中国平安 PINGAN
专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

浅谈保障房“前世今生”
——保障性住房系列报告之一



行业评级：地产 强于大市（维持）

证券分析师

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

2024年1月21日

平安证券

请务必阅读正文后免责条款

核心摘要

- **三十年模式变迁，保障制度日臻完善，覆盖人群不断扩大。**自1994年《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》发布以来，伴随中国经济实力的增强，从早期针对中低收入人群的经适房，到覆盖最低收入人群的廉租房，再到进一步覆盖中等偏下收入的公租房、针对新市民与青年人的保障性租赁住房，保障房类型及制度日臻完善。随着“14号文”发布，保障人群进一步扩大到城市需要引进人才等群体，覆盖人群不断扩大。
- **政策支持为历轮保障房建设重要催化，短期有望迎来建设小高峰。**1998年国务院提出建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系，带来经适房大发展，同年全国经适房新开工同比增长101%，占全国商品房新开工的17%。再如2009-2011新增廉租房518万套、“十二五”3600万套保障房规划、2015-2017年棚改1800万套目标、“十四五” 900万套（间）保租房规划均带来保障房建设高峰。尽管2023年“14号文”强调“以需定建”，但考虑当前保障性住房占比仍较低，预计短期保障房建设仍有望迎来小高峰，为下滑的地产投资提供一定对冲，后续需密切关注各地保障房建设规划、开工建设情况等。
- **保障房资金来源多样，关注新一轮PSL支持。**从各阶段保障房建设资金来源来看，中央补助、地产财政、银行及公积金贷款、债券融资等均构成过保障房建设重要资金来源。根据央行数据，2023年新增抵押补充贷款额度（PSL）5000亿元，为政策性开发性银行发放包括保障性住房在内的“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。从历史来看，2016-2017年PSL为棚改货币化提供大量资金支持，最终撬动三四线楼市大幅回暖。随着新一轮PSL大幅投放，有望为保障房建设提供资金助力。

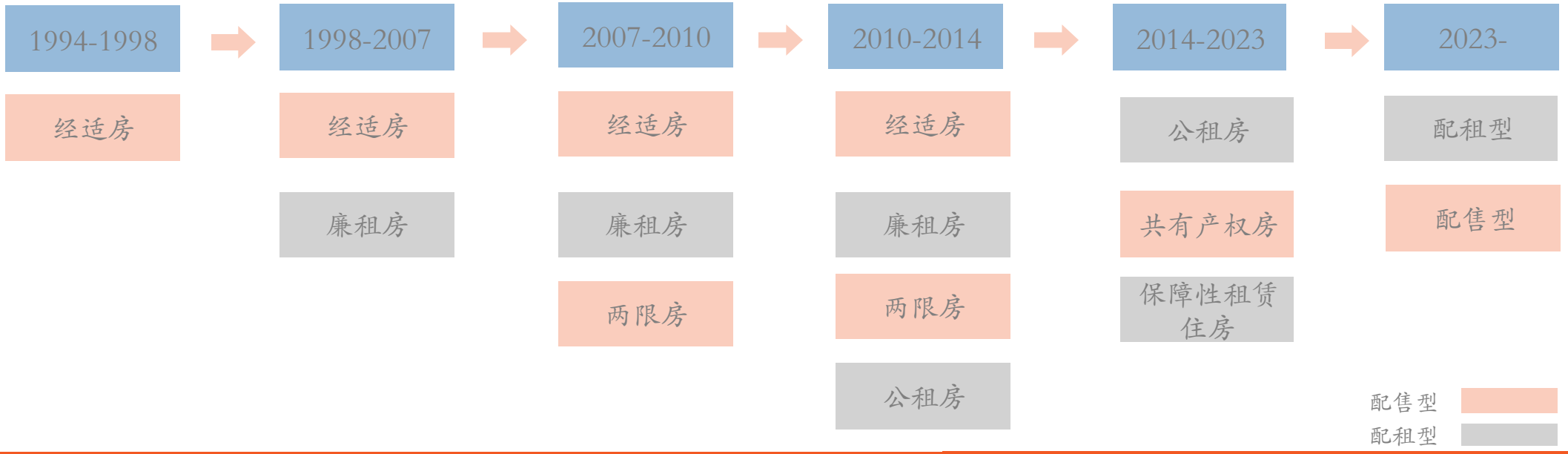
核心摘要（续）

- **投资建议：**自1994年《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》发布以来，经历三十年发展，当前国内已形成制度相对完善、覆盖人群广的住房保障体系。从历史来看，每一轮政策驱动均带来保障房大规模建设，并对投资/开工形成一定支撑。随着2023年“14号文”出台，国内保障房发展步入新阶段，尽管文件强调“以需定建”，但考虑当前保障性住房在存量住房占比仍较低，预计仍有望引领新一轮建设小高峰，为短期下滑的地产投资提供一定对冲，后续需密切关注各地保障房建设规划、资金来源、配套政策细则等。从房地行业来看，短期楼市量价下行仍将持续压制板块估值，中长期来看，建议逢低关注资产质量优化、历史包袱减轻的房企如保利发展、招商蛇口、华发股份、越秀地产、滨江集团等等，同时关注物管（招商积余、保利物业）、代建（绿城管理控股）、经纪（贝壳）等细分领域龙头。
- **风险提示：**1）楼市量价调整幅度大于预期的风险：若市场下行持续蔓延，房企减值压力、资金压力将超出预期；2）个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；3）保障性住房建设规模及进度不及预期风险：若各地建设规模、落地进度不及预期，对全国房地产投资支撑将低于预期。

前言

- 2023年8月国务院审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（即“14号文”），国内保障性住房建设步入新阶段，投资者普遍关心未来保障房谁来建、怎么建、建多少。在解答这些问题前，我们认为首先需了解国内保障性住房发展历程，本篇报告为我们保障性住房系列报告第一篇，全文在回顾当前保障性住房体系一步步形成的基础上，系统梳理不同阶段保障性住房主要政策及类型，总结各项政策出台背景，希望能从历史中得到一些启示。
- 整体来看，国内保障性住房发展经历早期配售经适房为主、到中期配租型住房（廉租房、公租房、保障性租赁住房）大发展，再到当下配租型与配售型保障房协同发展等阶段，当前已形成相对完备的保障性住房体系。

1994年以来不同阶段主要保障性住房类型



数据来源：政府官网，平安证券研究所



CONTENT

目录

第一部分	1994-2005：安居工程起步，配售经适房为主
第二部分	2006-2013：廉租房地位提升，公租房步入舞台
第三部分	2014-2023：棚改迎发展浪潮，保租房建设提速
第四部分	2023至今：“14号文”出台，保障房迎新阶段
第五部分	经验总结与投资建议

1994年：“双轨制”首次提出，明确经适房占房企当年开发规模20%以上

- 1994年《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》首次提出建立以**中低收入家庭为对象、具有社会保障性质的经济适用住房供应体系和以高收入家庭为对象的商品房供应体系**，明确房地产开发公司每年建房总量中，经济适用住房要占20%以上。1995年1月出台《国家安居工程实施方案》，提出在原有住房建设规模基础上，5年左右时间新增安居工程1.5亿平。
- 由于当时房价绝对水平不高，高低收入家庭住房差距不大，加上仍以福利分房为主，1994年提出以中低收入家庭为对象的经济适用房供应体系并未得到很好落实。

1994年《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》涉及经适房内容

	主要内容
用地来源	经批准原则上采取行政划拨方式供应
扶持政策	在计划、规划、拆迁、税费等方面予以政策扶持
建设规模	房地产开发公司每年的建房总量中，经济适用住房要占20%以上
优先人员	在建房、售房等方面，对离退休职工、教师和住房困难户应予以优先安排

1995年《国家安居工程实施方案》部分内容

	主要内容
建设规模	用5年左右时间完成新增安居工程建筑面积1.5亿平
资金来源	按国家贷款资金和城市配套资金4:6的比例提供配套资金。城市配套资金可从城市住房基金、单位住房基金、住房公积金、售房预收款和其他房改资金中筹集。国家安居工程贷款一律实行抵押贷款，期限最长为3年，贷款利率按中国人民银行规定的同期法定利率(不得上浮)执行
用地来源	一律由城市人民政府按行政划拨方式供应
定价	以成本价向中低收入家庭出售，并优先出售给无房户、危房户和住房困难户
成本构成	国家安居工程住房的成本价格由征地和拆迁补偿费、勘察设计和前期工程费、建安工程费等7项因素构成

数据来源：政府官网，平安证券研究所

1998年：建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系

- 1998年，《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》中提出建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系，同时首次将廉租房纳入以经济适用房为主的保障房供应体系，即**最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房，中低收入家庭购买经济适用住房，其他收入高的家庭购买、租赁市场价商品住房**。
- 以此文件为依托，1999年住建部出台《城市廉租住房管理办法》，为保障性住房体系的第一个规章制度，保障房体系制度初步设立。

1998年《国务院关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》涉及住房保障内容

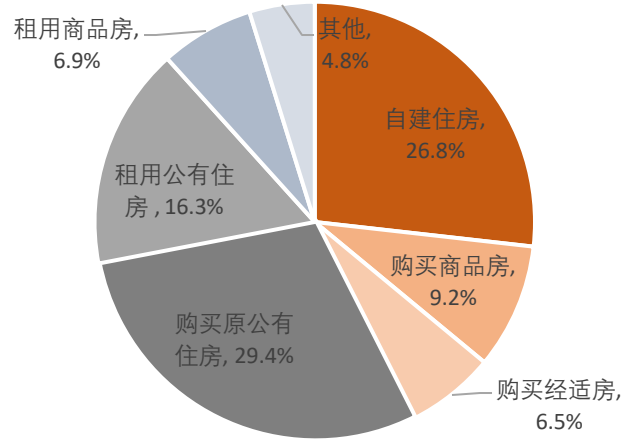
	主要内容
目标	建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系
供应体系	最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租住房；中低收入家庭购买经济适用住房；其他收入高的家庭购买、租赁市场价商品住房
经适房定价与来源	新建的经济适用住房出售价格实行政府指导价，按**保本微利**原则确定，利润控制在**3%以下**；成本包括征地和拆迁补偿费等7项；用地采取**行政划拨**方式供应
廉租住房来源与定价	从腾退的旧公有住房中调剂解决或由政府或单位出资兴建，廉租住房的租金实行**政府定价**
贷款支持	对经济适用住房开发建设贷款，实行指导性计划管理。商业银行在资产负债比例管理要求内，优先发放经济适用住房开发建设贷款
申请原则	购买经济适用住房和承租廉租住房实行申请、审批制度

数据来源：政府官网，平安证券研究所

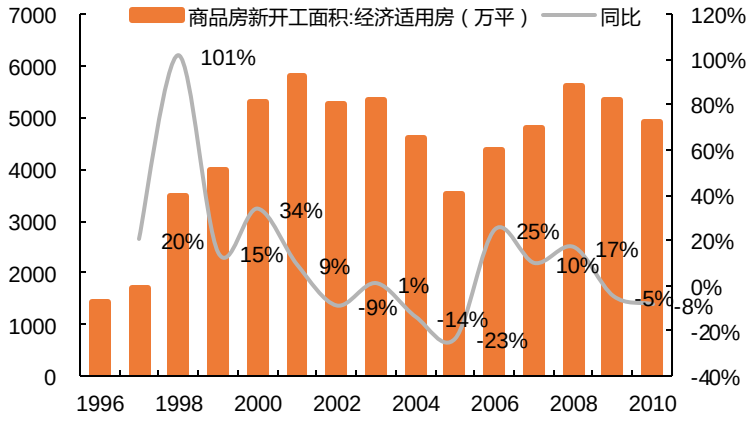
经适房开发建设提速，2000年占全国商品房销售20%

- 随着相关支持政策出台，全国经适房建设明显加速，1998年全国经适房新开工同比增长101%，占全国商品房新开工的17%，2000年经适房销售面积占到全国商品房销售的20%。
- 从2000年第五次人口普查数据来看，2000年城市家庭户住房来源中，购买经适房占比为6.5%。

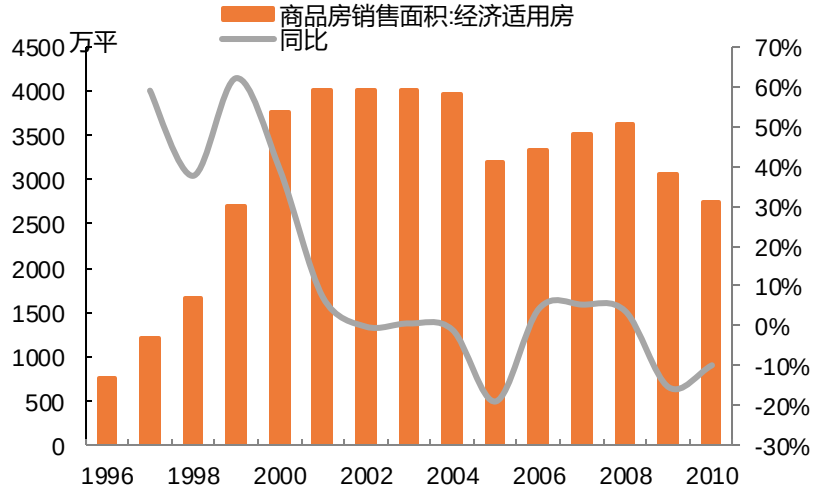
2000年五普住房来源中城市家庭户中购买经适房占比6.5%



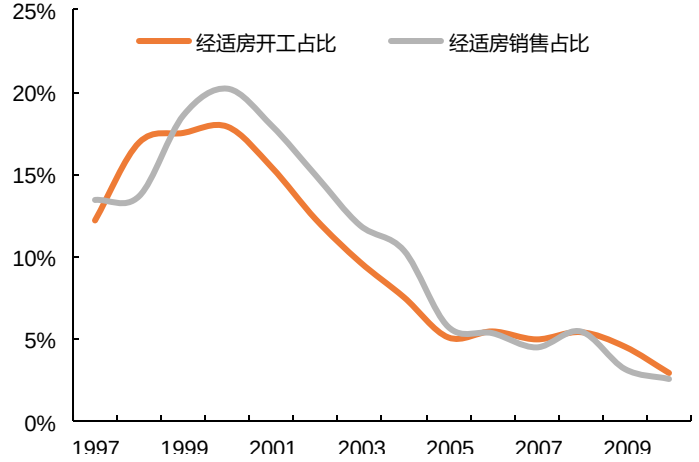
1998年经适房开工大幅增长101%



1998年经适房销售面积同比增长38%



经适房开工及销售占商品房比重



数据来源：国家统计局，WIND，第五次人口普查，平安证券研究所

2003年商品房地位上升，经适房建设放缓（1/2）

- 随着国内经济快速增长及居民收入不断提升，对商品住房需求持续扩大，2003年国务院发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》，确立以**普通商品住房为主要渠道**的住房供给模式，提出逐步增加普通商品住房供应，提高其在市场供应中的比例，同时加强经济适用住房的建设和管理。
- 紧接着，2003年9月国土资源部发布《关于加强土地供应管理促进房地产市场持续健康发展的通知》，提出优化房地产开发土地供应结构，优先满足普通商品住房建设合理发展的用地需求；加强经济适用住房建设用地管理，严格控制总量。

2003年《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》对不同类型住房的定位及要求

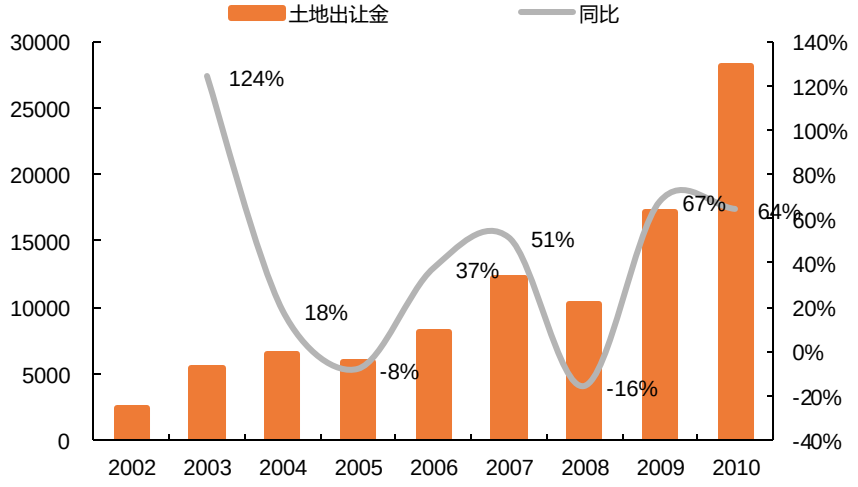
	主要内容
商品房	房地产业关联度高，带动力强，已经成为国民经济的支柱产业；要坚持住房市场化的基本方向；调整住房供应结构，逐步**实现多数家庭购买或承租普通商品住房**；增加普通商品住房供应
经适房	加强经济适用住房的建设和管理；要严格控制在中小套型，严格审定销售价格，依法实行建设项目招投标；集资、合作建房是经济适用住房建设的组成部分，其建设标准、参加对象和优惠政策，按照经济适用住房的有关规定执行。任何单位不得以集资、合作建房名义，变相搞实物分房或房地产开发经营。
廉租房	建立和完善廉租住房制度。要强化政府住房保障职能，切实保障城镇最低收入家庭基本住房需求。以财政预算资金为主，多渠道筹措资金，形成稳定规范的住房保障资金来源。要结合当地财政承受能力和居民住房的实际情况，合理确定保障水平。最低收入家庭住房保障原则上以**发放租赁补贴**为主，实物配租和租金核减为辅。

数据来源：国家统计局，平安证券研究所

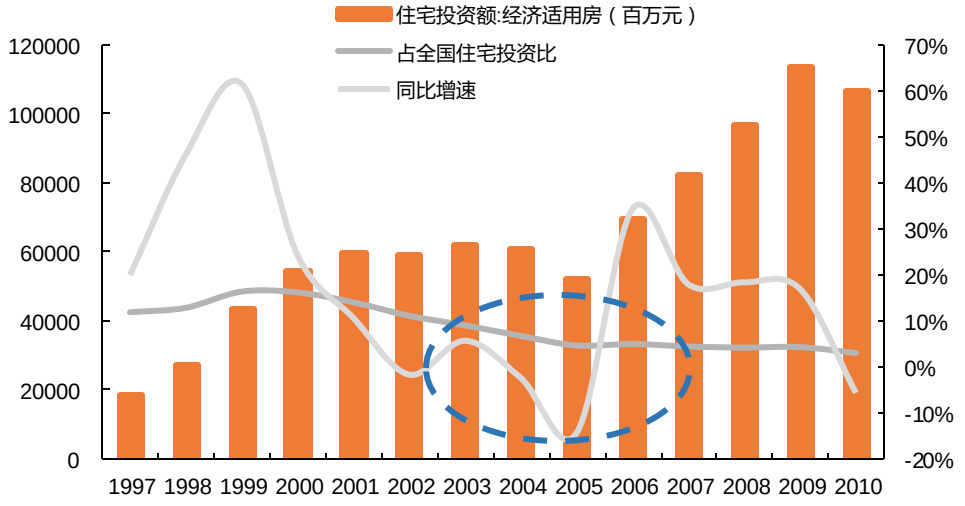
2003年商品房地位上升，经适房建设放缓（2/2）

- **土地招拍挂导致地方政府经适房建设积极性下降。**2004年3月，国土资源部、监察部联合下发《关于继续开展经营性土地使用权招标拍卖挂牌出让情况执法监察工作的通知》71号令，要求从2004年8月31日起，所有经营性项目用地一律公开竞价出让。土地招拍挂给地方政府带来大量土地出让收入，导致以土地划拨为主的经适房建设积极性逐步减弱。
- **定位变化叠加地方政府积极性下滑导致经适房建设放缓。**2004、2005年全国住宅经适房投资额同比下降3%和14%，占同期全国住宅投资额比例仅7%和5%；经适房新开工和销售面积亦呈现连续两年下滑。

2003年后全国土地出让收入快速上升（亿元）



2004-2005全国经适房投资额持续下滑



数据来源：WIND，平安证券研究所



CONTENT

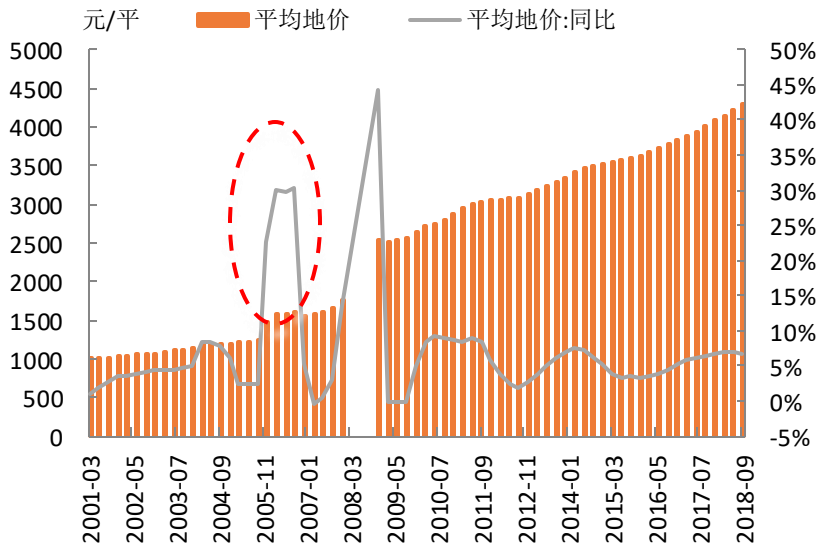
目录

第一部分	1994-2005：安居工程起步，配售经适房为主
第二部分	**2006-2013：廉租房地位提升，公租房步入舞台**
第三部分	2014-2023：棚改迎发展浪潮，保租房建设提速
第四部分	2023至今：“14号文”出台，保障房迎新阶段
第五部分	经验总结与投资建议

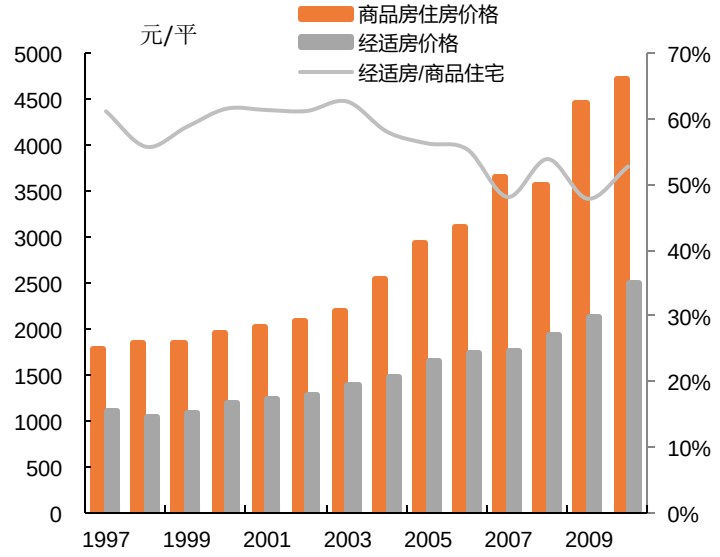
2006年：中低收入人群置业压力加大，“70/90政策”出台

- 随着地价、房价快速上涨，中低收入人群置业压力持续加大，2006年全国商品住宅和经适房价格较2000年分别上涨60%和44%。同时根据原建设部2006年发布的《关于城镇廉租住房建设制度和实施情况的通报》，截至2005年底，291个地级以上城市中，仅75.9%实施了廉租住房制度，福建等6省（区）实施廉租住房制度的城市不足50%。
- **“70/90政策”出台，廉租住房制度建立加速。**2006年，建设部等9部委联合发布《关于调整住房供应结构稳定住房价格的意见》，自2006年6月1日起，凡新审批、新开工的商品住房建设，套型建筑面积90平以下住房（含经济适用住房）面积所占比重，必须达到开发建设总面积的70%以上；尚未建立廉租住房制度的城市，必须在2006年年底前建立。

土地招拍挂“831大限”带来2005年地价大幅上涨



经适房与商品住宅价格持续上涨



《关于城镇廉租住房建设制度和实施情况的通报》涉及问题

- 仍有13个省（区）没有将廉租住房制度建设纳入省级人民政府对市（区）、县人民政府工作的目标责任制管理，70个地级以上城市没有建立廉租住房制度
- 没有建立稳定的廉租住房资金来源渠道，部分城市财政预算安排资金不足
- 廉租住房制度覆盖面小，一些符合条件的最低收入家庭不能及时得到保障
- 部分城市廉租住房制度不完善，有122个地级以上城市没有建立严格的申请审批程序

数据来源：WIND，政府官网，平安证券研究所

2007年：廉租住房地位提升，从“配售”到“配租”

- **廉租住房地位提升，范围扩大到低收入人群。**针对城市廉租住房制度建设相对滞后，经济适用住房制度不够完善的问题，2007年8月，国务院出台《关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》，把廉租住房供应对象从“最低收入家庭”扩大到“低收入家庭”，廉租住房地位大幅提升。

《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》主要内容

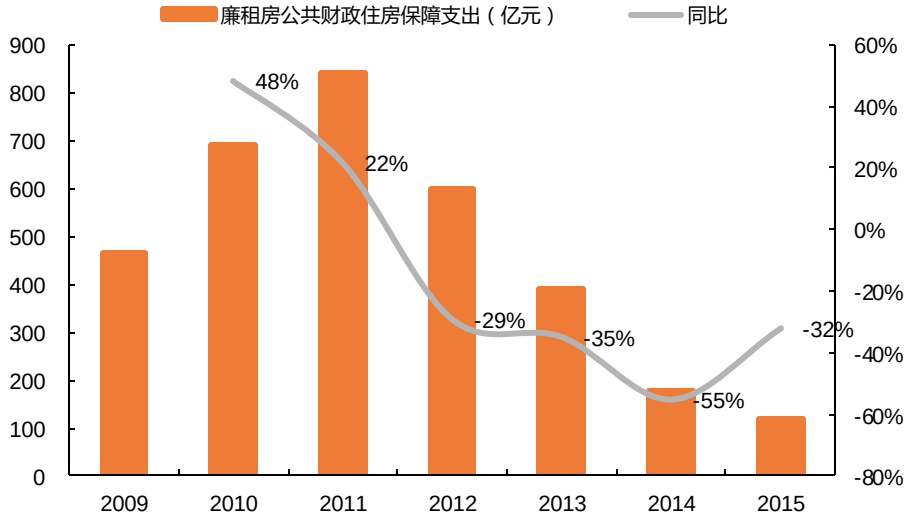
	主要内容
目标	把解决城市（包括县城）低收入家庭住房困难作为维护群众利益的重要工作和住房制度改革的重要内容；加快建立健全**以廉租住房制度为重点、多渠道解决城市低收入家庭住房困难**的政策体系。
总体要求	以城市低收入家庭为对象，进一步建立健全城市廉租住房制度，改进和规范经济适用住房制度，加大棚户区、旧住宅区改造力度，力争到“十一五”期末，使低收入家庭住房条件得到明显改善，农民工等其他城市住房困难群体居住条件得到逐步改善。
廉租房：进一步建立健全城市廉租住房制度	1）逐步扩大廉租住房制度的保障范围；2）合理确定廉租住房保障对象和保障标准；3）健全廉租住房保障方式。城市廉租住房保障实行货币补贴和实物配租等方式相结合，主要通过发放租赁补贴，增强低收入家庭在市场上承租住房的能力；4）多渠道增加廉租住房房源。采取政府新建、收购、改建以及鼓励社会捐赠等方式增加廉租住房供应。**新建廉租住房套型建筑面积控制在50平方米以内**。5）一是地方财政要将廉租住房保障资金纳入年度预算安排。二是住房公积金增值收益在提取贷款风险准备金和管理费用之后全部用于廉租住房建设。三是土地出让净收益用于廉租住房保障资金的比例不得低于10%，各地还可根据实际情况进一步适当提高比例。四是廉租住房租金收入实行收支两条线管理，专项用于廉租住房的维护和管理。
经适房：改进和规范经济适用住房制度	1）规范经济适用住房供应对象。经济适用住房供应对象为城市低收入住房困难家庭，并与廉租住房保障对象衔接。2）合理确定**经济适用住房标准，建筑面积控制在60平左右**；3）严格经济适用住房上市交易管理，购房人拥有有限产权。购买经济适用住房不满5年，不得直接上市交易，购房人因各种原因确需转让经济适用住房的，由**政府按照原价格并考虑折旧和物价水平等因素进行回购**。购买经济适用住房满5年，购房人可转让经济适用住房，但**应按照届时同地段普通商品住房与经济适用住房差价的一定比例向政府交纳土地收益等价款**；4）加强单位集资合作建房管理，单位集资合作建房不得向非经济适用住房供应对象出售
棚改：加快集中成片棚户区改造	对集中成片的棚户区，城市人民政府要制定改造计划，因地制宜进行改造。棚户区改造要符合以下要求：困难住户的住房得到妥善解决；住房质量、小区环境、配套设施明显改善；困难家庭的负担控制在合理水平

数据来源：政府官网，平安证券研究所

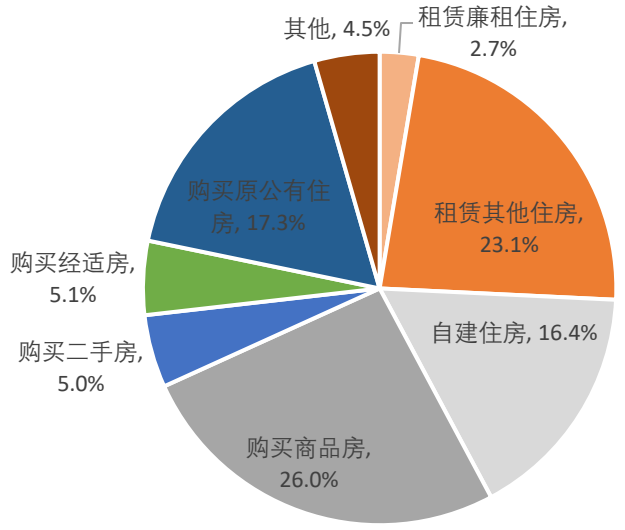
廉租房建设提速，经适房持续放缓

- 2007年12月1日，建设部等七部门联合发布《经济适用住房管理办法》，经济适用住房制度是解决城市低收入家庭住房困难政策体系的组成部分，经济适用住房供应对象要与廉租住房保障对象相衔接，进一步规范经适房建设与监督管理。
- 2009年，住建部等发布《2009—2011年廉租住房保障规划》，提出从2009年起到2011年，三年内再新增廉租住房518万套，基本解决747万户现有城市低收入住房困难家庭的住房问题，廉租房建设大幅提速。
- **2010年廉租房公共财政住房保障支出同比增长48%，经适房新开工同比下降8%。**从2010年第六次人口普查数据来看，城市家庭户住房来源中，租赁廉租住房占比为2.7%，购买经适房比例为5.1%，较2000年下降1.4pct。

2010年廉租房公共财政住房保障支出同比增长48%



2010年第六次普查的城市户数中住房来源构成



数据来源：第五次人口普查，WIND，平安证券研究所

新职工与外来务工人员住房问题突出，政策亟待完善

- 随着城镇化快速推进，**新职工**的阶段性住房支付能力不足矛盾日益显现，**外来务工人员**居住条件也亟需改善，而过往经适房、廉租房申请存在户籍门槛；同时由于廉租房租金标准实行政府定价，由政府提供资金补贴，使得地方政府投入动力较小，住房保障制度覆盖范围比较小。
- 针对房价过快上涨，价格较高、可供出租的小户型住房供应不足等原因，2010年先后发布了《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》和《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出加快建设**限价商品住房、公共租赁住房**，解决**中等偏下收入家庭**的住房困难，全面启动棚户区改造。

2010年国务院重要文件中涉及保障房主要内容

	细则
国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知	保障性住房、棚户区改造和中小套型普通商品住房用地不低于住房建设用地供应总量的70%；确保完成2010年建设保障性住房300万套、各类棚户区改造住房280万套的工作任务。
国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知	加快中低价位、中小套型普通商品住房建设。要适当加大经济适用住房建设力度，扩大经济适用住房供应范围。商品住房价格过高、上涨过快的城市，要切实增加限价商品住房、经济适用住房、公共租赁住房供应。房价过高、上涨过快、住房有效供应不足的城市，要切实扩大五类住房（**中低价位、中小套型普通商品住房和限价商品住房、公共租赁住房、经济适用住房、廉租住房**）的建设用地供应量和比例。力争到2012年末，基本解决1540万户低收入住房困难家庭的住房问题。各地要通过城市棚户区改造和新建、改建、政府购置等方式增加廉租住房及经济适用住房房源，着力解决城市低收入家庭的住房困难。要加快建设**限价商品住房、公共租赁住房**，解决中等偏下收入家庭的住房困难。全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作，继续推进林区、垦区棚户区改造。同时，加大农村危房改造力度，适当增加试点户数。

数据来源：国家统计局，平安证券研究所

注：根据当时规定，经适房需要具有当地城镇户口，廉租房申请需要申请家庭成员中至少有1人为当地非农业常住户口

2010年：公租房重磅文件出台，住房供应结构进一步丰富

- 新职工及外来务工人员由于户籍门槛无法申请廉租房、同时其收入水平购买商品房存在难度，2010年《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》出台，提出调整房地产市场供应结构，形成**廉租房、公租房、经适房**三足鼎立的保障房供给体系。

2010年《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》主要内容

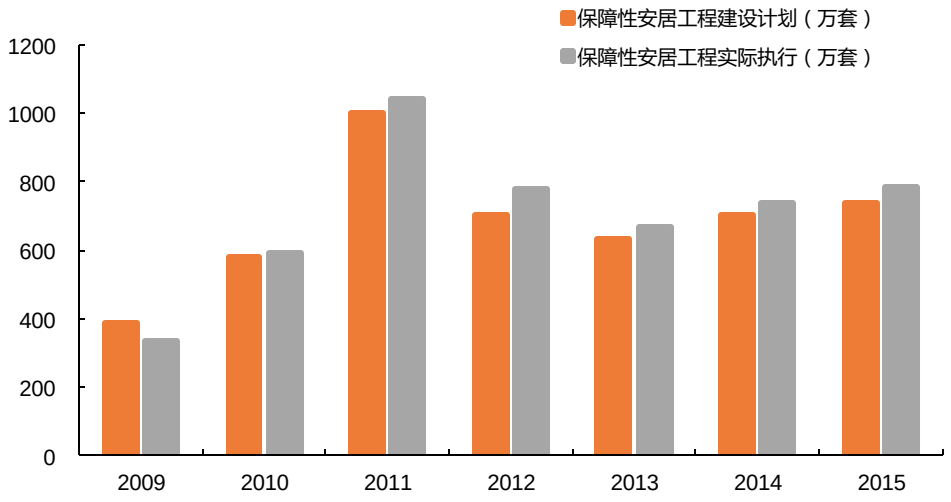
	细则
对象	公共租赁住房供应对象主要是**城市中等偏下收入住房困难家庭**。有条件的地区，可以将新就业职工和有稳定职业并在城市居住一定年限的外来务工人员纳入供应范围。
租金	公共租赁住房租金水平，由市、县人民政府统筹考虑住房市场租金水平和供应对象的支付能力等因素合理确定，并按年度实行动态调整。符合廉租住房保障条件的家庭承租公共租赁住房的，可以申请廉租住房租赁补贴
期限	公共租赁住房租赁合同期限一般为3至5年，承租人应当按照合同约定合理使用住房，及时缴纳租金和其他费用。租赁合同期满后承租人仍符合规定条件的，可以申请续租。
用途	公共租赁住房只能用于承租人自住，不得出借、转租或闲置，也不得用于从事其他经营活动。承租人违反规定使用公共租赁住房的，应当责令退出。承租人购买、受赠、继承或者租赁其他住房的，应当退出。
来源	（一）公共租赁住房房源通过新建、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。要科学规划，合理布局，尽可能安排在交通便利、公共设施较为齐全的区域，同步做好小区内外市政配套设施建设。 （二）在外来务工人员集中的开发区和工业园区，市、县人民政府应当按照集约用地的原则，统筹规划，引导各类投资主体建设公共租赁住房，面向用工单位或园区就业人员出租。 （三）新建公共租赁住房主要满足基本居住需求，应符合安全卫生标准和节能环保要求，确保工程质量安全。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**。以集体宿舍形式建设的公共租赁住房，应认真落实宿舍建筑设计规范的有关规定。
支持	鼓励金融机构发放公共租赁住房中长期贷款，具体办法由人民银行、银监会制订。支持符合条件的企业通过发行中长期债券等方式筹集资金，专项用于公共租赁住房建设和运营。探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房融资渠道。政府投资建设的公共租赁住房，纳入住房公积金贷款支持保障性住房建设试点范围。

数据来源：国家统计局，平安证券研究所

2011年：保障房开工超千万套，“十二五”规划超四千万套

- 2011年全国新建保障性安居工程住房1043万套，同比增长76.8%，按照60平/套估计，占到当年全国商品房新开工33%。“十二五” 期间全国累计保障性住房开工超过4000万套。

2011年保障性住房建设规模超过千万套



数据来源：WIND，平安证券研究所

公租房与廉租房并轨，供应结构日臻规范

- **公租房与廉租房并轨，供应结构日臻规范。**2013年12月，住建部等发布《关于公共租赁住房和廉租住房并轨运行的通知》，2014年起各地公共租赁住房和廉租住房将并轨运行，并轨后保障对象包括符合规定条件的城镇低收入住房困难家庭、中等偏下收入住房困难家庭，及符合规定条件的新就业无房职工、稳定就业的外来务工人员。

2013-2014年涉及公租房与廉租房并轨主要政策表述

时间	文件	主要内容
2013	关于公共租赁住房和廉租住房并轨运行的通知	从2014年起，各地廉租住房(含购改租等方式筹集，下同)建设计划调整并入公共租赁住房年度建设计划。2014年以前年度已列入廉租住房年度建设计划的在建项目可继续建设，建成后统一纳入公共租赁住房管理。
2014	关于并轨后公共租赁住房有关运行管理工作的意见	并轨后公共租赁住房的保障对象，包括原廉租住房保障对象和原公共租赁住房保障对象，即符合规定条件的城镇低收入住房困难家庭、中等偏下收入住房困难家庭，及符合规定条件的新就业无房职工、稳定就业的外来务工人员

数据来源：政府官网，平安证券研究所



CONTENT

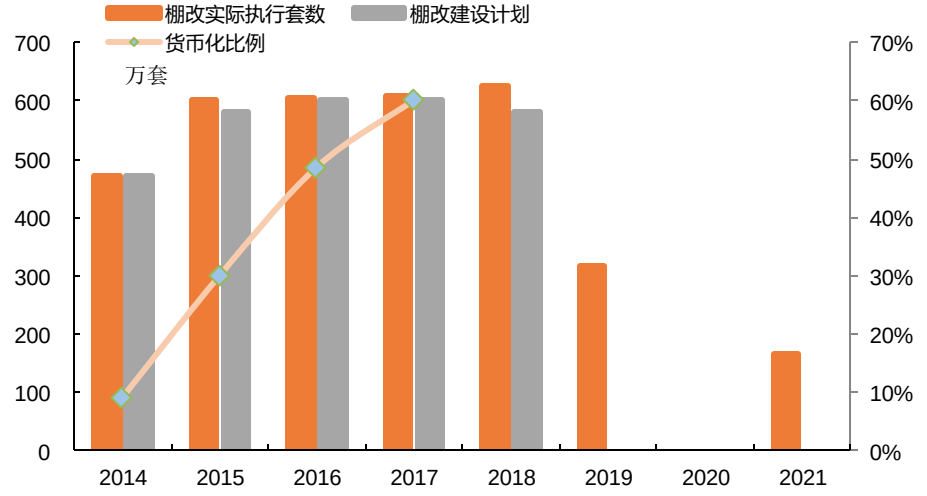
目录

第一部分	1994-2005：安居工程起步，配售经适房为主
第二部分	2006-2013：廉租房地位提升，公租房步入舞台
第三部分	**2014-2023：棚改迎发展浪潮，保租房建设提速**
第四部分	2023至今：“14号文”出台，保障房迎新阶段
第五部分	经验总结与投资建议

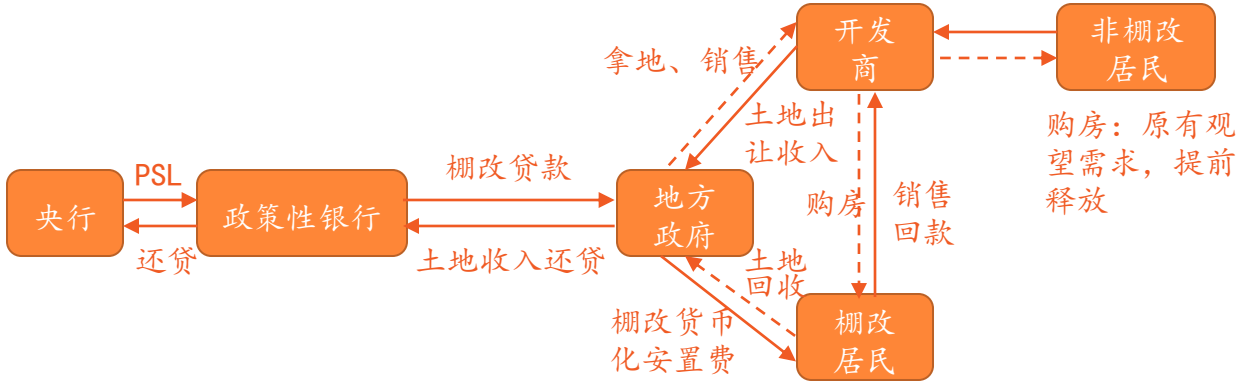
2014年：棚改逐步提速，货币化比例提升助力去库存

- **棚改持续提速，货币化比例大幅提升。**2013-2014年，《国务院关于加快棚户区改造工作的意见》、《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》接连发布，提出2013年至2017年改造各类棚户区1000万户，实行实物安置和货币补偿相结合。2016年3月25日，《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》发布，明确“**推进棚户区改造货币化安置，切实化解库存商品住房**”，2016、2017年棚改货币化比例提升至48.5%和60%，较2015年（29.9%）大幅提升，2015-2018年全国累计实现棚改超2400万套。
- **棚改资金流形成闭环，带动三四线楼市大幅回升。**通过棚改货币化，大量购房增量需求释放带来楼市（尤其是三四线）大幅回升，进而带动地方政府土地出让收入提升，用于偿还政策性银行棚改贷款，而央行则通过PSL为政策性银行提供资金支持，形成棚改资金流闭环。随着三四线楼市大幅升温，2018年后棚改货币化比例及棚改规模逐步下滑。

历年棚改规模及货币化比例



棚改形成资金流闭环



数据来源：政府官网，WIND，平安证券研究所

共有产权房迎推广，成为保障房重要组成

- **共有产权房逐步推广，成为保障性住房重要组成。**2007年，江苏省淮安市最先在全国提出共有产权房，2014年住建部等六部委选取北京、上海、深圳、成都、淮安（江苏）、黄石（湖北）等六个城市，试点发展共有产权性质政策性商品住房，共有产权房逐步在全国重要城市试点推广。根据《北京市“十四五”时期住房保障规划》，截至“十三五”期末，北京通过收购转化和新增用地实现75个共有产权住房项目入市，可提供房源约7.9万套，“十四五”时期，将力争建设筹集共有产权住房6万套，新增共有产权住房供地占比不低于住房用地供应总量的15%。

2014年《关于试点城市发展共有产权性质政策性商品住房的指导意见》主要内容

	主要内容
供应对象	与新型城镇化规划相衔接，政策性商品住房主要面向**住房困难的城镇中等偏下收入家庭，以及符合规定条件的进城落户农民**和其他群体供应
建设规模	人口流入集中、住房供需矛盾突出、房价上涨较快的试点城市应当增加供应。有条件的试点城市，可采取新建、利用存量商品住房等多种方式增加房源供应
配售价格	政策性商品住房的配售价格应充分考虑供应对象的支付能力，以低于同地段普通商品住房的价格为原则定价
明晰产权	承购人的产权份额为承购人实际出资额占同地段、同类型商品住房价格的比例，其余部分为政府的产权份额。承购人持有的产权份额**一般不低于60%**。
产权交易	1）允许承购人增购政策性商品住房的产权份额，直至取得完全产权。**购买不满5年的，不得上市交易**。 2）符合上市条件的，允许承购人上市出售，同等条件下，政府享有优先购买权。承购人增购、上市出售或政府回购的价格，应随行就市，按同时期、同地段普通商品住房的价格确定。上市交易所得价款，应以承购人与政府的产权份额为依据公平分割。
用地来源	优先使用存量建设用地，确保足额保障和优先供应。建设用地应采取招标拍卖挂牌方式，经市场公开定价后供应

数据来源：政府官网，WIND，平安证券研究所

保障制度持续完善，助力实现住有所居

- **从“购租并举”到“租购并举”，公租房扩大到非户籍人口。** 2015年中央经济工作会议，提出以满足新市民住房需求为主要出发点，**以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口**。 2016年国务院办公厅发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，强调健全**以市场配置为主、政府提供基本保障**的住房租赁体系。2017年发布的《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》，鼓励各地通过新增用地建设租赁住房，在新建商品住房项目中配建租赁住房。十九大报告表述从此前的“购租并举”转为“租购并举”，进一步强调租赁重要性。

2016-2017年涉及保障房制度主要政策表述

时间	文件	主要内容
2015	中央经济工作会议	明确深化住房制度改革方向，以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立**购租并举的住房制度**为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口
2016	关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见	1）以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全**以市场配置为主、政府提供基本保障**的住房租赁体系。支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展 2）到2020年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系，基本形成市场规则明晰、政府监管有力、权益保障充分的住房租赁法规制度体系，推动实现城镇居民住有所居的目标 3）推进公租房货币化。转变公租房保障方式，**实物保障与租赁补贴**并举。支持公租房保障对象通过市场租房，政府对符合条件的家庭给予租赁补贴。提高公租房运营保障能力
2017	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	1）鼓励各地通过新增用地建设租赁住房，在新建商品住房项目中配建租赁住房等方式，多渠道增加新建租赁住房供应，优先面向公租房保障对象和新市民供应。 2）探索采取购买服务模式，将公租房、人才公寓等政府或国有企业的房源，委托给住房租赁企业运营管理
2017	十九大报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立**多主体供给、多渠道保障、租购并举**的住房制度，让全体人民住有所居。

数据来源：政府官网，平安证券研究所

2021年：住房保障体系主体确立，保障性租赁住房迎快速发展（1/2）

➢ **明确完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。**2020年中央经济工作会议提出要高度重视保障性租赁住房建设，2021年国务院办公厅发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，明确加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，主要解决符合条件的新市民、青年人等群体住房困难问题。

2021年《关于加快发展保障性租赁住房的意见》

	细则
对象标准	解决符合条件的**新市民、青年人**等群体的住房困难问题，以建筑面积**不超过70平方米的小户型**为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。
土地来源	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。人口净流入的大城市和省级人民政府确定的城市，应按照职住平衡原则，提高住宅用地中保障性租赁住房用地供应比例
建设规模	坚持**供需匹配**。城市人民政府要摸清保障性租赁住房需求和存量土地、房屋资源情况，结合现有租赁住房供求和品质状况，从实际出发，因城施策，采取新建、改建、改造、租赁补贴和将政府的闲置住房用作保障性租赁住房等多种方式，切实增加供给，科学确定“十四五”保障性租赁住房建设目标和政策措施，制定年度建设计划，并向社会公布
资金来源	中央通过现有经费渠道，对符合规定的保障性租赁住房建设任务予以补助；加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度，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；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

数据来源：政府官网，平安证券研究所

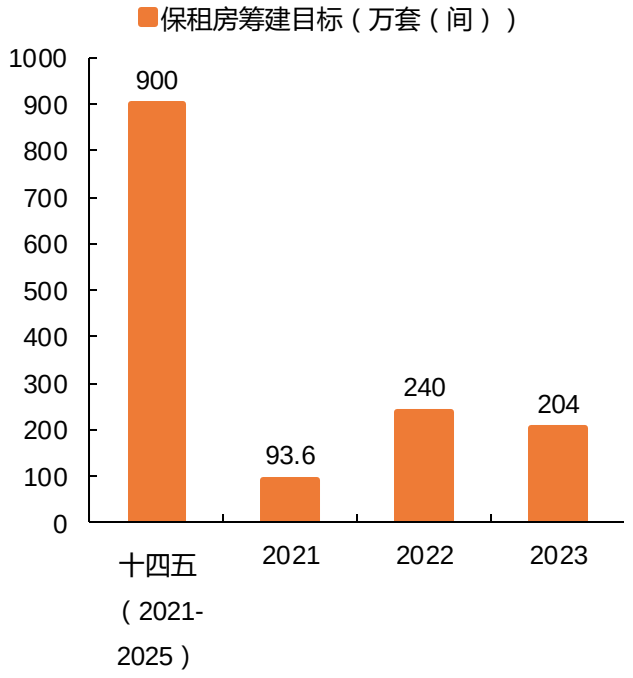
住房保障体系主体确立，保障性租赁住房迎快速发展（2/2）

➢ 根据住建部2023年9月12日发布数据，全国近两年建设筹集保障性租赁住房508万套（间），完成投资超过5200亿元，可解决近1500万新市民、青年人住房困难。按“十四五”时期（2021-2025年）全国计划筹建保障性租赁住房近900万套（间）估算，至2025年还需投资超4000亿元。

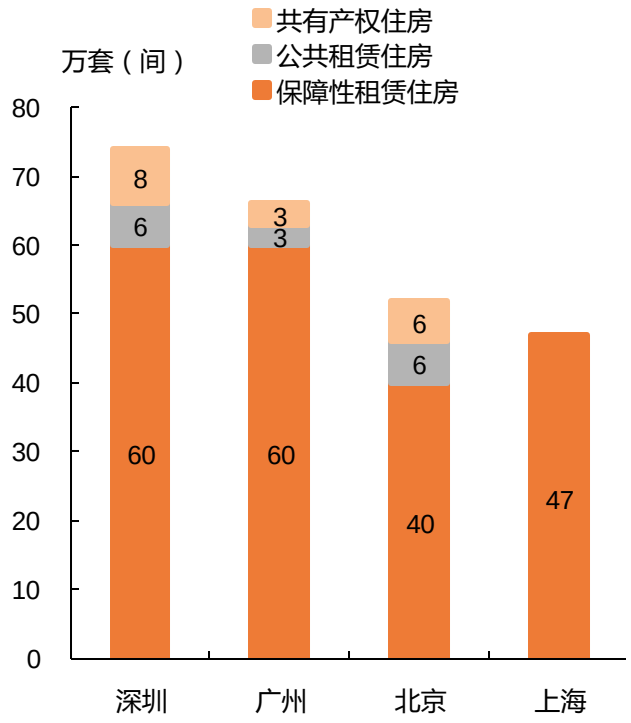
三大主要保障房类型对比

	保障对象	面积要求	保障方式
公共租赁住房	城镇低收入住房困难家庭、中等偏下收入住房困难家庭，新就业无房职工、稳定就业的外来务工人员。	单套建筑面积60平米以下	租金补贴、实物配租
保障性租赁住房	新市民、青年人等群体	以建筑面积不超过70平米小户型为主	租金低于同地段同品质市场租赁住房
共有产权房	面向住房困难的城镇中等偏下收入家庭，以及符合规定条件的进城落户农民和其他群体供应	90平米以下为主	以低于同地段普通商品住房的价格为原则定价

十四五期间保障性租赁住房筹建目标



主要城市十四五期间保障房供应目标



资料来源：住建部，地方政府网站，平安证券研究所



CONTENT

目录

第一部分	1994-2005：安居工程起步，配售经适房为主
第二部分	2006-2013：廉租房地位提升，公租房步入舞台
第三部分	2014-2023：棚改迎发展浪潮，保租房建设提速
第四部分	**2023至今：“14号文”出台，保障房迎新阶段**
第五部分	经验总结与投资建议

2023年：“14号文”发布，保障性住房发展步入新阶段（1/2）

- **“14号文”发布，保障性住房建设步入新阶段。**2023年4月政治局会议提出规划建设保障性住房，8月国务院常务会议审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（“14号文”），强调提高保障性住房在住房总供给中的比例，让商品住房回归商品属性、满足改善性住房需求。根据“14号文”，原有保障性住房类型将重新划分为配售型和配租型保障性住房两大类，其中配售型按照“保本微利”、“封闭运行”的原则运作管理。12月中央经济工作会议进一步强调加快推进保障性住房建设等三大工程，保障性住房尤其是配售型保障房迎来发展新阶段。

2023年重要会议中关于保障性住房表述

2023.4	2023.7	2023.8	2023.12
政治局会议提出“规划建设保障性住房”	政治局会议提出“要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”	《关于规划建设保障性住房的指导意见》发布，明确加大保障性住房建设和供给	中央经济工作会议强调“加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程””

资料来源：政府网站，平安证券研究所

“14号文”发布，保障性住房发展步入新阶段（2/2）

2023年《关于规划建设保障性住房的指导意见》主要内容

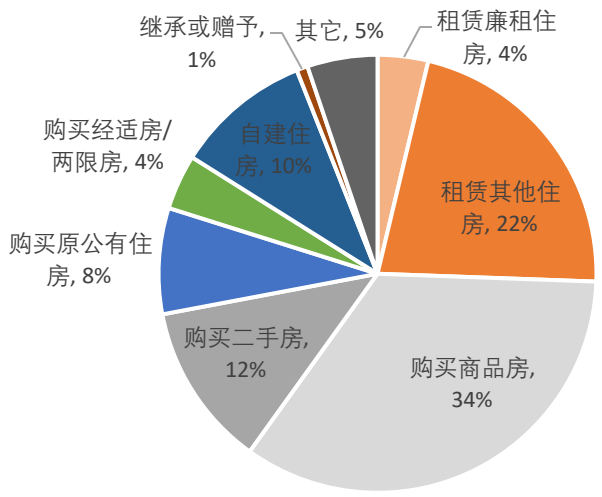
	主要内容
基本原则	➢ 坚持问题导向。着力解决工薪收入群体买不起商品住房、保障性住房又供给不足的突出问题，提高保障性住房在住房总供给中的比例 ➢ 坚持目标导向，加大保障性住房建设和供给，让工薪收入群体逐步实现居者有其屋。消除买不起商品住房的焦虑，让商品住房回归商品属性、满足改善性住房需求。 ➢ 坚持资金平衡。按照**工薪收入群体可负担、项目资金可平衡、发展可持续**的原则、由城市人民政府按**划拨方式**供地和负责建设配套设施，在此基础上采取市场化方式运作，按**保本微利原则**配售。 ➢ 坚持稳慎有序。坚持**以需定建**。支持城区常住人口300万以上的大城市率先探索实践。
对象和标准	➢ 针对**住房有困难且收入不高的工薪收入群体，以及城市需要的引进人才**等群体 ➢ 以家庭为单位，保障对象只能购买一套保障性住房。按照保基本的原则，合理确定城镇户籍家庭、机关事业单位人员、企业引进人才等不同群体的保障面积标准。
规划与用地	➢ 与城中村改造、城市更新、危旧房改造等工作结合起来稳妥推进；优先安排在交通便利、公共设施较为齐全的区域；要制定年度建设筹集计划，优选建设实施主体。 ➢ 保障性住房以**划拨方式**供应土地，仅支付相应的土地成本。要充分利用依法收回的已批未建土地、房地产企业破产处置商品住房和土地、闲置住房等建设筹集保障性住房。 ➢ 加强配套设施建设，相关建设投入不得摊入保障性住房配售价格。
配售与管理	➢ 配售价格按基本覆盖**划拨土地成本和建安成本、加适度合理利润**的原则测算确定。保障性住房配售办法由城市人民政府制定。 ➢ 实施严格封闭管理，如长期闲置、确需转让、因辞职等原因离开机关事业单位或企业的，由城市人民政府按规定予以回购。
支持政策	➢ 对符合条件的保障性住房项目，中央通过现有资金安排渠道适当给予补助。 ➢ 将将合条件的保障性住房项目纳入地方政府专项债券支持范围。 ➢ 在确保贷款资金安全的前提下，在城区常住人口300万以上的大城市**试点利用住房公积金发放保障性住房开发贷款。** ➢ 鼓励银行业金融机构按照市场化、法治化原则，提供保障性住房开发贷款和个人住房贷款，专款专用、封闭管理。 ➢ 符合条件的保障性住房项目适用经济适用住房有关税费支持政策。

资料来源：政府网站，平安证券研究所

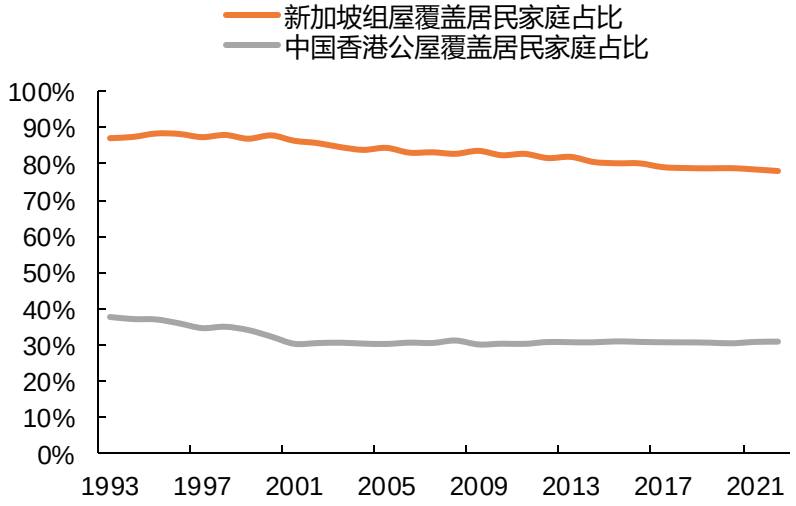
当前存量保障房占比仍偏低，2024年建设或将提速

- 根据七普数据，2020年城市家庭户住房来源中，购买经适房/两限房、租赁廉租住房占比分别为4.1%和3.7%，合计占比仅7.8%，远低于新加坡和中国香港保障房覆盖家庭占比。当前福州、深圳、广州等城市配售型保障房陆续开工，预计短期配售型保障房有望迎来集中开工潮。着眼2024年，后续需持续关注全国及重点城市保障性租赁住房筹建目标制定、资金支持、配售政策细则等内容。

2020年城市家庭户住房来源



新加坡、中国香港保障房占比



资料来源：第七次人口普查、WIND，平安证券研究所



CONTENT

目录

第一部分	1994-2005：安居工程起步，配售经适房为主
第二部分	2006-2013：廉租房地位提升，公租房步入舞台
第三部分	2014-2023：棚改迎发展浪潮，保租房建设提速
第四部分	2023至今：“14号文”出台，保障房迎新阶段
第五部分	**经验总结与投资建议**

经验一：覆盖人群越来越广，保障制度日臻完善

- 根据不完全统计，自1994年以来，中央及各部委出台各项涉及保障房政策文件超20个，住房保障制度日益完善。同时从国内保障性住房的发展历程来看，伴随着国家经济实力增强，从早期针对中低收入人群的经适房，到覆盖最低收入人群的廉租房，到进一步覆盖中等偏下收入的公租房、再到针对新市民、青年人的保障性租赁住房，到当下进一步扩大到城市需要引进的人才等群体的配租/配售型保障房，保障性住房类型及覆盖人群不断扩大，保障体系及制度日臻完善。

保障性住房类型及覆盖范围不断扩大

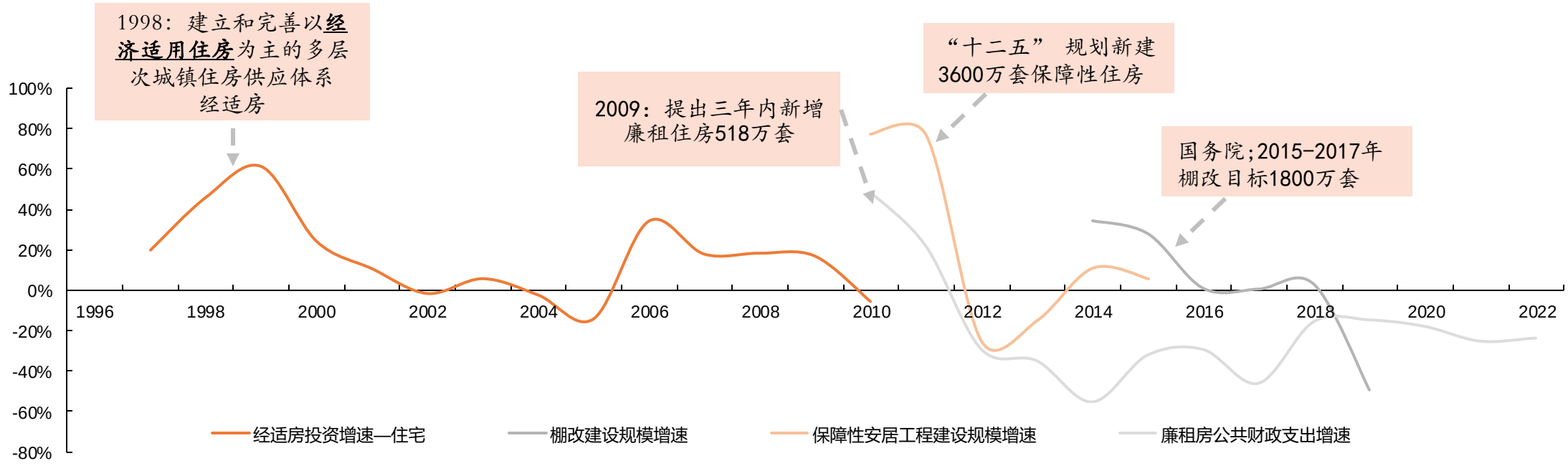


资料来源：政府官网，平安证券研究所

经验二：政策为保障房建设重要助力，对地产投资有一定支撑

- 从历次保障房建设高峰来看，均充分体现我国“集中力量办大事”的体制优势。如1998年提出“建立和完善以经济适用住房为主的多层次城镇住房供应体系”带来的经适房大发展，再如2009-2011新增廉租房518万套、“十二五”3600万套保障房规划、2015-2017年棚改1800万套目标、“十四五”900万套（间）保障性租赁住房规划均带来同期保障房建设高峰。根据前文分析，历次建设高峰对同期地产投资/开工均有一定的支撑。
- 随着“14号文”出台，各地配售保障房陆续开工，随着相关配套政策细则公布，预计短期配售型保障房有望迎来建设小高峰，对短期地产投资/开工形成一定支撑。

历次保障房建设高峰均伴随政策催化



资料来源：政府官网，平安证券研究所

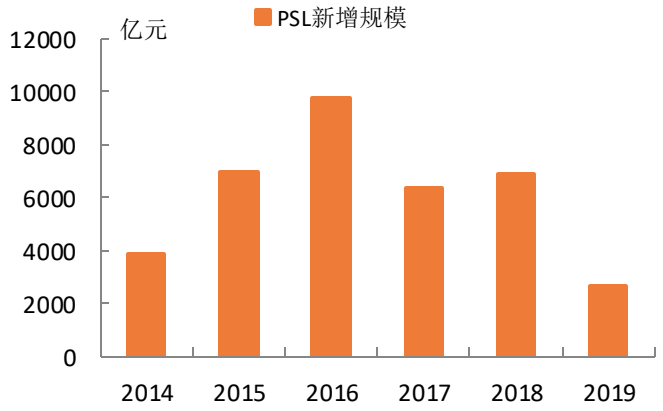
经验三：资金来源多样，关注新一轮PSL支持

- 从各阶段保障房建设资金来源来看，中央补助、地产财政、银行及公积金贷款、债券融资等均构成过保障房建设重要资金来源。根据央行数据，2023年新增抵押补充贷款额度（PSL）5000亿元，为政策性开发性银行发放包括保障性住房在内的“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。从历史来看，2016-2017年PSL为棚改货币化提供大量资金支持，最终撬动三四线楼市的大幅回暖，本轮PSL投放高峰，预计将为新一轮保障房建设提供资金助力。

不同类型保障房主要资金来源

廉租房	公租房	保障性租赁租房	配租/配售型保障房
①地方财政 ②住房公积金增值收益 ③土地出让净收益 ④中央预算内投资补助和中央财政廉租住房保障专项补助资金	①金融机构中长期贷款 ②中长期债券 ③公积金贷款 ④保险资金、信托资金和房地产信托投资基金	①银行贷款 ②中央补助资金 ③发行企业债、公司债等信用债 ④发行住房租赁担保债券 ⑤发行REITs ⑥支持险资参与	①银行贷款 ②中央补助资金 ③地方政府专项债券支持 ④住房公积金贷款

2016-2017年PSL新增高峰期为棚改提供支撑



资料来源：政府官网，Wind，平安证券研究所

投资建议与风险提示

- **投资建议：**自1994年《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》发布以来，经历三十年发展，当前国内已形成制度相对完善、覆盖人群广的住房保障体系。从历史来看，每一轮政策驱动均带来保障房大规模建设，并对投资/开工形成一定支撑。随着2023年“14号文”出台，国内保障房发展步入新阶段，尽管文件强调“以需定建”，但考虑当前保障性住房在存量住房占比仍较低，预计仍有望引领新一轮建设小高峰，为短期下滑的地产投资提供一定对冲，后续需密切关注各地保障房建设规划、资金来源、配套政策细则等。从房地行业来看，短期楼市量价下行仍将持续压制板块估值，中长期来看，建议逢低关注资产质量优化、历史包袱减轻的房企如保利发展、招商蛇口、华发股份、越秀地产、滨江集团等等，同时关注物管（招商积余、保利物业）、代建（绿城管理控股）、经纪（贝壳）等细分领域龙头。

- **风险提示：**1）楼市量价调整幅度大于预期的风险：若市场下行持续蔓延，房企减值压力、资金压力将超出预期；2）个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：若政策发力、楼市修复不及预期，资金压力较高企业仍可能出现债务违约/展期情形；3）保障性住房建设规模及进度不及预期风险：若各地建设规模、落地进度不及预期，对全国房地产投资支撑将低于预期。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。