

# 房地产行业深度报告

## 保障性租赁住房投资的总量和结构

增持（维持）

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书：S0600121050013

### 投资要点

■ **保障性租赁住房将成为十四五期间保障房新增量，保障群体由低收入群体扩大至新市民、青年人群体，将向人口净流入的大城市倾斜。**1) 2021 年年初，“十四五”规划提出“扩大保障性租赁住房供给”；6 月，国常会明确要加快发展保障性租赁住房，缓解新市民青年人等群体住房困难；7 月，国务院出台《关于加快发展保障性租赁住房的意见》。此外，保障性租赁住房覆盖范围扩大至新市民、青年人。2) “十四五”期间 40 个重点城市计划建设保障性租赁住房 650 万套，一线城市保障性租赁住房建设占新增住房供给量的目标均设在 40% 以上。预计 2022 年全国将建设保障性租赁住房 240 万套，其中 40 个重点城市占比 60% 以上。

■ **保障性租赁住房是十四五期间地产投资的重要新增量。**除了投资总量，在合理的假设之下（具体可见正文），我们尝试将分能级城市的投资量和分年度的投资量拆分出来，完成了全国 337 个地级城市的计算，得出结论：

1) 十四五期间保障性租赁住房建设总套数约为 961.3 万套，总投资约 2.7 万亿，建安投资约 1 万亿元，土地购置费约 1.6 万亿元。2021-2025 年投资额分别为 3033、5465、9450、5166、3678 亿元。

2) 2022 年保障性租赁住房建设套数约 242.5 万套，总投资约 5465 亿元，建安投资 1706 亿元，土地购置费 3759 亿元。2022 年新增投资为 2431 亿元，相当于 2021 年房地产开发投资的 1.6%。

■ 31 个重点城市已披露保障性租赁住房十四五期间建设计划，我们也进行汇总计算，得出以下结果：

1) 十四五期间，31 城保障性租赁住房建设套数为 587.1 万套，总投资约 2.0 万亿元，建安投资约 6756.2 亿元，土地购置费约 1.3 万亿元。2021-2025 年投资额分别约 2263、4150、6968、3704、2627 亿元。

2) 2022 年建设套数约 150.6 万套，总投资约 4150 亿元，建安投资 1132.6 亿元，土地购置费 3017.2 亿元。2022 年新增投资为 1886.8 亿元，相当于 2021 年房地产开发投资的 2.9%。

3) 和人口流入的更高热度类似，分线城市的保障性住房投资占其 2021 年地产投资的比例也更高，一二三线城市 2022 年新增保障性住房投资占 2021 年地产投资比例分别为 6.7%、1.6%、2.0%。

■ 主要计算假设如下：

1) 保障性租赁住房新建、改扩建占比分别为 50%。2021~2025 年建设比例为 15%、25%、35%、15%、10%。2) 保障性租赁住房建安成本为 1600~2600 不等，地价为住宅用地的 40%。3) 3 年建设周期，建安投资分布为 25%、45%、30%。4) 由于疫情的影响，造成 2022 年 10% 的土地费用和建安投资转移 2023 年完成。

■ **风险提示：**行业下行压力超预期；保障性租赁住房建设不及预期；模型测算偏差；疫情发展超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期

### 行业走势



### 相关研究

《供给端政策继续发力，成交数据环比回升》

2022-04-25

《热点城市放松力度增强，供给端政策或持续发力》

2022-04-19

《政策力度进一步加强，板块行情有望持续》

2022-04-14

## 内容目录

1. 保障性住房历史演进 .....	4
2. 保障性住房能多大程度拉动房地产开发投资? .....	5
2.1. 全国: 22 年新增保障性租赁住房投资相当于 21 年房地产开发投资的 1.6% .....	5
2.2. 31 城: 22 年新增保障性租赁住房投资相当于 21 年房地产开发投资的 2.9% .....	10
3. 保障性住房两大变化 .....	12
3.1. 类型: 保障性租赁住房将成新增量, 保障群体扩大至青年人 .....	12
3.2. 供给: 保障性租赁住房向人口净流入城市倾斜 .....	13
4. 保障性住房国际经验 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1:	经济适用房投资额占商品住宅开发投资额比重.....	4
图 2:	棚户区改造新开工套数及年均增速.....	4
图 3:	保障性住房历史演进.....	5
图 4:	人口增量与保障性租赁住房建设计划呈正相关.....	6
图 5:	2022-2025 年分线城市保障性租赁住房建设套数.....	9
图 6:	2021-2025 年分项目保障性租赁住房投资.....	9
图 7:	2021-2025 年分线城市保障性租赁住房投资.....	9
图 8:	2021-2025 年分线城市保障性租赁住房建安投资.....	9
图 9:	2021-2025 年分线城市保障性租赁住房土地购置费.....	9
图 10:	2022 年各季度分项目保障性租赁住房投资.....	9
图 11:	2018-2022 年棚户区改造投资额.....	10
图 12:	2022 年棚户区改造分季度投资.....	10
图 13:	2022-2025 年 31 城保障性租赁住房建设套数.....	12
图 14:	2021-2025 年 31 城分线城市保障性租赁住房投资.....	12
图 15:	2021-2025 年 31 城分项目保障性租赁住房投资.....	12
图 16:	2022 年 31 城各季度保障性租赁住房投资.....	12
表 1:	各类保障性住房对比.....	5
表 2:	十四五各线城市各年保障性租赁住房投资测算.....	8
表 3:	2022 年各线城市各年保障性租赁住房投资测算.....	8
表 4:	十四五 31 个重点城市各线城市各年保障性租赁住房投资测算.....	11
表 5:	31 个重点城市 2022 年保障性租赁住房投资测算.....	11
表 6:	美国、德国、新加坡、日本保障性住房体系.....	14

## 1. 保障性住房历史演进

**1) 1998-2003 年：建立以经济适用房为主的廉租房-经济适用房-商品房三层保障性住房体系。**1998-2002 年经适房投资额占住宅投资年均比重为 14.3%，而廉租房受资金、覆盖面影响发展较缓慢。

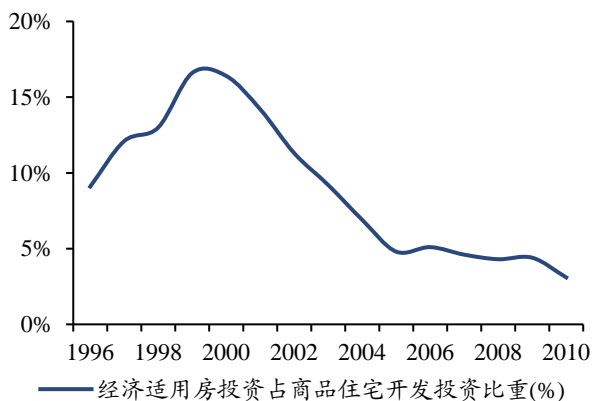
**2) 2003-2006 年：受政策影响，经适房、廉租房建设停滞。**2003 年 18 号文提出“大多数家庭购买或租赁商品房”，保障房供给进入停滞期，2003-2006 年经适房投资额占住宅投资年均比重降至 6.5%。

**3) 2007-2009 年：两限房、棚改纳入保障房体系，保障房建设从停滞走向恢复，2007-2009 年经适房投资额增长 36%。**2007 年，国务院出台《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，2008 年，国务院把保障性安居工程列为“四万亿计划”首位，并提出“争取 3 年基本解决棚户区改造问题”，保障房从停滞期逐渐步入恢复期，2007-2009 年经适房投资额增长 36%，此时保障房包括经适房、廉租房、两限房、棚改。

**4) 2010-2015 年：保障房层次多元化，新增公租房、共有产权房；保障房建设进入快速增长期，前期以公租房为主，后期以棚改为主。**从层次看，2010 年住建部等部门出台《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，首次将公租房纳入保障房；2014 年公租房、廉租房并轨为公租房；6 城试点共有产权房。从建设看，保障房从公租房建设高峰进入棚改建设高峰，2013-2015 年棚改新开工套数占保障房比重由 50.8% 升至 81.2%。

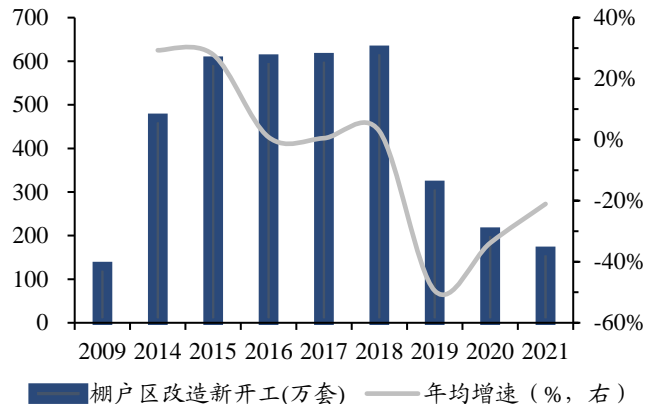
**5) 2016-2021 年：保障房重头戏棚改逐渐熄火，保障性租赁住房纳入保障房体系，形成公租房、共有产权房、保障性租赁住房三支柱。**2014-2018 年，棚改货币化安置促进了三四线城市去库存，随着库存下降、房价上涨压力，棚改逐渐熄火，2019 年开工套数遭遇腰斩。2021 年国务院出台《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，保障性租赁住房纳入保障房体系，形成公租房、共有产权房、保障性租赁住房三支柱。

图1：经济适用房投资额占商品住宅开发投资额比重



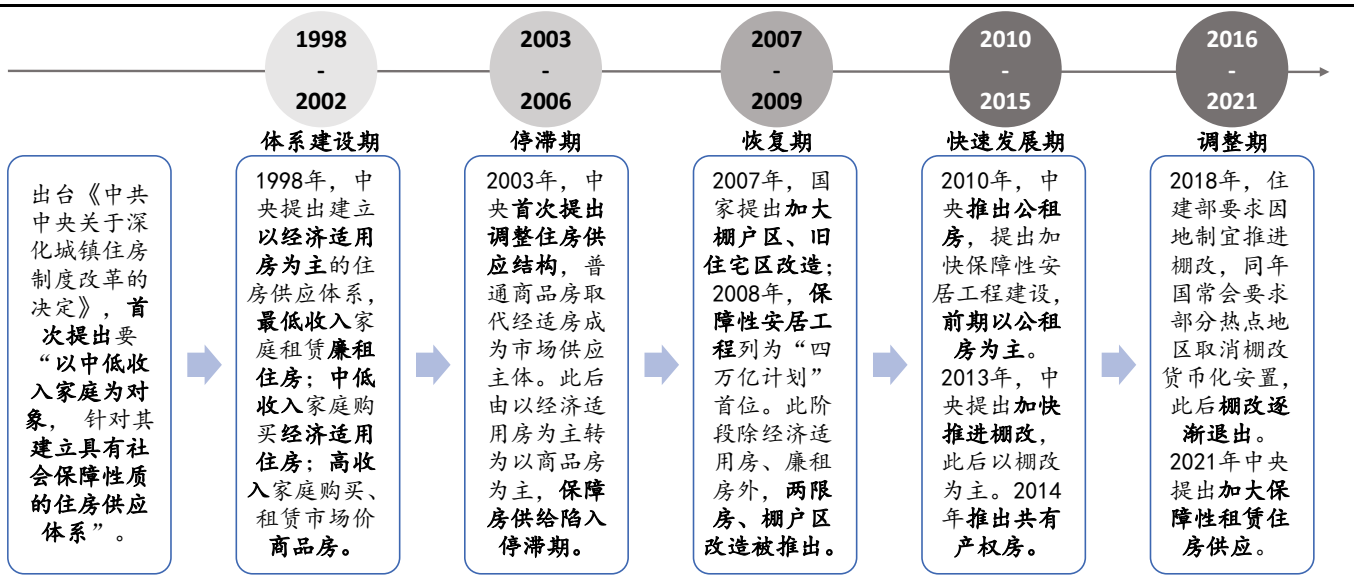
数据来源：中指研究院，东吴证券研究所

图2：棚户区改造新开工套数及年均增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图3：保障性住房历史演进



数据来源：政府官网，东吴证券研究所

表1：各类保障性住房对比

类别	建设面积	保障对象	保障方式	产权情况
经济适用房	60平以内	中低收入、住房困难家庭	实物	前5年无产权，满5年后，购房人应当按一定比例交纳土地收益等相关价款，政府可优先回购。购房人也可直接交纳土地收益等相关价款取得房屋产权。
限价房	90平以内	中等收入、住房困难家庭	实物或货币补偿	限价价格、限套型的普通商品住房，产权登记后5年内不得出租和转让。5年期满后出租和转让的应当向政府补交土地收益价款。
共有产权房	120平以内	中低收入、住房困难家庭	实物	政府和购房人按出资比例或产权面积取得房屋部分产权份额和相应权利。上海规定购房满5年后可购买政府产权份额或上市转让，也可要求政府回购；广州规定购买2年内可转让所持产权份额，政府可优先回购。
棚改房		符合条件的拆迁对象	实物或货币补偿	完全产权
廉租房	50平以内	低收入、住房困难家庭	租金补贴、租金减免或实物配租	无产权
公租房	60平以内	中等偏下收入、住房困难家庭	租金补贴或实物配租	无产权
保障性租赁住房	70平以内	住房困难的新市民、青年人，不设收入门槛	实物配租	无产权

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

## 2. 保障性住房能多大程度拉动房地产开发投资？

从保障性住房的影响看，当前房地产下行压力持续、棚改退潮，保障性租赁住房有望成为对冲地产下行的新动能。按照对保障房的分类以及数据可得性，我们对保障性租赁住房 and 棚户区改造投资进行了测算。

### 2.1. 全国：22 年新增保障性租赁住房投资相当于 21 年房地产开发投资的 1.6%

对保障性租赁住房，我们的思路是测算出各年建设套数，根据建设套数与面积，分

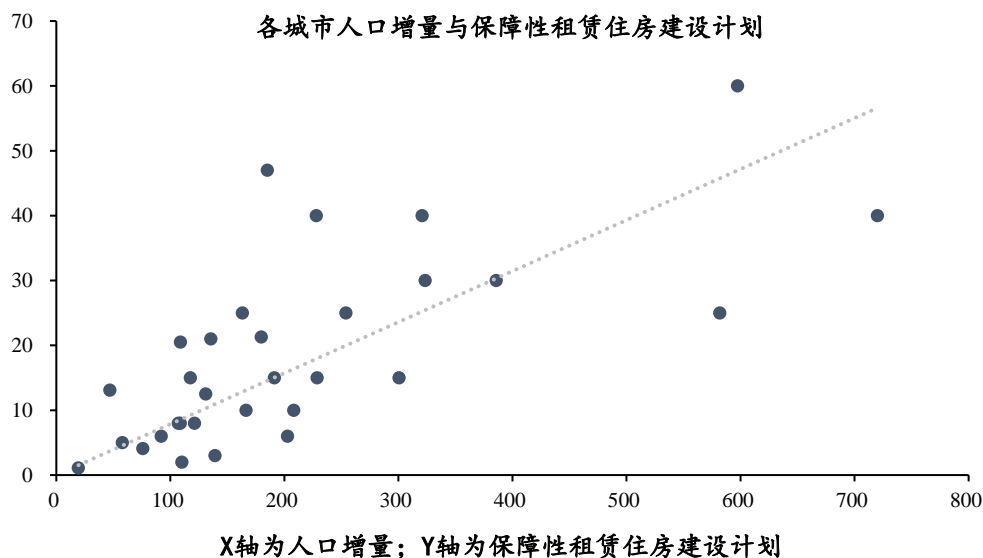


别计算建安投资、土地购置费，最后进行加总得到各年投资额。此模型有以下假设：

**1) 保障性租赁住房分类：**假设保障性租赁住房来源有二，一类新建，另一类改扩建，两类各占 50%。新建产生拿地、建安投资，改扩建不涉及拿地，仅产生建安投资。

**2) 建设套数：**基于目前已披露的数据，我们发现，人口流入越多的城市，保障性租赁住房建设套数越多。我们假设人口增量与保障性租赁住房建设套数存在线性关系，经计算二者相关系数为 0.0786，即人口每增加 1 人，保障性住房建设套数增加 0.0786 套。为验证系数拟合度，我们用此系数计算了 2021 年 40 个重点城市应建保障性租赁住房套数，结果与 2021 年 40 城实际建设套数基本一致。我们根据六普、七普数据计算 337 个地级市人口变化，发现有 191 个城市人口增量为正，再以各地人口增量为基础计算建设套数，人口下降的城市建设套数为零。

图4：人口增量与保障性租赁住房建设计划呈正相关



数据来源：政府官网，东吴证券研究所

**3) 建设面积：**每套保障性租赁住房面积以最大面积 70 平米建设。

**4) 建安成本：**目前官方对一二线城市划分较为清晰，三四线城市暂无划分标准，我们根据经济规模、城市发展、人口总量等情况，将 337 个城市划分为一二三四线，其中一二线城市划分与官方基本一致。假设 2021 年一二三四线单位建安成本分别为 2600、2200、1800、1600 元，此后以每年 2% 的速度增长。对于新建保障性租赁住房直接采用前述建安成本，对于改扩建的，由于有一定的建筑基础，建安成本相对较低，假设为新建建安成本的 50%。

**5) 建设节奏：**基于已知数据，我们得到 2021 年 40 城保障性租赁住房实际建设套数占十四五建设计划的 15%，剩余 85% 将在 2022-2025 年完成，假设后面四年建设节奏为总套数的 25%、35%、15%、10%。根我们假设新建保障性租赁住房施工期为 3 年，建安投资分布为 25%、45%、30%；改扩建因已具备施工基础，建设周期较短，假设为

1 年。

**6) 土地购置费：**土地购置费仅产生于新建的保障租赁住房，且为一次性投入。基于 2021 年各城市土地出让均价，假设此后土地出让均价以 5% 的速度增长。由于保障性租赁住房享有政策优惠，其地价一般低于住宅用地，如天津在《2022 年天津市城镇基准地价更新成果》中，规定租赁用地地价是住宅用地的 30%；福州在《2019 年福州市四城区基准地价更新成果》中，明确租赁住房用地基准地价为住宅用地的 50%。因此，我们假设保障性租赁房地价为住宅用地的 40%。

**7) 疫情影响：**由于疫情的影响，我们假设 2022 年 10% 的土地费用和建安投资转移 2023 年完成。

**8) 季度测算：**我们还对季度投资进行了测算。建安投资方面，每年 1-2 月为开工前期准备阶段或上一年竣工收尾阶段，建安投资为正常月份的一半，3 月开始正常开工建设直到 12 月，3-12 月建安投资正常投入，因此，假设 1-4 季度建安投资比例分别为 18%、27%、27%、27%。对土地购置费，根据 2013-2021 年各季度地方政府国有土地出让收入占总出让收入的平均值，假设各季度土地购置费比重分别为 20%、20%、24%、36%。

基于以上假设，我们预计：

**1) 总体看，十四五期间保障性租赁住房建设总套数 961.3 万套，建安投资 1 万亿元，土地购置费 1.6 万亿元，总投资 2.7 万亿，2021-2025 年分别为 3033.3、5464.8、9449.5、5166.0、3678.1 亿元。**

**2) 分线城市看，2022-2025 年一二三四线城市保障性租赁住房建设套数分别为 169.5、400.3、166.3、81.2 万套，2021-2025 年一二三四线城市保障性租赁住房投资分别为 8777.4、13359.1、3601.3、1053.9 亿元。**

表2: 十四五各线城市各年保障性租赁住房投资测算

	2021	2022	2023	2024	2025	
保障性租赁住房建安投资(亿元)						合计
一线城市	192.6	472.4	841.0	646.9	447.1	2600.1
二线城市	414.7	826.9	1664.1	1309.6	963.7	5179.0
三线城市	140.2	282.2	565.5	444.8	326.7	1759.4
四线城市	60.2	124.6	245.4	192.5	140.2	762.9
合计	807.8	1706.1	3316.0	2593.8	1877.6	10301.3
保障性租赁住房土地购置费(亿元)						合计
一线城市	797.8	1598.8	2219.0	918.6	643.0	6177.4
二线城市	1133.2	1708.6	3106.8	1312.6	918.8	8180.1
三线城市	254.6	388.4	698.0	294.7	206.3	1841.9
四线城市	39.9	62.9	109.7	46.2	32.3	291.0
合计	2225.6	3758.7	6133.4	2572.1	1800.5	16490.3
保障性租赁住房总投资(亿元)						合计
一线城市	990.5	2071.2	3060.1	1565.6	1090.1	8777.4
二线城市	1548.0	2535.6	4770.8	2622.2	1882.5	13359.1
三线城市	394.8	670.5	1263.5	739.5	532.9	3601.3
四线城市	100.1	187.5	355.1	238.7	172.5	1053.9
合计	3033.3	5464.8	9449.5	5166.0	3678.1	26791.6

数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

3) 2022 年, 保障性租赁住房建设套数 242.5 万套, 建安投资、土地购置费分别为 1706.1、3758.7 亿元, 总投资 5464.8 亿元, 各季度分别为 1061.9、1217.0、1367.4、1818.4 亿元。新增保障性租赁住房投资 2431.4 亿元, 相当于 2021 年房地产开发投资的 1.6%。

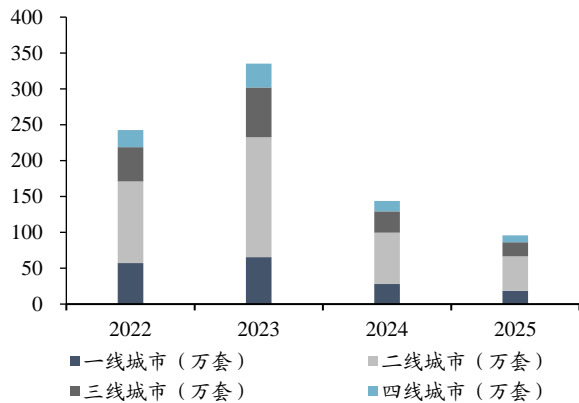
表3: 2022 年各线城市各年保障性租赁住房投资测算

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	
保障性租赁住房建安投资(亿元)					合计
一线城市	85.9	128.8	128.8	128.8	472.4
二线城市	150.3	225.5	225.5	225.5	826.9
三线城市	51.3	77.0	77.0	77.0	282.2
四线城市	22.7	34.0	34.0	34.0	124.6
合计	310.2	465.3	465.3	465.3	1706.1
保障性租赁住房土地购置费(亿元)					合计
一线城市	319.8	319.8	383.7	575.6	1598.8
二线城市	341.7	341.7	410.1	615.1	1708.6
三线城市	77.7	77.7	93.2	139.8	388.4
四线城市	12.6	12.6	15.1	22.6	62.9
合计	751.7	751.7	902.1	1353.1	3758.7
保障性租赁住房总投资(亿元)					合计
一线城市	405.7	448.6	512.6	704.4	2071.2
二线城市	492.1	567.3	635.6	840.6	2535.6
三线城市	129.0	154.6	170.2	216.8	670.5
四线城市	35.2	46.6	49.1	56.6	187.5
合计	1061.9	1217.0	1367.4	1818.4	5464.8

数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

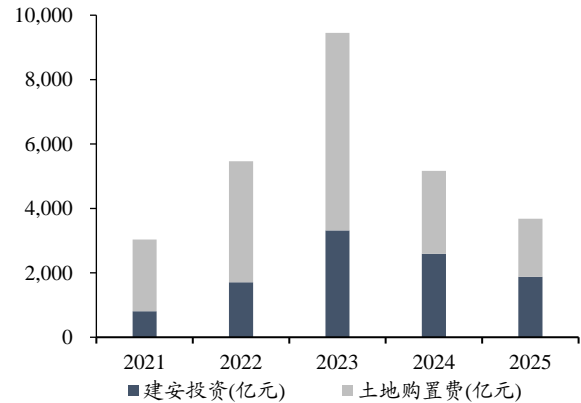


图5: 2022-2025 年分线城市保障性租赁住房建设套数



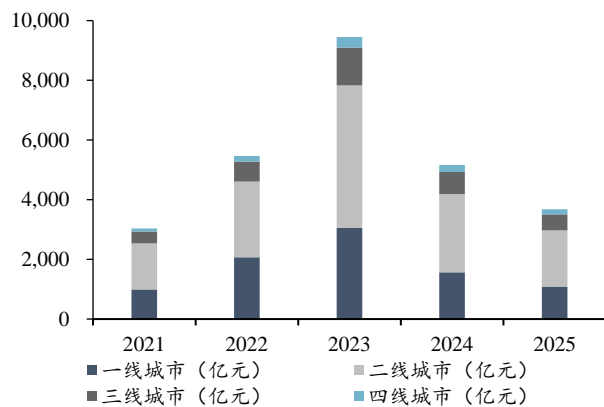
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图6: 2021-2025 年分项目保障性租赁住房投资



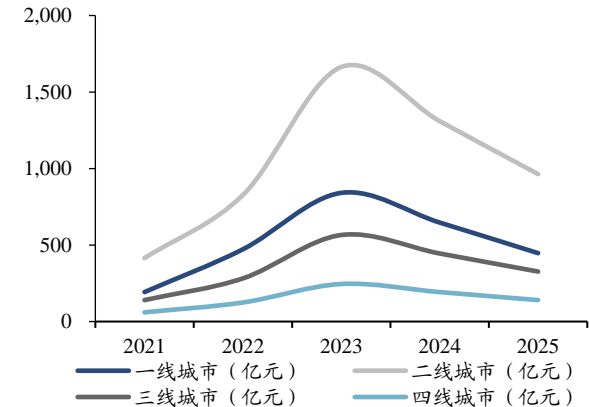
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图7: 2021-2025 年分线城市保障性租赁住房投资



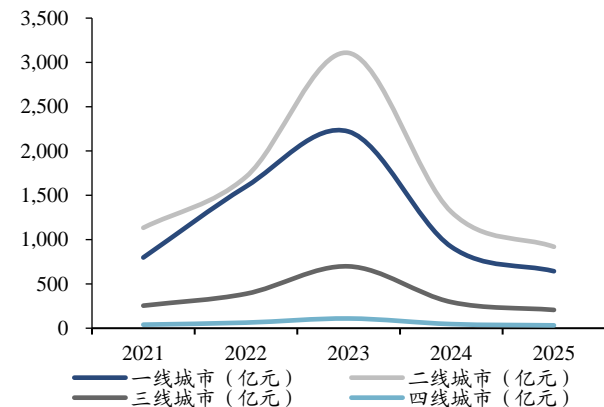
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图8: 2021-2025 年分线城市保障性租赁住房建安投资



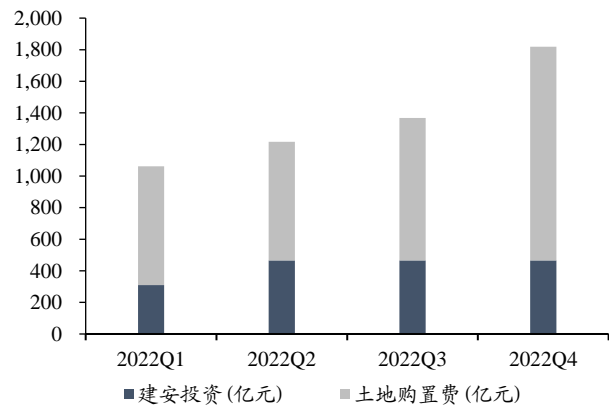
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图9: 2021-2025 年分线城市保障性租赁住房土地购置费



数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图10: 2022 年各季度分项目保障性租赁住房投资



数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

对棚户区改造，我们的思路是测算出 2022 年新开工套数，根据新开工套数、面积、成本，计算出 2022 年棚改投资额。此模型有以下假设：

1) **新开工套数**：基于历史数据，2019 年起棚改新开工数腰斩，2019-2021 年新开工套数下降幅度分别为 -49.5%、-33.9%、-21.1%，预计 2022 年棚改新开工套数下降幅度与 2021 年持平大约在 21% 左右，因此，2022 年棚改新开工套数约为 130 万套。

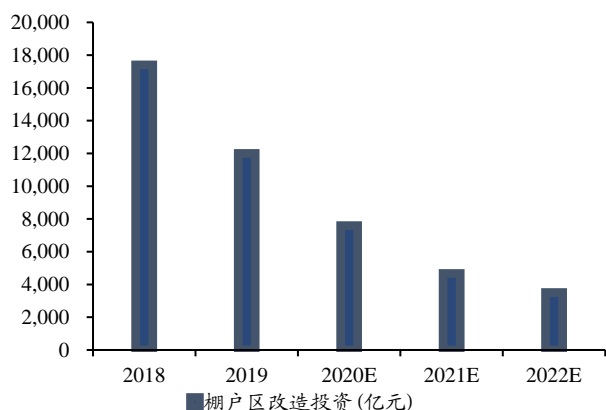
2) **建设面积**：假设棚户区改造每套建设面积为 80 平米。

3) **建设节奏**：与新建保障性租赁住房建设节奏的假设类似，假设棚户区改造建设施工期为 3 年，当年完成建安投资的 25%，次年完成 45%，第三年完成 30%。具体到每季度建设节奏，建安投资的比例为 18%、27%、27%、27%。

4) **投资成本**：基于历史棚改投资总额与新开工套数的关系，我们假设 2021 年棚改投资成本为 2600 元/平，此后以 2% 的速度增长。

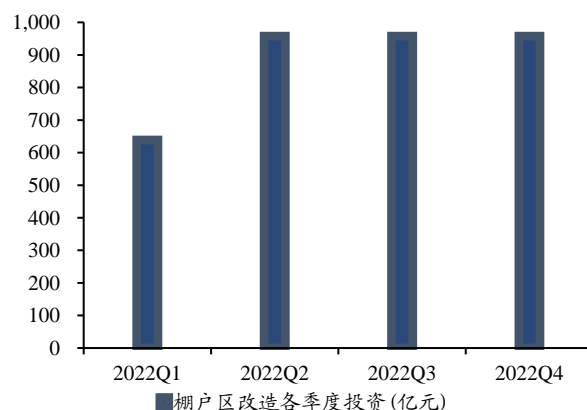
基于上述假设，我们预计，2022 年棚改投资总额为 3512.5 亿元，各季度建安投资分别为 638.6、958.0、958.0、958.0 亿元，总投资较 2021 年下降 1158.6 亿元，减少的投资相当于 2021 年房地产开发投资的 0.8%。

图11：2018-2022 年棚户区改造投资额



数据来源：各地方统计部门，东吴证券研究所

图12：2022 年棚户区改造分季度投资



数据来源：各地方统计部门，东吴证券研究所

## 2.2. 31 城：22 年新增保障性租赁住房投资相当于 21 年房地产开发投资的 2.9%

根据 31 个重点城市披露的保障性租赁住房建设计划，我们采用与 2.1 部分相同的假设和测算方法，分别对 31 城进行测算。我们预计：

1) **31 城总体看**，十四五保障性租赁住房建设总套数约为 587.1 万套，建安投资约 6756.2 亿元，土地购置费约 1.3 万亿元，总投资约 2 万亿元，2021-2025 年分别为 2262.9、4149.7、6968.3、3704.0、2626.5 亿元。

2) **分线城市看**，2022-2025 年一二三线城市保障性租赁住房建设套数分别为 169.5、

318.1、12.0 万套，2021-2025 年一二三线城市保障性租赁住房投资分别为 8777.4、10505.9、428.2 亿元。2022 年投资增量分别相当于 2021 年房地产开发投资的 6.7%、1.6%、2.0%。

3) 2022 年，31 城保障性租赁住房建设套数 150.6 万套，建安投资、土地购置费分别为 1132.6、3017.2 亿元，总投资 4149.7 亿元，各季度分别为 809.4、912.3、1033.0、1395.1 亿元。新增保障性租赁住房投资 1886.8 亿元，相当于 2021 年房地产开发投资的 2.9%。

表4: 十四五 31 个重点城市各线城市各年保障性租赁住房投资测算

	2021	2022	2023	2024	2025	
保障性租赁住房建安投资 (亿元)						合计
一线城市	192.6	472.4	841.0	646.9	447.1	2600.1
二线城市	323.8	639.3	1293.4	1018.7	751.5	4026.7
三线城市	10.3	20.9	41.6	32.7	23.9	129.4
合计	526.7	1132.6	2176.0	1698.4	1222.6	6756.2
保障性租赁住房土地购置费 (亿元)						合计
一线城市	797.8	1598.8	2219.0	918.6	643.0	6177.4
二线城市	897.4	1353.9	2460.6	1039.6	727.7	6479.1
三线城市	41.0	64.5	112.7	47.5	33.2	298.9
合计	1736.2	3017.2	4792.3	2005.7	1404.0	12955.4
保障性租赁住房总投资 (亿元)						合计
一线城市	990.5	2071.2	3060.1	1565.6	1090.1	8777.4
二线城市	1221.1	1993.2	3754.0	2058.3	1479.2	10505.9
三线城市	51.3	85.4	154.3	80.2	57.2	428.2
合计	2262.9	4149.7	6968.3	3704.0	2626.5	19711.6

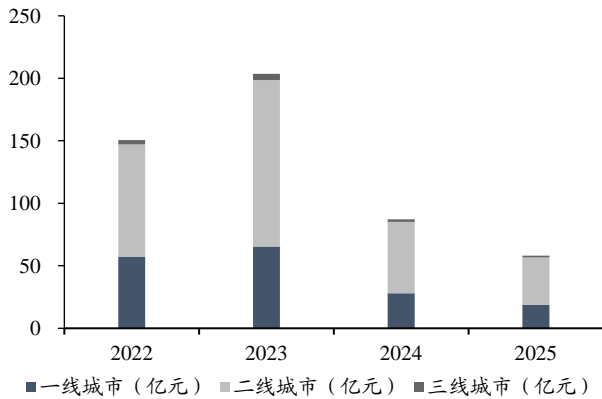
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

表5: 31 个重点城市 2022 年保障性租赁住房投资测算

城市	保障性租赁住房投资 (亿元)	拉动房地产开发投资	城市	保障性租赁住房投资 (亿元)	拉动房地产开发投资	城市	保障性租赁住房投资 (亿元)	拉动房地产开发投资
北京	732.1	10.3%	无锡	53.3	1.4%	武汉	95.1	1.1%
上海	615.9	7.2%	苏州	106.6	1.6%	长沙	49.6	0.7%
广州	365.6	4.5%	杭州	231.0	2.5%	南宁	32.0	1.0%
深圳	357.6	4.0%	宁波	114.2	2.3%	重庆	230.7	2.1%
石家庄	25.5	1.2%	温州	83.5	2.3%	成都	133.3	1.6%
太原	5.3	0.4%	合肥	53.2	0.3%	贵阳	43.9	1.7%
呼和浩特	11.4	1.6%	福州	61.4	0.8%	昆明	37.2	0.7%
沈阳	23.3	1.1%	厦门	269.4	9.8%	西安	124.1	2.8%
大连	15.3	1.7%	南昌	33.6	1.4%	西宁	1.9	0.2%
长春	12.3	0.2%	济南	69.7	1.1%			
南京	94.7	1.4%	青岛	67.1	1.2%			

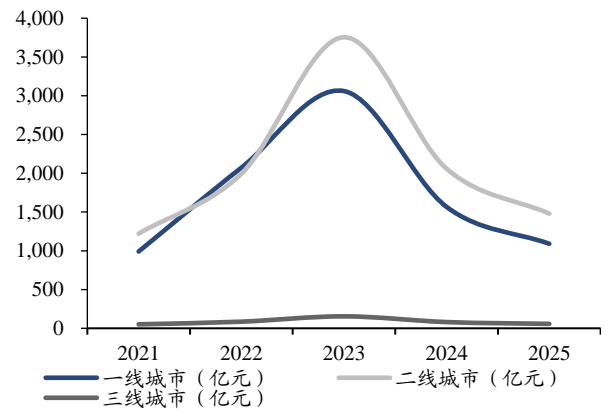
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图13: 2022-2025 年 31 城保障性租赁住房建设套数



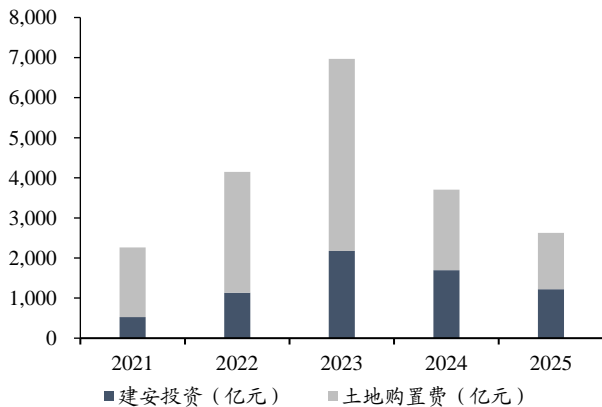
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图14: 2021-2025 年 31 城分线城市保障性租赁住房投资



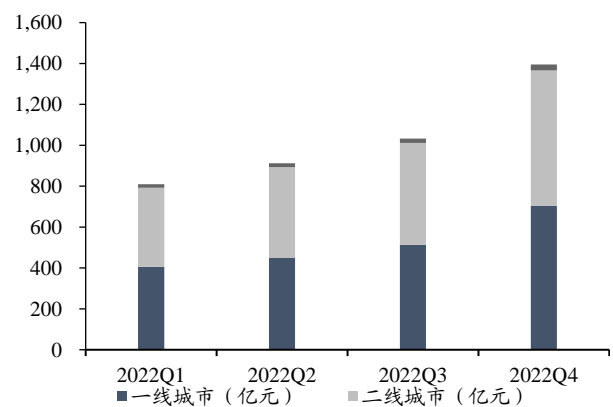
数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图15: 2021-2025 年 31 城分项目保障性租赁住房投资



数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

图16: 2022 年 31 城各季度保障性租赁住房投资



数据来源: 各地方统计部门, 东吴证券研究所

### 3. 保障性住房两大变化

#### 3.1. 类型: 保障性租赁住房将成新增量, 保障群体扩大至青年人

从保障房类型看, 未来保障性租赁住房将成为保障房建设重点, 保障群体由中低收入群体扩大至青年人与新市民, 租售并举加速落地。2021 年年初, 十四五规划提出“扩大保障性租赁住房供给”; 6 月, 国常会明确要加快发展保障性租赁住房, 缓解新市民青年人等群体住房困难; 7 月, 国务院出台《关于加快发展保障性租赁住房的意见》; 年底, 中共中央政治局会议提出要推进保障性住房建设。从一系列政策可以看出, 保障性租赁住房成为未来保障房的新增量。

**保障性租赁住房和公租房、共有产权房有什么区别?** 一是覆盖群体不同, 保障性租赁住房覆盖范围扩大至新市民、青年人, 对收入、户籍等要求较低, 而公租房、共有产权房覆盖中低收入群体, 对收入、户籍有一定限制。二是建设主体不同, 此前的保障房由政府直接主导、财政投资、国企平台建设, 而保障性租赁住房由政府引导市场主体进

行投资、建设。三是“租金低、户型小”、对接共有产权，租金低于同地段、同品质市场租赁，户型小于 70 平米，可先租后买，而公租房面积严格限制在 60 平米以内，且只租不售。四是职住平衡，22 号文提出政府应支持在城区、靠近产业园区或交通便利区域建设保障性租赁住房，而此前的保障房很多存在位置偏僻问题。

### 3.2. 供给：保障性租赁住房向人口净流入城市倾斜

从保障房供给看，保障性租赁住房将向人口净流入的大城市倾斜，十四五期间 40 个重点城市计划建设保障性租赁住房 650 万套，一线城市保障性租赁住房建设占新增住房供给量的目标均在 40% 以上。根据七普数据，2010-2020 年我国常住人口净流入的城市有 191 个，其中 56 个城市位于长三角、珠三角、长江中游、京津冀、成渝城市群，这也是保障性租赁住房重点供给的城市。根据住建部数据，十四五期间 40 个重点城市初步计划新增保障性租赁住房 650 万套，其中

1) 上海在《2022 年上海市扩大有效投资稳定经济发展的若干政策措施》的通知中提出，“十四五”期间计划新增建设筹措保障性租赁住房 47 万套，占新增住房供给总量的 40% 以上，至 2025 年累计建设筹措 60 万套以上，其中 40 万套左右形成供应。对比十三五期间上海新增保障性住房用地占新增住房用地 32.7% 的比重有大幅提高。

2) 广州在《关于进一步加强住房保障工作的意见》提出，到 2025 年完成 60 万套保障性租赁住房，是“十二五”“十三五”保障性住房建设总量的 2.3 倍，与十四五计划供应商品房数量之比接近 1:1。

3) 深圳在《深圳市住房发展“十四五”规划》提出，“十四五”期间计划建设筹集住房 89 万套，保障性租赁住房 40 万套，占住房建设筹集总量的 45%；计划筹建的保障性住房总套数为 54 万套，占新增住房供给的 60.7%，超过十三五期间新增保障性住房占新增住房 53% 的比例。

4) 北京在《北京市关于加快发展保障性租赁住房的实施方案》提出，争取“十四五”期间建设筹集保障性租赁住房 40 万套，占计划供应住房数量的比例达 40%。对比十三五期间北京开工建设政策性住房的 33.4 万套，十四五计划筹建保障性租赁住房数量增长了 19.8%。

## 4. 保障性住房国际经验

**从发展模式看**，美德日以政府与第三方合作建设、政府管理的模式为主，新加坡则是建屋局承担了建设、出租出售、管理等职责。尽管我国保障房发展模式在美德日模式靠拢，但筹建主体仍以地方国企、市政平台为主，市场化程度有待提高。

**从资金来源看**，美国金融业的发达为保障房提供了众多金融工具，德国以住房储蓄银行为主，新加坡通过公积金制度融资，日本则有住宅金融公库、住宅公团社等金融机构。我国以中央地方财政支持、专项债、专项贷款为主，未来仍需拓宽资金来源，如 REITs。



从保障对象看，新加坡按照收入水平为公民提供不同类别的保障房，2020 年 78.7% 的居民住在组屋，我国保障房尚未建立起针对需求端不同客群分层机制。

从财税政策看，美德新日对供给、需求端均有财税优惠或补贴，而中国的着力点主要在供给端，需求端补贴存在空白。

从法律体系看，美德新日保障房法律法规较为完善，中国相关法律法规较少。

表6: 美国、德国、新加坡、日本保障性住房体系

国家	发展模式	资金来源	保障对象	财税政策	法律体系
美国	从全部由政府建设管理到政府与第三方合作建设，政府管理	联邦低息贷款、住房抵押贷款、住房贷款支持债券、房屋资产证券化	占社会总人口80%的中、低收入人群	从供给补贴向需求侧补贴转变；对保障对象从间接补贴向直接补贴转变，主要有房租补贴、购房补贴、税收返还等	《住房法》、《城市重建法》、《联邦住宅法》、《住房与城市发展法》、《住房与社区开发法》
德国	政府与开发商合作建设，政府管理	以住房储蓄银行为主的住房互助融资体系	拥有房屋资助许可证，收入水平低于收入上限	对开发商采取直接补贴和降低税率等间接补贴；对保障对象直接补贴	《民法典》、两部《住房建设法》、《住房促进法》、《自用房租补贴法》、《住房金法》
新加坡	政府低价收购土地，建屋局建设管理组屋	强制储蓄型中央公积金、金融资金	中低收入家庭，条件销售，规定购买不同类别组屋家庭月收入上限	对政府开发机构直接补贴；向中低收入者提供分级住房补贴	《土地征用法令》、《新加坡改造法令》、《建屋与发展法》，监管力度强，处罚严厉
日本	前期专门成立住宅公团建设、分配、出租、出售，后转变为政府与第三方合作供给	政府住房金融机构专设住宅金融公库、住宅公团社；民间金融机构包括劳动金库、住房社团	申请人家庭共同居住的成员中无人拥有自有住宅，家庭收入在 25% 的收入分位以下；特殊人群，年收入在 40% 的收入分位下	利息补贴、国库补助金等方式对政府开发机构直接财政补贴，对民间开发商间接补贴	《住房金融公库法》、《公营住宅法》、《日本住宅公团法》、《住宅建设规划法》

数据来源：各国家政府官网，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) 行业下行压力超预期：若供给端政策优化不足，房企信用环境或将持续恶化，造成需求端信心持续不足，行业下行压力加大；
- 2) 保障性租赁住房建设不及预期：受政策、资金、土地等因素影响，保障性租赁住房建设或达不到预期目标；
- 3) 模型测算偏差：由于保障性住房投资测算中包含众多假设，假设和实际数据或存在一定程度偏差，导致最终测算结果偏差；
- 4) 疫情反复、发展超预期：新冠病毒持续变异，传染性增强或导致疫情反复、发展超预期，对保障性住房建设进度、房地产市场产生负面影响；
- 5) 调控政策放松不及预期、收紧超预期。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>