

住宅政策性金融机构离我们有多远？

证券研究报告

2022年09月21日

宏观专题

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：广义基金大幅增持利率债-2022年8月中债登和上清所托管数据点评》2022-09-19
- 2 《固定收益：接近收官，财政缺口有多大？怎么补？-利率债市场周报（2022-09-18）》2022-09-18
- 3 《固定收益：从云南康旅我们得到哪些启示？-信用债市场周报（2022-09-18）》2022-09-18

摘要：

可能现阶段是到了考虑中国住宅政策性金融机构的时候了。

纵观美国、日本和新加坡经验，住宅政策性金融机构均诞生于特定宏观条件。

美国 1938 年成立房利美的初衷是配合罗斯福新政提振大萧条后经济表现，一方面居民支付能力下降，信用违约导致银行体系运转陷入停滞；另一方面私人房地产开发商资金断链，丧失新开工能力。美国政府救市核心是政府在提供公共住房的同时，对抵押贷款提供增信和赋予二级市场流动性，在政策介入下逐步驱动地产资金链和房地产市场重新回到正常轨道。

日本 1950 年成立住宅金融公库的初衷是支持战后经济重建。政府同时主导住宅金融和住宅开发环节，三大支柱分别为住宅金融公库、公营住宅、公团住宅，政府主导模式伴随经济人口发展在 1965 年后逐步退出，房地产私营比例逐步提高。

新加坡 1964 年推出“居者有其屋”计划和组屋制度，是为了在独立建国后，解决紧迫的民生问题。

我们当前的现实是，地产作为最基本的民生问题，在过去二十年的发展中住房基础需求已经得到基本解决，后续问题是如何在房住不炒这个框架下保持房地产市场健康稳定发展。毕竟现阶段和未来一个阶段，地产可能都还是经济增长的重要一环。

更何况我们还需要不断满足人民对美好生活的向往，在这个过程中，住宅政策性金融机构可以兼顾有为政府和有效市场，不管是现阶段纾困、保交楼，还是下一阶段进一步稳定房地产金融、修复产业链，都可以更好的提供基础金融支持。

风险提示：经济修复不及预期、全球经济放缓超预期、大宗商品价格超预期、国内疫情发展超预期、政策发力超预期

内容目录

1. 住宅政策性金融机构是否成为可行选项？	3
1.1. 成立住宅政策性金融机构有哪些政策信号？	3
1.2. 构想为何没有落地？	3
1.3. 为什么住宅政策性金融机构成为当前可行选项？	4
2. 国外模式有什么启示？	5
2.1. 美国“两房”	5
2.1.1. 历史发展	5
2.1.2. 运行逻辑	7
2.2. 日本住宅政策性金融	9
2.2.1. 历史发展	9
2.2.2. 运行逻辑	10
2.3. 新加坡组屋与中央公积金制度	13
2.3.1. 历史发展	13
2.3.2. 运行逻辑	13
3. 小结	17

图表目录

图 1：国开行棚户区改造贷款余额与新增额（亿元）	4
图 2：国开行新增信贷规模与基建类占比（亿元、%）	4
图 3：房利美、房地美运行逻辑图	8
图 4：日本住宅金融支援机构运行逻辑图	11
图 5：新加坡组屋制度与中央公积金制度逻辑图	15
表 1：成立住宅政策性金融机构的有关表述	3
表 2：成立国开行住宅金融事业部的进展	4
表 3：两房历史沿革	6
表 4：房利美、房地美主要业务内容	7
表 5：联邦住房金融局（FHFA）设定的抵押贷款购买目标	7
表 6：房利美的质量控制流程	9
表 7：日本住宅金融公库（住宅金融支援机构）历史沿革	10
表 8：日本住宅金融公库（住宅金融支援机构）主要业务内容	11
表 9：新加坡组屋购买计划与资格要求	14
表 10：新加坡 CPFIS 计划可投资标的	16

地产问题久拖不决，市场愈发担心，后续地产如何纾困？我们从过去政策的思考和国际比较中寻求路径参考。

1. 住宅政策性金融机构是否成为可行选项？

1.1. 成立住宅政策性金融机构有哪些政策信号？

2013 年 11 月¹，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构”、“健全符合国情的住房保障和供应体系，建立公开规范的住房公积金制度，改进住房公积金提取、使用、监管机制”。

此后中央和部委多次释放信号，“研究建立住宅政策性金融机构”。

表 1：成立住宅政策性金融机构的有关表述

时间	内容
2013 年 11 月 ²	十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出“研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构”、“健全符合国情的住房保障和供应体系，建立公开规范的住房公积金制度，改进住房公积金提取、使用、监管机制”。
2016 年 12 月 ³	中央经济工作会议明确坚持“房住不炒”定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止大起大落。
2017 年 7 月 ⁴	住建部公积金监管司司长张其光在住建部官网发表文章《落实全面从严治党要求 加快推进制度转型升级》，强调“党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央从战略和全局高度，明确要求按照建立住宅政策性金融机构的方向，改革住房公积金制度。”，因此住房公积金管理单位“必须按照中央的决策部署，以高度的责任感和使命感，落实全面从严治党要求，加快推进制度转型升级。”
2018 年 3 月 ⁵	国家发改委提请十三届全国人大一次会议审议的《关于 2017 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2018 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，正式提出“研究设立国家住宅政策性金融机构”，同时进一步细化改革目标要求：“加快住房制度改革和长效机制建设……改革住房公积金制度，研究设立国家住宅政策性金融机构，建立健全促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度……”
2019 年 1 月 ⁶	《中共中央 国务院关于支持河北雄安新区全面深化改革和扩大开放的指导意见》提出“支持在雄安新区设立住宅政策性金融机构，探索住房公积金制度改革。”
2019 年 9 月 ⁷	住建部官网转载《中国建设报》文章《住房公积金：支持职工住房消费》，强调“党的十八大以来，国家高度重视住房公积金制度改革。相关部门强调，要改革住房公积金制度，研究设立国家住宅政策性金融机构，这为住房公积金制度改革提供了根本遵循。”

资料来源：十八届三中全会、中央经济工作会议精神、国务院、国家发改委、住建部、天风证券研究所

1.2. 构想为何没有落地？

十八届三中全会后主要是在现有制度基础上采取了渐进改革路线。

一方面，在国开行先行成立住宅金融事业部，发挥住宅政策性金融功能。

2014 年 4 月 2 日⁸，国务院总理李克强在国常会提出，“由国家开发银行成立专门机构，实行单独核算，采取市场化方式发行住宅金融专项债券，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与，重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设。”

成立国开行住宅金融事业部，一定程度上承担了住宅政策性金融的功能。但功能仍然聚焦在棚改和城市基建领域，2019 年后棚改逐步退出，国开行信贷支持重心转向基建，没有形成保障性住房金融支持的长期机制。

¹ <http://www.scio.gov.cn/zxbd/nd/2013/document/1374228/1374228.htm>

² <http://www.scio.gov.cn/zxbd/nd/2013/document/1374228/1374228.htm>

³ http://www.gov.cn/zhengce/2016-12/16/content_5149066.htm

⁴ https://www.mohurd.gov.cn/jigou/sjgg/jjgdw/jgdwgzxx/201707/20170726_232752.html

⁵ http://www.gov.cn/xinwen/2018-03/23/content_5276985.htm

⁶ http://www.gov.cn/zhengce/2019-01/24/content_5360927.htm

⁷ https://www.mohurd.gov.cn/xinwen/gzdt/201909/20190923_241920.html

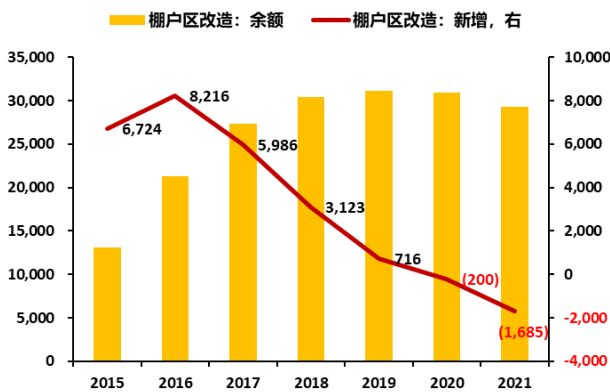
⁸ http://www.gov.cn/govweb/guowuyuan/2014-04/02/content_2652125.htm

表 2：成立国开行住宅金融事业部的进展

时间	内容
2014年4月2日 ⁹	国务院总理李克强在国常会提出，“由国家开发银行成立专门机构，实行 单独核算 ，采取 市场化方式 发行 住宅金融专项债券 ，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与，重点用于支持 棚改及城市基础设施 等相关工程建设。”
2014年6月26日 ¹⁰	银监会批复同意筹建国家开发银行住宅金融事业部。批复内容解释了筹建住宅金融事业部的意义：“成立住宅金融事业部，是贯彻十八届三中全会精神，加快推进保障性安居工程建设的重要举措，对于我国解决中低收入家庭困难，健全住房保障和住房供应体系，促进实现住有所居目标，具有十分重要的意义……”“一方面能够 有效缓解棚户区改造相关工程建设的资金瓶颈制约 ，另一方面是促进社会协调发展的有效手段，对扩内需、转方式、促发展具有重要意义”。
2014年7月25日 ¹¹	银监会在国开行住宅金融事业部开业批复中，明确核准事业部的业务范围为：“（一）办理纳入全国棚户区改造规划的 棚户区改造及相关城市基础设施工程建设贷款业务 ；（二）在经批准的额度内办理软贷款回收再贷业务，专项用于支持纳入全国棚户区改造规划的棚户区改造及相关城市基础设施建设工程项目；（三）银监会批准的其他业务”。

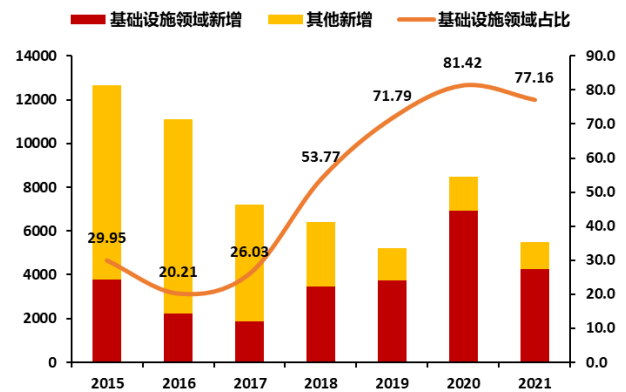
资料来源：国务院、银监会、天风证券研究所

图 1：国开行棚户区改造贷款余额与新增额（亿元）



资料来源：国开行年报、天风证券研究所

图 2：国开行新增信贷规模与基建类占比（亿元、%）



资料来源：国开行年报、天风证券研究所

另一方面，住房公积金制度改革主要着力于解决现有体系的局部不足，而未再往前一步。

近年来，住房公积金制度改革聚焦在提高管理能力和服务水平，包括提取环节、额度期限、用途拓展、异地使用等方面的改进，以及全国性综合服务平台、业务档案管理、统计调查制度等方面建设，然而总体来看，没有瞄向政策性金融机构的实质性转变。

究其原因，如果住房公积金管理中心从事业单位转为市场化运营的政策性金融机构，在组织管理和人事安排方面有较大跨度。而 2014-2016 年地产调节需求通过在现有政策性银行成立独立事业部得到满足。

更重要的是，棚改刺激下房地产价格开启新一轮上涨，房价上涨从一线城市开启并扩散至二三线，2016 年底开始房地产政策收紧，政策强调“房住不炒”，抑制价格上涨。因而成立新机构方案搁置至今。

1.3. 为什么住宅政策性金融机构成为当前可行选项？

第一，房价上涨已不是现阶段政策的主要关切。

第二，结合房地产市场和行业实际情况，到了需要进一步发挥政策性金融支持的时候。

近期地产政策频出，地方政府在因城施策方面已经做出诸多努力，从放松限贷、放宽限购标准到给予购房者多种类型补贴。部委层面也出台一系列稳定房地产市场和保交楼举措，从 5 年 LPR 超预期调降 15bp 到中债增信为房企提供发债担保，再到市场关注的专项纾困基金，政策信号已经十分明确。但是市场反应依然偏悲观。

⁹ http://www.gov.cn/govweb/guowuyuan/2014-04/02/content_2652125.htm

¹⁰ http://www.gov.cn/xinwen/2014-06/26/content_2708674.htm

¹¹ http://www.gov.cn/xinwen/2014-07/29/content_2726211.htm

团队前期报告《已经出台了哪些地产政策》已经提出，房地产政策既需要杠杆，也需要支点，其中，支点很关键。目前关键问题是企业和居民部门缺少“支点”。信心比金子重要的前提在于企业和居民拥有在手资金和稳定的预期，这二者是信心的基础。在资产负债表高压之下，亟需政策纾困。

宏观经济面对三重压力，在新发展格局中如何构建地产长效机制？前期住宅政策性金融机构可能再度纳入政策视角。

我们先对比研究国外相关经验：

2. 国外模式有什么启示？

2.1. 美国“两房”

2.1.1. 历史发展

“两房”在危机中诞生，在危机中变革。

美国的“两房”是指房利美（Fannie Mae）、房地美（Freddie Mac）。房利美的全称是联邦国民抵押贷款协会，而房地美全称是联邦住房抵押贷款公司。两房属于美国政府扶持企业（GSE），主要业务是在二级市场购买住房抵押贷款并发行资产证券化产品。

与房利美开展交易的贷款机构来自初级抵押贷款市场。初级市场贷款机构包括抵押贷款公司、存贷机构、商业银行、信用合作社以及住房信贷机构等。贷款机构在二级市场向二级市场投资者出售抵押贷款。二级市场投资者主要为两房、养老基金、保险公司、券商以及其它金融机构。

20 世纪 30 年代，世界经济陷入大萧条，美国为振兴经济推行罗斯福新政，口号之一是实现居者有其屋，政府主动支持住房抵押贷款市场发展，并为抵押市场提供流动性。

在此背景下，房利美于 1938 年成立，早期业务是购买联邦房屋管理局（FHA）和退役军人管理局（VA）等政府部门所担保的抵押贷款，重点是信用等级较低的中低收入家庭住房贷款提供融资。FHA 和 VA 是隶属于美国政府的政府性房贷保险机构。其中 FHA 成立于 1934 年，主要服务于低信用群体。

除了住宅政策性金融外，美国罗斯福新政时期对房地产还采取了哪些政策支持？

回溯美国历史，1919-1929 年期间美国历经柯立芝繁荣时期，房地产作为经济支柱，以私营开发为主。大萧条对房地产行业冲击严重，一方面居民支付能力下降，信用违约导致银行体系运转陷入停滞，另一方面私人房地产开发商资金断链，丧失新开工能力。1932 年罗斯福就任后开启新政。罗斯福新政抓住核心痛点，应对思路多管齐下：

第一，核心是通过政府增信的抵押担保体系，打通资金循环。

第二，1933 年¹²推出《全国工业复兴法》，组建公共工程局（PWA），拨款兴建公共工程，包括城市改造、贫民窟清理和住房建设。1934 年公共工程局开始直接开发公共住房项目，1933-1937 年期间组织 7 个开发计划，提供住房约 2 万套。

第三，1934 年¹³成立联邦住宅管理局（FHA）和联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC），组建“互助抵押贷款保险基金”，对个人住房抵押贷款提供保险。

第四，1937 年通过《美国住房法》（《瓦格纳住房法》），将公共住房从应对经济危机的复兴措施转为长期福利政策，成立美国公共住房署（PHA）取代公共工程局，通过政府补贴方式兴建公共住宅，并以出租方式满足低收入人群住房需求。

总体而言，美国罗斯福新政时期政府开启公共住房项目，但供给量有限，救市核心仍是政府对抵押贷款提供增信和二级市场流动性。

¹² <https://www.archives.gov/milestone-documents/national-industrial-recovery-act>

¹³ <https://www.archives.gov/research/guide-fed-records/groups/031.html>

1968 年房利美转为盈利性公司，其政府机构担保的政府性贷款购买业务被独立拆分后形成吉利美（Ginnie Mae）。吉利美全名为全国政府抵押贷款协会，属于美国住房和城市发展部的一个下属机构。吉利美主要负责为政府机构担保贷款（例如 FHA、VA 担保）及其证券化后形成的吉利美 MBS 提供贷款保险，并不参与放贷。拆分后，房利美主要购买未经政府保险的住房抵押贷款以及资产证券化业务，其金融活动和债务不再纳入联邦政府财政预算。1970 年房利美上市。

房地美成立于 1970 年，经营模式与房利美相同。1989 年首次公开募股。

次贷危机之前，两房主要从事两方面业务：

第一是抵押贷款支持证券业务，即在二级市场购入抵押贷款并进行资产证券化，向投资者出售 MBS、CMO 等产品。

尽管房利美为盈利公司，但政府仍对两房设置了政策性目标。1992 年¹⁴《联邦住房企业金融安全和稳健法》出台后，授权美国住房和城市发展部对两房制定可支付借贷目标，其中包括购买中低收入家庭住房抵押贷款的最低比例、购买贷款服务不足地区的抵押贷款最低比例、少数族裔区域贷款最低占比等。法案出台后，美国住房和城市发展部多次提高各类下限比例要求，导致次级贷款规模在 90 年代后迅速扩张。

第二是抵押贷款投资业务（MIB, mortgage investment business），即直接持有贷款组合并承担信用风险。由于两房不向地方政府纳税，资本充足率要求宽松且在政府信用背书支持下资本成本极低，因此两房可以通过持有抵押贷款组合赚取利差收益。这也导致两房倾向于直接持有更多抵押贷款，导致激励错配和风险过度累积。

表 3：两房历史沿革

时间	主要阶段	描述
1934 年	联邦房屋管理局（FHA）成立	联邦房屋管理局（FHA）为低信用的中低收入家庭住房抵押贷款提供政府担保，提高居民购房能力。
1938 年	房利美成立	罗斯福新政下，政府主动支持住房抵押贷款市场发展，并为抵押市场提供流动性。房利美早期业务是购买联邦房屋管理局（FHA）和退役军人管理局（VA）等政府部门所担保的抵押贷款。
1968 年	房利美转为盈利企业	房利美转为盈利性公司，其政府机构担保的政府性贷款购买业务被独立拆分后形成吉利美（Ginnie Mae）。拆分后，房利美主要购买未经政府保险的住房抵押贷款以及资产证券化业务。
1970 年	房地美成立、房利美上市	房地美与房利美模式相同，在二级市场购买无政府担保的住房抵押贷款并进行资产证券化。
1981 年	房利美发行 MBS	房利美发行自身第一笔过手型（Pass-through）住房抵押贷款支持证券（MBS）。
1983 年	房利美发行 CMO	房利美发行了第一笔资产支持证券 CMO。相比于 MBS，CMO 中的基础资产未来现金流被重新组合排序，以满足不同风险承受度的投资者需要。
1989 年	房地美公开募股	淡化政府支持企业色彩，突出市场化经营和盈利目标。
1992 年	《联邦住房企业金融安全和稳健法》	美国住房和城市发展部（HUD）获得授权，可对两房制定可支付借贷目标，限定两房购买特定类型的贷款（偏向于次级贷）不得低于相应比例。
2000 年	反掠夺性贷款规则	美国住房和城市发展部（HUD）发布反掠夺性贷款规则，禁止高风险高成本贷款进入房利美可支付借贷目标，但该规则在 2004 年被取消。
2006 年-2008 年	次贷危机	政府接管两房并注入财政资金，实现两房国有化。此后两房改进抵押贷款审核标准、停止抵押贷款投资业务（MIB）。根据 2008 年《联邦住房金融监管改革法案》，美国政府设立联邦住房金融管理局（FHFA）来监管两房。两房同时还受到财政部、SEC 和 HUD 等多部门监管。
2010	FHFA 接管时期	在 FHFA 要求下，两房在纽交所退市。

资料来源：房利美、房地美官网、联邦房屋管理局（FHA）官网、联邦住房金融管理局（FHFA）官网、天风证券研究所

2006-2008 年¹⁵次贷危机爆发后，濒临破产的两房被美国联邦住房金融局（FHFA）接管并再度成为政府扶持企业（GSE）。美国财政部向两房注资 1875 亿美元，并持有 80% 普通股，将两房国有化。此后两房通过提高抵押贷款收购审核标准、停止抵押贷款投资业务来避免房地产泡沫再度出现。

2010 年，两房在联邦住房金融局要求下从纽交所退市。

¹⁴ <https://www.fhfa.gov/Government/Documents/Federal-Housing-Enterprises-Financial-Safety-and-Soundness-Act.pdf>

¹⁵ https://oig.treasury.gov/sites/oig/files/Documents/CIGFO_Document/508_CIGFO%20Annual%20Report.pdf

2020 年，关于两房再度私有化并重新 IPO 的讨论再度兴起。IPO 有利于拓展两房资金来源，提振美国股市表现，但该提议在 2021 年中¹⁶被美国最高法院判决推迟，之后私有化进程陷入停滞。

2.1.2. 运行逻辑

房利美、房地美是美国抵押贷款的主要融资来源，截至 2021 年底，房利美资产达 4.2 万亿美元，房地美资产规模约 1.3 万亿美元。

主要业务模式是什么？

当前，两房既不提供抵押贷款，也不进行抵押贷款组合投资和直接向借款人放贷，主要业务是在二级市场购入抵押贷款后发行 MBS，为 MBS 提供担保并获得担保费。

两房作为政府支持企业（GSE），核心职能是通过在二级市场购买抵押贷款并进行证券化，支持作为美国抵押贷款市场支柱的 30 年期固定利率抵押贷款保持良好运行。目前两房已经停止高风险的抵押贷款组合投资业务（MIB）。

在两房全部的资金来源中，MBS 发行构成资产的主要部分。以房利美为例，2021 年末房利美抵押贷款规模接近 4 万亿美元。除 MBS 发行外，两房融资主要依靠财政注资、发债和股权融资。截至 2021 年末，房利美中期债券和票据规模约 1900 亿美元，长期债务约为 2000 亿美元。

两房支持的抵押贷款类型主要分为两类：其一是单户家庭，主要是指普通购房家庭。其二是多户家庭，主要针对公寓住宅，包括社区，老年人住房，学生住房等类型。

鉴于次贷危机的教训，两房对于可收购的抵押贷款设置了较为严格的审核标准。但由于两房具有政策性金融属性，因此两房仍须按联邦住房金融局要求，购买超过一定比例的特定人群抵押贷款（多为次级贷款），主要面向低收入群体和少数族裔。

表 4：房利美、房地美主要业务内容

机构	描述	代表项目	项目描述
房利美	在美国抵押贷款二级市场提供流动性，为贷款机构提供稳定的抵押贷款融资，保障美国抵押贷款融资市场支柱——30 年期固定利率抵押贷款运作良好。房利美目前已经停止高风险的抵押贷款组合投资业务，当前主要营收来自为底层资产抵押贷款提供信用风险担保所获得的担保费。	单户家庭 多户家庭	单户家庭是普通购房家庭，房利美为购房家庭提供包括 30 年固定利率贷款在内的抵押贷款融资。 多户家庭主要针对公寓住宅，包括社区，老年人住房，学生住房等类型。
房地美	与房利美相同，在美国抵押贷款二级市场上，房地美从获准的贷方购买符合标准的贷款，为住房抵押贷款提供流动性，从而支持住房市场稳定，提高住房负担能力。同时，房地美将收购的抵押贷款池进行证券化并出售给市场投资者，信用风险也随之转移给投资者。	单户家庭 多户家庭	与房利美定义相同

资料来源：房利美、房地美官网、天风证券研究所

表 5：联邦住房金融局（FHFA）设定的抵押贷款购买目标

家庭特征	2021 年 FHFA 比例要求（单户家庭）	2021 年 FHFA 比例要求（多户家庭）
低收入家庭（小于等于地区中位数收入水平的 80%）	24%	315,000 单位
极低收入家庭（小于等于地区中位数收入水平的 50%）	6%	60,000 单位

¹⁶ https://www.supremecourt.gov/opinions/20pdf/19-422_k537.pdf

低收入地区家庭	18%	-
低收入和高比例少数族裔地区家庭	14%	-
低收入家庭再融资	21%	-
可负担的小型多家庭住房 (5-50 户)		10,000 单位

资料来源：房利美、房地美官网、天风证券研究所

两房资产证券化业务也主要包括三类：其一是组合证券化交易。其二是放贷人互换交易。其三是结构化证券化产品。

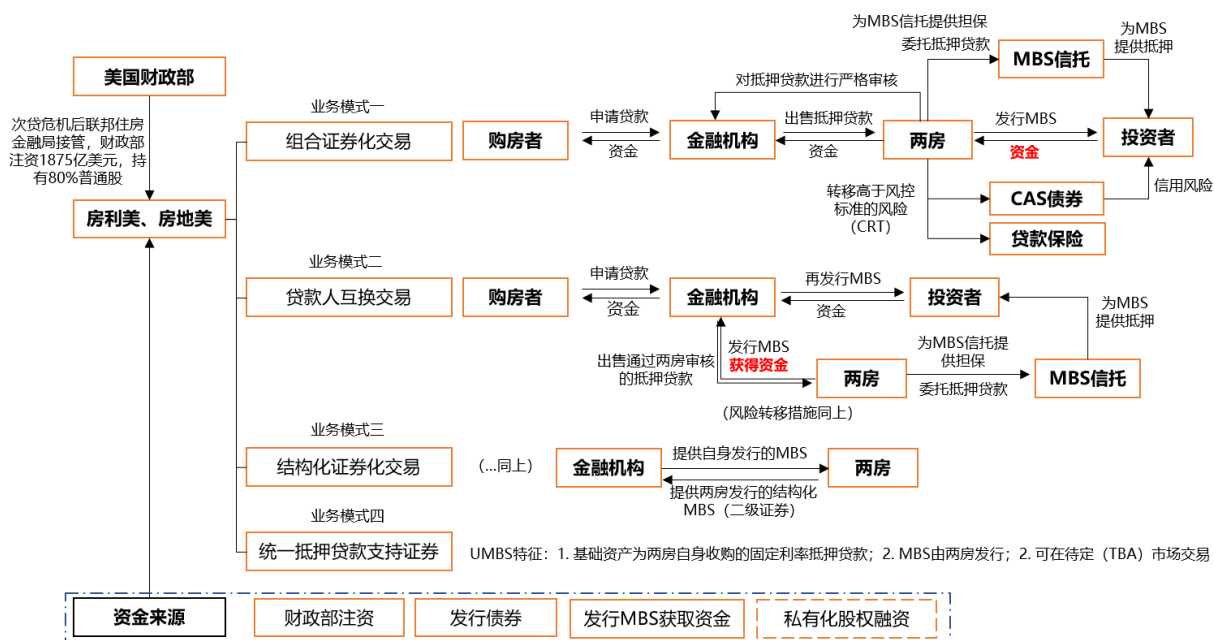
(1) 组合证券化交易：以单户家庭贷款为主。两房向中小型贷款机构购买单户家庭贷款，并将贷款证券化为两房 MBS，出售给经销商和投资者。具有类似特征的抵押贷款可以进一步构成抵押贷款池。两房将抵押贷款委托给信托机构，该信托的唯一目的是将抵押贷款与公司资产分离，两房向 MBS 信托提供担保。在本息偿付过程中，两房使用抵押贷款提供的本息资金，按月向 MBS 投资者支付本金和利息，并获取部分利息收入作为担保费用。多户家庭业务与单户家庭业务模式相近。

(2) 放贷人互换交易：在一级市场运营的放贷机构向两房提供抵押贷款，以换取由相应抵押贷款支持的房利美 MBS。放贷人可以选择自行持有两房 MBS，或将其出售给市场投资者。

(3) 结构化证券化交易：两房创造二级证券“结构化房利美/房地美 MBS”，与放贷机构或券商进行抵押证券互换。该模式与放贷人互换交易模式相近。

2019 年以来，两房开始发行统一 MBS (UMBS)，旨在使房利美和房地美抵押贷款支持的证券在待宣布 (TBA) 市场中的流动性最大化。UMBS 的特点在于：1. 基础资产为两房自身收购的固定利率抵押贷款；2. MBS 由两房发行；2. 便于在待宣布 (TBA) 市场交易。待宣布 (TBA) 市场是机构 MBS 的远期市场，超九成抵押证券交易发生在 TBA 市场。

图 3：房利美、房地美运行逻辑图



资料来源：房利美、房地美官网、天风证券研究所

两房如何管理信用风险？

(1) 信用风险转移 (CRT) 项目：信用风险转移交易旨在转移两房预估在经济衰退或信贷环境紧张时会发生的违约损失。两房会持续跟踪评估信用风险，开展信用风险转移交易。主要手段包括购买贷款保险服务和发行 CAS 债券。按照条款规定，抵押贷款违

约率越高，CAS 本金偿付额越小，从而将部分收益和风险转移给市场中的其他投资者。

(2) 质量控制计划：次贷危机后，两房不断改进抵押贷款购买标准，制定了严格的质量控制计划。以房利美为例，质量控制计划要求放贷人遵循贷款质量标准，建立旨在实现质量标准的流程，其目的在于降低抵押贷款风险。重点在于满足法律法规要求、两房对贷款收购的质量标准，以及防止员工欺诈。同时房利美还会随机对抵押贷款进行审查，衡量总体贷款交付质量。

表 6：房利美的质量控制流程

环节	要求
放贷人质量控制流程	房利美要求放贷人制定并实施质量控制计划，从而识别放贷过程中的缺陷以及提供快速修复这些缺陷和潜在问题的计划。贷方的质量控制计划必须包括一份记录在案的质量控制计划，描述贷款是否符合既定法律法规、政策和程序要求。
房利美质量控制流程	房利美使用统计上有效的方法来选择新抵押贷款交付的随机样本进行审查。随机抽样通过有针对性的任意抽样进行补充，这有助于衡量贷款交付的总体质量。质检流程全面评估贷款文件，主要重点是确认抵押贷款符合房利美的承销和资格要求。

资料来源：房利美官网、天风证券研究所

(3) 停止抵押贷款组合投资业务 (MIB)：如前文所述，为吸取次贷危机教训，避免为追求利差导致过度扩张和激励错配，目前两房已经停止新增抵押贷款组合投资业务。

2.2. 日本住宅政策性金融

2.2.1. 历史发展

1950 年-1965 年期间，日本政府成立住宅金融公库支持二战后的住房重建融资。这一阶段日本住宅金融以政策性金融为主。住宅金融公库 (GHLC) 同时向房地产开发企业和居民提供长期、低息贷款。

日本战后对房地产还采取了哪些政策支持？

战后政府同时主导住宅金融和住宅开发环节，形成住宅制度三大支柱：

第一，1950 年¹⁷成立住宅金融公库，为不动产开发提供信贷支持。

第二，公营住宅。1951 年¹⁸推出《公营住宅法》，地方政府和公团可采取新建、收购、租赁民房等多种方式获取公营住宅资源，并以低价出租给低收入群体，类似廉租房制度。

第三，公团住宅。1955 年¹⁹日本政府为解决城市区域住宅缺口，成立“日本住宅公团”，日本住宅公团享受国家补贴，属于非营利性机构，负责土地平整和住宅开发，并面向中低收入群体进行出售或租赁。现改为都市再生机构，业务核心是出租和土地平整业务。

1965 年之前，日本政府通过三大支柱主导房地产行业。日本土地国有化率在 30% 伴随 60 年代城市化率提高、婴儿潮到来，公共项目难以满足新的住房需求，1965 年之后日本推动产业结构调整，发展第三产业，民间金融机构（住专）的个人住房抵押贷款业务迅速发展，民间资本涌入房地产市场，房地产私营比重开始持续提高。

总体而言，日本战后启动阶段政府主导程度高，同时涉及住宅金融和住宅开发环节，三大支柱分别为住宅金融公库、公营住宅、公团住宅，政府主导模式伴随经济人口发展在 1965 年后逐步退出，之后日本房地产私营比例逐步提高。

1966 年²⁰开始，日本开启第一个住房建设五年计划，住宅金融公库 (GHLC) 扩大贷款支持规模并优化流程，旨在为每一户家庭提供充足的住房供给。同时，在 1965 年之后，千叶银行创新推出个人住房抵押贷款模式，促进民间机构进入房地产市场。日本住房金融

¹⁷ <https://www.jhf.go.jp/>

¹⁸ <http://jp.mofcom.gov.cn/article/ztdy/200901/20090106014391.shtml>

¹⁹ <https://www.ur-net.go.jp/aboutus/index.html>

²⁰ <https://www.jhf.go.jp/english/disclosure2021.html>

开启政策性金融机构与民间金融机构共存的局面。

日本上世纪 80 年代推行利率市场化，民间金融机构的贷款利率下降，提前还款和利率环境下降导致住宅金融公库出现亏损。同时 90 年代资产价格破裂后日本陷入大萧条，财政压力巨大，住宅金融公库经营环境进一步恶化。

2003 年住宅金融公库开始向金融机构购买抵押贷款并发行 MBS，旨在为民间金融机构的长期固定利率住房贷款产品提供融资支持。

2007 年日本政府将住宅金融公库改建为住房金融支援机构，重点转向住房贷款资产证券化和贷款担保业务。

截至 2006 年，住宅金融公库累计为日本三分之一的家庭提供贷款。

新的住宅金融支援机构继续对住宅金融各领域提供融资支持，涉及育儿支持、社区振兴、老龄人群和脆弱群体住房保障、公寓维护与翻新、二手房市场提振与灾后重建等多个领域。

表 7：日本住宅金融公库（住宅金融支援机构）历史沿革

时间	主要任务/阶段	内容
1950 年-1965 年	战后重建	二战结束后，日本面临住房紧缺问题，供需缺口达到 420 万套。在此背景下，日本发布《住宅金融公库法》，住房金融公库（GHLC）得以成立，其主要任务是房屋建设和购买提供长期低息融资，住宅金融公库以 5.5% 固定利率发放贷款，期限最长可达 35 年。
1966 年-1975 年	支撑经济高速增长时期住房需求	1966 年，日本开启第一个住房建设五年计划，住宅金融公库（GHLC）扩大贷款支持规模并优化流程，旨在为每一户家庭提供充足的住房供给。1968 年，日本住房总体数量超过家庭总数。1973 年，每一个地方行政单位都达到了这一标准。
1976 年-1994 年	从保障房屋数量转向提升质量	在第三、第四、第五个住房建设五年计划时期，住宅金融公库（GHLC）改进贷款支持方式，提高最大贷款额度，提高住房面积限制，旨在提高日本居民的居住质量。
1995 年-2002 年	灾后重建 (阪神地震)	1995 年的阪神地震对日本住宅造成前所未有的损害，住宅金融公库（GHLC）开始着力为居民灾后重建提供额外的贷款支持。
2003 年-2010 年	开始发行 MBS	2003 年住宅金融公库（GHLC）开始向金融机构购买抵押贷款并发行 MBS，旨在为民间金融机构的长期固定利率住房贷款产品提供融资支持。2007 年住宅金融公库（GHLC）在财政与亏损压力下改建为住宅金融支援机构（JHF），重点转向住房贷款资产证券化和贷款担保业务。
2011 年-2016 年	灾后重建 (东日本地震、熊本地震)	为了支持 2011 年东日本大地震和 2016 年熊本地震的灾后重建，住宅金融支援机构（JHF）通过灾后恢复住宅贷款（Housing Loans for Disaster Recovery）为受灾居民提供贷款支持。
2017 年-至今	充分实现各类住房政策功能	住宅金融支援机构（JHF）作为公共机构，广泛开展各类住宅支援计划，涉及育儿支持、社区振兴、老龄人群和脆弱群体住房保障、公寓维护与翻新、二手房市场提振与灾后重建等多个领域。

资料来源：日本住宅金融支援机构（JHF）官网、天风证券研究所

2.2.2. 运行逻辑

住宅金融支援机构当前主要业务内容涉及三个方面：

第一，通过住房抵押贷款的资产证券化，为长期固定利率抵押贷款提供融资支持。代表项目是 Flat 35，当前利率在 0.25%-0.5% 水平。

具体采取两种措施，其一是购买项目，JHF 直接购买民间金融机构的长期固定利率住房贷款并进行证券化，其二是担保项目，JHF 为民间金融机构证券化的长期固定利率住房贷款提供担保，并保证向投资者偿还贷款利息和本金支付。

第二，为住房抵押贷款提供担保。代表项目是针对老龄人口的 Reverse 60。若住房贷款出现违约，则 JHF 负责支付违约贷款本息。

针对不同贷款类型，JHF 设置了不同的保险赔付比例。针对 Flat 35、Reverse 60 和其他特定购买项目，JHF 可提供 100% 的保险赔偿；针对缺乏担保的中小型民间金融机构自身所发行的贷款或过桥贷款，保险赔偿率为 90%；对于租房合约保险赔偿率为 70% 或不高于 1

百万日元。

第三，对特定购房者提供直接的贷款融资，重点支持民间金融机构未能充分服务的领域和群体。

涉及灾后住宅重建、老旧公寓建筑重建或改造、城市去致密化（de-densification，即改善城市空间利用方式、降低灾害对高密度居住区域影响）。

截至 2020 年，住宅金融支援机构总资产 241544 亿日元，其中 180064 亿日元为资产证券化业务所购买的贷款，44718 亿日元为贷款，16762 亿日元为住房贷款保险等其他业务领域。

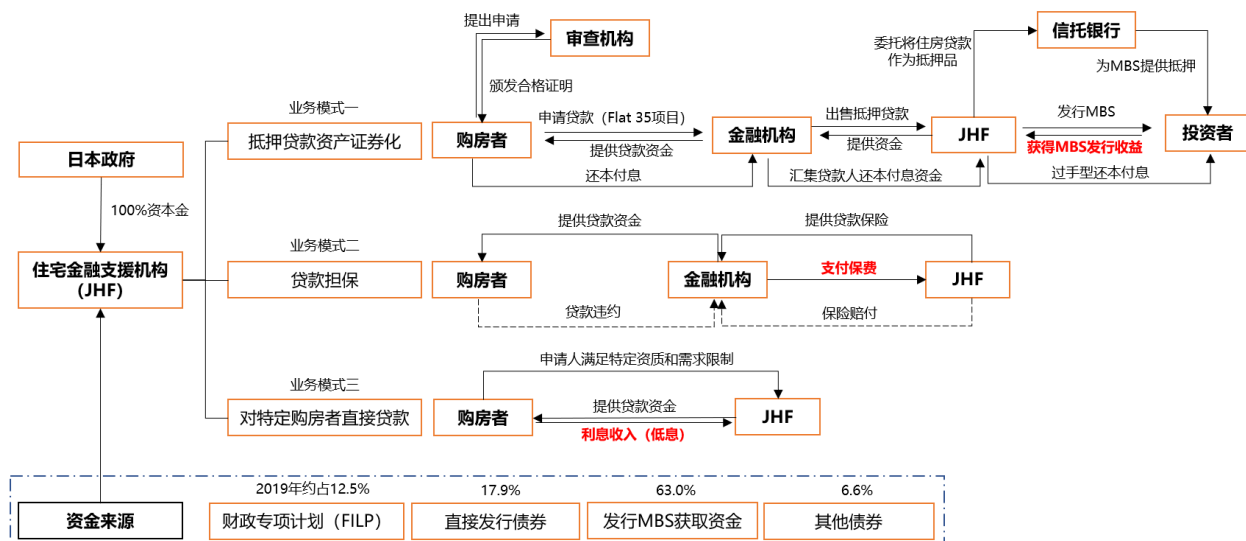
2020 年 JHF 净收入 2410 亿日元，其中 955 亿日元来自资产证券化业务，1207 亿日元来自存量贷款管理，248 亿日元来自住房贷款保险等其他业务领域。

与两房相比，发行 MBS 同样为日本住宅金融支援机构的主要资金来源，但财政资金和债券发行对住宅金融支援机构的支持作用更大。其中，支撑低息长期贷款的财政专项计划（FILP）占 2019 年全部资金来源的 12.5%，而发债占比更是达到 17.9%。

究其原因，住宅金融支援机构的政策属性更强。尽管 2007 年在住宅金融公库基础上成立新机构的目的之一在于实现市场化运作，降低住宅金融对公共资金的依赖，但机构发展的历史仍难免路径依赖。

与此同时，日本政府自 90 年代大萧条后不断营造更低的利率环境，以便于以更低成本进行财政支出，修复深陷资产负债表衰退的日本经济，客观上为住宅金融支援机构发债提供了相对适宜的环境。

图 4：日本住宅金融支援机构运行逻辑图



资料来源：日本住宅金融支援机构（JHF）官网、天风证券研究所

表 8：日本住宅金融公库（住宅金融支援机构）主要业务内容

领域	描述	代表项目	项目描述
----	----	------	------

<p>证券化支持业务</p>	<p>通过住房贷款资产证券化业务，支持日本购房者稳定获取长期固定利率住房贷款。具体采取两种措施，其一是购买项目，JHF 直接购买民间金融机构的长期固定利率住房贷款并进行证券化，其二是担保项目，JHF 为民间金融机构证券化的长期固定利率住房贷款提供担保，并保证向投资者偿还贷款利息和本金支付。</p>	<p>Flat 35</p>	<p>以购买项目为主，2019 年购买项目共计 103861 项，担保项目 18096 项目。当购房者满足特定条件（节能建筑、灾后重建、老年和脆弱群体、高质量建筑、育儿、向乡村地区搬迁、地方政府对搬迁提供补贴等）时，购房者可以获得更低利率。</p>
<p>住房贷款保险业务</p>	<p>为民间金融机构住房贷款提供担保服务，提高民间金融机构的住房融资能力。若住房贷款出现违约，则 JHF 负责支付违约贷款本息。</p>	<p>Reverse 60 (针对老年人住房改进需求)</p>	<p>针对 Flat 35、Reverse 60 和其他特定购买项目，JHF 可提供 100% 的保险赔偿；针对缺乏担保的中小型民间金融机构自身所发行的贷款或过桥贷款，保险赔偿率为 90%；对于租房合约保险赔偿率为 70% 或不高于 1 百万日元。截至 2020 年，提供担保的贷款共计 67951 笔，规模为 4936 亿日元。</p>
<p>贷款业务</p>	<p>直接提供贷款融资，服务于民间金融机构未能充分服务的领域和群体，包括灾后住宅重建、老旧公寓建筑重建或改造、城市去致密化（de-densification，即改善城市空间利用方式、降低灾害对高密度居住区域影响）。</p>	<p>灾后住房修复贷款 Housing Loans for Disaster Recovery</p>	<p>2020 年，JHF 收到 1093 份灾后住房修复贷款申请，金额 213.2 亿日元；为公寓改造项目发行 1147.5 亿日元的债券，收到 343 份公寓改造贷款申请，金额 107.7 亿日元；在 2007-2020 财年期间，JHF 共计支持 147 项城市去致密化相关的改造项目。</p>

资料来源：日本住宅金融支援机构（JHF）官网、天风证券研究所

2.3. 新加坡组屋与中央公积金制度

2.3.1. 历史发展

1960年2月²¹，新加坡建屋发展局（HDB）成立，旨在应对新加坡住房危机，为国民提供干净、卫生且可负担的住房，以取代拥挤且卫生状况低下的贫民窟和棚户区。

1964年，新加坡推出“居者有其屋”计划。以政府补贴、低息贷款方式向中低收入家庭提供“组屋”。新加坡建屋发展局（HDB）负责建设、管理和分配组屋。

建屋发展局在成立后的10年内建造了足够数量的公寓并有效解决新加坡住房危机。

目前，新加坡组屋超过100万套，80%的常住人口居住在组屋内，约90%的居民拥有住房。

新加坡能够通过组屋制度实现“居者有其屋”目标，持续提供大量低廉住房，离不开两项制度的发展，其一是强制缴储的中央公积金制度，其二是以国有为主的土地制度。

住房需求成为中央公积金的重要资助领域。

1955年7月²²，新加坡政府推出中央公积金制度，由中央公积金局负责管理运营，在成立之初，中央公积金主要是通过强制工人缴储来实现退休后的养老储蓄。

法律规定，公积金参与者需要按月缴纳一定比例工资，而雇主也应按雇员工资的一定比例缴纳公积金。

1968年²³，“居者有其屋”计划实施4年后，政府推出公共住房计划，将中央公积金制度纳入住房保障职能，允许新加坡人使用公积金储蓄来购买组屋。

进入20世纪70年代后，伴随新加坡经济发展、工资和生活水平提高，新加坡政府进一步提高了公积金缴款率。

目前新加坡的中央公积金制度已经发展为容纳多元目标的社会保障制度，涉及养老、住房、医疗、教育等多个领域。

另一方面，国有土地支撑组屋保持低价福利属性。

新加坡90%左右的土地属于国有土地。1966年²⁴《土地征收法》颁布。政府在土地征用中有较强话语权，可以基于“公共利益”强制征地。

国家征地后，HDB可向土地管理局购买低价公共建设用地，用于建设组屋，有利于组屋价格保持低廉水平。

2.3.2. 运行逻辑

根据新加坡建屋发展局定义，新加坡公共住房战略有三个基本支柱：

- （1）唯一机构：建屋发展局是负责公共住房（组屋）的唯一机构，有利于提高资源规划和分配效率。
- （2）整体管理：将住房规划、设计、建设等环节作为整体进行管理。
- （3）政府支持：政府通过政治和财政承诺、立法等形式支持公共住房。

基于上述管理模式，建屋发展局探索出多种组屋类型，以满足不同家庭、个人的住房需要。组屋的共同特征是土地租约99年，申购标准相当严格。同时，建屋发展局也会管控二手组屋交易，避免投机套利。

中央公积金如何支持住房需求？

²¹ <https://www.hdb.gov.sg/cs/infoweb/about-us>

²² <https://www.cpf.gov.sg/member/who-we-are>

²³ <https://www.cpf.gov.sg/member/who-we-are/the-cpf-story>

²⁴ <https://www.sla.gov.sg/state-land-n-property/acquisition-of-land>

第一，公积金为强制缴纳，购房者可以按需直接提取公积金。

公积金的主要资金来源为强制缴储，缴纳比例（CPF contribution rates）具有较强的结构特征，有利于发挥政府政策对社会福利的保障功能：

- （1）雇主和雇员各自支付一定比例，设置最低缴纳工资、缴纳比例（相对于总工资收入）、最高缴纳金额上限。
- （2）缴纳比例按成为永久居民的年限递增，缴纳金额上限按年限递增。第 1、2、3 年缴纳比例逐步提高。
- （3）缴纳比例按年龄递减，金额上限按年龄递减。
- （4）缴纳比例按收入水平递增。

同时，公积金账户分为普通账户（OA）、特殊账户（SA）、医疗账户（MA）。其中特殊账户主要用于保障居民的退休收入，医疗账户主要用于医疗费用。特殊账户利息 4%，高于普通账户的 2.5%。

每一笔公积金在普通账户、特殊账户和医疗账户之间进行分配的比例主要取决于雇员年龄。伴随年龄增长，投入普通账户和特殊账户的比例递减，投入医疗账户的比例递增。

年满 55 岁的参与者将自动获得第四个账户——公积金退休账户，现有账户中的储蓄将被转入退休账户，以支付参与者退休金。若参与者在 55 岁后继续工作，则可以继续使用普通账户的每月供款来偿还住房贷款。

公积金普通账户（OA）储蓄可以用于购买组屋，或者在新加坡购买或建造私人住宅。具体用途包括：

- （1）首付和住房贷款
- （2）印花和法律费用
- （3）贷款建造房屋和购买空置土地（仅限于私人房产）
- （4）房屋保护计划的保费（仅限于组屋）

新加坡建屋发展局对组屋购买设置了严格的资格审查，购买者需满足相应标准。HDB 对公民权（包括职业要求）、年龄、收入上限、海外及本土房产、过往使用的公共住房补贴、当前是否拥有组屋、破产债务等情况设置审查条件，符合条件的每类群体可购买相应类型的组屋。

表 9：新加坡组屋购买计划与资格要求

购买新组屋和黄金地段二手组屋的资格计划	购买二手组屋的资格计划	描述
公共计划	公共计划	主要针对已婚夫妇或有子女的父母，对公民权（包括职业要求）、年龄、收入上限、海外及本土房产、过往使用的公共住房补贴、当前是否拥有组屋、破产债务等情况设置审查条件。
未婚夫/未婚妻计划	未婚夫/未婚妻计划	主要针对未婚情侣，双方需要在公寓购买后的 3 个月内登记结婚。若准配偶未满 21 岁，需要获得监护人书面同意或政府部门颁发的特别结婚证（18 岁以下）。若未完成婚礼或感情破裂，则申请将被取消。须满足相应审查条件。
孤儿计划	孤儿计划	主要针对和单身兄弟姐妹共同购买公寓的孤儿，已故父母中至少有 1 人是新加坡公民（SC）或新加坡永久居民（SPR）。须满足相应审查条件。
单身新加坡公民计划	单身新加坡公民计划	主要针对 35 岁以上的单身、丧偶或离婚人士，若为寡妇或孤儿且已故父母中有 1 人为苏格兰或新加坡永久居民，则年龄限制放宽至年满 21 岁。须满足相应审查条件。
联合单身计划	联合单身计划	主要针对 35 岁以上的多位单身人士（最多 3 人）共同购买组屋。须满足相应审查条件。
非公民配偶计划	非公民配偶计划	主要针对与非新加坡居民的配偶共同购买组屋，配偶须持有有效准证且满足一定期限要求。
-	非公民家庭计划	主要针对与非居民配偶或父母/子女共同购买组屋。须满足相应

审查条件。

资料来源：新加坡中央公积金局官网、天风证券研究所

第二，中央公积金为购房者提供公积金住房补助金。由建屋发展局负责具体管理和资质审核。

(1) 对于夫妇和家庭，可选择增强型 (Enhanced)、转售型 (Resale)、提升型 (Step-up)、邻近型 (Proximity) 四种公积金住房补贴。其中，增强型补助主要针对首次申请组屋的群体，最高可获得 80000 新元补贴。转售型主要针对购买二手组屋的家庭，最高可获得 50000 新元补贴。提升型针对第二次申请组屋的群体，最高可获得 15000 新元补贴。邻近型针对需要购买二手组屋与父母或子女邻近居住的群体，可获得 30000 新元补贴 (共同居住) 或 20000 新元补贴 (4 公里内邻近)。

(2) 对于单身购房者，也可选择增强型、转售型、邻近型三类公积金住房补贴，增强型最高可获得 80000 新元 (40000 新元/人) 补贴。转售型最高可获得 25000 新元补贴 (若超过 4 室，最高为 20000 新元)。邻近型可获得 15000 新元补贴 (共同居住) 或 10000 新元补贴 (4 公里内邻近)。

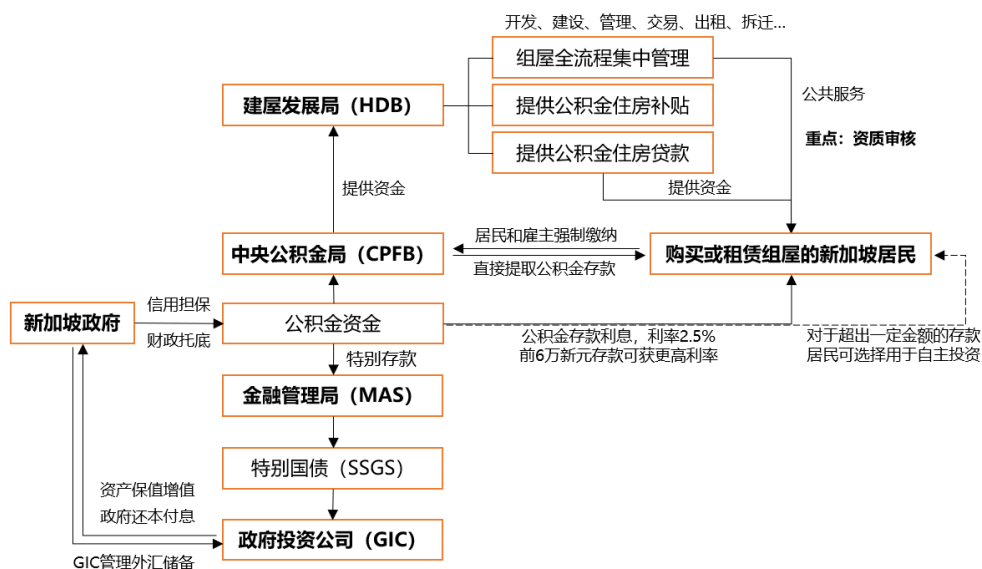
由于新加坡组屋价格成本较低且购房者可获得政府提供的高比例补助金，5 室组屋扣减补贴后的售价一般也不超过 50 万新元，2 室组屋扣除补贴后的售价仅为数万新元。新加坡房价收入比得以在全球维持在较低水平。

第三，中央公积金提供低息住房贷款，但对资质要求较多，偏重于支持公民、中低收入购房者。替代的。同样由建屋发展局负责具体管理和资质审核。不满足资质要求的购房者可以选择商业贷款。新加坡商业银行抵押贷款利率水平较低。

组屋住房贷款仅比公积金普通账户利率高 0.1%，2022 年 4 月-9 月年化利率为 2.6%，每年 1、4、7、10 月根据公积金利率进行调整。

对于支付贷款出现困难的业主，建屋发展局提供经济援助措施 (FAM)，为业主提供拉长久期、展期、家庭成员作为共同所有人帮助还款等选项进行短期纾困。若财务困难长期难以解决，则业主也可选择出租备用卧室或出售现有公寓置换小面积公寓等选项。

图 5：新加坡组屋制度与中央公积金制度逻辑图



资料来源：新加坡建屋发展局官网、新加坡中央公积金局官网、天风证券研究所

公积金如何实现增值？

(一) 公共管理

新加坡政府为公积金提供担保，且新加坡主权信用评级较高（3A），因此公积金存款属于无风险资产。新加坡中央公积金局的年度赤字由政府财政资金进行托底。

投资流程具体为：

公民缴纳中央公积金并获得存款利息。新加坡中央公积金局利用公积金资金购买新加坡政府发行的特别政府债券（SSGS），资金注入金融管理局。

金融管理局投资新加坡政府投资公司（GIC）。新加坡政府投资公司是除了淡马锡外的第二家新加坡政府性投资机构，主要负责管理新加坡外汇储备，投资资产以固收产品为主，配置少量的权益及其他类型风险资产。GIC 投资收益负责偿还政府债务、支付利息。

中央公积金局通过购买特别政府债券获得增值收益，并为 HDB 提供资金支持。建屋发展局提供公积金住房补贴、存款利息、本金提取和低息贷款等住房支持。最终建屋发展局年度收支赤字由政府财政资金托底补齐。

（二）自主投资

居民公积金账户超出 60,000 新元的储蓄可由符合条件的居民可以自主选择公积金投资计划，开展自主投资，实现储蓄增值。中央公积金局提供投资计划介绍和风险提示。

当前，新加坡中央公积金提供两种投资计划：

（1）公积金投资计划（CPFIS 计划）。

（2）特别贴现股份计划（SDS 计划）。

普通账户投资可以选择在 CPFIS 的三家代理银行（星展银行、华侨银行、大华银行）开立公积金投资账户。特殊账户投资不需要额外开立公积金投资账户，参与者可以直接联系投资机构进行投资。

CPFIS 投资有哪些限制？

（1）需要在 OA 中预留 20,000 新元储蓄，同时最多只能将 35%和 10%的可投资储蓄投资于股票和黄金。可投资储蓄是指普通账户余额和参与者为投资和教育而提取的公积金金额的总和。

（2）需要在 SA 中预留 40,000 新元储蓄。

（3）对可投资的标的进行限制。

表 10：新加坡 CPFIS 计划可投资标的

标的	普通账户	特殊账户
单位信托基金	可投资	可投资，但不包括高风险产品
投资相关的寿险产品	可投资	可投资，但不包括高风险产品
年金	可投资	可投资
储蓄保险	可投资	可投资
新加坡政府债券（SGB）	可投资	可投资
国库券（T-bills）	可投资	可投资
ETF	可投资	不包括高风险 ETF
基金	可投资	不可投资
最多 35%的可投资储蓄可用于投资：		
股票	可投资	不可投资
物业基金	可投资	不可投资
公司债券	可投资	不可投资
最多 10%的可投资储蓄可用于投资：		
黄金 ETF	可投资	不可投资
其他黄金产品	可投资	不可投资

资料来源：新加坡中央公积金局官网、天风证券研究所

3. 小结

可能现阶段是到了考虑中国住宅政策性金融机构的时候了。

纵观美国、日本和新加坡经验，住宅政策性金融机构均诞生于特定宏观条件。

美国 1938 年成立房利美的初衷是配合罗斯福新政提振大萧条后经济表现，一方面居民支付能力下降，信用违约导致银行体系运转陷入停滞；另一方面私人房地产开发商资金断链，丧失新开工能力。美国政府救市核心是政府在提供公共住房的同时，对抵押贷款提供增信和赋予二级市场流动性，在政策介入下逐步驱动地产资金链和房地产市场重新回到正常轨道。

日本 1950 年成立住宅金融公库的初衷是支持战后经济重建。政府同时主导住宅金融和住宅开发环节，三大支柱分别为住宅金融公库、公营住宅、公团住宅，政府主导模式伴随经济人口发展在 1965 年后逐步退出，房地产私营比例逐步提高。

新加坡 1964 年推出“居者有其屋”计划和组屋制度，是为了在独立建国后，解决紧迫的民生问题。

我们当前的现实是，地产作为最基本的民生问题，在过去二十年的发展中住房基础需求已经得到基本解决，后续问题是如何在房住不炒这个框架下保持房地产市场健康稳定发展。毕竟现阶段和未来一个阶段，地产可能都还是经济增长的重要一环。

更何况我们还需要不断满足人民对美好生活的向往，在这个过程中，住宅政策性金融机构可以兼顾有为政府和有效市场，不管是现阶段纾困、保交楼，还是下一阶段进一步稳定房地产金融、修复产业链，都可以更好的提供基础金融支持。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com