

2023 房地产长效机制新解

——基于对保障性住房的研究

摘要

- **保障房建设提上日程，“租购并举”模式加快推进。**我国保障性住房体系主要经历了以下阶段：1998-2002年重点发展经济适用房，2003-2007年多层次住房保障体系逐步形成，2008-2010年保障房成为应对危机的抓手，2011-2013年公租房建设高峰期，2014-2018年货币化安置助推棚改进程，2019年-至今保障性租赁住房加快发展。目前我国住房保障体系主要包括产权房、租赁住房、改造工程三类，三大主要保障性住房则涵盖公租房、公租房和共有产权房，改造工程中棚改、老旧小区改造也是重点。
- **棚改或增强对投资的拉动，而地产投资企稳仍看商品房。保租房方面，**预计2023年将筹建206.1万套保障性租赁住房，新增保租房建设或形成1545.8至2225.9亿元的投资，对房地产开发投资的拉动作用或为-0.3至0.2个百分点左右。**棚改方面，**预计2023年全国棚户区改造建设163.2万套，完成投资约4961.3亿元，拉动房地产开发投资1.1个百分点左右。**综合来看，**2023年保障房相关投资或拉动房地产开发投资约0.7个百分点，拉动固定资产投资0.2个百分点左右，拉动作用有限，2023年房地产市场企稳仍主要依赖商品房市场的好转。**保障房对房地产投资的拉动作用或相对有限的原因，**一是，保租房建设中利用存量土地及房屋的比例较大，二是，保租房中大多以一居室形式为主，套均建筑面积仅在30-40m²左右，三是，棚改货币化安置仍有所受限。
- **保障性住房对消费的直接效应、收入效应及溢出效应。直接效应，**2023年保障性住房建设或直接对下游消费带来1116.45-1786.3亿元的装修相关的消费需求，但新增消费有限。**收入效应，**保租房入市所带来的居住成本的降低，或将有助于促进居民在除住房以外的领域进行消费，也有利于缓解大城市贫富差距过大的问题。经测算，2026年及之后居民消费支出每年或可增加643.1-1071.9亿元，对城镇居民消费支出的拉动约为0.2-0.3个百分点，体现出保租房对消费的长期效应。短期来看，2023年或较2022年新增消费支出240.4-400.6亿元，保租房通过收入效应或可拉动城镇居民消费支出0.07-0.12个百分点。**溢出效应，**由于保障性租赁住房的适用人群范围扩大，住房品质也有提升，且主要利用存量土地和房屋建设，可能在需求分流的作用上会大于土地供给的挤出作用，对市场租金的稳定作用会相对更大。
- **参考新加坡模式，放眼我国保障性住房的未来。**新加坡近78.3%的居民居住在由政府下属的建屋发展局（HDB）统一发展建造的组屋内。历史上组屋的建造是循序渐进的：先解决基本住房问题、提供中小户型和采用廉租形式，后解决住房质量问题、提供大中户型并采用购买形式。同时，新加坡的住房政策与土地、社保、金融、税收等制度紧密结合。从效果上看，新加坡的组屋制度起到了控制房地产价格、降低居民住房成本以及调节收入分配等作用。与之对比，我国保障房在发展背景、覆盖范围、住房品质、资金来源、土地成本、税收制度等方面与新加坡的组屋制度有所不同。未来的发展方向包括扩大保障房的供给、完善保障房相关配套制度以及扩大资金来源等。
- **风险提示：**政策落地不及预期，地产投资下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：刘彦宏
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 波动与趋势，如何看大宗商品的超级周期？（2023-01-09）
2. 三年国改收官，新篇章如何续写？（2022-12-29）
3. 稳中重质，进而求新——2022年中央经济工作会议解读（2022-12-18）
4. 再出发，正当时——2023年宏观经济展望（2022-11-27）
5. 身在其中：从产业角度看全球和我国（2022-11-21）
6. 如何看拜登“期中大考”的一抹“红”？（2022-11-10）

目 录

1 保障房建设提上日程，“租购并举”模式加快推进	1
1.1 背景：保障房体系逐步形成，保障性租赁住房加快发展	1
1.2 现状：住房保障体系分为三类，多主体多渠道供给	2
2 棚改或增强对投资的拉动，而地产投资企稳仍看商品房	5
3 保障性住房对消费的直接效应、收入效应及溢出效应	7
4 参考新加坡模式，放眼我国保障性住房的未来	10
4.1 政府主导，有效控制房价和调控收入分配	10
4.2 对比之下，展望我国保障房体系三大发展方向	12

图 目 录

图 1: 我国城镇保障性安居工程通常是地产投资下行的逆周期调节工具.....	2
图 2: 部分省市保障性租赁住房“十四五”规划建设数量、2021-2022 年建设及 2023 年计划数量.....	4
图 3: 部分省市已公布 2023 年保租房建设计划与 2022 年对比.....	5
图 4: 部分省市已公布 2023 年棚改计划与 2022 年对比.....	5
图 5: 2023 年 1 月新增棚改专项债发行额高于 2019 年 1 月.....	6
图 6: 河南省新增棚改专项债投放后 3-6 个月拉动地产投资.....	6
图 7: 一线城市房价收入比呈上行态势.....	8
图 8: 一线城市居民消费占可支配收入比重呈下降态势.....	8
图 9: 新加坡公共住房制度与其他制度的互动.....	11
图 10: 与其他全球城市的房价相比, 新加坡房价波动较小.....	11
图 11: 新加坡政府转移支付大幅降低居民收入的不平等.....	12
图 12: 新加坡房价收入比明显低于中国.....	12
图 13: 我国城市家庭住房体系中保障房占比较小.....	13
图 14: 新加坡建屋发展局的资金来源.....	13
图 15: 地价变化与地方政府土地财政关联度高.....	13
图 16: 新加坡不同住宅类型家庭平均月收入水平.....	13

表 目 录

表 1: 保障性住房体系分类对比.....	4
表 2: 保租房降低居民租赁成本测算.....	9
表 3: 中国的保障性租赁住房相关制度与新加坡组屋制度对比.....	13

1998 年我国开启住房商品化，2003 年后中央多次提及房地产的支柱性地位，2023 年初国务院副总理刘鹤重申“房地产业是中国国民经济的支柱产业”。在此过程中，房地产市场化程度愈来愈高，但同时本应具备的社会性质逐步被淡化。然而，由于出生率下降、城镇化进入下半场、人房矛盾突出等问题，房地产业此前粗放式高增长模式难以为继，后续的新发展模式将更加突出房地产行业的社会属性，保障房有望成为这一新模式下的重要抓手。保障房体系自 1998 年开始逐步形成，目前我国住房保障体系分为产权房、租赁住房 and 改造工程三类，其中保障性租赁住房进入快速发展阶段。本研究中，我们分析了保障房建设对于经济的作用，测算显示，棚改对 2023 年房地产投资的拉动作用相对较大，但对经济增速的直接贡献较为有限，保障房对消费的影响主要包括直接、收入及溢出三大效应。站在新旧模式切换的重要阶段，我国房地产发展的长效机制或将参考新加坡模式，进一步增加保障房供给、完善配套制度并扩大资金来源。

1 保障房建设提上日程，“租购并举”模式加快推进

1.1 背景：保障房体系逐步形成，保障性租赁住房加快发展

1998-2002 年：重点发展经济适用房。1998 年以前，我国主要采用单位住房福利制度，住房不具有商品属性，保障职工基本居住需求的同时也产生了住房供给数量不足的问题。1998 年国务院发布《关于进一步深化城镇住房制度改革，加快住房建设的通知》，住房进入商品化时代，同时将经济适用房和廉租住房作为中低收入家庭的住房保障，并重点发展经济适用房。2001 年经济适用房竣工套数达到 60.5 万套的峰值，1998-2002 年经济适用房年均投资 487.8 亿元，占当年住宅投资的比重均高于 10%。

2003-2007 年：多层次住房保障体系逐步形成。随着商品房市场的快速发展，开发商建设经济适用房的意愿下降，2002 年经济适用房的建设增长趋势放缓，也导致了供需不平衡。随着房价上涨压力加大，2003-2007 年国家逐渐加大对房地产市场的调控力度。经济适用房投资额占住宅投资的比重年均均为 6.1%，较此前明显下降。2007 年，国务院颁布《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，标志着政府住宅调控思路开始转变，建立起保障房与商品房比肩的住房体系，保障房进入实质性发展阶段，同时由经济适用房、廉租房、两限商品房等构成的多层次住房保障体系逐步形成。

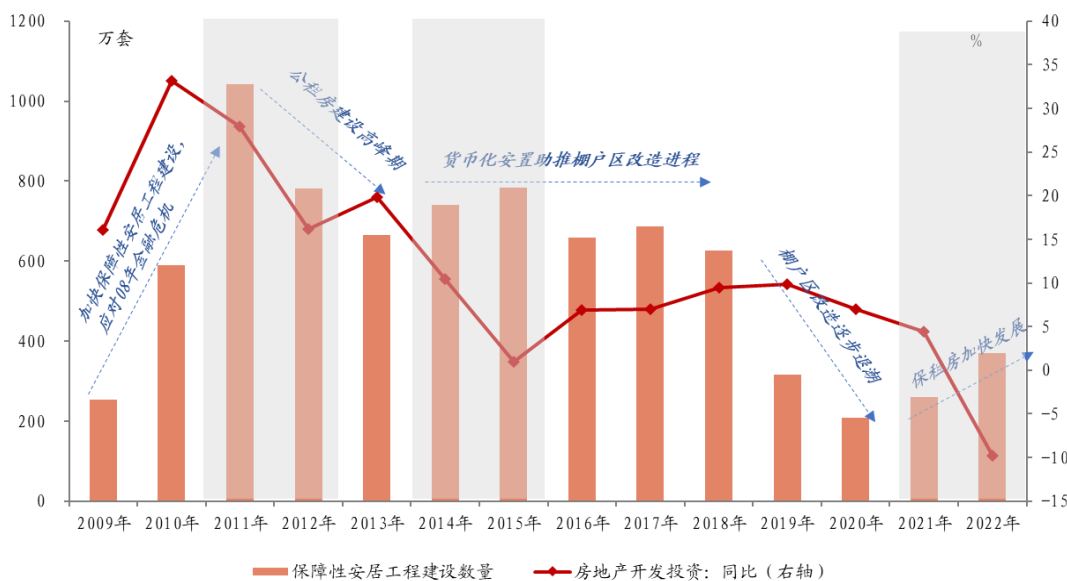
2008-2010 年：应对危机的抓手。2008 年金融危机后，保障性住房再次成为应对危机的抓手，为进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长，再次提出加快保障性安居工程建设。在此阶段，廉租房加快建设，棚户区改造开始在全国推广，公共租赁住房也得到发展，保障性安居工程建设数量呈快速上行态势。2008 年四季度至 2010 年末，开工建设保障性住房和棚户区改造住房 1300 万套。

2011-2013 年：公租房建设高峰期。为遏制部分城市房价过快上涨，2010 年，七部门发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，公租房加快全国推广，2011 年《关于保障性安居工程建设的指导意见》中将公租房列为重点发展的保障房形式，开启公租房建设的高峰。2011 年，全国保障房建设目标 1000 万套，在公租房、廉租房、经济适用房及棚改的推动下，达到历史上保障房建设峰值。其中公租房和廉租房分别建设 227 万套和 165 万套，公租房的比重显著提升。2014 年，廉租房并入公共租赁住房。2011-2014 年，城镇保障性安居工程实际开工建设数量总共达到 3230 万套。

2014-2018年：货币化安置助推棚改进程。2013年《关于加快棚户区改造工作的意见》颁布，棚户区改造的进程加快。2015年，棚改补偿模式由实物、货币安置并重转为以货币化安置优先，对化解楼市库存起到了重要作用。2015-2018年，棚户区改造住房开工套数年均超过600万套，建设速度明显提升，成为保障性住房建设的主要贡献部分。但由于棚改货币化在消化当地楼市库存的同时，也推升了三四线城市的房价。2018年棚改货币化政策逐步调整。2019年，棚改开工数量下降至316万套，较2018年削减了接近一半。2020年7月，国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，老旧小区改造工作日益成为住房保障工作的重点。

2019年至今：保障性租赁住房加快发展。随着人口持续向大城市、中心城市集中，大城市房价高居不下，居民（尤其是新市民、青年人）住房压力不断增大。2016年，国务院发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，2017年，广州、深圳、南京等12个城市开展住房租赁试点，13个城市确定为利用集体建设用地建设租赁住房试点城市，保障性租赁住房的雏形形成。2019年，16个城市入围中央财政支持试点的范围，进一步加快形成租购并举的格局。2020年，住房租赁市场扩大试点范围，新增天津、石家庄等8个城市。2021年，《关于加快发展保障性租赁住房的意见》出台，正式形成“公租房-保障性租赁住房-共有产权房”为主体的住房保障体系。

图1：我国城镇保障性安居工程通常是地产投资下行的逆周期调节工具



数据来源：wind、住建部、中国政府网、审计署，西南证券整理

注：2018、2019、2020 年仅采用棚改数据，2021、2022 年为棚改+保租房数据；灰底色为房地产投资下行年份

1.2 现状：住房保障体系分为三类，多主体多渠道供给

二十大报告指出“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，2022年底的中央经济工作会议也提出“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设”。我国住房保障体系主要包括产权房、租赁住房、改造工程三类，当前三大主要保障性住房则涵盖保障性租赁住房、公租房和共有产权房，改造工程中棚户区改造、老旧小区改造是重点。“租购并举”将成为未来一段时期房地产业的

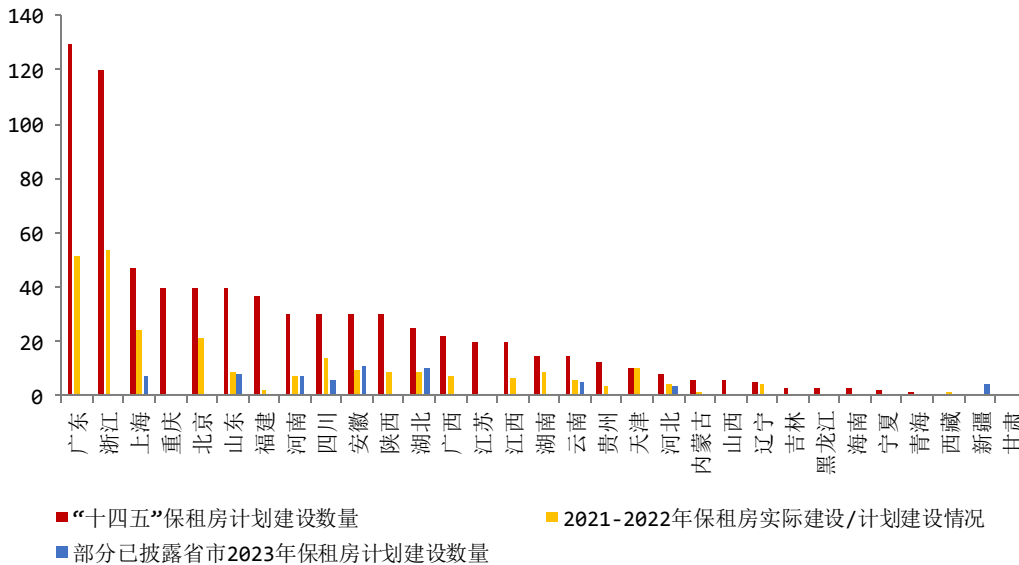
主要发展模式。2023年1月，住建部提出以发展保障性租赁住房为重点，大力增加保障性租赁住房供给，扎实推进棚户区改造，新开工建设筹集保障性租赁住房、公租房、共有产权房等各类保障性住房和棚改安置住房360万套（间）。

保障性租赁住房主要是为解决新市民、青年人等群体的住房困难问题，建筑面积以不超过70平方米的小户型为主，价格则低于同地段同品质的市场租赁住房租金，并引导多主体投资、多渠道供给，同时政府给予大量的土地、财税、金融等政策支持。从供应来源看，保障性租赁住房主要采用新建、改建、改造、租赁补贴和政府闲置住房等供应方式，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等。其中，多个省市开始探索集体经营性建设用地入市成交，有助于降低保租房的土地成本、提升收益，激励各主体加快开展保租房建设。此外，也有市场化长租公寓纳入保租房的形式。“十四五”保障性租赁住房的建设目标为870万套，预计帮助2600多万新市民和青年人。分地区看，人口净流入量较大的一、二线城市对保障性租赁住房的建设提出了较高目标，比如北京、上海、广州、深圳分别提出40万套、47万套、60万套和40万套的建设目标，均占新增住房供应总量的45%左右。

公共租赁住房是指由国家提供政策支持、限定建设标准和租金水平，面向符合规定条件的城镇中等偏下收入住房困难家庭、新进就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员出租的保障性住房。公共租赁住房产权仍归政府或公共机构所有，用低于市场价或者承租者承受得起的价格出租。成套建设的公共租赁住房，单套建筑面积要严格控制在60平方米以下。房源通过新建、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。

共有产权住房是指政府与购房者共同承担住房建设的资金，分配时在合同中明确双方的产权份额及将来上市交易所得价款的分配份额，退出时由政府回购，购房者只能获得自己资产数额部分的变现，从而实现保障住房的封闭运行，避免重蹈经济适用房、限价房出现的套利现象。主要针对的是有一定经济能力但买不起商品房的城镇中低收入住房困难家庭。2014年，北上深等全国6城开始试点，2023年1月，深圳住建局提出将推出共有产权住房，价格按照土地出让时市场参考价格的50%左右确定，购房者需持有产权份额原则上不低于50%。

棚户区改造是对城镇中历史遗留的集中成片危旧住房、破房烂院、旧村旧城进行拆迁改造，安置方式主要包括实物安置和货币补偿，2018年，随着房地产市场库存逐步去化，货币化安置陆续取消。而2020年以来**老旧小区改造**工程全面推进，比起棚改的大拆大建，旧改主要是对老旧小区进行翻新改造。“十四五”期间将基本完成21.9万个城镇老旧小区的改造目标。

图 2：部分省市保障性租赁住房“十四五”规划建设数量、2021-2022 年建设及 2023 年计划数量


数据来源：各省市住建部，西南证券整理

注：河北采用石家庄、湖南采用长沙、陕西采用西安、青海采用西宁、宁夏采用银川的数据，天津 2021-2022 数据采用 2021.8-2022.9 时期数据

表 1：保障性住房体系分类对比

保障性住房类别	保障对象	模式	建筑面积	产权类型
保障性租赁住房	符合条件的新市民、青年人	新建、改建、改造、租赁补贴和政府闲置住房等	不超过 70 平方米	租赁
公共租赁住房	城市中等偏下收入住房困难家庭；就业职工和有稳定职业并在城市居住一定年限的外来务工人员	包括新建、改建、收购、在市场上长期租赁住房等方式。新建公租房以配建为主，也可以相对集中建设	单套建筑面积要严格控制在 60 平方米以下	租赁
廉租房(2014 年与公租房并轨)	住房困难的最低收入家庭	实物配租的廉租住房来源主要包括政府出资收购、社会捐赠、腾空的公有住房、政府出资建设及其他。以收购现有旧住房为主	不超过当地人均住房面积的 60%，一般 50 平方米以下	租赁
共有产权房	有一定经济能力但买不起商品房的城镇中低收入住房困难家庭	新建、配建、资产划拨、收购、改建等	一般 60 平米以上 90 平米以下	产权
棚户区改造	城镇中，历史遗留的集中成片危旧住房、破房烂院、旧村旧城等	实物化安置：政府通过招标等方式选择房地产公司承担棚改安置房的建设，由开发商开工建设； 货币化安置：政府部门直接以货币的形式补偿被拆迁棚户区居民，而后居民再到商品房市场上购置住房	-	改造
老旧小区改造	城市或县城建成年代较早、失养失修失管、市政配套设施不完善、社区服务设施不健全、居民改造意愿强烈的住宅小区	城镇老旧小区改造内容可分为基础类、完善类、提升类 3 类	-	改造

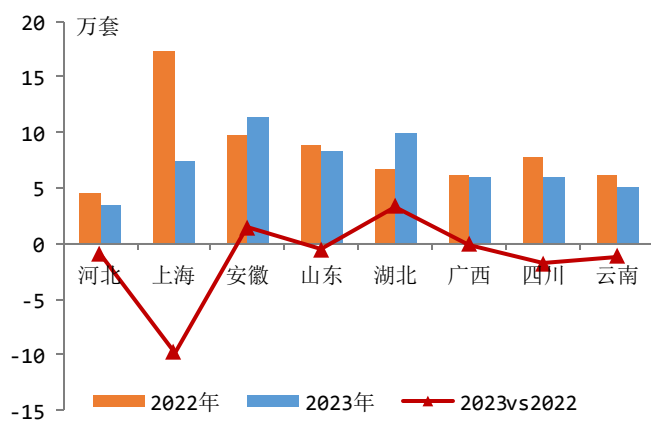
资料来源：住建部，中国政府网，西南证券整理

2 棚改或增强对投资的拉动，而地产投资企稳仍看商品房

2022年8月，住房和城乡建设部在发布会上表示，“十四五”期间，全国计划筹集建设保障性租赁住房870万套间。2021年，全国保障性租赁住房开工建设和筹集94万套。2022年，全国40个城市计划筹集建设240套保障性租赁住房，住建部数据显示1-10月已开工建设和筹集233.6万套，若按比例折算2022年或共开工280.3万套，但由于年底疫情的扰动，以及季节性因素影响，预计2022年全年共开工260万套保租房。意味着“十四五”期间还余516万套待建。假设按照“前紧后松”的节奏建设，2023至2025年剩余保租房计划的筹建节奏假设为40%、40%和20%，2023-2025年将分别筹集206.4、206.4、103.2万套。

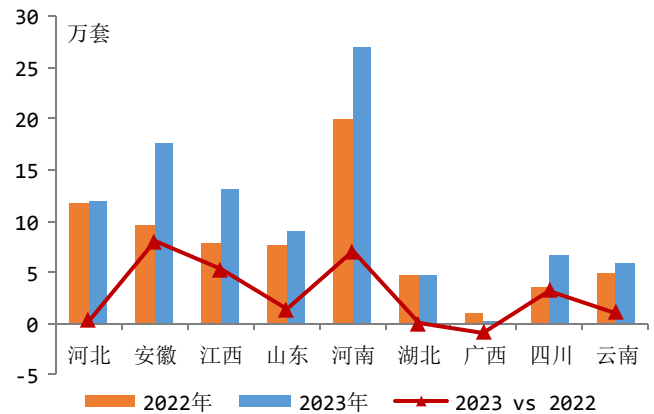
此外，我们还可以从已披露保租房2023年开工建设计划的省市情况来看：截至2023年1月，目前已披露保租房建设计划的包括上海、安徽、山东、湖北、四川等8个省市，这8个省市2023年计划筹集的保租房数量与2022年的计划相比，减少了14.3%左右，但仍然处于相对较高的水平。若将此变化推算全国，预计2023年保租房将筹集205.7万套左右，与上述按比例法测算的结果较为相似，因此我们取平均值来进行后续的测算，即**2023年建设206.1万套保租房**。住建部表示2022年1-10月，全国保租房已完成投资1750亿元，测算下来平均每套保租房实现投资7.5万元，这一数值低于2021年的套均投资10.8万元（2021年1-9月全国保租房开工72万套，完成投资775亿元）。若按照2022年的套均投资额来测算，**2023年新增保租房建设或形成1545.8亿元的房地产开发投资额，较2022年或减少404.3亿元**。2022年，房地产开发投资完成132895亿元，**2023年新增保租房对房地产投资的拉动或在-0.3个百分点左右**；若按2021年套均投资额来测算，**2023年新增保租房建设投资或达2225.9亿元，较2022年增加了275.9亿元，拉动房地产开发投资大约0.2个百分点**。

图3：部分省市已公布2023年保租房建设计划与2022年对比



数据来源：各省市政府工作报告、各省市住建部，西南证券整理

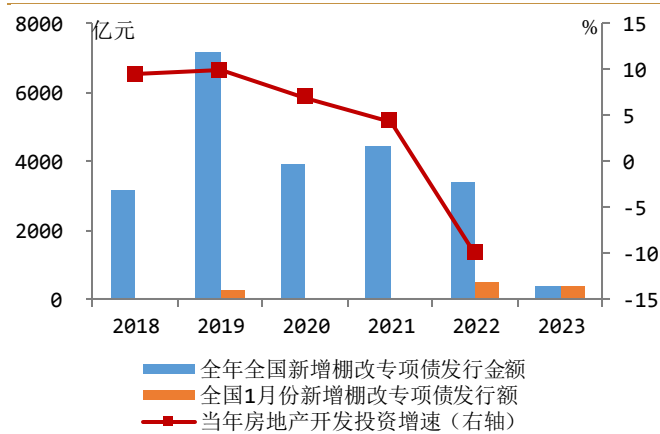
图4：部分省市已公布2023年棚改计划与2022年对比



数据来源：各省市政府工作报告、各省市住建部，西南证券整理

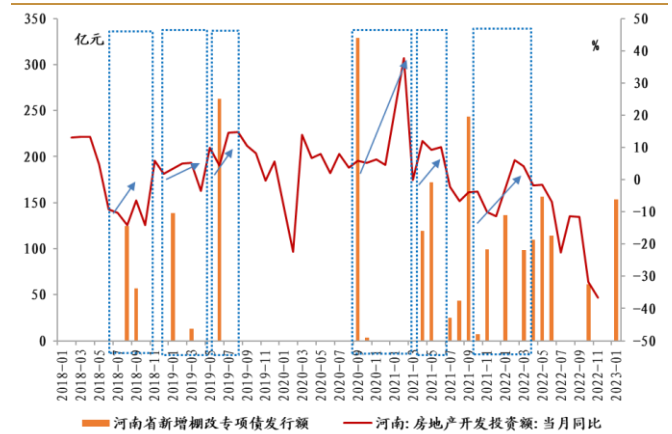
从部分省市公布的2023年的计划来看，2023年的棚户区改造数量或高于2022年。据统计，安徽、江西、河北、山东等9个省市公布了2023年棚户区改造的计划，平均建设10.7万套，超出2022年这9个省市计划建设的36%。住建部数据显示，2016-2020年全国棚户区改造预计开工2300多万套，完成投资约7万亿元，简单测算下，每套棚户区改造的投资金额约为30.4万元。2022年，住建部给出的棚户区改造目标为120万套，若已披露2023年棚改计划的9个省市的增长率来推算全国情况，**预计2023年全国棚户区改造建设163.2万套，完成投资约4961.3亿元，较2022年计划情况新增1313.3亿元，拉动房地产开发投资1.0个百分点左右**，或大于保租房的拉动作用。另外，2022年由于房地产市场持续低迷，

部分城市重启货币化安置，如郑州市明确表示未来3年大力推进货币化安置；安徽六安市提出原则上不再新建安置房，可通过购买新建商品房、货币化补偿、发放购房券等方式进行安置；重庆市提出鼓励区县政府在房屋征收、集体土地征地补偿等方面推行货币化安置，或对房地产开发投资有所支撑。从棚改专项债发行情况来看，2020-2022全年棚改专项债发行规模占比分别为11.0%、12.4%和8.4%，远低于2019年40.4%的占比。主要是因为2020年5月棚改专项债恢复发行后，监管仍要求棚改专项债仅支持已开工的项目，且不得用于货币化安置的项目，主要是防止“半拉子”工程，因此整体发行量较此前明显缩减。截至2023年1月，地方政府新增专项债中用于棚户区改造的有418.03亿元，占目前已发行金额的8.5%，高于2019年1月棚改专项债发行情况，但略低于2022年1月棚改专项债的整体发行情况。从省市来看，今年1月棚改专项债发行最多的省市包括河南、山东等省市。其中，据河南省棚改专项债历年发行情况以及房地产开发投资增速来看，一般在棚改专项债投放后的3-6个月河南省的房地产开发投资当月同比增速出现回升，预计2023年1月发行的棚改专项债或在3-6个月左右对房地产投资显现出效果。

图 5：2023 年 1 月新增棚改专项债发行额高于 2019 年 1 月


数据来源：企业预警通，西南证券整理

注：2023 年数据截止到 2023.1.19

图 6：河南省新增棚改专项债投放后 3-6 个月拉动地产投资


数据来源：企业预警通、wind，西南证券整理

除保障性租赁住房 and 棚户区改造以外，保障房的建设还包括公租房、共有产权房等，但公租房、共有产权房投资总体量级相对不大，变化幅度也或较小，因此假设 2023 年保障房中除保租房和棚改以外的投资维持 2022 年水平。综合来看，2023 年保障房投资对房地产开发投资的拉动作用或为 0.7% 左右，对固定资产的拉动作用或在 0.2% 左右，主要的贡献力量或从保租房转移到棚户区改造上，但总体来看对房地产投资的拉动作用或相对有限。原因包括：一，保租房建设中存量房改建、长租房“纳保”等占据一定比例，这部分对房地产开发投资的拉动较小。住建部表示利用存量土地和房屋建设的保障性租赁住房达到了 70%。此外，据 ICCRA，截至 2022 年 Q3，全国已开业租赁住房中约 10.7% “纳保”，规模约为 10 万套；二，此前市场预测中多以 70 m² 作为保租房的套均面积来计算，但这只是每套建筑面积限制的上限，实际上大多数以一居室、单身公寓的形式为主，套均建筑面积仅在 30-40 m² 左右；三，尽管 2022 年部分省市因房地产下行重启货币化安置，对部分省市的地产投资有一定提振作用，但目前尚未全国大范围推广，即便全国推广，全国存量棚户区待改造的数量也难及“十三五”之前。

3 保障性住房对消费的直接效应、收入效应及溢出效应

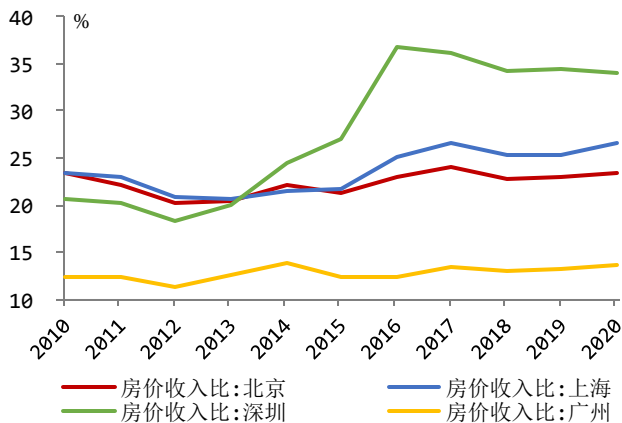
保障性住房除了对投资具有拉动作用外，其对消费也具有推动作用，我们认为保障性住房对消费的作用主要体现在直接效应、收入效应及溢出效应三方面。

直接效应方面，2023年保障性住房建设或直接对下游消费带来1116.45-1786.3亿元的装修相关的消费需求，但新增消费有限。保障性住房的建设直接带来的相关下游消费与商品房大致相同，包括建材、装潢、家用电器等。若按普通装修500-800元/m²，保障性租赁住房套均50m²、棚户区改造安置住房70m²、公租房60m²来计算，2023年保租房或带来515.3-824.4亿元的消费需求（2022年预计为650-1040亿元），棚改安置住房或带来571.2-913.9亿元的消费需求（2022年预计为420-672亿元）。公租房假设维持2022年计划的新增10万套不变，或带来30-48亿元的消费需求。预计2023年保障性住房的建设将总共带来1116.5-1786.3亿元的装修相关的消费需求，但由于2022年已是“十四五”期间保障性住房的建设高峰，2023年较2022年仅增加了16.45-26.3亿元的消费需求，对消费的直接拉动或较为有限。

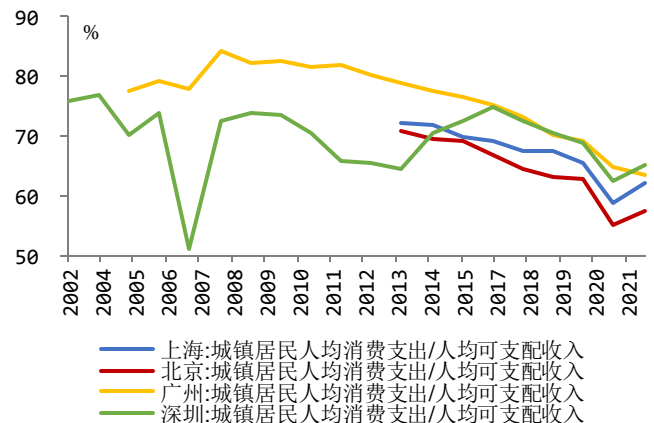
收入效应方面，保租房有利于降低居民租赁成本，在建设完毕并投入市场后，2026年及之后居民消费支出每年或可增加643.1-1071.9亿元，对城镇居民消费支出的拉动约为0.2-0.3个百分点，体现出保租房对消费的长期效应。通过提供保障性住房改善中低收入家庭的住房条件，降低家庭住房成本以及预算约束，有利于提高这部分家庭的边际消费倾向，从而实现扩大内需的目标。西南财经大学工作论文¹基于2017年中国家庭金融调查与研究（CHFS）数据，得出保障房获得对家庭消费存在显著的正向影响的结论，家庭获得保障房的概率每增加1个百分点，家庭总消费会随之增加0.025个百分点。“十四五”期间，保障性租赁住房是建设重点，因此我们着重分析保障性租赁住房对居民收入及消费的推动作用。保租房租金普遍低于同区位同品质市场住房租金，大多数城市要求保租房的租金上限在同地段同品质市场租赁住房的90%内，且年增幅不高于5%，但部分城市如深圳，要求在60%以内。根据已发行的保租房REITs项目，大多数项目的租金水平低于同地段或全区域平均市场租金的30%-50%。由于保租房建设重点在于人口净流入较多的一线、新一线城市，这些城市居民具有较强的消费能力。而且，保租房所面向的群体为新市民、青年人，相关调查²显示80后和90后在新市民群体中的占比均接近40%，这部分群体的消费倾向相对更高。但目前一、二线城市房价以及租金高昂，对居民消费产生了抑制作用。因此，保租房入市所带来的居住成本的降低，或将有助于促进居民在除住房以外的领域进行消费，也有利于缓解大城市贫富差距过大的问题。

¹ 何春燕, 李丁. (2021). 保障性住房能增加边际消费吗? ——来自中国的证据[R]. 发展研究院工作论文(中文系列)

² 来自21世纪经济报道的《新市民金融服务调查报告》(2022.6)

图 7：一线城市房价收入比呈上行态势


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：一线城市居民消费占可支配收入比重呈下降态势


数据来源：wind，西南证券整理

我们对“十四五”期间保租房供应对城镇居民租金成本的影响进行测算，计算公式如下：

$$Y_{ij} = S * (R_{1ij} - R_{2ij}) * (\alpha N_j * \beta_i)$$

(1) Y_{ij} 代表城市 j 在 i 年通过向市场供应保租房所降低的居民租赁成本， S 为保租房的平均面积，虽然政策要求保租房建筑面积不超过 70 m^2 ，但大部分保租房为小户型的一居室，因此我们采用 50 m^2 作为保租房的套均面积；

(2) N_j 为城市 j 在“十四五”期间计划筹集的保租房套数。因为数据的可获得性，我们统计了 35 个已公开保租房建设计划的城市，“十四五”期间样本城市总共筹集约 651 万套，而住建部表示全国将筹集建设保租房 870 万套，因此 α 系数取 1.34；

(3) β_i 系数为 i 年已竣工并进行市场供应的保租房数量占“十四五”计划筹集数量的比重，根据上文测算，我们预计 2021-2025 年全国开工建设节奏为 94、260、206.1、206.1、103.8 万套，假设保租房建设周期平均为 1 年左右，2021 年开工项目于 2022 年竣工，以此类推。假设竣工立即供应市场且出租率达 100%，并假设各城市的开工和供应节奏保持一致，2022-2025 年各城市保租房供应比例则分别为 10.8%、40.7%、64.4%、88.7%；

(4) R_{1ij} 和 R_{2ij} 分别为 j 城市每年平均市场租金和保租房租金，不同城市平均市场租金均依据截止 2022 年 12 月数据测算。“情形一”下，保租房租金低于该城市平均市场租金 30%，即 $R_{2ij}=0.7 * R_{1ij}$ ，“情形二”下，保租房租金低于该城市平均市场租金 50%，即 $R_{2ij}=0.5 * R_{1ij}$ 。

测算结果显示：

情形一：2022-2025 年居民的租赁成本分别降低 86.8、327.2、517.7 和 713.1 亿元，若 2026 年全部建成并供应市场，此后每年或可降低居民租赁成本约 803.9 亿元。

情形二：2022-2025 年居民的租赁成本分别降低 144.7、545.3、862.9 和 1188.5 亿元，若 2026 年全部建成并供应市场，此后每年或可降低居民租赁成本约 1339.9 亿元。假如降低的居民租赁成本中的 80%转化为居民消费支出，2026 年及以后居民消费支出每年或可增加 643.1-1071.9 亿元，若居民消费支出每年以 5%的增速增长，2025 年城镇居民消费支出为 419438.9 亿元，2026 年保租房通过降低租赁成本对城镇居民消费支出的拉动或约为 0.2-0.3 个百分点。短期来看，2023 年或较 2022 年新增消费支出 240.4-400.6 亿元，假设 2022 年

城镇居民消费支出维持 2021 年水平，保租房通过收入效应或可拉动城镇居民消费支出 0.07-0.12 个百分点。

表 2：保租房降低居民租赁成本测算

市	规划筹集 开工 (万套)	平均市场 租金 (元/㎡)	情形一：保租房租金低于市场租金 30%，可降低 租赁成本（亿元）					情形二：保租房租金低于市场租金 50%，可降低 租赁成本（亿元）				
			2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
			广州	60.0	58.7	9.2	34.6	54.7	75.4	85.0	15.3	57.6
上海	47.0	107.4	13.1	49.5	78.4	108.0	121.7	21.9	82.6	130.7	180.0	202.9
北京	40.0	133.1	13.9	52.3	82.7	113.9	128.4	23.1	87.1	137.8	189.8	214.0
重庆	40.0	27.7	2.9	10.9	17.2	23.7	26.7	4.8	18.1	28.6	39.4	44.5
深圳	40.0	94.4	9.8	37.1	58.7	80.8	91.1	16.4	61.8	97.8	134.7	151.9
杭州	33.0	67.2	5.8	21.8	34.5	47.5	53.5	9.6	36.3	57.4	79.1	89.2
西安	30.0	29.9	2.3	8.8	13.9	19.2	21.6	3.9	14.7	23.2	32.0	36.0
成都	25.0	36.4	2.4	8.9	14.1	19.4	21.9	3.9	14.9	23.5	32.4	36.5
武汉	25.0	37.5	2.4	9.2	14.6	20.0	22.6	4.1	15.3	24.3	33.4	37.7
郑州	23.0	25.8	1.5	5.8	9.2	12.7	14.3	2.6	9.7	15.4	21.2	23.9
宁波	21.3	35.3	2.0	7.4	11.7	16.1	18.1	3.3	12.3	19.4	26.8	30.2
青岛	21.0	27.9	1.5	5.7	9.1	12.5	14.1	2.5	9.6	15.2	20.9	23.5
济南	20.5	26.6	1.4	5.4	8.5	11.7	13.2	2.4	8.9	14.1	19.4	21.9
佛山	20.0	25.7	1.3	5.0	8.0	11.0	12.4	2.2	8.4	13.3	18.3	20.6
金华	16.0	31.4	1.3	4.9	7.8	10.7	12.1	2.2	8.2	13.0	17.9	20.2
苏州	15.0	34.5	1.3	5.1	8.0	11.1	12.5	2.2	8.5	13.4	18.4	20.8
长沙	15.0	29.7	1.2	4.4	6.9	9.5	10.7	1.9	7.3	11.5	15.9	17.9
合肥	15.0	30.1	1.2	4.4	7.0	9.6	10.9	2.0	7.4	11.7	16.1	18.1
福州	15.0	38.9	1.5	5.7	9.1	12.5	14.1	2.5	9.6	15.1	20.8	23.5
嘉兴	13.8	24.9	0.9	3.4	5.3	7.3	8.3	1.5	5.6	8.9	12.2	13.8
温州	13.1	33.1	1.1	4.3	6.7	9.3	10.5	1.9	7.1	11.2	15.5	17.4
南京	12.5	48.1	1.6	5.9	9.3	12.9	14.5	2.6	9.8	15.6	21.5	24.2
东莞	10.0	27.4	0.7	2.7	4.3	5.9	6.6	1.2	4.5	7.1	9.8	11.0
石家庄	10.0	21.8	0.6	2.1	3.4	4.7	5.3	0.9	3.6	5.6	7.8	8.8
贵阳	10.0	24.5	0.6	2.4	3.8	5.2	5.9	1.1	4.0	6.3	8.7	9.8
南昌	8.0	24.0	0.5	1.9	3.0	4.1	4.6	0.8	3.1	5.0	6.8	7.7
南宁	7.5	24.8	0.5	1.8	2.9	4.0	4.5	0.8	3.0	4.8	6.6	7.5
厦门	21.0	49.8	2.7	10.3	16.2	22.4	25.2	4.5	17.1	27.1	37.3	42.0
绍兴	6.5	24.8	0.4	1.6	2.5	3.5	3.9	0.7	2.6	4.2	5.8	6.5
昆明	6.0	24.9	0.4	1.5	2.3	3.2	3.6	0.6	2.4	3.9	5.3	6.0
常州	5.0	24.7	0.3	1.2	1.9	2.6	3.0	0.5	2.0	3.2	4.4	5.0
徐州	2.3	18.4	0.1	0.4	0.7	0.9	1.0	0.2	0.7	1.1	1.5	1.7
珠海	1.5	36.0	0.1	0.5	0.8	1.2	1.3	0.2	0.9	1.4	1.9	2.2

市	规划筹集 开工 (万套)	平均市场 租金 (元/m ²)	情形一：保租房租金低于市场租金 30%，可降低 租赁成本（亿元）					情形二：保租房租金低于市场租金 50%，可降低 租赁成本（亿元）				
			2022	2023	2024	2025	2026	2022	2023	2024	2025	2026
			银川	1.5	15.3	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	0.1	0.4
海口	0.5	31.8	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6
.....										
合计	870.0	-	86.8	327.2	517.7	713.1	803.9	144.7	545.3	862.9	1188.5	1339.9
转化为消费	-	-	69.5	261.8	414.2	570.5	643.1	115.8	436.3	690.3	950.8	1071.9

数据来源：wind、住建部，西南证券整理

溢出效应方面，保障性租赁住房对商品房市场需求分流的作用或较大，有利于稳定市场租金。保障性住房的供应对于商品房价格主要有两个方面的影响³，一方面由于保障性住房的价格普遍低于同地段同品质的商品房，能够更好地满足中低收入人群的需求，其价格增幅也受到了政策限制，有利于稳定居民的预期，对商品房市场需求起到了分流作用，有助于抑制房价过快上涨。但此前经济适用房在抑制房价的作用上有限，或是因为这类保障房的供应对象虽然是中低收入人群，但由于缺乏对家庭收入的严格评估等，实际上很多保障房资源被富人挤占，中低收入人群的住房刚需未能得到合理满足，使得原有的商品房需求难以得到有效的分流。另一方面，保障性住房的建设会在土地市场上对商品房的土地供给产生一定挤出效应，商品房新建数量减少或导致价格上涨。但我们认为“十四五”期间建设重点的保障性租赁住房可能在需求分流的作用上会大于土地供给的挤出作用，对市场租金的稳定作用会相对更大，**其原因包括：**一，目前我国保障性住房体系中建设的重点是保租房，保租房的适用对象为新市民和青年人，适用对象范围从中低收入人群扩大到外来流动人口，对原有一、二线城市的市场租房需求起到一定分流作用；二，保租房的单列租赁住房用地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，有别于此前保障性住房的“边缘化”情况，能够有效分担市场化租房需求较旺地区的需求，同时，建设的质量也在逐步得到保障，提供与商品房相同品质的住房，2022年2月，住建部发布《关于加强保障性住房质量常见问题防治的通知》，要求进一步提升工程质量；三，用于保障性租赁住房的土地主要有5个来源，目前仍以利用存量土地和房屋建设为主，对新出让土地影响或相对较小。

4 参考新加坡模式，放眼我国保障性住房的未来

4.1 政府主导，有效控制房价和调控收入分配

2021年，新加坡居民的住房拥有率是88.9%，在世界范围内处于较高水平，实现“居者有其屋”。新加坡的住房市场主要由政府组屋和商业性房地产构成，其中近78.3%的居民住在政府组屋里，另外21.4%居住在公寓或者有地房产的商业住宅内。政府组屋是由新加坡政府下属的建屋发展局(HDB)统一发展建造，产权归政府所有，截至2021年共建造了108.9万套组屋。新加坡组屋在历史上开始建造的节奏是循序渐进的，先解决基本住房问题，后解决住房质量问题，先提供中小户型，后提供大中户型，先采用廉租模式，后以购买为主⁴。居民可以向政府申请购买组屋（仅限新加坡公民），也可以购买二手转售组屋。**新加坡的**

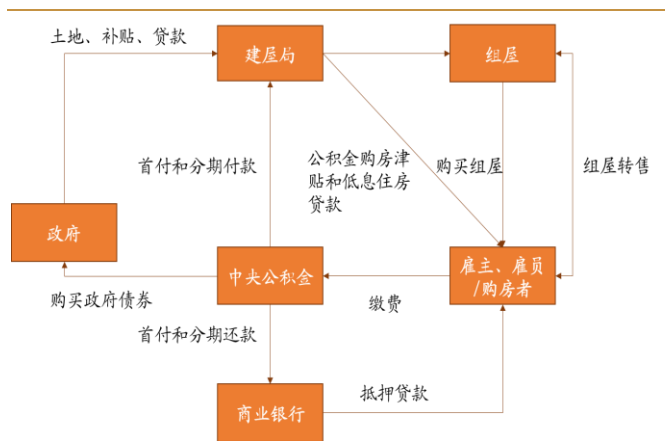
³ [1]邹旭,马贤磊,石晓平.保障性住房供应如何影响商品房价——挤出供给抑或分流需求?[J].财经研究,2021,47(11):49-63.

⁴ [1]谢宝富.新加坡组屋政策的成功之道与题外之意——兼谈对中国保障房政策的启示[J].中国行政管理,2015(05):132-136.

住房政策与土地、社保、金融、税收等制度紧密结合。土地方面，新加坡的土地制度以公有制为主，政府拥有 90% 的土地，政府可以将土地使用权出让，但土地出让金并不纳入政府预算，而是进入到国家储备基金用于投资，政府并没有抬高土地价格牟取收益的动机，因而可以低价向组屋建设提供用地；**社保方面**，新加坡采用的是中央公积金制度，雇主和雇员将工资的一定比例存入职工的公积金账户，2021 年居民公积金账户中有 27.5% 用于购买组屋，对提升居民的房屋购买力起到重要作用；**金融方面**，新加坡政府在组屋的开发和购房两个环节上均给予了优惠贷款利率；**税收方面**，新加坡房地产税收体系涉及住房的保有以及交易两个环节，保有环节上征收财产税，交易环节上征收印花税和所得税。财产税采用的是累进制税率，自住住宅税率更加优惠，非自住住宅税率更高。印花税向买卖双方征收，总体呈现“房价越高、持有越短、拥屋越多，税率越高”的特点，房屋交易买卖环节还需要缴纳所得税，但只针对投资炒作的个人征收，租赁环节由出租人缴纳。

新加坡的组屋制度起到了控制房地产价格、降低居民住房成本以及调节收入分配等作用。其一，有效遏制房价大幅波动。新加坡组屋政策对房地产市场的投机炒作行为起到很大的抑制作用。比如，新组屋需要住满 5 年后才能转售，流动性很低。并且在转售环节的税率相对较高，买卖成本较为高昂。同时，外国的流动性变化以及投机者的行为也对新加坡房价影响有限，因为外国居民在新加坡只能购买私人公寓，被排除在组屋和有地住房部门之外。其二，居民购房负担明显较小。目前新加坡市场上组屋的售价中位数约为 49.5 万新元，2021 年新加坡家庭每月工作收入中位数（包括雇主公积金缴款）为 9520 美元，经计算，新加坡组屋的房价收入比约为 3.3，意味着购买一套组屋的价格仅相当于一个新加坡家庭 3 年左右的收入。其三，组屋制度也起到均贫富的作用。近十年来，新加坡家庭收入基尼系数呈下行态势，2021 年为 0.444，经政府转移支付后为 0.386。2021 年中国基尼系数为 0.466，美国基尼系数为 0.494，均高于新加坡同期基尼系数。新加坡的收入分配仍是较为不平等的，但其政策设计主要保护了低收入人群，围绕组屋制度来实施，包括向较富裕的人征收高昂的财产税、印花税等，然后转移支付给低收入群体。2021 年居民家庭中每个成员平均可获得 5096 美元的政府转移支付，其中居住一居室和两居室组屋的家庭成员人均可获得高达 11363 美元的转移支付，转移支付大幅缩小了居民的收入差距。

图 9：新加坡公共住房制度与其他制度的互动

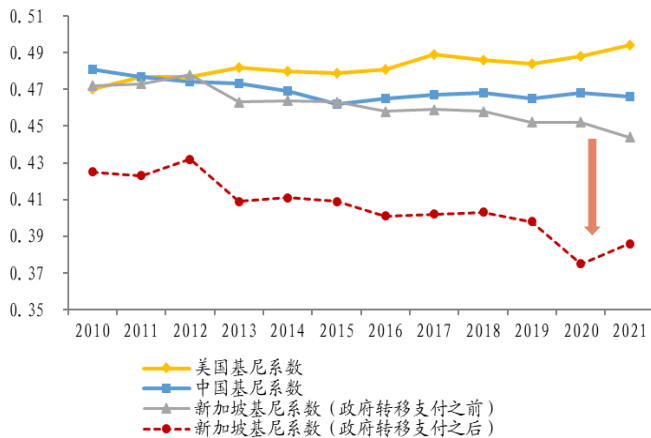


资料来源：《新加坡公共住房与相关制度协调的经验及借鉴》、西南证券整理

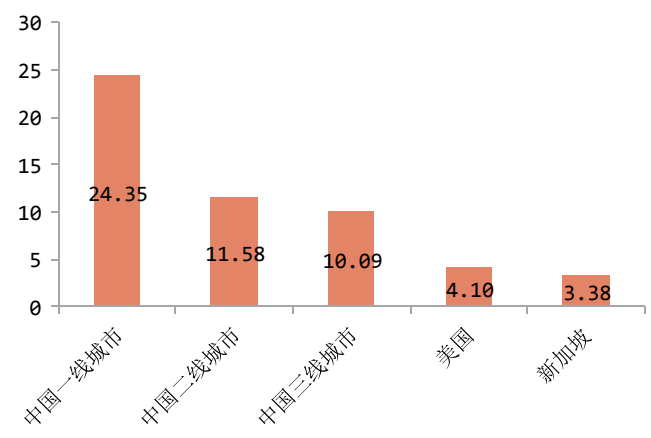
图 10：与其他全球城市的房价相比，新加坡房价波动较小



数据来源：Understanding Singapore's Housing Market、西南证券整理

图 11：新加坡政府转移支付大幅降低居民收入的不平等


资料来源：FRED、国家统计局、新加坡统计局、西南证券整理

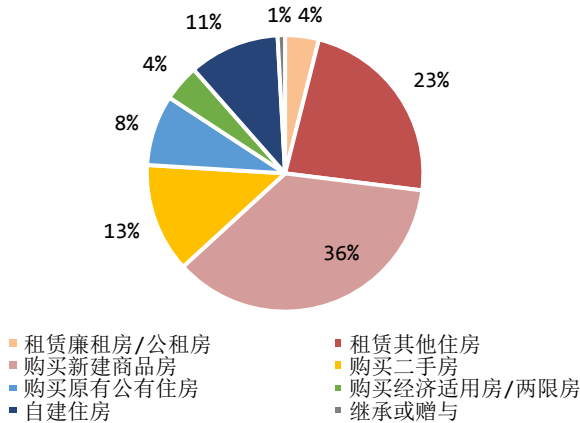
图 12：新加坡房价收入比明显低于中国


数据来源：FRED、wind、ValueChampion、新加坡统计局、西南证券整理

4.2 对比之下，展望我国保障房体系三大发展方向

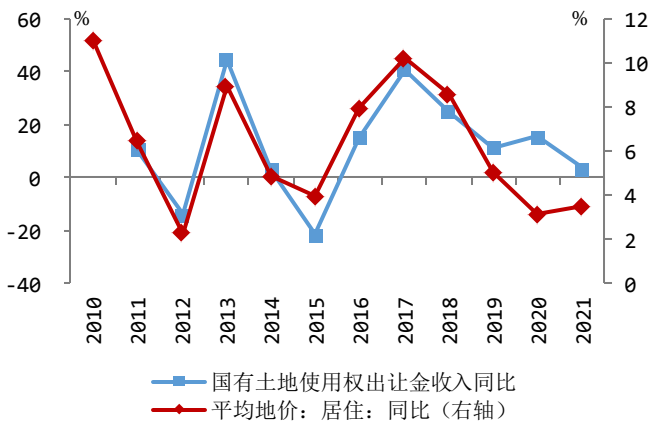
新加坡组屋政策的成功为我国发展保障性质的住房体系提供了参考，但由于我国国情与新加坡不同，保障性住房体系目前的发展仍相对落后。通过对比，当前我国保障性住房体系与新加坡的组屋制度主要有以下五点不同之处，**从发展背景来看**，我国国土面积和人口总数均远超出新加坡，各区域发展不均衡，国情更为复杂，并且经济水平仍相对落后，2021年中国的人均 GDP 仅相当于新加坡在 1990 年左右的水平，但远高于新加坡刚开始推行“居者有其屋”计划的 1960s 水平；**从覆盖范围来看**，新加坡接近八成的居民居住在组屋内，而 2020 年中国城市租赁廉租房/公租房和购买经济适用房/两限房的家庭户数比重仅为 7.8%，购买新建商品房和二手房的占比高达 46.5%，市场化租房群体也较为庞大，占比达到 21.8%，保障性住房对我国居民的覆盖范围仍很小；**从住房品质来看**，新加坡组屋是根据居民的收入水平划分为一房至五房式，五房式约 110 平方米，而中国保障性住房的建筑面积一般要求在 90 平方米以下，居住面积相对较小，而且一般分布在较为偏远的区域，有时甚至出现质量不达标的情况；**从资金来源来看**，新加坡组屋的主要由 1963 年成立的建屋发展局统一筹建，其资金来源主要包括银行贷款、政府预算和中央公积金，由于 HBD 一般以低于成本价出售组屋，对于财政补贴的需求很大。国内的保障房资金主要来源于多渠道，包括财政预算、金融机构贷款以及 PPP、Reits 等，不仅有财政资金，还有社会资本的参与；**从土地成本来看**，虽然新加坡的国情是人多地少，但政府仍以低价将土地转让给 HBD，并且新加坡政府的土地出让金占其财政收入的比重很低，政府没有动机抬高地价谋取利益，而国内地方政府在分税制改革之后对土地财政的依赖度逐渐提升，一定程度上也推升了地价；**从税收制度来看**，新加坡的房地产税收体系主要呈现出重保有和交易的特点，而中国的房地产相关税收则是“重建设交易，轻保有”，对地方财政收入贡献大，而对促进居民收入公平分配方面的作用较小。

图 13：我国城市家庭住房体系中保障房占比较小



数据来源：《2020 年人口普查年鉴》，西南证券整理

图 15：地价变化与地方政府土地财政关联度高



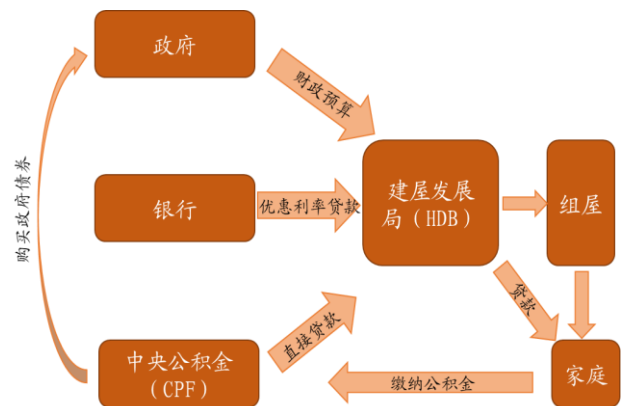
资料来源：wind，西南证券整理

注：财政收入=一般公共预算收入+政府性基金预算收入

表 3：中国的保障性租赁住房相关制度与新加坡组屋制度对比

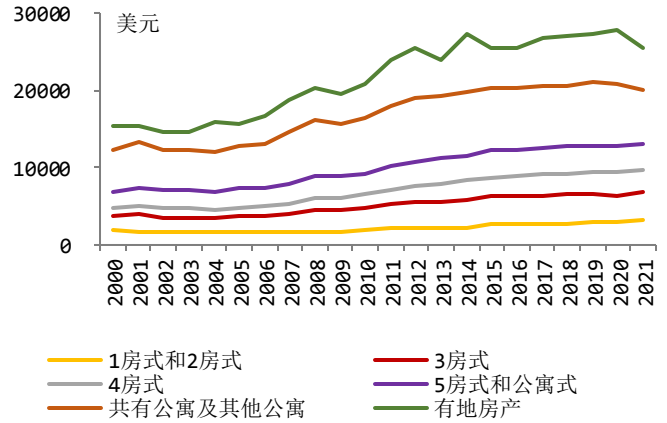
制度	中国	新加坡
土地支持	<ul style="list-style-type: none"> 企事业单位利用自有闲置土地建设，需变更土地用途，但不补缴土地价款，且免收城市基础设施配套费。 允许将闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋改为保障性租赁住房，用作保障性租赁住房期间，不变更土地使用性质，不补缴土地价款。 	<ul style="list-style-type: none"> 1966 年的《土地取得法案》规定，政府可以出于包括建设公共住宅在内的公共利益的需要，以低于市场水平的补偿金强制征收私人的土地。 政府将一定年期的土地使用权出让给土地使用者，并收取土地出让金。新加坡的土地出让金并不进入当年政府预算，而是全部纳入国家储备基金用于投资。投资收益的一部分根据需要划入政府预算，用于补充公共支出。
财税政策	<ul style="list-style-type: none"> 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。 对利用非居住存量土地和非居住存量房屋（含商业办公 	<ul style="list-style-type: none"> 住房保有环节房地产税以住房市场评估价值为税基，按价值采用累进税率。 住房交易环节征收印花税包括买方印花税和卖方印花税，分别由买方和卖方缴纳。印花税以交易价格税基，买方印花税主要按成交价采用累进税率，价格越高，税率越高。卖方印花税率按照

图 14：新加坡建屋发展局的资金来源



数据来源：《新加坡中央公积金制度何以成功》，西南证券整理

图 16：新加坡不同住宅类型家庭平均月收入水平



数据来源：新加坡统计局，西南证券整理

制度	中国	新加坡
	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。	持有住房时间有所不同,持有时间越短,税率越高。
金融支持	<ul style="list-style-type: none"> ● 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。 ● 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。 ● 将保障性租赁住房纳入 REITs 试点范围。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 开发贷款方面,政府向建屋局提供低息的住房发展贷款,2018年利息为4%,用于组屋开发和建屋局运营。建屋局通过出售组屋来偿还贷款。 ● 购房贷款方面,建屋局向购房家庭发放的贷款利率为2.6%,高于政府提供贷款利息0.1个百分点。
社保制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 2023年1月1日,北京住房公积金管理中心发布《关于进一步优化住房公积金提取业务的通知》,即日起,在本市租住保障性租赁住房的家庭可以申请提取住房公积金,且职工每月的住房公积金可直接冲抵房租,减少了提取的中间环节。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 新加坡中央公积金制度要求雇主缴纳工资的17%,雇员缴纳工资的20%存入职工个人的中央公积金账户。现行中央公积金共分为四个账户,普通账户、特别账户、医疗账户和退休账户。其中普通账户的资金可以提取用于购买住房。根据2016年数据,中央公积金年度提取额中的37.6%用于购买组屋,21.1%用于购买私人住房,合计近60%。 ● 新加坡通过将中央公积金与组屋制度的配合,增加了职工年轻时购买住房的资金来源,帮助其拥有住房资产。当职工年老时,年轻时购买的组屋可以通过以大换小等方式变现,为养老提供资金补充,促进社会稳定。

资料来源:住建部、北京公积金管理中心、中国政府网、《新加坡公共住房与相关制度协调的经验及借鉴》,西南证券整理

未来我国保障房体系建设主要有以下三方面:一、**扩大保障房的供给**,包括保障性租赁住房、公租房以及共有产权房等。深圳市的“十四五”规划里规划建设筹集住房89万套,其中保障性住房便占到60.7%,后续公共住房供应规模有望加快增长,尤其是在一、二线城市。二、**完善保障房相关配套制度**,如土地、公积金、财税、金融等方面。此前地方政府对土地财政的过度依赖,推升土地价格,不利于保障房的大规模建设,一方面保障房建设可利用好存量土地和房屋,以及集体经营性建设用地,另一方面土地价格需要保持相对平稳。住房公积金制度或继续得到改革,2023年1月,住建部发布《关于加快住房公积金数字化发展的指导意见》,公积金信息化水平提高有助于区域间资金融通,财税、金融方面有望继续加大对保障房的支持力度。三、**扩大资金来源**,2022年12月,证监会副主席表示将加快打造REITs市场的保障性租赁住房板块,并研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。目前已有红土深圳安居REIT、中金厦门安居REIT、华夏北京保障房REIT等多只保租房REITs上市,未来保租房REITs有望持续扩容。

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn