内地房地产周度观察

住房保障体系的启示与发展

香港：近半家庭居于公营房屋，运营较为市场化。香港公营房屋主要包括公营租住房屋（主要为公屋，针对低收入人群的居住需求）及资助自置居所房屋（主要为居屋，针对中低收入人群的置业需求），2021 年 Q3 香港家庭住户约 31.0%/15.4%居住于公营租住房屋/资助自置居所单位，相应房屋均具备明确的准入门槛（如收入及净资产要求）和退出机制。**香港公营住房的运营建设相对市场化：1）参与主体**：规划安排以政府为主导，代建、私人发展商、物管企业等可参与项目建设和运营；**2）土地来源**：政府划拨、开拓新城镇、私人开发商捐地等；**3）资金来源**：由财政资金转向市场运作，来源包含财政资金、公屋租金及配套设施出租收入、分拆出售资产（领展）等。**香港私人住宅高度市场化的属性使居屋的建设规模在 2002 年后大幅下滑**，因居屋业主购房满 5 年、缴付补偿后即可将居屋于公开市场交易，冲击私人住宅市场；目前，香港政府**拟延长将新建居屋于公开市场交易的限售期至 15 年**、并将**通过发展北部都会区等在未来十年兴建 33 万个公营房屋单位（占 2021 年公营房屋单位总数约 26%）**，通过完善双轨制和提升供给等方式进一步保障居民的住房需求。

新加坡：政府组屋以售为主，中央公积金制度提供建设融资。新加坡对居民住房的保障逐步由中低收入群体升级至中等收入人群、由租赁为主转为出售为主，2020 年 78.7%的家庭住户居住于政府组屋中、政府组屋住房自有率约 90%。与香港类似，新加坡保障住房政策亦根据居民的身份及购房或租赁需求提供了不同类型的房屋，并设立了相应的准入和退出条件。从运营模式上看，**新加坡的公营房屋建设更以政府为主导：1）参与主体**：政府机构建屋发展局（HDB）承担丰富职能，私人企业参与相对较少；**2）土地来源**：HDB 可依法以低价强制征地建设组屋，部分组屋建设与新镇发展相辅相成；**3）资金来源**：中央公积金制度为组屋建设提供大规模、低成本资金。

我国住房保障体系顶层设计明确，保障性租赁住房建设提速有望拉动经济增长。我国的住房保障体系以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体，“十四五”期间部分人口净流入城市的保障性住房建设将以解决新市民及青年人阶段性住房问题的保障性租赁住房为主（期内 40 个重点城市初步计划新增 650 万套保障性租赁住房，根据假设及测算 2022 年全国保障性租赁住房投资预计拉动房地产开发投资约 2.3%、有望对经济增长带来提振）。香港和新加坡保障性住房的发展能够为我国提供多方面的启示：**1）国营企业与市场力量共同参与，提升建设强度及效率**：香港公营住房建设初期“私人参建计划”等有效提升了香港公营住房的建设速度；**2）新区发展、存量优化提供建设用地**：香港、新加坡的公营住房建设均与新镇发展相辅相成，同时二者均通过对存量保障性住房的拆除重建提升了开发强度和住宅质量；**3）政府划拨等降低土地成本**：香港公营住房建设用地主要来自于政府划拨、新加坡可依法低价强制征地建设组屋，降低了保障性住房的建设成本；**4）创新融资方式和金融支持**：香港通过分拆部分公营住房资产上市筹资、新加坡中央公积金制度有效提升了公积金的使用效率，我国或亦有望通过 REITs 融资、强化金融支持力度等方式进一步丰富保障性住房建设的资金来源。

风险提示：调控政策及疫情防控存不确定性；保障性住房建设进度不及预期。

强于大市

(维持)

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4660
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

洪宁蔚
联系人
+852 3958 4600
Sabrinahong@cwghl.com

目录

1. 香港：近半家庭居于公营房屋，运营建设较市场化.....4

1.1 公营租住房屋：服务低收入群体，严格限制收入及资产上限.....4
1.2 资助自置居所：满足中低收入群体购房需求，受商品房市场影响.....7
1.3 香港公营房屋的参与主体与运营模式.....9

2. 新加坡：政府组屋以售为主，中央公积金制度提供建设融资.....10

2.1 政府组屋为住房主体，满足居住及置业需求.....10
2.2 新加坡公营房屋的参与主体与运营模式.....14

3. 中国：顶层设计逐步明晰，商业模式更趋完善.....15

图表目录

图 1：香港近半家庭住户居住于公营房屋.....4
图 2：公营房屋占香港房屋单位总数约 44%.....4
图 3：石硤尾寮屋通常以木板及铁皮等建成.....5
图 4：石硤尾大火后，香港政府于原址兴建公共住房.....5
图 5：香港私人住宅价格 1997 年起大幅下跌.....8
图 6：2002 年后新落成居屋数量大幅下降.....8
图 7：组屋为新加坡居民的主要住房类型.....10
图 8：组屋住户中居住于四室及以上的家庭户占 69.3%.....10
图 9：组屋建设带动新加坡住房自有率快速提升.....12
图 10：新加坡拥有住房产权的居民家庭占比较高.....12
图 11：1980 年后居住于大户型组屋的家庭占比快速提升.....12

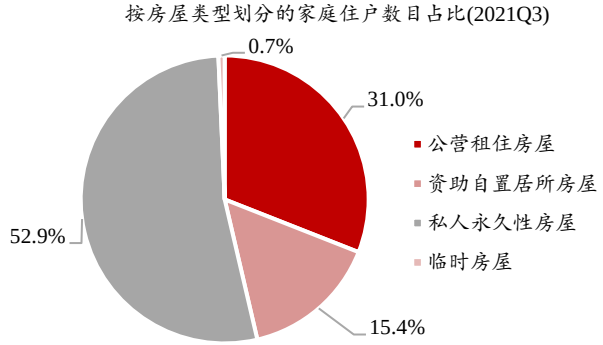
表 1：香港对按家庭规模对公屋申请者设立了明确的收入及净资产要求.....6
表 2：对不再符合申请条件的公屋租户，香港政府设立了相应的退出措施.....6
表 3：香港公屋单位租金远低于私人住房.....7
表 4：香港“居者有其屋计划”亦设置了明确的申请资格准则.....8
表 5：新加坡住房保障受益群体不断扩大，由租赁为主转向出售为主.....11
表 6：新加坡分别对不同类型的保障性住房设立了相应的购买条件.....13
表 7：新加坡分别对不同类型的保障性住房设立了相应的租赁条件.....13
表 8：租赁组屋价格根据出租房屋类型、申请者申请次数，租金价格差别较大.....14
表 9：我国住房保障体系以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体.....16
表 10：“十四五”期间重点城市将重点建设保障性租赁住房.....16
表 11：多个省市明确“十四五”期间保障性租赁住房筹集量化目标.....17

表 12：估测 2022 年保障性租赁住房投资拉动房地产开发投资约 2.3%.....18

1. 香港：近半家庭居于公营房屋，运营建设较市场化

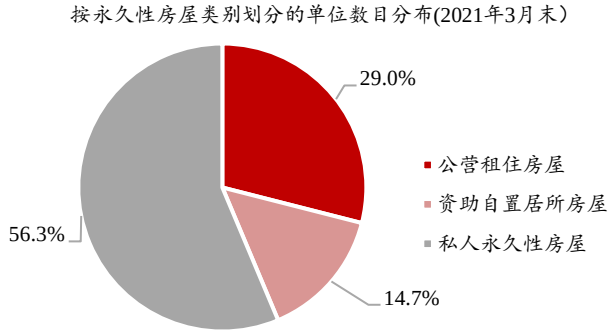
香港政府分别提供租住和出售房屋单位，目前香港近半家庭住户居住于公营房屋。香港的公共住房政策发展较早，近三十余年来公营住房解决了香港超过 40%人口的住房需求，使居住于天台建筑物、木屋、走廊等临时房屋的家庭住户占比大幅下降。根据香港政府统计处的数据，1985 年一季度末至 2021 年三季度末，居住于临时房屋的家庭住户占比由 8.7%下降至 0.7%、居住于公营永久性房屋的家庭住户占比则由 39.8%提升至 46.4%。公营租住房屋为公营房屋的最大组成部分，2021 年三季度末约 31.0%家庭住户居住于公营租住房屋（主要为房委会公屋单位）、15.4%居住于资助自置居所单位（主要为居屋单位）。从房屋数量上看，截至 2021 年 9 月末，香港公营永久性房屋达到 127.8 万套，其中公营租住房屋/资助自置居所分别达 84.4/42.8 万套，占香港房屋单位总数的 29.0%/14.7%。

图 1：香港近半家庭住户居住于公营房屋



数据来源：香港政府统计处，中达证券研究

图 2：公营房屋占香港房屋单位总数约 44%



数据来源：香港政府统计处，中达证券研究

1.1 公营租住房屋：服务低收入群体，严格限制收入及资产上限

香港的公共租赁住房建设起步于 1954 年的救灾，并逐步转向解决低收入群体的居住需求。1）石硤尾火灾后政府首次兴建徙置大厦安置灾民：1954 年，香港政府首次出资建设公共房屋，用以临时安置因石硤尾寮屋区大火而失去住所的灾民。当年建成的房屋结构由两层高的平房提升至六层高的第一型徙置大厦，尽管其面积较小（每名成年人获分配面积约 24 平方呎、当时香港法定每人最小

生活空间面积为 35 平方呎）、内部设施有限（洗手间等为公用），但十年后已有 50 万人入住徙置大厦。**2）香港政府推出“廉租屋计划”满足低收入家庭居住需求：**1954 年，香港成立香港屋宇建设委员会，为中下收入家庭兴建廉租屋，并于 1961 年正式推出“廉租屋计划”、提供较徙置屋邨质量更高的租住房屋。随着大量救灾房屋和廉租屋的建设，1965 年，公共屋邨住户人口已达 100 万；截至 2021 年二季度，约 221 万人居住于约 84.3 万个公屋单位中。

图 3：*石硤尾寮屋通常以木板及铁皮等建成*

数据来源：香港房屋委员会，中达证券研究

图 4：*石硤尾大火后，香港政府于原址兴建公共住房*

数据来源：香港房屋委员会，中达证券研究

申请资格及退出机制：为使公屋能够编配予有需要人士，香港政府设立了较为明确的准入门槛。目前，香港政府通过公屋为没有能力租住私人住房的低收入家庭提供帮助，截至 2021 年 9 月末的 12 个月中，获编配入住公屋的一般申请者平均轮候时间约为 5.9 年。为使公屋能够编配予真正有需要的居民，香港政府对申请者资格设立了明确且完善的标准。一般家庭申请者除需符合基本申请资格（如年满 18 岁、配屋时至少一半家庭成员在香港住满 7 年且所有人员在香港居住、在香港无拥有住宅类物业的任何权益等）外，还需满足严格的收入及净资产要求（如 2021 年 1 人一般家庭每月最高收入 12940 元、约低于香港雇员每月工资中位数约 30%），一旦公屋租户不满足前述规定条件，则需迁离公屋单位或缴交更多租金等。

表 1：香港对按家庭规模对公屋申请者设立了明确的收入及净资产要求

家庭/住户人数	一般家庭		非亲属关系的长者住户	
	每月最高收入（港元）	净资产限额（港元）	每月最高收入（港元）	净资产限额（港元）
1 人	12,940	266,000	NA	NA
2 人	19,550	360,000	23,460	720,000
3 人	24,410	469,000	29,290	938,000
4 人	30,950	548,000	37,140	1,096,000
5 人	37,180	609,000	44,620	1,218,000
6 人	40,840	659,000	49,010	1,318,000
7 人	46,770	703,000	56,120	1,406,000
8 人	52,310	737,000	62,770	1,474,000
9 人	57,710	815,000	69,250	1,630,000
10 人或以上	62,980	878,000	75,580	1,756,000

数据来源：香港房屋委员会，中达证券研究；注：2021 年 4 月 1 日起生效版本；2020 年 5-6 月香港雇员每月工资中位数为 18400 港元

表 2：对不再符合申请条件的公屋租户，香港政府设立了相应的退出措施

情形		基本原则
公屋住户家庭入息超逾现行公屋入息限额五倍/家庭总资产净值超逾现行公屋入息限额 100 倍/不作出申报		迁离其公屋单位
在香港拥有住宅物业的公屋住户		迁离其公屋单位
香港并无拥有住宅物业，而家庭入息和资产净值未超出指定的入息及资产净值水平的住户	家庭入息超逾现行公屋入息限额 2 倍但不高于 3 倍	缴交 1.5 倍净租金另加差饷
	家庭入息超逾现行公屋入息限额 3 倍但不高于 5 倍	缴交 2 倍净租金另加差饷
	须迁出公屋单位而有暂时住屋需要的住户	可申请于该单位暂居不超过 12 个月，暂居期间缴交相等于 2 倍净租金另加差饷或市值租金的暂准证费、以较高者为准

数据来源：香港房屋委员会，中达证券研究

租金水平：公屋远低于私人房屋，政府为部分租户提供租金补贴。香港公屋单位的租金远低于私人房屋租金，例如，根据香港房委会的数据，2011/2016/2021 年位于香港岛的房委会公屋单位在当年 3 月末按室内楼面面积计算的单位租金分别为 46/55/74 港元/平方米，相同年份位于香港岛的 70 平米以下私人房屋按实用面积计算的第一季平均月租则分别为 287/377/401 港元/平方米。另外，香港政府也为部分低收入群体提供租金援助，如低于公屋收入限额 50%的非长者家庭可获减一半租金等，能够进一步减轻暂时有经济困难的公屋租户的住房压力。

表 3：香港公屋单位租金远低于私人住房

	2011	2016	2021
房委会公屋单位租金(港元/平方米，室内楼面面积)			
香港岛	46	55	74
九龙	49	61	83
新界	40	49	66
70 平米以下私人永久性房屋租金(港元/平方米，实用面积)			
香港岛	287	377	401
九龙	230	298	335
新界	165	227	261

数据来源：香港房屋委员会，中达证券研究

1.2 资助自置居所：满足中低收入群体购房需求，受商品房市场影响

20 世纪 70 年代以来，香港的住房保障政策逐步具备长远规划属性，并开始满足中低收入群体的购房需求。随着香港经济的增长，在满足低收入群体基本居住需求的基础上，香港政府逐步开始针对其他居民更进一步的住房需求完善对住房保障体系，对住房保障的规划也趋长期性。1972 年，香港政府宣布**“十年建屋计划”**，以在十年间解决 180 万贫民窟及木屋区居民的住房问题，该计划主要包括：**1）市区人口扩散计划**：政府于市区以外兴建房屋以应对人口不断增长带来的居住需求。**2）“居者有其屋（居屋）计划”**：1976 年推行，**使中低收入家庭和公屋租户能够以低于市场价的价格购买房屋**（约低于当时市价 30%-40%，2018 年后居屋售价与私人房屋市场脱钩、维持在市民可负担水平），**满足中低收入群体对购买住房而不仅是居住的需求**；**3）“私人参建计划”**：1978 年推行，为加快居屋计划的进度，香港政府邀请私人机构参与建设居屋单位，私人开发商则能够以低于市价的成本获取土地发展居屋。1987 年，香港政府进一步发表“长远房屋策略”，将公营房屋政策的重点由兴建出租单位改为鼓励居民自置居所。在前述政策的发展之下，香港居屋的建设规模快速提升，2000 年末已超过 32 万套。

申请资格及退出机制：面向中低收入群体，缴付补价后可于公开市场交易、影响商品房供给。与公屋类似，香港政府也对居屋的申请条件做出了较为严格的限制，除成年、于香港居住年限等基本要求外，主要面向经济条件已获改善的公屋租户（绿表申请人的主要组成部分）和有自置居所需求的中等收入家庭（白表申请人的主要组成部分）；与公屋相比，**白表申请人的收入和净资产限额明显较高**，如居屋 2020 的白表申请者中 1 人家庭月收入限额为 33000 港元、而 2021 年公屋申请者 1 人家庭月收入限额仅为 12940 港元。除上述人群外，香港政府也针对其他人群的购房需求提供保障，如居住于部分屋邨内独立单位的

租户可通过“租置计划”购买其现居单位。居民购买居屋后，可于居屋第市场出售未缴付补价的资助出售单位予绿表及白表申请者，亦可在向房委会缴付补价后于公开市场出售。

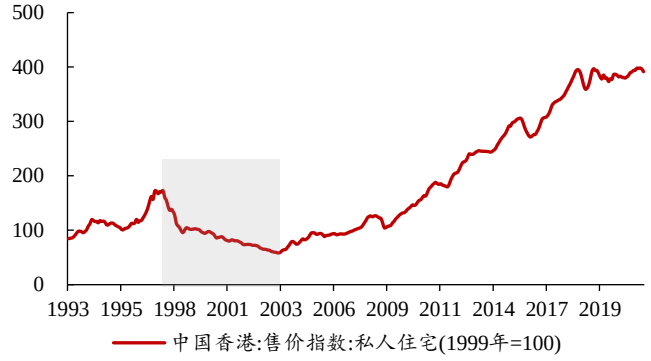
表 4：香港“居者有其屋计划”亦设置了明确的申请资格准则

申请人类别	概述		
绿表	主要为公屋租户，亦包括已通过详细审核的公屋申请者		
白表	私营房屋住户或公屋租户，须符合房委会厘订的申请资格，包括居港年期以及入息和资产限额的规定		
	家庭人数	每月收入限额(港元，2020 年)	家庭净资产(港元，2020 年)
	1 人	33,000	850,000
	2 人或以上	66,000	1,700,000

数据来源：香港房屋委员会，中达证券研究；注：2020 年 5-6 月香港雇员每月工资中位数为 18400 港元

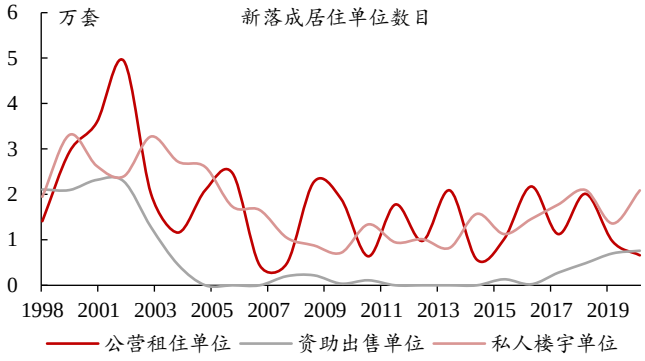
受 20 世纪末香港宏观经济和商品房市场的影响，香港居屋的建设在 2000 后几乎停滞。居屋业主可在获取转让契据起满五年后向房委会缴付补偿并将单位于公开市场出租、出售或转让，这意味着居屋的建设将对私人商品房市场的供给带来影响；同时，白表申请者的月收入高于香港雇员每月工资中位数，为部分群体带来了投机机会。尽管 1997 年香港政府提出了“八万五计划”（计划每年兴建公营和司营单位不少于 8.5 万个），但在金融危机及香港回归带来的不确定性等因素的影响下香港楼市价格大幅下跌、银行坏账规模快速提升，为稳定宏观经济和房地产市场，香港政府于 2002 年宣布无限期停止修建居屋、直至 2016 年方小幅恢复（2017-2020 年落成约 2.2 万套，而 2000 年一年即已落成 2.3 万套）。**香港私人住宅高度市场化的属性对居屋的建设带来了显著影响。**

图 5：香港私人住宅价格 1997 年起大幅下跌



数据来源：香港差饷物业估价署，中达证券研究

图 6：2002 年后新落成居屋数量大幅下降



数据来源：香港政府统计处，中达证券研究

价格水平：确保售价符合目标家庭负担能力，目前约为市价 5-6 折。过去居屋定价与市价挂钩、约较市价低 30%-40%。随着建筑成本和房价高企，2018 年香港政府做出修订、使居屋售价与私人房屋市场脱钩，以负担能力作为重要基准，使至少 75%推售的单位能让收入水平达到家庭每月收入中位数的家庭动用不超过其收入 40%作按揭供款，根据 2020 年香港各区私人住宅平均售价和居屋计划 2020 年推售单位售价计算，目前居屋售价约为市价约 5-6 折。

私人市场+公营保障双轨制逐步完善，北部都会区建设提振供给，进一步保障居民住房需求。在房屋供应仍有所不足、私人住宅价格高企的环境下，目前香港政府拟延长将新建居屋于公开市场交易的限售期至 15 年、并将通过发展北部都会区等在未来十年兴建 33 万个公营房屋单位（占 2021 年公营房屋单位总数约 26%），通过完善双轨制和提升供给等方式进一步保障居民的住房需求。

1.3 香港公营房屋的参与主体与运营模式

公营房屋建设运营主体：私人发展商、代建机构、物业服务公司均有所参与。香港公营房屋主要由香港房委会（法定机构，推行香港大部分公营房屋计划）和香港房屋协会（独立非牟利机构，提供特定类别资助房屋）提供，上述机构主要负责规划、兴建、管理和维修保养各类公共租住房屋；其中，兴建过程中房委会等将委托承建商进行工程建设、过去的“私人参建计划”也吸引了部分私人开发商参与建设，另外，部分公营房屋的物业服务由物业服务公司承担。**尽管公营房屋的规划安排以政府为主导，但项目建设和运营过程中仍存在各类企业的参与空间。**

公营房屋建设用地来源：政府划拨为主，部分本地开发商捐地开发。香港公营房屋计划中的土地主要来自于政府划拨，在目前可开发土地紧缺的背景下，近日香港行政长官林郑月娥也表示将在任期内推进“北部都会区”计划，“会在区内开拓更多土地作房屋、创科及商业发展，涉及 600 万公顷土地、16 到 18 万住宅单位”。同时，部分本地开发商也有所参与，例如，2019 年新世界发展宣布将合计拨出 300 万平方呎农地兴建社会房屋，2021 年由新世界发展成立的非牟利房企社倡议发展全港首个非牟利私人资助房屋项目、以市价约 5-6 折出售。**目前来看，香港未来的公营房屋建设土地或将主要来源于城市规划的调整和部分私人开发商持有的土地资源。**

公营房屋建设资金来源：由财政资金转向市场运作，多渠道筹措资金。公屋建设早期的资金来源主要为财政资金，然而极低的租金收入并不能补偿财政上的投入；其后，香港政府通过以低价批租居屋建设用地、部分居住者购买后政府回收相应地价的方式开拓了公屋建设的资金来源。另外，1988 年起，公营房屋计划的主要推行机构香港房委会改组为自负盈亏的财政独立机构、逐步转向市

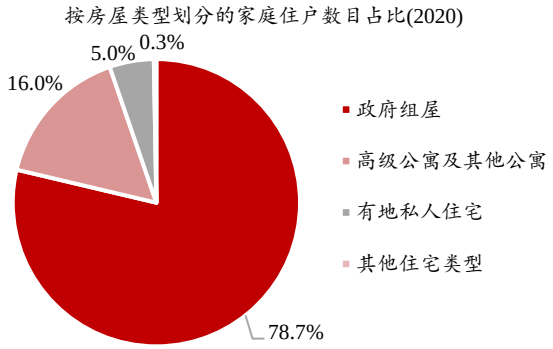
场化运作，房委会初期的资金来源包括：**1）香港政府的财政资金投入**：香港政府提供合计 263 亿港元作为用就资本注入房委会，满足利用银行信贷资金的要求；**2）公屋租金及配套设施出租收入**：包含租户支付的租金及政府提供的租金补贴、公屋配套商业等设施的租金等；**3）分拆出售资产**：2003 年房委会将部分旗下物业、商场及停车场分拆上市（领展房产基金，823.HK），为房委会募集资金约 342 亿港元。**相对丰富的资金来源和市场化的运作方式使公营房屋的建设运营更具备可实现性。**

2. 新加坡：政府组屋以售为主，中央公积金制度提供建设融资

2.1 政府组屋为住房主体，满足居住及置业需求

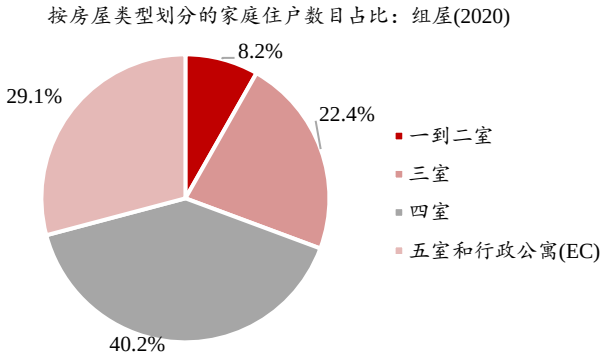
新加坡的住房结构主要分为政府组屋和私人住宅两部分，近八成新加坡居民居住于组屋。新加坡的住房保障体系为全球众多国家中的典范，目前新加坡住房主要为政府提供的组屋。根据新加坡统计局数据，2020 年，约有 78.7%的新加坡居民居住在政府提供的组屋中。从组屋的户型结构来看，新加坡政府根据住房需求不同提供 5 种不同类型的组屋，2020 年居住于四室及以上组屋的家庭户占政府租户总住户的 69.3%、新加坡家庭住户总数的 54.6%。

图 7：组屋为新加坡居民的主要住房类型



数据来源：新加坡统计局，中达证券研究

图 8：组屋住户中居住于四室及以上的家庭户占 69.3%



数据来源：新加坡统计局，中达证券研究

新加坡组屋政策对居民住房的保障逐步由中低收入群体升级至中等收入人群、由租赁为主转为出售为主。1）1960-1970 年主要满足中低收入人群的居住和购房需求：新加坡政府以发展小户型保障性住房为主要任务，通过先推动租赁住房后发展自有住房的路径，优先保障中低收入人群的住房需求。1960 年，新加

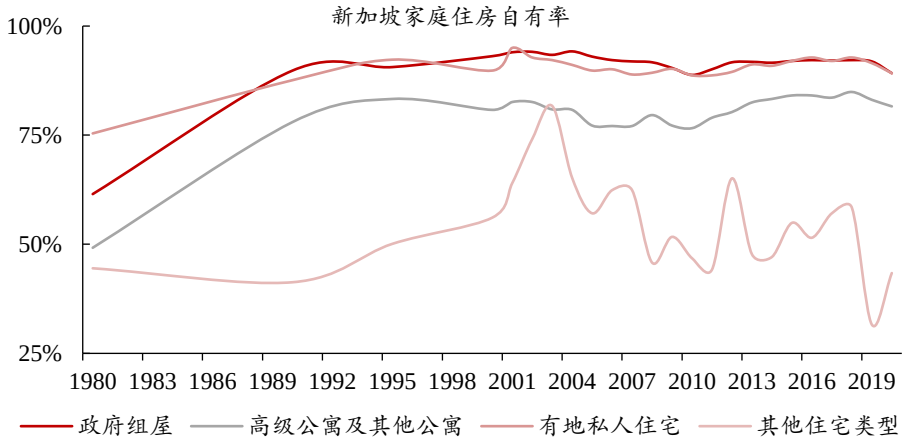
坡政府发布《建屋发展法》、建立建屋发展局（HBD），建设低标准的小户型住房以满足中低收入家庭的居住需求；其后，新加坡政府推动住房保障模式从以租赁为主逐渐转向购买，于 1964 年推出“居者有其屋”计划、1968 年颁布《中央公积金修改法令》，鼓励中低收入人群使用分期付款方式或中央公积金（CPF）购买组屋。**2）1970-1990 年受益人口扩大至中等收入人群：**新加坡政府推出大户型保障房（居住于四室及以上组屋的家庭户数占新加坡家庭户数的比重由 1980 年的 13.3%快速提升至 1990 年的 40.4%），住房保障体系更趋成熟，新加坡政府组屋的住房自有率也快速提升。**3）1990 年后政府开始支持私人住宅市场：**在基本解决居民的居住需求后，新加坡政府开始推动居民居住质量的提升，一方面组屋供应继续以大户型住宅为主（2020 年居住于四室及以上组屋的家庭户数占新加坡家庭户数的比重达 54.6%），另一方面新加坡政府也开始为私人住宅市场提供政策支持（居住于组屋的家庭户数占比由 1995 年的约 89%降至 2020 年的约 79%）。

表 5：新加坡住房保障受益群体不断扩大，由租赁为主转向出售为主

时间	解决需求	主要政策/事件	建设方向
1960-1970	满足中低收入人群住房需求	《建屋发展法》、建立建屋发展局（HBD）	大规模建设**低标准、小户型住房**；以**低价出租**给中低收入群体
		“居者有其屋”计划	鼓励中低收入人群以分期付款方式**购买组屋**
		《中央公积金修改法令》	鼓励购房者**使用中央公积金（CPF）购买组屋**
1970-1990	中等收入群体的置业需求	国营房屋与城市开发公司成立	**建设高层化、高密度住房；**专门**建设大户型**（5 居室套房）给中等收入人群
1990 至今	居住质量提升需求	“组屋更新计划”	加快建设 4 室及以上组屋，推动私人住宅市场发展

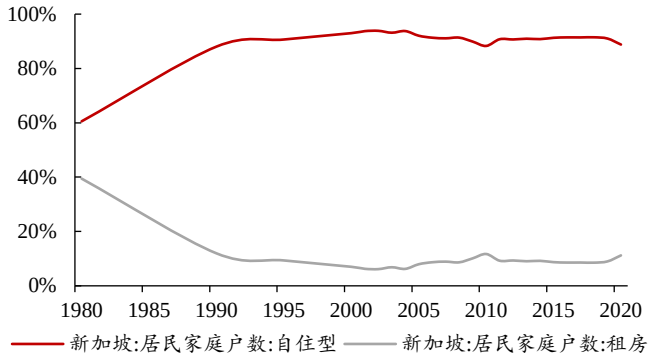
数据来源：政府网站，中达证券研究

图 9：组屋建设带动新加坡住房自有率快速提升



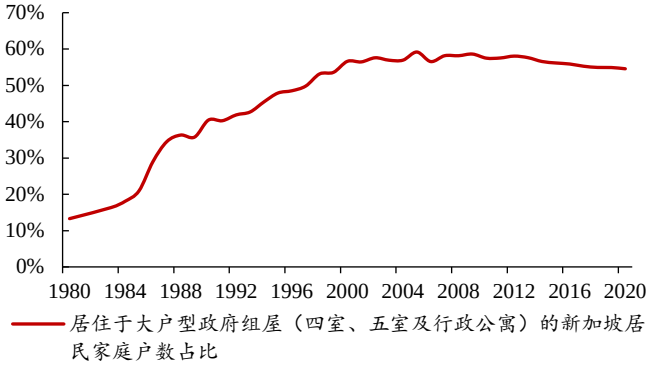
数据来源：新加坡统计局，中达证券研究

图 10：新加坡拥有住房产权的居民家庭占比较高



数据来源：新加坡统计局，中达证券研究

图 11：1980 年后居住于大户型组屋的家庭占比快速提升



数据来源：新加坡统计局，中达证券研究

新加坡保障住房政策根据居民的身份及购房或租赁需求提供不同类型的房屋，并设立了相应的准入条件和退出机制。1）购买组屋方面，部分 21 岁以上的新加坡公民或永久居民可有条件购买住房，户型越大、设施越齐全的房屋相对应准入要求也更高。例如，2 室组屋可提供给符合相应计划的年满 21 岁的新加坡居民，且平均家庭月总收入不超过 7,000 新币；另外，新加坡政府为 55 岁以上老年人提供“乐龄公寓”直至至少其 95 岁，平均家庭月总收入不超过 14,000 新币。居民在组屋居住满 5 年后可将其于组屋二手市场买卖，非新加坡公民不可购买。**2）租赁住房方面**，租赁途径主要分为通过政府的公共租赁计划和从公开市场租住。从 HDB 租房的租赁计划对家庭收入设置的上限更低，如公共租赁计划只接受符合条件的年满 21 岁的新加坡公民/永久居民，家庭总收入每月不超

过1,500新币。公开市场租住可提供予合法居住在新加坡的非公民，如持就业准证、学生准证等申请人，出租关联人需经过HBD的批准方可交易。

表 6：新加坡分别对不同类型的保障性住房设立了相应的购买条件

组屋类型		申请人条件	平均家庭月收入上限（新元）
2室公寓	地权99年	年满21岁的新加坡公民/永久居民（符合Public Scheme/ Fiancé/Fiancée Scheme/ Orphans Scheme）	7,000
	“乐龄公寓”	申请时年满55岁的新加坡公民/永久居民，所选租约到至少95岁	14,000
3室及以上公寓（不包括EC）		年满21岁的新加坡公民/永久居民	打算购买的公寓的设定收入上限内
行政公寓（EC）		年满21岁的新加坡公民（申请人）/永久居民 年满35岁的新加坡公民/永久居民（符合Single Singapore Citizen Scheme）	16,000
“星展计划”		年满21岁的新加坡公民（申请人）/永久居民	14,000 / 21,000(共同购买)

数据来源：新加坡建屋局，中达证券研究

表 7：新加坡分别对不同类型的保障性住房设立了相应的租赁条件

组屋类型		申请人条件	平均家庭月收入上限(新元)
从HDB租房	亲子临时住房计划	满足以下条件的新加坡公民/永久居民：已婚夫妇、在Fiancé/Fiancée Scheme计划下的申请人（需要在领取钥匙后的3个月内提交结婚证书、有子女的离婚或丧偶父母	7,000
	公共租赁计划	家庭计划：年满21岁的新加坡公民/永久居民；如果21岁以下子女的照顾和控制权与前配偶共享，必须先获得前配偶的书面同意 联合单身计划：未婚且至少35岁、离婚或与配偶合法分居，持有法律文件，年满35岁、丧偶或孤儿，且年满21岁	1,500
从公开市场租房		新加坡公民/永久居民 非公民：合法居住在新加坡，持有就业准证，S准证，工作许可证，学生准证，家属准证或长期社会访问准证。通行证的有效期必须至少为6个月， 限制：游客不得租用任何组屋/卧室	-

数据来源：新加坡建屋局，中达证券研究

新加坡政府对于保障房的租售金额有较为严格的限制。新加坡购买组屋不设置具体价格上限，新组屋以补贴价格出售；转售型组屋售价由买家与卖家自行协商。**租赁组屋价格根据出租房屋类型及申请者申请次数划分，租金水平差别较**

大。政府公共租赁计划中的房屋多为 1 室、2 室公寓，总月收入在 800 新币及以下，第一次申请者月租金在 26-75 新币间、第二次申请者月租金在 90-165 新币间；总月收入在 801-1,500 新币，第一次申请者月租金在 90-165 新币间、第二次申请者月租金在 150-275 新币间。**从公开市场租赁的房屋多为 3 室以上组屋，租金相对更高**，根据新加坡建屋局（HBD）数据，2021 年第三季度，3 室组屋价格在 1,650-11,810 新币间、4 室价格在 1,900-2,900 新币间、5 室价格在 2,000-2,900 新币间、行政公寓（EC）2,200-2,700 新币间；其中，3 室组屋租金不同地区间价格中位数差异较大，另外行政公寓价格中位数差异相对较小、主要系申请人收入相对较高等。

表 8：租赁组屋价格根据出租房屋类型、申请者申请次数，租金价格差别较大

交易类型	组屋类型	家庭收入	申请人类型	房型	价格（新元/月）
购买组屋	新组屋				以补贴价格出售
	转售组屋				由买家、卖家协商
租赁组屋	亲子临时租房计划（PPHS）			2 室	$401-500
				3 室	$600-901
				4 室	$1,500
	从 HDB 租房	总收入$800/月以下（含$800）	第一次申请	1 室	$26 – $33
				2 室	$44 – $75
			第二次申请	1 室	$90 – $123
				2 室	$123 – $165
		总收入$801-$1,500/月	第一次申请	1 室	$90 – $123
				2 室	$123 – $165
			第二次申请	1 室	$150 – $205
				2 室	$205 – $275
	从公开市场租房			3 室	$1,650-11,810
				4 室	$1,900-2,800
				5 室	$2,000-2,900
				行政公寓（EC）	$2,200-2,700

数据来源：新加坡建屋局，中达证券研究

2.2 新加坡公营房屋的参与主体与运营模式

组屋建设运营主体：政府主导，建屋发展局承担丰富职能。新加坡组屋的政策和建设均由新加坡政府主导，设立了专门的管理机构（建屋发展局 HDB）及完善的住房法律体系、金融支持体系和土地供应保障措施等。建屋发展局的职能包括征用土地、拆迁旧屋、规划设计住宅区、安排承建商（建屋发展局也组建了建设队伍并设有预制构件生产中心）及组屋的出租、出售和管理，私人开发商等在其中的参与相对较少。

组屋建设用地：完善法律保障土地征收、开发新市镇。1966 年新加坡政府颁布的《土地征收法》规定政府可出于组屋等公共利益需要强制征地、并设定了较低的补偿标准，HDB 可依法以低价甚至无偿取得土地用于建设组屋。另一方面，根据新加坡政府城市发展和住房建设的长期规划，部分组屋的建设与新镇的发展相辅相成，为组屋带来了一定的增量建设用地。

组屋建设资金来源：中央公积金制度支持组屋建设、提升资金使用效率。新加坡的中央公积金制度为 HDB 建设组屋和居民购买组屋提供了重要的金融支持。中央公积金局将部分强制征收的公积金用于购买政府债券，政府则将发债获得的资金用于向 HDB 提供组屋的建房贷款（利率通常低于商业银行贷款）和个人购房贷款，家庭按揭还款额亦由每月公积金账户中扣除。新加坡中央公积金制度将公积金的个人储蓄功能与集体住房投资功能相结合，极大提升了沉淀资金的使用效率，并为保障性住房的建设提供了大规模、低成本的资金来源。

3. 中国：顶层设计逐步明晰，商业模式更趋完善

从顶层设计上看，目前我国的住房保障体系以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体。与新加坡及香港相似，我国亦针对不同人群的住房需求提供了相应的住房保障支持、各地对各类保障性住房亦设置了不同的申请资格。国务院在 2021 年 7 月发布的《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》中首次明确了我国国家层面的住房保障体系的顶层设计，即以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体。其中，公租房制度于 2010 年确立，主要面向城镇住房、收入困难家庭，政府可提供实物公租房（一般为 60 平方米以下）或给予货币补贴，截至 2021 年 7 月全国已有约 1600 万套；共有产权住房 2014 年起在部分城市试点（北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石）；保障性租赁住房于 2021 年正式提出，主要解决人口净流入大城市新市民、青年人阶段性的住房问题。

表 9：我国住房保障体系以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体

保障性住房	概述	主要政策		
		时间	部门	文件
公租房	主要面向**城镇住房、收入困难家庭**，政府可提供实物公租房（一般为 60 平方米以下）或给予货币补贴	2010-06	住建部等 7 部委	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》
共有产权住房	政府提供政策支持、组织建设单位建设，销售价格低于同地段、同品质商品住房价格水平，并限制使用范围和处分权利，实行**政府与购房人按份共有产权的政策性商品住房**	2014-04	住建部	《关于做好 2014 年住房保障工作的通知》
保障性租赁住房	主要解决人口净流入大城市**新市民、青年人阶段性的住房问题**	2021-07	国务院	《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》

数据来源：政府网站，中达证券研究

从发展路径上看，目前我国保障性住房的发展与新型城镇化、经济发展的协同更强，“十四五”期间部分人口净流入城市的保障性住房建设将以保障性租赁住房为主。与新加坡及香港不同的是，目前我国保障性住房的建设以针对新市民、青年人阶段性住房问题的保障性租赁住房为重点，与新型城镇化、经济发展的协同更强，国际形势及国内外疫情控制情况等为经济发展带来的不确定性或为重要原因之一。从顶层的表述来看，2020 年中央经济工作会议首次提出“解决好大城市住房突出问题”， 2021 年 3 月《政府工作报告》则新提出“尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难”表述，体现出顶层对于解决住房问题的决心。从部分重点城市发布的住房保障政策来看，保障性租赁住房为“十四五”期间的建设重点，四大一线城市“十四五”期间的保障性租赁住房建设筹集套数均占期内计划建设筹集住房总数（含商品房）的 40%以上。

表 10：“十四五”期间重点城市将重点建设保障性租赁住房

城市	“十四五”保障性住房建设筹集计划(万套)			
	公租房	共有产权房	保障性租赁住房	保障性租赁住房/筹建住房总数
广州	3	3	60	46%
深圳	6	8	40	45%
上海	NA	NA	47	>40%
北京	NA	NA	40	≥40%

数据来源：政府网站，中达证券研究；注：筹建住房总数包含商品房

保障性租赁住房建设提速有望拉动房地产投资。根据以下假设进行简要测算：

1）建设套数：以800万套进行测算。根据住建部住房保障司负责人潘伟在2022年1月11日国新办发布会中表示，“十四五”期间40个重点城市初步计划新增650万套保障性租赁住房供给，预计可帮助1300万新市民、青年人等缓解住房困难；根据各省市目前公布的“十四五”保障性租赁住房建设计划来看，已披露具体量化目标的省市（12个省/自治区/直辖市级目标+11个城市所在省未披露、省内核心城市提供明确目标）合计计划于“十四五”期间筹建约733万套，大于住建部公布的650万套。考虑到尚未披露明确目标的多为人口净流出区域、“十四五”保障性租赁住房大规模快速建设或将以重点城市为优先，下文将以800万套作为建设套数进行测算。

表11：多个省市明确“十四五”期间保障性租赁住房筹集量化目标

省/直辖市	“十四五”保障性租赁住房计划筹集套数(万套)	所在省尚未披露明确目标的城市	“十四五”保障性租赁住房计划筹集套数(万套)
广东	130	西安	30
浙江	120	福州	15
江苏	58	长沙	15
上海	47	贵阳	10
北京	40	石家庄	8
山东	40	厦门	7
重庆	40	昆明	6
河南	40	沈阳	6
四川	34	雄安	2
安徽	30	银川	2
湖北	30	邯郸	1
江西	20		
海南	3		

数据来源：政府网站，央视新闻，中达证券研究

2）建设面积：以套均70平方米计算，“十四五”建设总面积约5.6亿平方米。保障性租赁住房将以不超过70平方米的小户型为主，假设套均面积为70平方米，则建设总面积为5.6亿平方米。

3）开工进度：“十四五”建设规模前高后低，假设2022年建设规模占“十四五”总量的25%。部分地区除提出“十四五”保障性租赁住房筹集目标外，亦提出了进度相关措施、总体来看“十四五”建设总量前高后低，如广东省提出三年专项行动、2021-2023年计划筹建套数占“十四五”期间计划约66%，上海2021-2022年的筹建目标占“十四五”期间计划的51%，浙江、江苏2022年计

划开工筹集目标占“十四五”期间计划的 25%/26%等；另外，根据 1 月 11 日住建部在新闻发布会中披露的数据，40 个城市 2021 年已筹集 93.6 万套保障性租赁住房、仅占 650 万套的 14.4%。综合以上因素考虑，2022 年建设规模将相对较高，假设全年建设规模占“十四五”总量的 25%。

4）投资成本：重点城市建设成本更高，假设 2022 年为 4543 元/平方米。考虑到保障性租赁住房将主要建设于人口净流入的大城市、部分经济水平更高省份的计划建设规模更高，保障性租赁住房的建设成本或将高于全国。根据国家统计局的数据，“十四五”期间保障性租赁住房筹集建设套数最高的广东、浙江、江苏、上海及全国的 2020 年竣工房屋造价分别为 4844、4692、4932、6516、3781 元/平方米，2015-2020 年 CAGR 分别为 5.3%、3.7%、7.7%、3.0%、4.4%。假设 2020 年重点城市保障性租赁住房的建设成本为 4200 元/平方米、以约 4%的增速计算，则 2022 年约为 4543 元/平方米。

5）建设进度：考虑到住房建设的时间，假设保障性租赁住房的投资在开工当年及次年分别完成 2/3 和 1/3。

根据以上假设测算，2022 年保障性租赁住房投资额约 5200 亿元、增量约 3300 亿元，假设保障性租赁住房投资额均计入房地产开发投资（即均由房地产企业开发），则估测 2022 年保障性租赁住房投资额拉动房地产开发投资约 2.3%。

表 12：估测 2022 年保障性租赁住房投资拉动房地产开发投资约 2.3%

重点城市保障性租赁住房建设主要假设及数据		
“十四五”筹集套数（万套）		800
套均面积（平方米）		70
“十四五”筹集总面积（亿平方米）		5.6
筹集规模（亿平方米）	2021	0.7
	2022	1.4
投资成本（元/平方米）	2021	4,368
	2022	4,543
保障性租赁住房投资额（亿元）	2021	1,908
	2022	5,232
	差额	3,324
2021 年房地产开发投资完成额（亿元）		147,602
2022 年拉动房地产开发投资		**2.3%**

数据来源：政府网站，央视新闻，中达证券研究

香港和新加坡保障性住房的发展能够为我国提供多方面的启示。

建设与运营主体：国营企业与市场力量共同参与，提升建设强度及效率。从香港和新加坡的建设运营经验来看，新加坡的公营住房建设以政府为主导，香港

的保障性住房在发展过程中则由政府建设逐步转向政府主导并引入社会力量建设运营、“私人参建计划”等有效提升了香港公营住房的建设速度。实际上，在较高的建设总量目标之下，目前部分城市已开始积极引导各类主体参与保障性租赁住房的建设，如 2021 年 12 月人民银行上海总部等多部门举办了上海推进保障性住房建设银企对接会，与会房企包括旭辉、大华、瑞安等 6 家开发商。国营企业与市场力量的共同参与一方面有望提升保障性租赁住房建设筹集计划的可实现性，另一方面也有望为部分代建企业、物管公司甚至开发商带来一定的发展空间。

土地来源：新区发展、存量优化共同推进，政府划拨等降低土地成本。香港政府于 1972 年提出“十年建屋计划”后大力发展新市镇、于市区外兴建房屋，以沙田等地区为代表的新市镇在发展前土地多为农田、人口密度较低，发展后则大厦林立、交通网络完善、人口密度明显提升；类似地，新加坡的部分组屋建设用地亦源于新镇。目前我国部分核心城市亦存在中心城区人口密度较高、土地资源稀缺的问题，在产业转型升级的诉求下部分既有产业或需外移；在此背景下，发展新城区能够承接部分产业的转移，同时也能够为保障性住房的建设提供相对充足的土地资源。另一方面，香港公营住房建设过程中也包含对部分旧房源的拆除和重建，充分利用存量土地优化公营住房居住条件。从土地成本的角度来看，香港保障性住房的建设用地多由政府划拨、新加坡保障性住房的建设用地可依法以低价强制征收，均有效降低了保障性住房的建设成本。

资金来源：创新 REITs 等多元化融资方式，完善公积金支持等金融措施。目前我国保障性住房的资金来源主要包含财政支持（中央及地方）、各类贷款（包括保障房开发贷款、公积金贷款及增值收益等）、政府债券（地方政府债、专项债等）、企业及个人筹集的资金等。尽管政府债券等亦为香港、新加坡的保障性住房建设的重要资金来源，但当地较低的利率使其资金成本的可负担性更强，在我国当前的利率环境下保障性住房建设更需要创新多元化的融资方式。从香港的经验来看，分拆部分非核心资产作为 REITs 底层资产上市为保障性住房建设的一项资金来源，2021 年 7 月我国也已将各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目纳入公募 REITs 试点，后续相关配套措施的完善（如税务安排、补贴机制等）和 REITs 市场的发展或有望推动保障性租赁住房 REITs 的发行，为大规模的保障性租赁住房建设提供相对长期、成本可控的资金来源。另外，参考新加坡的中央公积金制度，我国或亦可提升公积金对保障性住房建设的支持力度、完善公积金使用的相关措施，以进一步丰富保障性住房建设的资金来源。

风险提示：

1.行业调控及融资政策或存在一定不确定性，影响上市公司销售业绩；

2.宏观经济波动可能对行业内企业经营造成一定影响；

3.保障性租赁住房建设进度不及预期；

4.疫情控制具有不确定性。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。