

主题研究

广厦千万，租享其成——中国租赁住房 REITs 构想

观点聚焦

投资建议

虽然中国 REITs 底层资产范围目前尚不涉“房”，但租赁住房作为“十四五”期间中国房地产领域的重心，我们认为 REITs 逐步纳入租赁住房，以此实现投融资闭环、促进租赁住房供给是应有之义。综合考虑中国租赁住房发展现状、租赁市场的实际需求、以及中国公共部门的资源禀赋，我们呼吁将来在令租赁住房产品保留一定公共属性的前提下尽可能以形成“有效资产”为方向来引导开发建设。在这一宗旨下，我们认为结合 REITs 构建创新型投融资模型、促进有效供给是必要且值得尝试的有益实践。

要点

租赁住房市场建设是新型城镇化背景下的重点工作领域，但此前的实践经验尚不甚成功。中国企业自 2017 年中央提出“租购并举”后进行了较为集中的租赁住房市场实践，但整体而言都算不上成功。不论是主要采用包租模式的运营商，还是从事重资产开发的发展商，在收益率角度都面临明显的瓶颈。这实际上都源于中国住房市场以商品房为主导格局下的支付力/土地价值偏差，而此前私人企业在缺少实质性公共部门“补贴”的情形下商业模式难以自洽。我们目前仍不认为主流包租模型具备大面积业务改善和可持续发展的潜力。

租赁住房供给未来应更多转向高质量重资产开发，且应以尽可能形成“有效资产”为前提来引导供给。我们认为在当前租赁住房亟需高质量产品供给支持市场扩容的大背景下，重资产模式是不可回避的（以增强收益率为前提）。在实操过程中，我们认可令租赁住房产品带有一定的公共性（或者保障性）是符合国情的选择，但应避免产品的完全公共化以及政府部门在相关职权上的大包大揽。我们认为在公共部门对开发建设维持一定“补贴”的前提下（在中国最直接的方式可能是合理让渡地价），积极引入市场化能力，引导中国租赁住房产品开发尽可能形成“资产”。所谓“资产”，意味着可变现、具备长期运营价值、有资本化潜力，因此也必需是高质量的产品。这对于物业（和土地）长期保值增值、在政府设定总量目标和市场执行间取得操作性平衡、以及公共和私人部门构建可持续合作关系（公共部门资源投入更轻巧，私人部门又有机会培育能力和市场）都应该是最优方向。

“资产化”方向下，REITs 将是租赁住房投融资模式创新中的“点睛之笔”。我们认为重资产模型下引入 REITs 工具构建租赁住房投融资模式闭环是必然选项。目前市场上的重资产项目退出仍以 ABS 或类 REITs 为主，并非真正意义上的退出，引入 REITs 有必要性。此外，我们认为中国的公共部门具备土地集中化供应与把握 REITs 等金融创新的主导权，实际上在通过 REITs 打造租赁住房供给方案上具备得天独厚的资源优势，我们也认为这一模式最值得尝试实践。

开发租赁住房 REITs 对于整体 REITs 市场发展也具备重要意义。一方面，将租赁住房纳入 REITs 的支持范畴本身就具有正向的政策意义，而且和针对房地产开发商的融资管理并无实质冲突。另一方面，目前中国 REITs 支持的资产类别主要是基础设施，“不动产”特性相对明显的资产类别尚仅限于产业园区、仓储物流和数据中心，但我们认为若政策设计得当，租赁住房 REITs 的市场潜力有可能不亚于上述资产类别（如美国公募 REITs 市场当前住宅板块的总市值已经突破 1,850 亿美元，仅次于基础设施板块），或许未来也可以成为中国 REITs 中的重点领域，这对于中国 REITs 市场的长期扩容应该是一个值得考虑的选项。

风险

中国 REITs 试点推进进度不及预期。

张宇

分析员

SAC 执证编号：S0080512070004

SFC CE Ref: AZB713

eric.zhang@cicc.com.cn

目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 中国租赁住房市场仍有待深度发展 | 3 |
| 新型城镇化背景下，租赁住房市场扩容是大势所趋 | 3 |
| 中国租赁住房市场发展有一定历程，但整体供给机制仍有一些“摇摆” | 6 |
| 中国租赁住房市场建设不畅实际反映的是土地端的深层次矛盾 | 8 |
| REITs 当是未来中国租赁住房供给体系中的必要构件 | 9 |
| 我们认为当引导中国租赁住房开发朝着尽量能够“形成资产”的方向前进 | 9 |
| “资产化”路径下，REITs 是必不可少的工具 | 10 |
| 用 REITs 构建租赁住房供给体系的一些框架要点 | 12 |
| 发展租赁住房 REITs 对整体 REITs 市场发展也将具备重要意义 | 15 |
| 未来租赁住房 REITs 发展的潜在关注点 | 16 |
| 土地供给 | 16 |
| 公共与私人部门权责划分 | 22 |

图表

| | |
|--|----|
| 图表 1: 中国城镇租户比例明显低于发达国家水平 | 3 |
| 图表 2: 2019 年中国外来务工群体总计 1.74 亿人，约九成依赖租赁住房解决居住问题 | 4 |
| 图表 3: 高校毕业生也是租房客群主体，该部分人群数量亦呈逐年上升趋势 | 4 |
| 图表 4: 70% 毕业生就业去向为一线、新一线城市，是大城市租赁住房市场的重要组成部分 | 4 |
| 图表 5: 目前租房群体遭受权益侵害、缺少基础设施是普遍现象，租赁住房供给亟需提升质量 | 4 |
| 图表 6: 中国主要城市租赁住房市场发展目标汇总 | 5 |
| 图表 7: 中国租赁住房市场发展历程 | 6 |
| 图表 8: 中国租赁住房政策梳理（2010-2020）：确立基本体系，添补行业空白，并逐步引导市场发展 | 7 |
| 图表 9: 轻、重资产模式低收益率“痛点”不同 | 8 |
| 图表 10: 各国公寓 REITs 股息收益率对十年国债的溢价以及中国过去 5 年十年国债收益率 | 10 |
| 图表 11: 以某房企位于北京顺义区成功案例为测算对象，我们预计项目收益率勉强达到 4% 的水平 | 11 |
| 图表 12: 敏感性分析：前期投入与稳定运营态下的年租金比例维持在 7 倍左右，项目成本收益率可以达到 7% | 11 |
| 图表 13: 北京、上海、深圳和广州长租公寓平均化率为 4-5% | 11 |
| 图表 14: 目前公共租赁住房开发资金来源包括地方财政资金和债务融资 | 12 |
| 图表 15: 中国使用 REITs 构建公租房开发建设体系的简要构想 | 13 |
| 图表 16: 目前长租公寓企业主要依托 ABS 或类 REITs 产品来服务重资产退出 | 14 |
| 图表 17: 2018 年后租赁住房类 REITs 发行量明显下降，和整体市场活跃度下滑有直接关系 | 14 |
| 图表 18: 头部房企从事租赁住房开发仍主要依托专项债 | 14 |
| 图表 19: 2020 年美国前 10 名企业重资产模式运营公寓数量在 6 万套以上 | 15 |
| 图表 20: 当前租赁住房的主要用地来源 | 16 |
| 图表 21: 2017-2020 年租赁用地总成交 1500 万方 | 17 |
| 图表 22: 上海、杭州、南京、成都等供应占比近 9 成 | 17 |
| 图表 23: 2017-2020 年租赁用地区位分布 | 17 |
| 图表 24: 上海、杭州、深圳远郊用地占比超 50% | 17 |
| 图表 25: 2017-2020 年获取租赁用地的企业主要是地方性国企 | 17 |
| 图表 28: 以北京等一线城市为例，政府对存量物业改造为租赁住房的约束集中体现在四方面 | 18 |
| 图表 26: 类型一：政府主导集体租赁住房项目——海淀区西北旺镇唐家岭村项目 | 18 |
| 图表 27: 类型二：企业受让集体土地主导租赁住房项目——大兴区西红门镇项目 | 19 |
| 图表 28: 类型三：村企合作开发的集体商业租赁住房项目——大兴区瀛海镇项目和丰台区成寿寺项目 | 19 |
| 图表 29: 以北京市为例，20 多个集体土地租赁住房项目多分布于四环外及城郊 | 20 |
| 图表 30: 18 个试点城市利用集体用地建设租赁住房的执行情况 | 21 |

中国租赁住房市场仍有待深度发展

新型城镇化背景下，租赁住房市场扩容是大势所趋

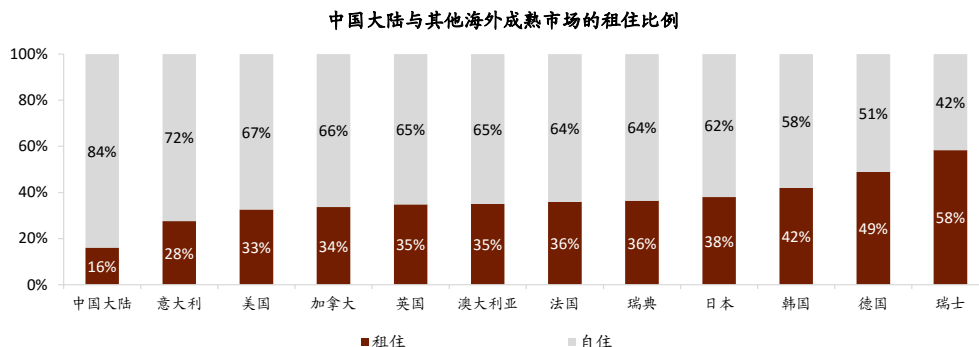
改善租购比例是未来中国住房市场发展的主旋律之一。我们预计中国目前城镇范围内租户比例在16-20%区间内，同发达国家普遍在35%以上相比仍有明显距离。我们认为形成这一格局固然和中国此前二十年的住房市场化政策有关，但就未来十年的新型城镇化阶段，包括更长期的存量时代，租房市场的扩容不论是出于城市经济发展还是中国住房政策的整体改良需要，都应该认为是十分明确的方向。

宏观视角下，中国合理租赁住房市场规模可能达到3-4万亿元，将主要集中于大中城市。若中国城镇租房家庭占比可提升至30%，则中国租赁住房市场规模可能达到3-4万亿元，且将主要集中于大中城市：

- ▶ **满足“新市民”群体的住房需求。**以外来务工群体和高校毕业生为主的“新市民”为中国大中城市的现代化建设做出了巨大贡献，也是目前租赁住房市场的核心需求群体。妥善安置新市民的住房问题，对中国大城市的可持续发展具有重要意义。
- ▶ **切实改善租赁住房普遍质量较低的问题。**由于租赁市场制度尚不成熟，出租人在租赁关系中往往处于优势地位，部分租赁住房缺少基础生活配套设施，租房群体权益普遍得不到切实保障。我们认为更有质量的租赁住房的建设也是必要选项。

发展租赁住房也已被明确为十四五期间中国房地产领域的重点工作。十四五期间，公共部门计划加速培育和发展住房租赁市场，并在房源供给、租购同权、市场监管等领域进一步细化制度设计、完善现有政策体系。同时，各个大中城市根据市场发展现状在租赁用地供应、住房建设、专业机构培育等方面设置了未来1到5年（2021-2025）的发展目标。

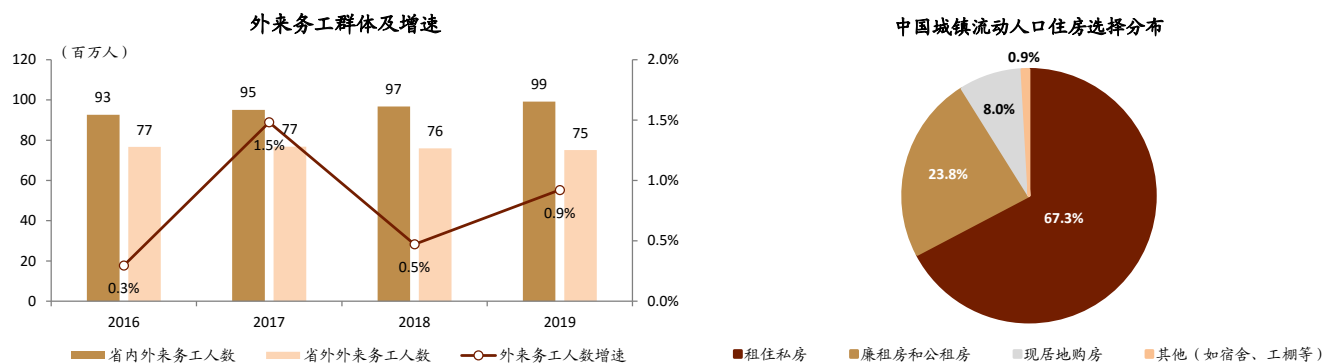
图表 1：中国城镇租户比例明显低于发达国家水平



资料来源：中国大陆、英国、加拿大、澳大利亚、日本数据截至2015、2018、2016、2017和2013年末；其余国家为2019年末

资料来源：各国统计局，statista，中金公司研究部

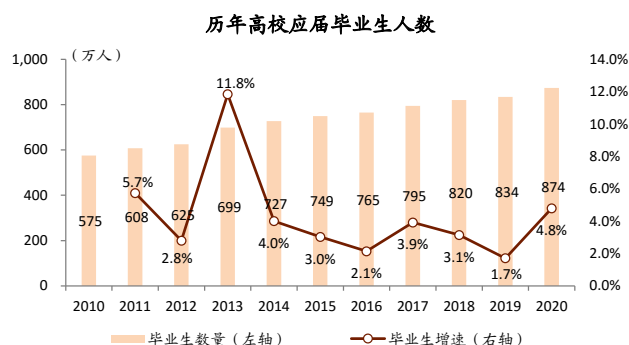
图表2: 2019年中国外来务工群体总计1.74亿人, 约九成依赖租赁住房解决居住问题



注: 右图数据时间为2019年

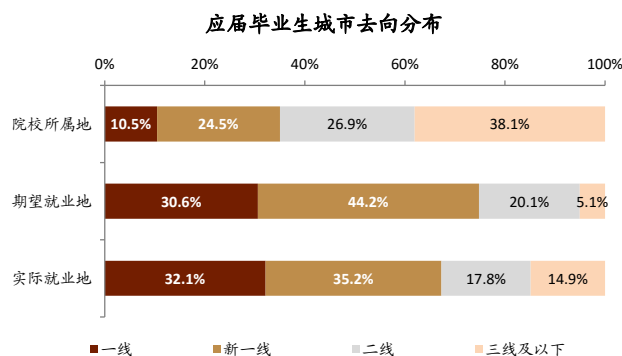
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表3: 高校毕业生也是租房客群主体, 该部分人群数量亦呈逐年上升趋势



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

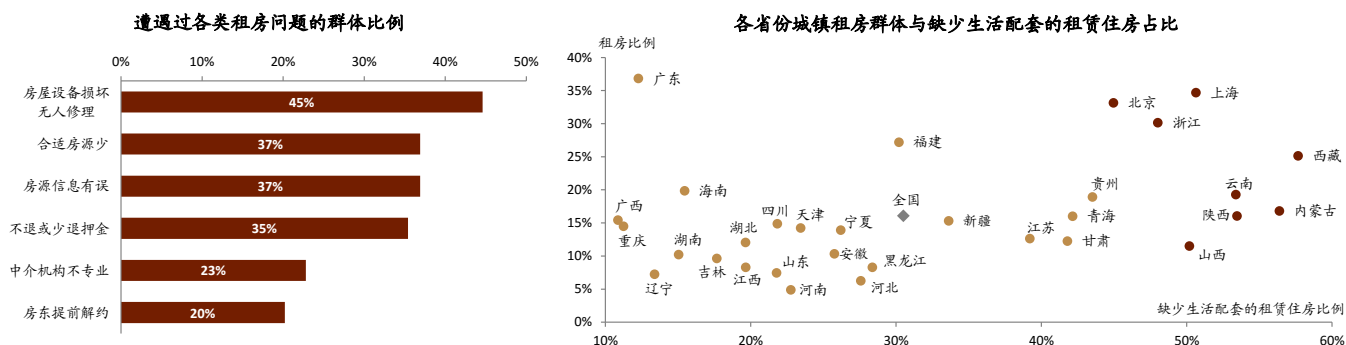
图表4: 70%毕业生就业去向为一线、新一线城市, 是大城市租赁住房市场的重要组成部分



注: 数据时间为2019年

资料来源: 安居客研究院, 中金公司研究部

图表5: 目前租房群体遭受权益侵害、缺少日常生活基础设施配套是普遍现象, 租赁住房供给亟需提升质量



注: 左图数据时间为2020年, 右图数据时间为2015年

资料来源: 安居客研究院发布的《2020年中国住房租赁市场总结报告》, 国家统计局公布的2015年1%人口抽样调查, 中金公司研究部

图表6：中国主要城市租赁住房市场发展目标汇总

| 城市 | 时间 | 文件 | 目标 |
|-----|---------|------------------------------------|--|
| 广州 | 2017/8 | 《2017-2021年住宅用地供应计划》 | 用地供应： 2021年租赁住房用地计划供应825公顷。 新建租赁住房： 租赁住房建设15万套,占住宅总量比例达20%。 |
| 成都 | 2017/11 | 《住房租赁市场五年规划（2017-2021）》 | 新建租赁住房： 2021年租赁住房达151万套，其中人才公寓14万套、保障性租赁住房11万套 |
| 长沙 | 2018/9 | 《关于加快发展住房租赁市场工作实施方案》 | 新增租赁住房： 到2022年新增租赁住房不少于500万方，其中新建200万方、盘活300万方 培育企业： 培育9家以上住房租赁龙头企业。 |
| 长春 | 2019/9 | 《关于进一步培育和发展住房租赁市场的实施意见》 | 新建租赁住房： 2021年计划新增租赁住房100万平方米。 |
| 济南 | 2019/12 | 《关于加快培育和发展的住房租赁市场的实施意见》 | 新建租赁住房： 2021年底新增租赁住房120万平方米，实现2019-2021年新增租赁住房360万平方米。 培育企业： 重点培育2家国有住房租赁企业和10家以上专业化、规模化民营住房租赁企业。 |
| 北京 | 2020/1 | 《北京市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》 | 用地供应： 2021年计划安排租赁住宅用地300公顷，其中公租房、公租房各150公顷。 |
| 兰州 | 2020/4 | 《关于进一步深化城镇住房制度改革完善住房供应体系的实施意见》 | 新建租赁住房： 力争用5年时间（2020-2025），新建公共租赁住房9万套，全市保有量达到12万套。 |
| 沈阳 | 2020/8 | 《关于采取“限地价 竞自持”发展政策性租赁住房的若干意见》 | 新建租赁住房： 计划三年内发展政策性租赁住房5万套，其中新增4.5万套。 |
| 石家庄 | 2020/9 | 《关于加快推进住房租赁市场试工作的实施意见》 | 新建租赁住房： 到2023年新增租赁住房不少于8万套，其中，新建改建3万套、盘活存量5万套。 |
| 福州 | 2020/9 | 《关于加快推进中央财政支持住房租赁市场发展试点工作实施方案》 | 新建租赁住房： 到2022年，新增租赁住房10万套，其中新建5万套、改建1万套、筹集存量4万套。 培育企业： 培育和发展规模化租赁机构10家。 |
| 深圳 | 2020/10 | 《深圳经济特区房屋租赁监管条例》 | 新建租赁住房： 2021年计划建设筹集租赁住房10万套。 |
| 长沙 | 2020/11 | 《2020-2025年长沙市住房保障规划》 | 新建租赁住房： 到2025年末公租房筹集不少于1万套。 |
| 青岛 | 2020/12 | 《青岛市城镇租赁住房发展规划（2020-2022年）》 | 新建租赁住房： 到2020年新增租赁住房约13万套，其中新建约7万套、盘活约6万套。 培育企业： 至规划期末，培育专业化、规模化租赁企业（房源在1000套或面积达到3万方以上）15家。 |
| 厦门 | 2020/12 | 《厦门市市场化住房租赁发展规划（2021-2025年）》 | 新建租赁住房： 到2025年，新增租赁住房约10万套，其中存量住房约8.8万套；新建约1.2万套 培育企业： 到2025年，培育专业化、规模化租赁机构达到25家，机构运营房源数量占比超过10%。 |
| 上海 | 2021/1 | 《上海市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》 | 新建租赁住房： 到2025年形成租赁住房供应40万套（包括间、宿舍床位）以上。 |
| 宁波 | 2021/3 | 《关于加快培育和发展的住房租赁市场的实施意见》 | 新建租赁住房： 到2022年底，新增租赁住房13万套，其中新建改建6.7万套，盘活6.3万套。 培育企业： 到2022年底，培育房源1000套或面积3万方以上的专业化住房租赁企业20家以上。 |
| 西安 | 2021/3 | 《关于印发2021年住房租赁试点工作实施方案通知》 | 新建租赁住房： 2021年计划新增各类租赁住房6万套，其中新建、改建3万套，盘活3万套。 |

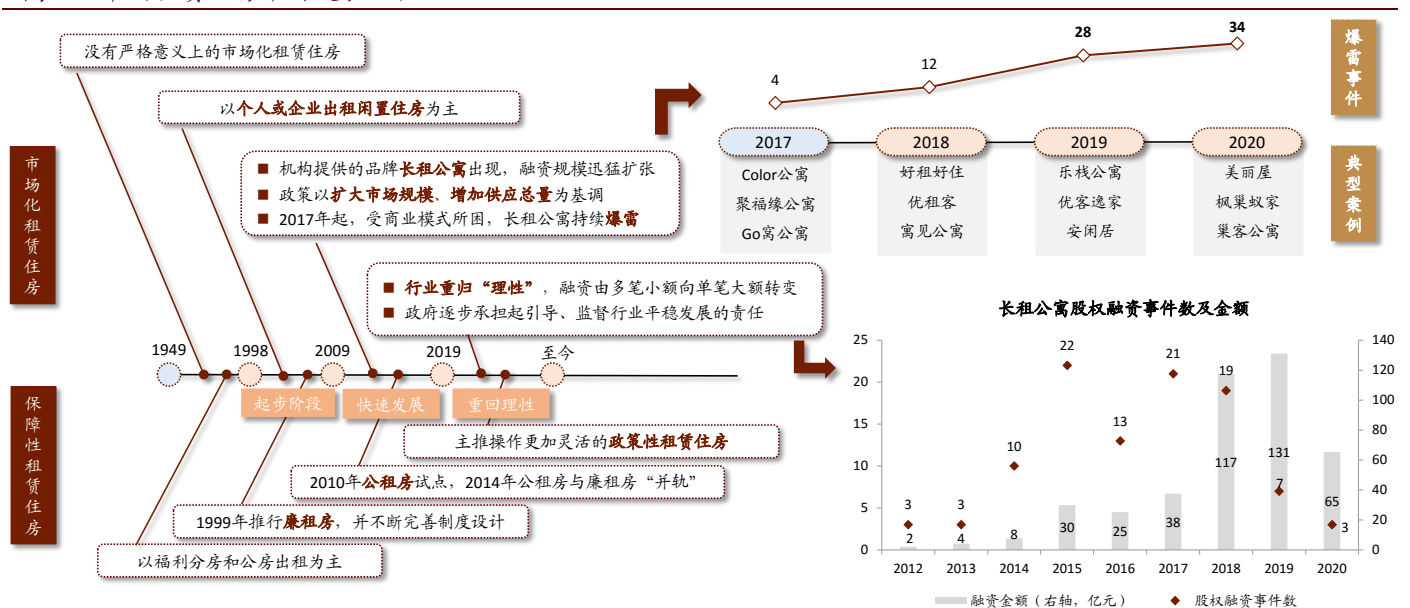
资料来源：各城市政府官网，中金公司研究部

中国租赁住房市场发展有一定历程，但整体供给机制仍有一些“摇摆”

中国租赁住房市场发展已有一定历程，产品端呈现纷繁复杂的形态，大体来看可以分为保障性和市场化两大线条。

- **“政策性租赁住房”是当前工作重心。**中国保障性公共住房产品包括公租房、人才公寓等产品（“十三五”期间中国各省市合计建设公租房超700万套）。2019年住建部工作会议中首次提出“政策性租赁住房”，并成为近两年地方政府保障性住房建设的工作重点。政策性租赁住房在以下三方面有别于传统公租房：1）项目投资、建设、运营均由住房租赁企业独立承担，形成具有保障性质的租房产品；2）除涵盖公租房的承租主体，更加侧重于人口净流入、大中规模城市的“新市民”群体；3）融资渠道更加多元化，允许参与企业发行信用债券、成立资产支持计划等。
- **市场化产品种类繁多，但模式跑不通，难以做大。**2017年中央经济工作会议提出“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住宅制度”，并鼓励私人部门积极参与租赁住房市场建设。目前市场上形成的租赁住房运营商，从房源布局角度大体可以分为集中式和分布式两类，从商业模式出发大体可以分为重资产持有模式、二房东包租运营模式、和轻资产管理输出模式三类。参与主体包括独立运营商、房地产开发商、相关国企央企平台公司、互联网和酒店系公司等等，一度呈现百花齐放的格局。但遗憾的是私人部门在租赁住房运营端的商业模式未能跑通，反而在高速发展中暴露了一系列财务和运营风险，2019年以来运营商爆雷事件频出。此后我们看到行业重心边际上适度向公共部门回归，2019年后市场上R4用地出让变多，且拿地地方以国企央企居多，但目前尚无实际项目入市，因此运营情况尚难以评估。

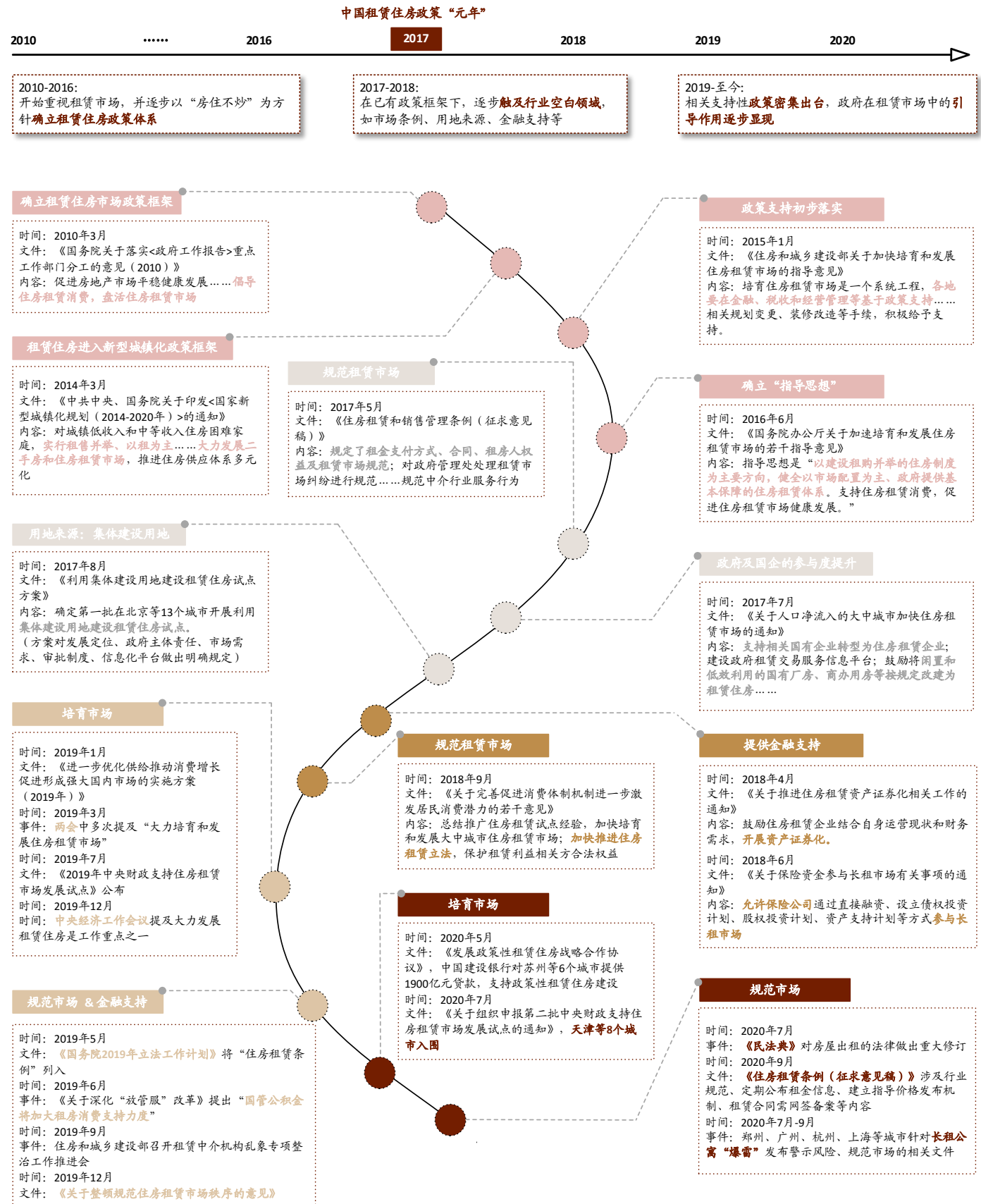
图表7：中国租赁住房市场发展历程



资料来源：IT桔子，时代财经，中金公司研究部

中国租赁住房市场的公共性导向已基本明确，但具体供给体系可能存在一定“摇摆”。2021年政府工作报告提出要“解决好大城市住房突出问题，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担”。我们认为该表述首先相对明确了中国“租赁住房”市场的公共性导向，但目前基于总量目标框架下，确切的供给机制、产品体系的设定尚不完全明朗。以“规范发展长租房市场”为例，我们认为在定价机制、租户保护等消费者角度的潜在政策改良可能也无法有效改善私人部门难以建立可行商业模式的根本问题。对于公共部门而言，增加公共性住房供给如何结合当地市场实际情况和土地供给潜力因地制宜，都是有待探讨的。应该说中国租赁住房市场的供给端机制建设仍处于一定的“摇摆”状态。

图表8：中国租赁住房政策梳理（2010-2020）：确立基本体系，添补行业空白，并逐步引导市场发展

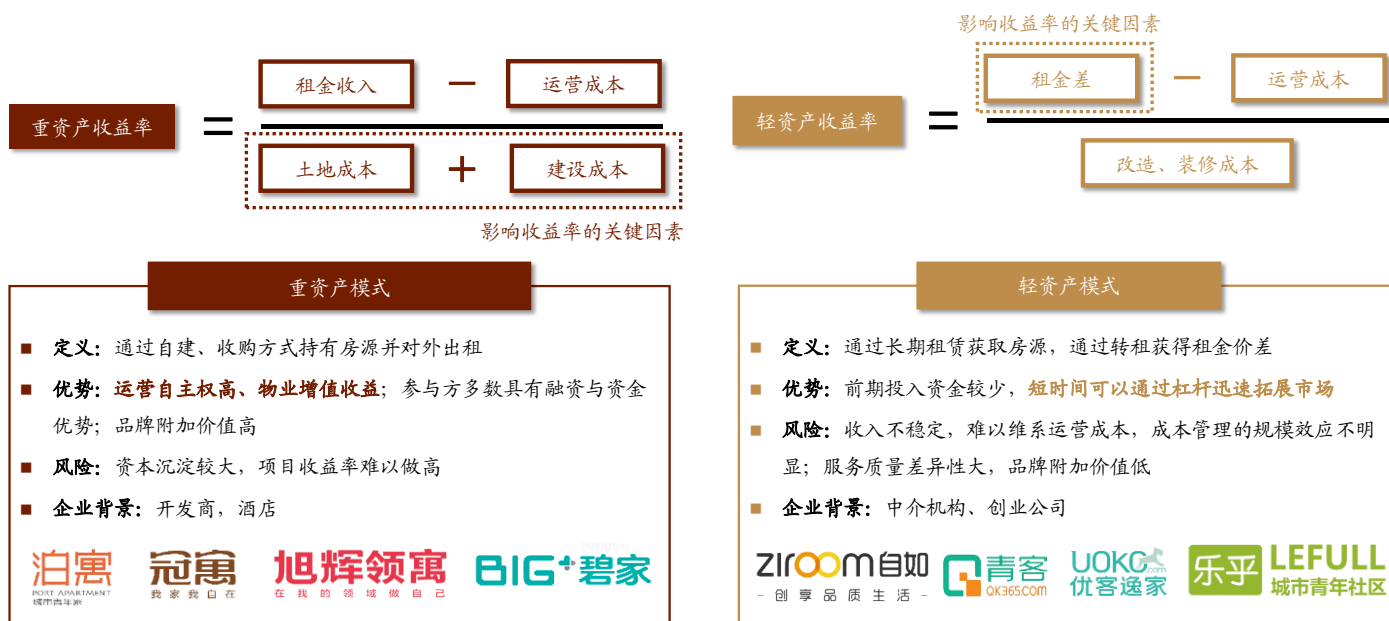


资料来源：国务院，中金公司研究部

中国租赁住房市场建设不畅实际反映的是土地端的深层次矛盾

私人部门参与租赁住房市场的主要矛盾在于收益率不足。中国租赁住房运营商普遍面对低收益率问题。对于更为普遍的包租模型，实际该业务前、中、后台模式不轻，成本端规模效益不显著，叠加低收益率实则难以匹配租金贷利率成本，该模式本身不具备正向拓展可持续性。我们分析认为问题在于“分子”端，即租赁住房的客群主体在中国城镇环境中仍偏属“中低收入”人群，实际其支付能力难以支撑运营商为其提供服务所需要配备的一系列“基础设施”（人员、财务资源等）。重资产模型的问题更为直接，即此前土地成本还是相对偏高。目前我们测算开发商系平台实践重资产模式开发持有长租公寓的稳定收益率最多也仅在4-5%（但大部分都很难做到这一水平），实际上离“资产”的标准仍有一些距离。整体而言，不论是包租模式的分子问题，或是重资产模式的分母问题，本质上反映的是中国以商品房为主导的住房市场体系下租赁市场的支付力/价值偏差问题，我们认为该问题（或格局）的改善非一朝一夕。

图表9：轻、重资产模式低收益率“痛点”不同



资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部

公共部门参与租赁住房建设也可能面临土地利益博弈。尽管政策端要求加大公共住房供给已经是明确方向，但在当前各地建设用地指标普遍偏紧的情况下，我们认为公共住房指标上升是否会对其他类型用地造成挤占是一个潜在关切。动用集体用地来完成公共住房建设目前看可能是更实际可行的方案，但对于集体用地是否有条件（包括所在区位、是否有基础设施配套、是否有公共资源配套）形成“有效租赁产品”也值得关注。简而言之，租赁住房供给如何“有机地”纳入地方用地指标规划中是一个重要命题。

因此穿透来看，我们认为中国租赁市场的开发建设实际上面临一定的土地端深层次矛盾。对于私人部门而言，试图以完全“商业化”的模式来应对租赁这一实际需要“被补贴”的领域存在矛盾。而对于公共部门而言，租赁住房本身具有一定公共属性可能又对其土地和财务资源的整体安排有一定的影响。简单来说，中国租赁住房的市场整体开发需要更加健全的考虑和安排（而非简单出于总量思维）。

REITs 当是未来中国租赁住房供给体系中的必要构件

我们认为当引导中国租赁住房开发朝着尽量能够“形成资产”的方向前进

继上文讨论，我们认为中国租赁住房供给体系的设计实际触及到中国住房和土地财政体系深层次问题，但如何设计最优的中国租赁住房供给制度并非本文重点，亦非这里可以系统梳理解决的问题。但基于租赁住房市场扩容的大方向，并综合考虑其中公共部门与私人部门可能的权责关系，我们就整体效率最大化（代表着一种可持续方向）的角度，有一些朴素的认知，包括：

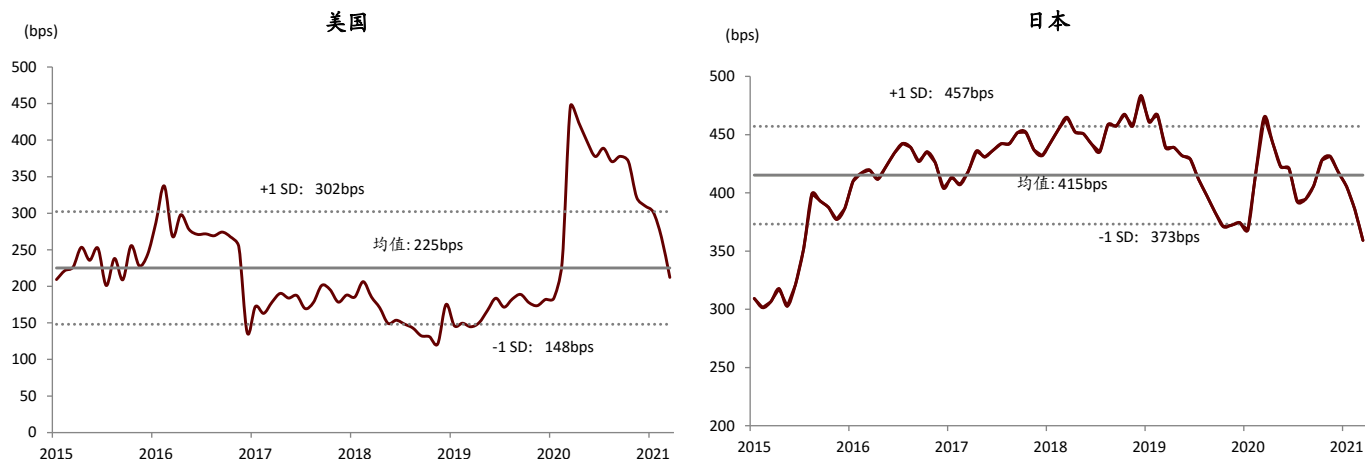
- ▶ **须明确租赁市场需要公共部门“补贴”，但应更多落实在供给侧。**如前文所述，我们不认为通过补贴消费者就可以解决供给侧的财务模型问题，而当前更重要的议题是如何通过适当补贴激励市场创造有效供给。从国际市场经验来看，美国的“税收抵免”（tax credit）是一种对于私人部门建设可负担住房（affordable housing）的行之有效的激励机制，其巧妙之处在于尽管最终的补贴仍由政府部门承担，但其不触发直接的财务支出（而是由企业购买税收抵免额来为住房项目出资，并通过投资获得一定的税收减免）。回到中国语境，直接在土地价格上实行补贴可能是更为直接有效的方式，但之后是否可以有一定的投资回收是尚待讨论的问题，这可能也是未来 REITs 可以发挥作用的地方。从实际目前供给端的现状出发，我们也看到中国存量租赁住房整体质量较低（2015 年全国人口普查显示北京、上海拥有厨卫的租赁住房占比分别仅有 45% 和 51%），因此在供给侧促进高质量实体供应也十分必要。
- ▶ **须明确中国租赁市场有一定的公共导向，但建议避免公共部门全责包办。**我们认为在中国语境下令租赁住房带有更多的公共色彩是符合国情的选择，但就实际市场建设过程当中，对于公共部门而言，我们建议以尽可能“轻巧”的方式来推动实物供给，而非全部以自身财务、人员、土地资源悉数投入，造成较大的沉淀。一定程度上可参考的负面案例是中国香港，香港的公共住房体系具有“福利”性质，合计承载了全港 40% 以上人口的居住，但该模式下由于难以形成有效“资产”（公共租赁住房不盈利，共有产权房亦极少有补完地价形成完整产权的案例），公共部门投资形成大规模沉没成本无法回收。此外，对于香港本就相对紧俏的土地市场，公共住房（尤其是租赁住房）的供给反过来“向上收敛”了私人住房市场的购买力和门槛，客观上也要求私人宅地践行高地价策略，最终公私房屋住户在房屋价值上的分配（和兑现）不均反而加剧了社会贫富分化。中国应极力避免仿照香港的模式，尤其是宜避免租赁产品的完全公共化造成投资难以回收，也宜避免出于政绩压力推动对于租赁住房产品做简单总量供给，这样往往会在长期带来更大的负面影响。
- ▶ **在上述前提下，引导中国租赁住房更多形成“有效重资产”应是合宜方向。**整体来说，我们认为引导中国租赁住房市场更多转向集中式重资产模型，在适度补贴地价保持一定产品公共性的前提下，积极引导私人部门以尽量能够形成“资产”为宗旨参与市场化开发是较为合宜的方向。“资产”的内涵包括可流转（可变现）、有持续经营价值、有资本化潜力，也必然意味着较高的质量。以尽量“形成资产”为目标开发市场或许可以有效过滤掉一部分为了简单满足总量要求而开发的无效库存，而在公共与私人部门协作共谋的框架下也可以令政府制定更可操作的供给规划。整体上我们认为公共部门还是需要引导培育一定的市场化能力，在公私职权上形成相对可持续的协作关系，利于市场长期发展成长，也令公共部门的角色更加“轻巧”。

整体而言，我们承认过去数年的市场探索虽然产生了不少负面案例，但也积累了宝贵的（试错）经验，应该来说时至今日我们提出更多向重资产模型靠拢，并积极形成“有效资产”的思路是符合国情和实操方向的。此外，我们也看到近年来一些租赁住房的政策摇摆，但还是呼吁能够找到公共与私人部门角色平衡（目前权责重心有更多向公共部门摆动的趋势），在维持产品有一定公共性质的同时，对于可市场化的部分尽可能市场化，以培育“有效资产”为方向进行市场开发，这也是对于投入的土地资源的长期保值的最好选项（并可以推动资产运营管理能力提升）。而对于市场里大量践行的分布式轻资产运营，我们仍判断其商业潜力有限，未来 3-5 年该赛道将仍处于盘整期，可能不是长期可持续发展的选项。

“资产化”路径下，REITs 是必不可少的工具

REITs 将是构建投融资闭环的“点睛之笔”。我们认为中国基于 REITs 构建租赁住房投融资体系当首先于前端让渡地价（给予合理成本）促进土地供给，待运营成熟后可以 REITs 作为后端退出路径实现资金（至少局部）回收。就能够形成 REITs 资产的条件而言，我们认为中国租赁住房稳定运营状态下的成本收益率宜达到 6% 或更高（一级市场侧，2018 年光华管理学院所做调查显示一线城市长租公寓资本化率在 4.1-5.0% 的区间），我们认为这也可以作为一个合理的土地定价的参考标准。

图表 10: 美国和日本公寓 REITs 股息收益率对十年国债的溢价



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 11: 中国十年期国债收益率历史数据



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 12: 以某房企位于北京顺义区成功案例为测算对象, 我们预计项目投资的内部收益率勉强达到 4% 的水平

| 基础数据及关键假设 | | (百万元) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
|----------------|--------|--------------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 可租面积 (平方米) | 24,000 | 租金收入 | 15.8 | 23.1 | 30.8 | 32.1 | 33.4 | 34.7 | 36.1 | 37.5 | 39.0 | 40.6 | |
| 公共空间面积 (平方米) | 6,000 | 营业成本 | | | | | | | | | | | |
| 初始坪效租金 (元/月/平) | 110 | 房产税 | 1.9 | 2.8 | 3.7 | 3.8 | 4.0 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 4.7 | 4.9 | |
| 稳定期租金年化增速 | 4.0% | 经营费用 | 6.6 | 6.8 | 7.1 | 7.4 | 7.7 | 8.0 | 8.3 | 8.6 | 9.0 | 9.3 | |
| 第一年出租率 | 50% | NOI | 7.4 | 13.5 | 20.0 | 20.8 | 21.7 | 22.5 | 23.4 | 24.4 | 25.4 | 26.4 | |
| 第二年出租率 | 70% | NOI利润率 | 47% | 58% | 65% | 65% | 65% | 65% | 65% | 65% | 65% | 65% | |
| 稳定期出租率 | 90% | 净利润 | 4.4 | 8.1 | 12.0 | 12.5 | 13.0 | 13.5 | 14.1 | 14.6 | 15.2 | 15.8 | |
| 单位面积前期投入 (元/平) | 15,000 | 净利润率 | 28% | 35% | 39% | 39% | 39% | 39% | 39% | 39% | 39% | 39% | |
| 房产税占租金比例 (%) | 12% | | | | | | | | | | | | |
| 经营成本占租金比例 (%) | 23% | 租金成本回报率 (%) | 3.5% | 5.1% | 6.9% | 7.1% | 7.4% | 7.7% | 8.0% | 8.3% | 8.7% | 9.0% | |
| 资本化率 | 4.5% | NOI成本回报率 (%) | 1.6% | 3.0% | 4.5% | 4.6% | 4.8% | 5.0% | 5.2% | 5.4% | 5.6% | 5.9% | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 净利润IRR (%) | 3.9% | 净现金流 | -450.0 | 4.4 | 8.1 | 12.0 | 12.5 | 13.0 | 13.5 | 14.1 | 14.6 | 15.2 | 534.1 |

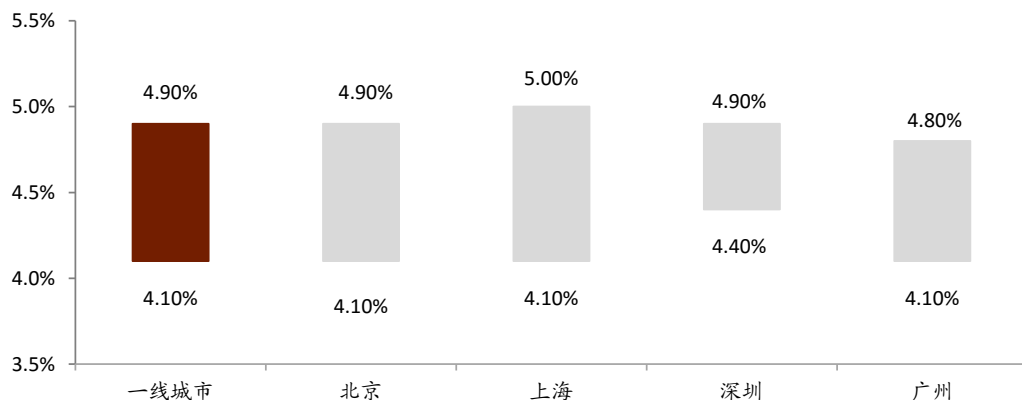
注: 1) 前期投入包括土地成本和建设、装修成本等, 为中金估计值; 2) 周边项目平均租金约为 70-100 元/平/月; 3) 内部收益率测算的投资周期为“1 年建设期 + 10 年运营期”, 在运营期第 10 年年末以第十年 NOI 和资本化率对物业进行估值, 计算出其市场价值并以此对外出售。
资料来源: 中金公司研究部

图表 13: 敏感性分析: 前期投入与稳定运营态下的年租金比例维持在 7 倍左右, 项目成本收益率可以达到 7%

| 成本回报率 | | 前期投入成本（元/平） | | | | | | | | | | 成本回报率=7%时， 前期投入成本 （元/平） | 成本回报率=7%时， 前期投成本与 年租金比例 | |
|-----------------|------------|-------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------------------------------|-------------------------------|-----------------------|
| | | 16,000 | <u>15,000</u> | 14,000 | 13,000 | 12,000 | 11,000 | 10,000 | 9,000 | 8,000 | 7,000 | 6,000 | | |
| 初始租金 （元/平/月） | 150 | 5.7% | 6.1% | 6.5% | 7.0% | 7.6% | 8.3% | 9.1% | 10.1% | 11.4% | 13.0% | 15.2% | 13,000 | 不同租金水平下， 该比例均为7.2x |
| | 140 | 5.3% | 5.7% | 6.1% | 6.5% | 7.1% | 7.7% | 8.5% | 9.4% | 10.6% | 12.1% | 14.2% | 12,150 | |
| | 130 | 4.9% | 5.3% | 5.6% | 6.1% | 6.6% | 7.2% | 7.9% | 8.8% | 9.9% | 11.3% | 13.2% | 11,300 | |
| | 120 | 4.6% | 4.9% | 5.2% | 5.6% | 6.1% | 6.6% | 7.3% | 8.1% | 9.1% | 10.4% | 12.1% | 10,400 | |
| | <u>110</u> | 4.2% | <u>4.5%</u> | 4.8% | 5.1% | 5.6% | 6.1% | 6.7% | 7.4% | 8.4% | 9.5% | 11.1% | 9,550 | |
| | 100 | 3.8% | 4.0% | 4.3% | 4.7% | 5.1% | 5.5% | 6.1% | 6.7% | 7.6% | 8.7% | 10.1% | 8,700 | |
| | 90 | 3.4% | 3.6% | 3.9% | 4.2% | 4.6% | 5.0% | 5.5% | 6.1% | 6.8% | 7.8% | 9.1% | 7,800 | |
| | 80 | 3.0% | 3.2% | 3.5% | 3.7% | 4.0% | 4.4% | 4.9% | 5.4% | 6.1% | 6.9% | 8.1% | 6,950 | |
| | 70 | 2.7% | 2.8% | 3.0% | 3.3% | 3.5% | 3.9% | 4.3% | 4.7% | 5.3% | 6.1% | 7.1% | 6,100 | |

资料来源: 中金公司研究部

图表 14: 北京、上海、深圳和广州长租公寓平均化率为 4-5%

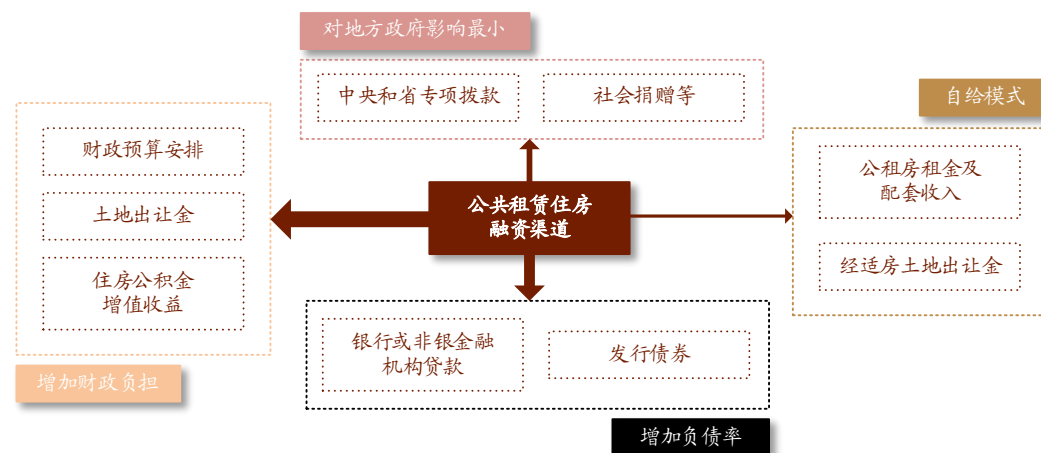


注: 数据截至 2018 年末
资料来源: 北大光华管理学院, 中金公司研究部

结合中国土地集中供给的制度优势和 REITs 工具的创新应用，中国的公共部门有可能跑通独特而高效的租赁住房供给模式。我们看到海外语境下租赁住房市场也有各式各样的问题，如美国在高度市场化的环境下形成了可观的租赁住房资产，但其中公共性质的产品供给仍是一个难题，且资源开发职能基本完全落于私人部门手中的情况下租赁住房的产品供给也呈现一些周期性（因而有一定的供需错配）；欧洲福利国家较多通过现金或财税手段补贴租户，这对于财政而言也是较大负担；而香港的大规模公共租赁住房实体供给（如上文论述）实际又带来很大的负外部性。因此我们认为需认识到中国一方面具有独特的土地集中供给优势，同时公共部门又有能力发起和持续推动（以 REITs 为代表的）金融资本市场创新，因此在应对租赁住房供给这一问题上实则具备良好的资源禀赋和主动创造空间。通过将土地供给和产品规划权掌握在公共部门手中，辅以一定的“补贴”政策激励市场主体参与，同时借助 REITs 这一金融工具令投融资更加“轻盈”，我们认为应是中国建设租赁住房市场的应循之路。

最后，我们也提示我们不认为以 REITs 为代表的租赁住房供给模式创新能够触发中国住房政策体系的系统性改良，也并非认为该模式可以适用于所有性质的租赁住房开发，但至少我们认为结合 REITs 来推广重资产模式可能最具效率、实操性和商业层面可持续性，因此也最具备尝试和推广意义，这是我们本篇报告呼吁的重点。

图表 15：目前公共租赁住房开发资金来源包括地方财政资金和债务融资



注：箭头粗细代表地方政府对资金来源的依赖程度

资料来源：《公共租赁住房管理办法》，中金公司研究部

用 REITs 构建租赁住房供给体系的一些框架要点

我们认为用 REITs 构建租赁住房供给体系存在一些框架要点。首先，我们还是澄清私人部门以完全商业化条件自主开发的一些中高端长租公寓产品不在我们这里讨论范围（该类产品的适用面可能也相对局限），其投资退出方式选择可以自主灵活。我们在此讨论的更多是公共部门希望大面积推行的带有一定公共性质的租赁住房建设开发，如何结合 REITs 来更有效的为公共部门投融资服务。从前端供应、中端运营管理、后端退出，我们认为有以下原则性事项：

- 前端需要合理设定出让地价，同时在存量端也可以做一定挖掘，但对于私人部门参与投资建设需要有基本的吸引力。除了按照收益率标准合理厘定地价之外（如上文论述），在存量端（包括闲置的公有用地、老旧宿舍甚至办公楼等）也可以做一定的资源挖掘，做到多渠道并举。但整体原则还是需要令开发投资收益率对于参与的私人部门而言具备一定的吸引力，即满足可以“形成资产”的基本条件。到具体的公共与私人部门合作形式上，也并非需要局限于传统的出让，也可以采取合营公司、引入房地产基金架构等等形式。

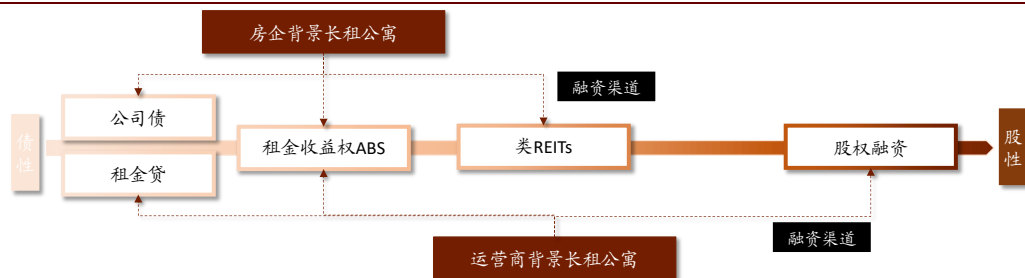
- **中端，我们原则上不建议单体产品完全“公共化”，但地方政府可以对所辖范围内的产品做标准管理。**我们首先不建议租赁住房产品完全“公共化”，即未必需要对单体租赁住房（或社区）中的所有租户做严格的准入条件限制，这在一定程度上也存在“一刀切”的问题。我们认为比较合宜的做法，值得参考美国的可负担住房设计，例如可能规定单个产品中的半数租户需要满足“低收入”条件（例如收入小于当地平均中位数的70%），但有另一半租户仍是可以充分市场化的。此外，在“税收抵免”制度下，对于半数满足“低收入”条件这一规定，在若干年份（10-20年）后也可以豁免，因此长期来看该资产有潜力完全市场化，我们认为这也是合理的（在市场化需求增长的环境下，“保障性”的职责之后也可以逐步转嫁给其他新开发项目）。我们在此暂不裁定该方案到中国的适配程度，但至少好于香港采取较为彻底的公共化，这会造成很大程度上的模型失效（公共部门需要随市场情况变化因时调节租户准入门槛也具有较高难度）。因此方向上，我们建议在租户准入条件上做“灵活”处理，满足一定量的合理的“保障性”需求，剩余的部分尽可能让市场自我适配调节，争取在单体产品上能做到“保障性”和“收益率”的相对均好。但具体到有多少量需要保障，则取决于各地方实际情况，这一部分我们认为政府有职责进行宏观层面的研究和规划。
- **后端利用 REITs 退出最具灵活性。**当前租赁住房项目退出多利用 ABS、类 REITs 等手段，但这些不是真正意义上的“退出”，而是实现了（对开发贷的）融资替换，因此首先通过 REITs 构建股权退出通道是必要的。此外，我们认为通过 REITs 退出在一定程度上可以主动择时，公共部门如若通过自身下属平台运营管理租赁住房资产，那么可以在运营相对成熟时再退出回流公共资金。关于一二级市场退出的“性价比”，我们目前较难判断通过公募 REITs 来做租赁住房退出的估值是否会好于一二级市场，但考虑二级市场平台有“永续性”且实现真正股权退出，我们判断 REITs 的适用范围将更为宽广。

图表 16：中国使用 REITs 构建公租房开发建设体系的简要构想

| | |
|------|--|
| 统筹供应 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 供地：让渡地价促进供应 ■ 建造：可辅以适度财政和金融手段激励私人企业参与建设 |
| 统一管理 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 租金拟定：政府根据实地状况拟定租金标准和准入门槛 ■ 房屋管理：可委派专门机构对公租房实施统一管理 |
| 资产退出 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 退出：允许公共部门择时将运营成熟的物业通过 REITs 平台退出变现，完成公共资金的回流 |

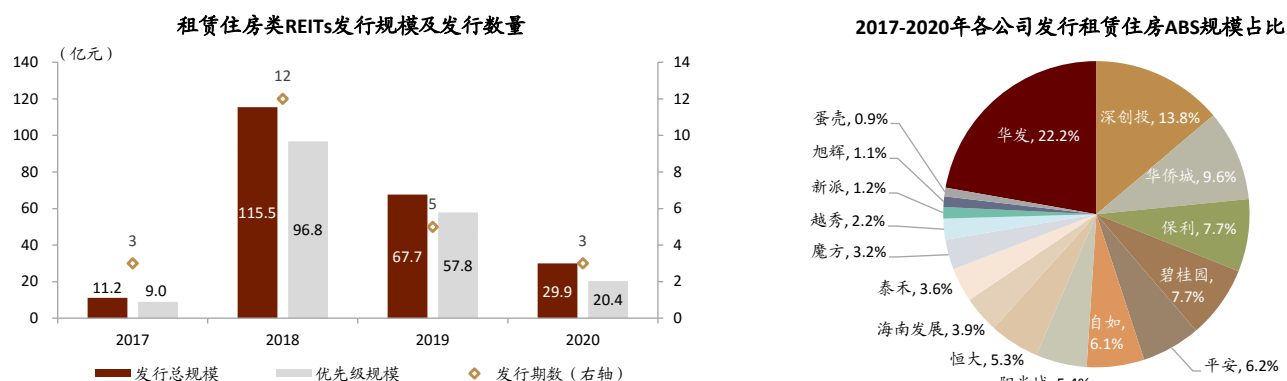
资料来源：中金公司研究部

图表 17: 目前长租公寓企业主要依托 ABS 或类 REITs 产品来服务重资产退出



注：图中为不同背景长租公寓的主要融资渠道，而非全部融资渠道
资料来源：中金公司研究部

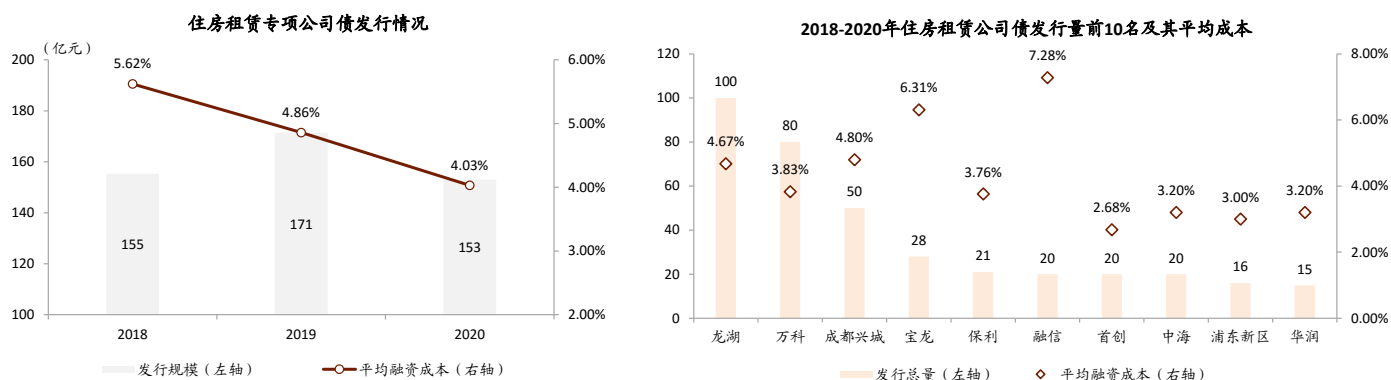
图表 18: 2018 年后租赁住房类 REITs 发行量明显下降, 和整体市场活跃度下滑有直接关系



注：1）近八九成的住房租赁 ABS 为类 REITs 产品，即底层资产为租赁房产，而非转租模式下的租金收益权；2）以自如、魔方、新派为首的运营商发行住房租赁 ABS 主要集中在 2017 和 2018 年。

资料来源：上交所，深交所，贝壳研究院，克而瑞，中金公司研究部

图表 19: 头部房企从事租赁住房开发仍主要依托专项债



注：1）住房租赁专项公司债券相关政策于 2016 年开始出台，第一支专项债券于 2018 年开始发售；2）右图为 2018-2020 年期间，公司发布全部专项债券的平均利率

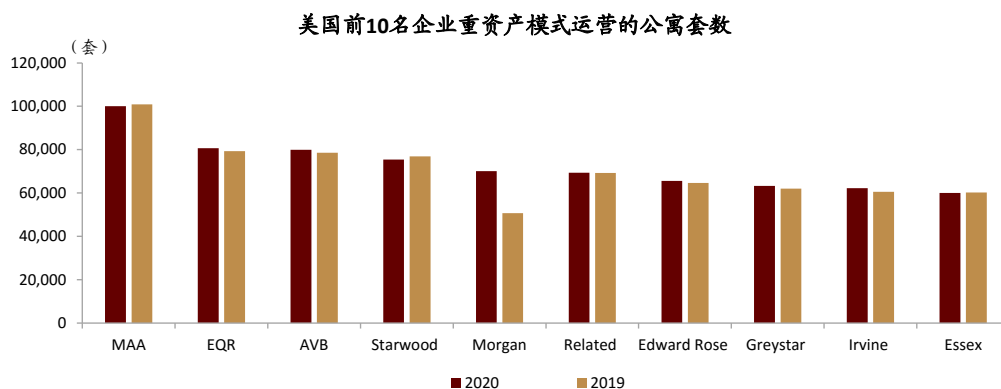
资料来源：上交所，深交所，贝壳研究院，中金公司研究部

发展租赁住房 REITs 对整体 REITs 市场发展也将具备重要意义

中国 REITs 目前支持的资产类别尚不包含租赁住房，但我们认为向租赁住房扩容是合理选择。中国 REITs 目前尚不支持租赁住房这一特定资产类别，我们认为和其整体“暂不涉房”有关。但从方向上来看，我们认为首先租赁住房市场培育（尤其考虑其在中国语境下公共性质更重）的政策意义相对重大，尤其和商品房开发领域的金融管理并不矛盾，其次客观上我们也认为嫁接资本市场路径来构建更加智慧的公共部门投融资体系也是大势所趋，因此我们认为未来中国 REITs 向该领域扩容是合理选项。

体量角度，租赁住房 REITs 可能有潜力成为中国 REITs 版图中的重要部分。中国 REITs 目前支持的资产类别主要在基础设施领域，其中资产存量最可观的几个类别包括产业园区、道路交通设施等领域，但就具体形成 REITs 产品的潜力来说仍有待观察。一些本身更容易形成 REITs 产品的品类包括仓储物流、数据中心，整体资产存量却相对较小。但我们认为如果中国政策设计得当，租赁住房（重资产模式）则有可能成为对于 REITs 市场而言潜在发行体量和产品逻辑均好的一个资产品类。

图表 20: 2020 年美国前 10 名企业重资产模式运营公寓数量在 6 万套以上



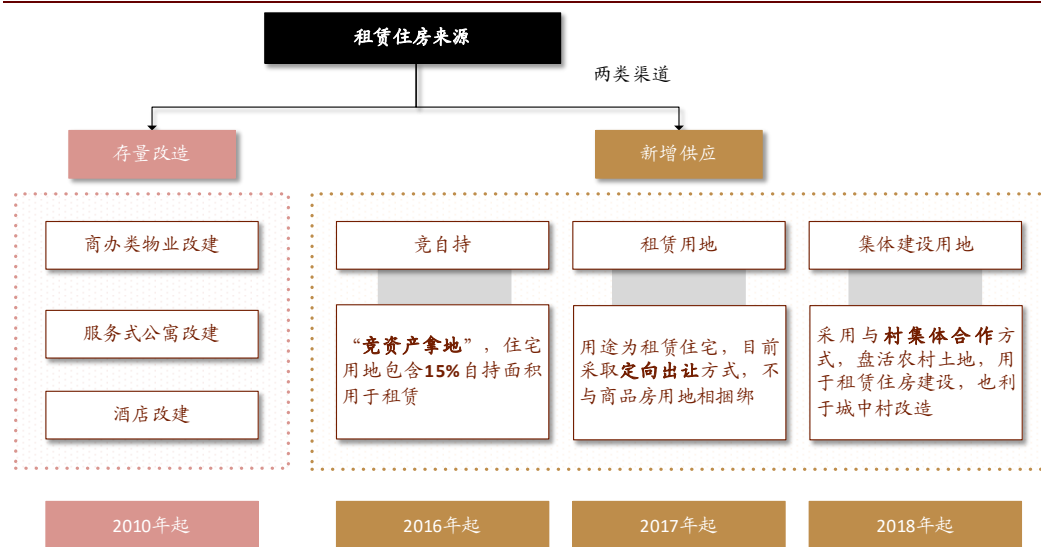
资料来源：美国多住户委员会，中金公司研究部

未来租赁住房 REITs 发展的潜在关注点

土地供给

土地成本和质量（包括区位、产权是否完整清晰等要素）是能否借助 REITs 跑通租赁住房投融资模式的关键要素。我们认为目前主要的用地来源各有优劣，简单梳理如下：

图表 21：当前租赁住房的主要用地来源



资料来源：中金公司研究部

竞自持

自 2016 年起，为了调控房价与培育租赁市场，部分城市将“竞自持”纳入到土拍政策中，自持地块成为房企开发租赁住房项目的重要用地来源。据克而瑞数据，自 2016 年首宗自持地块成交至 2020 年 4 月，共计出售自持地块 518 宗，建筑面积约 1900 万方。“竞自持”本身是一种调控手段，从发展租赁市场的视角来看并非长久之计，房企本质上是通过住宅用地市场价格（甚至更高）获取了自持地块，租赁住房项目自身难以形成具备充足收益率的有效资产。

四类居住用地（R4 用地）

租赁用地（R4 用地）是近年来政府主要推动的租赁住房用地来源之一。一般情况下，将用地定向出让给具备建设资质和运营能力的国有企业，明晰的产权归属是这种用地来源的最大优势。相反地，在土地成本、供地数量与项目区位上存在自身劣势：

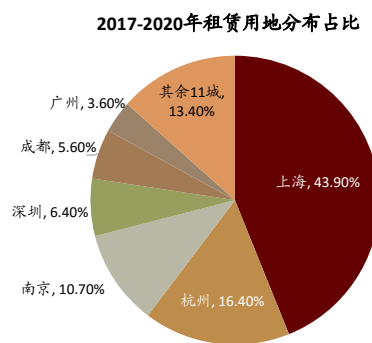
- **土地成本。** R4 用地本质上就是政府的一种“让渡地价”的行为。这类用地可有效降低租赁住房的土地成本，并由此增强租金收益率。但对地方政府而言，意味着土地出让的隐形损失，因此在供地数量和区位上往往容易受限。根据克而瑞 2019 年数据，一线城市租赁用地楼板价约为住宅用地价格的 3 成。
- **供地数量。** 2017 年至 2020 年全国租赁用地成交约 1500 万方，主要集中在上海、杭州、南京、成都、深圳和广州六城。这些热点大城市存在土地资源的刚性约束，持续性租赁用地供应存在疑虑。此外，对于经济欠发达地区，政府较为依赖土地财政，缺少动力供应租赁用地。

图表 22: 2017-2020 年租赁用地总成交 1500 万方



资料来源：克而瑞，中金公司研究部

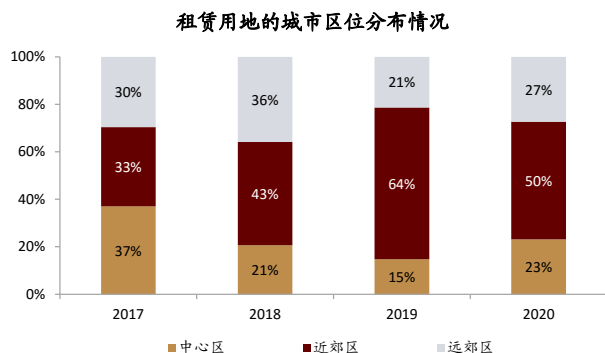
图表 23: 上海、杭州、南京等 6 城供应占比近 9 成



资料来源：克而瑞，中金公司研究部

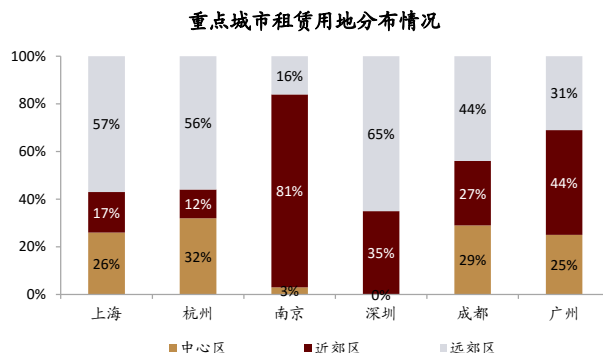
- **项目区位。**随着租赁用地供应数量的增加，中心区租赁用地供应占比明显下滑，占比不足 3 成。

图表 24: 2017-2020 年租赁用地区位分布



资料来源：克而瑞，中金公司研究部

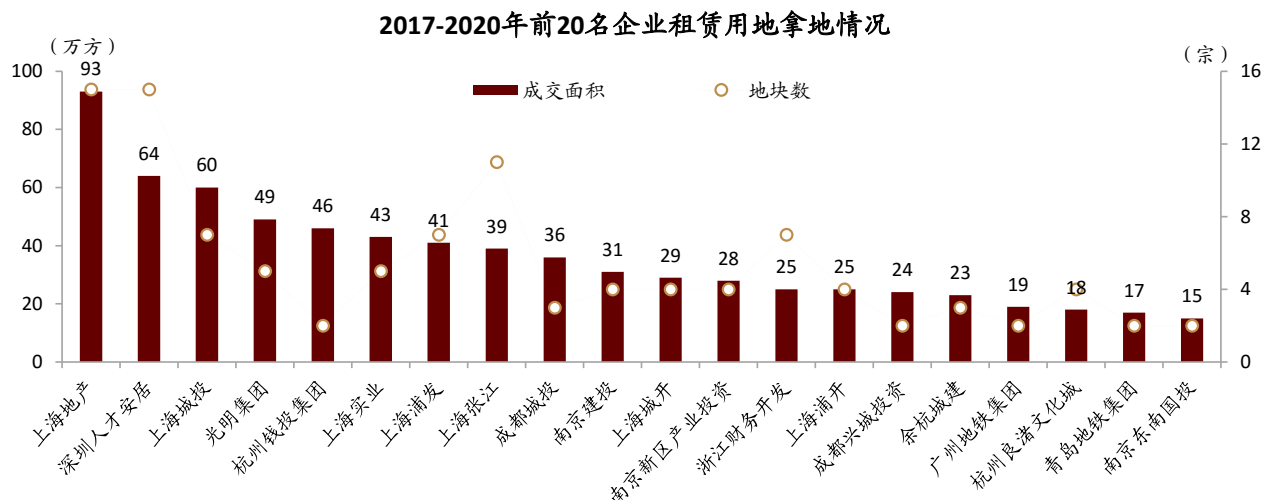
图表 25: 上海、杭州、深圳远郊用地占比超 50%



资料来源：克而瑞，中金公司研究部

- **购地企业。**由于租赁用地多采取定向出让，所以拿地主体主要是各地方国家队企业，其中前 20 家企业共计收购了近 40% 租赁用地，私人部门参与相对受限。

图表 26: 2017-2020 年获取租赁用地的企业主要是地方性国企



资料来源：克而瑞，中金公司研究部

存量改造

租赁住房存量改造的目标物业主要包括四大类，包括老旧社区、商业用房（“商改租”）、工业厂房（“厂改租”）以及城中村，后三种是重资产运营模式下存量改造的主要房源。闲置存量空间多集中于城市中心区及近郊，项目普遍享有良好的区位；由于收购改造物业基本上不是正规住宅，能一定程度上降低前期投入。但是存量改造往往涉及到用地规划调整和建筑安全标准升级（如防火），各城市政府对租赁住房改造设置较严的约束，这可能会限制可选择的物业范围。

图表 27：以北京等一线城市为例，政府对存量物业改造为租赁住房的约束集中体现在四方面

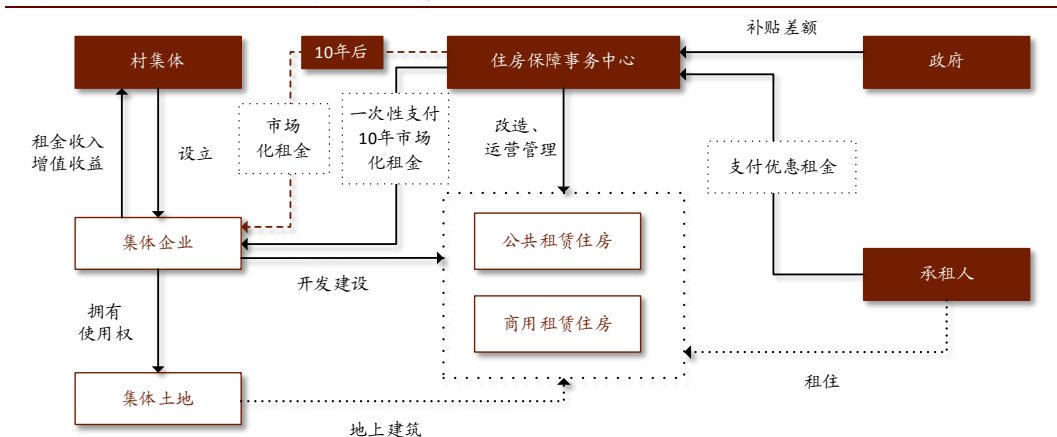
| 城市 | 文件 | 内容 | 约束 |
|----|--------------------------|--|------------------|
| 北京 | 《建设项目规划使用性质正面和负面清单》 | 鼓励 三环路以外 商业零售、商务办公、酒店宾馆等建筑调整为出租型公寓 | 特定范围内的物业 |
| 上海 | 《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》 | 将多余的 工厂、仓库 、办公楼、公寓式酒店改为住宅，用作公共租赁住房 | 目前只有上海明确允许“厂改租” |
| 深圳 | 《深圳市关于加快培育和发展租赁市场的实施意见》 | 1) 租赁住房改建应 满足城市规划和公共配套要求 2) 改建后的住房仅限租赁或整体转让，不得分割转让或“以租代售”等形式变相分割转让 | 符合城市规划，后续用地转让有限制 |
| 广州 | 《广州市加快住房租赁市场工作方案》 | 公安消防 等有关职能部门按照改建后的实际使用性质进行审批验收 | 安全标准升级 |

资料来源：各城市政府住建委，中金公司研究部

集体建设用地

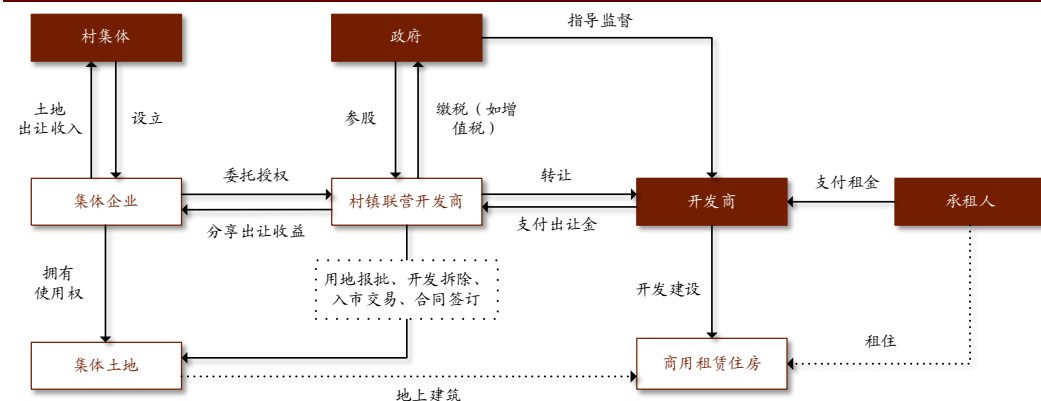
2017 年后，国土资发[2017]100 号文赋予镇集体经济组织“自行开发运营”或“联营、入股”等方式建设运营集体土地租赁住房的权利。这确保了集体土地租赁住房项目参与主体多元化，形成**自主开发、联合开发、流转（出让、出租）**三种不同的集体土地的使用权形态：对于前两者，村集体参与土地开发并获取租金收益；后者村集体收益来自于土地出让价款。

图表 28：类型一：政府主导集体租赁住房项目——海淀区西北旺镇唐家岭村项目



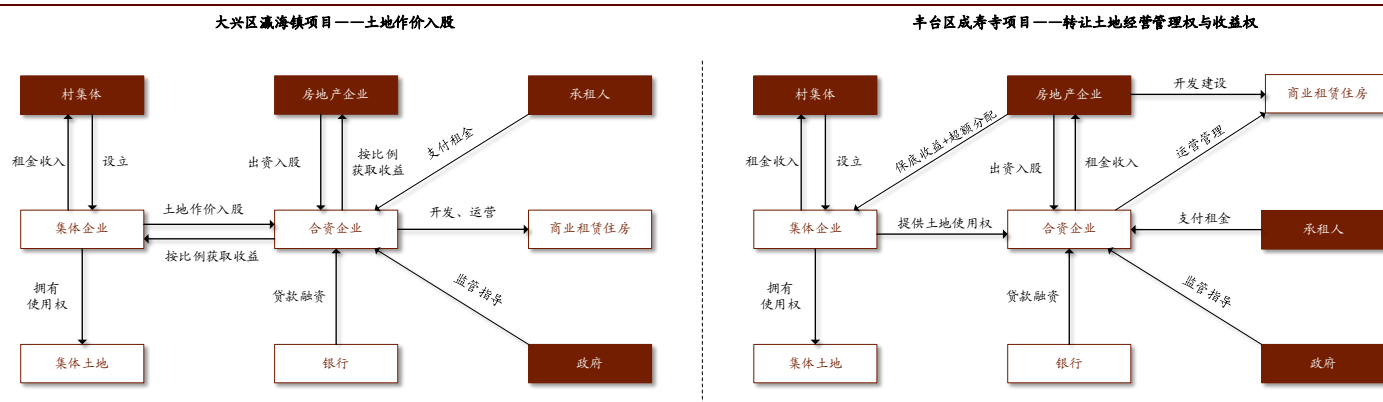
资料来源：中金公司研究部

图表 29：类型二：企业受让集体土地主导租赁住房项目——大兴区西红门镇项目



资料来源：中金公司研究部

图表 30：类型三：村企合作开发的集体商业租赁住房项目——大兴区瀛海镇项目和丰台区成寿寺项目



资料来源：中金公司研究部

- **集体建设用地优势：**（1）数量维度：利用集体用地建设租赁住房不占用建设用地新增指标，有助于增加租赁住房的土地供应；（2）成本方面：集体建设用地相对于国有建设用地的利用具有一定成本优势，有助于支持合理租金水平和资产收益率。
- **集体建设用地存在潜在问题：**（1）区位是否合适；（2）基础设施是否完善：目前各大城市的租赁住房试点范围基本上都选取了道路、医疗、教育等公共配套设施相对齐全、租赁需求较强的区域，但可能仍存在不少集体建设用地开发租赁住房需要新的基础设施建设配套，这于公共财政角度亦存在性价比问题。

图表 31: 以北京市为例，20 多个集体土地租赁住宅项目多分布于四环外及城郊



资料来源：同策研究院，中金公司研究部

图表 32: 18 个试点城市利用集体用地建设租赁住房的执行情况

| 城市 | 试点城市集体用地建设租赁住房执行情况 |
|----|---|
| 北京 | 2017-2021年供应1000公顷集体土地，共建设50万套租赁房源。截至2020年5月底，累计上报开工集体土地租赁住房项目35个、房源约5.2万套，户型以90平方米以下中小套型和职工宿舍类为主。 |
| 广州 | 至2020年计划利用集体建设用地建设租赁住房建筑面积300万平方米。2018年底共有10个集体用地建租赁住房项目纳入全市第一批试点，其中白云区1个、番禺区6个、花都区3个。 |
| 杭州 | 截至19年1月，萧山区、余杭区、富阳区、临安区、大江东产业集聚区5个地方纳入全市第一批试点。 |
| 成都 | 2019年11月成功运营一批集体租赁住房项目，天府新区、青白江区、金堂县、蒲江县4个区县先行启动集体建设用地建设租赁住房试点，先后编制了五个试点项目，主要都是集中在欧洲产业城、天府中心、智谷中心周边来进行。 |
| 合肥 | 2018年集体建设用地建设租赁住房完成1000套，2019年完成2000套，2020年完成2000套建设任务。 2018年8月，合肥市首个集体建设用地建设租赁住房项目开工。该项目预计2020年将建成。项目位于包河经开区花园大道与山西路交口，总用地面积2.1万㎡，总建筑面积5.3万平米，计划建设租赁住房514套。 |
| 沈阳 | 首期试点拟选择1-2个地块；在用地规模上，新民市、法库县、康平县不得超过7公顷，其他区（开发区）不得超过20公顷；项目实施全装修成品交房，禁止建设低密度住宅，商业服务等配套设施建筑面积不超15%。 |
| 福州 | 仓山区将于4月20日公开拍卖一宗集体租赁住房集体建设用地，宗地编号为CJ2020-1号地块位于仓山区仓山镇联建村，土地面积15807平方米，建筑面积22129平方米 |
| 海口 | 海商花苑C区项目是第一个利用集体建设用地建设租赁住房试点项目，土地面积15.61亩，共规划有4栋建筑单位，其中1栋为4层商业楼，3栋24层住宅楼，项目总建筑面积为53743.72平方米 |
| 南昌 | 试点方案实施阶段时间为2018年10月至2020年11月，在高新区、红谷滩新区、青山湖区选择1-2个成熟地块开展试点 |
| 贵阳 | 小区单个项目住房建筑面积不低于3万平方米，并可按住房建筑面积配建不高于20%商业服务设施。租赁住房可以是成套型住房，也可以是宿舍型住房、公寓型住房，以90平方米以下中小户型为主。建设目标：第一批试点项目力争用1至2年时间建成1万套并投入使用。 |
| 上海 | 上海松江区共5个项目纳入集体土地建设，其中泗泾镇2个、车墩镇1个、小昆山镇1个、九亭镇1个，总建筑面积约22.76万方。 |
| 郑州 | 郑东新区金光集体土地租赁住房项目是第一利用试点项目，占地68.68亩，二期总建筑面积约15.29万㎡，地上建筑面积约12.03万㎡，其中住宅建筑面积约10.78万㎡，共9栋，地上18层，地下1层，住宅约1668套 |
| 青岛 | 申请人须为村集体经济组织，建设要求以90平方米以下中小户型为主，最长租赁期限不得超过20年，期间，非本市户籍承租人将享受当地教育医疗等公共服务。大型产业园区、高校集中区域周边等租赁住房需求量大、区域基础设施完备、医疗教育等公共设施配套齐全的区域和轨道交通站点周边区域。承租人享受教育医疗等公共服务。 |
| 佛山 | 南海区2018年将利用集体用地建设租赁住房约2400套。预计未来三年，南海区通过土地招拍挂、利用集体土地建设租赁住房、社会筹集等方式新增租赁住房3万多套，其中利用集体土地建设租赁住房9000多套。 |
| 厦门 | 2018年5月成功出让首宗位于湖里区2018P01的租赁住房用地国有建设用地使用权，拟建设539套（间）租赁用房；至2019年9月已批农村预留发展用地建设租赁住房项目31宗，土地面积121公顷、建筑面积约184万平方米，已建或在建项目21宗，土地面积90.4公顷，建筑面积103.8万平方米 |
| 肇庆 | 到2020年计划成功建设运营首批集体租赁住房项目，首批确定全市范围内2—3个试点项目，切实做到封闭运行，待运行规范后逐步推开。 |
| 南京 | 规划了三块集体建设用地建设租赁住房。第一块是栖霞区南象山地块，第二块是浦口区林山村地块，第三块是六合区冶浦村地块。 |
| 武汉 | 东湖高新、江夏、黄陂区、蔡甸、新洲区等5个试点区各确定一个试点项目，土地面积约67亩，预计可提供1100余套房源。武汉市首个集体用地建设租赁住房项目——武地丰和园U里公寓正在紧张建设中，项目建筑面2.14万平米，预计2020年12月交付使用。 |

资料来源：克而瑞，中金公司研究部

公共与私人部门权责划分

自上而下规划和自下而上执行的统筹考虑。我们在上文提到中国租赁住房需要有一定的“公共性质”，但在实际市场的建设开发过程中最好也引入私人部门做一定的“市场化”开拓。在此过程中，我们认为有大量事项在公私合作框架中有不同的权责轻重，也可能影响到利益平衡及合作的可持续性。我们建议重点关注如下事项：

- ▶ **产品的“公共化”程度：**如上文所述，我们不建议产品完全“公共化”，而建议一定比例的混合，这对于产品的公平性，灵活度，以及形成资产的潜力均可能有正面效果。但整体上有多大比例需要设定为保障性的层次，有多少可以完全市场化，仍需要政府和企业一道探讨来形成相对有实操性的方案。这其中可能还涉及租户的准入标准设定，需要于公共目标、产品质量、财务模型三者之间寻得一定平衡。
- ▶ **运营管理：**我们亦认为运营管理的职能可以因地制宜。我们不建议公共部门全责承担租赁住房产品的运营，一方面造成较大的职能负担，另一方面对培育市场的运营管理能力无益，不利于长期发展（目前政策性租赁住房已经批准私人部门参与建设投资与运营维护）。但在某些运营管理的标准、租户服务和保护政策等方面仍建议公共部门统筹考虑，建立更健全的市场规则。此外，这些标准可能也不仅限于我们本文中主要探讨的重资产模型，对于以包租模型运行的运营商也需要有统筹意义。
- ▶ **激励机制：**除了通过合理厘定地价激励私人部门参与租赁住房建设之外，我们认为也可以配合其他的一些激励机制。可以考虑的有几方面，包括给予更优惠的开发环节融资成本（当前产品收益率和融资成本普遍倒挂）、如果在满足收益率要求上有困难是否可以给予一定的租金补贴或税收减免等。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

