

# 金融模式



杜丽虹

## 保障房，还有一些“可怕”的模式

美国的“证券化模式”，还有英国的“先租后买”模式

住房矛盾激化，保障房亟待启动，但资金从何而来？现在的办法还是有些问题：中央政府下达部分资金，地方政府配套剩余资金。但地方政府的资金多来自土地出售，羊毛出在羊身上，最终，保障房的建设还要靠更高的商品房价格来支撑，这显然不是“保障”的初衷。可资借鉴的，是美国为改善中低收入家庭住房而推动的“证券化模式”。虽然次贷危机让其饱受置疑，但证券化本身并不可怕，只要资本拨备充足，它将是把财政资金与民间资本结合的最有效手段。

次贷危机让“两房”（即房地美FreddieMac和房利美FannieMae）成为众矢之的，美国以证券化模式推动中低收入家庭住房改善的政策也饱受置疑。

但实际上，证券化本身并不可怕，它甚至已发展成为现代金融的核心。只要资本拨备充足，证券化金融杠杆，将是把财政资金与民间资本结合的最有效手段。

如果说美国的问题是“两房”的过度杠杆化，那么，中国的问题则是财政支出的杠杆率严重不足。这集中体现在保障性住房的开发和运营中。

随着房价的高企，城市化成本快速攀升，住房矛盾激化，保障性住房的万亿投资亟待启动。

资金从何而来？中央政府下达部分资金，地方政府配套剩余资金。但“羊毛出在羊身上”，最终，保障性住房建设要求以更高的商品房价格来支撑，这显然不是“保

障”的初衷。

而不得已重启的地方融资平台，在给保障性住房建设添加了一个资金杠杆的同时，也提示着政府性债务融资工具的风险。

从国际经验来看，像中国如此庞大的保障性住房需求，以政府为投资主体的开发和运营模式，必然会出现供给不足和低效率的问题。

因此，保障性住房建设，需要运用更加创新的金融杠杆，包括证券化杠杆、免税债发行权杠杆、增信担保杠杆，以及贴息贷款等用以提升消费者购买力的杠杆。

政策性金融杠杆的核心，是以有限财政支出，引导更多民间资本投向政策鼓励的方向。相比于政府“大包大揽”下债务负担的增加，它更安全也更有效，起到“点石成金”的作用。



### “羊毛出在羊身上”，请看地方政府的商业模式

在《创富志》2010年4月号，专栏作家陶涛曾把地方政府假设为一个商业主体来介绍。自2003年以来，地方政府逐渐把商业模式由“引资收租型”转向为“土地运作型”，即将自己拥有的土地资源，以高价出售的方式作为财政收入的主要来源。2009年，土地出让金收入达到1.5万亿元的顶峰，约占地方财政收入的41%。



**土地财政，要靠抬高房价？** 2010年8月，华远集团总裁任志强(右图)在一次午餐会上指出，如果未来几个月房价下跌过快，政府可能会有新的救市动作，否则地方财政受不了。左图为2007年，新奥尔良，某廉租公寓。

## 房价跌，地方财政受不了，保障房资金更吃紧

从国际经验看，像中国如此庞大的保障房需求，以政府为投资主体的开发和运营模式，必然会出现供给不足和低效率。保障房建设要以有限的财政支出来引导更多民间资本参与。

### 成立基金，将税收返还优惠证券化出售

以美国的廉租公寓市场为例，1986年，美国政府税制改革中推出了一项旨在促进中低收入家庭住房改善的方案——“低收入住房税收返还优惠” *Low Income Housing Tax Credit*，简称LIHTC。

方案规定，任何公司或房地产投资基金REITS，投资于符合一定租金标准的廉租公寓，都将获得税收优惠（这类公寓，主要面向收入不到当地中等收入水平60%的家庭，其租金水平不能超过此类家庭收入的30%，并承诺在30年内遵守这一租金限制。但15年后有一次机会，可以把廉租公寓转变为市场化租金的公寓）。即在十年内，每年获得相当于建造成本4%或9%的税收返还。

其中，9%的税收返还，意味着十年将总计返还相当于建造成本90%的资金。以美国国债收益率（约5%）折现，相当于政府补贴建造成本的70%，因此又被称为“70%优惠计划”。

这无疑能够提高廉租房经营者的收益率。据美国财经杂志《巴隆氏》*Barron's*统计，享受这一税收返还优惠后，持有并经营廉租公寓，年化收益率可达到7.5—8%。

但对于开发企业来说，与廉租房经营的长期收益相

比，他们更迫切需要解决开发阶段的资金投入问题。

此外，由于低收入住房的税收优惠并不以现金形式返还，而只能抵税，结果随着开发规模的扩大，很多企业获得的税收返还额度，已超过了自身的纳税总额。

在此背景下，出现了一批金融机构，专门负责将该税收优惠证券化出售，以帮助开发企业筹集到足够的前期投入资金。

具体的做法是，由金融机构发起设立专门投资于“税收返还优惠项目”的有限合伙企业——“税收返还投资基金” *Tax Credit Equity Fund*。由发起机构充当一般合伙人GP，或称基金管理人，向那些盈利状况良好、税负较重的企业或个人（充当有限合伙人LP，通常是银行、保险公司等金融机构）募集资金。

然后以“有限合伙企业”为主体，收购或参股那些享受“低收入住房税收返还优惠”的廉租公寓项目，从而获取该项目每年的“税收返还额度”，并根据投资人在合伙企业中的份额，分配这一“税收返还额度”。

经过20多年的运作，“税收返还投资基金”日趋成熟。投资人要求的回报率，从最初的20%下降到7—8%的水平，略高于国债收益率。以此计算，一笔70%的返还优

## 保障房存量不足，建设迟缓。以后呢？

历史上，在建设高峰期，英国的保障房占住房存量曾一度接近70%，日本超过50%，中国香港地区超过45%，新加坡超过90%。相比之下，中国大陆目前这一占比仅为10%左右，保障房存量严重不足。据巴曙松在新京报上的评论文章，2009年，房地产住房开发投资2.56万亿元，而经济适用房投资仅为1139亿元，占比4.4%，较2000年下降12个百分点。近十年来，保障房建设发展迟缓。



**风险来自于失控** “两房”的托底使商业银行有了发放保障性住房贷款的动力，但两房私有化后，利益的驱动导致了过度杠杆化和风险失控。左一图为2008年，房利美总部，电视新闻采访。左二图为2004年，华盛顿特区，格林斯潘督促对两房进行法律规范。

**美国人设计了非常精巧的结构，撬动十倍资金**  
金融模式设计好了，政府可以轻松引导民间资本，参与政府想要办的事儿。这种叫做“税收返还投资基金”的模式，可撬动十倍资金，而且也可以用于任何形式的“税收优惠”。

惠将以九折价格转让给投资人，从而为开发商一次性筹措到相当于总建造成本60—65%的股权资金。

“税收返还投资基金”的另一个好处，是它兼具了“股权”和“债权”的性质。

对于开发企业来说，它提供的是“股权基金”；但对于基金投资人来说，这更像是一笔“债权投资”，因为只要项目能够顺利完成，并在此后的十年中保持盈亏平衡，投资人就可以获得固定额度的“税收返还”。也因此，该基金同时受到了开发企业和投资人的欢迎。

综上所述，对于“开发企业”来说，借助“税收返还投资基金”，可以获得相当于建造成本60—65%的股权资金，再加上30—40%的优先级抵押贷款，开发企业几乎不需要投入自有资金，就可以完成建设。

对于“投资人”来说，“税收返还投资基金”由于分散投资多个项目，从而降低了单一项目的投资风险。

对于“政府”，它同样帮了大忙。以2010年为例，每人每年2.1美元的联邦政府补贴，意味着联邦政府为这项计划新增6.5亿美元的财政支出。这6.5亿美元证券化后，将撬动45亿美元的股权投资（次贷危机前，“低收入住房税收返还优惠市场”的投资规模一度达到90亿美元）。加上抵押贷款融资，实际中可以撬动一个十倍的

开发支出。

除了“廉租公寓税收返还”的证券化，其实任何形式的“税收优惠”都可以被证券化转让，如棚户区改造、绿色建筑开发、新能源的应用等。“证券化杠杆”成为引导民间资本参与政府导向型投资的重要路径。

此外还有一种金融杠杆，叫“免税债额度”。主要是针对那些申请不到上述“9%税收返还优惠”的企业。

每年，由于每个州对于“9%税收返还优惠”都有一定的发放额度上限，那些申请不到的企业，还可以申请另外一项优惠：“4%的税收返还优惠，外加一个借助地方融资平台发行的‘免税债’的额度”。

由于“免税债”的利息收入是免地方所得税的，所以资金成本通常比市场利率低1—2%，从而为廉租公寓的开发运营企业提供了低成本长期资金。

而政府则通过1—2个百分点的税收让渡，吸引了更多民间资本的参与。

### 两房增信担保，筹措债权资金

税收优惠和证券化解决了股权资金的问题，而政策性银行的增信担保则带动了商业银行的贷款积极性，解决了开发企业的债权资金的问题。

**税收返还**（十年，共返还建造成本的九成。这个可以先卖掉！）



**租住橱窗** 右图为2002年，伦敦，一小伙子在百货公司提供的特别临时住所租住一星期，一路人正驻足观看。

## 英国的设计也很有趣

如果一个低收入家庭租了一套保障房，他可先付一半购房款，月租金就降低一半。

在美国，向廉租公寓项目提供抵押贷款或为低收入群体提供购房按揭贷款的商业银行，可以将其贷款转售给政策性抵押贷款银行“两房”，再由两房增信担保后证券化出售给金融投资人。

两房的托底，使商业银行有了发放保障性住房贷款的动力。于是，开发企业有了股权、债权这两个畅通的融资渠道。

但是，两房私有化后，利益的驱动导致了过度的杠杆化和风险的失控。

由于次贷危机前，巴塞尔协议对银行证券化业务的风险资本需求一直没有明确的规定，高信用等级的证券化产品可以实现零拨备（编辑注：银行拨备是指银行贷款损失准备和银行资产损失准备，银行拨备对提高银行消化不良资产的能力具有关键性作用）。

结果，两房对证券化贷款的拨备覆盖不到1%，杠杆率高达数十倍，在次贷危机中变得异常脆弱。

另一方面，利益驱动下的两房既没有做好充分的资本拨备，也没有对商业银行的贷款风险进行把关，而是一味大肆收购、增信、再转让，结果纵容了商业银行的道德风险，导致了次贷危机的爆发。

其实，政策性银行通过对保障性住房贷款的增信担

保，来提高商业银行的贷款积极性，这本身是政策性金融杠杆发挥作用的重要通路，只是私有化的两房将政策性金融杠杆使用过度了。

如果对表外风险做出足额拨备，即使以商业银行一般贷款8%的风险资本需求测算，12.5倍的金融杠杆也足以提高政策性金融的效率。

## 低收入人群购房，也能用杠杆撬动！

英国在经历了上世纪50—60年代的大规模公房兴建后，到60年代末，保障性住房已占到市场住房总量的70%。此后，政府开始鼓励私人开发。到70年代末，保障性住房的占比下降到50%左右，住房供求基本平衡。

此后，政府从补贴开发商以鼓励兴建保障性住房逐步转向直接补贴消费者以提高购买力，并开始推动保障性住房的私有化。

为此，英国政府出台了一系列鼓励将廉租房转化为经济适用房的政策。例如，只要租户租住保障性住房满三年，地方政府就不得拒绝租户的购买需求，租户在购买时可享受30—70%的价格折扣。

此外，考虑到低收入群体的支付能力有限，英国政府大力推出各种“共有产权房屋计划”。

比如，一套价值10万英镑的保障性住房，月租金1000英镑。租户可以先支付2.5万英镑，获得25%的产权，每月租金降为750英镑。过一段时间，租户可再支付2.5万英镑，使租金降至500英镑。

同时，政府还为购买保障性住房的租户，提供地方房产税的减免和贷款利息税的减免。

公租房的承租人，还可以设立一个具有储蓄性质的资产帐户。当一个低收入者成为公租房的承租人后，就获得该住房1%的所有权。

随着居住时间的延长，得到的股权会相应增加。而随着房屋的升值，这些股权也会相应升值。

一段时间后，承租人可以自己出资购买更多的公共住房股权，或用这些股权作为抵押去贷款买房，也可以用现有住房股权去换购其他公共住房的股权。

在上述政策的推动下，80年代以来，英国保障性住房的市场占比已逐步下降到20%。目前，英国约有70%的家庭拥有自有产权住房；30%的家庭租赁住房，其中20%从当地政府租赁公有住房，10%的家庭租赁私人住房。

与前几种政策性金融杠杆不同，贴息贷款和资产帐户的直接受益人是消费者，而非开发企业或商业银行。这使它成为政策鼓励低收入人群购房的有效途径。■

作者为贝塔策略工作室合伙人、同威创投研究员

**本刊专栏作家陶涛点评：**地方政府出钱出地、中央出配套资金建设保障房，一方面会导致地方政府博弈中央政府，以争取更多的中央配套资金，很可能出现首批保障房花中央的钱完成政绩工程，后期住房遥遥无期的现象；另一方面，如本文所说，地方政府可能从其它地产中攫取更好的税收，加剧地产价格上升。

中国房地产行业的税收不透明已经是众所周知信息，政府出台税收优惠政策不会提升房地产开发商或经济适用房的收益，很可能起不到刺激作用。但是，建设有品质有尊严的廉租公寓，将廉租公寓的租金及相关房产实施证券化，倒是可能成为新的地方政府融资工具，能够加速廉租公寓的建设，这比通过容易引发黑箱操作的所谓“保障房”、“经济适用房”来说更加能够解决低收入家庭的住房问题。

现在房价相当于30—50年房租，房价高与居民对于未来养老预期、通胀预期、投资渠道匮乏等不无关系，更与地方政府逐利本性相关，标本兼治才是重点。