

2024 年 02 月 29 日

看好

相关研究

"房贷利率大幅下调，强调土地要素保障，融资白名单持续推进-地产及物管行业周报（2024/02/17-2024/02/23）"
2024 年 2 月 25 日

"5 年期 LPR 大幅下调，需求端政策持续优化-央行降息点评" 2024 年 2 月 20 日

保障房建设以需定供，收购存量助力商品房

——中国住房双轨制系列报告之一

本期投资提示：

- **双轨制体系：双轨制下保障房和商品房共生共荣。**需求端，随着人均住房套数逐步趋近于饱和，而同时人均住房面积仍有较大提升空间，行业将从住有所居转向住有宜居，住房需求将由过去的结构单一化演变成结构多元化；供给端，原先单轨制供应体系中刚性需求并没有得到很好保障，而改善性需求也没有得到合理满足，因而近期我国政府对于住房供给端进行了多方面政策调整，因此我们认为，未来“商品房+保障房”并重的住房双轨制供应体系将是未来市场的大势所趋，也有望成为房地产困境的破局关键；同时商品房和保障房将是共生共荣的关系，并有望推动商品房和保障房两个子领域获得更有质量的成长，预计保障房将实现对中低收入人群的保障，商品房将有望打造高品质住宅成长新赛道。
- **保障房政策：本轮政策改革创新，筹集方式新增收购。**政策演变方面，保障房经历四大发展阶段，主要产品包括经济适用房、廉租房、公租房、保障性租赁住房等，预计后续配售和配租并举，过程中保障人群范围持续上移，早期经适房主要面对低收入人群，后续公租房主要面对中低收入人群，近期配售型保障房主要面对工薪群体等，保障房建设力度将加大。建设目标方面，1994 年首次房改和 2011 年十二五规划先后指出保障房覆盖达到 20%，但目前并未达到，源于：一方面由于单轨制对于最刚需人群的保障效率不高，另一方面国际来看 OECD 公共租赁住房占比均值 7%，20% 仍是一个较高的目标。筹集方式方面，保障房筹集方式更趋多元化，新增收购存量商品房，将助力商品房去库存，从青岛案例来看，估算 1,000 亿元租赁住房贷款支持计划可以影响 23 年青岛、重庆等 8 城销售面积的 11%。
- **保障房现状：全国存量占比 8%，近阶段增量占比 10%。**全国存量方面，截至 2023 年末，我国存量保障房约 3,967 万套，保障房面积约 27.8 亿平，占比同期末存量住房面积 344 亿平的 8.1%。全国增量方面，1994-2007 年、2008-2018 年、2021-2025E 三个时期保障房占比同期住房供给（保障房+商品住宅）分别为 17%、13%、10%。以 2021-23 年增量来看，全国保障房供给占比同期住房供给的 9.7%，35 个大中城市占比为 19.2%，目前市场仍以商品房为主。资金支出方面，2009-2022 年平均保障性安居工程支出均值为 2,966 亿元，占比公共财政收入为 2.0%，如果剔除棚改，则保障房支出均值为 1,996 亿元，占比为 1.2%，其中 2012 年以后廉租房、公租房的支出占比总财政收入逐年下降。
- **保障房预测：料存量占比上限 14%，年均投资 1.4 万亿。**根据 2035 远景目标纲要，假设在 2035 年完成保障房体系完善。我们按照三种情况讨论，分别是保障人均面积低于 19/24/29 平，对应占比总家庭户数 15%/25%/36%，对应 2024-35E 年均增量保障房为 0.8/3.0/5.2 亿平，对应 2035E 增量保障房为 10/36/62 亿平，对应年均增量占比为 8%/24%/36%，对应存量占比为 8%/14%/20%。国际经验显示，房价同比增速和保障房占比强负相关，考虑到房价稳定要求保障房建设不应过于激进，同时考虑到 19 平情况下保障房增量占比和存量占比均为 8%、持平略低于保障房现状，因而预计未来保障房覆盖人均住房面积界限可能介于 19~24 平之间（近于 24 平）。再考虑到保障房财政负担约束后，预计 2035E 保障房建设上限为：存量面积占比 14%，增量面积占比 24%，仍需投资额 17.0 万亿元、对应年均投资额 1.4 万亿元、占比 2022 年财政收入 7.0%。在此基础上，再考虑收购存量还将助力商品房去库存，预计保障房对商品房市场量价影响可控。
- **投资分析意见：保障房建设以需定供，收购存量助力商品房，维持“看好”评级。**我们认为城中村改造+住房双轨制将是房地产行业破局关键。双轨制下保障房和商品房将共生共荣，其中预计保障房建设将以需定供，收购存量将助力商品房去库存，而商品房将有望打造高品质住宅成长新赛道，并预计优质产品力房企有望受益格局优化和品质提升双重 Alpha。我们维持房地产“看好”评级，1) 推荐优质产品力房企：A 股：滨江集团、华发股份、招商蛇口、建发股份、保利发展、新城控股、万科 A；H 股：建发国际、华润置地、越秀地产、中海发展、龙湖集团；2) 关注城改受益房企：越秀地产、城建发展、中华企业、天健集团；3) 关注受益保障房建设的代建企业：绿城管理。此外，维持物业管理“看好”评级，推荐：中海物业、保利物业、华润万象、万物云，关注：招商积余。
- **风险提示：销售和融资资金趋紧，城中村改造推进不及预期。**

投资案件

结论和投资分析意见

我们认为城中村改造+住房双轨制将是房地产行业破局关键。双轨制下保障房和商品房将共生共荣，其中预计保障房建设将以需定供，收购存量将助力商品房去库存，而商品房将有望打造高品质住宅成长新赛道，并预计优质产品力房企有望受益格局优化和品质提升双重 Alpha。我们维持房地产“看好”评级，1) 推荐优质产品力房企：A 股：滨江集团、华发股份、招商蛇口、建发股份、保利发展、新城控股、万科 A；H 股：建发国际、华润置地、越秀地产、中海发展、龙湖集团；2) 关注城改受益房企：越秀地产、城建发展、中华企业、天健集团；3) 关注受益保障房建设的代建企业：绿城管理。此外，维持物业管理“看好”评级，推荐：中海物业、保利物业、华润万象、万物云，关注：招商积余。

原因及逻辑

我们认为未来保障房的影响主要有四个方面：

1) 房地产行业将从住有所居转向住有宜居，住房需求将由过去的结构单一化演变成结构多元化；双轨制下保障房和商品房共生共荣，保障房建设以需定供、循序渐进，并收购存量将助力商品房市场去库存；

2) 1994 年首次房改和 2011 年十二五规划先后指出保障房覆盖达到 20%，但目前并未达到，并对比国际经验来看 20% 已是一个较高目标，保障房筹集或应以需定供、循序渐进，对商品房量价影响可控；

3) 目前我国存量保障房约 3,967 万套，保障房面积约 27.8 亿平，占比同期末存量住房的 8.1%；而 2021-23 年全国保障房供给占比同期住房供给的 9.7%，目前市场仍以商品房为主；

4) 我们预计未来保障房覆盖人均住房面积界限可能介于 19~24 平之间（近于 24 平），再考虑到保障房财政负担约束后，预计 2035E 保障房建设上限为：存量面积占比 14%，增量面积占比 24%，仍需投资额 17.0 万亿元、对应年均投资额 1.4 万亿元、占比 2022 年财政收入 7.0%。

有别于大众的认识

对于保障房政策的改革以及其对后续房地产市场影响，市场仍持有谨慎的态度，尤其在目前房地产行业处于困境时期，市场观点则更趋于悲观。而我们认为，双轨制下保障房和商品房共生共荣，保障房建设以需定供、循序渐进，并收购存量将助力商品房市场修复，源于：1) 首先，保障房和商品房是共生共荣的关系，保障房专注保障刚性需求，商品房合理满足改善性需求，前者的建设将为后者的市场化回归打开空间，而后的合理发展也为前者的建设提供更大支持；2) 其次，对比国际经验，保障房建设将以需定供、循序渐进，其中预计保障房供应增量占比和存量占比都将低于 20%，以免大幅扰动商品房市场的量价，从而破坏前述保障房和商品房共生共荣的关系；3) 此外，在目前房地产处于困境阶段，保障房筹集方式更趋多元化，新增收购存量商品房，也将有效推动房地产行业去库存，从而实现保障房助力商品房的修复。

目录

1. 双轨制体系：双轨制下保障房和商品房共生共荣.....	6
1.1 需求变化：住有所居转向住有宜居，需求结构更趋多元化.....	6
1.2 政策变化：我国住房单轨制供应体系转向双轨制供应体系.....	8
1.3 双轨制影响：住房双轨制下保障房和商品房共生共荣.....	12
2. 保障房政策：本轮政策改革创新，筹集方式新增收购.....	15
2.1 政策演变：保障房经历四大阶段，后续配售和配租并举.....	15
2.2 建设目标：保障房阶段性增量和存量目标曾设为 20%.....	19
2.3 筹集方式：保障房筹集新增收购存量，助力商品房去库存.....	22
3. 保障房现状：全国存量占比 8%，近阶段增量占比 10% 26	
3.1 存量：目前存量保障房 28 亿平，占比存量住房约 8%.....	26
3.2 增量：十四五新增保障房 6 亿平，占比增量住房约 10%.....	27
3.3 资金：09-22 年年均保障房支出占比财政收入约 1.2%.....	29
4. 保障房预测：料存量占比上限 14%，年均投资 1.4 万亿 30	
4.1 规模测算：料覆盖人均住房 19~24 平，年均新增 0.8~3.0 亿平	30
4.1.1 若保障房覆盖人均住房 19/24/29 平，则需新增 10/36/62 亿平....	30
4.1.2 若再考虑房价和现状后，保障房覆盖人均住房 19~24 平更合理 .	31
4.2 投资测算：预计保障房存量占比上限 14%，年均投资 1.4 万亿	33
5. 投资分析意见：保障房建设以需定供，收购存量助力商品房， 维持“看好”评级.....	36
6. 风险提示：销售和融资资金趋紧，城改推进不及预期.....	38

图表目录

图 1：各国户均住房套数对比	7
图 2：各国人均住房面积对比	7
图 3：人口结构“肥胖维度”持续上移	7
图 4：中国高等教育及高中阶段毛入学率	8
图 5：全国出生人数二孩及二孩以上占比持续提升	8
图 6：我国人均住房建筑面积	8
图 7：预计未来改善性需求为住宅需求主要贡献组成	8
图 8：我国保障房供应体系的历史沿革以及分类情况	11
图 9：目前住房供应中保障房存量占比和增量占比均较低	11
图 10：我国住房供应单轨制转向双轨制的影响推演	12
图 11：高品质住宅筛选	14
图 12：全国存量高品质住宅供应渗透率仅 24%	14
图 13：全国增量改善性住宅需求渗透率达 44%	14
图 14：我国主要保障房分类情况	16
图 15：1997-2010 年行业经济适用房投资额及占比住宅投资额	17
图 16：我国保障房保障思路和覆盖人群情况	17
图 17：租赁住房的城镇居民比例在 2020 年为 21%	20
图 18：OECD 国家自有住房和公共租赁住房比例	21
图 19：OECD 国家公共租赁住房比例	21
图 20：近期保障房收购存量商品房政策	22
图 21：2008-2018 年保障房（含棚改）分类占比	27
图 22：94-07 年、08-18 年、21-25E 保障房建设比例逐步下降	27
图 23：历年保障性安居工程支出占比公共财政收入	29
图 24：历年保障性安居工程支出具体构成	30
图 25：英国平均房价同比与保障房占比强负相关	33
图 26：韩国房屋购买价格同比与保障房占比强负相关	33
图 27：HDB 亏损金额及占比财政收入	35

表 1：近期住房双轨制相关政策表述汇总	9
表 2：我国主要保障房政策脉络	16
表 3：三类主要租赁类保障房差异	18
表 4：两类主要产权类保障房差异	18
表 5：我国关于保障房的历史提法表述	19
表 6：近期城市收储保障房政策情况	23
表 7：部分城市收购存量住房作保障房落地金额及套数	25
表 8：估算 1,000 亿国开行牵头收购保障房体量占比 8 城销量	25
表 9：关于不同阶段保障房建成套数的官方表述	26
表 10：全国及 35 城十四五保障房规划情况	28
表 11：三种情况下保障低居住面积家庭新增保障房面积	31
表 12：三种情况下保障低居住面积家庭新增保障房面积占比	32
表 13：三种筹集方式定性与定量对比	34
表 14：主流 AH 上市房企估值表	37
表 15：主流 AH 上市物业管理企业估值情况	37

1. 双轨制体系：双轨制下保障房和商品房共生共荣

1.1 需求变化：住有所居转向住有宜居，需求结构更趋多元化

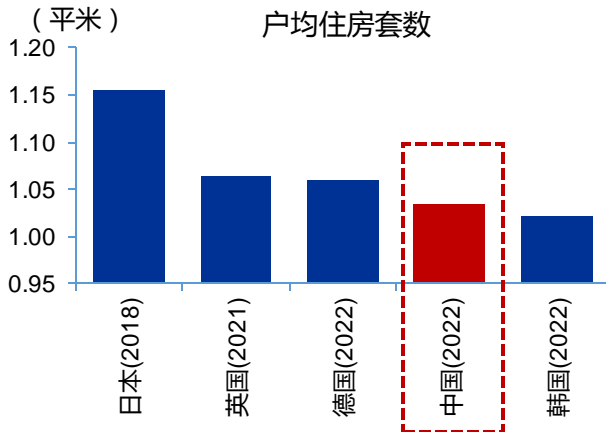
我们认为，随着户均住房套数逐步趋近于饱和，过去无差别的住房需求的高速释放将逐步有所放缓，但同时鉴于人均住房面积仍有较大提升空间，也意味着房地产市场将由“住有所居”逐步转向“住有宜居”，住房需求将由过去的结构单一化演变成结构多元化，商品房为主的住房单轨制供应体系已经无法满足结构多元化的住房需求，预计“商品房+保障房”并重的住房双轨制供应体系将是未来市场的大势所趋。

从总量来看，目前我国户均住房套数已逐步趋近于饱和，但我国人均住房面积仍有进一步提升空间，预示住房目标将由“住有所居”逐步转向“住有宜居”。一方面，按照七普数据估算，2022年末，我国户均住房套数达1.03套*，相比海外的1.02-1.19套已经趋近于饱和，从住的角度已逐步满足住有所居的条件，这预示未来住房需求中品质因素将更优先于数量因素；另一方面，按照1998年以后累计的商品住宅成交套数估算，我国户均商品住房套数(1998年以后)仅0.61套*，这部分差异代表着未来改善性需求的空间；此外，2020年末我国人均住房面积为30.3平米(使用面积口径)，仍显著低于日本的39平米、德国的46平米、瑞士的46.6平米、美国的66.9平米等，这意味着我国人均住房面积仍有进一步提升空间。

**注：1) 目前我国城镇家庭户数3.1亿户，估算2022年末家庭户存量住房面积321亿平米，假设按照套均100平米估算(2005-2022年商品住宅销售中，套均面积约110平米，但考虑到1998年之前套均面积更小，综合之下，我们谨慎假设存量套均面积100平米)，对应户均住房套数为1.03套；*

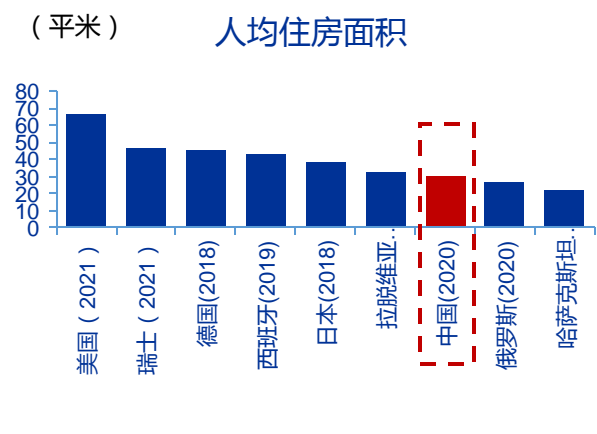
2) 根据统计局数据，2005-2022年商品住宅销售套数为1.8亿套，套均面积约110平米，并且假设1998-2005年套均面积110平米，估算1998-2005年商品住宅销售套数约0.1亿套，因此估算1998年以后累计的商品住宅成交套数约1.9亿套，按照七普数据中，城镇家庭户数3.1亿户，对应1998年以后户均商品住房套数为0.61套。

图 1：各国户均住房套数对比



资料：各国统计局，七普，申万宏源研究

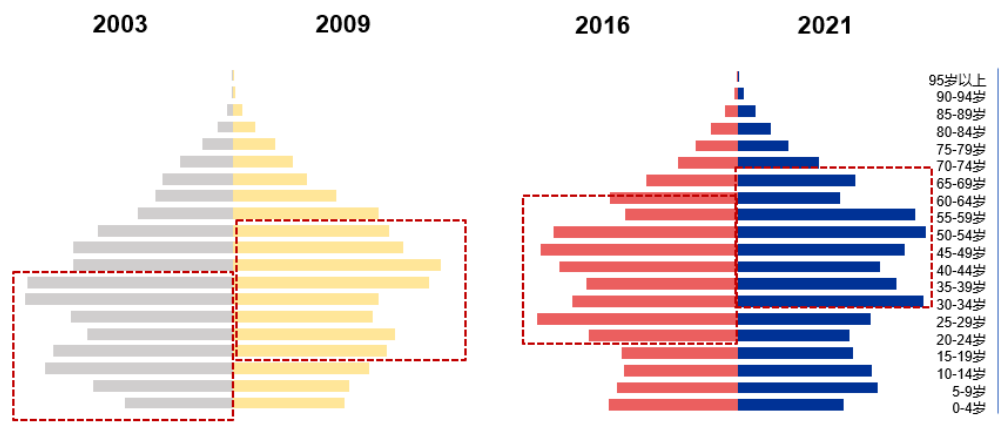
图 2：各国人均住房面积对比



资料：Wind，CEIC，各国统计局，申万宏源研究

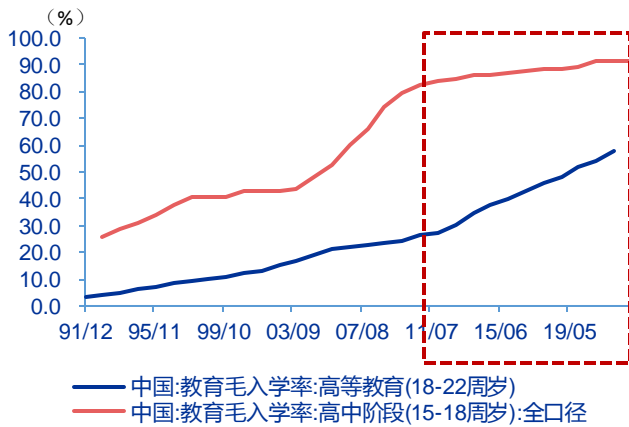
从结构来看，不同于早期以刚需为主的单一化住房需求结构，目前我国已进入到改善性需求释放的阶段，该阶段是以改善+刚需并存的住房需求结构。从年龄结构角度来看，40-59岁的年龄占比逐步提升，由2003年的25.7%提升至2021年的31.1%，对应的是70年代末-80年代末的高生育率阶段的出生人口；从受教育程度来看，1992-2021年，我国高中毛入学率从26.0%提升至91.4%；大学毛入学率从3.9%提升至57.8%。此外，持续了多年的独生子女政策逐步发生变化，在新生儿结构中二胎及以上占比由2010年的38%提升至2021年的55%，预计后续多孩家庭占比也会逐步提升，对于住房的房间数以及面积等方面会有更高的要求，而之前的产品与改善性需求的匹配度相对较低。值得注意的是，在改善性需求快速释放的同时，刚性住房需求的保障仍是重要关注点之一，因而更多元化的需求结构也需要更多元化的供应体系来满足。

图 3：人口结构“肥胖维度”持续上移



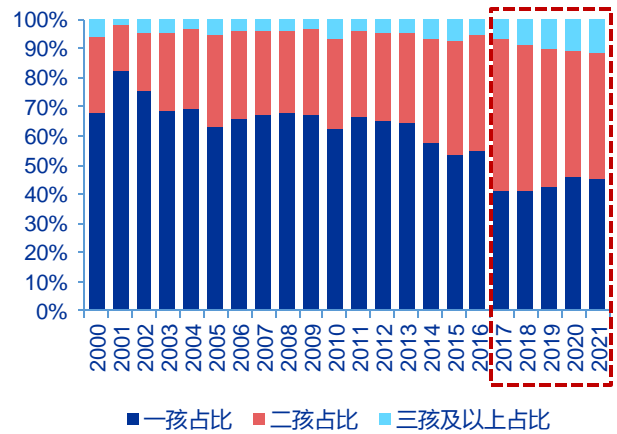
资料：Wind，统计局，申万宏源研究

图 4：中国高等教育及高中阶段毛入学率



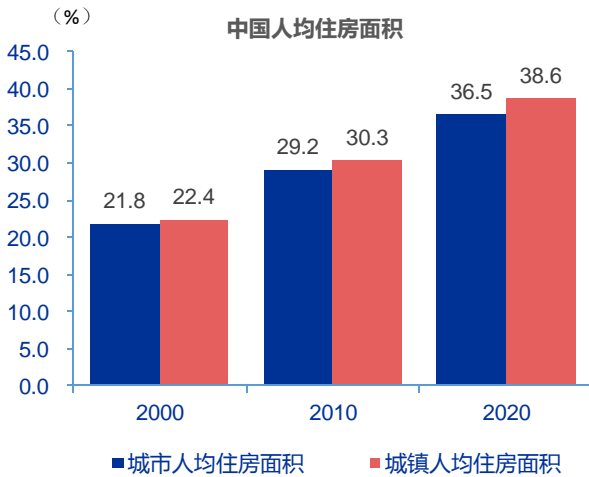
资料：Wind，第七次人口普查，申万宏源研究

图 5：全国出生人数二孩及二孩以上占比持续提升



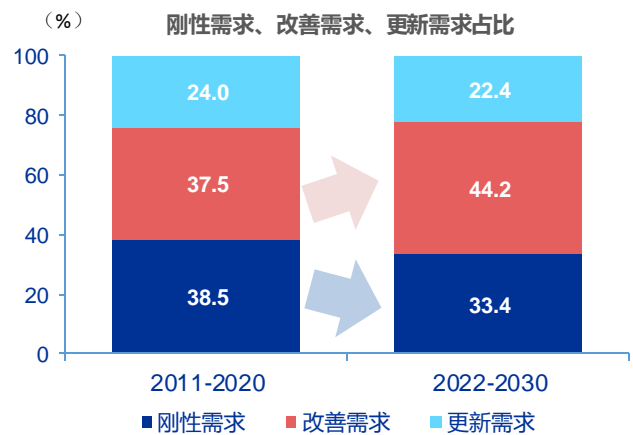
资料：Wind，第七次人口普查，申万宏源研究

图 6：我国人均住房建筑面积



资料：Wind，第七次人口普查，申万宏源研究

图 7：预计未来改善性需求为住宅需求主要贡献组成



资料：Wind，统计局，申万宏源研究

1.2 政策变化：我国住房单轨制供应体系转向双轨制供应体系

面对住房需求结构更趋多元化的背景，我国住房供应体系也将更加结构化，并且综合考虑近期政府多方面的政策出台，我们认为我国住房供应体系将由原来的以商品房为主的单轨制逐步转向“保障房+商品房”并重的双轨制，其中市场中不同层次的需求将由保障房和商品房分层次满足，从而推动房地产市场更健康发展。

从 2023 年以来多维度的房地产行业政策来看，我国住房供应体系将由单轨制转向双轨制的趋势越来越清晰。其中，

- 1) 商品房方面，过去我国房地产行业政策导向总体呈现了“住有所居”向着“住有宜居”转变，并且 2023 年中央政府和地方政府对于改善性商品房的限制政策正在逐步放松，将更好满足改善性需求。2023 年全年中，住建部部长倪虹多次强调建造好房子，并在全国住房城乡建设工作会议中明确表示要下力气建设好房子、在住房

领域创造一个新赛道。此外，4 月末住建部发文废止限墅令，9 月苏州取消 120 平以上限购，9 月成都取消 144 平以上限购，10 月连云港支持建设带院落住宅等，12 月京沪放松普宅认定标准。上述政策也意味着政府对于改善性需求和产品支持力度提升，也意味着商品房市场将逐步回归商品属性，也将更加市场化。

- 2) **保障房方面，2023 年中央政府推出 14 号文，战略高度定位保障性住房，要求用改革创新的办法推进建设。**2023 年 8 月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》（14 号文），9 月副总理出席规划建设保障性住房工作部署电视电话会，10 月，根据经济观察报报道，14 号文中明确两大目标：1) 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；2) 推动房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求。此后，被列入三大工程的保障房在中央金融工作会议、中央经济工作会议等会议中不断被重点提及，可见保障房建设的高度定位。

综上所述，鉴于中央战略高度定位保障性住房、同时又要求商品住房回归商品属性，此外叠加中央和地方对于改善型商品房的限制正在逐步放松，我们认为，我国以商品房为主的住宅单轨制供应体系将逐步过渡到“保障房+商品房”并重的住房双轨制体系。

表 1：近期住房双轨制相关政策表述汇总

时间	部门/城市	文件	主要内容
2023/4/28	住建部	《住建部关于废止和宣布失效部分行政规范性文件公告》	宣布《住房和城乡建设部关于别墅项目建设审批有关事项的通知》失效，该通知曾要求各省级住房和城乡建设部门要立即暂停办理本行政区域内有关别墅项目建设审批手续，同时，对已建、在建、在批、特批的别墅项目进行梳理。
2023/9/11	苏州	《关于促进全市经济持续回升向好的若干政策措施》	满足改善性住房需求，对于购买 120 平方米及以上商品住房不再进行购房资格审核。
2023/9/26	成都	《成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室关于进一步优化政策措施促进房地产市场平稳健康发展的通知》	调整住房限购措施，在限购区域范围内，购买 144 平方米以上（不含 144 平方米）住房，不再审核购房资格，更好满足居民改善型住房需求；优化土地供应方式，中心城区商品住宅用地实施“竞地价”拍卖，新出让土地所建商品住房由企业根据市场情况自主定价。
2023/10/17	连云港	《关于进一步促进住房消费活跃房地产市场的通知》	支持住宅产品多样化。根据市场需求稳步增加改善性住宅产品市场供应占比，支持发展带院落住宅、大平层住宅、“第四代”住宅等多样化住宅形式。放宽容积率计算规则，优化设计条件和建造标准。
2023/10/17	经济观察报		据经济观察报，9 月底，自然资源部已给各省市自然资源主管部门下发文件，内容包括：建议取消土地拍卖中的地价限制、建议取消远郊区容积率 1.0 限制等。济南、合肥、宁波、苏州、成都、西安等城市已落实，北京、上海等正在研究如何调整竞买规则。
2023/8/25	国常会	《关于规划建设保障性住房的指导意见》（14 号文）	审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》。会议指出，推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生、扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动房地产业转型发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。

2023/9/4	保障房电话会	规划建设保障性住房工作部署电视电话会	中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话。会议把规划建设保障性住房提升至中国式现代化战略全局高度。要坚持问题导向和目标导向，运用改革创新的办法着力解决好建多少、怎么建、资金怎么平衡、怎么配售、怎么管理等一系列重点问题，确保善作善成、实现可持续发展，更好满足人民群众“住有所居”的愿望。
2023/10/26	经济观察报	《关于规划建设保障性住房的指导意见》	据经济观察报，14号文明确了两大目标，一是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，放开手脚为美好生活奋斗”；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展。”
2023/10/31	中央金融工作会议		会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023/12/12	中央经济工作会议		持续有效防范化解重点领域风险。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”。
2024/1/5	央行、国家金融监督管理总局	《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》	文件指出，建立健全住房租赁金融支持体系，加大住房租赁开发建设信贷支持力度，满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求。对于企业和符合条件的事业单位依法依规批量购买存量闲置房屋用作宿舍型保障性租赁住房，专业化规模化住房租赁企业依法依规批量购买存量闲置房屋用作保障性或商业性租赁住房长期持有运营的，鼓励商业银行在风险可控、商业可持续、严格不新增地方政府隐性债务的前提下，发放住房租赁团体购房贷款。

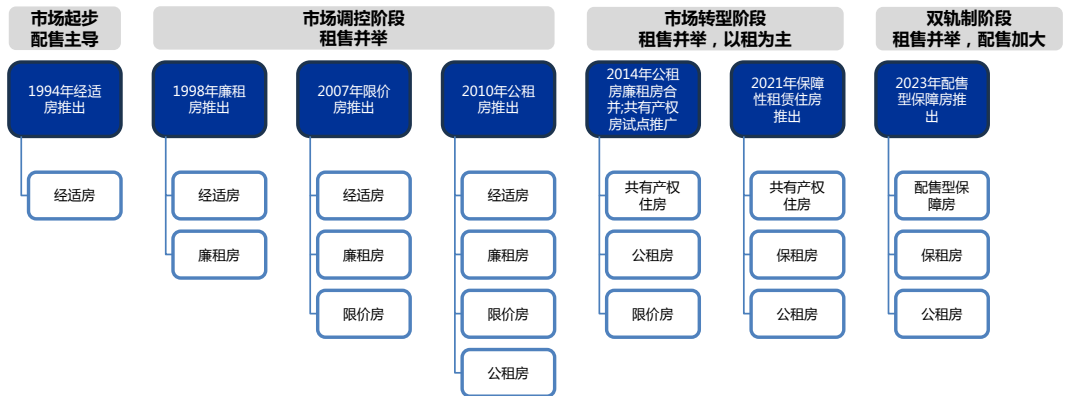
资料：政府官网，经济观察报，申万宏源研究

目前我国住房供应体系仍以商品房为主的单轨制体系，虽然我国保障房建设已有 30 年之久，但目前住宅供给中保障房占比仍比较低，其中保障房存量占比 8%和增量占比 10%。

在保障房存量占比方面，我们统计 2023 年末存量保障房（不含棚改）套数合计 3,967 万套（详细计算过程见 3.1 存量章节），按照套均面积 70 平米*估算，对应存量保障房（不含棚改）面积为 27.8 亿平米，占比 2023 年末存量住房面积 344 亿平米约为 8.1%。而在保障房增量占比方面，我们统计了 2021-2023 年全国保障房计划筹集套数合计为 563 万套*，按照套均面积 70 平米*估算，对应增量保障房（不含棚改）面积为 3.9 亿平米，占比 2021-2023 年住宅总供应面积（住宅销售面积+保障房计划筹集面积）40.5 亿平米约为 9.7%。

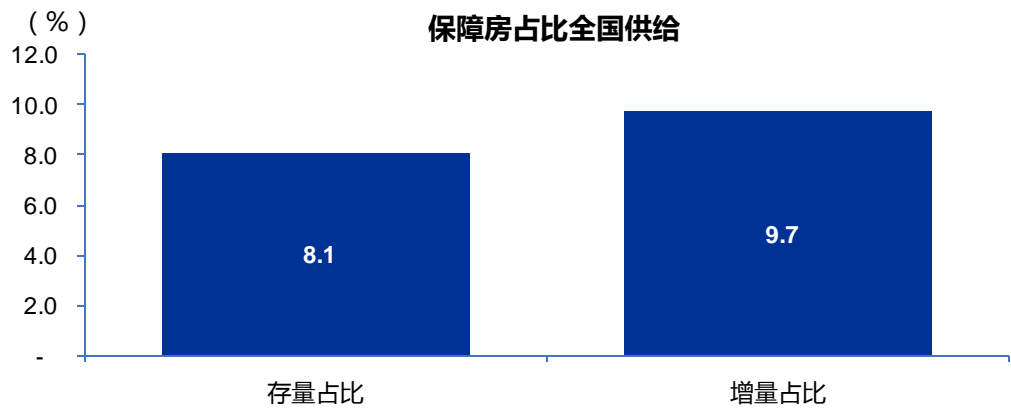
注：1）2021-2022 年保障房计划筹集套数为完成套数，2023 年为计划筹集套数；2）保障房套均面积估算为 70 平米。

图 8：我国保障房供应体系的历史沿革以及分类情况



资料：政府官网，中指院，申万宏源研究

图 9：目前住房供应中保障房存量占比和增量占比均较低

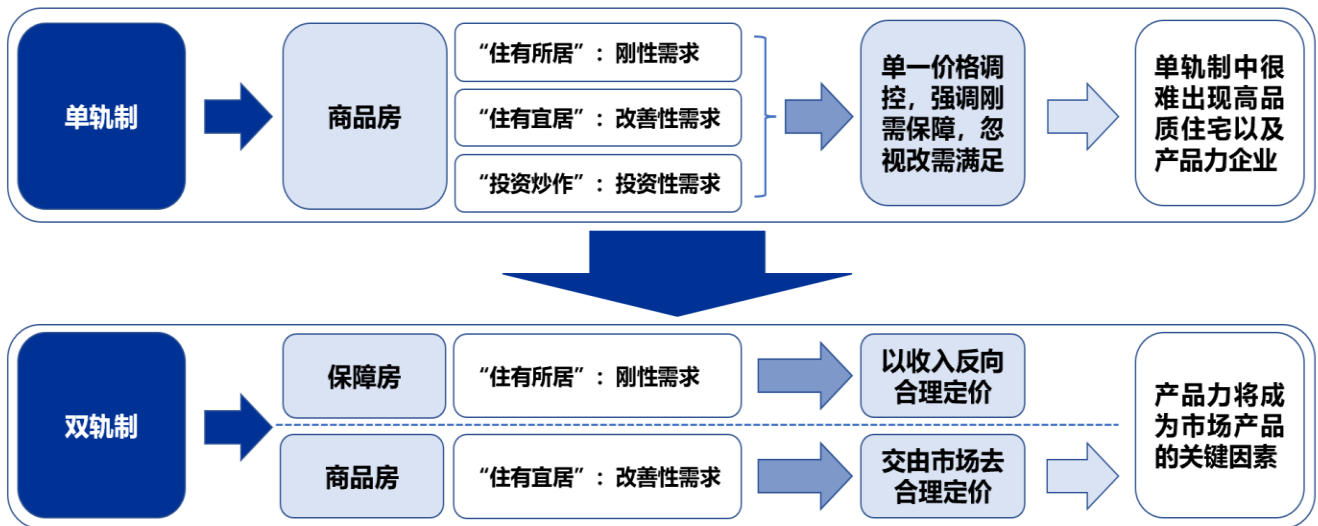


资料：统计局，各地政府官网，申万宏源研究

在原先的单轨制体系中，刚性需求并没有得到很好的保障，而改善性需求也没有得到合理的满足。在原先的单轨制住房供应体系下，虽然有保障房的存在，但由于占比过小以及制度不完善，原先的保障房供应无法满足居民的住房需求，尤其是中低收入家庭的刚性住房需求，而这些刚需也就被迫地被挤压到了商品房市场去实现“住有所居”的目标，并进而导致了商品房市场中混合了“住有所居”的刚性需求、“住有宜居”的改善性需求、以及“投资炒作”的投资性需求，也就意味着原来的商品房市场混合保障、商品和投资三大属性，导致政府难以对三大属性对应需求进行拆分并精准调控，但政府又为了通过商品房市场实现刚性需求的“住有所居”的目标，同时政府也难以界定改善性需求和投资性需求的边界，也就导致不敢轻易放松改善性需求以免更挤压刚性需求，综合之下政府无奈只能采取单一房价管控的方式来粗糙管理，造成了“跌了要维护、涨了要限制”政策调控逻辑，而在过去这类的调控过程中，过去房价波动依然较大导致了刚性需求并没有得到很好的保障，而改善性需求也没有得到合理的满足。

而未来双轨制体系中，“保障房+商品房”并重供应体系逐步形成，刚性需求和改善性需求将得到分类满足。在未来的双轨制住房供应体系中，随着保障房供应占比逐步且合理地提升，“保障房+商品房”并重供应体系逐步形成，这将有利于：一方面，刚性需求的“住有所居”将回归到保障房市场中来实现，并按照合理的房价收入比反向定价，不需要再通过笼统的价格调控来保护；另一方面，商品房市场也就能将保障属性分离出来、更专注于展现其商品属性，以此更好地满足改善性需求的“住有宜居”，与此同时商品房的价格体系则可以更大程度交由市场去定价，产品价格也将挂钩于产品品质，即使出现商品房价格上涨，也将推动土地出让收入以及税收收入提升，进而支持更多的保障房市场，住房供应体系也将更加完善。

图 10：我国住房供应单轨制转向双轨制的影响推演



资料：政府官网，申万宏源研究

1.3 双轨制影响：住房双轨制下保障房和商品房共生共荣

综上所述，一方面，需求方面，鉴于我国住房需求将由过去的结构单一化演变成结构多元化，另一方面，供给方面，鉴于近期我国政府对于住房供给端多方面的政策调整，因而我们认为我国住房供应体系将由原来的以商品房为主的单轨制逐步转向“保障房+商品房”并重的双轨制，其中市场中不同层次的需求将由保障房和商品房分层次满足，由此推动房地产行业更健康稳定发展，而住房双轨制也有望成为目前房地产困境破局关键。

并且我们认为，在未来住房双轨制阶段中，商品房和保障房不应是互相排斥的关系，两者更将是共生共荣的关系，并有望推动商品房和保障房两个子领域获得更有质量的成长，其中：

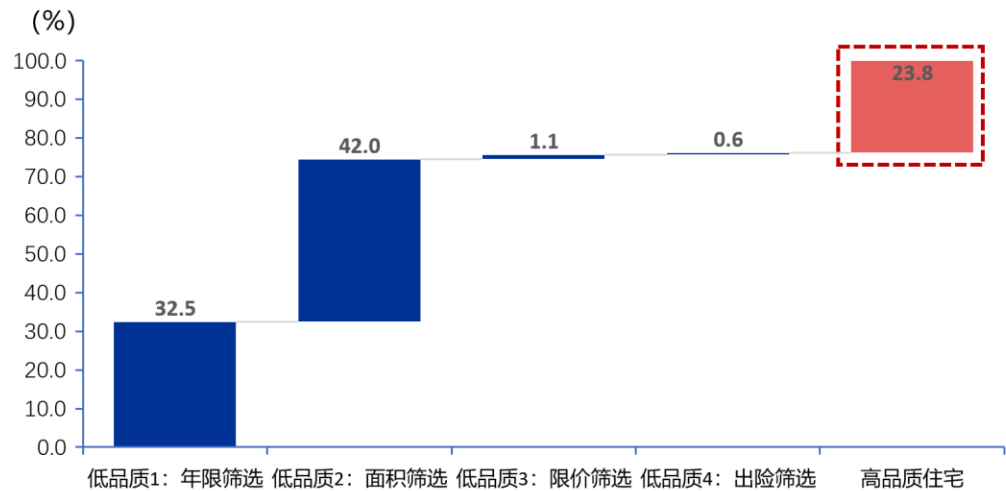
1) 关于商品房方面，根据我们在此前专题报告的分析*，我们认为，房地产市场进入住房双轨制新阶段，我国高品质住宅发展将迎来新机遇。源于：

一方面，我们认为，我国住房需求结构将出现分化，其中改善性需求对应的高品质住宅将迎来广阔成长空间，并且目前四大发展契机将进一步推动高品质住宅的发展浪潮，包括：1) 政策导向由住有所居转向住有宜居：2023 年以来“好房子”和“高品质住宅”等关键词被中央和地方高频提及，表明政府对高品质住宅的重视程度，甚至住建部要求“在住房领域创造一个新赛道”；2) 供给体系由单轨制转向双轨制：2023 年中央战略高度定位保障性住房，同时又要求商品住房回归商品属性，将推动我国住房供应逐步转向“保障房+商品房”并重的双轨制，而双轨制中产品力将成为市场竞争的关键因素；3) 需求主体逐步由刚需主导转向改善主导：近几年中，人口年龄结构上移、受教育程度提升、多孩家庭占比提升，将推动市场改善性需求逐渐爆发；4) 供给主体由快周转模式转向高品质模式：近几年中，需求端、土地端、政策端的综合变化，将推动房企由以刚需为主的快周转模式逐步转向以改善为主的高品质模式。

另一方面，我们认为，鉴于高品质住宅低渗透率和改善性需求逐步爆发等，预计我国高品质新赛道空间广阔，并预计优质产品力房企有望受益格局优化和品质提升双重 Alpha。供给端，通过七普和统计局数据，我们估算目前我国城镇住宅存量约 344 亿平，其中高品质住宅合计约 82 亿平、渗透率约 24%。需求端，我们估算 2022-30 年改善占比达 44%，这意味着后续高品质住宅渗透率提升空间广阔，并估算 2022-30 年改善年均达 6 亿平，对应规模 6.5-8.3 万亿，这意味高品质新赛道空间广阔。此外，我们认为，我国住房需求中枢仍有支撑，预计未来房地产总量将呈现弱复苏，这意味着后续行业 Beta 有望稳定，同时预计行业结构分化加大，这也将孕育结构中出现 Alpha 成长机遇，包括供给出清后的格局优化和高品质住宅渗透率提升，并预计优质房企将拥有两大 Alpha 成长性：一方面，优质房企受益格局优化红利，可享受销售集中度的进一步提升；另一方面，优质房企凭借产品力优势，可享受高品质住宅渗透率的进一步提升。

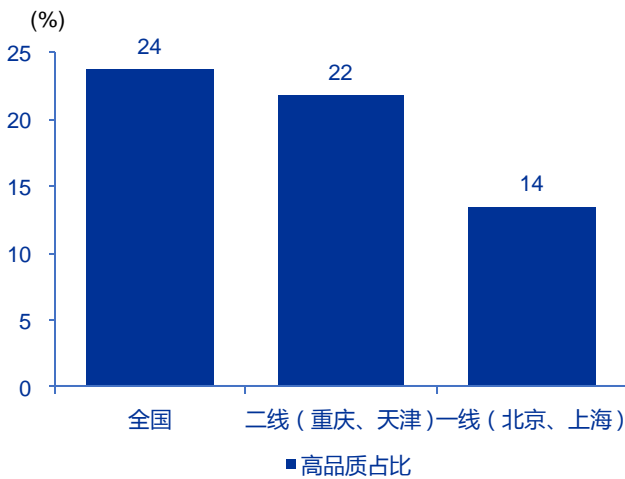
注 申万房地产团队于 2024 年 1 月 21 日发布了《中国住房需求总量及结构趋势研究之三：高品质住宅，成长新赛道》。

图 11：高品质住宅筛选



资料：Wind，统计局，申万宏源研究

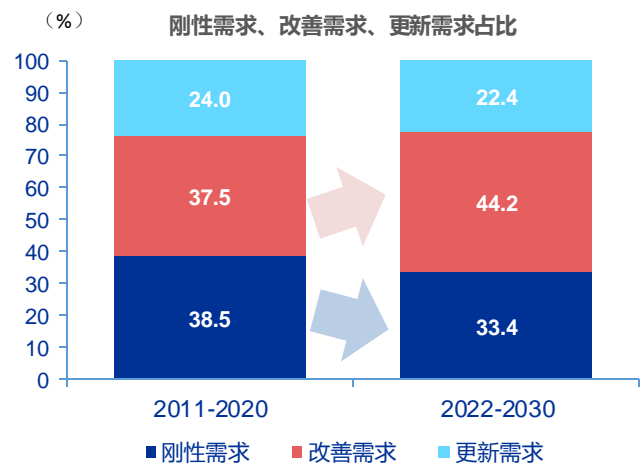
图 12：全国存量高品质住宅供应渗透率仅 24%



资料：Wind，七普，统计局，申万宏源研究

注：数据均为截至 2023 年末。

图 13：全国增量改善性住宅需求渗透率达 44%



资料：Wind，统计局，申万宏源研究

2) 关于保障房方面，对于保障房政策的改革以及其对后续房地产市场影响，市场仍持有谨慎的态度，尤其在目前房地产行业处于困境时期，市场观点则更趋于悲观。

而我们认为，双轨制下保障房和商品房共生共荣，保障房建设以需定供、循序渐进，并收购存量将助力商品房市场修复，源于：1) 首先，保障房和商品房是共生共荣的关系，保障房专注保障刚性需求，商品房合理满足改善性需求，前者的建设将为后者的市场化回归打开空间，而后者的合理发展也为前者的建设提供更大支持；2) 其次，对比国际经验，保障房建设将以需定供、循序渐进，其中预计保障房供应增量占比和存量占比都将低于 20%，以免大幅扰动商品房市场的量价，从而破坏前述保障房和商品房共生共荣的关系；3) 此外，在目前房地产处于困境阶段，保障房筹集方式更趋多元化，新增收购存量商品房，也将有效推动房地产行业去库存，从而实现保障房助力商品房的修复。

因而，在本文中，我们将详细讨论以下内容：保障房的政策演变、建设目标、筹集方式；保障房的目前存量、未来增量、资金；保障房保障不同类型人群对行业销售面积和投资额的影响等，从而分析未来保障房发展对于房地产行业的影响。

2. 保障房政策：本轮政策改革创新，筹集方式新增收购

2.1 政策演变：保障房经历四大阶段，后续配售和配租并举

90年代初以来，我国住房保障体系经历过多次调整。经适房、廉租房、限价房、公租房、共有产权住房等各类保障性住房先后出现，不断推进我国住房保障体系的演变与完善。

从发展历程来看，我国保障房主要分为产权类（配售）和租赁类（配租）两类（这里我们不讨论棚改实物保障房）。自1994年首次房改以来，我国保障房已发展近30年，其中产权类的保障房包括经济适用房、共有产权房等，租赁类的保障房包括廉租房、公租房、保障性租赁住房等；主要分为4个阶段：

1、1994-2005年：配售型保障房主导（经济适用房为主）。行业经适房投资额占比在1999年达到最高，是住宅投资额的17%，但2003年后开始大幅下降，2010年停止公布。

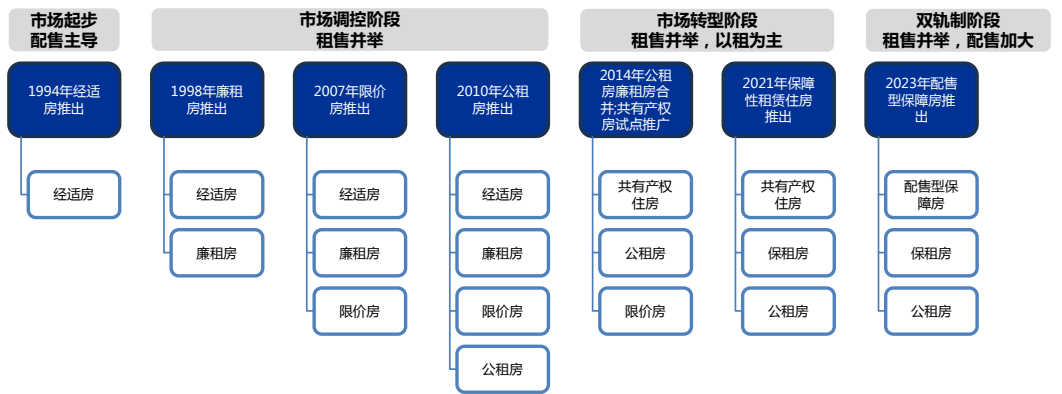
2、2006-2014年，低收入配租型保障房占主导（廉租房、公租房为主）。廉租房和公租房先后成为保障房供应体系的重心，二者从2014年开始并轨，统称为公租房。

3、2015-2023年，中等收入配租型保障房主导（保障性租赁住房为主）。2015年底，中央经济工作会议即首次提及发展住房租赁市场，并强调“租购并举”；2017年7月，住建部等九部委联合发文支持租赁市场，并选取广州、深圳、南京等12个城市作为首批开展住房租赁试点的人口净流入城市。

4、2024年及以后，配售和配租并举。14号文指出，要建设配售型保障性住房，重点针对住房有困难且收入不高的工薪收入群体、政府引进人才以及户籍无房“夹心层”，按保本微利原则配售。

因此，保障房体系从早期以配售型保障房主导的模式、逐步转变到中期的兼顾配售型和租赁型保障房的租售并举模式、再过渡到近期“租售并举、以租为主”的模式，未来预计将保持租售并举模式、但将加大配售型保障房的占比。

图 14：我国主要保障房分类情况



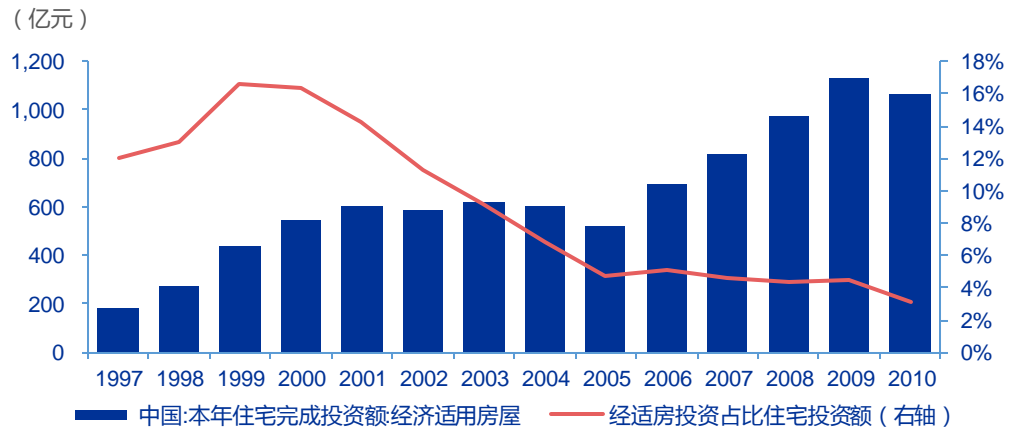
资料：政府官网，中指院，申万宏源研究

表 2：我国主要保障房政策脉络

年份	政策文件	标志	保障房体系	具体内容
1994	《关于深化城镇住房制度改革的决定》	经济适用房推出	经济适用房	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。
1988	《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》	廉租房推出	经济适用房+廉租房	建立和完善以经济适用住房为主的住房供应体系。对不同收入家庭实行不同的住房供应政策。最低收入家庭租赁由政府或单位提供的廉租房；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。
2007	《关于印发北京市廉租房、经济适用住房家庭收入、住房、资产准入标准的通知》	两限商品房推出	经济适用房+限价房+廉租房	申请经适房要求的1、2、3人户家庭年收入分别须在2.27、3.63、4.53万元以下。
2010	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》	公租房推出	经济适用房+限价房+公租房+廉租房	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。大力发展公共租赁住房，是完善住房供应体系，培育住房租赁市场，满足城市中等偏下收入家庭基本住房需求的重要举措，是引导城镇居民合理住房消费，调整房地产市场供应结构的必然要求。
2014	《关于公共租赁住房和廉租房并轨运行的通知》	公租房廉租房合并, 共有产权房试点推广	限价房+共有产权房+公租房	从2014年起，各地廉租房(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年3月27日，住建部将淮安与北京、上海、深圳等城市一起确定为全国共有产权房住房试点城市。
2021	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	保障性租赁住房推出	共有产权房+公租房+保障性租赁住房	新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，需加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权房为主体的住房保障体系。
2023	《关于规划建设保障性住房的指导意见》	配售型保障房推出	配售型保障房+公租房	规划建设保障性住房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。更好发挥政府作用，尽快补齐保障性住房建设短板，提高保障性住房在住房总供给中的比例，不断满足工薪收入群体的基本住房需求。

资料：政府官网，申万宏源研究

图 15 : 1997-2010 年行业经济适用房投资额及占比住宅投资额

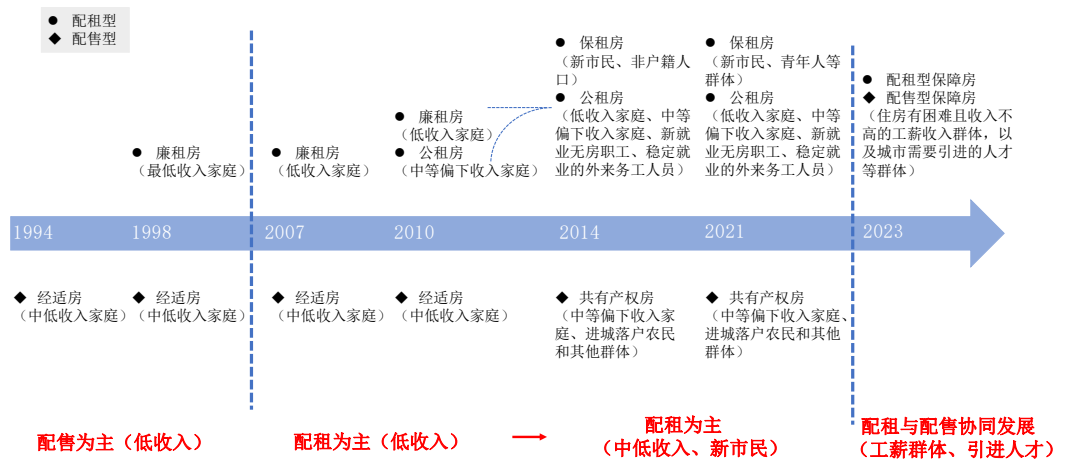


资料 : Wind , 申万宏源研究

从发展过程来看,可以总结出保障房政策演变的三大特点:

- 保障人群范围持续上移:**最开始的经济适用房主要面对低收入人群,后续公租房(包括廉租房)主要针对中低收入人群,近期保租房以及配售型保障房则主要针对人口流入的大中城市的中等收入人群(新市民、青年、工薪群体),也体现了居民对于住房的需求层次不断提升。
- 保障产品体系持续更迭:**从经济适用房的“有房产”到公租房(包括廉租房)的“住有所居”,再到兼顾房产和居住需求的保租房和配售型保障房,保障房产品体系在不断更新、迭代、扩大覆盖范围。
- 保障供应效率持续提升:**早期经济适用房和公租房(包括廉租房)在申请条件、价格、封闭周转等机制方面仍需商榷,因此后续的保租房和配售型保障房将进一步提升运营效率,并且在目前行业低迷的情况下起到收购去库存的作用,保障供应效率持续提升。

图 16 : 我国保障房保障思路和覆盖人群情况



资料 : 政府官网, 申万宏源研究

表 3：三类主要租赁类保障房差异

	廉租房	公租房	保租房
持有房产限制	当地无房	当地无房	结合通勤距离因素考虑无房界定(上海)
保障对象	城镇最低收入家庭	城镇中等偏下收入住房困难家庭、新就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员	新市民、青年人等群体
配租标准	如北京同性单亲家庭只能租一居室	如南京人口在 3 人及以上的, 配租二居室	优先保障本市无房对象, 后常态化配租
户籍	当地城镇常住户籍	当地城镇常住户籍/公积金/社保证明	无
人均住房面积限制	如上海 7.5 平, 杭州 15 平	如北京、上海均为 15 平	部分城市限制, 如上海为 15 平
收入及资产限制	如上海 3 人及以上家庭人均年可支配收入低于 5 万元、人均财产低于 15 万元	如北京人均月收入低于 2400 元, 4 人家庭资产不超过 76 万元, 但部分城市不设(上海)	无
轮候时间限制	无	不超过 5 年	无
租金限制	一般补贴后二线城市单价 2 元/月/平左右	同地段同品质市场租赁住房租金的 50%-70%	同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下, 年租金增幅不高于 5%
租赁期限	无	如上海一人公租房总累计不超过 6 年, 杭州一次不超过 5 年	无
面积段	一般 50 平以下	一般 60 平以下	一般 70 平以下

资料：政府官网，申万宏源研究

表 4：两类主要产权类保障房差异

	经济适用房	共有产权房
持有房产限制	无房或现房面积低于市、县人民政府规定的住房困难标准(如北京家庭人均住房使用面积 10 平及以下)	大多要求当地无房, 部分城市家庭人均住房面积低于一定标准且同时满足其他条件时亦可申请(如上海本市户籍家庭人均住房面积低于 15 平(含)、非本市户籍无房)
保障对象	城市低收入住房困难家庭	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
配售标准	如北京二人及以下户配售一居室, 三人户最大配售两居室, 四人及以上户最大配售三居室	如上海非本市户籍家庭人数为 2 人或 3 人的, 可购一套二居室; 人数为 4 人及以上的, 可购一套三居室
户籍	具有当地城镇户口	大多无户籍限制, 其他城市(如深圳)限制本市户籍
收入及资产限制	如北京 3 人家庭, 家庭年收入 45,300 元及以下; 家庭总资产净值 36 万元及以下	如上海要求 3 人及以上家庭人均年可支配收入低于 7.2 万元(含)人均财产低于 18 万元(含)
售价限制	以保本微利为原则确定价格, 房企开发的经适房项目利润率按不高于 3% 核定; 市、县人民政府直接组织建设的经适房只能按成本价销售, 不得有利润。可统计部分二线城市经适房价格是周边商品房市价的 20%-50%。	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房的价格为原则定价。可统计部分一二线城市共有产权房价格是周边商品房市价的 50%-80%(包括人才共有产权房)。
面积段	60 平左右	90 平以下为主

转售限制	1) 不满 5 年不得直接上市交易；购房人因特殊原因确需转让，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；	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；
	2) 满 5 年后，转让时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相关价款，具体交纳比例由市、县人民政府确定，政府可优先回购；购房人也可以按照政府所定的标准向政府交纳土地收益等相关价款后，取得完全产权。	2) 购买不满 5 年不得上市交易。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； 3) 承购人增购、上市出售或政府回购的价格，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。

资料：政府官网，申万宏源研究

2.2 建设目标：保障房阶段性增量和存量目标曾设为 20%

从过去保障房计划来看，保障房建设曾设置过存量和增量占比阶段性目标是 20% 左右。1994 年，国务院发布《关于深化城镇住房制度改革的决定》（国发〔1994〕43 号）开启首次“房改”，其中指出，“经济适用住房要占 20% 以上”；后续 2011 年的十二五规划指出，“全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右。”

表 5：我国关于保障房的历史提法表述

时间	文件名	内容
1994/7/18	《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》	加快经济适用住房的开发建设，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。
1996/3/17	《中华人民共和国国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标纲要》	加快城市住宅建设，实施安居工程，大力建设经济实用的居民住宅。推进城镇住房制度改革，促进住房商化，发展住房金融和保险，培育住房建设、维修、管理服务市场。
2001/3/15	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》	加大以经济适用住房为重点的住房建设力度，建立廉租房供应保障体系。
2006/3/14	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	健全普通商品住房与经济适用住房、廉租房相结合的城镇住房供应体系。
2011/3/16	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	加快构建以政府为主提供基本保障、以市场为主满足多层次需求的住房供应体系。对城镇低收入住房困难家庭，实行廉租住房制度。对中等偏下收入住房困难家庭，实行公共租赁住房保障。对中高收入家庭，实行租赁与购买商品住房相结合的制度。多渠道筹集廉租房房源，完善租赁补贴制度。重点发展公共租赁住房，逐步使其成为保障性住房的主体。加快各类棚户区改造，规范发展经济适用住房。建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户）， 全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右。
2016/3/17	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	构建以政府为主提供基本保障、以市场为主满足多层次需求的住房供应体系，优化住房供需结构，稳步提高居民住房水平，更好保障住有所居。将居住证持有人纳入城镇住房保障范围。统筹规划保障性住房、棚户区改造和配套设施建设，确保建筑质量，方便住户日常生活和出行。多渠道筹集公共租赁住房房源。实行实物保障与货币补贴并举，逐步加大租赁补贴发放力度。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/805221102324011113>