，支持棚户区改造资金为 1019500 万元。

2021 年中央第二批预算内投资中，支持城镇老旧小区改造和棚户区改造及配套基础设施建设资金为 4223300 万元。

2. 人均居住面积逐年增加

2018 年 10 月 8 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，为进一步改善住房困难群众的居住条件，部署推进棚户区改造。2019 年，财政部根据国家决策部署，协同相关部门进一步加强保障性安居工程资金筹集和管理，规范棚改项目融资，积极推进保障性安居工程建设，使我国城镇居民的人均住房面积逐年增加：2018 年，我国城镇居民的人均住房面积为 39m^2 ，2019 年为 39.8m^2 ，2020 年为 40m^2 。

3. 增加公共租赁住房的供给

随着保障性安居工程实施规模的增大，城市低收入家庭的住房条件有了很大的改进。鉴于一些地区存在住房保障政策覆盖范围较小、商品住房价格较高、可供出租的小户型住房供应不足等问题，住房和城乡建设部等七部委出台了《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，在公共租赁住房建设用地保障方面提出具体措施，明确了公共租赁住房建设和运营资金投入的来源，为解决中等偏低收入住房困难的家庭、住房支付能力不足的新职工和外来务工人员住房困难，规定了地方政府对公共租赁住房价格的制定与管理责任。

4. 专项资金管理更加规范

为了规范中央财政城镇保障性安居工程专项资金的使用，提高资金使用效益，2019 年财政部下达《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》（财综〔2019〕31 号），明确规定了对城镇保障性安居工程的专项资金由财政部及住房和城乡建设部按职责分工管理的具体内容，对公租房保障和城市棚户区改造资金、老旧小区改造资金的额度制定了计算范围和计算公式。这将更有利于对项目绩效考核行为的规范，有利于地方政府对这一专项



资金的使用与监管。

5. 保障性安居工程面临的融资问题

保障性安居工程的实施有效缓解了中低收入群体的住房问题，但是由于我国正处于城镇化快速发展期，城镇中低收入者的住房供给仍处于严重短缺阶段。

我国保障性安居工程的建设与运营是由政府主导的，融资来源结构表现为：中央财政支出、地方政府预算安排、土地出让净收益的 10%、住房公积金增值收益和其他资金来源（包括银行贷款、房地产开发商注资及发行债券）。住房和城乡建设部的数据显示，目前银行信贷仍然是我国保障性住房建设的重要资金来源。现有保障性安居工程项目的融资渠道单一，巨大的投资需求已成为亟须破解的问题。因此，当下亟须探讨创新的融资模式，为保障性安居工程拓展融资渠道。

二 保障性安居工程融资模式的创新思路

我国城镇化进程呈加快态势，城镇中低收入者的住房供给严重短缺，保障性住房的需求呈刚性增长，实施安居工程需要巨额的资金支持。从近年来各地推进保障性安居工程的情况来看，在政策既定的前提下，资金的短缺已成为实施保障性安居工程的瓶颈。

为完成大规模的保障性住房建设目标，政府需要吸引多元化的投资主体以拓展融资渠道、创新融资方式。根据保障性安居工程存在的融资问题及人们对近年来实施 PPP 模式经验的总结，本报告提出将 PPP 模式和 REITs 模式引入保障性安居工程的设想。

（一）引用 PPP 模式的思路

1. PPP 模式的含义

PPP 模式以提供公共物品或服务为目的，政府和社会资本发挥各自优势。政府以提供土地、资产及政策为主，社会资本以提供资金、技术、设备



为主。政府不以营利为目的，社会资本在 PPP 模式中获得稳定合理的投资收益。该模式具有利益共享、风险共担的项目运作优势。

2. 引入 PPP 模式的政策环境

2014 年 11 月国务院发布《关于创新重点领域投融资机制 鼓励社会投资的指导意见》，指出在公共服务、基础设施等领域，将积极推行 PPP 模式。

2014 年 11 月财政部发布《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》，对政府、社会资本参与 PPP 项目提出了规范性的指导意见。

《国务院关于进一步做好城镇棚户区改造及配套设施建设有关工作的意见》提出，“加快城镇棚户区改造，在城市基础设施建设运营中积极推广特许经营等各种政府与社会资本合作（PPP）模式”。

保障性安居工程属于政府向社会提供的公共产品及服务，根据国务院发布的《关于加强地方政府性债务管理的意见》及《关于创新重点领域投融资机制 鼓励社会投资的指导意见》等文件内容及精神，国家对在保障性安居工程中引入 PPP 模式给予了充分的肯定。

3. 安居工程与 PPP 结合的作用

（1）缓解财政资金压力

保障性安居工程属于基础性的民生工程，在建设、运营过程中都体现了政策性强、投入资金大、投资收益回报期较长、利润较低的特征，增加了政府的预算支出压力。

保障性安居工程采用 PPP 模式，有利于在引入社会资本与政府平等合作的基础上，明确双方的权利、义务，实现共担风险、共享收益。利用民间资本不仅能解决保障性安居工程建设资金不足的问题，而且拓展了融资渠道，有效缓解了财政资金压力。

（2）提高政府的社会治理能力

采用 PPP 模式后，在保障性安居工程运营的全过程中，社会资本可通过使用者付费与必要的可行性缺口补助的形式获得投资回报，政府则按双方签订的合同履行监督职责，负责保障性安居工程及相关服务价格的制定和质



量监督。这种社会资本与政府合作伙伴关系的形成，有利于提高政府的社会治理能力。

(3) 有效降低保障性安居工程的实施风险

政府和社会资本通过 PPP 模式形成新的资源组合，运用各自优势进行风险分担，社会资本可在政府的宏观调控下规避政策和社会风险，政府可利用企业规避资金、技术、管理等方面的风险，使项目风险降至最低。

(4) 提高保障性安居工程的运营管理效率

当 PPP 融资模式嵌入保障性安居工程后，政府和社会资本双方形成较长期的合作关系，将激励社会资本运用其丰富的项目管理经验控制建设成本，提高运营管理效率。

4. 引用 PPP 尚需完善的条件

(1) 概念界定清晰

保障性安居工程的运作状态涉及项目参与方的利益分配。因此，在采用 PPP 模式之前，必须对保障性安居工程的内涵做出清晰的界定，现有的概念内涵是在原保障房的概念上加以拓延，存在受益者计量范围的操作难度，以及法律约束控制的难度。

(2) 产权界定的法律依据清晰

保障性安居工程中的廉租房、公租房和政策性出租房，是政府专门为低收入住房困难户提供的，房屋资产具有明确的政府机构产权归属。对申请者的资格审查，应有清晰严格的法律依据，申请者通过审核后，在与当地房产管理部门签订的房屋租赁合同中，无权为自己要求房屋的所有权。至于以低于市场时价出售给中低收入群体的经济适用房、限价房等商品房，各地政府必须在采用 PPP 融资模式前就制定完备的有关政策受益者在使用、出租、转售等方面事项的法律条款。

(3) 政府充分发挥资源整合能力

保障性安居工程具有资金周转周期长、利润率低、政策性强的特点，采用 PPP 融资模式后，参与项目的主体增多，利益关系更加复杂，客观上要求项目所在地政府具备资源整合能力。



(4) 健全项目运营动态监管制度

保障性安居工程本身具有明显的政策性，采用 PPP 模式后，政策的叠加效应将加大融资力度，促使项目运营状态关涉的社会利益关系更多。项目公司的融资能力和金融信用度直接关系到项目的整体运行，因此政府部门应该严格按照法律法规的要求，对项目公司进行项目全生命周期的动态监管。通过动态监管，及时进行风险识别与评价，以提升保障性安居工程的融资效率。

(二) 将 REITs 模式嵌入保障性安居工程的思路

1. REITs 的含义

REITs 即不动产信托投资基金（Real Estate Investment Trusts）的英文简称。

REITs 以发行受益凭证的方式集合特定多数投资者的资金，通过专门机构进行房地产投资、开发、管理、抵押贷款等投资经营活动，将投资收益按比例分配给投资者。REITs 不仅为房地产业的发展拓展了融资渠道，同时也为投资者提供了一种收入稳定、风险较低的投资产品。

2. REITs 的特点

一是投资组合分散化。REITs 一般持有多个物业，也间接与多个租户签订租约，投资集中度低，因而风险低。

二是收入分配稳定。REITs 持有的物业一般具有稳定、长期的租约，投资者可以享受稳定的投资收益。稳定的现金流量使其非常适合采用房地产投资信托的方式融资。

三是投资起点低。通过投资 REITs，公众投资者可以间接投资于大型物业，享受高收益。

四是管理专业化。REITs 一般由专业投资管理公司和物业管理公司进行管理，可以有效降低投资风险，提高管理效率和投资收益。

3. 将 REITs 模式嵌入保障性安居工程的意义

(1) 有利于拓展保障性安居工程的融资渠道

鉴于 REITs 具有的运行特征，将 REITs 模式嵌入保障性安居工程，将有



利于解决保障性安居工程的资金短缺状况，拓展融资渠道，缓解地方政府的资金压力。

(2) 有利于规避房地产市场风险

将 REITs 模式嵌入保障性安居工程有法律约束和稳定现金流，有利于分散房地产投融资风险。

(3) 有利于提高市场效率

REITs 实现了房地产资产证券化，有利于提高房地产交易市场的流动性，提高市场效率。

(4) 有利于吸引民间资本

REITs 的形式与运作方式，可以使保障性安居工程的社会投资人降低融资成本，REITs 市场的准入和退出机制对民间资本投向保障性安居工程具有吸引力。

(5) 有利于改善公司治理结构

当采用了 PPP 融资模式的保障性安居工程又被嵌入 REITs 融资模式后，双重融资模式可共同发力，在拓宽了融资渠道的同时，增多的项目经营利益关联者会对项目运作给予密切的关注，从而对公司治理结构的改善起到积极的作用。

4. REITs 的运作

(1) REITs 运作的基本结构

REITs 运作的基本结构如图 1 所示。

(2) REITs 运作的参与者

REITs 运作的参与者包括以下几方。

- a. 基金单位持有人：公众、机构投资者、发起人；
- b. 受托人：信托机构；
- c. 贷款人：银行、其他信托机构；
- d. 资产管理人，负责管理 REITs 的投资组合；
- e. 物业管理人，负责物业的日常管理、物业的招租。

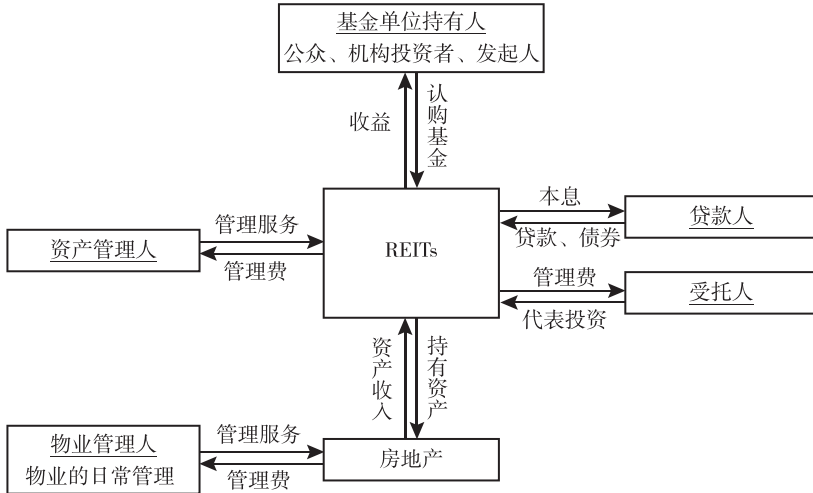


图 1 REITs 运作的基本结构

5. 将 REITs 模式嵌入保障性安居工程的步骤

甄选已采用 PPP 融资模式运作的保障性安居工程作为 REITs 运作的底层资产；由信托公司设立信托基金，在资本市场上向投资者发行，投资者向基金提供资金，并定期接受基金的派息；当基金建立后，委托信托公司代表投资者对基金进行管理并收取信托人费用；信托基金委托专业的资产管理公司对已经采用 PPP 模式的保障性安居工程中的房地产提供投资咨询等资产管理服务，并向资产管理公司支付资产管理费用；信托基金将募集来的资金投资于已确定为底层资产的保障性安居工程的房地产，定期收取房地产的租金，用来向投资者派息，并支付各项相关费用；信托基金委托专业的物业管理公司提供房地产出租、租金收取和维修等服务，并向物业公司支付管理费用。

6. 操作要点提示

在遴选资产时，既要考虑现金流稳定，又要考虑资产规模的问题，可以考虑将保障性安居工程的资产与租金收入较高且具有稳定现金流的房产进行组合设立 REITs。



应对备选资产价值做出评估，并对未来房屋的租金增长幅度及可能性做出预判，预判结果关系到政府对保障性安居工程的财政资金安排，同时关系到未来发行的 REITs 的定价。

7. REITs 的运作流程

REITs 的运作流程如图 2 所示。

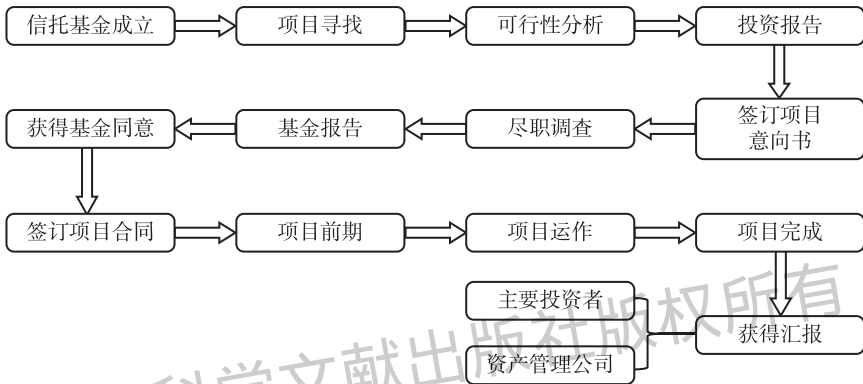


图 2 REITs 的运作流程

8. 将 REITs 模式嵌入保障性安居工程的障碍因素

当下，各地在探索拓展保障性安居工程融资渠道的过程中普遍感到，除了与之相关的技术准备不足外，主要障碍因素是税收政策和相关法律制度的缺失。为满足投资者对收益率的需求，需确定税收中性原则，提高财务效率。目前面临的问题是，关于以保障性安居工程为载体发行的 REITs 在税收环节的操作规范，需要在制度上做出进一步明确。在法律制度方面，还需补充与《证券法》相衔接的法律条款。