

中国住房租赁市场 研究报告

戴德梁行研究院

2022年6月



CONTENTS

目录

1

中国住房租赁发展规划及政策环境 04

- 1.1 培育供应主体，扩充住房租赁市场规模，完善规范与监管 05
- 1.2 存量盘活与增量建设并行，拓宽房源筹集渠道 06
- 1.3 金融及财税支持，为住房租赁市场探索可持续发展之路 07

2

中国住房租赁市场发展现状 12

- 2.1 长租公寓 13
 - 监管逐步完善，规模增长趋向理性
 - 行业并购调整持续进行中，优质品牌运营渐入佳境
 - 多元化需求催生产品创新，智能科技提升客户体验
 - 国企入场增强市场稳定性
- 2.2 政策性租赁住房 20
 - 关注新青年、新市民住房问题，抓紧推进保障性租赁住房建设
 - 引导多主体投资、多渠道供给，财税扶持力度大
 - 国企引领和示范，发挥主力军作用

3

资产证券化支持中国住房租赁市场发展

26

3.1 资产选择

26

3.2 租赁住房的运营特性及资产定价

27

3.3 资产证券化的发展进程与案例分析

28

4

住房租赁市场的发展趋势与挑战

30

4.1 居住观念的转变扩大租赁住房需求，产品供应更趋多元化

30

4.2 发展租赁住房为房企转型提供新思路

33

4.3 盘活存量物业，促进新型城镇化

36

4.4 金融创新减轻资金压力，融资渠道再拓宽

38

4.5 绿色租赁与绿色金融融入住房租赁市场

41

4.6 小结

43

第一章

中国住房租赁发展规划 及政策环境

从 2015 年的中央经济工作会议明确深化住房制度改革方向，首次提出发展住房租赁市场，建立购租并举的住房制度，中国住房租赁市场自此步入发展的快车道。到 2022 年 1 月 11 日，住建部相关负责人在国务院新闻发布会上表示，“十四五”期间，40 个重点城市初步计划新增 650 万套（间）保障性租赁住房，预计可帮助 1,300 万新市民、青年人等缓解住房困难，中国住房租赁市场的发展蓝图及路径越来越明晰。

2015 年中国住房租赁市场迎来快速发展的转折点，源于：中国住房市场长期以来“重售轻租”的模式令租赁市场发展相对滞后；与此同时，中国的城镇化迈入新的发展阶段并持续驱动生产要素及流动人口向城市尤其是中心城市聚集，在这些城市资源承

载力有限的背景下，不断增长的城市人口对住房供应和居住品质提出了多元诉求。显然，以商品房开发销售为主的住房供应无法契合多元发展的市场需求，价格持续上行吸引大量投资需求进入并成为导致居住矛盾日渐突出的主要原因之一。在中国楼市快速发展的趋势及诸多风险面前，决策层不断探索并逐渐明确将发展住房租赁市场作为落实房地产长效机制的一个重要组成部分来推进。

图：建设房地产长效机制主要内容



明确发展目标

明确规划期内的住房发展目标，完善市场与保障相结合、租购并举的住房制度，发展租赁住房



土地财税制度

与住房制度、住房发展匹配、联动的房地产金融信贷制度、土地供应制度、财税制度



政府干预

房地产市场的监管、整顿与调控

资料来源：朱中一《顺应长效机制政策环境 谋求行业转型发展》

培育供应主体 扩充住房租赁市场规模 完善规范与监管

而后，中国住房租赁市场在明确的发展方向和不断完善的政策推进下逐渐发展壮大——政策面从培育市场供应主体、支持承租人享受公共服务、落实公积金支付房租政策、允许商改租、给予税收优惠和提供金融支持、以及增加租赁住房用地等多方位进行部署，以加快建设和发展住房租赁市场。从中央层面的政策支持到各地落实于具体措施及规划中，中国住房租赁市场的宏图正慢慢铺开，其间反映出来的不同区域城市间的需求差异也预示着不同城市间住房租赁市场的不同发展方向，从试点城市的选择上也大体反映了租赁住房需求增长与人口流入的密切关联。

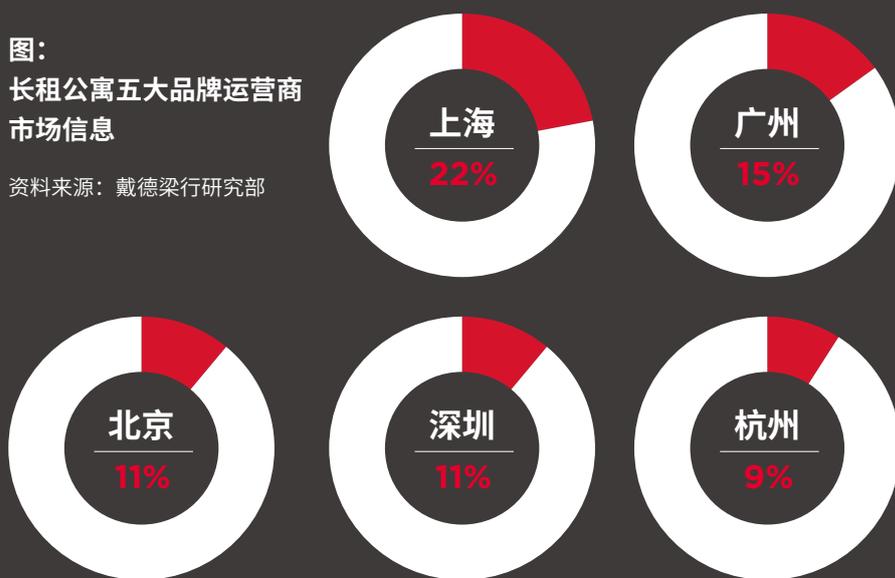
与此同时，市场面也给予积极反应，不同类型的市场供应主体积极布局 and 拓展令住房租赁市场在政策暖风之下得以不断发展，而快速发展过程中的试错与暴露出的问题又进一步催生了行业的规范与监管的完善……在引发市场反思的同时，市场调整也悄然发生，精细化运营、产品多样化、轻资产输出、融资渠道拓宽、智能与绿色租赁等等都体现出现阶段中国租赁市场不同层面的特点与趋势。

中国住房租赁市场在政策引导下自 2015 年开启了快速发展模式，在“积极培育经营住房租赁的机构、支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租”的政策号召之下，住房租赁企业机构化、规模化发展成为趋势，并在较短的时间内实现了住房租赁市场的规模扩充。截至 2018 年底，位于市场领导地位的万科泊寓、魔方公寓、龙湖冠寓、世联红璞和城家公寓五家不同背景的集中式住房租赁企业在 16 个重点城市的开业项目近 550 个，并带动中国住房租赁市场呈现专业化、规模化发展的趋势。结合具体运营

的项目分布，将近 60% 的项目分布在四个一线城市，也反映出规模化、机构化的长租公寓企业在选址上偏向于一线城市或发展较快、人口净流入较多的强二线城市¹。至 2021 年末，除世联红璞易主外，万科泊寓、魔方公寓、龙湖冠寓和城家公寓依然是长租公寓市场的主力，合计管理规模超过 40 万间，这也意味着在过去三年即便处于行业发展的初期，同时面临疫情的冲击，中国住房租赁市场仍然得以快速发展、市场规模快速扩大。

图：
长租公寓五大品牌运营商
市场信息

资料来源：戴德梁行研究部



¹ 戴德梁行《中国长租公寓市场发展报告 2018-2019》在 12 个首批开展住房租赁试点的城市及 4 个直辖市范围内，将集中式长租公寓主要品牌万科泊寓、魔方公寓、龙湖冠寓、世联红璞和城家公寓作为样本进行统计和研究。

2017 年 7 月，住建部、发改委、公安部、财政部等九部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，选取广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都等 12 个城市作为首批开展住房租赁试点。

除以整栋运营为主的集中式公寓外，分散式公寓的经营企业则以筹集分散的私人房源的方式同步发展。转租的模式虽然能加快租赁产品的供应，但在监管尚不完善的发展初期各类风险也逐渐显露出来。部分品牌因野性盲目扩张、经营不善导致资金链面临断裂的风险，陆续暴露出的各种问题严重损害业主及承租人的利益。针对这些问题，监管措施逐步补漏、加强，政策面也不断完善。2021年4月，针对从事转租经营的住房租赁企业的监管缺失问题，住建部、发改委等6部门发布《关于加强轻资产住房租赁企业监管的意见》提出规范住房租赁经营行为，要求住房租赁企业的经营活动信息纳入住房租赁管理服务平台，开展租金使用监管，禁止套取使用住房租赁消费贷款等措施防范金融风险，建立住房租金监测制度稳定市场预期，及时纠正市场违规行为，促进住房租赁市场健康发展。

在扶持专业租赁机构健康成长、规范运营的同时，国企亦利用自身资源优势顺势入局并快速扩张，招商蛇口“壹”系列、华润置地有巢、保利公寓等，为租赁市场发展注入强心剂。

1.2

存量盘活与增量建设并行 拓宽房源筹集渠道

盘活存量用房是租赁住房房源筹集的主要途径之一。在2017年7月份，九部门联合发文鼓励国企将国有闲置和低效利用的厂房、商业办公用房等改建为租赁住房。

中国许多的大中城市都拥有较长的发展历史，在城市中尤其在核心区域土地开发强度和建筑密度都较大，一定程度限制了这些具备较高价值的成熟区域的发展升级。另一方面，随着各地产业升级迭代和城市发展的推进，城市中空置的老旧厂房、商业楼宇等物业成为土地低效利用的典型，综合面貌较差、潜藏安全隐患的城中村也成为城市发展的隐忧。通过更新改造来盘活存量用房，不仅能快速实现租赁住房的供应，也大大提升存量物业的利用率。因此在各地的实践中，包括拥有大量存量资产的国有企业、房地产开发企业、酒店运营商、长租公寓创业品牌等不同背景的住

房租赁企业都纷纷通过收储此类闲置物业，进行更新改造后作为集中式公寓出租。

2022年5月，长沙发布《关于推进长沙市租赁住房多主体供给多渠道保障盘活存量房的试点实施方案》鼓励个人住房盘活作为租赁住房，创新性地由政府主导激励个人将存量闲置房源纳入长沙市住房租赁监管服务平台用作租赁住房以扩大市场供应，而平台的监管也必然有益于规范市场行为。

与此同时，新增土地供应亦是建设租赁住房的重要方式。2017年6月，上海在全国范围内首次推出“只租不售”宅地，两宗宅地用途为租赁住房，要求竞得人须100%自持，这意味着近2,000套的供应最终将落入租赁市场，进而加快推动住房租赁市场的发展。随后杭州、深圳、北京、南京等地相继推出此类宅地并成交。2021年4

月，国家发改委印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，在加快建设现代化城市的部分要求着力解决大城市住房突出问题，单列租赁住房用地计划。最后，各地方政府也纷纷要求在年度建设用地供应计划中单列租赁住房用地计划，通过集中建设、配建等方式增加租赁住房的建设和供应。

此外，在2017年8月，自然资源部、住建部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，同时确定在13个城市试点利用集体建设用地建设租赁住房，即集租房。截至2021年底，北京已累计开工集租房项目49个，建设房源近7万套，规模位居全国第一。法律的逐渐完善以及制度的创新和突破有望为其他试点城市对集体建设用地的探索和使用带来更多机遇。

金融及财税支持 为住房租赁市场探索可持续发展之路

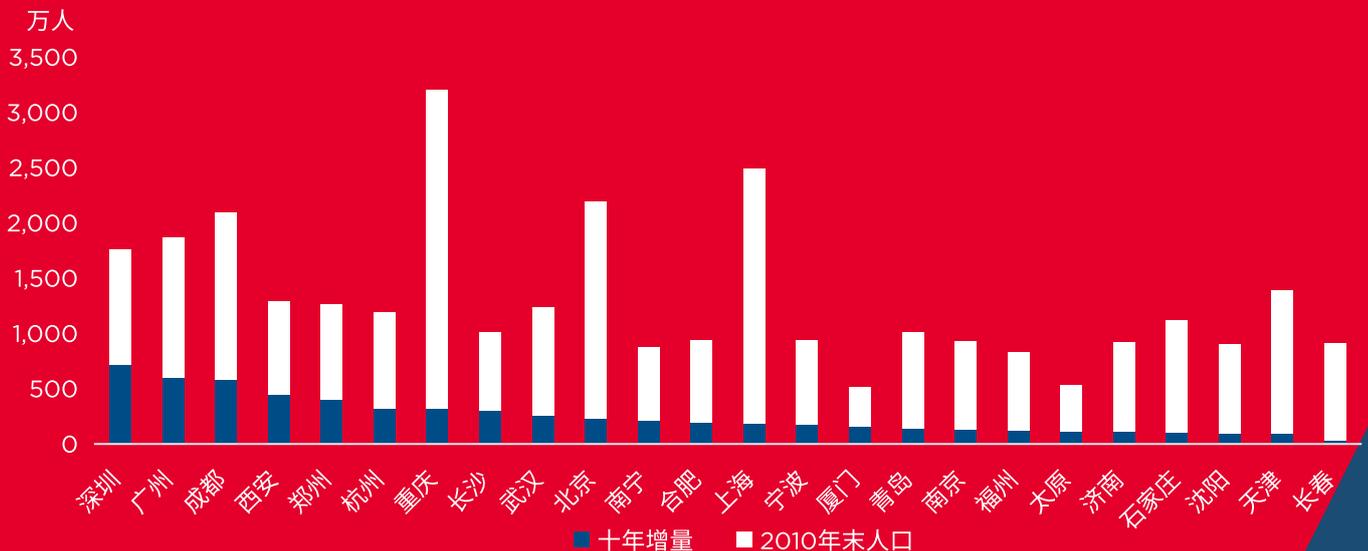
尽管租赁市场规模持续扩大，但前期投资大，回报率低、回报周期长且缺乏良好的盈利模式是参与主体面临的主要问题，也制约了市场的可持续发展。于2016年印发的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》同时提出支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品；稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。2017年底，全国首单权益型公寓类REITs新派公寓权益型房托资产支持专项计划发行。2018年4月，中国证监会、住建部发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》完善了住房租赁资产证券化的流程，支持住房租赁企业发行权益类资产证券化产品，积极推动债权类资产证券化产品，试点发行REITs以盘活存量资产。这无疑体现了国家政策层面从金融方面给予租赁市场发展的大力支持。根据戴德梁行统计，截至2018年底，共有11单租赁住房类

REITs、CMBS产品成功发行，规模近135亿元。同年5月，银保监会印发《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确了险资投资长租市场的要求，同时支持险资发挥自身长期、稳定的优势投资长租房项目，并开通绿色通道，优先处理，支持租赁住房健康发展。三个月后，首单由险资通过保险私募基金参与的长租公寓项目“中再资本-协鑫长租公寓”落地南京，投资额约80亿元，可提供租赁住房约4,000套。

2019年1月，财政部、住建部联合发布《关于开展中央财政支持住房租赁市场发展试点的通知》，中央财政对示范城市每年给予资金支持，为期三年，奖金额度按城市规模分档确定。同年7月，首批共16个城市试点名单公布，包括3个直辖市、11个省会城市以及2个计划单列市，这些城市每年将获批专项资金共计134亿元。

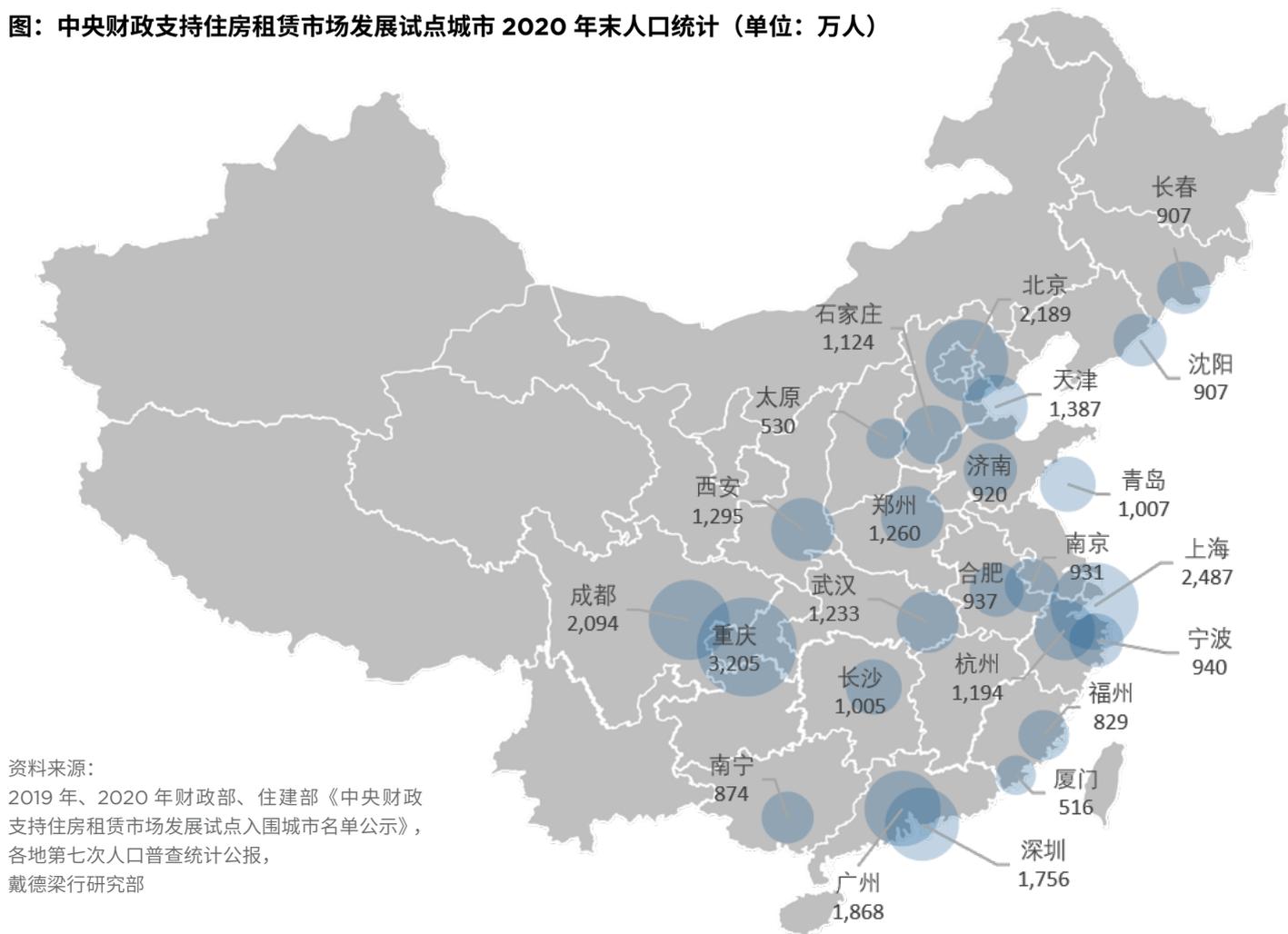
长沙是其中一个城市，发布了奖补资金分配方案明确多种渠道筹集均能获得奖补，如对集中新建、改建改造等方式筹集的项目以每平方米650元标准按进度给予补助；广州对利用集体、国有建设用地建设集体宿舍型租赁住房的，每平方米的建筑面积补贴1,200元，激励市场主体参与建设租赁住房。在实施过程中，各城市也在根据市场反馈及时修订方案。考虑到改建成本较高，深圳将非居改租项目的奖补标准翻倍至每平方米600元，城中村项目则在原先标准上再额外发放每平方米300元的一次性补助。为缓解近两年疫情对住房租赁市场的冲击，深圳还降低了企业对补贴的申报门槛。中央财政对发展租赁住房示范城市的补贴一定程度上缓解了租赁企业建设、筹集租赁住房的成本压力。次年7月，试点城市再增8城，24个城市将发挥示范带动作用，率先探索租售双轨并举的住房市场新格局。

图：中央财政支持住房租赁市场发展试点城市常住人口统计（按十年增量由多到少排序）

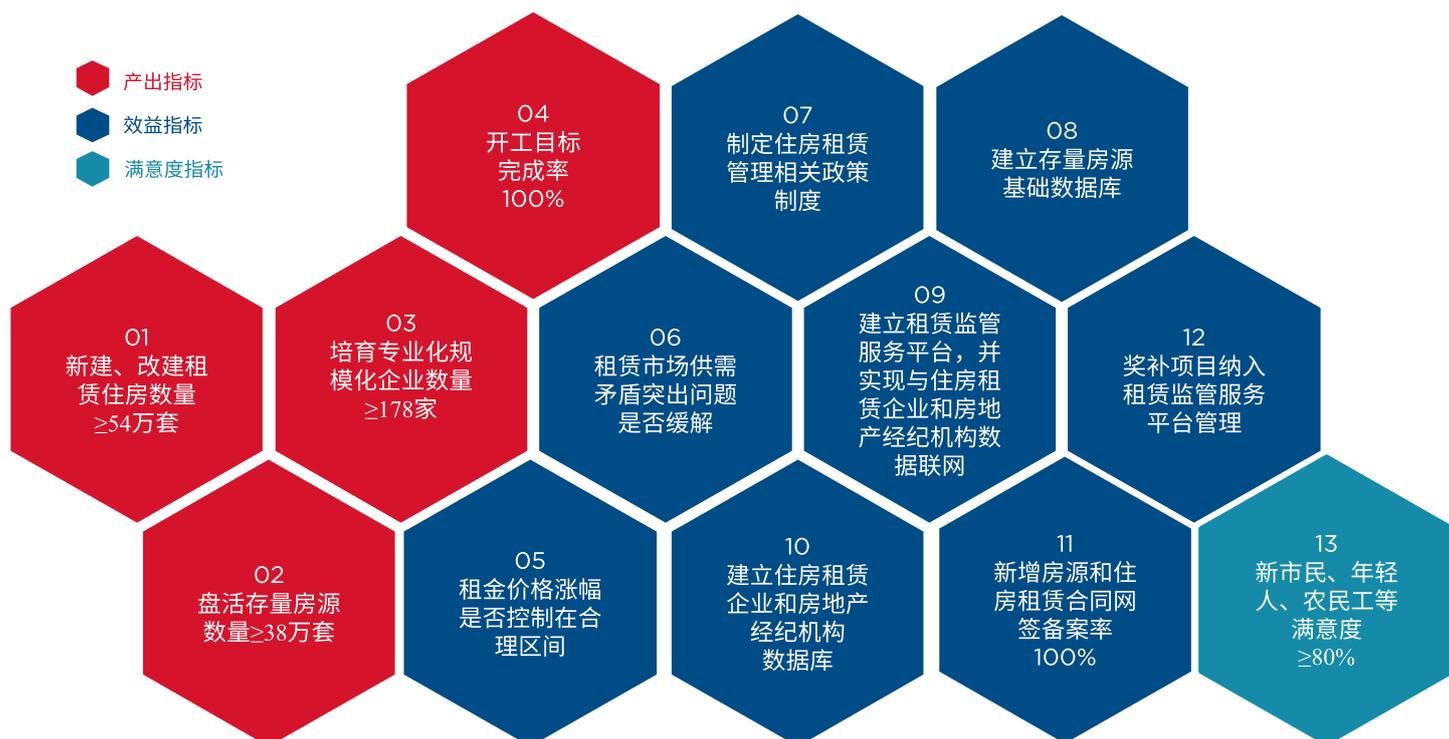


资料来源：2019年、2020年财政部、住建部《中央财政支持住房租赁市场发展试点入围城市名单公示》，各地第七次人口普查统计公报，戴德梁行研究部

图：中央财政支持住房租赁市场发展试点城市 2020 年末人口统计（单位：万人）



图：2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金用于发展住房租赁市场目标指标



资料来源：2019 年财政部、住建部《关于分配下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金用于发展住房租赁市场的通知》



在融资监管上，人民银行、银保监会 2022 年初发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，明确保租房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则加大对保租房发展的支持力度。差别化的信贷政策在房企融资政策趋紧、降杠杆的背景下释放了银行信贷流动性，对建设租赁市场起一定的推动作用。

在税收优惠上，2021 年 7 月，财政部、税务总局、住建部发布《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》从增值税和房产税两方面给予税收减征：住房租赁企业中的增值税一般纳税人、小规模纳税人向个人出租住房取得的出租收入按照 5% 的征收率减按 1.5% 计算缴纳增值税，假设企业租金收入 100 万元不含增值税，原需缴纳 5 万元的增值税在新政实施后只需缴纳 1.5 万元，不仅缓解了住房租赁企业的经营压力，更是有利于提高他们参与租赁市场业务的积极性。另一方面，单位向专业化、规模化住房租赁企业出租的，房产税税率由 12% 降至 4%，降低收房成本意味着有望盘活更多闲置房源，增加租赁房的供给，进一步激活租赁市场的活力。

图：租赁住房税收政策

增值税：

政策适用主体：出租方为住房租赁企业；承租方为个人。

主体	计税方式	税率或征收率
一般纳税人	一般计税方法	9%
	简易计税方法	按照 5% 的征收率减按 1.5%
小规模纳税人	简易计税方法	

房产税：

政策适用主体：

出租方	承租方	适用税率
企事业单位	1. 个人 2. 专业化规模化住房租赁企业	减按 4% 的税率征收房产税
社会团体		
其他组织		

资料来源：2021 年财政部、税务总局、住建设部《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》，上海税务微信公众号

根据国家发改委《2022年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》的通知，“农业转移人口市民化”的趋势将进一步增加城镇流动人口的规模。2021年3月，作为改善民生的重要切入点，“加快培育和发展住房租赁市场”、“加快住房租赁法规建设”列入国家“十四五”规划，进一步体现了在中长期规划上国家对于建立租购并举的长效机制、加快发展住房租赁市场的高度重视，中国的住房租赁市场有望在实践中迎来制度的不断创新与突破。

图：住房租赁市场主要政策文件

资料来源：中国政府官网，戴德梁行研究部

2006年

- 国务院办公厅《关于调整住房供应结构稳定住房价格意见的通知》

2010年

- 住建部、国家发改委、财政部、国土资源部、央行、税务总局、银监会《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》

2017年

- 住建部、国家发改委、公安部、财政部、中国证监会《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》
- 国土资源部、住建部《利用集体建设用地建设租赁住房试点办法》
- 十九大报告：加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度

2016年

- 国务院《关于加快培育和發展住房租赁市场的通知》

2015年

- 住建部《关于加快培育和發展住房租赁市场的通知》

土资源部、央行、税务总局、工商总局、
央发展住房租赁市场的通知》

建设租赁住房试点方案》

道保障、租购并举的住房制度

2018 年

- 证监会、住建部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》
- 银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》

场的若干意见》

2019 年

- 财政部、住建部《关于开展中央财政支持住房租赁市场发展试点的通知》

场的指导意见》

2020 年

- 中央经济工作会议“解决好大城市住房突出问题”、“要高度重视保障性租赁住房建设”

2022 年

- 全国住房和城乡建设工作会议，大力增加保障性租赁住房供给，以人口净流入的大城市为重点，全年建设筹集保障性租赁住房 240 万套（间）
- 央行、银保监会《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》

2021 年

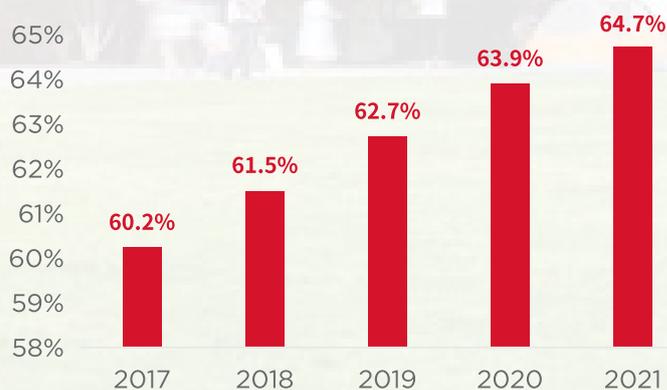
- 国家发改委《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》
- 住建部、国家发改委、公安部、市场监管总局、国家网信办、银保监会《关于加强轻资产住房租赁企业监管的意见》
- 国家发改委《保障性租赁住房中央预算内投资专项管理暂行办法》
- 住建部、国家发改委将 40 个城市纳入保障房试点，大力发展保障性租赁住房
- 国务院《关于加快发展保障性租赁住房的意见》
- 财政部、税务总局、住建部《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》
- 国家发改委《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》
- 中央经济工作会议强调“坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设”

中国住房租赁市场发展现状

根据国家统计局公报，2021年中国的城镇化率达到64.72%。在快速的城镇化过程中，产业、教育、医疗、劳动力等资源向城市聚集，城市人口数量膨胀的同时，住房需求激增，供需关系紧张令房价持续上涨。在“房住不炒”的方向下，楼市调控层层加码，尤其在人口流入规模较大的城市，购房成本也大大超出普通工薪阶层的承受能力。根据自如研究院《2021年10城毕业生租房报告》，90%的大学毕业生需要通过租房解决居住问题。而在“十四五”以人为核心的新型城镇化战略下，流动人口及毕业生的走向将持续带动住房需求向城市发展相对成熟、就业机会更集中的中心城市及其周边汇聚，为实现人们住有所居的目标，补足租赁市场短板的任务迫在眉睫。

经过过去几年的快速发展和扩张，由专业机构运营的市场的长租公寓已经发展成为住房租赁市场的重要组成部分，并逐渐实现更加规模化、规范化、集约化的发展；与此同时，作为中国住房租赁市场的关键组成部分，政策性租赁住房也得以快速建设并陆续投入使用——大量公共租赁住房的建设基本解决了低保、低收入住房困难家庭的居住问题，而面向大中城市的新市民和新青年的保障性租赁住房也在政策支持下加速发展。

图：全国常住人口城镇化率

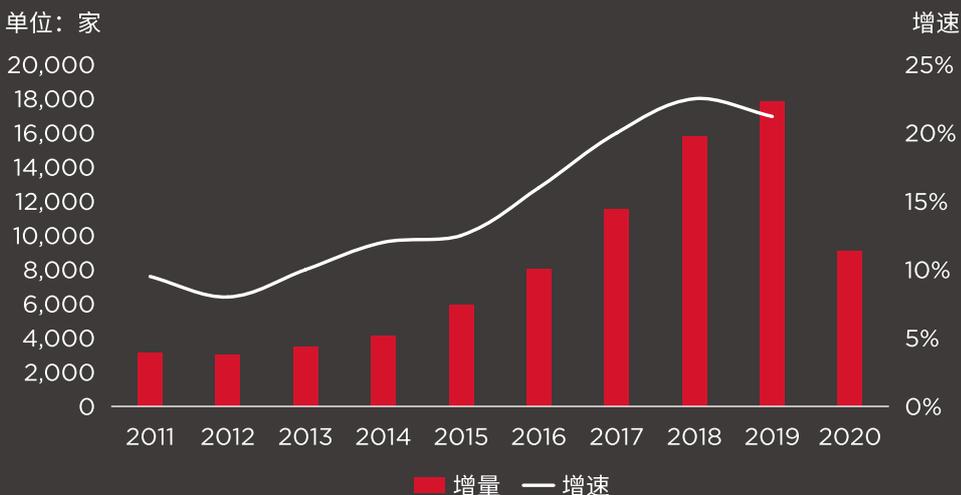


资料来源：国家统计局《中华人民共和国2021年国民经济和社会发展统计公报》

2.1.1 监管逐步完善，规模增长趋向理性

自 2018 年起，分散式长租公寓屡屡“爆雷”令房东和租客遭受重大损失引发社会纠纷，这一方面是因先行者缺乏市场经验导致经营不善或资金断链亏损以致无法继续履行与业主、租户之间的合同；更主要的原因，同时也引起社会广泛争议的是长租公寓运营商采取“高进低出”、“长租短付”等租房模式吸引房源占领市场份额，甚至诱导租客与金融公司签订“租金贷”合同，并进一步借助租金贷业务平台获得租客的贷款，通过调整租金支付方式利用期限错配变相融资形成了庞大的资金池，获得大量带有杠杆性质的现金。然而由于缺乏监管机制和约束，资金池的安全无法得到保障，风险暴露后，因租客与业主之间没有直接的合同关系，租客面临业主收房时还需偿还“租金贷”的困境。根据中新经纬不完全统计，仅在 2019 年全国范围内就有超 20 家长租企业“爆雷”，天眼查发布的《房地产行业企业数据报告（2020）》显示，全国约 22% 的长租公寓相关企业存在经营异常。

图：近十年房屋租赁相关企业增量和增速



资料来源：天眼查数据新闻实验室《天眼查大数据：房地产行业企业数据报告（2020）》

2018 年 9 月，上海五部门联合下发《关于进一步规范本市代理经租企业及个人“租金贷”相关业务的通知》要求严格规范“租金贷”业务；2019 年底，国家六部委联合印发《关于整顿规范住房租赁市场秩序的意见》要求加强贷后管理，防止形成资金池、加杠杆；指导住房租赁企业将租金、押金等纳入监管账户。随后，北京、深圳、重庆等地陆续发布相关通知进一步落实文件内容，同时，多地相继出具租赁合同范本以保护双方合法权益。市场上，面对已然陷入困境的长租企业，贷款银行为租户提出贷款结清方案，部分公寓品牌则向权益受损的租户、业主甚至供应商和员工提供援助方案，共同承担社会责任。

此外，各地在政府主导下相继成立住房租赁平台，将租赁企业报备、资质审查、房源发布、合同网签和监督管理等等的交易功能集中在同一平台，信息更加透明、公开，最大可能消除租户疑虑。2021 年底，成都住房租赁交易官方平台完成升级上线，进一步完善了住房租赁体制。平台不仅有住房租赁企业房源、中介房源，还有个人房源和国有租赁房源，截至 2022 年 4 月底，在租房源有 88.5 万套。此外，还按街道定期推出市场平均租金水平公示，对稳租金、稳预期和规范市场起到了积极作用。

释词

爆雷：公司出现资金链断裂，无法继续经营。

“高进低出”、“长租短付”：高价获取房源后低价租给租客以吸引更多客源，租客按季或更长时间一次性支付租金，而运营商则按月给业主支付的运营模式。

租金贷：主要针对长租房市场存在的一次性缴纳较长期限租金的缴交方式，在个人承租人可能存在收入支付能力与租金支付错配问题而产生融资需求时，为承租人提供的一种融资服务。

监管的不断完善促进行业更加健康规范的发展，早期各类资本和市场主体蜂拥而入的势头也得以改善，理性发展主导了现阶段长租公寓市场发展的节奏。截止目前，依托各自产业背景及优势的开发商、酒店和房地产服务商依然是长租公寓市场的主要运营者，在市场供应中均占据较高比例；而不少创业系长租品牌则因缺乏生态基础而不可避免的面临市场风险与压力——在市场发展初期的无序扩张之下，商业运营模式无法经受市场的长期考验，产品质量不合格、物业使用不规范、消防安全隐患、金融风险等问题陆续显露，市场占比有所萎缩；同时，也有品牌缩减需求疲软、运营欠佳的门店，将重点转向核心区域的门店的精细化管理，以优越地理位置和稳健的需求来保持单店盈利的运营优势。

2.1.2 行业并购调整持续进行中， 优质品牌运营渐入佳境

在经历了政策风口之下的非理性扩张后，市场风险及经营风险逐渐显露出来，行业规范、监管的加强也加速了长租公寓行业的整合调整，收并购或合作事件也时有发生，其中既有以扩大市场份额为目的的市场主动行为，也有政府作为资源对接平台引导市场力量进行股权转让或资产转让的行为。2019年初，复基控股公告，在上海租房协的指导下，其子公司麦家公寓初步完成对寓见公寓部分资产的重组工作；2020年，依托链家资源孵化的分散式公寓企业

自如于宣布收购贝客公寓，在更多的城市范围内弥补自身在集中式房源的供给，目前已布局北京、上海、深圳等10个城市，管理房源超100万间，行业头部效应十分明显。

针对轻资产运营的长租公寓品牌的收购，不同类型的风险考量有所不同：分散式公寓由于业主众多、房源杂乱，有存在隐形债务的可能，且后期管理相对分散，收并购过程存在诸多挑战。而集中式公寓由于

前期需经历选址、测算、改造等复杂流程，且投资金额门槛高、时间成本长，入局者相对谨慎，后续通过集中管理运营情况更加明朗，在收并购中更有优势。2020年，主攻蓝领公寓服务的安歆集团先后宣布收并购三家中小公寓企业，而早在2019年，其已战略并购如家旗下长租公寓品牌“逗号公寓”，如今在27个城市服务企业约2,000家，提供床位数约13万，是提供企业员工宿舍服务的行业领头羊。

收并购的发生伴随着行业的整合与调整，与此同时，市场主体也不断摸索优化其经营模式。随着2021年房地产企业年报的陆续披露，多家房企旗下的长租公寓品牌表现持续好转。根据万科年报，截至2021年末，泊寓业务布局全国33个城市，运营管理长租公寓20.87万间，累计开业近16万间，数量规模名列前茅。开业项目的平均出租率达到95%，公寓业务近三年的收入复合增速52%。龙湖集团年报显示，集团主航道业务之一的冠寓已开业10.6万间，开业超过半年的项目出租率约94.3%，全年长租公寓租金收入贡献22.3亿元并首年实现盈利1.4亿元，同时表示未来冠寓业务将保持20%以上的年化增长速度发展。房企系的集中式公寓运营能力逐渐趋向稳定成熟，在探索中迎来新的发展阶段。

图：国内长租公寓投资事件统计



资料来源：IT 桔子，戴德梁行研究部

2.1.3 多元化需求催生产品创新， 智能科技提升客户体验

市场化的长租公寓选址较为广泛，对于集中式长租公寓来说，大学城创业区、地铁沿线的老旧物业、靠近核心区的城中村和旧工业厂房等都是热门的改造对象。分布广选择多、快捷省事、拎包入住、服务保障等特征是此类长租公寓吸引新青年入住的主要原因。但另一方面，由于需要承担管理费、网费等服务费用，加上水电费取决于土地性质而往往高于民水民电，因此在重点城市长租公寓的单位面积的租赁成本常常高于个人业主出租的住宅，但由于多数针对年轻群体的长租公寓面积相对较小，加上营销推广中往往提供针对毕业生或是“老带新”的额外优惠，低总成本的优势突显。

随着 Z 世代步入职场，作为长租公寓的主要客户群体之一，其对公寓产品的需求不仅体现安全、私密等基本需求上，也体现在对更多细节的需求变化上。对智能科技的偏好也体现在他们对居住空间的选择上，包括对长租公寓中智能化设施设备的关注。此外，在以“圈”汇友的社交方式驱动下，不同群体也将各“圈”的需求落实到对物业的细节要求上：手游圈的租户对网速要求高；直播圈除了对网速有要求，对屋内及公共空间的装修风格亦有独特的眼界；

对于烘焙圈来说，他们更偏向于开阔的厨房；而在宠物圈，室外开放空间较多的公寓是他们的优先选择——2020 年，中海长租公寓首个“宠物友好主题公寓”落户杭州，200 平方米的宠物友好共享空间不仅为宠物提供了释放天性的场地，也为爱宠人士提供了社交空间。除了对标个人租户，长租公寓亦拿出部分房源作为人才房与企业或当地政府直接合作。

高涨的房价及就业人口的流动令如今长租公寓的客户群体更加多元化，长租公寓的产品线也由此横向扩展，以更好的满足不同个体、家庭的需求。单间户型，既有宿舍也有服务式公寓，面积范围跨度大，以每间 15-30 平方米的单元居多；而家庭式公寓的单位面积则多在 60-90 平方米，取决于客户需求，中、高端产品还有多样化的个性选择，也不乏大户型大面积的高端产品。位于北京朝阳区的有巢公邸为华润旗下的高端服务式公寓，面积在 64-180 平方米之间，主要服务国贸、使馆等 5 公里范围内的商务人群；中骏长租公寓品牌升

级至方隅公寓，定位为“高档一居”，为中高收入的租户提供更高品质的服务。高端公寓的选址、服务等特性更易于品牌实现租金溢价，提升利润空间，优质的底层资产和稳定的现金流也为项目的可持续发展奠定基石。

以智能科技为载体，长租公寓的产品和服务也有所升级。

案例分析

自如的居住产品有单间“友家”、整租“心舍”、高端系“曼舍”等系列的分散式公寓，也有自如寓、自如里等集中式产品，根据公开资料，截至2021年中，在管65栋集中式公寓整体出租率高达98%。在垂直领域，自如的自有家政品牌内容延伸至保洁、搬家和维修等生活服务，年销售额高达10亿元。此外还成立了智能家装服务团队，年装修房源7.5万套。以上的服务均可通过自如APP一站式下单实现。2021年，自如新推出的“增益租”模式引起市场关注，该模式主要针对老旧房屋通过升级改造提升市场竞争力，由业主负责房屋装修成本，后续自如负责继续运营。不管未来市场走势如何，自如承诺房东有8成的保低收益，市场上行时则可与自如进行收益分成。此模式下，品牌运营商避免了前期投入过大的弊端，同时向资产管理者的角色转变。

图：自如居住产品的进化



资料来源：自如2022发布会，自如官网，自如资管官方微信

案例分析

铂涛集团旗下窝趣公寓研发的 SaaS 系统不仅可以让租户实现一键签约、服务预约，在管家端口还有每日任务、待办事项等提醒，O2O 的服务模式无疑提高了运营效率。在管理方面，收入、押金、欠费等数据由系统自动形成报表，管理者可随时查看门店经营情况。不仅如此，系统联合铂涛、58 同城等平台共享资源及时发布可租房源，减少空置房的闲置时间。截至 2021 年 11 月，窝趣开业近 4 万间，续租率超 70%，门店平均出租率超 95%。成熟的全链条管理机制已可实现向政企客户输出轻资产运营服务。在与浙江大学公寓的战略合作中，窝趣系统为其定制的线上选房功能便捷高效，化整为零的服务体系获得教师们的高度评价。

图：窝趣公寓 SaaS 系统

资料来源：百瑞纪研究院



图：智能长租场景解决方案



资料来源：阿里云官网

通过以上长租企业的发展可以观察到过往积淀的资源是打造内生增长、建设企业生态的关键突破口。伴随目标客群更新迭代的需求变化，长租企业对产品的创新以及延伸服务的探索仍在继续。与此同时，依托物联网功能，移动端的开发和使用令公寓业务的智能化、数字化、平台化管理成为现实。除了提供线上/VR 看房、租金对比等基本功能，无纸化签约、预约服务、智能门禁等进阶功能也逐渐普遍。在企业端，房源发布、运营和财务统计等细分方面的可视化输出将提高企业运维效率，同时也将协助管理者做出及时反馈。

2.1.4 国企入场增强市场稳定性

在长租公寓市场，国企的入场不仅有利于存量资产的盘活、扩大了市场的供给，更重要的是可以在品质、运营等方面树立行业标杆，引导市场良性竞争，促进市场规范发展，同时可以作为政府连接市场的信息纽带，更全面地获取市场动态，以便做出最优决策。

房地产类国企入局长租公寓有其先天优势，这一方面以自有物业等重资产运营为基础资产，更加契合长租公寓长周期的运营模式；另一方面，房企的供应链平台可以直接对接公寓的改造、装修和设计等等，上下游资源的整合有利于节约开发成本。再者，自持资产在资产证券化等融资渠道上具有绝对优势，而信用资质良好、运行相对稳健的国企在融资方面也更容易获得金融机构的支持。华润置地有巢、招商蛇口壹间、壹栈、保利公寓等皆是地产类国企运营的长租公寓品

牌。与民企类的头部公寓品牌相比，虽然国企布局上也以一线城市及强二线城市为主，但大部分的管理规模在5万间以下，可以看出在发展新业务板块上较为谨慎稳健的风格。除了有全国范围布局的房企，越秀星寓、宁巢公寓等则主要面对本地市场，整体规模则相对较小。

此外，还有来自银行业、能源等非房企打造的长租品牌，如建行建融家园、浙江能源集团浙能尚悦等；也有国企通过与资管运营商合作的方式共同打造长租项目——2021年7月，由上海华谊集团与魔方公寓共同打造的“非改居”项目谊·魔方公寓开业，原本华谊公司的员工宿舍经改造后成为可容纳超600人居住并提供公共活动空间的生活社区，既缓解了附近产业园区青年的居住困难，也盘活了国企的闲置资产。

2017年4月，北京市发布《关于本市企业自持商品住房租赁管理有关问题的通知》强调，企业自持商品住房租赁活动实行市场化机制，不限定承租主体。过去两年，土拍规则中“竞自持”、“竞配建”和只租不售等条件的设置，以及大量国企拍得此类地块，意味着未来国企品牌长租公寓的管理规模将逐渐扩大。根据华润置地2021财政年度业绩公布，有巢公寓在营项目30个，房间数2万间，同时储备项目达到16个，房间数3.25万间。另据招商蛇口年度报告，拥有长租公寓3.6万间，是为数不多实现盈利的长租企业之一，超7,000间的房源计划于2025年前开业，计容建面达到39万平方米。在目前行业对盈利模式仍处于探索期的背景下，国企的参与对提振市场信心至关重要。

图：国企房企旗下主要长租公寓品牌

企业	公寓品牌	成立时间	规模
招商蛇口	“壹”系列	2012年	长租公寓（含未开业项目）合计布局全国22城，约3.6万间
越秀集团	越秀星寓	2017年	4个在营项目
钱江新城	宁巢公寓	2017年	在运营项目有8个，在营房间数1,700间
华润置地	有巢	2018年	在营项目30个，房间数2万间，同时储备项目达到16个，房间数3.25万间。
上海地产集团	城方公寓	2018年	项目数量近20个，房间套数超1.2万套
保利集团	保利公寓	2018年	进入城市20个，房源5万多间

资料来源：各品牌官方公众号、官网及集团2021年报，戴德梁行研究部；信息采集日期为2022年4月。

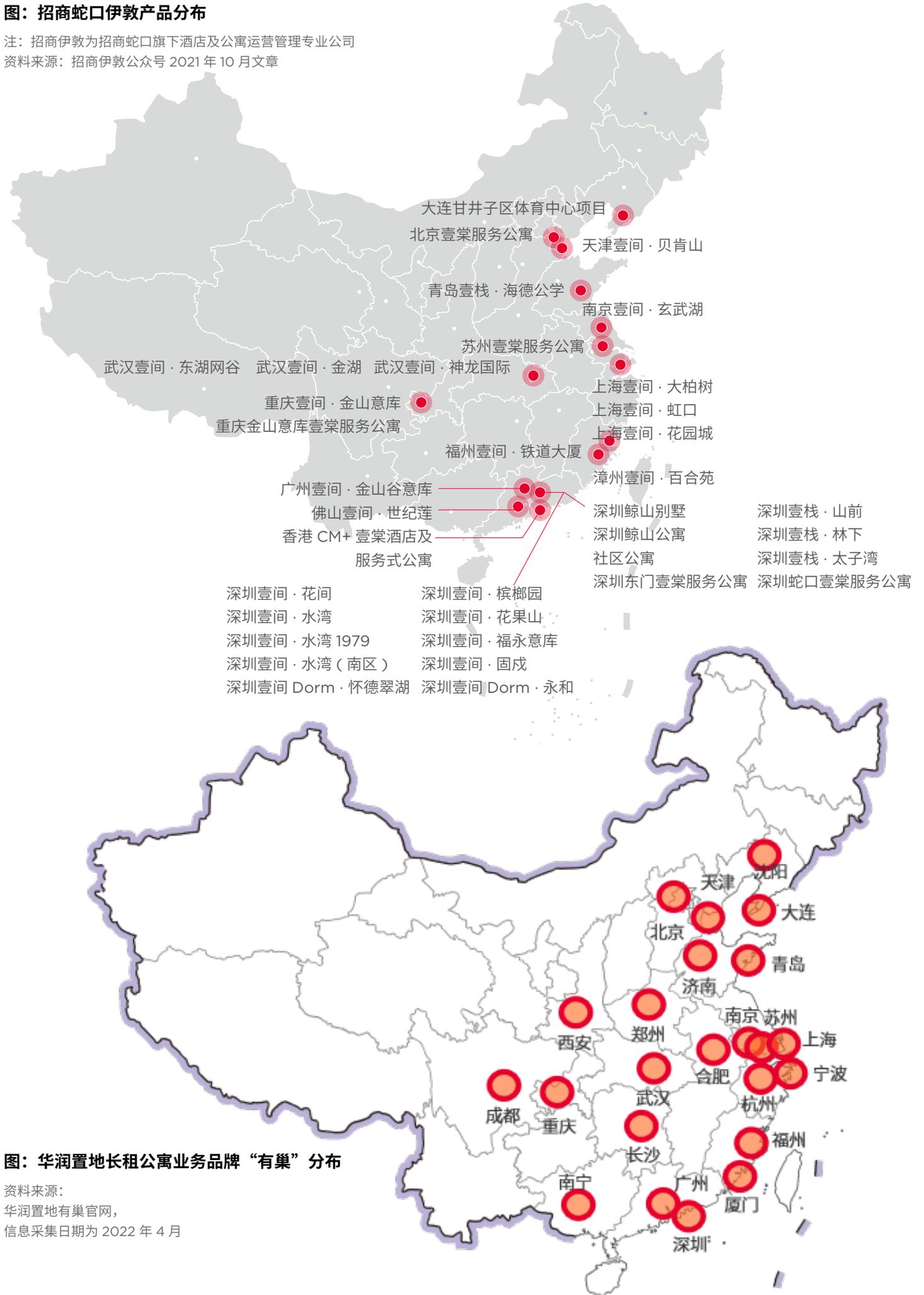
图：
上海谊·魔方公寓项目

资料来源：
上海市房地产经纪行业协会官方微信



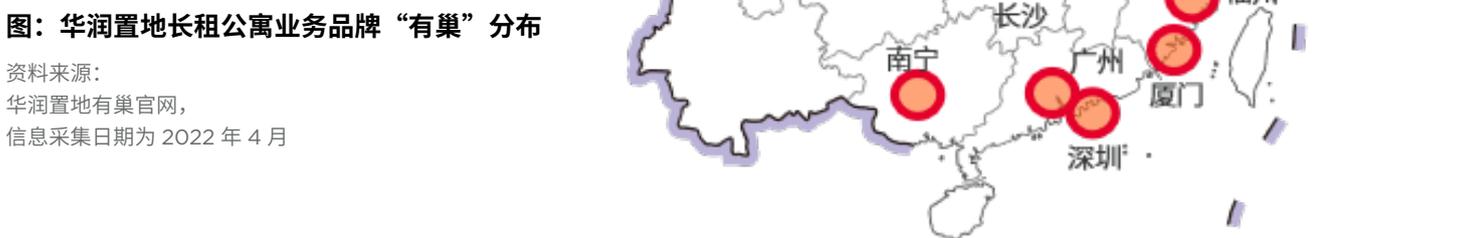
图：招商蛇口伊敦产品分布

注：招商伊敦为招商蛇口旗下酒店及公寓运营管理专业公司
资料来源：招商伊敦公众号 2021 年 10 月文章



图：华润置地长租公寓业务品牌“有巢”分布

资料来源：
华润置地有巢官网，
信息采集日期为 2022 年 4 月



2.2

政策性租赁住房

2.2.1

关注新青年、新市民住房问题，抓紧推进保障性租赁住房建设

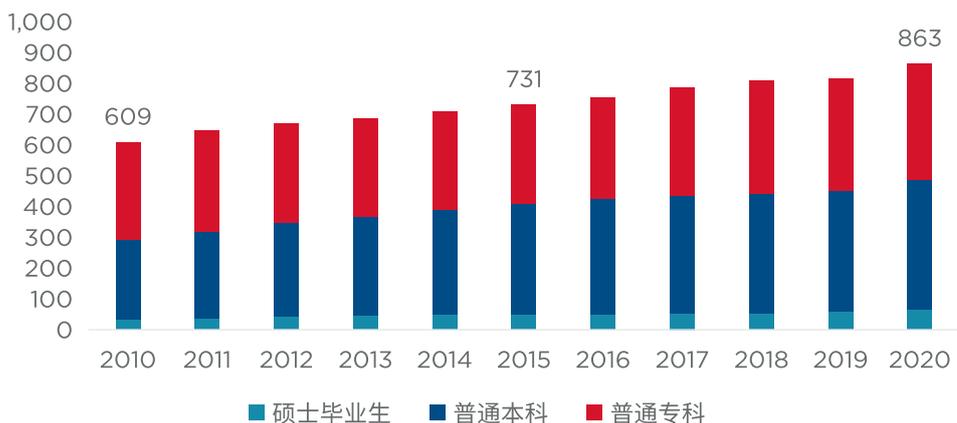
2020年，中国专本硕毕业生数量较2010年增长近42%，达到863万人。国务院于2022年发布的《新时代的中国青年》白皮书数据表示，2014年以来，在新登记注册的市场主体中，大学生创业者超过500万人；北斗卫星团队核心人员平均年龄36岁，量子科学团队平均年龄35岁，中国天眼FAST研发团队平均年龄仅30岁。由中国青年创业就业基金会与泽平宏观机构联合发布的《中国青年创业发展报告（2021）》研究结果显示，以2015年为基准100，2020年中国青年创业发展指数上升至167.5，排名靠前的主要是一线城市、发达省会城市及东部发达地级市。青年群体已经是创业创新的中坚力量，也是城镇化过程中的高质量生产要素。然而，近年大城市飞涨的房价让不少新市民面临置业压力，而目前租赁市场的产品供应无法完全匹配新市民、青年人对户型和品质的需求，令这部分人群时常陷入买不起房又租不好房的尴尬局面。

图：2020年中国城市青年创业发展指数排名前30城市



资料来源：《中国青年创业发展报告（2021）》，戴德梁行研究部

图：中国历年各级学历教育毕业生数量（万人）



资料来源：国家统计局，戴德梁行研究部

图：住房保障体系

类型	目的	推进情况
公租房	解决城镇住房和收入双困家庭	基本解决
保障性租赁住房	解决人口净流入的重点城市，主要是大中城市的新市民和青年人的住房问题	抓紧推进
共有产权住房	帮助有一定经济实力，买不起房子的居民能够尽快改善居住条件	城市政府因地制宜

资料来源：2021年国新办“努力实现全体人民住有所居”新闻发布会

图：政策性租赁住房保障体系

细分领域	公租房	保障性租赁住房
房源	<ul style="list-style-type: none"> 通过新建、改建、收购、在市场上长期租赁住房等方式多渠道筹集。新建公共租赁住房以配建为主，也可以相对集中建设； 在外来务工人员集中的开发区和工业园区，引导各类投资主体建设公共租赁住房，面向用人单位或园区就业人员出租； 实行“谁投资、谁所有”，投资者权益可依法转让； 	<ul style="list-style-type: none"> 主要利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设，适当利用新供应国有建设用地建设； 允许对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建为保障性租赁住房； 坚持“谁投资、谁所有”；
面积	以40平方米为主，单套建筑面积要严格控制在60平方米以下	建筑面积不超过70平方米的小户型为主
租金	<ul style="list-style-type: none"> 按照略低于同地段住房市场租金水平的原则，确定本地区的公共租赁住房租金标准； 坚持实物保障与租赁补贴并举； 	租金低于同地段同品质市场租赁住房租金
配租对象	城镇中等偏下及以下收入住房困难家庭和新市民	符合条件的新市民、青年人等群体
合同期	公共租赁住房租赁合同期限一般为3至5年，租赁合同期满后承租人仍符合规定条件的，可以申请续租。	以上海为例，原则上不短于1年，最长不超过3年；租赁合同到期后，入住人员经重新审核仍符合准入条件的，可以续租；

资料来源：2010年住建部《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，2012年住建部《公共租赁住房管理办法》，2019年住建部等4部门《关于进一步规范发展公租房的意见》，2021年国务院《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，戴德梁行研究部

2021年7月，国务院办公厅发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》（以下简称：《保租房意见》），首次明确了国家层面住房保障体系的顶层设计，主要由公租房、保障性租赁住房和共有产权住房三类主体构成。2021年8月底，住建部在国务院新闻办公室举行的“努力实现全体人民住有所居”新闻发布会上表示，公租房主要面对低保、低收入住房困难家庭，目前已基本解决；保障性租赁住房主要解决人口净流入大中城市的新市民和新青年的住房问题，他们多不符合公租房的收入条件但又有住房困难；共有产权住房的目的是帮助有一定实力，但又买不起房的夹心层。相较于公租房的基本公共服务性质，保租房更偏向于普惠性民生服务，由政策支持市场运作。因具有保障及公共的属性，公租房和保障性租赁住房也被统称为政策性租赁住房。



在国家层面明确将住房保障体系建设的重心由公租房转向保租房之前，各地大力发展公共租赁住房以满足城市中等偏下收入家庭基本住房需求。各地对承租对象和收入标准线划定的标准不一，大部分城市的公租房建设实际上也覆盖到了“新市民、新青年”群体。

《保租房意见》的发布意味着政策性租赁住房的发展重点将从已基本完成的对困难群众兜底式保障走向对城市发展奋斗的新市民和青年们的住房保障，因此在产品、户型等方面也将更贴近目标群体的需求。保租房以小户型、低租金的基本特征从供应端弥补了市场化租赁产品的不足，优化了住房租赁市场的供给结构。在套型上，要求保租房户型以建筑面积不超过70平方米为主。在各地因地制宜，考虑到生育政策优化、人才吸引等因素，福建将面积提升到不超过90平方米；南通则明确以

30-50平方米的小户型为主。2022年，北京发布《北京市保障性租赁住房建设导则（试行）》将保障性租赁住房分为住宅型、宿舍型和公寓型三大类别，首次提出公寓型租赁住房人均使用面积不得小于5平方米，兼顾刚需的同时也考虑了安全性和舒适度。此外也对套内配置、停车位、社交空间和智慧配套等建设提出了要求。

出于保障目的，保租房的定价显然与市场化长租公寓灵活的定价权不同，《保租房意见》要求租金低于同地段同品质市场的平均租金。上海、成都等地要求保租房租金在市场平均租金的九折以下，武汉要求不高于市场平均租金的85%，而青岛拟8折。厦门对大学生更是阶段性推出了“5年内5折租房”的优惠政策，截至2021年末，厦门已建设保租房房源约9万套，投入使用3万套，解决了8万多新市民和青年的住房需求。结合此前住建部要求当地发布

图：全国40个重点城市筹集保障性租赁住房数量（万间/套）



资料来源：住建部

住房租赁指导价格，以及《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》关于城市住房租金年度涨幅不超过5%的要求，公开、透明的租金将有利于引导市场预期，防止市场恶性竞争，而稳租金也是完善民生保障的关键一环。

对保租房建设的抓紧推进也体现在十四五规划目标中，住建部公开信息显示，2021年全国40个重点城市新筹集保租房94.2万套，预计可缓解近300万新市民、青年人的住房困难；“十四五”期间，40个重点城市计划新增保租房650万套，预计可解决1,300万人的住房困难，保租房建设的进一步提速将逐步缓解房源紧缺的问题。由于大城市中心城区土地和存量物业资源有限，预计大部分保租房项目，尤其是大型新建项目将供应在非核心区域。尽管如此，文卫、商业等配套齐全、租金低和稳定性强等优势仍将吸引租户入驻，缓解市场对刚需产品需求的压力。

图：北京保障性租赁住房分类

	住宅型	宿舍型	公寓型
供给对象	家庭	单身职工	各类人才
人数核定原则	2.45人/套	1人/床（单人床/高架床） 2人/床（双人床/双层床）	1人/床（单人床） 2人/床（双人床）
建筑面积	不超过70平方米 的小户型为主	人均使用面积不得 小于4平方米	人均使用面积不得 小于5平方米

资料来源：2022年《北京市保障性租赁住房建设导则（试行）》

2.2.2

引导多主体投资、多渠道供给，财税扶持力度大

图：保障性租赁住房供应渠道及相关土地支持政策

供应渠道	土地政策支持
集体经营性建设用地	探索利用集体经营性建设用地建设保租房
	支持利用城区、靠近产业园区或交通便利区域的集体经营性建设用地建设保租房
	农村集体经济组织可通过自建或联营、入股等方式建设运营保租房
企事业单位自有闲置土地	允许用于建设保障性租赁住房，并变更土地用途，不补缴土地价款
	允许土地使用权人自建或其他市场主体合作建设运营保租房
产业园配套用地	工业项目配套用地面积占项目总用地面积的比例上限由 7% 提高到 15%，建筑面积占比上限相应提高，提高部分主要用于建设宿舍型保租房
	鼓励将各工业项目的配套比例对应的用地面积或建筑面积集中起来，统一建设宿舍型保租房
存量闲置房	允许对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建为保租房
	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
新供应国有建设用地	提高住宅用地中保障性租赁住房用地供应比例，单列租赁住房用地计划，主要安排在产业园区及周边、轨道交通站点附近和城市建设重点片区等区域
	保租房用地可采取出让、租赁或划拨等方式供应
	新建普通商品住房项目，可配建一定比例的保租房
	鼓励在地铁上盖物业中建设一定比例的保租房

资料来源：2021 年国务院《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，戴德梁行研究部

政策性租赁住房以集中式房源为主，《保租房意见》强调主要利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园配套用地和存量闲置房建设保租房，适当利用新供应建设用地建设。这意味着，政策引导下保租房的多渠道供应将逐渐形成，从多类闲置的存量用房地以及新增建设用地的维度来扩大保障房的建设，并且供应渠道跨越国有土地及集体用地，侧面体现出现阶段补齐保障房供应缺口的紧迫性，为住房市场租售双轨并行发展奠定了基础。

广州已初步形成“工改租、商改租”、存量房源整租运营方式、城中村改造配置等七种筹建保租房方式。越秀区的继园东保租房项目由老旧厂房改造而来，是“政企银协”四方合作支持下广州的首个“工改租”保障房项目，也是广州首个“按月冲还租金”模式，即直接划扣公积金对冲租金的试点项目。整个项目贡献的 167 套保租房数量不多，但却多方面为全国工改保项目提供了操作范本。

“集体经济组织可自行开发，也可通过联营、入股等方式建设运营集租房”，北京对集体土地租赁住房（简称“集租房”）的实践一直走在全国前列。2022 年 4 月，北京首批保租房项目认定书发放，由首创新城镇建设旗下公司与相应村经济合作社共同打造的平谷区大兴庄镇白各庄村项目和顺义区高丽营镇张喜庄村项目双双获批，审批时间仅 3 个工作日。这两个项目均分别规划了 955 套和 980 套房，计划于今年三季度、2023 年相继投入使用。同月，北京规模最大的集租房项目首创繁星获得保障房认定，预计年内可提供保租房 6,572 套。通过集体用地建设保租房可高效扩大保租房规模，同时也是践行农村土地制度改革，为集体经济提供长期稳定收益的重要方法。

图：北京首批保障性租赁住房认定项目

申请单位	项目名称	套数（套/间）	建筑类型	建筑筹集方式	计划入市时间
北京蓝海创丽城镇建设开发有限公司	顺义区高丽营镇张喜庄村集体土地租赁住房项目（S1# 商业用房等 23 项）	980	住宅型	集体经营性建设用地建设	2023 年
北京蓝海创盈城镇建设开发有限责任公司	平谷区大兴庄镇白各庄村集体土地租赁住房项目	955	住宅型	集体经营性建设用地建设	2022 年

资料来源：北京住建委

多主体投资亦是实现保租房供应加大的关键。相较于以往商品住房高周转的模式，长租房前期投资规模大、回报周期长，同时一定幅度低于市场租金的限制，令原本热情就不高的潜在投资主体更加踌躇不前。为提高投资主体的积极性，《保租房意见》允许利用企事业单位自有土地建设保租房，变更土地用途无须补缴土地价款；支持银行金融机构提供长期贷款，并实施差异化信贷管理。

为实现北京“十四五”期间新增保租房套数占比不低于住房供应总量的 40%，北京住建委与四家银行合作，对保租房项目提供不高于当期 LPR 的长期低息贷款支持以保障保租房的融资需求，长期稳定的利率将有助于缓解项目开发建设的资金压力。

保租房项目认定遵循各地的实际情况审核，内容包括房屋面积、租金、规模、建设和运营等方面，经地方审批认定的项目不仅可获资金补助，还享受以下优惠政策。优惠政策包括：适用住房租赁增值税、房产税，降低税费负担；免收城市基础设施配套费；执行民用用水民用电价等。截至 2021 年底，成都已发放保租房认定书 130 余份，涉及房源近 8 万套。

多主体投资、多渠道供给的方式将加快保租房的筹集、筹建速度，后续大规模、集中式的房源入市也将有助于培育机构化、专业化的市场主体。与此同时，财税、金融和土地等方面的支持政策有效降低了保租房建设、运营和融资成本，提高租赁企业盈利的可能性。可以看出，宏观调控的同时兼顾了市场机制的作用，遵循市场规律，从多方面激励各类主体选择合适的渠道参与保租房的建设。

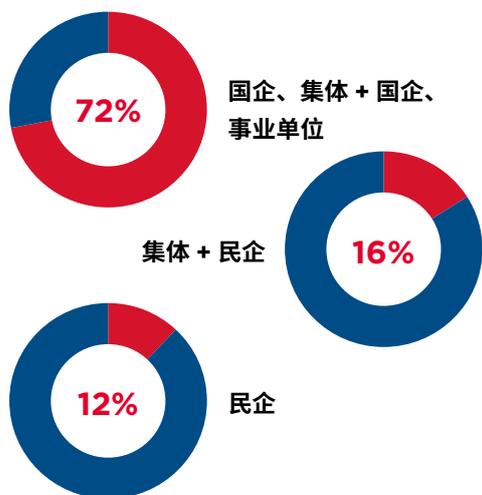
此外，适当扩大财政补贴范围至市场化长租公寓同样有利于激发市场参与租赁市场建设的积极性，加速扩大租赁市场规模。展望未来，政策性租赁住房将与市场化长租公寓并行，延续“高端有市场、中端有支持、低端有保障”的多层次租赁住房供应体系的理念。

2.2.3

国企引领和示范，发挥主力军作用

各地方政府将对本地发展保租房，促进解决群体住房困难问题负主体责任。而国企作为政府实施宏观战略计划和辅助市场调节与资源分配的一类经济组织，在参与市场化长租公寓的同时，也是建设政策性住房的主力军，在发展保障性住房尤其发展及运营保租房的过程中担当着举足轻重的角色。厦门定下目标培育 15 家国有住房租赁企业以带头发展保租房；太原市财政直接注资 10 亿元成立国有住房租赁企业以推进保租房建设任务的实施。相较于民企，在涉及民生保障等问题上国企对社会效益的考量甚至高于经济效益，更重视长期收益，在短期盈亏方面也更具韧性，广东表示将对开展保租房业务的国企放宽经营业绩考核要求。

图：发展保租房可复制可推广清单案例宗数统计（按参与方性质）



资料来源：2021 年、2022 年住建部《发展保障性租赁住房可复制可推广经验清单》，戴德梁行研究部

此外，上海在全国率先推出 R4 租赁住房用地，截至 2020 年末已供应 150 余幅，数量位居全国前列，实施和投资主体以国企为主。规划建筑面积超 1 千万平方米，可提供 20 多万套租赁住房，符合条件的已纳入保租房范围管理。上海地产是 R4 用地的主要受让的国企之一，截至 2021 年底已有 16 个集中新建租赁住房项目纳入保租房管理。

就全国来看，近半年住建部先后发布两批《发展保障性租赁住房可复制可推广经验清单》供各地借鉴和学习。根据清单公布的有具体项目名称的案例统计数量来看，超 70% 项目的参与方涉及国企或事业单位。

- 北京有巢润堂瀛海项目由瀛海镇集体经济、华润有巢和愿景集团采用土地流转的模式共同打造，建成后可解决 6,000 位青年人的居住问题；
- 共青团广东省委利用事业单位自有闲置土地规划建设保租房 1,500 套，帮助来粤创业、就业青年解决阶段性住房问题。

16% 的项目为集体经济组织与民企的合作项目。北京在 2017 年的文件中允许农村集体经济与国企合作开发建设保租房，并要求村集体持股比例不得低于 51%。隔年的补充政策对持股比例有所放宽，且鼓励村集体经济以项目经营权出租方式与社会企业合作，民企参与度有所提升。但就清单案例来看，龙湖冠寓和万科均参与了此类模式的探索：

- 2020 年 7 月，全国首个集体土地租赁住房泊寓北京成寿寺投入使用。村集体以土地经营权与万科合作，万科负责建设成本投入，村集体享受保底收益以及经营分红。规划约 900 间公寓，近 4,500 平方米的商业和市区配套；
- 厦门枋湖社区利用预留发展用地建设租赁住房、商办物业等，其中 1,300 套租赁住房建成后由龙湖冠寓负责经营管理。

仅 12% 的项目为民企实施。可将多类存量用房地改为保租房的政策一定程度刺激了企业盘活存量资产的积极性。

- 《保租房意见》提出允许将工业项目配套用地面积占比由 7% 提高到 15%，建筑面积占比相应提高用以建设宿舍型保租房。西安比亚迪拆除了部分闲置低效的厂房，腾出的土地建设宿舍型保租房 12 栋、4,416 套，可供上万名职工居住；
- 厦门支持万科利用非居用地变更土地用途，利用其持有的一宗物流仓储用地建设 7,600 间保租房，满足周边园区及机场片区职工需求。

由此可见，国企是保租房发展中当之无愧的主心骨。在国有属性下，存量用地用房资产、资金、贷款利率等突出优势将有益于国企更加专注于集中资源和投入精力建设保租房，有助于在开发运营、产品品质和管理方式等方面形成模范在行业推广，提振行业信心。此外，产业的转型升级、新生代劳动力的涌现以及对发展保租房的支持性政策都有望促进更多的民营企业、金融机构等进入保租房领域，对企业而言将符合条件的闲置用房地建设成保租房，除了提升存量土地的利用率外也将有利于平衡职住关系，进一步促进产城融合与发展。

资产证券化支持中国住房租赁市场发展

3.1 资产选择

图：市场化长租公寓及政策性租赁住房主要区别

类型	市场化长租公寓	政策性租赁住房
产权	产权更为清晰，土地使用权来源多为出让，一般可在市场上整体或分割转让销售	多为协议出让或行政划拨，项目仅可长期经营，资产不可独立或整体销售
供应来源	多为自建	优惠减免地价获取土地，自建；以成本价回购开发商住宅；开发商代建移交政府或平台公司
主体	多为上市、民企开发商或专业运营商	多为国企或政府平台公司
资产价值	多位于城市核心地段或 CBD 辐射片区，享有便利的交通及生活配套，资产保值增值能力强	多位于离核心区域较远的城市外围区域，资产升值能力空间有限
运营	多为市场化运营，租金由市场定价，随着片区成熟及资产稀缺性租金往往会持续上涨	政府定价，且租金常年保持稳定
租户	以城市白领等企业员工为主	相关政策规定适用之人群

资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

租赁性住房一般包括市场化程度较高的长租公寓、及享受政策扶持的保障性租赁住房（含人才租赁住房）、公租房等。从筛选适合发行证券化产品的角度来看，两类租赁住房的主要区别如下：

从两类资产的特征来看，长租公寓市场化程度较高，受政策影响较少。而现阶段的政策性租赁住房从开发到运营均受较多的政策扶持。其中，保障性租赁住房作为公募试点项目，与其他类型资产相比在市场化、成熟度方面均会稍显滞后，但考虑其公益保障属性，且因其租金低、前期投入较大，获取公募 REITs 这样长期、低成本的融资需求也更为迫切。

租赁住房的运营特性 及资产定价

评估方法的选择

进行资产证券化的租赁住房主要为长期持有经营并产生收益，此类项目定价的方法可采用收益法。其中可转让的租赁住房，因其易于变现的特征，也适用于比较法进行估值验证。而非市场商品房类租赁住房，资产无法在市场转让，只租不售的特征仅适用于收益法。其中收益法包括现金流折现法及直接资本化法。

- 现金流量折现法是通过预测估价对象未来各年的净收益，利用报酬率将其折现到价值时点后相加得到估价对象价值的方法。主要适用于项目运营初期、市场不太成熟或波动性较大的情况。
- 直接资本化法是通过预测估价对象未来第一年的收益，将其除以资本化率或乘以收益乘数得到估价对象价值的方法。主要适用于市场成熟稳定、物业交易活跃的情况。

客源及出租率

市场化程度较高的租赁性住房，主要面向城市核心区域上班的白领、年轻人，因其便利的交通及生活配套，经营良好的长租公寓出租率会随着蓄客呈阶段性增加。开业

初期的半年内，一般出租率可达到 60%，项目常年可达 70-80% 出租率。保障性住房客源主要为符合政府租赁条件的租户，因其极具竞争力的租金，往往供不应求，出租率常年可达到 95% 以上。

收入及支出

从收入来看，非政策性租赁住房租金一般为市场化定价，租金变化以市场为基础调节。且运营收入更加多元化，除住户租金收入外，一般还会包括物管收入、商业收入、配套服务收入等，一些高端公寓还会提供个性化的增值服务来产生收益。政策性租赁住房运营收入主要为单一租金，几乎无其他多经收入。租金涨幅以政府指导价为定价原则，一般涨幅非常缓慢。

从支出方面来看，非政策性租赁住房因其专业的运营及多元化的经营收入，一般运营、管理费用和资本性支出比较大，一般为收入的 15-20%。而政策性租赁住房因其较为单一的运营模式及简单的房屋结构及装修，管理运营费用及资本性支出占比很少，尤其运营期内享受幅度较大的税费见面，支出项合计一般仅为运营收入的 5-10%。

折现率的确定

根据市场调研及投资者访谈，核心城市的租赁性住房因其较高的资产价值，回报率

一般为 3-4%，二三线城市租赁性住房虽然市场运营存在一定风险，但因资产价值较低，回报率一般为 5-6%。保障性住房因其较低的租金，核心城市回报率一般为 3-4%，但保障性住房土地成本较低，项目资产有一定的增值空间。

估值结果

估值结果决定于两类租赁住房的核心因素为土地权属来源、转让限制条件、项目区位。市场化程度较高的租赁性住房一般为出让方式获取开发用地，资产权属无过多的转让限制条件，且项目一般位于城市核心区域，评估结果与同区域内同类型的住宅或公寓价格接近。保障性住房一般为优惠地价获取用地开发、开发商无偿移交、成本价收回，项目一般不可转让。且项目多位于城市外围片区，租金收入较低，项目市场价值较低。

结合未来的发展趋势，市场化的租赁住房正逐步走向专业化；而享有较大幅度优惠政策的保障性住房仍在不断地完善中。经营收入应更加多元化，可联合或委托品牌运营商提供专业化、精细化运营，或由政府平台公司外包服务，将租赁住房的市场化机制引入保障性住房，使其充分发挥其产品功效。更成熟、市场化的运营模式将使资产运营及市场定价更为合理。

3.3

资产证券化的发展进程与案例分析

首单长租公寓 -- 北京新派公寓权益型房托资产支持专项计划

底层资产位于城市核心区域，客群面向就近上班的工薪族或青年群体。资产由权益人购买老旧物业，翻新升级改造后对外出租。该模式在项目运营前期会有一定资金压力，随着运营状况的逐步成熟，资产将主要通过两种途径实现价值提升。一方面通过硬件设施改造及软件服务的升级，增加项目经营收益，另一方面核心区域的优质资源将随稀缺性而产生资产增值。最终可通过整体出售或证券化的途径实现项目的增值。

代表项目	北京新派公寓权益型房托资产支持专项计划		
发行时间	2017年10月11日		
底层资产	新派公寓 CBD 店，位于北京 CBD 核心地段		
发行规模	该资产估值 3.5 亿元，为了保证投资人利益，同时给劣后级投资人预留较大的收益级风险空间，最终发行价进行打折，为 2.7 亿元。		
债券评级	AAA 级	优先级利率	5.3%
所获荣誉	国内首单长租公寓资产类 REITs 产品，也是国内首单权益型公寓类 REIT。		
创新特色	新派公寓由从权利人变为管理人。该资产支持专项计划不依靠第三方信用担保，仅靠资产质量和运营能力赢得银行低利率融资和优先档资产支持证券获得 AAA 级评级，实现用私募基金收购存量资产到改造持有运营，最后证券化途径退出的完整闭环，体现了权益型 REITs 的主要特性。		

资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

首单政策性租赁住房

- 首单人才租赁住房 - 海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划

底层资产位于城市非核心区域，租赁对象面向市场，租金水平为市场租金。同时有重点企业承租较大面积分配给员工居住，对于企业大面积租赁，租金给予一定优惠。项目认定为人才租赁住房，运营期间部分税金实行免缴，包括增值税及附加、印花税、房产税及城镇土地使用税。该人才住房项目租金收入稳定，且享受政府优惠政策，净现金流充裕，回报率良好。

项目名称	海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划				
发行时间	2019年4月8日				
底层资产	海口市秀英区永桂开发区永秀花园项目、永秀花园（二期）、永秀花园北一区共计 1035 套高层住宅物业。				
发行规模	发行规模 8.70 亿元，其中优先级 7.83 亿元，次级 0.87 亿元，期限 18 (3+3+3+3+3) 年。				
债券评级	AAA 级	优先级利率	4.5%	认购倍数	2.16 倍
所获荣誉	海南省首单发行的 REITs 产品，也是全国首单省级人才租赁住房 REITs。				
创新特色	通过将人才租赁住房纳入公租房管理，免缴 REITs 实施过程涉及的相关税费，有效降低资产成本，满足了发行上市的资产收益条件。				

资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

• 首单公租房 - 国开 - 北京保障房中心公租房资产支持专项计划

底层资产位于城市非核心区域。可出租房源不面向市场，由政府相关部门对满足要求的承租人定向配租，租金水平低于周边其他类型租赁住房租金水平（大约为 60-80%），同时部分承租人（如烈士家庭、不同档经济情况的低收入家庭）在认证定级后可再获得一定比例的房租补贴（北京市的公租房补贴按照承租家庭的经济情况共分六档，补贴金额从房租的 10% 到 95% 不等）。项目运营收入不高，但较为稳定且期间费用较少。同时，项目享受政府补贴、税收减免等优惠政策，可产生稳定的净收益，最终可通过资产证券化实现资金回笼，并为后续项目的滚动开发、收购或改造提供资金支持。项目在存续期只付息不还本的产品结构，降低了公租房企业的负债偿还压力。

项目名称	国开 - 北京保障房中心公租房资产支持专项计划
发行时间	2021 年 8 月 18 日
底层资产	北京远洋沁山水公租房对应的房屋（构筑物）所有权及其占用范围内的国有建设用地使用权，可配租房源共计 548 套。
发行规模	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 18（3+3+3+3+3+3）年。
债券评级	AAA 级 优先级利率 3.35% 认购倍数 2.17 倍
所获荣誉	全国首单公共租赁住房类 REITs 产品。
创新特色	通过市场化方式使用类 REITs 作为融资工具，有效盘活了存量公租房资产，提升了公租房依靠自身现金流融资的能力；由资产价值决定公租房的融资规模，提升了公租房资产依靠自身价值融资的空间。

资料来源：戴德梁行估价及顾问服务部

保障性租赁住房 REITs 首批两单加速落地

5 月 27 日，中金厦门安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金与红土创新深圳人才安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金正式申报，意味着保租房公募 REITs 将加速落地，除了为 REITs 的基础资产范围扩容外，也将为各地抓紧发展保租房提供资金渠道方面的支持。



4.1.1 居住观念的转变 扩大租赁住房需求

随着年轻一代对居住生活品质要求的提升，“背负房贷”的住房消费观念被逐渐改变，相对于购置房产，租房不仅减少了大额的首付支出，热点城市的租金还往往低于月供，对应的机会成本不仅可以用于提高生活品质，还可用于其他投资品、保持资金的流动性。与此同时，在当前“房住不炒”的调控方向之下，房价高速上涨已得到抑制，投资住宅以获取高收益的预期也因此降低，投资房产的传统观念或被动摇。居住观念和投资理念的变化，将进一步扩大租赁住房的需求，同时也对产品和服务提出更多元的要求。

值得一提的是，在如今城镇化、全球化的过程中，年轻人的工作流动性进一步加大，以租代购的生活方式更加灵活，这种生活方式在全球范围获得越来越多的认可。而中国住房租赁市场的规范发展以及产品的更新必然激发更多青年人的租房需求。

4.1.2 多孩政策或促进租赁产品迭代与服务升级

无论是从横向延伸的租购角度来看还是从纵向发展的多元化产品设计，市场化长租公寓和政策性租赁住房的供应都无疑丰富了住房市场房源的供给，在补齐租赁市场这条“短腿”的同时，也提供了差异化、多层次的租赁房源以满足不同人群的需求。为鼓励“三孩”生育和降低生活成本，中共中央、国务院《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》的文件指出，地方政府在公租房配租时可根据小孩数量在户型等方面优先照顾，同时允许地方研究制定差异化租赁和购买房屋的优惠政策。北京宣布多孩家庭可直接选房，成为全国首个在公租房分配上向多孩倾斜的城市。而新家庭成员的加入有望增加租户对改善型户型的需求，房屋的户型、功能设计等方面也将有所迭代。

长租房投资周期长，即便只是运营商，一般来说与客户签约周期也多在半年以上，这意味着管理和运营是打造核心竞争力的关键：运用科技手段，SaaS系统的搭建为租户提供了随时、及时反馈问题的渠道，提高管家服务效率；市场经过沉淀后发展趋稳、趋向成熟并更专注于运营和培育客户的忠诚度，以优质的服务创造价值；由公寓内部向外部环境延伸共同营造人居环境，打造和谐社区对提高续签率、降低获客成本和减少房屋空置期都将起到积极作用。

4.1.3 社会资源均等化 保障租购同权

自租购并举提出以来，租购不同权的现实状况倒逼许多租户选择背负房贷由租转购。相较于房屋所有人，承租人在享受公共权益方面一直处于劣势。最为普遍的利益冲突是业主出于税收等多方面考虑未进行登记备案，不配合出具相关材料协助租户办理居住证，无法保证长期稳定的租赁关系，进而直接影响租户后续享有公共服务的权利。2020年，为稳定的住房租赁关系，住建部发布《住房租赁条例（征求意见稿）》向社会公开征求意见，住房租赁关系中的各方权益将得到保护。在2021年新型城镇化的重点任务中提出允许租房常住人口落户公共户口，而苏州等地提出租房即可落户的支持政策以吸引人才流入。此外，涉及最多的则是租户享有教育资源的问题，部分租户在承租后才被告知学位名额已被占用或无法使用，令租户束手无策。2017年，广州提出“承租人子女享有就近入学等公共服务权益，保障租购同权”。事实上，同权更多指的是保障适龄儿童就近读书的权利，并非保证享有最优资源，而附加在房屋产权上的教育资源的优先权依然存在。教育资源分布不均的主要解决方式仍然是增加供给和优化资源分配。此外，北京、成都、深圳（拟）推行“多校划片”、教师轮岗等创新制度弱化了房产的附属价值，有利于实现教育资源均衡化，同时也有利于平衡生源分布，促进租户共享更加优质的资源，对构建住房双轨制并行的住房体系具有深远意义。

² 例如：自如参与起草的《长租公寓室内环境评价通则》已由中国标准化协会发布实施，评价体系从室内装饰装修材料、家具配置和室内空气三方面考虑，为长租房提供了建设标准。

图：部分地方关于“租购同权”的政策

资料来源：
各地方政府官网，戴德梁行研究部



北京

《北京市住房租赁条例》

完善租购并举的住房政策，支持居民通过租赁方式解决住房问题，改善居住条件

山东

《关于促进和规范长租房市场发展 切实保障租房者基本权益的指导意见》

逐步实现租房落户；探索租房者子女就近入学；保障租房者享受基本医疗及公共卫生服务；健全租房者就业保障。

上海

《关于加快培育和发展本市住房租赁市场的实施意见》

备案租户可享受相关公共服务政策；居住证持证人和持《本市户籍户分离人员居住申请（回执）》人员，可以按照规定享有子女义务教育、公共卫生、社会保险、缴存使用住房公积金、证照办理等基本公共服务。

南京

《南京市住房租赁试点工作方案》

适时研究出台符合条件的承租人享受与本地居民同样的基本公共服务政策措施，建立承租人权力清单，逐步实现租购同权

杭州

《杭州市加快培育和发展住房租赁市场试点工作方案的通知》

符合条件的承租人子女可享有就近入学等公共服务权益。

成都

《成都市人民政府办公厅关于加快发展和规范管理我市住房租赁市场的意见》

居住证持有人按规定在居住地享受公积金、义务教育、医疗卫生等基本公共服务。

重庆

《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》

积极推进承租人在义务教育、基本医疗、公共卫生、基本养老、就业服务、社会保障、社区事务和住房公积金提取等方面实现租购同权，享受与本地居民同等公共服务。

长沙

《关于加快发展住房租赁市场工作实施方案》

承租人按规定在我市享有公共卫生、社会保障、计划生育、法律援助等国家规定的基本公共服务。适龄儿童、少年统筹安排到义务教育阶段学校就读。

广州

《加快发展住房租赁市场工作方案的通知》

符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益，保障租购同权；保护承租人的稳定居住权。

深圳

《关于进一步促进我市住房租赁市场平稳健康发展的若干措施》（征求意见稿）

大力推进公共服务均等化。结合户籍迁入的相关政策，逐步推进租赁住房在积分入户政策中与购买住房享受同等待遇。在加大学前教育和义务教育学位供给的同时，优化租赁住房积分入学政策。

4.2

发展租赁住房为房企转型提供新思路

4.2.1

房企转型布局新赛道，轻资产运营拓宽新思路

“三线四档”的资金监管和融资限制使得房企的经营融资活动更加审慎自律。投身于住房租赁市场的建设既顺应了国家对住房规划的发展方向，又可抓住减税降费的契机布局长租市场。保租房的建设具有民生属性、具有基础设施建设的特征。东方证券发布《保障性租赁住房将为“十四五”带来多少投资？》报告，从保租房规划套数、平均面积、建造成本、土地成本及改建成本等多方因素考虑并进行测算，预计“十四五”期间，40个重点城市建设保租房将带动投资规模约1.3万亿元。相比其他背景的长租公寓运营商，房企在建造、开发方面更有优势，这类技能的抗风险能力更强，运营经验方面则稍显欠缺。但随着团队培育逐渐成熟，如今部分房企背景的长租公寓品牌已沉淀出成熟的运营经验和团队并可实现管理输出。

与此同时，国企及地方平台是长租房市场不可或缺的中坚力量，作为模范引领市场的走向。然而，在面对市场变化时，不少传统国企内部体制的限制和业务程序的繁冗可能会令其对市场的反馈有所迟滞；另一方面，人才的空缺以及市场经验的不足也可能导致业务培育缺乏要素，即便有政策支持，也难以改变被动发展的局面。而具备租赁住房专业经验的品牌运营商对市场的敏感度更高、反应和决策也更快，因此谋求与参与租赁住房建设的国企及地方平台的合作，以轻资产的方式输出运营和服务，不仅可以弥补大规模建设之下长租项目在运营服务上的不足，亦不失为租赁住房品牌发展的新思路和机会。

释词：

重点房地产企业资金监测和融资管理的“三线四档”规则。

三线：三道红线。剔除预收款的资产负债率不得大于70%，净负债率不得大于100%，现金短债比不得小于1倍。

四档：“红、橙、黄、绿”四档管理。“红档”-触及3条红线：企业有息负债规模不能高于现有水平；“橙档”-触及2条红线：企业有息负债年增速不得超过5%；

“黄档”-触及1条红线：企业不得超过10%；“绿档”-无触及红线：企业不得超过15%。



轻资产运营案例分析

睿星资本 Greystar

睿星资本 Greystar 成立于 1993 年，总部位于美国查尔斯顿，是全球领先的租赁住房管理机构，以轻资产运营模式为主，运营的物业广泛分布于中国、美国、法国、墨西哥等全球多个国家，业务范围涵盖住房管理、开发建设及投资管理。其中，轻资产运营和投资管理是睿星资本最主要的特色。

表：2021 年末睿星资本全球业务概况

管理资产价值	管理物业数量	持有物业数量	承建物业数量
超 534 亿美元	约 754,000 个单元和床位	超 202,000 个单元和床位	44,855 个单元

资料来源：Greystar.com

轻资产运营

根据美国国家多户住房委员会 (NMHC) 的数据，截至 2022 年 1 月 1 日，睿星资本在美国国内管理 698,257 个租赁住房单元，排名全美第一；而自持的单元数量则为 80,121 个，仅占管理总数的 11.5%，这一比例在过去八年中基本保持稳定。

睿星资本所管理的物业类型相当多元，除了传统的租赁住房外，还包括学生宿舍、长者住房、经济适用房以及包含零售的混合用途物业等。对于业主和租户，睿星资本也提供除物业管理之外的多元

化服务，包括金融服务、尽职调查、施工管理、采购管理、教育培训、营销传播、自动化租赁、收益管理等等，并通过技术手段来分析物业的使用状况，以提高租户的满意度进而提高净营业收入。

投资管理

自 2001 年首次设立投资部门以来，睿星资本一直深度参与资本市场，和各类金融机构及投资者通过设立混合型基金、合资企业等方式合作来收购或开发全球各地的租赁住房资产，并为机构型业主提供投资管理和住房运营管理服务，为其带来具有吸引力的风险调整回报。这

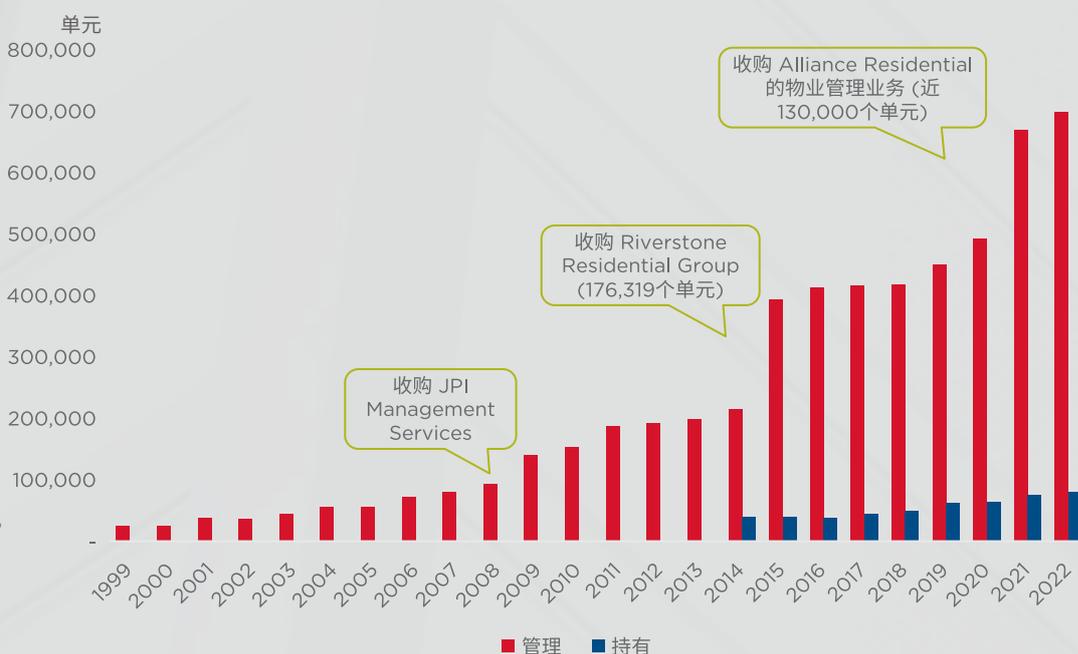
也是睿星资本拓展规模的重要手段。例如，2013 年睿星资本与高盛合作收购了一个位于英国几大主要城市的学生宿舍资产包，成为该公司开始海外拓展的重要一步。

启发

经过近 30 年的发展，睿星资本从单纯的租赁住房运营服务商逐步成长为管理超 500 亿美元资产的资产管理机构，并扩张到全球各地。从其发展历程可以看出，深入与投资机构合作，提升资产管理能力将是轻资产模式运营服务商的重要发展方向。

图：
睿星资本 Greystar
美国管理规模增长走势

资料来源：
NMHC, Greystar.com
注：
年度数据截止至当年 1 月 1 日，
持有数据自 2014 年开始公布



4.2.2

租赁社区另起赛道，平衡职住为选址关键

2021年，华润有巢在北京首个大型租赁社区有巢国际公寓社区总部基地店正式投入使用，配备2,300多套公寓，是丰台区规模最大的集租房项目……近年来房企对大型租赁社区的探索不止：万科公布在租赁社区的布局上已覆盖北京、深圳、厦门等多个城市，单体体量在1,000-5,000间。在更大体量的规划上，租赁社区不仅限于打造集中式租赁住房，还需考虑社区的文、体、娱等生活配套的设计，是对房企开发和运营综合实力的考验。



图：有巢国际公寓社区总部及地点效果图

资料来源：中国华润有限公司官微



图：有巢国际公寓社区涇店效果图

资料来源：华润有巢官微

租赁社区规模较大，一般来说位置稍偏，同时考虑到城市的产业布局，选址在地铁沿线或产业园区周边等优越位置可兼顾职住平衡，践行产城融合的理念。《保租房意见》也鼓励各城市在地铁上盖物业中建设一定比例的保租房。截至2021年，成都市已在9个TOD项目启动建设保租房1万套。租赁社区作为升级版的集中式公寓，容纳了更多的公共空间，方便统一协同管理的同时也更有利于营造社区居住氛围。



图：成都双凤桥站TOD设计方案效果图

资料来源：武侯发布官微

为稳企业发展、让人才安家，部分租赁用地还直接由产业类企业拿下。在上海，华为拍下三块租赁住房用地，上海信乐彼成文化咨询（B站）拍下含租赁住房用地的综合体。在建设过程中涉及规划、设计、施工和运营等多个环节，对于缺乏开发经验的非房企开发商来说有一定难度，而与房企合作各尽所长则能打通堵点，由房企提供代建及托管等服务，减少试错成本。无论是自建、代建还是合营，房企利用本身的产业资源优势在租赁市场大有可为，在拿地初期、建设及后期管理等阶段皆有参与的空间。

4.3

盘活存量物业，促进新型城镇化

随着城市的变迁和产业的调整升级，部分存量资产出现使用效率低下或闲置的现象，利用这类型的物业或地块来建设租赁住房既可提高资源使用率，又可通过增加租赁住房来缓解当下热点城市居住矛盾突出的问题。

4.3.1 非居改保拓展新方向，商改租模式仍在探索中

自2016年“商改租”相关政策出台以来，广州、深圳、上海、南京等地方相继发布相关政策细则跟进。但由于商办类存量用房的规划、结构、水电、消防等诸多方面的建设标准与住宅物业不同，改造且不说增加资金投入，涉及到实操层面推进难度较大，加上部分城市对改建后的项目有销售转让的限制，整体来说市场对“商改租”的积极性较低。“工改租”也存在类似问题，但由于老旧厂房空间大、层高较高，改造难度稍有降低，而且相对于商办而言工业用房原本的资产价值较低，在获取成本和收益率上具有优势，因此在市场上有更多的尝试。但是，工业红线、环评等方面的约束也一定程度上限制了工改租的成功率。

而将非居住存量用房地改建为保租房的方式或可启发市场更多可能性。《保租房意见》从政府角度出台支持政策，明确了非居改保的审批流程，且在用作保障房期间无须补缴地价，降低了建设成本，此外还有资金补助、税收优惠和享受民水民电的价格。产业园区配套用地面积占比上限提高也赋予了园区建设保租房的更多空间。值得一提的是，无论是非居改租还是非居改保都对运营商的专业能力提出了要求，引入成熟的住房租赁企业来合作管理，难题或可迎刃而解。

4.3.2 集体土地制度改革，加宽租赁住房建设途径

利用集体建设用地建设租赁住房是扩大租赁住房规模的途径之一，激活农村集体土地的使用优化了集体土地的配置，是履行节约用地的重要实践，也可增加农民经济收入。集体用地是以入股、联营，或以出租经营权合作开发集租房而非直接出让土地资产，相对于资方或合作方来说获取资产成本较低，所以回报率也具有相对优势。尽管如此，自2017年发布集租房第一批试点城市以来，走在试行前沿的北京在2020年才迎来第一个项目正式运营，上海则是在2021年，其他城市实践有限，案例不多。不可忽略的问题是，集体用地本身产权、利益关系错综复杂，谈判难度大，而且开放改造后，如果监管不力，很有可能被变相开发成小产权房，影响市场秩序。对于开发商和业主而言，通过城市更新拆除重建获得的利益远高于出租房屋带来的租金收益，尤其是在核心区建筑密度超高的城中村里，建设集租房缺乏根本动力。

2022年初，国务院办公厅印发《要素市场化配置综合改革试点总体方案》允许将存量集体建设用地依据规划改变用途入市交易，推进集体土地制度改革进一步放宽了集租房的建设途径，当然，也需要考虑项目所在位置是否能依靠产业园区或交通节点提供足够的需求支撑，以及公共配套是否能满足居住需求，以免造成资源浪费。

4.3.3

城市更新严控大拆大建， 为租赁住房发展提供机会

2021年，住建部发出《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》，要求严格控制利用大规模拆除的方式进行城市更新，推行小规模、渐进式有机更新和微改造，并鼓励由“开发方式”向“经营模式”转变，完善公共服务补齐社区功能，这对保持城中村的租赁市场平衡具有积极意义。随着房地产逐渐进入存量时代，预计会启发更多房企转变快销变现的思路为长线持有，鼓励更多社会主体成为城市运营商参与到城中村及旧物业的改造中来。深圳一直以来是城市更新的先驱者，福田区水围村共计29栋的人才公寓便是由福田区政府联合深业集团和水围股份公司共同改造而来，既提高存量资产利用效率加大了租赁住房的供应，同时清理了城中村的消防隐患改善社区环境。需要注意的是，在拆除重建或功能改变类城市更新中，深圳也要求按比例配建人才房和保障性住房；而在出于公共利益而实行的棚户区改造中，则要求回迁安置住房以外的住宅部分将全部作为人才和保障性住房使用。广州对城市更新的项目要求配置的政策性住房要以70平方米以下的小户型为主，30平方米以下的宿舍配置比例则不能低于30%。

活化存量资产用于建设租赁住房的方式拓宽了住房供应的渠道，有利于推进市政配套和公共设施的建设，通过综合整治提升居住环境——以人为本的理念加快发展文明城市也推进了新型城镇化的建设。

图：深圳市福田区水围村



资料来源：dofficedesign 官方微信



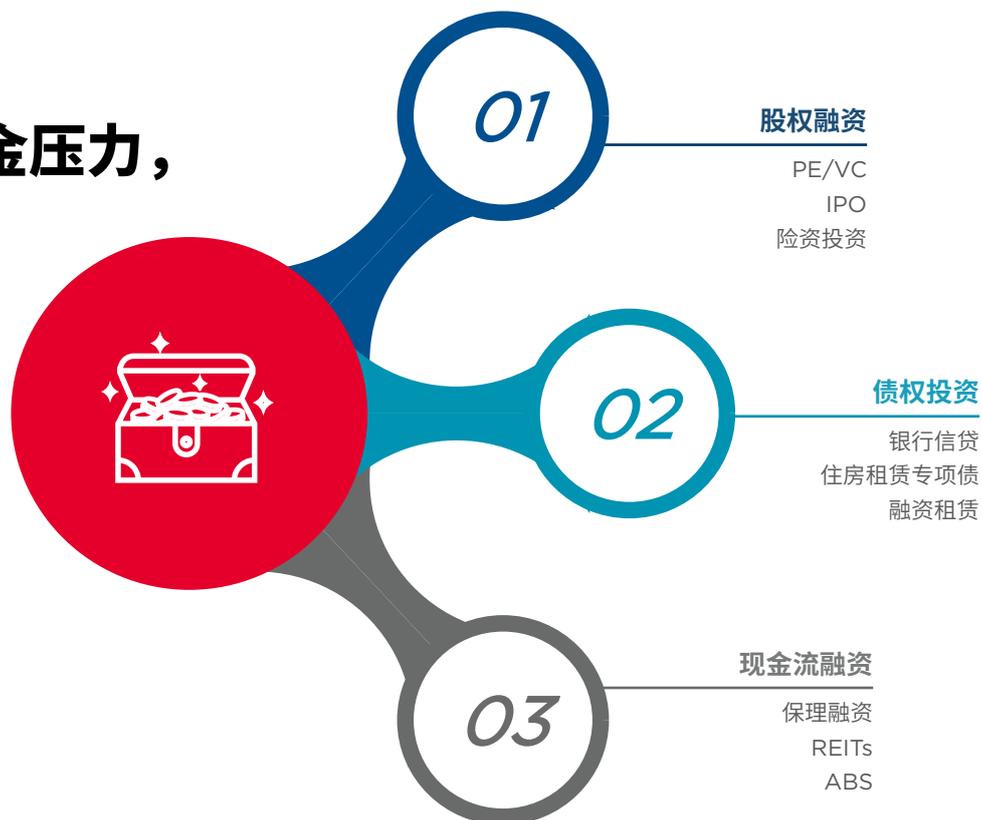
4.4

金融创新减轻资金压力， 融资渠道再拓宽

租赁住房的融资渠道主要有股权融资、
债权融资以及现金流融资。

图：
长租公寓的主要融资方式

资料来源：
工行投行研究中心



4.4.1 险企、外企入资，补充市场信心

股权融资是企业通过出让部分股权来引进新股东和资金的融资方法。公开信息显示，软银愿景基金向自如投资10亿美元；根据安歆集团官方消息，安歆集团完成数亿元Pre-D轮融资，由前海母基金领投。而近些年来，涉及长租公寓的大宗投资交易也引起了市场的关注：

- 2017年，朗诗旗下地产基金平台青杉资本与平安不动产共同收购上海森兰项目，项目建筑面积达到4.35万平方米，拥有750多套高端长租公寓；
- 2019年2月，睿星资本与合作伙伴在中国设立了首支专注于投资、开发、改造一、二线城市长租公寓资产的投资基金，后收购了位于上海内环内的存量空置物业进行翻新改造。2020年12月，睿星资本在中国打造的高端租赁社区项目——“驻在LIV'N 833”在上海正式开业。目前，“驻在LIV'N”品牌的第二个项目正在开发当中；
- 2021年，中骏集团旗下方隅控股宣布与投资机构KKR合作收购北京一地标级租赁公寓项目，规模多达3,000余户的TOD大型租赁公寓社区；
- 2021年，领盛投资与景瑞不动产合作收购上海虹桥良华购物广场（西区）项目，业态涵盖商业配套及583套景瑞悦樾公寓；
- 2022年，旭辉瓴寓出让所持“上海浦江华侨城柚米社区”项目全部30%股权，实现从该租赁社区项目的资产退出。出让股权后，旭辉瓴寓作为资管方将继续运营该项目。

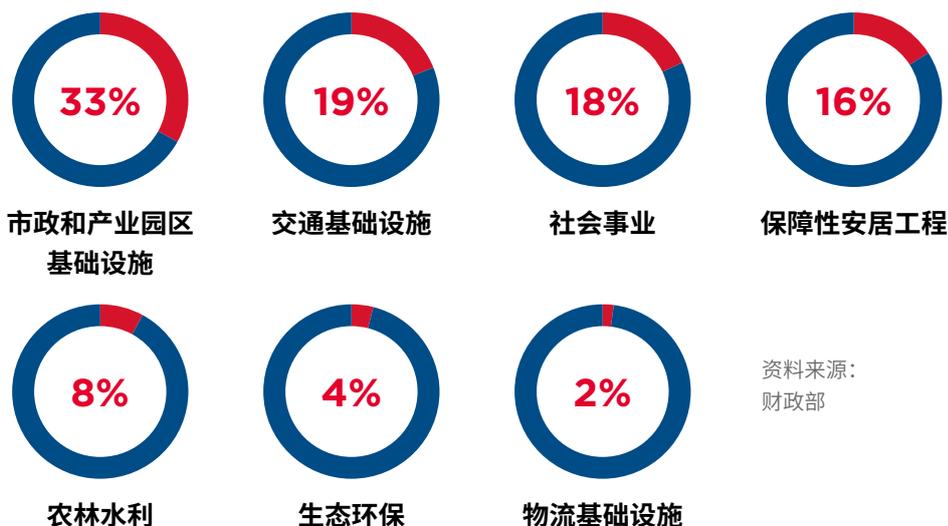
长租房引入契合长线投资特性的险资不仅丰富了险资的投资领域，同时注资租赁市场也推动了住房市场租售同行的建设。因此可以看到，较成熟的长租公寓品牌与投资机构的合作越来越紧密，其中也不乏外资的身影。投资机构雄厚的资金必将为长租公寓注入流动性，而优质资产经过运营后机构则可以享受现金流及资产升值带来的收益。当然，产权清晰是基本要求，底层资产的质量、位置和运营是关键因素。早期发展中积累的较高运营风险有望逐渐清理和化解，迎来更多合作的机遇。

4.4.2 专项债券发行降低开发成本

银行的信贷和住房租赁专项债券是债券融资的主要方式，主要发放给信用较好的头部企业。信贷一般需要资产抵押，这对于轻资产住房租赁企业来说是个瓶颈。与此同时，在房企融资渠道整体趋严、去杠杆的当下，专项债券的发行也更为谨慎。支持银行金融机构向保租房持有主体提供长期贷款、建设保租房的集体经营性建设用地使用权允许抵押贷款、以及保租房贷款不纳入房地产贷款集中度管理的政策和举措加大了银行业金融机构对保租房项目的信贷投放空间，有助于减轻开发成本。在发行专项债券方

面，根据安信证券报告，截至 2021 年 8 月，共有 25 家房企成功发行 46 只住房租赁专项债，累计发行超 530 亿元用于租赁住房的建设或相关项目借款偿还，万科和龙湖的累计发行规模最大，均达到 100 亿元以上。根据国家财政部数据，截至 2022 年 3 月，今年保障性安居工程专项债累计发行 2,016 亿元，占比专项债发行总规模的 16%。2022 年 4 月，首创集团注册的 20 亿元全国首单集体土地住房租赁专项债券成功发行，募集资金将全部用于首创新城镇建设 7 宗集租房项目的建设与管理。专项债在审批、发行进度等多方面都具有绝对优势，表明了金融杠杆对保租房建设的倾斜。

图：2022 年政府专项债投资领域占比（截至 2022 年 3 月末）



4.4.3

资产证券化加大市场滚动建设，公募 REITs 底层资产有望再扩容

基于现金流的不动产投资信托基金 -REITs 融资方式在租赁住房领域的呼声从未降温。相较于前两类融资方式，资产证券化是事后融资工具，可以盘活住房租赁资产进行再融资从而用于再投资、再扩张，既增加了资产的流动性，又可以融资，与租赁住房长期持有的商业逻辑匹配，因此租赁住房 REITs 是租房市场发展的重要金融工具。利用类 REITs、CMBS、租金收益权 ABS 等金融工具进行融资的方式市场上已有涉猎也相对成熟。2021 年 6 月，发改委《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》将保租房项目纳入试点范围，根据公开信息，2022 年 4 月深圳安居集团保租房 REITs 项目已报送至国家发改委，底层资产涉及 4 个位于核心地段的保租房项目，涉及 1,830 套房，募集资金将用于继续扩大保租房的建设，意味着公募 REITs 有望增添新成员，展现了国家对租赁住房融资端的支持。5 月 27 日，包含以上项目在内的首批两只公募 REITs 分别于上交所、深交所和证监会报送申请材料，成为首批上报的两单保障性租赁住房 REITs。

可以预见，作为落实房地产长效机制的重要板块，未来住房租赁市场的规模还将持续扩张，尤其是通过新增建设用地、盘活非居存量等途径的建设都可能加大重资产运营的占比，股权融资、REITs 融资的方式将成为主流趋势，而近期首批两只保障性租赁住房公募 REITs 的加速落地，也令市场看到机会，相关模式有望得到复制和推广。

日本 REITs 市场概况

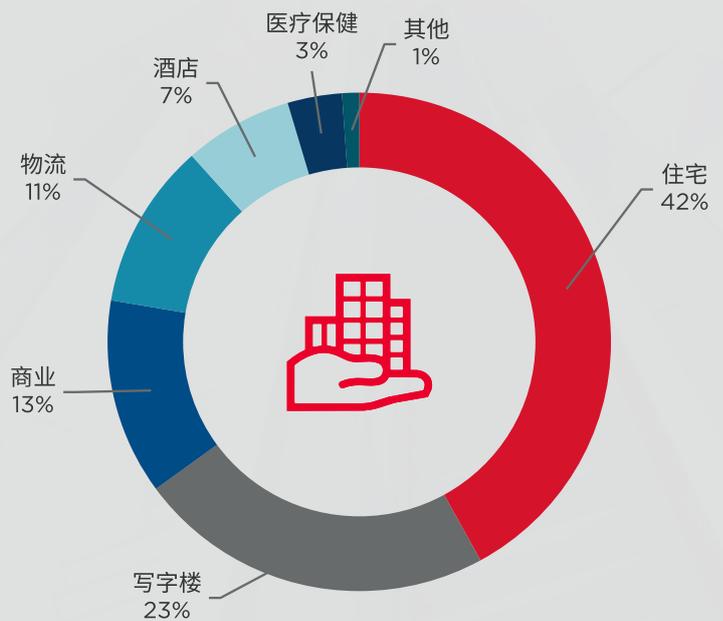
二战后为刺激经济发展，在货币宽松政策的背景下，日本尤其是东京的土地和住房投资热情高涨，在城市外围区域建设了大量低容积率的木造独院小楼，将东京市中心工作人口的通勤距离推高至 50 公里以上。随着 90 年代政府收紧信贷政策，房地产泡沫破裂，东京市中心不动产价格大幅下跌，东京市中心的土地利用模式出现大幅变化，居住功能开始回归。在此期间，机构型业主趋于活跃，建设了一大批用以出租的多层公寓楼。1995 年至 2008 年，公寓大楼进入快速发展阶段。同时，为了盘活沉淀在房地产中的资金及重振房地产市场，日本 REITs (J-REITs) 应运而生。

2001 年，日本 REIT 市场正式在东京证券交易所正式设立，同年首两支以写字楼为底层资产的 REITs 正式上市。根据不动产证券化协会 (ARES)，截至 2022 年 3 月末，日本共有 61 支上市 REITs，总市值达到 16.62 万亿日元；底层资产数达 4,464 个，涵盖写字楼、商业、住宅、物流、酒店、医院、温泉等多种类型；股息率为 3.66%，远高于东京证券交易所市场一部 (2.06%) 和十年期日本国债 (0.21%)。

其中，涉及租赁运营的居住类项目一直是 J-REITs 底层资产的重要组成部分。自 2004 年首支住宅型 REIT 上市以来，已有至少 27 支 REITs 的资产组合中涵盖住宅。截至 2022 年 3 月，J-REITs 市场的 4,464 项底层资产中共有 1,875 项为住宅，占比达 42.0%。

为了确保稳定的租金收益和低空置率，住宅型 REITs 对资产素质往往有较高要求。在人口缩减的大背景下，东京都市圈（关东大都市圈）是日本唯一具有人口持续增长期望的区域，也自然是 J-REITs 最为关注的区域。大部分 REITs 持有的住宅都位于东京都市圈中，其中又以东京 23 区（东京市中心）的轨道交通沿线区域最为集中。此外，靠近大型企业办公场所的住宅社区也尤其得到青睐。少子化的趋势对日本租赁住房市场也有深刻的影响。根据 Aveline-Dubach 的研究³，在 J-REITs 持有的住宅单元中，只有不到 15% 是面向家庭型租客的，且其平均面积也仅有约 70 平方米。面向单身租客的 30 平方米单间户型占比最多；其次是面向丁克夫妻 / 未婚情侣的 50-60 平方米户型。

图：J-REITs 底层资产构成（按数量分）



资料来源：ARES

³ Aveline-Dubach, N. (2022). The financialization of rental housing in Tokyo. Land Use Policy, 112, 104463.

4.5

绿色租赁与绿色金融融入住房租赁市场

随着中国“双碳”目标（力争 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和）的持续推进以及社会各界对 ESG（环境、社会与治理）理念的关注度不断提升。在建筑和房地产等相关行业，加快绿色转型发展也已经成为必然要求。

目前，建筑和房地产行业的绿色化主要着力于建筑开发建设阶段，展现出重设计、轻运营的特点。据统计，截至 2018 年末，国内获得绿色建筑标识和运营标识的项目分别约为 13,393 项和 855 项，分别占总量的 94% 和 6%。大多数在竣工或竣工之前阶段获得了绿色建筑标识的项目并未在运行使用阶段再次获取认证，项目的绿色运营实效常常难以符合预期。根据中国建筑节能协会发布的《2021 中国建筑能耗与碳排放研究报告》，2019 年全国建筑全过程碳排放总量为 49.97 亿吨二氧化碳，占全国碳排放的比重为 50.6%，其中，建筑运行阶段碳排放 21.3 亿吨二氧化碳，占全国碳排放的比重为 21.6%。作为建筑全生命周期中时间最长且碳排放巨大的部分，确保建筑运行使用阶段的绿色化对于实现碳中和有重要意义。

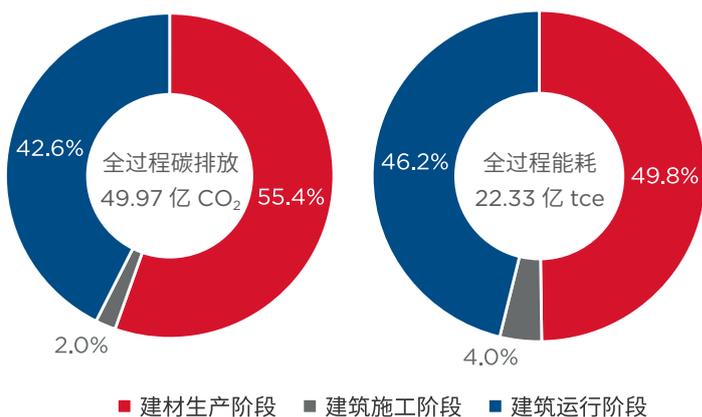
对于长租公寓运营企业等物业运营方以及租户等物业的使用方而言，采用绿色租赁模式，有助于约束租赁双方在建筑的运营、使用等过程中都要尽可能满足可持续发展的要求，确保项目全生命周期绿色管理，助力实现“双碳”目标。对于符合绿色标准的企业，也将能够获得“绿色激励”，进行成本更低的绿色融资。

图：绿色租赁条款可能包含的内容



资料来源：戴德梁行《绿色租赁：更绿色，更清洁，更有效》，德勤《创造可持续价值：房地产与环境、社会及管治》，戴德梁行研究部

图：2019 年中国建筑各阶段能耗与碳排放总量在建筑全过程中占比



资料来源：中国建筑节能协会《2021 中国建筑能耗与碳排放研究报告》

4.5.1 绿色租赁确保项目全生命周期绿色管理

绿色租赁是指是指在出租方和承租方在租赁协议中加入“绿色条款”，规定双方有义务或双方承诺将尽力满足相关条款内容，以实现相应的可持续发展目标。在中国，绿色租赁在商业地产领域已经得到了初步发展，但在住房领域仍处于待探索阶段。

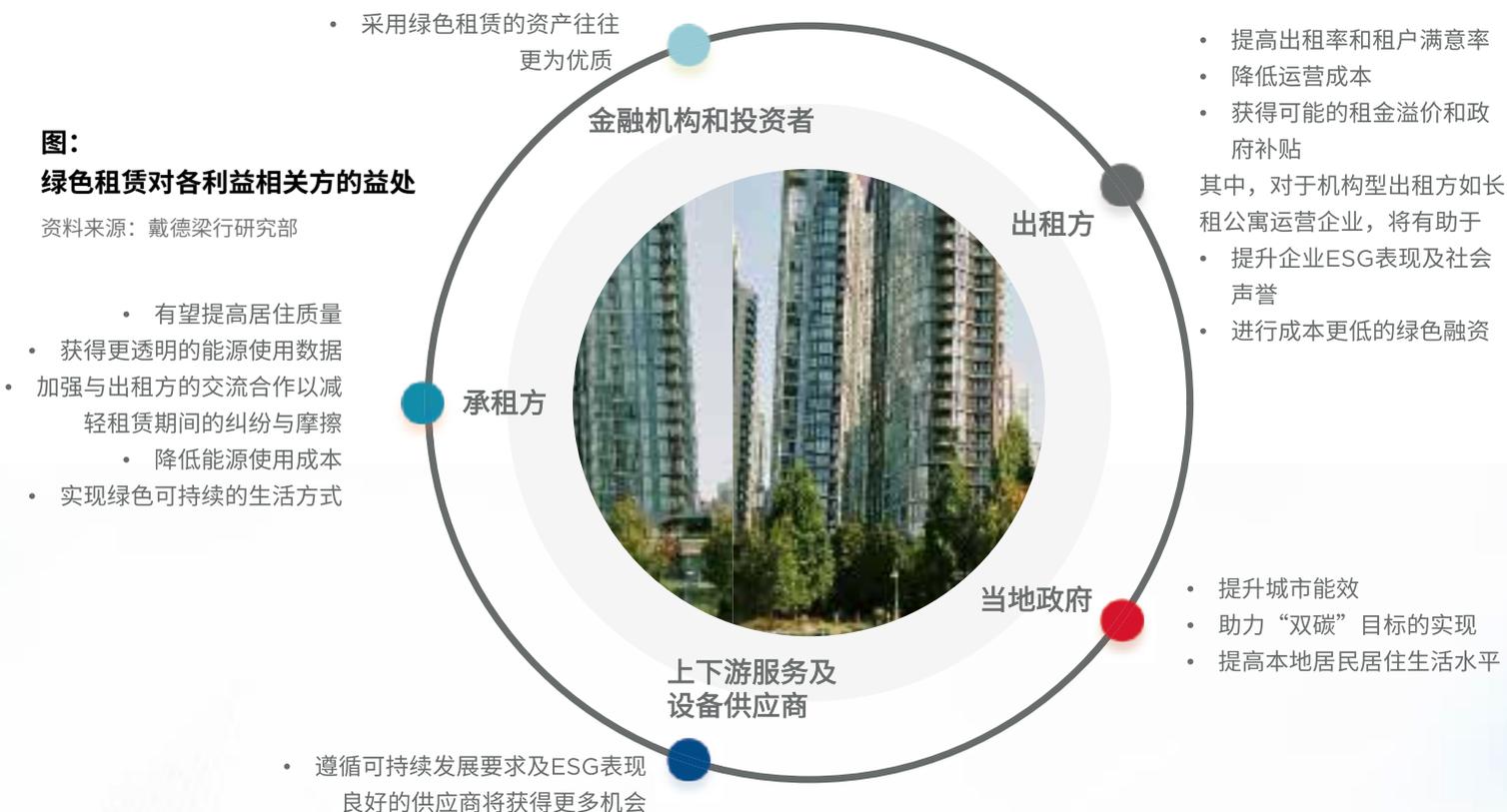
绿色条款的具体内容并没有统一的标准，应视乎租赁双方、建筑本身以及当地的具体情况来确定。一般这些条款可能包括：

总而言之，绿色租赁是通过协议来约束租赁双方在建筑的使用、运营、管理、维护等过程中都要尽可能合乎可持续发展的要求，以降低建筑全生命周期的碳排放。因此绿色租赁是绿色建筑全生命周期管理的重要组成部分。此外，前述可能的条款中相当部分本身也是某些绿色建筑认证标准的要求。例如，大部分标准都要求提高清洁能源、绿色建材的使用比例；《绿色建筑评价标准》要求生活垃圾

应分类收集；BREEAM 和 Green Star 要求能耗检测数据应向建筑使用者公开；LEED 要求业主承诺与认证机构共享项目自获得认证起五年内的能耗数据。通过绿色条款来约束租赁双方的行为，将有助于保证建筑的绿色运行实效，确保项目能够长期满足绿色建筑认证标准。而对于现存的非绿色建筑，采用绿色租赁模式也有助于提高建筑的绿色化水平。

图：
绿色租赁对各利益相关方的益处

资料来源：戴德梁行研究部



4.5.2 绿色租赁或将被绿色金融纳入考量因素

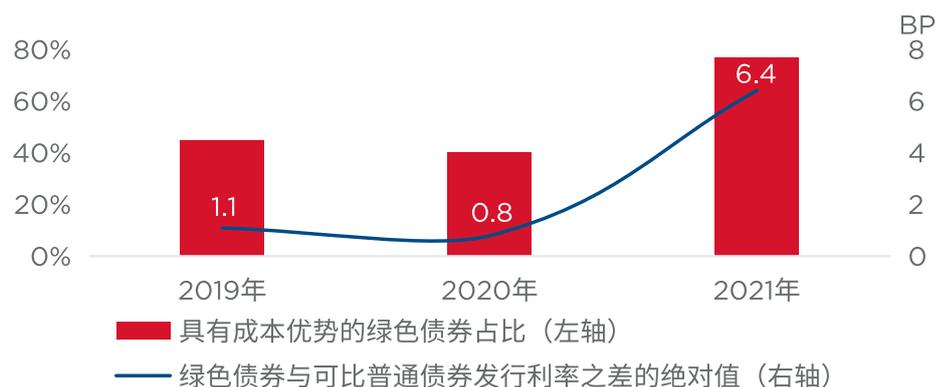
根据 2016 年中国人民银行等七部委联合印发的《关于构建绿色金融体系的指导意见》，绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。

以绿色债券为例，国际资本市场协会 (ICMA) 发布的《绿色债券原则》对绿色债券的定义为“将募集资金或等值金额专用于为新增及 / 或现有合格绿色项目提供部分 / 全额融资或再融资的各类型债券工具”。在中国人民银行等部委在 2021 年发布的《绿色债券支

持项目目录 (2021 年版)》中，“5.2.1 建筑节能与绿色建筑”一栏对绿色建筑的条件进行了说明；此外，相比此前的《绿色债券支持项目目录 (2015 年版)》新增了“绿色服务”大类，其中包含“绿色运营管理服务”等子类。虽然尚未将绿色租赁明确纳入范围，但随着绿色金融的进一步发展特别是对项目环境效益信息披露方面的要求逐步加强，是否采用绿色租赁模式以确保项目的全生命周期绿色管理或将成为评估相关资产和服务是否足够绿色的考虑因素。项目是否符合绿色标准对相关企业进行绿色融资具有关键影响，而绿色融资则具有明显的融资成本优势。

《关于构建绿色金融体系的指导意见》中明确提出要采取措施降低绿色债券的融资成本。东吴证券的报告显示，2021年，国内绿色债券平均发行利率较普通债券低约9个基点，表明“绿色”属性有利于降低发行者的融资成本；此外，除长期公司债以外，当年发行的不同期限各类绿色债券均明显展现出了融资成本的“绿色”激励。中国人民银行研究局同样指出，2021年具有发行成本优势的绿色债券占比显著提升至77%，与可比普通债券发行利率之差由2020年的1个基点扩大到6个基点。

图：中国绿色债券发行利率与可比普通债券发行利率的比较



资料来源：中央结算公司，中国人民银行研究局课题组

小结

住房租赁市场的发展趋势与挑战

居住观念的转变扩大租赁住房需求，产品供应更趋多元化

- 居住观念的转变扩大租赁住房需求
- 多孩政策或促进租赁产品迭代与服务升级
- 社会资源均等化，保障租购同权

发展租赁住房为房企转型提供新思路

- 房企转型布局新赛道，轻资产运营拓宽新思路
- 租赁社区另起赛道，平衡职住为选址关键

盘活存量物业，促进新型城镇化

- 非居改租仍存困境，非居改保拓展新方向
- 集体土地制度改革，加宽租赁住房建设途径
- 城市更新严控大拆大建，为租赁住房发展提供机会

金融创新减轻资金压力，融资渠道再拓宽

- 险企、外企入资，补充市场信心
- 专项债券发行降低开发成本
- 资产证券化加大市场滚动建设，公募 REITs 底层资产有望再扩容

绿色租赁与绿色金融融入住房租赁市场

- 绿色租赁确保项目全生命周期绿色管理
- 绿色租赁或将被绿色金融纳为考量因素

大中华区研究团队联系人



林荣杰

大中华区

james.shepherd@cushwake.com



魏东

北区

sabrina.d.wei@cushwake.com



Shaun Brodie

华东区

shaun.fv.brodie@cushwake.com



贾萱

华西区

ivy.jia@cushwake.com



薛惠珍

台湾

wendy.hj.hsueh@cushwake.com



陈健珩

香港

keith.chan@cushwake.com

本报告由戴德梁行研究院副院长张晓端负责撰写，温宁整理分析，特别感谢估价及顾问服务部屈汉董事提供专业支持。

张晓端同时是戴德梁行华南区研究部主管、大中华区住宅卓越中心的负责人，及戴德梁行粤港澳大湾区平台研究负责人，拥有丰富的房地产市场研究经验。如对我们的研究有任何问题，请联系：



张晓端

戴德梁行研究院副院长
华南区研究部主管

xiaoduan.zhang@cushwake.com

关于戴德梁行

戴德梁行是享誉全球的房地产服务和咨询顾问公司，通过兼具本土洞察与全球视野的房地产解决方案为客户创造卓越价值。戴德梁行遍布全球 60 多个国家，设有 400 多个办公室，拥有 50,000 名专业员工。在大中华区，我们的 22 家分公司合力引领市场发展，赢得众多行业重磅奖项和至高荣誉。2021 年公司全球营业收入达 94 亿美元，核心业务涵盖估价及顾问服务、策略发展顾问、项目管理服务、资本市场、项目及企业服务、产业地产、商业地产等。更多详情，请浏览 www.cushmanwakefield.com.cn 或关注我们的微信（戴德梁行）。

免责声明

本报告刊载的一切资料及数据，虽力求精确，但仅作参考之用，并非对报告中所载市场或物业的全面描述。报告中所引用的来自公告渠道的信息，尽管戴德梁行相信其可靠性，但该等信息并未经戴德梁行核实，因此戴德梁行不能担保其准确和全面。对于报告中所载信息的准确性和完整性，戴德梁行不做任何明示或暗示的担保，也不承担任何责任。戴德梁行在报告所述的任何观点仅供参考，并不对依赖该观点而采取的任何措施或行动、以及由此引起的任何风险承担任何责任。戴德梁行保留一切版权，未经许可，不得转载。

© 戴德梁行 2022 年

