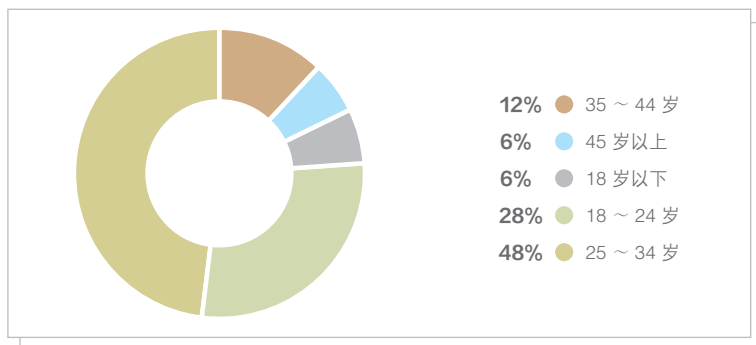


## 二手电商用户年龄分布



> 数据来源：Mobdata《2018年二手电商行业研究报告》，华泰研究

二手交易过程中，卖方对售卖物品的了解程度显著高于买方，若没有完善的信用体系与惩罚机制约束，难以限制欺诈行为。

日本在经济危机及地震灾后进入低物质欲望社会不同，我国消费仍处升级阶段。伴随城镇化推进、年轻消费者崛起，表现出多样化、个性化、品质化特征，三、四线城市消费者和年轻一代消费者购买二手商品也是希望能够用更低的价格获得更高品质的生活，二手市场的成色明显优于日本，潜力充足。

### 成长初期，线上超车线下

我国二手经济发展时间较短，电商业态快速成长，完成对线下业态的超车，目前处于线上反哺线下、线上线下融合的发展阶段。华泰证券将我国二手经济发展分为四个阶段，1978 ~ 2000年，我国各类消费品的供应尚不丰富，现代零售业态百货、超市尚处发展初期，二手市场只有零散的线下交易。2000 ~ 2004年，电商业态开始初现萌芽，二手交易方面也出现了提供信息的网站，比较有代表性的是创立于2002年的孔夫子旧书网。2004 ~ 2018年，逐渐

有更多的二手电商企业涌现。伴随着PC互联网向移动互联网发展的时代浪潮，这些企业进化出了目前市场较为主流的电商形态，比如依托淘宝的全品类二手电商闲鱼、已经赴美上市的专注3C电子产品的爱回收。2018年开始，二手行业进入了线上向线下的循环整合阶段，由线上反哺线下，推动二手经济产业进一步发展。

我国二手电商市场未来虽然仍有可观的成长空间，但增长速率将逐渐放缓。2020年我国二手电商交易规模达3745.5亿元、交易用户达1.8亿人，预计2021年将分别增长9.8%、15.4%至4111.7亿元、2.1亿人。国家统计局数据显示，2020年实物商品电商渗透率为24.9%。而2020年我国二手闲置市场电商渗透率高达36.0%。在平稳发展的经济背景下，消费习惯快速改变难度较大，二手电商市场未来有跨越式增长的可能性不大。

由于二手交易天然的信息不对称属性，电商模式的发展需要跨越“信任鸿沟”。二手交易过程中，卖方对售卖物品的了解程度显著高于买方，若没有完善的信用体系与惩罚机制约束，难以限制欺诈行为。正是看到线上二手交易市场的巨大发展潜力，也意识到该市场存在诸多问题，有关政府部门已经有所行动。今年7月，国家发改委发布《关于印发“十四五”循环经济发展规划的通知》，其中提出，鼓励“互联网+二手”模式发展，强化互联网交易平台管理责任，加强交易行为监管，为二手商品交易提供标准化、规范化服务，鼓励平台企业引入第三方二手商品专业经营商户，提高二手商品交易效率。

对于电商平台而言，若无法保证交易的稳定性、保障消费者权益，用户黏性也就无从谈起。任何竞争者，都需要通过完善交易规则、信用体系来助力买家跨越“信任鸿沟”，减少交易摩擦。□



# 公共租赁住房类 REITs， 居住保障新解法

公租房类 REITs 是通过市场化方式创新使用直接融资工具，在保障房融资创新方面做出的一项有益探索。

文 | 范舫诚 廖哲文

近年来北京市常住人口以平均 22.8 万人 / 年的速度增长，新增住房需求约为 9.87 万户 / 年（以每户 2.31 人粗算），这一数字都超过了北京累计的公租房数量，更远超 2 万户 / 年的

保障性住房增速（其中公租房增速为 1 万户 / 年），保障性住房缺口依旧较大。

2021 年 8 月 18 日，北京保障房中心簿记发行全国首单公共租赁住房类 REITs 产品——

国开—北京保障房中心公租房资产支持专项计划。该专项计划发行总额4亿元，其中，优先级规模3.8亿元，次级规模0.2亿元，期限为18(3+3+3+3+3)年，优先级证券评级为AAA。该专项计划发行时获得银行、公募基金等投资人的踊跃认购，最终，本期产品优先级票面利率为3.35%。

公共租赁住房类REITs产品的推出，有利于提升公租房资产依靠自身价值融资的空间，为公租房资产合法合规开展类REITs融资进行了有益探索，为公租房公募REITs的推动起到了重要的引导作用。

### 公租房的社会属性

公租房，即公共租赁住房，往往指由国家提供政策支持、限定建设标准和租金水平，面向符合规定条件的城镇中等偏下收入住房困难家庭、新近就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员出租的保障性生活。通常而言，公租房不归个人所有，而是归政府或公共机构所有，旨在通过梯度消费逐渐改善住房条件，解决城市中等偏低收入家庭及新就业职工、外来务工人员等“夹心层”群体阶段性住房困难问题。

2021年7月，国家发展改革委将基础设施REITs试点范围拓展到保障性租赁住房。基于对各地租赁住房的调研及实践经验，公共租赁住房(公租房)具有起步早、规模大、经营模式成熟的特点，符合基础设施REITs服务实体经济、盘活存量资产的初衷。

住房和城乡建设部部长王蒙徽在国新办发布会上表示，公租房、保障性租赁住房和共有产权住房这三类是不同的，公租房主要是为了解决城镇住房和收入双困家庭；保障性租赁住

房的重点还是要解决人口净流入的重点城市，主要是大中城市，特别是这些城市的新市民和青年人的住房问题；共有产权住房由城市政府因地制宜，主要是帮助有一定经济实力、买不起房子的居民尽快改善居住条件。

由于较强的社会保障属性，公租房租金水平一般低于周边其他类型租赁住房租金水平。而为了达到社会保障的效果，公租房也是面向特定人群开放申请的。按照我国现行的《公共租赁住房管理办法》，通常需要申请人满足以下条件：本地无住房或者住房面积低于规定标准；收入、财产低于规定标准；申请人为外来务工人员的，在本地稳定就业达到规定年限。

公租房和保障性租赁住房都具有保障属性，都以租赁方式进行供应、互为补充，主要区别在于重点供应对象不同。公租房受市场和经济周期波动影响较小，现金流相对稳定，因此，从民生保障属性、历史沿革、经营特征角度，具备纳入REITs资产范围的基本条件。

### REITs的发展

首批公募REITs产品的横空出世，将2021年标记为中国公募REITs元年。REITs(Real Estate Investment Trust)是房地产证券化的重要手段，即把流动性较低的、非证券形态的房地产投资，直接转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程。

参考海外经验，REITs在长期收益率方面颇具吸引力，不仅有长期稳定的分红收入，还可通过本身价值上涨获得资本利得收入。REITs和其他资产的相关系数也较低，可以分散投资组合风险。REITs通常是面向公众发行的股权型融资，其产品往往没有到期期限，而90%的利润也将强制分红；而类REITs则是一

种债权融资，其产品更贴近于债券，采取的往往是非公开发行的形式，有到期期限，也不要强制分红。

尽管本次发行是公租房类 REITs 的首次亮相，但全国各地在政策租赁住房资产证券化方向上的尝试早已有之。2018 年 5 月，深创投安居集团人才租赁住房资产支持专项计划获得深圳证券交易所审议通过，以深圳市人才安居集团有限公司持有并管理的人才公寓作为投资标的，总规模 200 亿元，并于同年 11 月进行了首期规模为 31 亿元的发行，投资标的包括“电力花园二期”和“远洋新干线君域花园”681 套新交付的优质公寓，标的配租对象涵盖杰出人才、新引进人才、中初级人才等各层次人才。同时，其以票面利率 4.38% 创下当年类 REITs 产品的发行最低利率。而海南则在 2019 年 3 月由省财政厅牵头，海南控股落地实施了全国首单省级人才租赁住房 REITs 产品。该类 REITs 产品规模为 8.7 亿元，受到国有商业银行、股份制银行与地方银行的踊跃认购，最终超额认购倍数为 2.16 倍，优先级证券发行利率为 4.5%，亦创同期同类产品发行成本新低。

### 纳入试点的重要意义

公租房类 REITs 的推出，体现了其作为直接融资工具的民生温度。它从金融创新角度加大了对中低收入家庭住房的支持力度，对促进住房租赁市场健康可持续发展，建立“多主体供应、多渠道保障、租购并举”的住房制度具有重要的引导与示范意义。

与市场化租赁住房相比，保障性租赁住房呈现出以下几个特征：土地性质多样化（出让、租赁、划拨和集体用地）、土地用途多样化（居住或非居住）、租金水平差异化、租赁对象定

向化等，因而其在处置资产、分配收益方面相较于市场化住房有着诸多限制，在融资端也相对困难。

公租房类 REITs 的推出，针对性地为公租房的融资建设提供了一个新的解决思路。使用类 REITs 有效盘活流动性较低的存量公租房资产，可提升公租房企业的资本循环效率，为进一步扩大公租房建设，提供了资金支持。同时由公租房运营收益及资产估值决定产品发行规模，可扩大公租房资产依靠自身价值融资的空间，提升公租房领域的整体市场化程度，从而能调动更多市场主体参与公租房建设。

未来在运行公租房 REITs 的过程中还需要适当进行补贴，以保障其民生属性。公租房租金水平较低，相较于同地段市场化租赁住房、保障性租赁住房，存在较高的折让比例。因此，在发行 REITs 后，为继续保有其民生属性，配套适度比例的补贴有益于保障社会公共服务设施的稳定运营，亦为投资人提供持续、稳定的收益。同时还要加强协同、完善配套机制。公租房 REITs 涉及链条长、环节复杂，可从资产生命周期角度，完善土地供给方式、引导更多的权益型资金支持建设期资产。

此次北京公租房类 REITs 的成功发行，有利于打造北京公共租赁住房可持续发展的创新投融资模式，构建房地产租赁运营长效机制，引导房地产市场健康发展，为全国探索出一条以市场化手段有效调控房地产的改革路径；同时也为北京市在基础设施、总部办公、医疗养老等不动产领域实施发行公募 REITs 投石问路，具有重要的先导意义。□

（作者分别系厚朴投资高级投资经理、中国科学院大学管理学博士）

REITs 在长期收益率方面颇具吸引力，不仅有长期稳定的分红收入，还可通过本身价值上涨获得资本利得收入。