

总量研究

保障性租赁住房：经济影响与政策意义

——《共同富裕》系列第五篇

要点

核心观点：

“租购并举”住房制度下，保障性租赁住房，是政府在稳房价、稳地价、稳预期的重要实践，是促进房地产良性循环的关键，在推动全体人民住有所居的基础上，将最终服务于共同富裕的战略目标。目前，从计划、项目、资金途径来看，各地已在加快推动保障性租赁住房建设，预计 2022 年将拉动房地产投资 2 个百分点，有助于托底房地产市场，短期内起到一定的稳增长效果。

为何重点推出保障性租赁住房？

一方面，随着我国城镇化进程的加快，人口持续流向经济发达地区，部分城市住房供需矛盾突出，新市民和新青年普遍存在住房困难等问题。另一方面，我国现有的租赁住房市场发展滞后，难以满足城市新青年的诉求，政府有必要扩大政策性租赁住房保障范围。同时，随着房企高杠杆、高周转、高负债的运营模式得到纠正，政府通过全方位的政策扶持，也将鼓励更多主体参与租赁住房建设，培育租房市场。

各地正在加快落实保障性租赁住房建设，预计 2022 年发力靠前。

2021 年下半年，中央开始督促地方制定“十四五”保障性租赁地方计划，推动地方加快落实。2021 年 10 月以来，各地纷纷公布保障性租赁住房工作计划，全国 40 个试点地区也在如期执行。2021 年下半年以来，投向保障性住房的 PPP 项目开始提速，中央在 2021 年 10 月末就提前下达 2022 年的保障性安居工程财政补助资金，待 2022 年初开始使用，较 2021 年提前 2 个月。

“十四五”期间，预计保障性租赁住房筹建近 900 万套，涉及 1.35 万亿元投资。截至 2021 年 12 月，共有 28 个省市披露“十四五”保障性租赁住房建设计划，超过 60 个城市被纳入，主要为人口净流入较多的一线和二线城市，常住人口基本在 100 万以上。我们估算“十四五”期间，全国保障性租赁住房筹建规模接近 900 万套，涉及的总投资额为 1.35 万亿元，约占同期房地产投资的 2%-3%，为“十三五”期间棚改投资额的 20%。

预计 2022 年保障性租赁住房将拉动房地产投资 2 个百分点，有助于托底房地产市场。若 2022 年建设前倾，假设一季度完成全年任务的 1/3，则对一季度房地产投资拉动或提高至 3.8 个百分点。

财政资金、银行贷款是保障性租赁住房的主要资金来源。

财政资金方面，预计通过中央补助资金、地方财政资金、以及土地出让净收益等渠道筹集。银行贷款方面，2021 年建行、国开行授信额度接近 1000 亿元。

保障性租赁住房的推出，是政府在稳房价、稳地价、稳预期的重要实践。进一步而言，保障性租赁住房建设，在推动全体人民住有所居的基础上，将最终服务于共同富裕的战略目标。未来，随着城市新青年逐步纳入住房保障范围，长期来看有助于降低居民杠杆，释放消费潜力，加快经济内循环。同时，租赁住房的发展，将进一步推动住房回归居住属性，促进经济增长方式转变为以制造业为重心，在高质量发展中促进共同富裕。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

稳增长措施逐步发力，经济动能企稳回升——2021 年 12 月 PMI 数据点评（2021-12-31）

盈利增速如期回落，上游降、中游稳、下游增——2021 年 12 月工业企业盈利数据（2021-12-27）

经济完成探底，财政正在蓄力——2021 年 11 月经济数据点评（2021-12-15）

圣诞旺季+总需求扩张，出口如期展现韧性——2021 年 11 月进出口数据点评（2021-12-07）

房地产良性循环、科技政策加快落地——2021 年 12 月政治局会议解读（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

从六国经验，看中国消费何时崛起——《共同富裕》系列第三篇（2021-12-02）

保供稳价成效凸显，供给约束明显缓解——2021 年 11 月 PMI 数据点评（2021-11-30）

上游利润占比见顶，消费品盈利恢复加快——2021 年 10 月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-11-28）

理解三季度货币政策报告的两条主线——2022 年三季度货币政策执行报告点评（2021-11-20）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、重构制造——2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

第三支柱养老提速迫在眉睫：来自人口的视角——《人口峭壁》第五篇（2021-11-02）

能耗双控影响持续，价格或进入摩顶阶段——2021 年 10 月 PMI 数据点评兼光大宏观周报（2021-10-31）

目 录

一、为何重点推出保障性租赁住房？	4
二、保障性租赁住房如何助力稳增长？	5
2.1 “十四五”期间，预计保障性租赁住房筹建近 900 万套，涉及 1.35 万亿元投资额	5
2.2 预计 2022 年保障性租赁住房将拉动房地产投资 2 个百分点	8
2.3 财政资金、银行贷款是保障性租赁住房的主要资金来源	9
三、保障性租赁住房是实现住有所居，促进共同富裕的重要途径	12
3.1 1994 年-2007 年，我国住房保障体系初步形成，以经济适用房为主	13
3.2 2008 年-2014 年，住房保障进入大规模实施阶段，重点发展公共租赁住房	15
3.3 2014 年-2018 年，棚户区改造加快推进	16
3.4 2019 年以来，“租购并举”住房制度下，保障性租赁住房登上历史舞台	17

图目录

图 1：一线城市住房租赁价格持续上涨	4
图 2：我国一线及核心二线城市房价收入比超过 20 倍	4
图 3：目前有 28 个省市披露“十四五”保障房建设计划	6
图 4：2021 年 100 大中城市住宅用地楼面均价为 6000 元/平	7
图 5：2021 年全国住宅建安工程造价均值为 2000 元/平	7
图 6：2012-2016 年，保障性安居工程约占房地产投资的 15%	8
图 7：2018 年以后，棚改对房地产投资的拉动逐年下滑	8
图 8：2021 年下半年起，投向保障性住房的 PPP 项目数量明显增加	9
图 9：审计署披露的城镇保障性安居工程资金来源	10
图 10：政策性银行贷款是保障性安居工程贷款的主体	10
图 11：全国公共财政中的保障性安居工程支出	10
图 12：2007-2009 年，32 个城市廉租房保障资金构成	10
图 13：保障性安居工程中，中央财政补助是重要基础资金	11
图 14：可调用的公积金增值收益均用于廉租房建设	11
图 15：2021 年下半年投向保障性租赁住房的专项债较少	12
图 16：2005 年以前，经济适用房占住宅销售面积的 10% 以上	14
图 17：2013 年之后，用于经济适用房的供地面积开始减少	14
图 18：经济适用房价格大约为商品房价格的 60%	14
图 19：2008-2010 年，北京限价房数量高于经济适用房	14
图 20：2012 年以后公共租赁住房开始接力廉租房建设	15
图 21：2012 年公共租赁住房供地中划拨占比为 74%	15
图 22：2014 年起，棚改成为保障性安居工程的主体	16
图 23：2019 年以后，棚改专项债代替银行贷款成为资金主力	16
图 24：2012-2020 年，棚改建设规模接近 4000 万套	17
图 25：全国保障性安居工程累计建设规模（截至 2018 年底）	17

表目录

表 1：保障性租赁住房的政策支持	5
表 2：保障性租赁住房的五种供应方式	6
表 3：我国住房保障体系框架图	13
表 4：中央重要会议及文件有关租赁住房的表述	18

一、为何重点推出保障性租赁住房？

2021 年 12 月，中央经济工作会议表示，“要坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。我们认为，保障性住房作为住房供应体系的重要补充，不仅能够解决城市新青年的住房困难问题，还将推动保障房和商品房“双轨”并行，成为促进房地产业良性循环、构建租购并举新发展模式的关键。

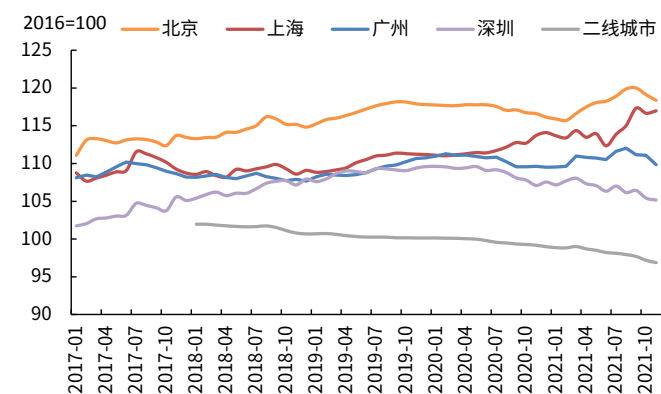
现阶段的保障性住房，包括保障性租赁住房、公共租赁住房、以及共有产权房，其中，保障性租赁住房是“十四五”期间保障性住房建设的主体。2020 年 10 月，“十四五”规划提出，扩大保障性租赁住房供给。2021 年，我国将 40 个城市纳入保障房试点，大力发展保障性租赁住房。2021 年 6 月，国务院出台《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，从土地、财税、金融等方面明确保障性租赁住房的支持政策。

从制度设计来看，保障性租赁住房是指，在人口净流入的大城市和省确定的城市，增加小户型、低租金的租赁住房供应，面向无房的新市民、新青年，集中解决其住房困难问题。建设方式上，采取政府给政策、支持各类市场主体建设运营的方式，这种不完全以政府为主导的建设方式，不仅降低了财政负担，也有助于扩大租赁住房供给。

从我国的现实环境来看，发展保障性租赁住房的必要性和紧迫性较强。

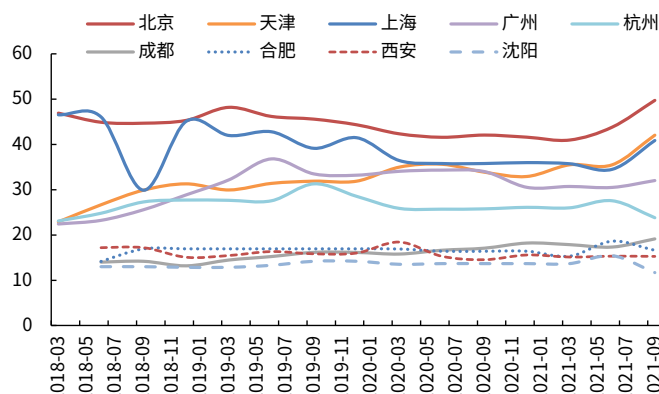
一方面，随着我国城镇化进程的加快，人口持续流向经济发达地区，部分城市住房供需矛盾突出，新市民和新青年普遍存在住房困难等问题。第七次全国人口普查数据显示，2020 年，我国流动人口为 3.76 亿，占城镇人口的 41.6%，人口高流动性特征突出。流动人口聚焦较多的经济发达地区，高房价和高租金成为常态，中低收入者面临买不起房和租不起房的问题。

图 1：一线城市住房租赁价格持续上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：我国一线及核心二线城市房价收入比超过 20 倍



资料来源：Wind，光大证券研究所注：房价收入比=（商品住宅成交均价*城镇居民人均住房建筑面积）/城镇居民人均可支配收入

另一方面，我国现有的租赁住房市场发展滞后，难以满足城市新青年的诉求，政府有必要扩大政策性租赁住房保障范围。一是，我国租赁住房市场发展缓慢，小户型低租金租赁住房的供给不足。二是，现有的公共租赁住房属于兜底保障，在准入门槛、建设主体、资金来源、轮候分配等有严格规定，新市民和青年人不属于首要保障群体。2017 年，我国住房租赁人口占比约为 11%，远低于发达国家 30% 水平。2018 年，据统计局调查，我国 1.35 万亿进城农民工

中，租房居住的占 61.3%，购买住房、单位或雇主提供住房的分别占 19.5%、12.9%，仅有 2.9% 享受保障性住房。

同时，随着房企高杠杆、高周转、高负债的运营模式得到纠正，政府通过全方位的政策扶持，也将鼓励更多主体参与租赁住房建设。早在 2017 年，住建部就提出，在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场。但由于利润率低、投资回收期长，企业参与租赁住房建设的积极性不高。但随着 2022 年政府加大对房企资金监管，房企经营行为回归理性，同时政府又提供一系列土地、财税、金融等政策支持，将有效降低保障性租赁住房建设和运营成本，有助于培育租赁住房市场。

表 1：保障性租赁住房的政策支持

方向	内容
土地支持	1) 企事业单位利用自有闲置土地建设，需变更土地用途，但不补缴土地价款，而且免收城市基础设施配套费。 2) 允许将闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋改为保障性租赁住房，用作保障性租赁住房期间，不变更土地使用性质，不补缴土地价款。
税收支持	1) 2021 年 10 月 1 日起，住房租赁企业向个人出租住房适用简易计税方法，按照 5% 征收率减按 1.5% 缴纳增值税；对企事业单位等向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房，减按 4% 税率征收房产税。 2) 对利用非居住存量土地和非居住存量房屋(含商业办公用房、工业厂房改造后出租用于居住的房屋)建设的保障性租赁住房，取得保障性租赁住房项目认定书后，比照适用前述增值税、房产税优惠政策。
金融支持	1) 支持银行业金融机构以市场化方式向保障性租赁住房自持主体提供长期贷款，不纳入贷款集中度管理。 2) 支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。 3) 将保障性租赁房纳入 REITs 试点范围。

资料来源：住建部，国务院，光大证券研究所

从实施情况看，2021 年全国 40 个试点地区如期推进保障性租赁住房建设，同时，2021 年下半年，中央开始督促地方制定“十四五”保障性租赁住房计划，2022 年全国保障性租赁住房建设有望提速。据住建部披露，2021 年全国 40 个城市计划新筹集保障性租赁住房 93.6 万套，1-10 月已开工 77 万套，占全年计划的 82.2%。2021 年 7 月，住建部表示，“今年 10 月底前，城市人民政府应确定“十四五”保障性租赁住房建设目标和政策措施，制定年度建设计划”，2021 年 10 月以来，各地纷纷公布保障性租赁住房工作计划。

“十四五”期间，保障性租赁住房建设，作为我国住房保障体系的重点任务，兼具投资和民生的属性，本文从其经济影响和政策意义出发，进行深入探究。

二、保障性租赁住房如何助力稳增长？

2.1 “十四五”期间，预计保障性租赁住房筹建近 900 万套，涉及 1.35 万亿元投资额

截至 2021 年 12 月，目前共有 28 个省市披露“十四五”保障性租赁住房建设计划，超过 60 个城市被纳入，主要为人口净流入较多的一线和二线城市，常住人口基本在 100 万以上。其中，上海、北京、天津、重庆、广州、深圳、杭州、西安、成都、厦门等地筹建规模位居前列，介于 30-60 万套。一线城市中，北京、上海、广州、深圳，其新增保障性租赁住房建设占新增住房供应总量的 40% 以上，西安和杭州作为二线城市，占比为 30%。

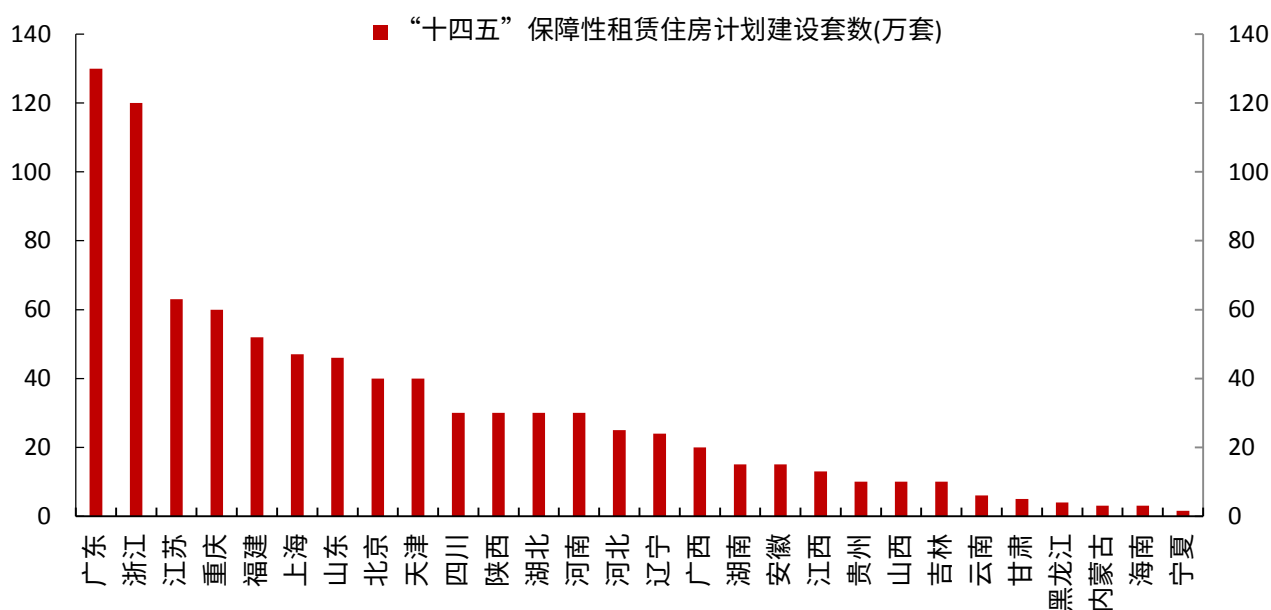
我们估算“十四五”期间，全国保障性租赁住房筹建规模接近 900 万套。在各省住建厅公布的“十四五”保障性租赁住房计划中，由于部分城市仅表示将开展保障性租赁住房建设项目，暂未提出具体目标，因此我们以各地最新住宅成交面积作为基准，利用已披露计划的城市的拟建设套数，推算出未披露计划城市的拟建设套数，最终估算出，“十四五”期间 26 个省市保障性租赁住房建设套数为 882 万套，其中筹建规模最高的前五大省市为广东、浙江、江苏、重庆、福建，占全国比重接近 50%。

表 2：保障性租赁住房的五种供应方式

供应方式	政策支持
利用非居住存量土地和房屋建设	一是，将旅馆、酒店、商业办公楼、厂房、仓库等非住宅改建为租赁住房；二是将闲置公有住房、安置住房等房源转为保障性租赁住房；三是，将市场中现存的各类集中式、分散式租赁公寓纳入保障性租赁住房体系。
利用产业园区工业项目配套用地建设	产业园区中工业项目配套用地面积占比上限由 7% 提高至 15%，提高部分用于建设宿舍型保障性租赁住房。
利用集体经营性建设用地建设	目前有 18 个城市利用集体用地建设租赁住房，2017 年 8 月，我国将北京、上海、沈阳等 13 个城市纳入首批试点，2019 年新增福州、南昌等 5 个城市。
企事业单位利用自有土地建设	主要解决企业住房困难职工和引进人才过渡性居住问题。企业自有土地需变更土地用途，但不补缴土地价款，且免收城市基础设施配套费。
采取出让、租赁或划拨等方式新增保障性租赁住房土地供应	目前以配建是租赁住房用地的主要供应方式。上海市明确所有商品房项目按 15% 配建自持保障性租赁住房；重庆市规定轨道交通站点上盖物业及半径 600 米范围内商品住房开发项目配建保障性租赁住房比例不低于 30%。

资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：目前有 28 个省市披露“十四五”保障房建设计划



资料来源：各地住建厅，光大证券研究所

综合历史数据和建造成本计算，预计每套保障性租赁住房对应的投资额为 15 万元，“十四五”期间，近 900 万套建设规模，涉及的总投资额为 1.35 万亿元。

1) **建造成本法**：在新建住房的情况下，假设基于土地和建筑成本测算，每套 70 平的保障性租赁住房投资额为 20 万元，但由于采用存量土地建设较多，在不考虑土地成本的情况下，70 平的保障性租赁住房投资额为 14 万元。

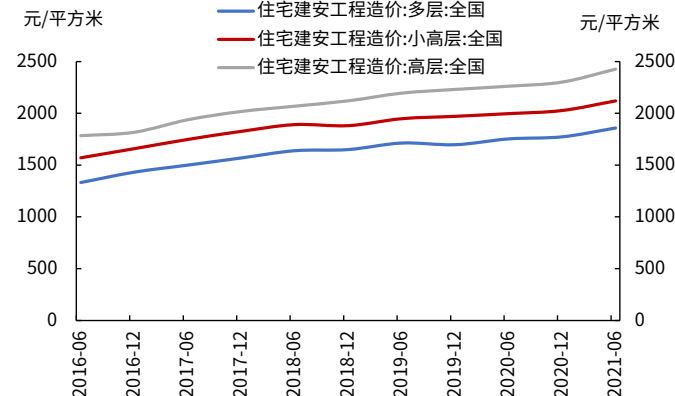
严格来看，每套保障性租赁住房的投资额，包括土地购置和建安支出。参考 100 城土地成交价格，假设全国住宅用地楼面均价为 6000 元/平。由于政策性扶持等原因，多数城市租赁用地价格均大幅低于住宅用地，我们假设租赁用地的出让价格为 $6000 \times 15\% = 900$ 元/平，住宅建安工程造价为 2000 元/平，假设每套面积为 70 平（参照保障性租赁住房建设标准，以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主），则每套保障性租赁住房的投资额为 $900 \times 70 + 2000 \times 70 = 20.3$ 万元。

图 4：2021 年 100 大中城市住宅用地楼面均价为 6000 元/平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：2021 年全国住宅建安工程造价均值为 2000 元/平



资料来源：Wind，光大证券研究所

2) 历史数据法：基于 2021 年保障性租赁住房实际投资额测算，每套保障性租赁住房的投资为 10.8 万元。

2021 年，我国将 40 个城市纳入试点，计划新筹集保障性租赁住房 93.6 万套，1-9 月已开工 72 万套，完成投资 775 亿元，则每套保障性租赁住房对应的投资规模为 10.8 万元。

对比来看，采用建造成本和历史数据估算，分别存在高估和低估的问题，因此我们将二者进行综合考量，预估每套保障性租赁住房的投资额为 15 万元。

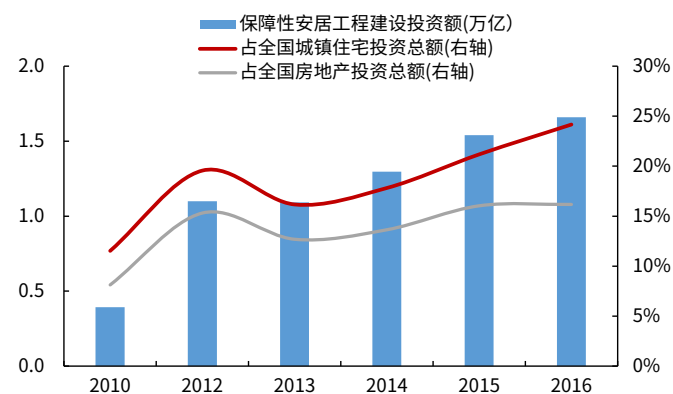
一是，并非每套保障性租赁住房均为 70 平米，在各地实际运作中，厦门市以 30~40 平方米的小户型为主，福州市 60 平方米以下户型的占 90%。二是，采用建造成本估算的前提是，全部住房均为新建，但在实际应用中，保障性租赁住房的建设方式包括新建、改建和扩建，各地普遍支持利用非居住存量房屋改建保障性租赁住房，因此保障性租赁住房实际拉动的投资额偏低。三是，开工不代表完工，新建房屋一般需要 1-2 年的时间。若假设 1-9 月完成全部项目建设的 70%，则每套保障性租赁住房对应的全部投资额为 15 万元。

“十四五”期间，预计保障性租赁住房投资额 1.35 万亿元，约为“十三五”期间棚改投资额的 20%。2019 年以来，我国保障性安居工程已经结束大规模建设，占房地产投资的比重从“十二五”期间的 15%，回落至 2020 年的 5%，“十四五”期间预计降低至 2%-3%。

“十二五”期间，在公租房、棚改大规模建设的支撑下，我国保障性安居工程建设规模接近同期房地产投资的 15%。“十三五”期间，我国保障性安居工程以棚改为主，2016-2020 年，全国棚改开工 2300 多万套，完成投资约 7 万亿元，占房地产投资的 12%。但在 2019 年之后，随着棚改进入收尾阶段，对房

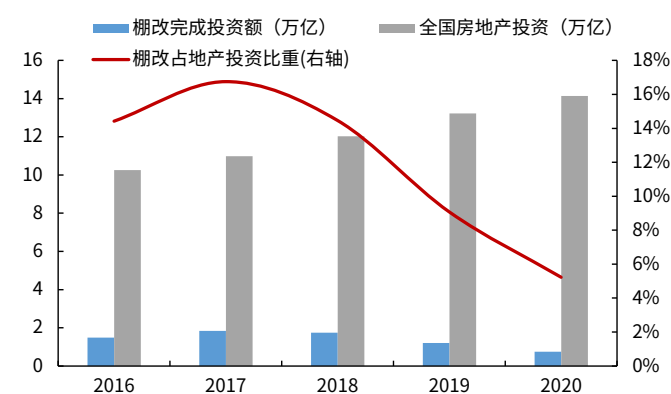
地产投资的支撑明显下滑。2020 年，预计棚改建设规模为 143 万套，对应投资额为 7000 亿元，占同期房地产投资的比重仅为 5%。

图 6：2012-2016 年，保障性安居工程约占房地产投资的 15%



资料来源：审计署，光大证券研究所

图 7：2018 年以后，棚改对房地产投资的拉动逐年下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2 预计 2022 年保障性租赁住房将拉动房地产投资 2 个百分点

预计 2022 年保障性租赁住房筹建 263 万套，对房地产投资的拉动率为 2%。

首先，2021 年计划筹备 93.6 万套保障性租赁住房，预计总投资 1008 亿元。根据住建部披露，2021 年 1-9 月已开工 72 万套，已完成投资 775 亿元，占全年计划的 76.9%。

其次，预计 2022 年保障性租赁住房建设规模提高至 263 万套，结合每套保障房预计投资 15 万元，对应的总投资额为 3942 亿元。根据估算的 882 万套“十四五”计划总包，扣除 2021 年执行的 93.6 万套，剩余部分将在四年内建设完毕。同时，考虑到部分地区存在支出前倾的情况，例如，上海表示按照 2021 年和 2022 年“多做、快做”，前两年完成“十四五”目标总量的一半以上。假设 2022 年完成量能达到“十四五”剩余总包计划的三分之一，那么 2022 年保障性租赁住房套数可能会提高至 263 万套 $((882-93.6)/3)$ 。

最后，预计 2022 年保障性租赁住房的投资额较 2021 年新增 2934 亿元，将拉动房地产投资 2 个百分点。其中，假设 2021 年四季度房地产投资同比增速回落至 0.8%，则 2021 年全年房地产投资规模为 $11.26+3.04*(1+0.8\%)=14.29$ 万亿元。

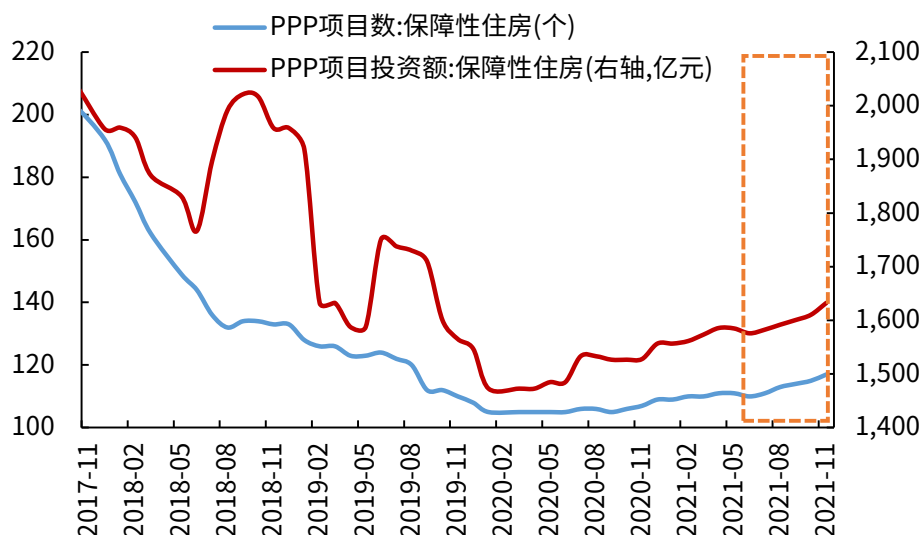
若 2022 年保障性租赁住房建设前倾，对一季度房地产投资拉动率或提高至 3.8%。

从项目进度看，2021 年下半年以来，投向保障性住房的 PPP 项目开始提速。从资金来源看，中央早在 2021 年 10 月末就提前下达 2022 年的保障性安居工程财政补助资金，较上年提前 2 个月。2021 年 10 月 29 日，中央提前下达部分 2022 年中央财政城镇保障性安居工程补助资金 526 亿元，较 2021 年提前 2 个月，专项用于城市棚户区改造，向符合条件的在市场租赁住房的保障家庭发

放租赁补贴，城镇老旧小区改造，以及第二批中央财政支持住房租赁市场发展试点。

考虑到一季度房地产投资规模一般较低，2021 年为 2.76 万亿，约占全年的 20%。若 2022 年保障性租赁住房建设前倾，假设一季度完成全年任务的 1/3，则对 2022 年一季度房地产投资的拉动率可达到 3.8%。

图 8：2021 年下半年起，投向保障性住房的 PPP 项目数量明显增加



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3 财政资金、银行贷款是保障性租赁住房的主要资金来源

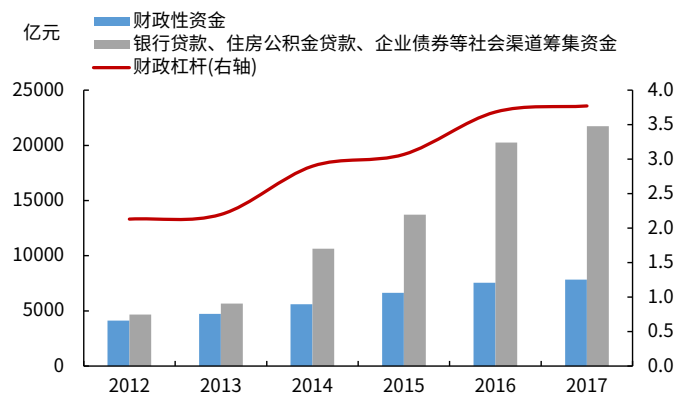
“十四五”期间，预计保障性租赁住房投资额平均每年为 2700 亿元，相较于“十三五”期间的棚户区改造，资金体量并不大，依靠财政资金和银行贷款，基本可以满足。

以往的保障性安居工程中，资金来源主要两部分，一是财政资金，例如廉租房建设使用的中央财政补助、地方财政资金、提取贷款风险准备金和管理费用之后的住房公积金增值收益、土地出让净收益的 10% 以上等。二是银行贷款、专项债、企业债等社会渠道资金，例如棚户区改造中，涉及的政策性银行发放的棚改专项贷款、商业银行贷款、棚改专项债、城投平台发行的投向棚改项目的企业债等。

2012-2017 年，保障性安居工程资金来源中，财政资金占比介于 27%-47%，对应的财政杠杆介于 2.1-3.8。根据审计署披露，2012-2017 年间，城镇保障性安居工程资金投入从不足 9000 亿元，持续增加至近 3 万亿元。其中，银行贷款等社会渠道筹集资金占比从 53% 升高至 73%，对应的财政杠杆从 2.1 升高至 3.8。财政杠杆提高，与 2014 年以后，国家通过创设 PSL 等方式，加大对棚改的资金支持有关。

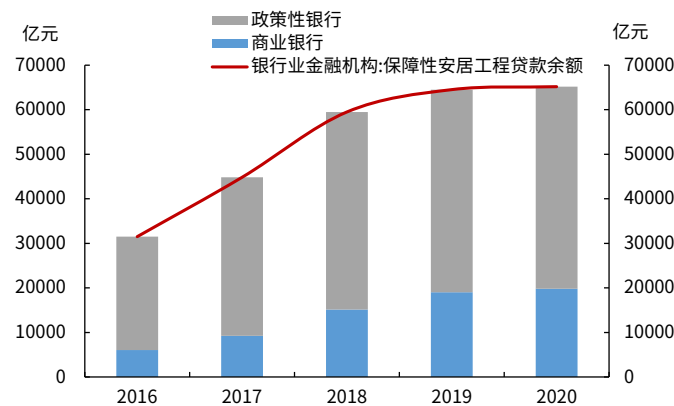
目前来看，本轮保障性租赁住房的资金来源与往年大体一致，额外增加了 REITs 作为筹资渠道。具体而言，一是，财政资金，包括中央补助资金、土地出让净收益以及住房公积金增值收益；二是，金融支持，包括银行业金融机构提供的长期贷款、新增专项债、企业发债、房地产信托投资基金(REITs)。

图 9：审计署披露的城镇保障性安居工程资金来源



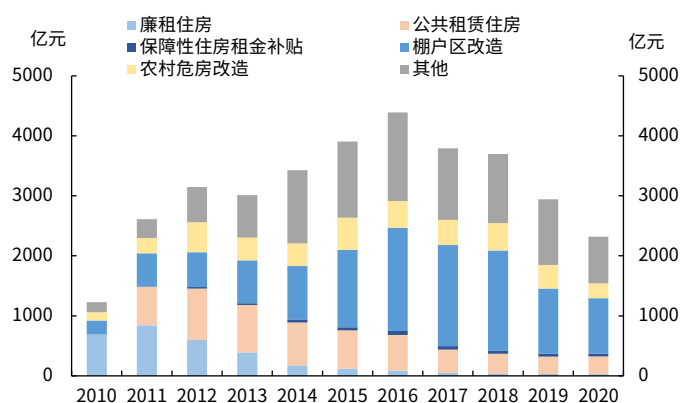
资料来源：审计署，光大证券研究所

图 10：政策性银行贷款是保障性安居工程贷款的主体



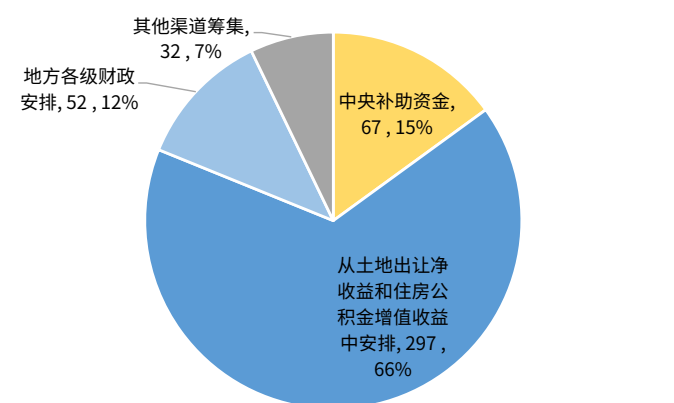
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：全国公共财政中的保障性安居工程支出



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：2007-2009 年，32 个城市廉租房保障资金构成



资料来源：审计署，光大证券研究所 注：单位为亿元，32 个城市为北京、上海、广州、深圳、重庆、天津、成都、济南、泰安、海口、南京、昆明、乐山、盐城、沈阳、常德、厦门等

若假设保障性租赁住房的财政杠杆为 2，则平均每年 2700 亿元的投资额，对应的财政资金为 1350 亿元，可以通过中央补助资金、地方财政资金、以及土地出让净收益等渠道筹集。

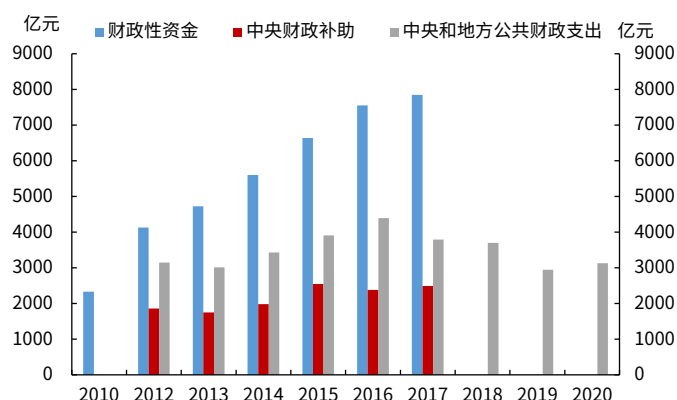
1) 保障性安居工程中，中央财政补助一直充当重要资金来源。根据审计署披露，2012 年投向保障性安居工程的中央补助资金为 1862 亿元，至 2017 年提高至 2488 亿元。考虑到地方财政支出在内，用于保障性安居工程的公共财政支出在 2016 年最高达到 4391 亿元，近年来随着棚改力度减弱，2020 年回落至 3129 亿元。随着保障性租赁住房建设的持续推进，预计中央补贴力度也将加大。若参照 2016 年的支出强度，预计新增财政资金可以达到 1000 亿左右。

2) 部分地区将土地出让净收益纳入保障性租赁住房的资金来源。此前，土地出让净收益曾是廉租房建设资金的主体，当时中央明确表示，土地出让净收益

用于廉租住房保障资金的比例不得低于 10%。浙江省表示,从土地出让收益(10%以上)或土地出让收入总额(2%以上)中提取保障性住房建设资金。2020 年,全国土地出让收入为 8.4 万亿元,若按照 20%的比例计算净收益的基础上,再提取 10%,则为 1680 亿元。

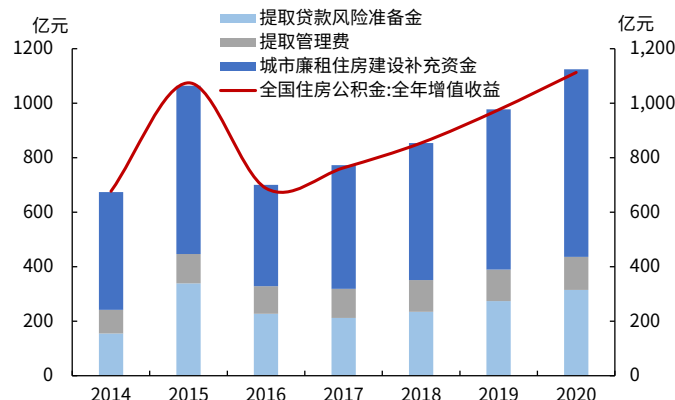
3) 可调用的住房公积金增值收益目前全部用于廉租房建设,用于保障性租赁住房建设的资金有限。2020 年全国住房公积金增值收益为 1113 亿元,提取贷款风险准备金和管理费之后,全部用于城市廉租住房建设补充资金,2020 年为 688 亿元。

图 13: 保障性安居工程中,中央财政补助是重要基础资金



资料来源: 审计署, 光大证券研究所 注: 财政性资金, 包括中央和地方公共财政支出、部分土地出让净收益等。

图 14: 可调用的公积金增值收益均用于廉租房建设



资料来源: Wind, 光大证券研究所

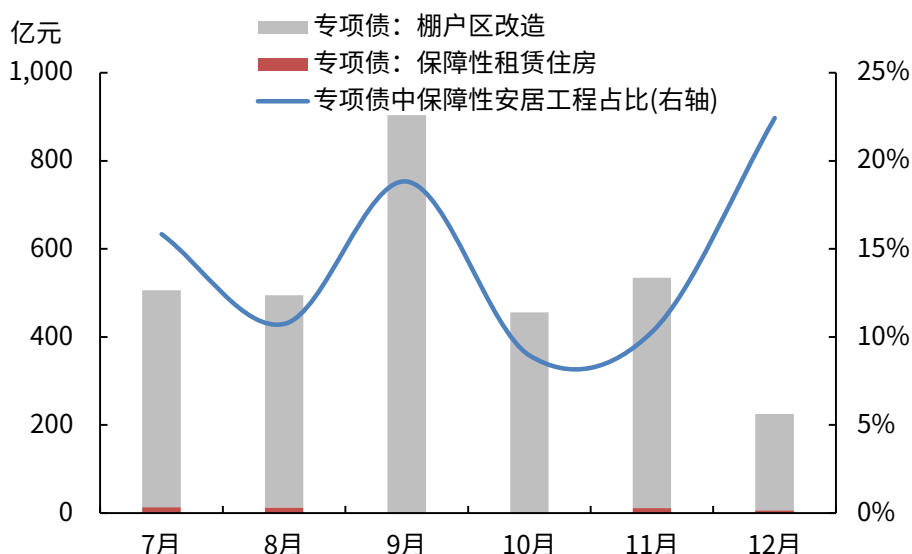
银行贷款方面, 建行、国开行已印发文件加大对保障性租赁住房的授信力度, 2021 年授信额度接近 1000 亿元, 是保障性租赁住房的重要资金来源。截至 2021 年 8 月, 建行已为保障性租赁住房授信 658 亿元, 已投放 282 亿元; 国开行在 17 个重点城市已为保障性租赁住房授信 334 亿元, 已发放 85 亿元, 支持建设保障性租赁住房 9.2 万套, 贷款期限最长 25 年, 贷款利率最低 3.95%。此外, 在北京、深圳、杭州等 15 个城市建立了第一批保障性租赁住房项目储备库, 符合评审条件项目 46 个, 融资需求 710 亿元。

此外, 适当增加专项债投向保障性租赁住房比例, 鼓励房企发行住房租赁债、发行基础设施不动产投资信托基金(REITs), 也可以适当补充建设资金。

目前来看, 2021 年专项债用于保障性安居工程的, 主要以棚改为主, 用于保障性租赁住房的规模不足 1%。若假设 2022 年发行 3.5 万亿新增专项债, 并且 2022 年投向保障性租赁住房的占比提高到 3%, 则对保障性租赁住房的资金支持可达到 1000 亿元。

同时, 2021 年以来房企开始集中发行住房租赁债券。2018-2020 年, 房企住房租赁债的发行规模分别为 98 亿元、107 亿元、124 亿元, 2021 年以来发行超过 220 亿元。为了鼓励房企参与租赁住房的积极性, 募集资金必须保证 70% 的资金用于建设租赁住房, 剩余部分可用于补充流动资金。

图 15：2021 年下半年投向保障性租赁住房的专项债较少



资料来源：Wind，光大证券研究所

综上，随着保障性租赁住房建设加快，我们预计 2022 年对房地产投资的拉动达到 2 个百分点，有助于托底房地产市场，短期内起到一定的稳增长效果。但从长期来看，地方政府仍需要让渡部分收益，换取更可持续、更高质量的经济

发展。一方面，由于扩大租赁用地供给，长期来看，将部分稀释土地出让收入。“两集中”供地政策明确要求，租赁用地供应占住宅用地的 10% 以上，各地在执行过程中，租赁住房用地价格一般明显低于周边商品房地价。但另一方面，保障性租赁住房是地方政府吸引人才、留住人才的途径，虽然短期内会减少新增需求的释放，但长期而言，将成为影响城市竞争力的重要因素，反而有利于稳定房地产需求。

三、保障性租赁住房是实现住有所居，促进共同富裕的重要途径

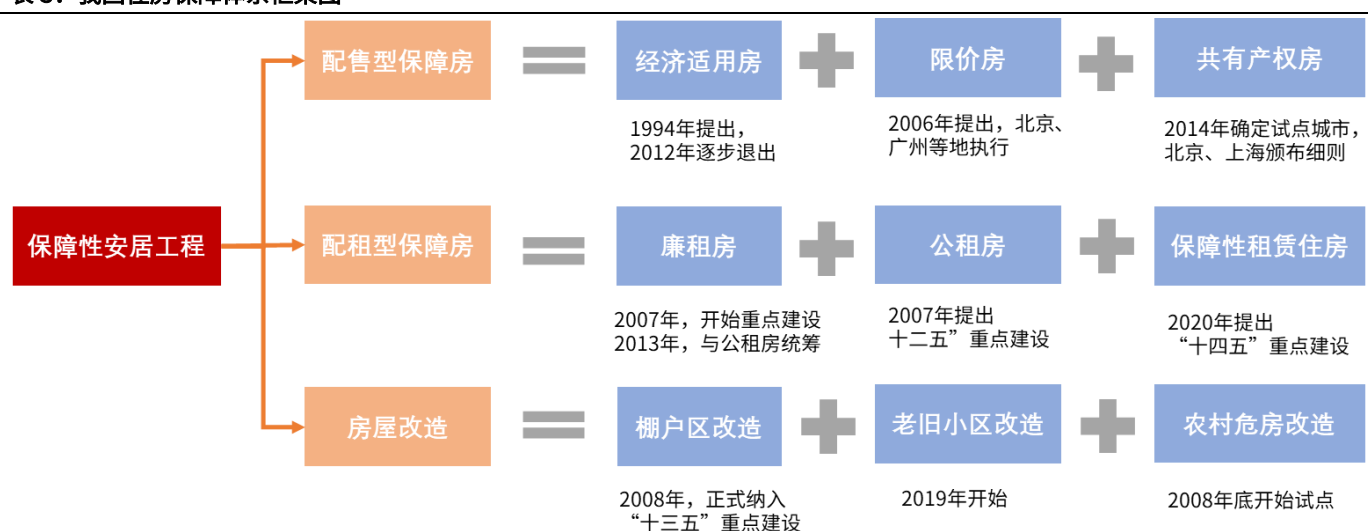
我国住房保障体系的建立始于 1994 年，目的是构建多层次住房供应体系，满足中低收入群体的住房需求。我国住房保障制度建设思路经历由“居者有其屋”向“住有所居”转变，由“经济适用房”为核心的出售型住房保障制度向“公共租赁住房”为核心的出租型住房保障制度转变。2021 年 6 月，国务院明确表示，我国将构建以公租房、共有产权房、保障性租赁住房为主的保障性安居工程，标志着我国住房保障制度进入新发展阶段。

由于我国住房供给以商品房为主导，加之部分地区在土地供应不足、人口持续流入的背景下，房屋供需矛盾突显，房价存在持续上涨预期，削弱了住房的居住属性。保障性租赁住房的推出，正是政府在稳房价、稳地价、稳预期的重要实践。

保障性租赁住房建设，一方面，通过扩大政策保障范围、培育租赁市场等方式，扩大中小户型的住房供给，抑制租金上涨。另一方面，针对无房的中低收入群体提供保障房，能够有效平滑购房需求，缓解城市住房供需矛盾，控制过快上涨的房价，也有助于稳定市场预期。

进一步而言，保障性租赁住房建设，在推动全体人民住有所居的基础上，将最终服务于共同富裕的战略目标。未来，随着城市新青年逐步纳入住房保障范围，长期来看有助于降低居民杠杆，释放消费潜力，加快经济内循环。同时，租赁住房的发展，将进一步推动住房回归居住属性，促进经济增长方式转变为以制造业为重心，在高质量发展中促进共同富裕。

表 3：我国住房保障体系框架图



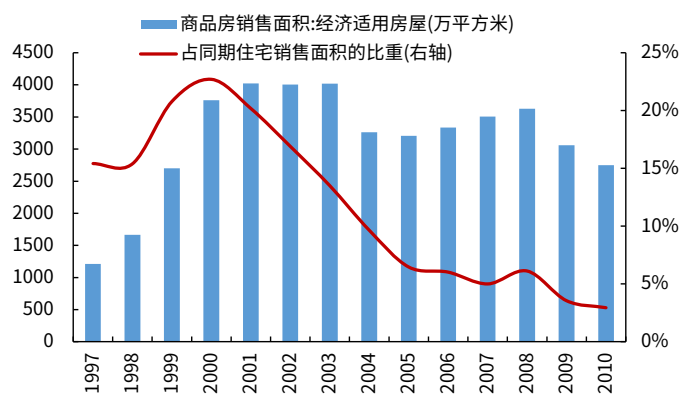
资料来源：住建部，光大证券研究所

3.1 1994 年-2007 年，我国住房保障体系初步形成，以经济适用房为主

经济适用房是我国最早的配售型保障房，推出目的在于解决城镇居民的住房困难，同时扩内需促进经济增长。一方面，1994 年，我国开始提出取消福利分房制度，在住房商品化背景下，以政府指导价向拥有城镇户籍的中低收入家庭出售经济适用房，有助于解决其住房困难问题。另一方面，1998 年亚洲金融危机发生，我国也希望通过建设经济适用房，扩大内需刺激经济增长。

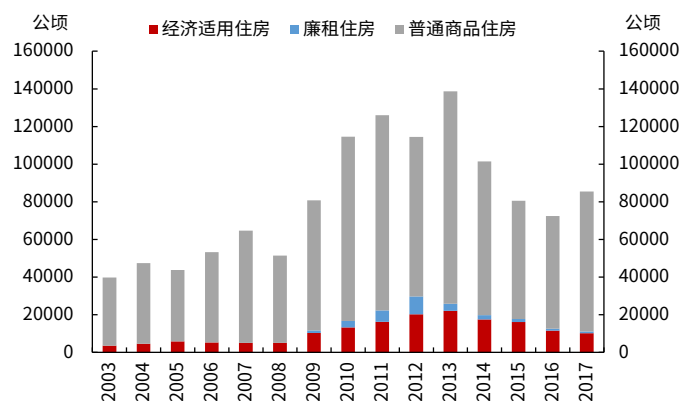
1994 年国务院提出，加快经济适用房建设，建立以中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系。1998 年 7 月，国务院正式提出，建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系。最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房；中低收入家庭购买经济适用住房；其他收入高的家庭购买、租赁市场价商品住房。1994 年至 2007 年，全国共建设廉租住房、经济适用住房等保障性住房 1000 多万套。

图 16：2005 年以前，经济适用房占住宅销售面积的 10%以上



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 17：2013 年之后，用于经济适用房的供地面积开始减少

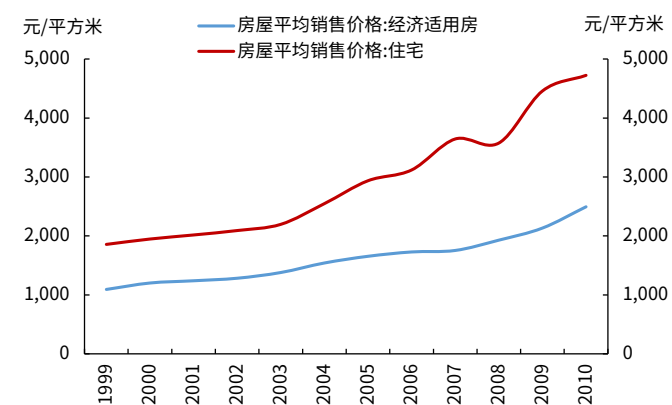


资料来源：Wind，光大证券研究所

经济适用房建设的初衷是强调房屋公共产品的特征。一是，出售价格实行政府指导价，利润控制在 3% 以下，多数地区经济适用住房销售均价比商品房优惠 30% 以上。政府通过实行土地行政划拨，免交土地出让金等方式，给予开发商一定的财政补贴，降低经济适用房的建设成本。二是，政府要求房地产开发公司每年的建房总量中，经济适用住房要占 20% 以上。三是，经济适用房是有限产权，不满 5 年不得直接上市交易，取得完全产权需补交土地收益等价款。

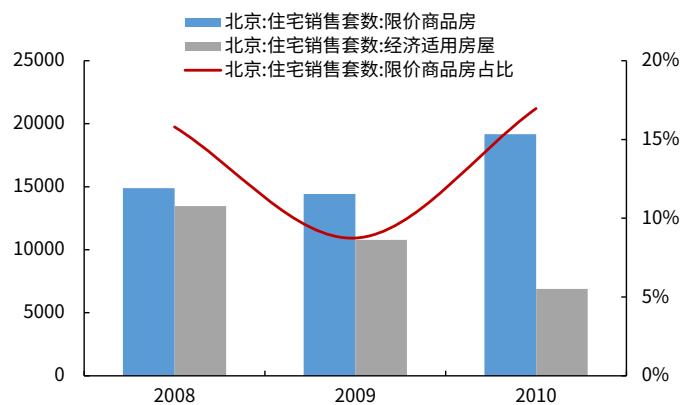
但在各地落实的实施过程中，经济适用房滋生较多腐败问题，削弱了政策保障效果。2012 年以来，江西、广东、河南等省份接连宣布停建经济适用房，开始大力发展廉租房和公共租赁房，并加强棚户区改造。一方面，准入条件和开放标准不严，资格审查较难，很多真正有住房需求的群体并未享受到经济适用房的福利，违背经济适用房的初衷；另一方面，经济适用房由于初始售价远低于同期商品房价格，其在解禁期结束后，易诱发套利问题。

图 18：经济适用房价格大约为商品房价格的 60%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 19：2008-2010 年，北京限价房数量高于经济适用房



资料来源：Wind，光大证券研究所

2006 年，为应对房价上涨压力，以及弥补经济适用房建设数量不足的问题，部分地区曾经推出“限价房”。2006 年，国务院转发建设部、发改委等部门《关于调整住房供应结构稳定住房价格意见的通知》，提出土地供应应在限套型、限房价的基础上，采取竞地价、竞房价的办法，以招标方式确定开发建设单

位，提出限价商品住房概念。例如北京、广州等地，对具有本市常住户口的中低收入、征地拆迁家庭优先供应“限价房”。

限价房是指限房价、限套型。限房价，是指政府通过限制房屋销售价格等方式，将开发商的利润控制在合理范围内，多数地区限价商品住房销售均价优惠20%以上。限套型，是指增加中小套型普通商品住房供应，要求建设面积以90平方米以下为主。同经济适用房类似，限价房对应的也是有限产权，要求5年内不得转让，满五年转让要补交一定比例的土地收益价款。

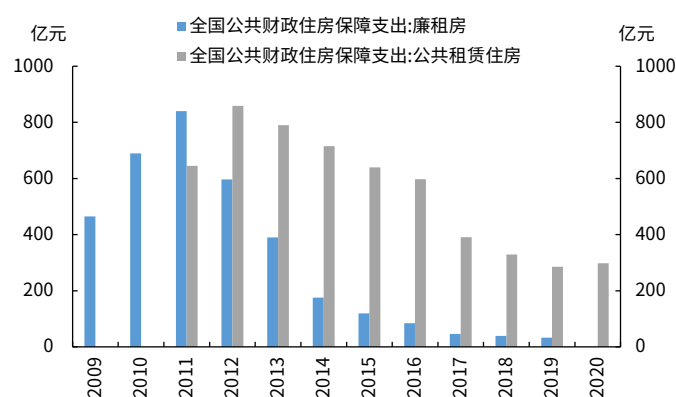
3.2 2008年-2014年，住房保障进入大规模实施阶段，重点发展公共租赁住房

这一时期的保障房建设以廉租房和公租房为主，经济适用房和限价房为辅，并扩大保障范围。

廉租房是中国最早的配租型保障房，只面向拥有城镇户籍的最低收入、低收入住房困难家庭，实行货币补贴和实物配租相结合的方式。2007年8月，国务院发布《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，提出城市廉租住房制度建设相对滞后。“十一五”期末，全国廉租住房制度保障范围要由城市最低收入住房困难家庭扩大到低收入住房困难家庭。

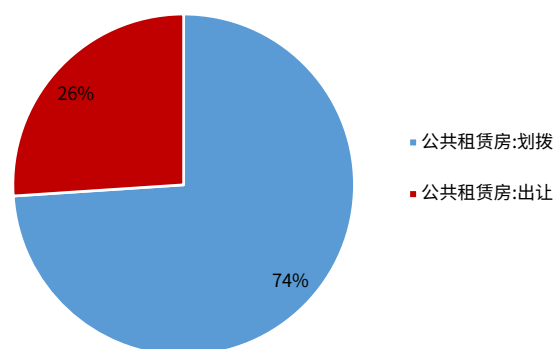
廉租房的建设由政府主导，由开发商承担建设任务。主要在经济适用房以及普通商品住房小区中配建，建成后由政府收回或回购，每套建筑面积控制在50平方米以内。

图 20：2012 年以后公共租赁住房开始接力廉租房建设



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 21：2012 年公共租赁住房供地中划拨占比为 74%



资料来源：Wind，光大证券研究所

不同于经济适用房与廉租房，公租房打破户籍限制，将保障范围扩大至新就业职工、外来务工群体。

2007年，党的十七大报告中首次提出“住有所居”的住房保障目标，并大力推进保障性安居工程建设力度，提出加大公共租赁住房建设，将覆盖面扩大至城市常住人口。2010年6月12日，住建部等七部委发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，确定包含中等收入群体的公共租赁住房在中国住房保障制度地位。2011年，国务院明确提出，大力推进以公共租赁住房为重点的保障性安居工程，到“十二五”期末，全国保障性住房覆盖面达到20%左右。2013年12月，住房和城乡建设部等3部门联合印发通知，公租房与廉租房房源并轨统筹使用。

但由于公租房的租金价格明显低于市场价，且回报周期较长，较难吸引市场主体参与。这种以政府为主导的模式，不仅加重财政负担，也导致保障房建设更多为兜底性，建设规模不大。

3.3 2014 年-2018 年，棚户区改造加快推进

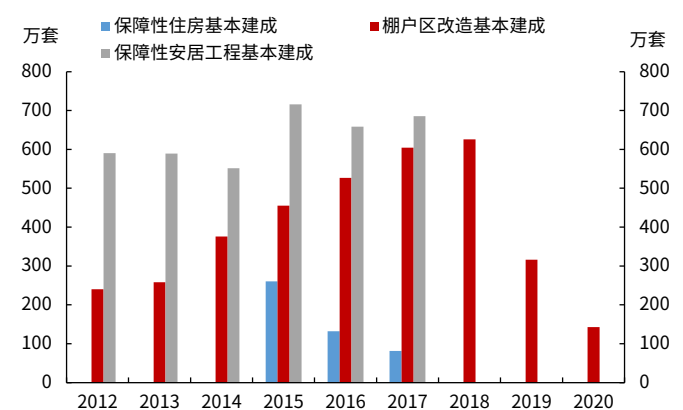
棚户区改造，最早于 2005 年在辽宁省试点，2008 年被正式纳入保障性安居工程，目前已进入收尾阶段。棚户区改造最初目的是改善居民住房条件，缓解城市内部二元矛盾，同时也承担拉动投资、消费需求，以及三四线城市房地产去库存任务。

2008-2012 年，全国开工改造各类棚户区 1260 万户，约占同期城镇保障性安居住房 3100 万套（户）开工量的 40%。2013 年 7 月，国务院提出加快棚户区改造工作，重点推进资源枯竭型城市及独立工矿棚户区、三线企业集中地区的棚户区改造，稳步实施城中村改造，并同步建设配套市政设施和公共服务设施。2013 年至 2017 年，全国改造各类棚户区 1000 万户。2018 年，棚改进入攻坚期，计划在 2018-2020 年再改造各类棚户区 1500 万套。

棚户区改造以政府主导、由市场运作的模式开展，采用实物安置与货币安置相结合的方式。2014 年以前，棚改以实物化安置为主，资金主要来自财政补贴，这一时期政府通过建设新房来安置棚户区居民，政府直接划拨土地给开发商。2014 年-2018 年，国家开始推出 PSL，地方获得较多低成本资金支持，加上 2015 年三四线城市去库存压力较大，各地开始加大棚改货币化安置比例。2016 年，棚改货币化安置比例达到 48.5%，较 2015 年增加 18.6 个百分点。

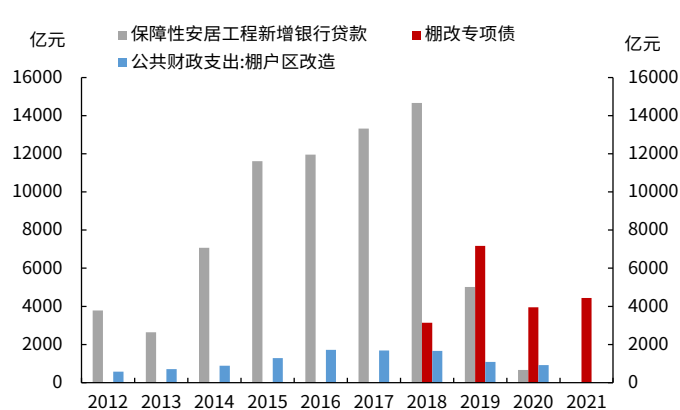
2019 年之后，棚改进入收尾期，回归实物安置为主。2015-2018 年，每年棚改开工量均在 600 万套以上，随着棚改存量规模的逐步减少，2019 年棚改新开工建设收窄至 316 万套，2020 年新开工规模再次砍半。同时，由于三四线城市棚改货币化比例大幅提高，催生大量购房需求，导致房价持续上涨。2018 年 10 月，住建部表态，将因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的市县要尽快叫停货币化安置优惠政策。此后，棚改逐步回归以实物安置为主，未来因城施策按需推进。2020 年底，住建部副部长明确表示，棚改货币化安置政策不搞“一刀切”，未来 3 类房子将继续进行拆迁，包括存在质量问题的“危房”、阻碍城市发展规划的老房子和中心城市极具拆迁价值的老房子。

图 22：2014 年起，棚改成为保障性安居工程的主体



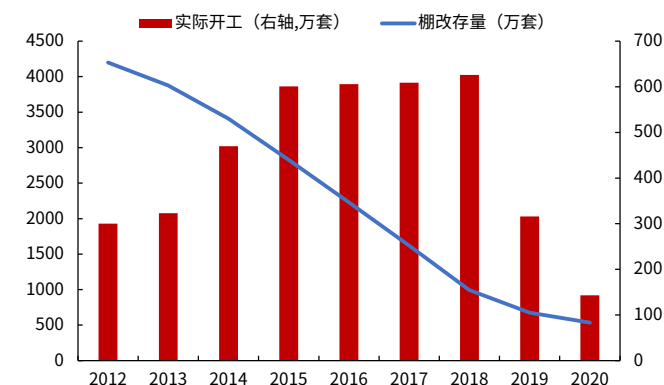
资料来源：审计署，光大证券研究所 注：2012-2014 年棚改基本建成按照当年开工量的 80%进行估算

图 23：2019 年以后，棚改专项债代替银行贷款成为资金主力



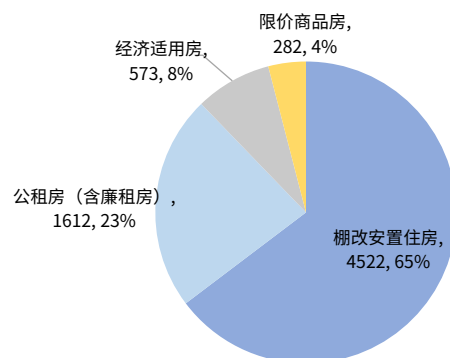
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 24：2012-2020 年，棚改建设规模接近 4000 万套



资料来源：住建部，光大证券研究所

图 25：全国保障性安居工程累计建设规模（截至 2018 年底）



资料来源：住建部，光大证券研究所 注：单位为万套

3.4 2019 年以来，“租购并举”住房制度下，保障性租赁住房登上历史舞台

“十三五”期间，为解决城镇新居民住房困难，我国开始建立购租并举的住房制度，积极发展住房租赁市场。2017 年十九大提出，“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”2019 年以来，租赁住房的供给侧改革逐步展开。2019 年 7 月，住建部公示了首批纳入住房租赁市场发展试点名单城市，包括北京、上海、广州、深圳等 16 城。2020 年 7 月，天津、石家庄等 8 城成功入围第二批名单。

“十四五”期间，我国将扩大保障性租赁住房作为重点任务。“十四五”规划提出，以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决困难群体和新市民住房问题。2021 年 6 月，国务院办公厅出台的《关于加快发展保障性租赁住房的意见》明确提出“加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系”。

以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，用于满足没有购房能力的中低收入群体的住房需求，实现新市民“先租后买”全保障。

其中，公租房与保障性租赁住房均为配租型，二者覆盖群体不同。公租房属于最基础的保障房，在全国范围内展开。而保障性租赁住房主要集中在人口流入多、房价高的城市，重点解决城市新青年的住房需求。

共有产权住房是配售型，用于满足不符合申请公共租赁住房但又买不起商品房的中低收入居民的住房需求。共有产权保障住房是指由政府提供政策，建设单位开发建设，政府以低于市场价 30%-50% 的价格出售给保障对象，房屋产权由政府 and 市民共同持有，个人只需要出资 50%-80% 的比例。一般来说，五年后方可上市交易，但交易对手方获得的也是共有产权房，而不是商品房，这一点和经济适用房、限价房有明显区别，有效避免套利现象。

2014 年 4 月，住建部确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。2017 年，北京市明确未来 5 年供应 25 万套共有产权住房的目标。2018 年，上海市将共有产权保障住房供应对象扩大至非户籍常住人口。

表 4：中央重要会议及文件有关租赁住房的表述

时间	内容
2015 年 12 月	中央经济工作会议首次提出“租购并举”。要明确深化住房制度改革方向，以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。
2016 年 3 月	“十三五”规划提出，要以解决城镇新居民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，深化住房制度改革。对无力购买住房的居民特别是非户籍人口，支持其租房居住，对其中符合条件的困难家庭给予货币化租金补助。把公租房扩大到非户籍人口，实现公租房货币化。
2017 年 10 月	十九大提出，“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。”
2018 年 12 月	住建部表示，要以加快解决中低收入群体住房困难为中心任务，健全城镇住房保障体系。支持人口流入量大的一线、二线城市和其他热点城市，降低准入门槛，增加公租房有效供应，因地制宜发展共有产权住房。
2019 年 7 月	住建部公示了首批纳入住房租赁市场发展试点名单城市，包括北京、上海、广州、深圳等 16 城。2020 年 7 月，天津、石家庄等 8 城成功入围第二批名单。
2021 年 3 月	“十四五”规划提出，以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决困难群体和新市民住房问题。
2021 年 6 月	国务院办公厅出台的《关于加快发展保障性租赁住房的意见》明确提出“加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系”。

资料来源：住建部，国务院，光大证券研究所

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE