

北京大学光华管理学院副院长张峰：

金融支持租赁住房关键是提高权益资金比重

促进城镇化率进一步提升

中国证券报：《“十四五”公共服务规划》提出，人口净流入的大城市要大力发展保障性租赁住房。加快发展保障性租赁住房有何深意？

张峰：加快发展保障性租赁住房，至少具有以下三点重要意义：一是发展保障性租赁住房是解决大城市新市民、青年人等住房困难问题的有效途径。我国租赁住房市场发展滞后，住房租赁人口占比约为11%，远低于发达国家30%水平。大城市房价高，收入不高的新市民和青年人，在短期买不起房，也租不好房。例如，抽样调查表明，2019年1.35亿进城农民工中，购买住房比例为19.5%，进城10年以上的5200多万农民工中，购买商品房的占比为25.1%，享受共有产权住房和经济适用房的占比为16.7%，居住在政府提供的公租房的占比仅为1.2%。

二是实现与社会主义现代化相匹配的产业结构需要大力发展租赁住房，特别是保障性租赁住房。2035年实现社会主义现代化的中国，需要实现就业结构和产业结构的匹配。根据北大光华思想力课题组的估测，未来十五年，超过20%的就业人口，即1.5亿人口，需要重新配置到第二产业或服务业。在产业结构变迁和人口流动的情况下，农业转移人口城市化将带来大量的住房需求，尤其是住房租赁的需求。大力发展住房租赁市场，增加租赁住房有效供给，才能有效解决新市民的居住问题，形成人口增长、产业发展相互促进。

三是城镇化率的进一步提升需要租赁住房市场作为坚定支撑。北大光华思想力课题组预计2035年中国人口城镇化率将达到75%至80%（目前城镇化率在60%左右）。保障性租赁住房可以解决新市民和青年人住房需求，激发他们积极融入当地生活的意愿，为城市提供持续的生产力，是城市活力的源泉。另外，如果解决了城市人口工作地和居住地相一致的问题，就能更好地释放消费的潜力，促进消费尤其是服务消费。

中国证券报：在助力稳增长方面，2022年保障性租赁住房建设能拉动多大投资？“十四五”期间的投资规模有多大？

张峰：日前，住房和城乡建设部相关负责人表示，40个重点城市2021年筹集93.6万套（间），预计可帮助200多万新市民、青年人等缓解住房困难。“十四五”期间，40个重点城市初步计划新增650万套（间）。

根据地方政府公开信息的不完全统计，“十四五”期间核心城市的保障性租赁住房计划新增套数为：上海47万套、北京40万套、深圳40万套、广州60万套、杭州33万套、成都25万套、南京12.5万套、宁波21.3万套、武汉25万套、西安30万套。如果每套的建设成本（建安成本+土地成本）按平均40万元至50万元来测算，那么，“十四五”期间的总体投资规模预计在2.6万亿元至3.2万亿元之间，平均每年的投资规模约6000亿元。最新数据显示，这40个城市2022年计划筹集建设保障性租赁住房190万套（间），投资规模约8500亿元。

通过租赁住房REITs提供金融支持

中国证券报：由于租赁住房回报周期长等特点，一些企业投资的意愿不太高。你认为应如何提高多主体投资积极性、扩大资金来源？

张峰：当前，发展集中式租赁住房建设资金方面的一个核心问题是，持有资产的资金成本、流动性与租赁住房行业（集中式租赁住房）特点不匹配。租赁住房投资具有以下特点：初期投入高，回报期长（回报率不高），现金流相对稳定，有一定成长性（偏弱）。另外，资产整体的流动性差。金融更好的支持实体项目投资，其理论逻辑要求资金端和资产端是适配的，即要考虑期限、风险和流动性的适配性。通俗地说，即“什么样的资产就要匹配什么样的钱，匹配什么样的投资者”。这样才会形成一个可持续的、低成本的业务模式。

一方面，目前的租赁住房建设、投资主要依靠债务融资，缺少权益性资金等市场资本。另一方面，债务资金有固定期限、而且成本较高。这样的



北京大学光华管理学院副院长张峰日前接受中国证券报记者记者采访时表示，2022年，40个重点城市建设保障性租赁住房投资规模预计约8500亿元。“十四五”期间保障性租赁住房的总体投资规模预计在2.6万亿元至3.2万亿元之间，平均每年的投资规模约6000亿元。

他认为，金融支持租赁住房行业的是提升资金的适配性，要提高权益资金比重。租赁住房REITs是租赁住房领域高质量发展所必需的金融工具。建议从制定明确资产认定标准及流程、完善税收政策、构建合理稳定补贴机制及租金调整机制等方面，推动保障性租赁住房REITs落地。

● 本报记者 焦源源

养各项资产管理能力，包括资产安全维护、改造提升、物业管理、信息化建设等。四是当前来看，相比租赁住房企业直接IPO，资产IPO（即REITs）是更为适合的工具。REITs的价值主张在于持续稳定的租金现金流，成长性不是估值的关键。而A股市场的估值逻辑重成长性，轻现金流。因此，REITs的估值逻辑和租赁住房的商业逻辑更为匹配。换句话说，租赁住房企业IPO，可能受到资本市场的压力，以至于成为不当激励。

北大光华REITs课题组基于对城镇化建设、住房问题和公积金制度改革的长期研究，建议启动“住房公积金制度、租赁住房和REITs三位一体”的新一轮改革，推动新型住房体制建设。具体思路为：地方政府在土地出让方面予以支持，并给予一定的税费减免。住房公积金通过权益投资方式，与住房租赁企业、社会资本等从供给端参与建设保障性租赁住房，住房租赁企业进行实际运营，主要为缴纳公积金城市的白领、蓝领工人等各类型租户提供在价格和品质方面具有差异化的住房产品，租户享受一定的租金优惠。租赁住房前期投资可以选择通过REITs方式退出。

建立土地多元供应制度

中国证券报：当前部分大城市土地资源稀缺，应如何有效拓宽保障性租赁住房用地来源？

张峰：保障性租赁住房建设应建立土地多元供应制度，切实提升新增供应土地品质。一是地方政府通过划拨或出让方式提供新增低地价的租赁住房建设用地。二是利用农村集体建设用地建设租赁住房。既能够增加租赁住房供应，又可以拓展集体土地用途，通过集体土地作价入股，使集体经济组织和农民享受长期稳定的租金收益。三是盘活社会闲置住房、改建商业用房、园区等现有的存量房屋，增加租赁住房的有效供给。同时，因地制宜，允许企事业单位利用自有闲置用地建设租赁住房，供应本单位职工及周边符合条件的保障对象。四是整体规划和利用开发商自持用地。在土地竞拍环节，明确规定自持部分应整体规划并集中配置，鼓励由租赁住房企业整合

和运营。五是改变过去部分保障性住房用地过于偏僻、交通不便的情况，重视职住平衡需求，确保租赁住房供给与实际需求相匹配。

中国证券报：推动保障性租赁住房REITs落地，你认为，还有哪些配套制度亟待完善？

张峰：在基础设施REITs试点的框架下，发展保障性租赁住房REITs在具体实操中，主要存在以下挑战：一是保障性租赁住房资产范围及其可转让性缺乏统一政策或指导性规范。二是底层资产重组、发行和运营过程中，整体税负较重。三是保障性租赁住房具有保障性的政策属性，可能存在土地成本较高、融资成本较高、租金回报较低的现实问题，疫情也进一步影响了租金和出租率稳定。

因此，期待下一步从如下方面积极推动保障性租赁住房REITs落地：一是在资产方面，可根据“十四五”规划，因地制宜，制定明确的保障性租赁住房REITs资产认定标准及流程；二是在税务方面，本着税收中性的原则，系统性完善保障性租赁住房配套税收政策，在REITs的重组、运营阶段实现税收优惠方面的创新突破；三是构建合理稳定补贴机制及租金调整机制等，构建符合保障属性下的商业逻辑，提高保障性租赁住房发展的长效机制。



视觉中国图片

融资体制，难以匹配租赁住房初期投入高，回报期长的投资特性。金融支持租赁住房行业的是提升资金的适配性，就是提高权益资金的比重。另外，我们需要规模化地推进租赁住房建设，就需要引导社会资本进行投资，鼓励保险资金、社会保障基金、基本养老保险基金、企业年金、职业年金、住房公积金、社会公众资金进入这个领域。这些资金虽然很多是长期资金，但也有流动性的需要。因此，我们就需要一个具有流动性的权益资金市场。

所以说，租赁住房REITs是租赁住房领域高质量发展所必需的金融工具。一是REITs为前期开发建设投资提供退出渠道，有助于吸引社会资本投资于租赁住房市场，形成投资良性循环，助力住房租赁企业形成可持续发展的业务模式。二是REITs有助于改善中国目前以个人供给为主的市场结构，促进住房租赁市场向规模化、机构化和专业化发展，提升运营水平和服务质量。同时通过提升租赁服务水平，稳定租赁关系，规范租赁市场主体行为，保障租客权益，有利于解决租赁品质差、租期不稳定等问题。三是REITs价值取向是持续提高分红，在此驱动下，管理人有足够的动力做到精细化经营，建立有效激励机制，培

养各项资产管理能力，包括资产安全维护、改造提升、物业管理、信息化建设等。四是当前来看，相比租赁住房企业直接IPO，资产IPO（即REITs）是更为适合的工具。REITs的价值主张在于持续稳定的租金现金流，成长性不是估值的关键。而A股市场的估值逻辑重成长性，轻现金流。因此，REITs的估值逻辑和租赁住房的商业逻辑更为匹配。换句话说，租赁住房企业IPO，可能受到资本市场的压力，以至于成为不当激励。

北大光华REITs课题组基于对城镇化建设、住房问题和公积金制度改革的长期研究，建议启动“住房公积金制度、租赁住房和REITs三位一体”的新一轮改革，推动新型住房体制建设。具体思路为：地方政府在土地出让方面予以支持，并给予一定的税费减免。住房公积金通过权益投资方式，与住房租赁企业、社会资本等从供给端参与建设保障性租赁住房，住房租赁企业进行实际运营，主要为缴纳公积金城市的白领、蓝领工人等各类型租户提供在价格和品质方面具有差异化的住房产品，租户享受一定的租金优惠。租赁住房前期投资可以选择通过REITs方式退出。

张峰：在基础设施REITs试点的框架下，发展保障性租赁住房REITs在具体实操中，主要存在以下挑战：一是保障性租赁住房资产范围及其可转让性缺乏统一政策或指导性规范。二是底层资产重组、发行和运营过程中，整体税负较重。三是保障性租赁住房具有保障性的政策属性，可能存在土地成本较高、融资成本较高、租金回报较低的现实问题，疫情也进一步影响了租金和出租率稳定。

因此，期待下一步从如下方面积极推动保障性租赁住房REITs落地：一是在资产方面，可根据“十四五”规划，因地制宜，制定明确的保障性租赁住房REITs资产认定标准及流程；二是在税务方面，本着税收中性的原则，系统性完善保障性租赁住房配套税收政策，在REITs的重组、运营阶段实现税收优惠方面的创新突破；三是构建合理稳定补贴机制及租金调整机制等，构建符合保障属性下的商业逻辑，提高保障性租赁住房发展的长效机制。

货币调控大幅宽松空间有限 2022年料小幅降准

● 植信投资首席经济学家兼研究院院长连平

当前稳健的货币政策同时存在稳增长、保就业、稳物价、促平衡和防风险等多种需求，其中稳增长已成为2022年首要政策目标。在经济下行压力增大、物价上涨预期上行、主要发达国家加息预期持续增强的内外部复杂情况下，2022年货币调控不存在大幅宽松的条件和操作空间，但仍会保持灵活适度，维持偏松操作，加大跨周期调节和逆周期调节相结合的力度，助力实现稳增长。所关心的降准和“降息”都是货币政策可能的选项。

进一步发挥结构性政策工具作用

近期央行多次强调要保持政策稳定性，增强前瞻性、有效性。货币政策的“稳字当头”主要体现在货币信贷总量的稳定增长、金融结构稳步优化、综合成本稳定中有降三个方面。前瞻性体现在货币政策对市场流动性的精准调节，提前布局以满足市场主体对资金的季节性需求。有效性体现在要一步增强金融服务实体经济经济增长的能力，同时也要防范和化解系统性金融风险，保持金融市场平稳运行。

2022年市场流动性将保持合理充裕。2022年稳健货币政策仍将延续偏松操作，全年可能会小幅降准1至2次。2021年共有两次降准，一次是在年底。考虑到降准效果显现需要一定时间，下一次降准可能需要有一定的时间间隔。2021年1月至11月金融机构存贷比维持上行趋势，年末降准后有所改善。自2014年以来，存款增速持续低于同期贷款增速，存贷比有持续扩大趋势；随着2022年初信贷大规模投放后，金融机构存贷比又会发生相应变化，从而提出进一步调整的要求。降准可以有效地改善银行负债状况和增强信用扩表功能，同时也会提升银行购债能力，配合财政政策靠前发力，助力稳增长。

2022年央行会适度增强公开市场操作、MLF等工具对市场流动性的调节力度，增强前瞻性与精准性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。根据预测，2022年社融增速有望维持在10.5%至10.9%之间，M2增速有望维持在8.5%至8.9%之间，较大可能与名义GDP增速保持基本匹配。

2022年，货币政策将进一步发挥结构性政策工具的定向支持功能。一方面发挥其直达实体经济的良好政策效果；另一方面做好“加法”，加大对重点领域信贷支持力度，降低融资成本，推进信贷结构优化。保民生、保就业仍将是政策目标之一，2022年央行将继续利用支农、支小再贷款再贴现等政策工具，加大对三农、小微、民营企业、先进制造业、信贷增长缓慢省份等薄弱环节、重点领域与区域的支持力度。2021年年底央行已发放第一批855亿元碳减排支持工具，2022年将进一步发挥其在支持碳减排领域的总量、价格与结构优势。2022年初央行两项直达工具接续转换工作也已部署实施，今后将

速与信贷增速差有增大趋势、银行负债状况持续偏紧的情况下，降低存款基准利率会削弱银行的吸收存款能力。与证券、保险、大额存单等其他相对高门槛的投资产品相比，银行存款具有低收益的劣势。鉴于银行存款主体结构状况，调低存款基准利率会损害中低收入群体的切身利益，在共同富裕的政策背景下，调降存款基准利率需要慎重。2013年央行建立了利率自律机制，加强存款利率自律管理，设定上限，有意保持存款利率基本稳定。2021年6月央行将自律上限由“倍”向“点”调整，表明了监管方面希望存款市场利率水平保持相对平稳的意愿。当前贷款利率市场化程度较高，报价机构可以根据供需自行调节，LPR下调是商业银行的自行报价得出的结果，因此不可能再调整贷款基准利率。2022年，在降准、再贷款运用保持流动性合理充裕的条件下，经过央行的窗口指导，LPR仍有一定幅度下降的可能，从而推动企业融资成本进一步下降。

2022年央行如若下调OMO利率或MLF利率，较大可能会选择在一季度，且仅下调5BP至10BP，借此推动报价银行下调LPR利率5BP至10BP，刺激信贷需求，促进中长期信贷增长。一季度是全年信贷投放的峰值，跨年资金需求也相对较大，市场具有较大的资金需求，且一季度基数较大，下行压力明显。二是美联储加息的市场预期进一步提前至3月，加之国内2021年12月CPI与PPI同比回落，通胀预期降低，一季度将成为较好的操作窗口。三是作为中长期政策利率，下调MLF利率将会推动中长期信贷增长，达到优化信贷结构的政策效果。四是2021年前三季度企业贷款加权平均成本仅下降2BP，预计四季度融资成本也难以出现较大降幅，如2022年一季度政策利率下调，可以进一步推动社会融资成本下降，缓解经济下行压力。五是2021年12月降准所释放的1.2万亿元长期资金尚未完全运用到实体经济，对信贷增长的拉动作用将体现在2022年，在美联储加息预期提前的情况下，大幅降低MLF利率从而推动LPR大幅下行的空间较为有限，下调5BP至10BP可能较为合适。

关注稳增长与防风险的平衡

货币政策在2022年会关注稳增长与防风险之间的平衡。日前召开的中央经济工作会议强调，“压实地方、金融监管、行业主管等各方责任，压实企业自救主体责任”。2022年央行将进一步规范债券市场发行条件，强调债券发行主体责任，改善发债环节，促进债市平稳运行，防范和化解系统性金融风险。同时，稳增长仍需合理安排房地产行业信贷与发债行为，适度增加优质房企开发贷、并购贷与债券发行，保障市场供给，支持居民购房刚需。

2022年稳健货币政策还需考虑从多个方面加大逆周期调节力度，多渠道稳信用，助力稳增长。一是要创新再贷款、再贴现工具的结构性应用，发挥其在总量、价格、结构三方面的优势，支持经济高质量发展。

2022年稳健货币政策还需考虑从多个方面加大逆周期调节力度，多渠道稳信用，助力稳增长。一是要创新再贷款、再贴现工具的结构性应用，发挥其在总量、价格、结构三方面的优势，支持经济高质量发展。

视觉中国图片



持续推进普惠金融、小微信贷增长，助力实现稳就业、保收入、稳增长目标。

LPR仍存下降可能

降低社会融资成本，仍将是2022年货币政策的重要任务。2022年央行会继续推动利率市场化改革，畅通政策传导渠道，继续完善贷款市场报价机制，持续释放LPR改革红利，推动实际贷款利率稳中有降。近期多家市场机构提到“降息”观点，多认为要降低央行公开市场操作（OMO）利率或中期借贷便利（MLF）利率，有关降息的理解过于泛化。需要注意的是，这两项利率并非传统意义上的降息。降息通常是指金融领域有全局性和方向性影响的政策利率的调降，如我国长期推行的存贷款基准利率的调降。若从此严格意义上讲，未来一个时期我国降息，即调降存贷款基准利率的可能性很小。在存款增

发展。二是与财政政策协调配合，引导商业银行通过购债或发放贷款加大对国家重大基建，尤其是新基建的信贷支持力度。三是引导和支持商业银行进行房企开发贷款投放和居民按揭贷款投放，以保障住房供给和居民合理购房资金需求。四是合理调节相关政策，促进已收窄5年的银行表外业务实现恢复性增长。五是推动银行，尤其是中小银行，多渠道补充资本金，加大处置不良资产力度。六是合理优化上市审批流程，规范发债程序，鼓励更多的“专精特新”等优质企业利用多层次资本市场进行直接融资。七是持续推进金融开放，适度放宽金融业务范围，提升金融市场吸引外资的能力，扩大金融制度型开放，引进先进的金融规则、标准与管理理念，增强全球资源配置功能。八是关注传统能源、高耗能等行业的转型风险，重视甄别清洁能源、节能环保、碳减排等领域的项目风险。

2022年资本市场改革路线图明晰

（上接A01版）

“零容忍”动真格

“零容忍”在2021年得到深入落实。业内人士预计，这一态势将在2022年进一步强化，资本市场监管效能有望全面提升。

全面贯彻“零容忍”理念，投资者保护方面将迎来更多新举措。证监会投资者保护局一级巡视员黄明近日表示，将健全有机立体的投资者保护体系，助力共同富裕，进一步完善投资者保护相关制度。

责任体系更加成熟、更加定型。下

一步，证监会将坚持“建制度、不干预、零容忍”九字方针，持续加

强资本市场法治建设，为加快建设

一个规范、透明、开放、有活力、有

韧性的资本市场提供更加坚实的

法治保障。

全面贯彻“零容忍”理念，投

资者保护方面将迎来更多新举措。

证监会投资者保护局一级巡视员

黄明近日表示，将健全有机立体的

投资者保护体系，助力共同富裕，进

一步完善投资者保护相关制度。

继续提升投资者教育精准性和有

效性。健全各类投资者维权机制。

推进证券纠纷特别代表人诉讼工

作持续开展。

证监会主席易会满日前表示，

证监会将同有关方面继续推动

完善金融法治。适应金融业态综合化、平台化、集团化、线上线下一体化等新变化，加强制度建设，消除监

管真空，发挥监管合力，提升监

管效能。同时，着力提升监管的数

字化智能化水平，提高监管干部综

合素质和专业能力。

继续提升投资者教育精准性和有