



# 政策周报第5期

宏观专题研究报告  
证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)

zhaow@gjzq.com.cn

联系人: 侯倩楠

houqiannan@gjzq.com.cn

## 房地产新模式：如何理解“以人定房”？

传统地产模式转型过程中，新发展模式指向何方？近期住建部部长提出的“以人定房”或如何理解、海外经济体有怎样的经验？本文梳理，可供参考。

### 一问：传统地产模式的变化？告别“高周转、高负债、高杠杆”过程中，投资、偿债等出现“阵痛”

2021年“三道红线”政策落地，推动地产告别“高周转、高负债、高杠杆”的开发经营模式。2020年8月，住建部、央行等召开重点房地产企业座谈会，提出进一步落实房地产长效机制；后续“三道红线”试点启动、并于2021年全面实施，推动上市房企有息负债增速由2019年的14%快速降至2022年的0.1%。

同时，疫情对居民收入、就业产生的冲击，导致其购房意愿降低、且在“买涨不买跌”下进一步加强。疫情期间，调查失业率两度超6%，可支配收入增速也随之下台阶，2020-2022年平均为4.2%、低于2017-2019年的8%。居民收入及预期尚在修复状态下，居民购房意愿明显降低，商品房销售面积累计同比自2022年以来持续22个月为负值。

融资承压和销售低迷，压制地产企业的投资、偿债等活动。2021年6月起，地产新开工活动、土地购置情况等持续低迷，截至2023年10月，地产投资负增长状态已持续近24个月；房企债券信用风险事件发生频率攀升，中资地产美元债指数由2020年末的125%大幅下滑至2023年10月的44%。

### 二问：地产发展新模式或如何推进？支撑地产高增的基本面或已改变，“以人定房”或是后续方向

为了防止地产“硬着陆”，稳地产政策频出，包括融资端、需求端、“三大工程”支持等方面。7月，政治局会议提出适时调整优化房地产政策、更好满足居民住房需求；8月，央行、财政部等多部门推动“认房不认贷”、住房信贷政策优化等政策落地；从当前销售数据来看，政策对二手房供需均有提振，对新房销售和拿地的提振或仍需时间。

长期视角看，支撑地产高增长的基本面或已改变，地产行业亟待寻求新发展模式。2016年以来，新增城镇人口数量明显下滑，2022年为646万人、低于2016年的2600多万人，指向地产供需关系已发生重大变化；且参考其他海外经济体，我国家庭杠杆率提升空间或有限，叠加可支配收入增长放缓、房价收入比提升，或使居民潜在购房能力下降。

“房住不炒”的基调下，“以人定房”或是后续地产发展新方向。近期住建部部长指出，建立地产发展新模式，一是建立“人、房、地、钱”要素联动新机制，“以人定房、以房定地、以房定钱”，二是建立房屋开发为全生命周期管理机制；或指向后续一是对人口净增地区、人口大省加大相关政策支持、加快建设保障住房体系，二是满足居民高品质住房需求，对存量房的老旧小区更新改造、城中村改造等项目或是后续政策支持重点。

### 三问：海外地产模式有何经验借鉴？完善的保障性住房体系需法律制度、财政政策等多方支持

海外经济体中，德国、新加坡等是典型的“以人定房”发展模式，两国均具备完善的保障性住房体系。德国住房市场以租赁为主，2018年，超半数德国居民通过租赁住房解决居住需求。新加坡住房市场以组屋为主，2022年组屋占新加坡住房市场比例达72%，近九成新加坡居民通过购买组屋解决住房需求。

德国与新加坡保障性住房体系长久以来的平稳运行，离不开相关法律制度保障和财政支持。德国保障性住房相关法律由金融、税收和租赁等制度共同组成，供给端适当遏制地产行业的投资回报率的同时，建立完备制度有效保障租赁者权益。新加坡则通过《土地征收法》等相关法律，保证较高的国有土地占比、且国有土地由政府直接管理和控制。

财政支持方面，德国以货币住房补贴为主，既有对无收入居民提供维持基本生活所需进行全额补贴，也有对低收入居民提供部分住房租金来维持适宜的生活的部分补贴。新加坡则为中低收入群体首次购房提供中央公积金额外和特别住房补贴，且由建屋局向组屋购房人发放低息贷款、提升其购房能力。

风险提示：经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

1、 房地产新模式：如何理解“以人定房”？	4
1.1、 一问：传统地产模式发生哪些变化？	4
1.2、 二问：地产发展新模式或如何推进？	5
1.3、 三问：海外地产模式有何经验？	8
2、 政策跟踪	12
2.1、 稳地产：央行表示供需两端综合施策维护地产平稳运行，广州公积金认房不认贷	12
2.2、 民营经济发展局：打造六个平台服务民营经济发展	14
2.3、 稳外资：央行修订《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	15
2.4、 部委动态：八位部长接受访谈，对下一阶段的经济工作进行解读	16
风险提示	17

## 图表目录

图表 1： 2020 年“三道红线”试点启动	4
图表 2： “三道红线”落地后房企有息债务增速明显回落	4
图表 3： 居民对就业、收入预期尚处修复阶段	4
图表 4： 住房销售面积及价格指数	4
图表 5： 2021 年下半年起，地产投资持活动续低迷	5
图表 6： 2021 年下半年起，中资美元债指数持续回落	5
图表 7： 2023 年下半年起，稳地产政策持续加码	6
图表 8： 2023 年 9 月，地方地产政策放松政策密集出台	6
图表 9： 30 大中城市新房成交面积仍处低位	6
图表 10： 新增城镇人口与地产购置土地面积持续下滑	7
图表 11： 我国人口自然增长率和新生儿情况	7
图表 12： 2022 年我国居民杠杆率达 61.3%	7
图表 13： 城镇居民人均年可支配收入增速放缓	7
图表 14： 近期政策多次提及房地产发展新模式	8
图表 15： 我国保障房体系架构	8
图表 16： 近年各地区常住人口变化	8
图表 17： 七普调查中各地家庭住房情况	8
图表 18： 德国租赁住房体系	9
图表 19： 德国 2018 年住房按性质划分套数	9
图表 20： 德国保障性住房体系建设历程	9



图表 21: 德国保障租赁体系相关法律制度.....	10
图表 22: 德国住房补贴模式.....	10
图表 23: 新加坡地产类型.....	10
图表 24: 新加坡住房市场情况.....	10
图表 25: 新加坡组屋制度体系.....	11
图表 26: 截至 2022 建屋发展局已提供 111 万套住宅房产.....	11
图表 27: 新加坡土地征收相关政策.....	11
图表 28: 截至 2006 年新加坡政府土地占比近 90%.....	11
图表 29: 新加坡中央公积金缴存率.....	12
图表 30: 新加坡购房补贴政策.....	12
图表 31: 住建部、国家金融监督管理总局、央行针对房地产的近期表态.....	13
图表 32: 本周, 广州、厦门地产优化政策.....	14
图表 33: 本周, 发改委民营经济发展局局长的发言内容.....	15
图表 34: 本周, 央行、证监会促进稳外资.....	16
图表 35: 商务部《关于请做好内外资不合理 差别待遇专项清理工作的函》内容概要.....	16
图表 36: 近期, 八位部长接受访谈, 对下一阶段的经济工作进行解读.....	17



## 1、房地产新模式：如何理解“以人定房”？

传统地产模式转型过程中，新发展模式指向何方？近期住建部部长提出的“以人定房”或如何理解、海外经济体有怎样的经验？本文梳理，可供参考。

### 1.1、一问：传统地产模式发生哪些变化？

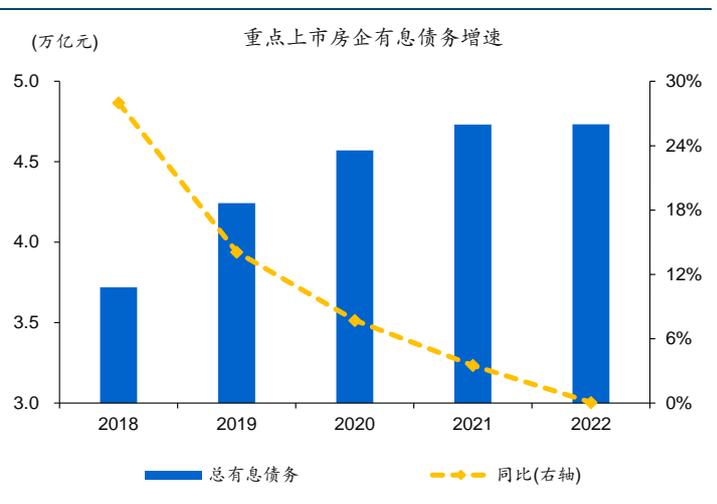
2021年“三道红线”政策落地，推动地产告别“高周转、高负债、高杠杆”的开发经营模式。2020年8月，住建部、央行等召开重点房地产企业座谈会，提出进一步落实房地产长效机制，其后“三道红线”试点启动、并于2021年全面实施，推动上市房企有息负债增速由2019年的14%快速降至2022年的0.1%。“三道红线”即剔除预收款项后资产负债率不超过70%、净负债率不超过100%、现金短债比大于1。根据房企是否超出“三道红线”标准将其归为四档，踩中三条红线的房企归入“红档”、有息负债在2019年6月底的基数上不得新增，踩中两条为“橙档”、有息负债增幅不得超过5%，踩中一条为“黄档”、增幅不超10%，三条均未踩中为“绿档”、有息负债增幅不超15%。

图表1：2020年“三道红线”试点启动

相关政策	具体内容
2020年8月20日 住房和城乡建设部、人民银行联合 召开房地产企业座谈会	进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度...形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则...市场化、规则化、透明化的融资规则，有利于房地产企业形成稳定的金融政策预期，合理安排经营活动和融资行为，增强自身抗风险能力，也有利于推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险...
后续“三道红线”试点	剔除预收款后的资产负债率>70%；剔除预收款后的资产负债率=(总负债-预收款)/(总资产-预收款) 净负债率>100%；净负债率=(有息负债-货币资金)/净资产 现金短债比<1；现金短债比=现金及现金等价物/短期债务
对试点房企影响	1. “三线”均超为“红色档”，有息负债规模不得增加； 2. “二线”超出为“橙色档”，有息负债规模年增速不得超过5%； 3. “一线”超出为“黄色档”，有息负债规模年增速不得超过10%； 4. “三线”均未超出阈值则为“绿色档”，有息负债规模年增速不得超过15%

来源：住建部、国金证券研究所

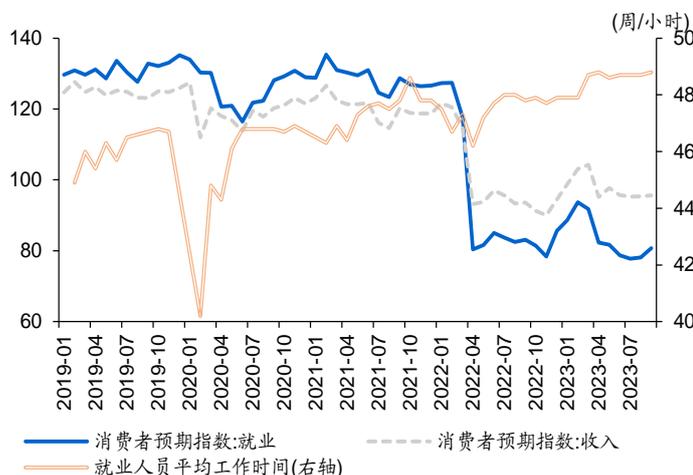
图表2：“三道红线”落地后房企有息债务增速明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

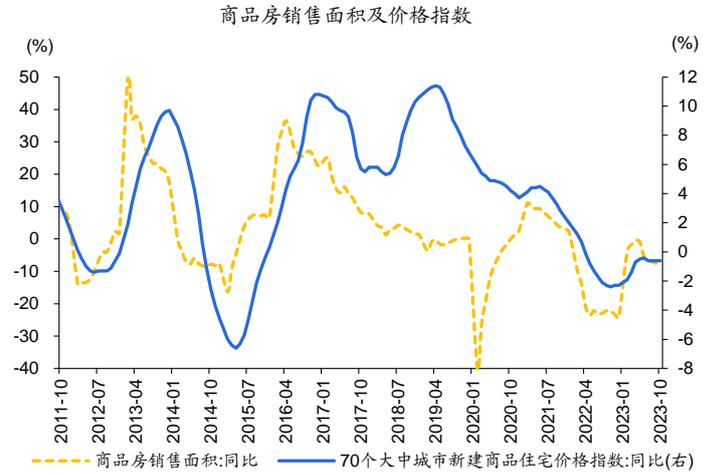
同时，疫情对居民收入、就业和相关预期产生的冲击，导致其购房意愿降低、且在“买涨不买跌”观念下进一步加强。疫情对居民就业及收入水平造成明显冲击，2020年2月、2022年4月城镇调查失业率两度超6%，达6.2%、6.1%，城镇居民可支配收入增速也随之下台阶，2020-2022年平均增速为4.2%、较2017-2019年的8%明显下降，居民就业、收入预期指数亦处低位。就业、收入及预期尚在修复的状态下，居民购房意愿明显降低，商品房销售面积累计同比自2022年以来持续22个月为负值，而住宅价格指数随后下滑或进一步阻碍居民购房意愿修复。

图表3：居民对就业、收入预期尚处修复阶段



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：住房销售面积及价格指数

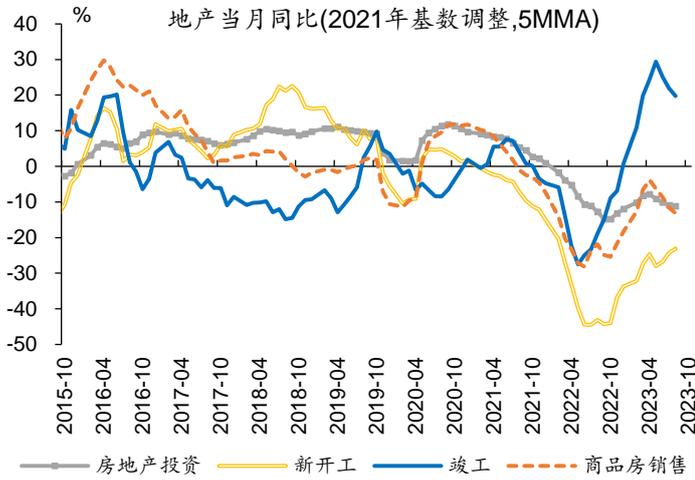


来源：Wind、国金证券研究所

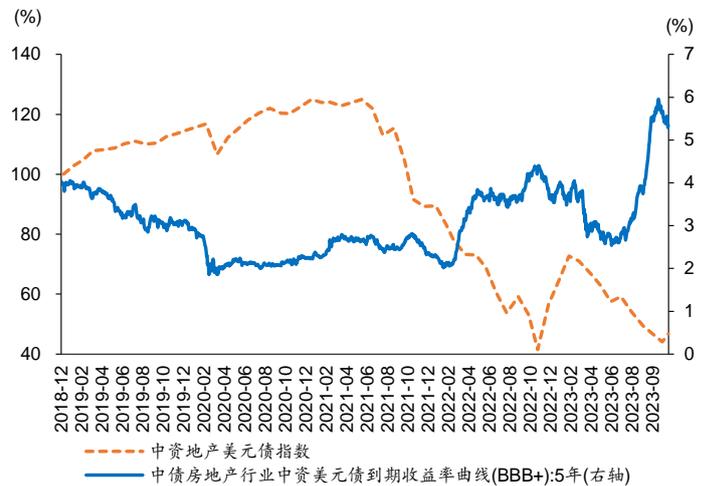


融资承压和销售低迷，明显压制地产企业的投资、偿债等活动；2021年6月以来，房地产投资增速加速下滑，中资地产美元债收益率明显抬升。2021年6月起，地产新开工活动、土地购置情况等持续低迷，截至2023年10月，地产投资负增长已持续近24个月。房企债券信用风险事件发生频率也进一步攀升，中资地产美元债指数由2020年末的125%大幅下滑至2023年10月的44%，5年期BBB+中资房企美元债到期收益率10月中旬一度近6%、较2020年同期抬升近4个百分点。

图表5: 2021年下半年起，地产投资持活动续低迷



图表6: 2021年下半年起，中资美元债指数持续回落



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

### 1.2、二问：地产发展新模式或如何推进？

为了防止地产转型的“硬着陆”，2022年下半年起，稳地产政策频出，包括融资端、需求端、“三大工程”支持等方面。为了适应地产供需关系发生的重大改变，7月份政治局会议及之后的国常会均提出适时调整优化房地产政策、更好满足居民住房需求；8月，央行、财政部、住建部等多部门相继推动“认房不认贷”、住房信贷政策优化、降低存量房贷利率、住房换购税收优惠等政策落地；9月一线城市跟进，调整优化房贷利率下限等，二、三线城市政策出台更加频繁，涉及优化住房信贷，降低购房门槛、降低二手房交易成本等。从销售数据来看，政策对二手房供需均有提振，对新房销售和房企拿地的提振或仍需一定时间。（详见《稳地产政策的“金九银十”》）

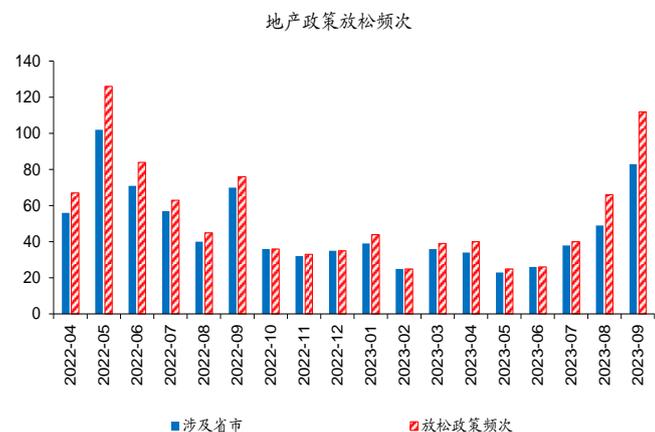


图7：2023年下半年起，稳地产政策持续加码

政策类型	时间	会议及相关文件	政策内容
融资端	8月3日	央行金融支持民营企业发展座谈会	满足民营房地产企业合理融资需求，推进“第二支箭扩容增量。
	8月27日	《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》	将根据市场情况阶段性收紧IPO节奏，对大额再融资实施预沟通机制，对存在破发、破净、经营业绩持续亏损等情形的上市公司再融资适当限制其融资间隔和规模，严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务。
	10月30日	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，提出一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求等具体要求
	11月8日	中国人民银行行长在2023金融街论坛年会上的讲话	引导金融机构保持房地产信贷、债券等重点融资渠道稳定，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。
需求端	8月25日	《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	延长换房个税退税优惠期限至2025年末。
	8月25日	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	首套住房“认房不认贷”政策纳入“一城一策”工具箱。
	8月31日	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	最低首付比例统一为不低于首套 20%，二套 30%。二套商业性房贷利率下限LPR+20bp。
	8月31日	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	符合条件的存量住房贷款可申请调整，调整后的利率不能低于原贷款发放时所在城市的首套房贷款利率政策下限
“三大工程”	7月21日	国务院常务会议《关于在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造的指导意见》	1、城中村改造与保障性住房建设结合好 2、鼓励和支持民间资本参与
	7月24日	政治局会议	加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产
	7月31日	发改委《关于恢复和扩大消费的措施》	支持刚性和改善性住房需求，在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造
	8月25日	国常会通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》	确立“加大保障性住房的供给”、“推动地产业转型发展新模式”两大目标。确定配售方案，以家庭为单位，保障对象只能购买一套。运作方式，保障房将采取市场化方式运作，按保本微利原则。

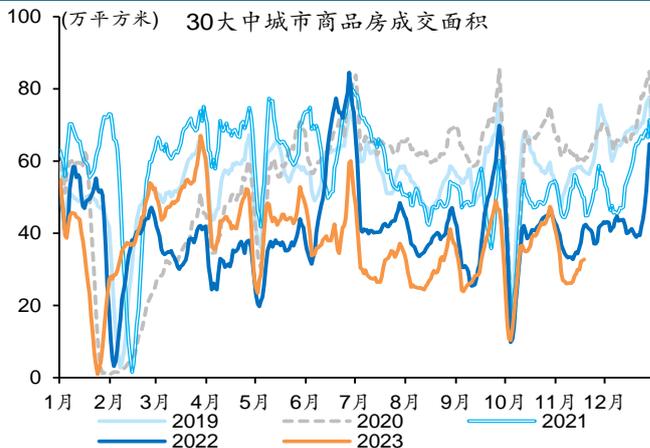
来源：中国政府网站、部委网站、国金证券研究所

图8：2023年9月，地方地产政策放松政策密集出台



来源：各地政府网站、国金证券研究所

图9：30大中城市新房成交面积仍处低位

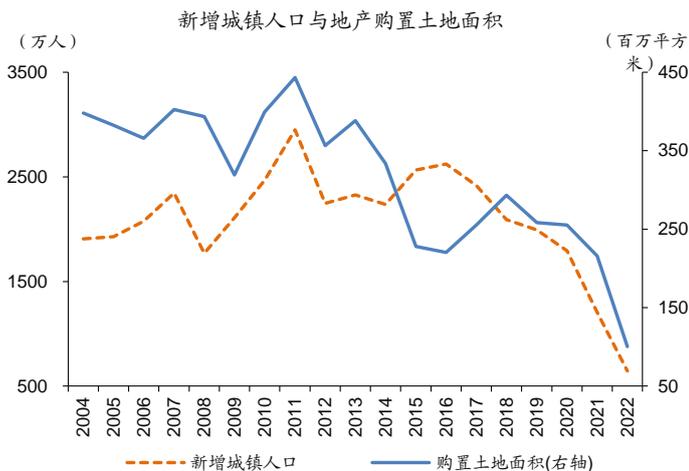


来源：Wind、国金证券研究所

长期视角看，支撑过往地产高速增长的基本面或已改变，地产行业发展亟待寻求新模式。从长期需求来看，地产购置面积与新增城镇人口走势较为吻合，而新增城镇人口与人口自然增长率、出生人口数量亦相关。2016年以来，人口自然增长率回落，新增城镇人口数量也明显下滑，2022年为646万人，明显低于2016年的2600多万人，或指向地产行业供需关系已发生重大变化。从居民杠杆视角来看，以我国2022年人均GDP为标准，与其他主要海外经济体相比，我国家庭杠杆率处于较高水平、为61%，叠加疫情冲击可支配收入增长放缓、房价收入比提升，或使居民潜在购房能力下降。

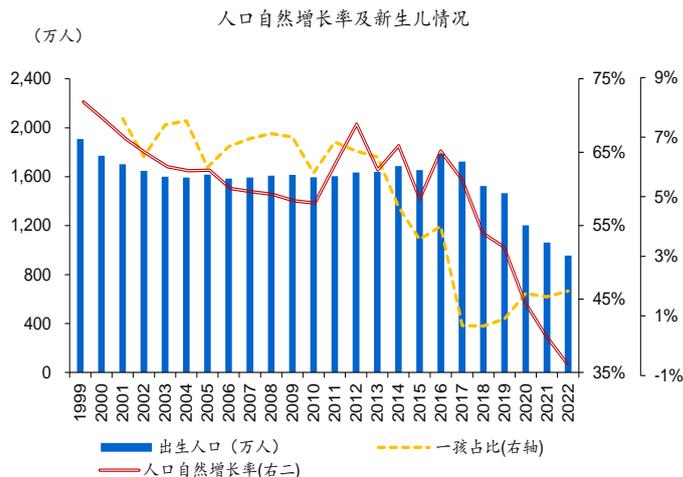


图表10: 新增城镇人口与地产购置土地面积持续下滑



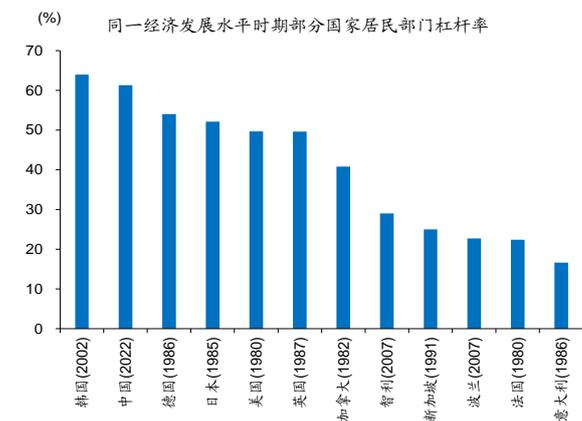
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表11: 我国人口自然增长率和新生儿情况



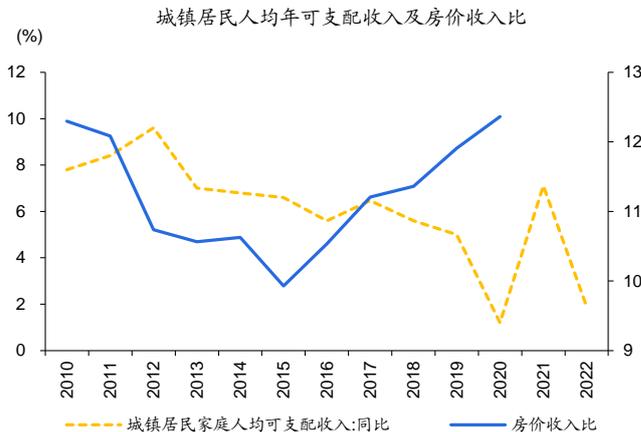
来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表12: 2022年我国居民杠杆率达61.3%



来源: Wind、世界银行、国金证券研究所

图表13: 城镇居民人均年可支配收入增速放缓



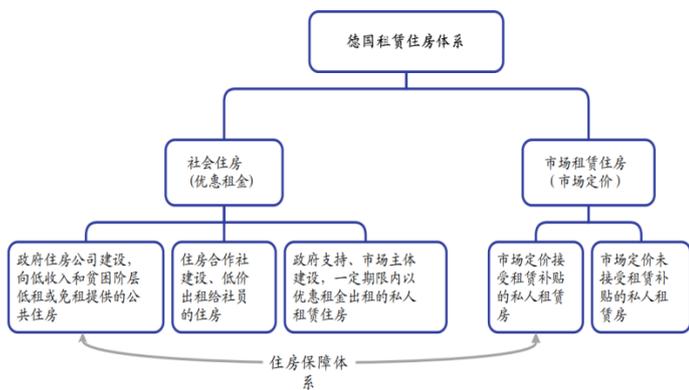
来源: 国家统计局、国金证券研究所

“房住不炒”的基调下，“以人定房”或是后续地产发展新方向。近年来，多个重要会议均强调“房住不炒”、“地产新发展模式”。7月政治局会议定调“房地产市场供求关系发生重大变化”的情况下，近期住建部指出，建立地产新发展模式，一是建立“人、房、地、钱”要素联动新机制，“以人定房、以房定地、以房定钱”，二是建立房屋开发为全生命周期管理机制；或指向后续一是对人口净增地区、人口大省加大相关政策支持、加快建设保障住房体系，二是满足居民高品质住房需求，对存量房的老旧小区更新改造、城中村改造等项目或是后续政策支持重点。



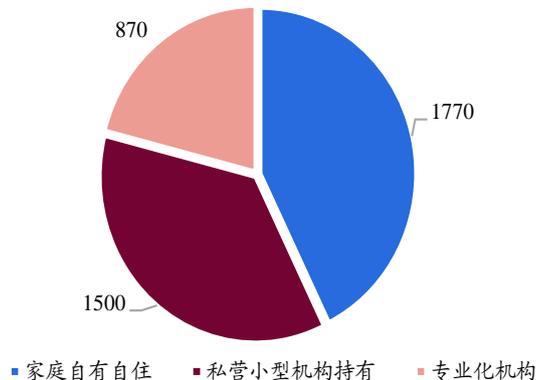


图表18: 德国租赁住房体系



图表19: 德国 2018 年住房按性质划分套数

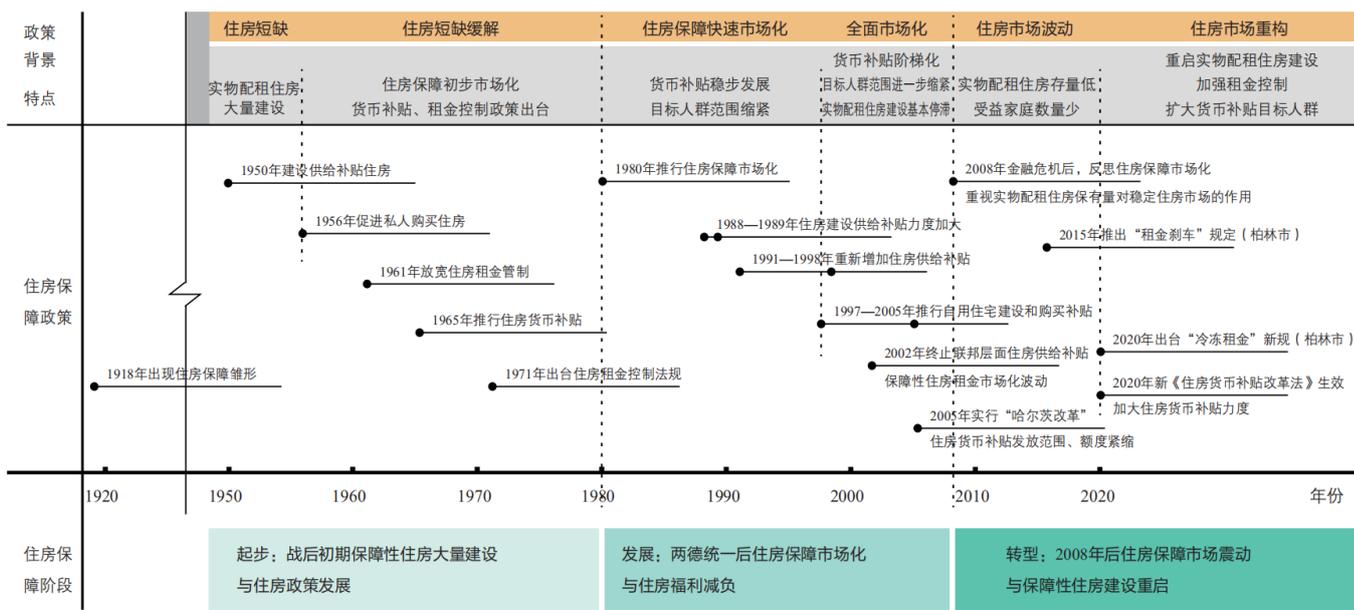
德国2018年住房按性质划分套数 (万套)



来源:《德国社会住房制度对中国发展保障性租赁住房的启示》、国金证券研究所

来源: 德国住房企业协会、国金证券研究所

图表20: 德国保障性住房体系建设历程



来源:《德国住房保障制度的演进、形式、特征与启示》、国金证券研究所

德国保障性住房长久以来的平稳运行, 离不开相关法律制度和财政支持的共同作用。法律方面由金融、税收和租赁等制度共同约束保障, 在供给端适当遏制地产行业的投资回报率的同时, 建立完备的住房保障制度, 并加以货币住房补贴支持。住房补贴由联邦和州政府共同承担, 既有对无收入居民提供维持基本生活所需进行全额补贴, 也有对低收入居民提供部分住房租金来维持适宜的生活的部分补贴。



图表21: 德国保障租赁体系相关法律制度

德国保障租赁体系相关法律制度	
多支柱制度	<p><b>金融制度</b> 主要货币政策目标为稳定币值，长期较低的通货膨胀水平使得德国房地产市场的投资投机需求较弱，以自主需求为主。</p> <p><b>税收制度</b> 德国住房的税收制度征收税种包括专享税（联邦税、州税、地方税）、共享税和教会税等。不动产交易税成为德国各州抑制房价快速上涨的主要调控工具。除出售住房需缴纳土地税外，居民还需缴纳土地购置税；买联邦政府通过住房补贴、租金管制和相关法律保护承租人的利益。</p> <p><b>抑制投机制度</b> 定价：房屋定价超过基准价格的20%，购房者可起诉开发商；超过50%，开发商将面临高额罚款和最高三年的刑罚。</p> <p><b>房价评估制度</b> 德国的房价、地价和房租都实行指导价制度。德国的房价由独立的地产评估师评定，评估师对于评估结果负有法律责任。根据联邦建筑法设立的“房地产公共评估委员会”负责制定当地的指导价，这类指导价具有法律效力，所有房地产交易有义务遵照执行，并在合理范围内浮动。</p>
以法律为基础	<p><b>保障居民住房</b>：《基本法》、《住房建设法》、《住房建设促进法》、《住房所有权津贴法》、《居住空间促进法》</p> <p><b>货币金融制度</b>：《促进经济稳定与增长法》、《德意志联邦银行法》、《住房储蓄银行法》</p> <p><b>税收制度</b>：《所得税法》、《土地税法》、《不动产交易税法》、《遗产税与赠与税法》</p> <p><b>租赁制度</b>：《民法典》、《住房租法》、《住房补贴法》、《经济犯罪法》</p>

图表22: 德国住房补贴模式

德国住房补贴模式	
货币补贴	由联邦和州政府共同
条件	凡收入不足以租住适当面积住房的公民都可以享受国家提供的住房补贴。“适当面积”标准为成人每人12平方米、子女每人4平方米。
类别	全额补贴 住房全额补贴是对无收入居民提供维持基本生活所需的全部生活补助
	部分补贴 对低收入居民提供部分住房租金来维持适宜的生活
帮助有孩子的家庭购、建住宅	德国《住房货币补贴改革》将住房补贴按照家庭规模划分为七类，增加了能够享受住房货币补贴的家庭数量，并且保证每个家庭的租金支出不超过收入的25%。自2020年1月1日以来，累计约有66万个低收入家庭受益。
作用	<p>平衡稳定住房市场 近年来申请租赁住房补贴的德国居民，每月为租赁住房负担的费用占可支配收入的24%，而申请私有住房补贴后降为20%。</p> <p>降低贷款购房压力 德国政府将90%的补贴用于租赁住房，因此选择租赁住房的家庭更容易获得货币补贴。</p>

来源：《浅析德国住房保障制度体系》、国金证券研究所

来源：《浅析德国住房保障制度体系》、国金证券研究所

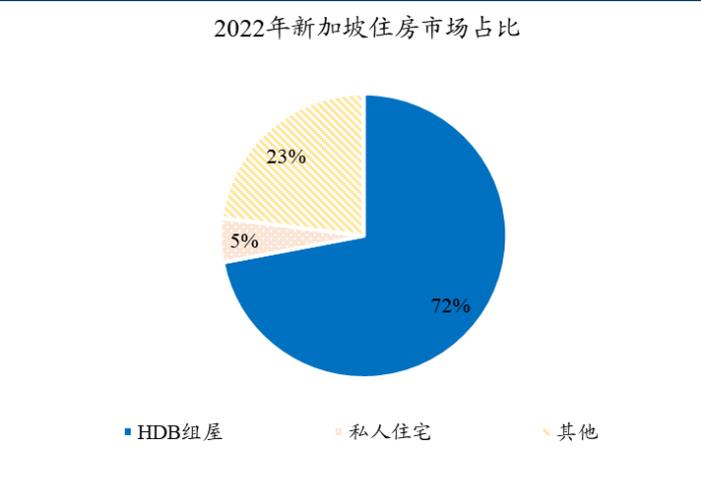
新加坡住房市场以组屋为主。1960年以来，新加坡逐步形成了“以组屋为主，以行政公寓、私人住宅为辅”的住宅体系，“居者有其屋”的目标基本达成。截至2022年，新加坡房屋自有率达89.3%；其中“组屋”可以类比于保障房，与“行政公寓、私人住宅”共同搭建起“保障房+商品房”的住房体系。2022年建屋发展局组屋占新加坡住房市场72%，且建屋发展局房产存在较大价格优势，其价格约为非有地私有房产70%。

图表23: 新加坡地产类型

类型	契约类型	购买资格	房屋特点
组屋(HDB)	99年屋契	<ol style="list-style-type: none"> <li>已婚夫妇或即将结婚的情侣，申请者需要在领取钥匙的三个月内出示结婚证。18至21岁之间的申请人需要父母的书面同意；18岁以下的申请人需要特殊婚姻许可；家庭月收入不能超过14,000新币(75320CNY)；</li> <li>公民与非公民配偶或亲属一同申请；</li> <li>父母离世的孤儿，如果孤儿兄弟姐妹多人都未满35岁，则只能有一个人可以申请新组屋；</li> <li>年满35岁的单身公民且月收入不超过7,000新币(37660CNY)；</li> <li>5.2名及以上单身公民</li> </ol>	包含卧室、起居、用餐区、厨房、公共浴室、晾衣处、储藏室兼防空壕
执行共管公寓(EC)	前10年被视为组屋资产，10年后私有化	<ol style="list-style-type: none"> <li>需要至少一个申请者是新加坡公民。</li> <li>申请者的月总收入不能超过16000SGD(86080CNY)</li> <li>不能拥有任何本地或海外房产。</li> <li>可以是普通的夫妇家庭或者是家长孩子家庭购买，未婚夫妻购买，兄弟姐妹一起购买，或者是朋友一起购买（必须都是新加坡公民）。</li> <li>申请者必须21岁以上，如果是朋友一起购买就必须是35岁以上。</li> </ol>	住宅配套及设备基本和私人公寓相同
私人公寓(Condo/Apartment)	主要是99年租赁地契	外籍人士、新加坡公民、新加坡永久居民PR都可以购买	交付时全部精装修，包括：厨房和卫浴用品(橱柜、灶灶、抽油烟机、卫浴设备等)、基础家电(冰箱、洗衣机、空调)、整屋的地板、水电和粉刷。私人公寓车位免费附赠，且房屋标注的大小为套内面积。地契可分为99年、999年和永久产权。
有地住宅(Landed)	90%的永久地契，10%租赁地契	只有新加坡公民有资格投资购买，包括新加坡永久居民在内的外籍人士必须要向新加坡政府的土地管理局提交申请批准后，才可以拥有有地住宅。一般情况下，批准通过率非常低，从实际情况看，滨水有地住宅获批概率较高。	包括优质别墅、独栋洋房、半独立洋房、排屋、联排式住屋、独栋住宅和少量商住两用住屋等。

来源：HDB、新加坡博纳地产、国金证券研究所

图表24: 新加坡住房市场情况

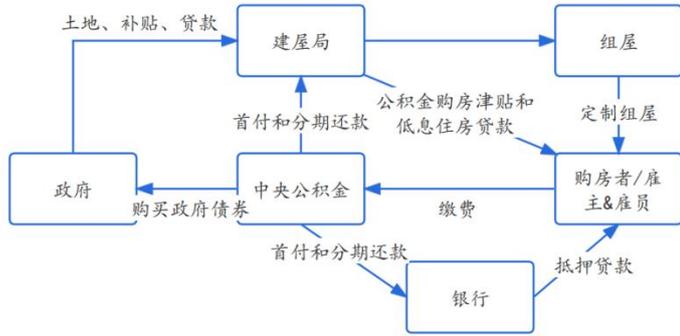


来源：HDB、国金证券研究所

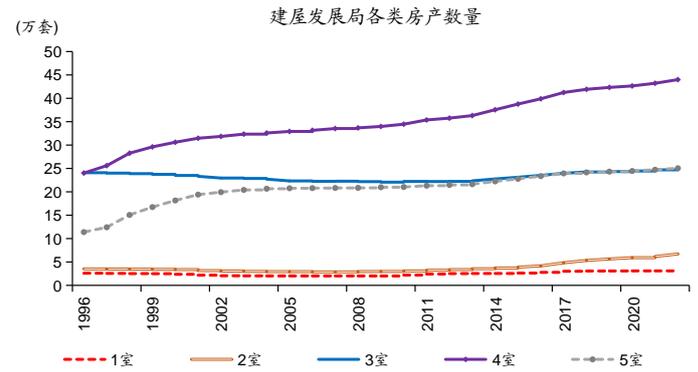
新加坡政策性住房体系以中央公积金为基础，由政府、建屋局、银行及新加坡居民多部门协同构建。组屋由新加坡建屋发展局(HDB)统一发展建造，产权归政府所有。建屋发展局为政府独资机构，职责涵盖组屋规划、设计、土地开发、建设、住房资格审查及分配、管理和维护等。截至2022年，HDB已提供111万套住宅房产，目前主要以四室为主，且近年四室及五室大房型数量呈上升态势，2022年二者累计占总组屋比例达66%。此外政府以政治和财政承诺的形式提供支持，并辅以立法，帮助早期组屋制度有效落地。



图表25: 新加坡组屋制度体系



图表26: 截至 2022 建屋发展局已提供 111 万套住宅房产



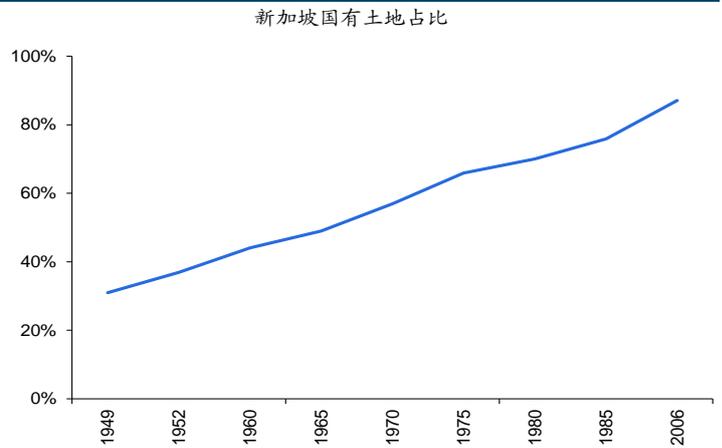
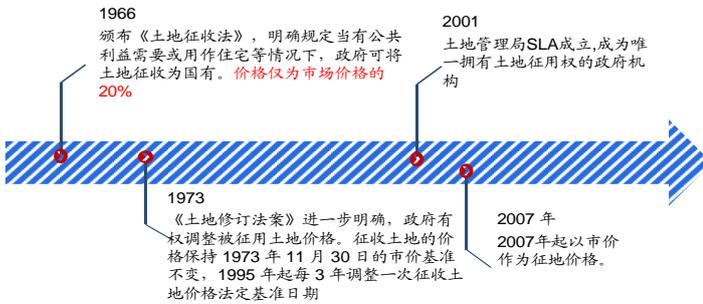
来源:《新加坡公共住房与相关制度协调的经验及借鉴》、国金证券研究所

来源: HDB、国金证券研究所

新加坡政府从财政及法律两方面为保障性住房提供支持。法律保障方面，1966年新加坡发布《土地征收法》，此后新加坡国有土地占比大幅提升，截至2006年新加坡政府拥有的土地占比近90%。国有土地主要是由政府直接管理和控制，公有土地则是由作为半官方机构的法定局，如建屋发展局、港湾局、民航局等掌握和使用。财政支持方面，1968年新加坡推出“中央公积金核准建屋计划”，为中低收入群体首次购房提供中央公积金额外和特别住房补贴，提升其购房能力。目前中央公积金制度要求55岁以下缴存率达37%，其中普通账户基金可以提取用于购买住房。中央公积金局(CPF)将中央公积金中(90%-95%)用于购买政府特别债券(SSGS)，政府出售债券所得资金的一部分再以2.5%优惠贷款的形式提供给建屋局，由建屋局用于组屋建设和向组屋购房人发放利率为2.6%的贷款。此外，政府还向部分人群提供住房补贴政策。

图表27: 新加坡土地征收相关政策

图表28: 截至 2006 年新加坡政府土地占比近 90%



来源:《新加坡公共住房与相关制度协调的经验及借鉴》、国金证券研究所

来源: HDB、国金证券研究所



图表29: 新加坡中央公积金缴存率

年龄	缴存率(月工资≥750SGD,%)			分配率(占公积金缴款比率,月工资≥750SGD,%)		
	雇主	雇员	全部	普通账户	特殊账户	保险储蓄账户
35以下	17	20	37	62.17	16.21	21.62
35-45	17	20	37	56.77	18.91	24.32
45-50	17	20	37	51.36	21.62	27.02
50-55	17	20	37	40.55	31.08	28.37
55-60	14.5	15	29.5	40.69	23.72	35.59
60-65	11	9.5	20.5	17.09	31.7	51.21
65-70	8.5	7	15.5	6.46	25.8	67.74
70以上	7.5	5	12.5	8	8	84

图表30: 新加坡购房补贴政策

时间	补贴政策
2006	推出额外购房补贴支持月收入低于3000SGD的家庭购买首套组屋;
2012	推出特别购房补贴,鼓励月收入低于6500SGD,首次购买组屋的家庭购买非成熟社区(开发不足20年)、面积较小(不超过4居室)的新建组屋;
	二手组屋购房补贴(HGRF),支持月收入不超过12000SGD的家庭购买二手组屋;
	近居购房补贴(PHG),鼓励购买二手组屋的家庭与父母同住或距离父母不超过4 km。

来源: CPF、新加坡统计局、国金证券研究所

来源: HDB、国金证券研究所

经过研究,我们发现:

(1) 2021年“三道红线”政策落地,推动地产告别“高周转、高负债、高杠杆”的开发经营模式。同时,疫情对居民收入、就业产生的冲击,导致其购房意愿降低、并在“买涨不买跌”下进一步加强。融资承压和销售低迷,明显压制地产企业的投资、偿债等活动。

(2) 为了防止地产“硬着陆”,稳地产政策频出,包括融资端、需求端、“三大工程”支持等方面。长期视角看,支撑地产高速增长的基本面或已改变,后续地产发展新方向,一是建立“人、房、地、钱”要素联动新机制;二是建立房屋开发全生命周期管理机制。

(3) 海外经济体中,德国、新加坡等是典型的“以人定房”发展模式,两国均具备完善的保障性住房体系。其保障性住房体系长久以来的平稳运行,离不开相关法律制度的约束保障和对居民购房和住房的财政补贴支持。

参考文献:

- [1] 刘威. 新加坡公共住房与相关制度协调的经验及借鉴[J]. 中国房地产, 2020, (30).
- [2] 金双华, 于征蓓. 浅析德国住房保障制度体系[N]. 中国社会科学报
- [3] 王德强, 张灿迎. 德国社会住房制度对中国发展保障性租赁住房的启示[J]. 城乡建设, 2023(02).
- [4] 王阳. 德国住房租赁制度及其对我国住房租赁市场培育的启示[J]. 国际城市规划, 2019, 34(05).
- [5] 王阳, 洪晓苇, 李知然. 德国住房保障制度的演进、形式、特征与启示[J]. 国际城市规划, 2021, 36(04).
- [6] 张双双, 张灿迎, 郭蔚. 新加坡组屋制度及其启示[J]. 城乡建设, 2023, (04).

## 2、政策跟踪

### 2.1、稳地产: 央行表示供需两端综合施策维护地产平稳运行, 广州公积金认房不认贷

要闻: 11月10日, 国家金融监督管理总局召开学习贯彻中央金融工作会议精神专题研讨班暨监管工作座谈会。11日, 新华社记者访住房城乡建设部党组书记、部长倪虹, 发布标题为《构建房地产发展新模式 推动房地产高质量发展》。13日, 中国人民银行金融稳定局发布专栏文章《有效防范化解金融风险 牢牢守住不发生系统性风险的底线》。14日, 广州住房公积金管理中心发布了关于优化个人住房公积金贷款有关事项的通知。15日, 厦门市住房保障和房屋管理局发布了《关于进一步优化房地产市场相关政策的通知》。

来源: 部委网站、地市网站

近期, 多部委针对稳地产再发声。本周, 住房城乡建设部部长表示, 房地产调控要因城施策、精准施策、一城一策; 并提出下一步构建房地产发展新模式、实施好规划建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设这“三大工程”。国家金融监督管理总局召开学习贯彻中央金融工作会议精神专题研讨班暨监管工作座谈会, 提出促进金融与



房地产良性循环。大力支持超大特大城市“平急两用”公共基础设施、城中村改造、保障性住房等“三大工程”建设。中国人民银行金融稳定局发布专栏文章《有效防范化解金融风险 牢牢守住不发生系统性风险的底线》，明确表示要从稳妥处置高风险集团和高风险金融机构、全面清理整顿金融秩序、有效防范化解重点领域风险、建设完善金融稳定保障体系等四方面保持地产平稳运行，并提出“从供需两端综合施策，维护房地产市场平稳运行、融资平稳有序”。

图表31：住建部、国家金融监督管理总局、央行针对房地产的近期表态

部委	时间	发文内容	上次表态
住建部	11月11日	住房城乡建设部党组书记、部长倪虹在接受采访。 房地产调控：我们强调要因城施策、精准施策、一城一策 下一步：构建房地产发展新模式、实施好规划建设保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设这“三大工程”、一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求等	7月28日，住建部部长倪虹召开企业座谈会。继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免等政策措施；继续做好保交楼工作。 希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。
国家金融监督管理总局	11月11日	11月10日，国家金融监督管理总局召开学习贯彻中央金融工作会议精神专题研讨班暨监管工作座谈会 促进金融与房地产良性循环。大力支持超大特大城市“平急两用”公共基础设施、城中村改造、保障性住房等“三大工程”建设。	《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》 从保持房地产融资平稳有序、积极做好保交楼金融服务、配合做好受困房企风险处置、加大住房租赁金融支持等方面，明确了16条支持政策，其中两条政策规定了适用期限。综合考虑当前房地产市场形势，为引导金融机构继续对房地产企业存量融资展期，加大保交楼金融支持。
中国人民银行金融稳定局	11月13日	11月13日，中国人民银行金融稳定局发布专栏文章《有效防范化解金融风险 牢牢守住不发生系统性风险的底线》 一、稳妥处置高风险集团和高风险金融机构。二、全面清理整顿金融秩序。三、有效防范化解重点领域风险。四、建设完善金融稳定保障体系。 房地产：从供需两端综合施策，维护房地产市场平稳运行。保持房地产融资平稳有序。因城施策实施好差别化住房信贷政策，持续引导实际利率和首付比例下行，更好支持刚性和改善性住房需求。	

来源：部委网站、国金证券研究所

地方地产政策优化或接近尾声。本周，广州再次优化公积金政策及住房认定政策。一是住房公积金实行“认房不认贷”；二是规定对于家庭名下住房套数计算的问题；三是对部分人群的首付比例调整，即对购买我市首套住房的购房人家庭，公积金贷款最低首付款比例从30%下降至20%。厦门全域取消限购政策并优化住房认定政策，规定在思明区、湖里区购买商品住房，不再审核购房人资格（商品住房项目土地出让合同中另有约定的除外），并适时调整优化思明区、湖里区首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例和利率下限等。



图表32: 本周, 广州、厦门地产优化政策

政策类型	城市	时间	主要内容	边际变化
公积金政策、住房认定政策	广州市	11月14日	通知提出, 家庭名下住房套数以该市不动产登记机构提供的《广州市自然人不动产(土地、房屋类)信息查询结果》显示家庭(含所有家庭成员)已拥有住房套数核算。对购买该市首套住房的购房人家庭, 公积金贷款最低首付款比例为20%。对无住房贷款(含商业性住房贷款和公积金贷款, 下同)记录或住房贷款记录已结清, 且在该市拥有1套住房的购房人家庭, 公积金贷款最低首付款比例为30%。对有未结清住房贷款记录且在该市拥有1套住房的购房人家庭, 公积金贷款最低首付款比例为40%。	对于家庭名下住房套数如何计算的问题, 广州住房公积金管理中心明确家庭名下住房套数仅计算广州市住房, <b>外地住房不计算</b> , 住房贷款记录(无论是否已结清)不再影响住房套数认定。 住房公积金实行“认房不认贷”。 对购买我市首套住房的购房人家庭, 公积金贷款最低首付款比例从30%下降至20%。
取消限购政策、住房认定政策	厦门市	11月15日	厦门市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步优化房地产市场相关政策的通知》, 其中提出, 调整思明区、湖里区调控措施, 住房贷款政策, 以及优化家庭住房套数认定标准等内容 在厦门市辖区范围内, 调整优化多子女家庭(二孩及以上)住房套数认定标准, 有关部门按照现行政策适时组织配套执行。	在思明区、湖里区购买商品住房, 不再审核购房人资格(商品住房项目土地出让合同中另有约定的除外), 并适时调整优化思明区、湖里区首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例和利率下限。 在本市辖区范围内, 多子女家庭(二孩及以上)购买的第二套住房认定为首套, 购买的第三套住房认定为二套。

来源: 广州市政府网、厦门市政府网、国金证券研究所

## 2.2、民营经济发展局: 打造六个平台服务民营经济发展

要闻: 11月13日, 国家发展改革委民营经济发展局局长魏东在新华社推出的“中国经济圆桌会”大型全媒体访谈节目上首次代表民营经济发展局发声。11月后, 陕西、新疆、浙江、云南、安徽、湖北等地发布若干措施加快民营经济高质量发展。

来源: 省政府网站、新华社

本周, 国家发展改革委民营经济发展局首发声, 提出围绕政策、交流、合作、监测、评估、宣传搭建六个平台, 为民营企业提供优质服务, 为民营经济高质量发展积极拓展空间。国家发展改革委民营经济发展局局长表示, 民营经济发展形势呈现边际改善态势, 突出表现为第二产业民间投资增速持续回暖, 私营企业工业增速总体稳定, 民营企业进出口增速明显好于整体水平, 但也存在一些困难和挑战, 需要在下一步工作中持续推动解决。2023年下半年以来, 各省促进民营经济的政策陆续出台, 11月份以来先后有江西、湖南、新疆、浙江、云南、天津、河南、湖北等省市(自治区)出台促进民营经济健康发展的政策。


**图表33：本周，发改委民营经济发展局局长的发言内容**

国家发展改革委民营经济发展局：打造六个平台服务民营经济发展		
具体时间	11月13日	
主要内容	国家发展改革委民营经济发展局局长魏东在新华社13日推出的“中国经济圆桌会”大型全媒体访谈节目上说，我们将围绕政策、交流、合作、监测、评估、宣传搭建六个平台，为民营企业提供优质服务，为民营经济高质量发展积极拓展空间	
具体内容	政策服务平台	开展促进民营经济发展政策的预评估，提升政策的前瞻性、针对性、精准性和有效性
	交流服务平台	在现有与民营企业交流的基础上，在国家发展改革委门户网站开通专栏，常态化听取各方对民营经济发展的所思所盼
	合作服务平台	协调服务民营经济参与国际交流合作，助力民营企业提升国际竞争力
	监测服务平台	建立健全民营经济发展形势监测指标体系，及时跟踪了解、统计分析民营经济发展状况
	评估服务平台	完善民营经济发展政策落实评估督导体系，确保各项政策取得实效
	宣传服务平台	
新表述	“民营经济发展局职责103个字，关键词都是‘服务’。民营经济发展局将始终坚持全心全意为民营经济发展壮大服务。我们是民企的娘家人，是自己人。”	
下一步	民营经济发展局将密切跟踪民营经济发展形势，密切关注并及时推动解决重大苗头性、倾向性问题。同时，还在组织开展“十五五”时期优化民营经济发展环境的重大课题研究。	

来源：部委网站、国金证券研究所

### 2.3、稳外资：央行修订《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》

要闻：商务部办公厅11月8日发布《关于请做好内外资不合理差别待遇专项清理工作的函》。11月10日，中国人民银行、国家外汇管理局对《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》进行了修订，形成了《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见。证监会近日发布《首发企业现场检查规定（修订草案征求意见稿）》、《首次公开发行股票并上市辅导监管规定（修订草案征求意见稿）》、《关于加强证券期货业标准化工作的指导意见》，加码监管。

来源：部委网站、中国政府网

近期，稳外资政策频出。境外投资方面，本周《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定（征求意见稿）》发布。从修订内容看，《规定（征求意见稿）》进一步简化登记手续、进一步优化账户管理、进一步简化汇兑管理、进一步便利外汇风险管理。其中，《规定（征求意见稿）》拟取消 QFII/RQFII 在外汇局办理资金登记的行政许可要求。



图表34：本周，央行、证监会促进稳外资

部门	时间	事件	主要内容
央行、 外汇管理局	2023/ 11/10	修订《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》	登记手续 取消QFII/RQFII在国家外汇管理局办理资金登记的行政许可要求，明确境内证券期货投资资金登记由主报告人（托管银行）在国家外汇管理局数字外管平台银行版资本项目相关模块办理，同时明确变更登记和注销登记事宜。
			账户管理 不再区分用于证券交易或衍生品交易的人民币专用存款账户，合并二者收支范围，减少市场主体开展不同类型投资所需开立账户数量，降低其成本负担。
			汇兑管理 不再要求外币对应的人民币账户内本金及投资收益必须兑换为外币后汇出，可直接汇出人民币资金。以初次办理登记时提交的遵守税务相关法律法规的一次性承诺函，替代每次办理收益汇出业务时需提交的完税承诺函等相关材料。
			外汇风险管理 除托管银行外，QFII/RQFII还可通过具有结售汇业务资格的境内其他金融机构、进入银行间外汇市场等更多途径办理即期结售汇和外汇衍生品交易。

来源：部委网站、国金证券研究所

商务部发布《商务部办公厅关于请做好内外资不合理差别待遇专项清理工作的函》，提出对含有内外资不合理差别待遇内容的规定及措施进行专项清理。清理事项包括在内外资平等准入领域设置或采取针对外资的限制性措施，对外资企业经营活动造成障碍或形成负担；通过限定“品牌”或以“外资品牌”为由排斥或歧视外资企业及其产品或服务，以及对外资企业及其产品或服务享受政策设置额外条件。

图表35：商务部《关于请做好内外资不合理差别待遇专项清理工作的函》内容概要

部门	时间	事件	违规事项	违规典例
商务部	2023/11/8	发布《关于请做好内外资不合理差别待遇专项清理工作的函》	在内外资平等准入领域设置或采取针对外资的限制性措施，对外资企业经营活动造成障碍或形成负担	举例：某行业外资企业申请行政许可比内资企业申请时间更长、所需材料更多、要求更严。
			通过限定“品牌”或以“外资品牌”为由排斥或歧视外资企业及其产品或服务，以及对外资企业及其产品或服务享受政策设置额外条件	举例：某地出台新能源汽车消费促进政策，规定对消费者购买并使用自主品牌新能源汽车给予补贴。
			通过限定所有制形式等方式排斥或限制外资企业参加本地招投标、政府采购等活动	举例：某行业协会制定该行业工程项目的评标办法中设置所有制类型打分栏，对内资企业打1分、对合资企业打0.5分，对外商独资企业打0分，影响外资企业平等参与招投标。
			在政策执行中变相歧视外资企业	举例：某地在落实财政奖补等政策时，以内部文件形式出台实施细则并“点对点”通知国有、民营企业申请政策支持，导致外资企业无法公平享受助企政策。
		事业单位、社会团体从事与经营主体相关工作中排斥或歧视外资企业及其产品或服务	举例：某行业协会受权组织实施某一专项计划，负责对经营主体开展评估并授予注册标识，虽无明文规定，但实践中从未受理外资企业的申请。	

来源：商务部、国金证券研究所

## 2.4、部委动态：八位部长接受访谈，对下一阶段的经济工作进行解读

要闻：近期，《经济日报》连续刊发权威访谈，采访8位部长，解读下一阶段经济工作怎么干。

数据来源：经济日报

近期，国家发展改革委、工业和信息化部、财政部等八位部长接受访谈，对下一阶段的经济工作进行解读。其中，住建部部长表示，地方发展新模式，一是要建立“人、房、地、



钱”要素联动的新机制，从要素资源科学配置入手，以人定房，以房定地、以房定钱，防止市场大起大落；二是，建立房屋从开发建设到维护使用的全生命周期管理机制，包括改革开发方式、融资方式、销售方式，建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险等制度。

**图表36：近期，八位部长接受访谈，对下一阶段的经济工作进行解读**

部门	措施
国家发展改革委	实施好宏观调控政策，扎实推动已出台宏观政策在微观层面落地见效。
	扩大内需特别是消费需求，持续扩大有效投资，稳住外贸外资基本盘。
	扎实推进现代化产业体系建设，支持企业高质量发展并切实解决部分企业经营困难。
	稳妥有序化解经济金融领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。
工业和信息化部	扎实做好岁末年初民生保障工作，加力做好高校毕业生、农民工等群体就业工作。
	加大政策措施落地见效。落实落细已出台的系列稳增长政策举措，加强产政策间的精准对接和协同发力。
	多措并举扩大需求。加快实施“十四五”系列规划重大工程，推动政府投资和民间投资加大力度；带动社会资本投资。
	培育新动能新优势。深入实施产业基础再造工程和重大技术装备攻关工程；完善制造业技术改造支持政策。
财政部	营造良好发展环境。推进创新示范区、高技术产业开发区建设；开展拖欠中小企业账款治理；落实全面取消制造业领域外资准入限制措施。
	支出上持续发力。加快推进新增国债的发行使用，用好新增地方政府专项债券资金，保持合理支出强度。
	政策上强化落实。抓好政策落地见效，全力推动党中央关于做优实体经济、建设现代化产业体系、保障和改善民生等决策部署落地见效。
	运行中严防风险。强化各级政府责任，兜牢兜实基层“三保”底线。抓好一揽子化债方案落实，积极稳妥推动化解地方政府债务风险。
人力资源和社会保障部	强化就业优先政策导向；促进市场供需匹配；夯实基层就业服务；推进数字赋能就业；加强就业监测预警。
农业农村部	推进种业创新攻关；加快农机装备补短板；加强底盘技术研发攻关。
商务部	促进重点消费，落实好已出台的政策措施。优化消费环境和场景，推进国际消费中心城市培育建设。
人民银行	坚持金融服务实体经济；防范化解重大金融风险，维护金融市场平稳运行；深化金融改革；扩大金融高水平双向开放。
住房和城乡建设部	始终坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。建立房屋从开发建设到维护使用的全生命周期管理机制。
	建立“人、房、地、钱”要素联动的新机制，从要素资源科学配置入手，以人定房，以房定地、以房定钱，防止市场大起大落。

来源：《经济日报》、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究